



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية



## أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في

### السعودية خلال الفترة 1990-2020

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية  
تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

د/ بوعبد الله علي

إعداد الطالبة:

دبي منيرة

الصفة	الصفة	الرتبة	أعضاء اللجنة
جامعة	رئيسا	أستاذ	أ.د/ دردوري لحسن
جامعة بسكرة	مشرفاً ومقرراً	أستاذ	أ.د/ بوعبد الله علي
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ	د/ قط سليم
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ محاضر - أ	د/ نورالدين دلال
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ محاضر - أ	د/ سراي صالح
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ محاضر - أ	د/ بوعيطة عبد الرزاق

السنة الجامعية: 2023/2022





الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية



أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في

السعودية خلال الفترة 1990-2020

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث (LMD) في العلوم الاقتصادية  
تخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

الأستاذ المشرف:

د/ بوعبد الله علي

إعداد الطالبة:

دبي منيرة

الصفة	الصفة	الرتبة	أعضاء اللجنة
جامعة	رئيسا	أستاذ	أ.د/ دردوري لحسن
جامعة بسكرة	مشرفاً ومقرراً	أستاذ	أ.د/ بوعبد الله علي
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ	د/ قط سليم
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ محاضر - أ	د/ نورالدين دلال
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ محاضر - أ	د/ سراي صالح
جامعة	عضوا مناقشا	أستاذ محاضر - أ	د/ بوعيطه عبد الرزاق

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بسم الله الرحمن الرحيم

وَيَسْأَلُونَكَ عَنِ الرُّوحِ ۖ قُلِ الرُّوحُ مِنْ أَمْرِ رَبِّي وَمَا أُوتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا (85)

الآية 85 من سورة الإسراء

## إهداء

أهدي هذا البحث إلى:  
من قال فهم الله عزوجل:

{وَقَضَىٰ رَبُّكَ أَلَّا تَعْبُدُوا إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا.....}

برا وإحسانا لهما، وتقديرا لما قدماه لي.  
الإخوة والأخوات، والأقارب،  
الزملاء والأصدقاء،

إلى كل من وقف معنا ودعمنا من قريب أو بعيد لإنجاز هذا البحث  
بجهده، ووقته، ودعائه.....

منيرة دبي

## شكر وتقدير

(رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي)

الحمد لله الذي بنعمته وفضله تتم الصالحات

اللهم الكريم رب العرش العظيم إنا نجعل هذا العمل المتواضع إضافة مفيدة  
لمن يمر عليه.

أما بعد حمده والثناء على فضله أتقدم بخالص الشكر وبأسى عبارات التقدير والعرفان  
للأستاذ بو عبد الله الذي منحنا ثقته وقبل الاشراف على هذا العمل  
بصدر رحب وفضل عال في إعدادة، فلم يبخل علي بإرشاده ونصحه وتشجيعه لي  
دوما ومساعدته القيمة.

كما لا يفوتني أن أشكر أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل وإثرائه،  
ومن هذا المنبر أتوجه بوافر التقدير والإمتنان لجميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير  
والعلوم التجارية بجامعتي محمد بوضياف بالمسيلة و محمد خيضر ببسكرة.

إلى زملائي طلبة الدكتوراه وإلى كل من يسعفني الحظ في ذكر أسمائهم.

منيرة دبي

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020)، وذلك من خلال التعرف على تطور سوق الأوراق المالية في السعودية، مع تبيين أهم إجراءات وإصلاحات تطويرها وتأثيرها على تحسين أدائها، لتدرس فيما بعد أثر هذا التطور على النمو الاقتصادي، حيث تم استخدام نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للتعبير على النمو الاقتصادي، كما تم استخدام معدل الرسملة البورصية ومؤشر أداء السوق للتعبير عن تطور سوق الأوراق المالية، وتم استخدام أسعار النفط والمعروض النقدي بالمفهوم الواسع نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغيرات مستقلة أخرى "متغيرات ضابطة"، وقد قمنا باستخدام منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذات فترة الإبطاء الموزعة "ARDL" من أجل دراسة العلاقة التوازنية بين المتغيرات، وقياس أثر تطور السوق على النمو.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في السعودية، وأثر إيجابي لمؤشر أداء السوق على مؤشر النمو في الأجل القصير، ووجود أثر إيجابي لمؤشر معدل الرسملة البورصية على مؤشر النمو في الأجل الطويل، نتائج هذه الدراسة تؤكد على تطور وعمق سوق الأوراق المالية السعودية، وتعكس تحسن في ممارسة الوظائف الأساسية التي من شأنها تعزيز النمو الاقتصادي، الأمر الذي يدفع القائمين على السوق إلى توفير آليات تسمح بتطويرها وتوسيع دائرة نشاطها.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، نمو اقتصادي، نموذج ARDL، سعودية.

## Summary

This study aims to address the impact of the development of the stock market on economic growth in Saudi Arabia during the period (1990-2020), by identifying the development of the stock market in Saudi Arabia, with an indication of the most important procedures and reforms for its development and its impact on improving its performance, to study later the effect of this development on the economic growth, where the per capita GDP at constant prices was used to express economic growth, and the stock market capitalization rate and the market performance index were used to express the development of the stock market, and oil prices and money supply were used in the broad sense relative to GDP total as other independent variables "control variables", and we used the methodology of the Autoregressive Distributed Lagging Period "ARDL" model in order to study the equilibrium relationship between the variables, and to measure the impact of market development on the growth.

This study concluded that there is a long-term equilibrium relationship between the stock market and economic growth in Saudi Arabia, and a positive impact of the market performance index on the growth index in the short term, and the presence of a positive impact of the stock market capitalization rate index on the growth index in the long term, the results of this study confirm the development and the depth of the Saudi stock market, and reflects an improvement in the practice of basic functions that would enhance economic growth, which prompts those in charge of the market to provide mechanisms that allow its development and expansion of its circle of activity.

**Keywords:** stock market, economic growth, ARDL model, Saudi Arabia.



## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	شكر وعرهان
	الاهداء
	ملخص باللغة العربية
	ملخص باللغة الإنجليزية
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول والأشكال
أ-ز	مقدمة
	<b>الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية</b>
02	تمهيد
03	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: السوق المالي - مفاهيم وأسس -
08	المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية، متطلباتها ووظائفها الاقتصادية
14	المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية وإجراءات التعامل فيها
22	المبحث الثاني: سوق الأوراق المالية (أدواتها، كفاءتها وسيولتها)
22	المطلب الأول: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية
38	المطلب الثاني: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
43	المطلب الثالث: مفاهيم عامة حول سيولة سوق الأوراق المالية
47	المبحث الثالث: تطور سوق الأوراق المالية (مؤشراتها، محدداتها ومعايير تصنيفها)
47	المطلب الأول: مفهوم تطور سوق الأوراق المالية
48	المطلب الثاني: مؤشرات تطور وأداء سوق الأوراق المالية
59	المطلب الثالث: المحددات الداخلية والخارجية لتطور سوق الأوراق المالية
74	المطلب الرابع: معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب درجة تطورها
77	خلاصة الفصل الأول
	<b>الفصل الثاني: علاقة تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي</b>
79	تمهيد
80	المبحث الأول: الخلفية المفاهيمية والنظرية للنمو الاقتصادي
80	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول النمو الاقتصادي
88	المطلب الثاني: تحليلات المدارس الكلاسيكية و الماركسية، النيوكلاسيكية حول النمو الاقتصادي
91	المطلب الثالث: نظريات النمو الاقتصادي عند الكنزيرين
98	المطلب الرابع: نموذج Solow-Swan للنمو الاقتصادي و نماذج النمو الداخلي

113	المبحث الثاني: العلاقة السببية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي
113	المطلب الأول: تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي"العرض الرائد"
129	المطلب الثاني: تأثير النمو الاقتصادي على التطور المالي"الطلب التابع"
134	المطلب الثالث: السببية ثنائية الاتجاه
138	المبحث الثالث: دور تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي
138	المطلب الأول: التأصيل النظري لتأثير تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
144	المطلب الثاني: الدراسات التجريبية التي تناولت أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
151	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: أثر تطور السوق المالية السعودية"تداول" على النمو الاقتصادي
153	تمهيد
154	المبحث الأول: واقع السوق المالية السعودية"تداول" خلال الفترة من 1990-2020
154	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية
160	المطلب الثاني: آلية عمل وتنظيم السوق المالية السعودية
167	المطلب الثالث: عرض وتحليل أداء السوق المالية السعودية
194	المبحث الثاني: واقع واتجاهات النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة من 1990-2020
194	المطلب الأول: خطط التنمية الشاملة الخمسية ورؤية المملكة لسنة 2030
201	المطلب الثاني: تحليل مؤشرات النمو الاقتصادي في السعودية
206	المطلب الثالث: تحليل تطور المؤشرات الاقتصادية الكلية
217	المبحث الثالث: نمذجة قياسية لأثر تطور السوق المالية السعودية على النمو الاقتصادي خلال الفترة من 1990-2020
217	المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة
220	المطلب الثاني: توصيف النموذج
221	المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة
226	المطلب الرابع: تحليل ومناقشة النتائج
232	خلاصة الفصل الثالث
234	خاتمة
243	المراجع
258	الملاحق
	الملخص

## فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
58	بعض مؤشرات الأسواق العالمية والعربية	(01:01)
70	معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر (MSCI)	(02:01)
72	التصنيفات السابقة للأسواق من قبل مؤشر MSCI	(03:01)
75	معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر F.T.S.E	(04:01)
159	القيمة المتداولة للصبكوك والسندات في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2009-2020)	(01:03)
168	قطاعات السوق المالية السعودية	(02:03)
169	عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة (1990-2020)	(03:03)
171	تطور إصدارات الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2020)	(04:03)
173	نسبة إصدار الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2020)	(05:03)
174	قيمة التداول على المستوى الكلي في السوق المالية السعودية للفترة (1990-2020)	(06:03)
177	قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة (1990-2007)	(07:03)
179	قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة (2008-2016)	(08:03)
180	قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة (2017-2020)	(09:03)
181	تطور الرسملة البورصية و معدل الرسملة للفترة (1990-2020)	(10:03)
183	معدل التداول و معدل دوران الأسهم للفترة (1990-2020)	(11:03)
185	تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر و نسبة مساهمة السعوديين وغير السعوديين في القيمة السوقية للشركات المدرجة خلال الفترة (2008-2020)	(12:03)
188	المؤشر العام لأسعار الأسهم ومعدل نموه السنوي خلال الفترة (1990-2020)	(13:03)
201	معدلات النمو الاقتصادي للفترة (1990-2020)	(14:03)
205	متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1990-2020)	(15:03)
207	تطور معدل التضخم في السعودية خلال الفترة 1990-2020	(16:03)
208	تطور الإنفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1990-2020)	(17:03)
210	تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت في السعودية للفترة (1990-2020)	(18:03)
212	تطور الانفتاح التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1990-2020)	(19:03)
215	تطور المعروض النقدي (M3) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1990-2020)	(20:03)
216	تطور الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة (1990-2019)	(21:03)
220	ملخص المقاييس المستخدمة لقياس المتغيرات التابعة والمستقلة والضابطة	(22:03)
222	إختبارات جذر الوحدة للاستقرارية	(23:03)
223	فترات التباطؤ المثلى لنموذج (ARDL)	(24:03)
224	نتائج إختبار التكامل المشترك للنموذج وفق اختبار الحدود Bounds Test	(25:03)

225	نتائج تقدير النموذج في الأجل الطويل	(26:03)
225	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ	(27:03)
226	نتائج التقييم الإحصائي للنموذج المقدر	(28:03)
227	نتائج إختبار الارتباط الذاتي و مشكلة عدم ثبات التباين	(29:03)

## فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
04	أساليب التمويل في الاقتصاد	(01:01)
14	تقسيمات السوق المالي	(02:01)
58	أسس إستخراج مؤشر أداء السوق	(03:01)
93	المخطط الكنزري	(01:02)
101	نصيب العامل من رأس المال والحالة المستقرة عند Solow-Swan	(02:02)
102	أثر زيادة معدل الادخار	(03:02)
103	أثر زيادة معدل النمو السكاني	(04:02)
106	التمثيل البياني لنموذج AK	(05:02)
113	الجدل النظري حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي	(06:02)
123	قنوات التفاعل بين النظام المالي و النمو الاقتصادي.	(07:02)
139	النهج الوظيفي بأثر التمويل على النمو الاقتصادي	(08:02)
171	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من (1990-2020)	(01:03)
173	تطور إصدارات الأسهم خلال الفترة (2000-2020)	(02:03)
176	متوسط عدد الأسهم المتداولة يوميا بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2020)	(03:03)
177	عدد أيام التداول بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2020)	(04:03)
178	نسب التداول القطاعي للفترة (1990-2007)	(05:03)
180	نسب التداول على المستوى القطاعي للفترة (2009-2016)	(06:03)
180	نسب التداول على المستوى القطاعي للفترة (2017-2020)	(07:03)
182	تطور معدل الرسملة للفترة (1990-2020)	(08:03)
184	معدل الدوران ومعدل التداول للفترة (1990-2020)	(09:03)
186	تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة (2008-2020)	(10:03)
187	مساهمة السعوديين وغير السعوديين في القيمة السوقية للشركات المدرجة للفترة (2008-2020)	(11:03)
190	تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالية السعودية للفترة (1990-2020)	(12:03)
190	أداء السوق خلال الأسبوع من 23 فبراير 2006	(13:03)
191	أداء سوق الأسهم السعودي لعام 2008	(14:03)
202	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2008.	(15:03)
203	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2009	(16:03)
203	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2015	(17:03)
204	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2019	(18:03)

204	معدلات النمو الاقتصادي للفترة (1990-2020)	(19:03)
206	متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1990-2020)	(20:03)
219	النموذج النظري للدراسة	(21:03)
223	نتائج تحديد فترات الإبطاء للنموذج	(22:03)
227	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي (Jaque-Berra)	(23:03)
228	نتائج إختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج المقدر	(24:03)
228	النموذج التجريبي للدراسة	(25:03)

# مقدمة

## مقدمة:

يعتبر مشكل التراكم الرأسمالي موضوعاً يحظى بإهتمام كبير من قبل الباحثين على مستوى الدول النامية، كما أن التمويل يعد الإطار الذي يتم من خلاله تكوين رأس المال في أي بلد، بإعتباره يتضمن الطريقة التي يريد بها الأعوان الاقتصاديين توزيع الموارد المالية النادرة بصورة تضمن سير النشاط الاقتصادي.

وهنا تبرز الحاجة إلى توفر نظام مالي متطور بهدف إيجاد آليات إقتصادية لتشغيل الموارد المالية التي تساهم في العملية التنموية، وفي العقد الأخير من القرن العشرين إتجهت الدول النامية إلى إنشاء الشركات المساهمة والشركات الاستثمارية، وبدأت في تأسيس أسواق الأوراق المالية بهدف دعم العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد الجوانب الأساسية والمستحدثة في النشاط المالي، إذ تسمح للأعوان الاقتصاديين من ممارسة نشاطهم الاقتصادي، وتحقيق التدفقات المالية التي تنتقل من أصحاب الفائض إلى أصحاب الحاجة بهدف تلبية إحتياجات التمويل، وبالتالي إرتبطت نشأتها بحاجة الاقتصاد إلى آلية تضمن حشد المدخرات وتمويل الاستثمارات، ولقد إرتبط تطور سوق الأوراق المالية في كثير من الدول بإنتشار شركات المساهمة بمختلف أحجامها ومجالات نشاطها، مما ساعد على زيادة وتنوع الأدوات المالية المتداولة في الأسواق، وهو الأمر الذي ترتب عنه جذب عدد أكبر من المتعاملين المحليين والأجانب، إذ تقدم فرص أكثر للوحدات ذات الفائض المالي لإختيار أفضل توظيف لأموالهم.

وما زاد من تطور تلك الأسواق ظهور إبتكارات التكنولوجيا المالية والشركات متعددة الجنسية، حيث عرفت أسواق الأوراق المالية لبعض الدول تطوراً هائلاً وإنتشاراً واسعاً، خاصة مع زيادة التحرير المالي في ظل العولمة والانفتاح الاقتصادي، حيث إتجهت العديد من الدول إلى ربط أسواقها المالية بالأسواق العالمية، عن طريق إزالة القيود والاندماج فيما بينها، وهو ما ترتب عليه جذب المزيد من الموارد المالية في شكل إستثمارات أجنبية.

هذا ما دفع العديد من الدول وخاصة النامية منها، إلى إتخاذ جملة من الإصلاحات والتوجهات الاقتصادية الجديدة للتحويل نحو إقتصاد السوق، وتطوير أسواق الأوراق المالية قصد مواكبة التطورات في الأسواق المالية الدولية، كما عملت معظم الدول على وضع الأنظمة والقوانين المختلفة، لتوسيع وتعزيز سيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية وتحسين خدماتها المالية.

والمملكة العربية السعودية على غرار باقي دول العالم، عملت على إتخاذ العديد من الإجراءات والإصلاحات لتنظيم وتحفيز التوسع والأداء في السوق المالية السعودية، وتم إنشاء السوق في عام 1985 كمؤسسة عامة لها شخصية إعتبارية وإستقلالية مالية، ويعتبر نظام السوق الذي تم إصداره سنة 2003 من أهم الإصلاحات التي شهدتها السوق، والذي كان هدفه توفير إطار قانوني وتنظيمي لتنفيذ جميع الأنشطة المتعلقة بالسوق المالي مثل بيع وشراء الأسهم والسندات وتداول الأوراق المالية، وإصدار لوائح الشفافية وحماية حقوق المساهمين وهو ما يساهم في رفع تنافسية السوق وسيولتها، كما إتبعت المملكة خطوات لتحرير السوق المالية تدريجياً ابتداءً من سنة 2008، من خلال وضع التعليمات التي من شأنها إزالة القيود أمام المستثمرين الأجانب للدخول للسوق، وإنعكست هذه التطورات في زيادة عدد الشركات المدرجة، وقيمة التداولات، ومستوى إستثمارات المحفظة المالية.

وتبعت هذه الإصلاحات إصلاحات جديدة إنطلاقاً من سنة 2016 في إطار رؤية المملكة لسنة 2030، تمثلت في إستراتيجية لتحقيق النمو الاقتصادي المستمر من خلال التنويع الاقتصادي، ورفع مساهمة القطاع الخاص في الناتج المحلي الإجمالي، ولتحقيق أهدافها ركزت المملكة على تطوير سوق مالية متقدمة للادخار والتمويل والاستثمار .





ركزت هذه الدراسة على دور القطاع المالي بشقيه سوق الأوراق المالية والقطاع المصرفي على النمو الاقتصادي، بينما جاءت دراستنا لتختبر أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، كذلك تختلف عنها في المجال المكاني والزمني، ومن حيث النموذج المستخدم ففي دراستنا تم الاعتماد على نموذج ARDL، كما تختلف عنها فيما يخص المؤشرات المستخدمة لتطور سوق الأوراق المالية، حيث استخدمت دراستنا مؤشر معدل الرسالة البورصية، ومؤشر أداء السوق.

- Al Rasasi, M. H., Alsabban, S. O., & Alarfaj, O. A. (2019). Does stock market performance affect economic growth? Empirical evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Economics and Finance*, 11(9), 21.

تبحث هذه الدراسة في العلاقة السببية بين عوائد سوق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي في المملكة العربية السعودية باستخدام بيانات ربع سنوية من عام 2010 (الربع الأول) إلى 2018 (الربع الرابع)، تم استخدام المؤشر العام للسوق والنتائج المحلي الإجمالي غير النفطي (GDP) كممثل للنمو الاقتصادي، وباستخدام اختبار Johansen and Juselius's (1990)، واختبار السببية لجرانجر (VECM)، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من المؤشر العام للسوق إلى مؤشر النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، وتوصلت الدراسة إلى أن المؤشر العام له تأثير إيجابي على النشاط الاقتصادي في السعودية.

يعود التأثير الإيجابي للسوق المالية السعودية على نمو النشاط الاقتصادي إلى تحسن الوظائف المالية للسوق، نتيجة للإجراءات والاصلاحات التي إتخذتها المملكة لتشغيل وتطوير السوق، حيث جاءت فترة الدراسة بعد تطبيق إجراءات إنشاء هيئة السوق المالية، وتأسيس مؤسسة السوق المالية السعودية، وغيره من الإجراءات التي ساهمت في تطوير السوق، وهو ما كان له دور إيجابي في تمويل النشاطات الاقتصادية.

تعتبر دراستنا إمتداد لهذه الدراسة حيث تتوافق معها في المجال المكاني، ولكن تختلف عنها من حيث المجال الزمني ومن حيث النموذج المستخدم ففي دراستنا تم الاعتماد على نموذج ARDL، كما تختلف عنها باستخدام مؤشر معدل الرسالة البورصية إضافة إلى مؤشر أداء السوق.

- دراسة قسول كمال. (2021): أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي "دراسة حالة ماليزيا"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، ميله، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصفوف، الجزائر.

تبحث الدراسة في أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (1981-2018)، تم استخدام معدل الرسالة البورصية ومعدل التداول للتعبير عن تطور سوق الأوراق المالية، وتم استخدام معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة كمؤشر للنمو الاقتصادي، وباستخدام منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة ARDL، ومنهجية غرانجر بصيغتها المطورة من طرف تودا-يماموتو، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وتأثير إيجابي لمؤشر الرسالة البورصية على مؤشر النمو الاقتصادي في الأجل القصير، وبالتالي نتائج الدراسة تدفع القائمين على سوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى القيام بتطويرها، من أجل الرفع من الأداء الاقتصادي للدولة مستقبلاً.

تتوافق هذه الدراسة مع دراستنا فيما يخص النموذج المعتمد للدراسة، وتختلف معها فيما يخص المجال المكاني والمجال الزمني، كما تختلف عنها فيما يخص المؤشرات المستخدمة لتطور سوق الأوراق المالية، حيث استخدمت دراستنا مؤشر أداء السوق للتعبير عن كفاءة سوق الأوراق المالية السعودية.

- الدراسات التي تجد أن أسواق الأوراق المالية عبارة عن كازينو ليس لها تأثير مهم، ويمكن أن يكون لها تأثير سلبي على النمو الاقتصادي: نذكر منها فيما يلي:

وهي دراسات يعود تأصيلها إلى فترة بروز الفكر الكينزي، حيث بين كينز أن السيولة الزائدة المصاحبة للسوق، تجعل الأفراد يقومون بتغييرات سريعة على محافظهم كاستجابة للشائعات أو كرد فعل لتغيير الأذواق، وبالتالي تكون تصرفاتهم غير سليمة ولا تستند إلى متغيرات اقتصادية حقيقية، مما يؤدي إلى سوء تسعير الأصول وتراجع قدرة السوق على التخصيص الأمثل للموارد، وبالتالي التأثير السلبي على النمو الاقتصادي.

- Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996): Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of development Economics*, 51(2), 387-411.

بينت نتائج الدراسة أنه حتى بالنسبة للدول المتقدمة، فإن مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل الأنشطة الاقتصادية يشكل نسبة ضئيلة، مقارنة بمساهمة القطاع المصرفي، ومن أبرز النتائج التي توصل إليها الباحثان، أن نشاط المضاربة الناتج عن السيولة المرتفعة التي توفرها السوق، ينتج عنه توجيه الموارد المالية إلى الأنشطة غير المنتجة، وهو ما يؤثر سلباً على الاقتصاد، وبالأخص إذا أدت عمليات المضاربة إلى ارتفاع أسعار الفائدة، مما يجعل الاقتصاد أكثر عرضة للأزمات المالية. تختلف دراستنا عن هذه الدراسة من حيث المجال المكاني والزمني، ومن حيث النموذج المستخدم فدراستنا تستعمل نموذج ARDL.

- Alshammary, M. J. (2014): Stock market development and economic growth in developing countries: Evidence from Saudi Arabia. *Corporate Ownership and Control*, 11(3), 193-216.

تبحث الدراسة في العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1993-2009)، إستخدم الباحث المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي كمتغير مستقل، ومعدل الفائدة، التضخم، سوق الأسهم الدولية (إستخدم مؤشر S&P)، سعر النفط كمتغيرات مفسرة، ومعدل الناتج المحلي الاجمالي كمتغير تابع، وإستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، وإختبار السببية لغرانجر (VECM)، توصلت الدراسة وجود تأثير سلبي لسوق الأسهم السعودي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

ويرجع ذلك لطبيعة سوق الأسهم السعودي المتقلبة، وإرتفاع التلاعب في السوق وعمليات المضاربة خلال تلك الفترة، التي شجعها إرتفاع سيولة السوق، خاصة في ظل سيطرة المستثمرين الأفراد على السوق، والتي نتج عنها عدم التخصيص الأمثل للموارد المالية، وبالتالي التأثير السلبي على النمو الاقتصادي.

تعتبر هذه الدراسة إمتداداً لدراستنا حيث تتوافق معها في الاطار المكاني، ولكن تختلف معها في الاطار الزمني والأسلوب المستخدم للدراسة حيث إستخدمت دراستنا نموذج ARDL، كما تختلف معها في المؤشر المعبر على تطور سوق الأوراق المالية حيث أضافت دراستنا مؤشر معدل الرسملة البورصية، الذي يعبر على حجم الاستثمارات في السوق.

- دراسة طلال محمود الكداوي. (2007): دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في الدول العربية، مجلة البحوث المستقبلية، كلية الحداثة الجامعة، العراق، العدد 17، صفحة 32-41.

تبحث الدراسة في إبراز دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي، لمجموعة من الدول العربية (مصر، المغرب، السعودية، الكويت، الأردن، تونس) للفترة (1994-2001)، إستخدم الباحث لقياس تطور سوق الأوراق المالية مؤشر الرسملة البورصية، مؤشر حجم التداول، وإستعمل كمؤشر للنمو الاقتصادي معدل التغير في الناتج المحلي الاجمالي

بالأسعار الحقيقية، وباستخدام نموذج الإنحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي في الدول العربية يتأثر سلباً بكل من القيمة السوقية وحجم التداول، أي أن الأسواق المالية العربية تؤثر سلباً على النمو الاقتصادي. نجد بأنه في الغالب أسواق الأوراق المالية في مثل هذه الاقتصادات تعرقل تراكم رأس المال وتخصيص الموارد المالية، وهذا نتيجة لعدم وجود قوانين تنظيمية صارمة، وإرتفاع تكاليف المعاملات، وضآلة المستثمرين لقصور تدفق المعلومات، وهو ما يستوجب الوقوف عندها وتشخيص نقاط الخلل فيها وتفعيلها لتكون أداة فعالة على مستوى الاقتصاد الوطني.

ركزت هذه الدراسة على دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول العربية، بينما جاءت دراستنا لتختبر أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، وتختلف هذه الدراسة عن دراستنا في الاطار الزمني والأسلوب المستخدم للدراسة حيث إستخدمت دراستنا نموذج ARDL، كما تختلف معها في المؤشر المعبر على تطور سوق الأوراق المالية حيث إستعملت دراستنا مؤشر معدل الرسلة البورصية، الذي يعبر على حجم الاستثمارات في السوق، ومؤشر أداء السوق كمؤشر على مدى كفاءة السوق.

#### 4. فرضيات البحث:

- ساهمت الإجراءات والإصلاحات التي إتبعتها السعودية في تحسين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية.
- ساهمت البرامج التنموية التي إتبعتها المملكة في تحقيق نمو إقتصادي مستمر لعدة سنوات.
- يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية إيجاباً في الأجل الطويل خلال الفترة (1990-2020).
- يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية إيجاباً في الأجل القصير خلال الفترة (1990-2020).

#### 5. أهمية البحث:

تنبع أهمية الموضوع من الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، وذلك بتوفير بيئة مناسبة لجذب الاستثمار المحلي والأجنبي، خصوصاً في ظل انفتاح الأسواق على بعضها البعض، كما تكمن أهميته في مراجعة الأدبيات الاقتصادية المرتبطة بالعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، ومن ثم إبراز العلاقة بين التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، والتي لاتزال محور جدل قائم بين الباحثين، كون هذه النتائج تختلف باختلاف الاقتصاد المدروس ودرجة تطوره.

من هنا تأتي أهمية هذه الدراسة للوقوف على أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، حيث أن المملكة في ظل التطورات الاقتصادية التي حققتها، توجهت مؤخراً نحو تشغيل وتطوير سوق الأوراق المالية كأحد الركائز الأساسية لإستراتيجية رؤية المملكة لسنة 2030، نظراً لقناعتها بأهمية دورها في تحقيق النمو الاقتصادي المستمر وتنويع مصادر الدخل.

#### 6. أهداف البحث: يمكن تحديد الأهداف الرئيسية التي يسعى البحث لتحقيقها فيما يلي:

- تحديد الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، وبالتالي التعرف على مكانة البورصة كآلية تعمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز في التمويل وبالتالي تشجيع الاستثمار والرفع من معدلات الإنتاج والنمو الاقتصادي، خاصة في ظل الحاجة إلى موارد مالية خارجية.
- التعرف على أهم مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، وتحليل تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على أداء تلك الأسواق.

- دراسة لأدبيات النمو الاقتصادي، من خلال نظريات النمو الخارجي التي تركز على تراكم رأس المال وتعتبر التقدم التكنولوجي متغير خارجي في نماذج النمو الاقتصادي، وأخيراً نماذج النمو الداخلي لوكاس ورومر الذي يعتبر التقدم التكنولوجي متغير داخلي.
- إبراز العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي من خلال مختلف الدراسات النظرية والتجريبية؛
- تحليل تطور وأداء سوق الأوراق المالية السعودية، لأخذ نظرة مسبقة حول طبيعة نشاط السوق كمدخل للدراسة التطبيقية؛
- دراسة وتحليل واقع وإتجاهات النمو الاقتصادي في السعودية؛
- إجراء دراسة قياسية لأثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020)، وبالتالي الوصول إلى مدى تطابق النتائج المتحصل عليها مع الأدبيات النظرية والدراسات السابقة؛
- 7. أسباب إختيار موضوع البحث:** تعود دوافع إختيار هذا الموضوع دون غيره من المواضيع إلى ما يلي:
- الأسباب الذاتية: ويمكن ذكرها فيما يلي:
    - الفضول العلمي للبحث في مثل هذه المواضيع؛
    - إثراء الرصيد المعرفي بموضوع حساس؛
  - الأسباب الموضوعية: ويمكن ذكرها فيما يلي:
    - الجدل القائم في الأدبيات النظرية والتجريبية حول طبيعة العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي والذي يعطي أهمية لدراستها في مختلف الدول منها السعودية.
    - دراسة وتحليل مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في السعودية.
    - بسبب معرفة وضعية الاقتصاد السعودي من ناحية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية، وهل لسوق الأوراق المالية دور فعال في تحقيق النمو الاقتصادي المتواصل.
- 8. منهج البحث:** وصولاً لأهداف البحث والإجابة على الإشكالية المطروحة وإختبار مدى صحة الفرضيات المقدمة، سيتم الاستعانة بالمنهج التالي:
- المنهج الوصفي: فيما يتعلق بجمع المعلومات عن تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وكذلك عرض النظريات الاقتصادية التي تفسر علاقة تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي.
  - المنهج التحليلي: من خلال تحليل تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بالسعودية.
  - المنهج الاستقرائي (الإحصاء الاستدلالي): بغية إختبار الفرضيات والتعليق على نتائج الإختبار.
- 9. مصادر جمع المعلومات والبيانات وأدوات التحليل:**
- لإنجاز البحث تم الاعتماد على المراجع والمصادر الأساسية الخاصة بالموضوع، وكذلك الاعتماد على المصادر الثانوية مثل المقالات العلمية العربية والأجنبية والمجلات والمواقع الإلكترونية ذات الصلة بالموضوع، إضافة إلى استخدام البيانات والمعطيات الإحصائية المنشورة من طرف البنك الدولي من خلال قواعد بيانات مؤشرات التنمية العالمية (WDI)، ومن طرف صندوق النقد الدولي من خلال قاعدة بيانات (FAS)، ومن طرف موقع البنك المركزي السعودي (sama)، بالإضافة إلى موقع السوق المالية السعودية (تداول)، وموقع هيئة السوق المالية السعودية (cma).
- أما فيما يتعلق بالأدوات المستخدمة سيتم إستخدام برنامج Eviews إصدار 10 كأداة للدراسة الإحصائية.

## 10. حدود الدراسة:

يتمثل الإطار المكاني للدراسة في سوق الأوراق المالية السعودية، وذلك من منطلق أن الدراسة تركز على قياس أثر سوق الأوراق المالية السعودية على النمو الاقتصادي، بينما يغطي الإطار الزمني الفترة الممتدة من 1990 إلى 2020 حيث تم تقريبا أخذ الفترة كلها على إعتبار أن سوق الأوراق المالية السعودية باشر نشاطه إبتداءا من عام 1985 كمؤسسة عامة، مما يسمح لنا بتفسير الأثر في المدى القريب والبعيد الممتد إلى نهاية فترة الدراسة.

## 11. هيكل البحث: موضوع البحث إرتأينا تقسيمه إلى ثلاث فصول، الفصلين الأول والثاني خصصا للجانب النظري، والفصل

الثالث خصص للجانب التطبيقي يتضمن الدراسة التحليلية والقياسية الخاصة بحالة السعودية، بالاضافة إلى مقدمة وخاتمة وهذا حسب مايلي:

- **الفصل الأول:** جاء بعنوان الإطار النظري لسوق الأوراق المالية، يتم فيه التطرق إلى مكونات سوق الأوراق المالية ووظائفها، بالاضافة إلى مفهوم تطور سوق الأوراق المالية محدداتها، ومؤشراتها، ومعايير تصنيفها تبعا لدرجة تقدمها.
- **الفصل الثاني:** فجاء بعنوان علاقة تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، يتناول هذا الفصل مفاهيم النمو الاقتصادي ونظرياته ومؤشرات قياسه، بالاضافة إلى العلاقة بين التطور المالي وبالخصوص تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الدراسات النظرية والتجريبية.
- **الفصل الثالث:** يحمل عنوان أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، يقدم هذا الفصل دراسة تحليلية لتطور سوق الأوراق المالية السعودية من خلال عرض أهم مراحل تطورها، بالاضافة إلى تحليل مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، وكذا تحليل واقع وإتجاهات النمو الاقتصادي بالسعودية، كما تضمن تقييم أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020)، من خلال إقتراح نموذج قياسي من أجل تقدير أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020) من وجهة نظر فرضية العرض الرائد.

## الفصل الأول

### الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

---

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية (أدواتها، كفاءتها وسيولتها)

المبحث الثالث: تطور أسواق الأوراق المالية (محدداتها، معايير تصنيفها،

مؤشراتها)

---

تمهيد:

يعتبر المال من الإحتياجات الضرورية لأي مؤسسة بإعتباره عامل أساسي لأنشطتها الإستثمارية، ويعد السوق المالي أحد أهم مصادر رأس المال، حيث يؤدي دور فعال في تحريك الأموال داخل الاقتصاد، وعرفت أسواق الأوراق المالية كجزء من السوق المالي محور إهتمام الإقتصاديين في العصر الحديث، فعن طريقها يتم تداول رساميل كبرى الشركات وبالتالي تعتبر المرآة العاكسة لحالة إقتصاد هذا البلد، وإنطلاقا من هذه الأهمية يأتي هدف تطوير أسواق الأوراق المالية والرقابة والإشراف على عملها، فهي قناة تمويلية تقوم بدور رئيسي في تعبئة المدخرات من الأفراد والمؤسسات، وتوجيهها نحو الاستثمارات من خلال توفيرها للأدوات الاستثمارية بمختلف أنواعها، وهو ما يؤثر على فعاليتها وسيولتها ومستوى أسعارها.

ولتحديد درجة تطور أسواق الأوراق المالية ثمة ضرورة لوجود مجموعة من المعايير والمؤشرات التي تبين درجة تطور السوق، كما ينبغي مراعاة العوامل الضرورية لتنظيم السوق، وتلك التي تمنعها من التطور، ويعكس أداء سوق الأوراق المالية مستوى أداء الشركات المساهمة المدرجة والحالة الاقتصادية للبلد، كما يلعب دورا هاما في إتخاذ القرارات الاستثمارية بالنسبة للمستثمرين. يتناول هذا الفصل نظرة عامة حول أسواق الأوراق المالية، من حيث مكوناتها ووظائفها وأدواتها وآلية عملها، إضافة إلى محددات تطورها ومؤشرات ومعايير تطورها.



## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية مجال مالي يتميز بالتحديد، وفي الآونة الأخيرة زادت أهميتها لدورها الأساسي في الاقتصاديات، بسبب ما تمثله من نقطة إلتقاء بين قطاع الأعمال والقطاع المالي، وهو ما دفع بالدول إلى التوجه نحو توفير أسواق أوراق مالية متطورة .

### المطلب الأول: السوق المالي-أسس و مفاهيم-

سننظر في هذا المطلب إلى مفهوم السوق المالي وأقسامه، وعمليات التمويل فيه.

#### الفرع الأول: مفهوم السوق المالي:

تعد أسواق المال الأحداث نشأة مقارنة بالأسواق الأخرى، غير أنها في الوقت نفسه تعتبر الأكثر تطورا سواء من ناحية التنظيم، أو من ناحية الإمكانيات المادية نظرا لضخامة الأموال التي يتم تبادلها في هذه الأسواق، أو في مستوى التكنولوجيا أو النظم الإلكترونية المستخدمة، ولقد إرتبط هذا التطور تاريخيا بالتطور الصناعي والاقتصادي العالمي، خاصة في الدول الرأسمالية عند إنتشار الشركات المساهمة، وإقبالها على الإقتراض من الجمهور أو الإستثمار في السندات الحكومية، مما شكل دافع قوي لظهور أسواق الأوراق المالية، بعد أن كان التعامل بالسندات الحكومية والصكوك المالية يتم على قارعة الطريق في دول كإنجلترا وفرنسا والولايات المتحدة الأمريكية، ليستقر بعدها في أبنية محددة (أزهري، 2017، صفحة 18).

فيمكن تعريف السوق المالي بأنه "تلك الآلية التي يمكن عن طريقها تعبئة وتجميع وتوجيه إدخارات الأفراد والشركات والحكومات على مختلف أوجه الإستخدام الإنتاجية وغير الإنتاجية" (آل سليمان، 2005، صفحة 100).

ويعرف بأنه: "تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد تكون محددة في موقع مادي أو ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية أي أن وجودها يكون إفتراضي" (يوسف، 2015، صفحة 13) .

ويعرف كذلك بأنه "آلية أكثر منه منطقة جغرافية أو موقع مادي، ومن ثم فهي هيئة منظمة تمكن من تسهيل عملية تدفق الأموال من وإلى الأفراد والشركات والحكومات، من أجل تمويل الإستثمارات تبعا لمنهج يعمل على إصدار وتداول أدوات مالية متنوعة، تتراوح آجال إستحقاقها من أقل من سنة إلى متوسطة وطويلة، وتوثيقها تبعا لقوانين وتعليمات بما يتناسب مع تحقيق عوائد مجزية بأقل قدر ممكن من المخاطرة" (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 21).

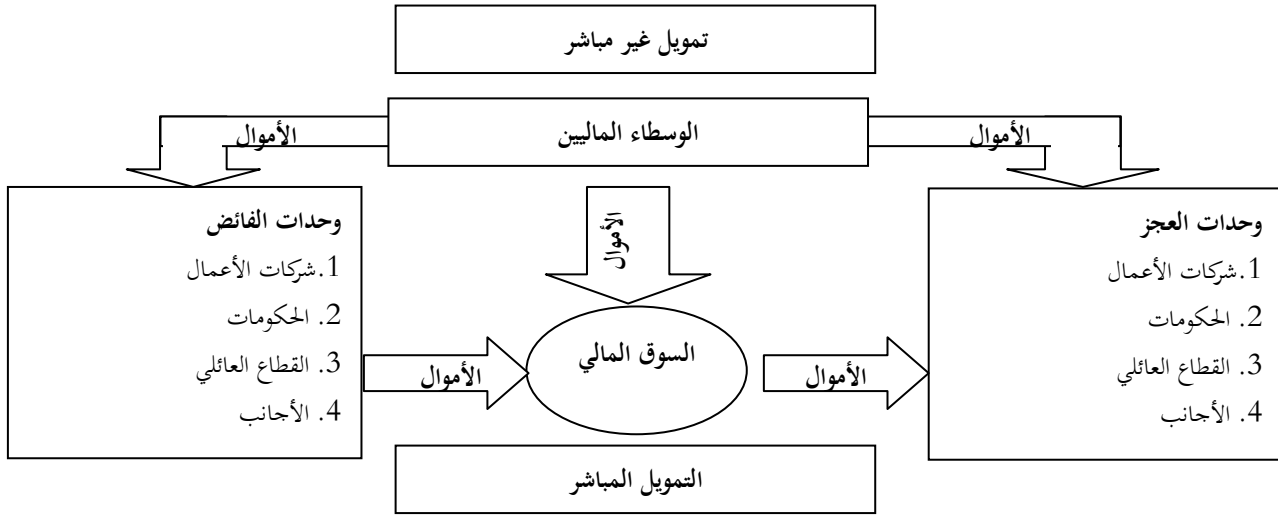
نستخلص من التعاريف السابقة أن السوق المالي هو: ذلك المجال الذي يتم من خلاله تمويل المؤسسات والاقتصاد ككل، من خلال تجميع إدخارات أصحاب الفوائض المالية وعدم تركها جامدة وتوجيهها لتمويل أصحاب العجز المالي وإقامة الأنشطة الاقتصادية وتوسعتها.

#### الفرع الثاني: آلية عمل السوق المالي

إن عملية الإلتقاء بين أصحاب الحاجة إلى التمويل وأصحاب القدرة على التمويل أي بين المنتجين والمدخرين تميز بوجود أسلوبيين، الأول نظام التمويل غير المباشر، وذلك بالاعتماد على البنوك في إطار ما يعرف بإقتصاد الاستدانة، و الثاني نظام التمويل

المباشر يتم بفضل وسطاء ماليين على مستوى البورصة والذي يعرف باقتصاد الأسواق المالية، ويمكن توضيح أساليب التمويل في الاقتصاد من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01:01): أساليب التمويل في الاقتصاد



المصدر: غفار ديارف الرحمان. عبد المجيد عبيد حسن صالح. أنس عبد القادر قاسم. (2021). الوساطة المالية بين التمويل المباشر وغير المباشر ودورها في النظام المالي. مجلة الرشد للتمويل الإسلامي. ص78.

نلاحظ من الشكل رقم(01) أن التمويل بالنظام المالي يأخذ الأشكال التالية:

#### أولاً: التمويل غير المباشر(النظام المالي القائم على البنوك)

في ظل هذا التمويل يقوم الوسيط بإعطاء قروض أو إقتناء أوراق مالية(شراء أصول مالية قابلة للتداول)، وفي المقابل يصدر أوراق ثانوية يتم تحويلها إلى أعوان ذوي الفائض، وبصورة عامة يمثل الوسطاء الماليون الأساس للتمويل غير المباشر، وذلك عن طريق قيامهم بإقراض ما أقترضوه من الوحدات ذات الفائض، وعن طريق تسويق أنواع متعددة من الأوراق المالية الثانوية المباشرة أو غير المباشرة، سواء كان هذا الوسيط مؤسسة مصرفية أوغير مصرفية، فإن وظيفتها تتمثل في جمع الفوائض النقدية من الوحدات ذات الفائض ثم تقررؤها للوحدات ذات العجز (بوعبد الله، 2009، صفحة 68)، وأهم خصائص هذا النموذج هي: (بوعبد الله، 2009، صفحة 69)

- \_ التمويل السائد هو التمويل غير المباشر.
- \_ مديونية الخزينة ضعيفة.
- \_ الضبط النقدي لا يؤمن إلا عن طريق السوق النقدية(سوق ما بين البنوك).
- \_ يتدخل البنك المركزي في السوق النقدية، لتأمين السيولة في النظام البنكي(إعادة التمويل).
- \_ إصدار النقد هو أساسا عامل داخلي، (مقابلات الكتلة النقدية الغالب عليها هو القروض المقدمة للاقتصاد).

#### ثانيا: التمويل المباشر(نظام التمويل القائم على السوق):

في التمويل المباشر يتم التعامل مباشرة بين أصحاب الفائض المالي(المستثمر) وأصحاب العجز المالي(المقرض) دون وساطة طرف آخر، إذ يتحصل المقرض على موارد مالية مقابل إصداره أصول مالية مباشرة لصالح المقرض، وهذا النوع من

التمويل يعبر عن وجود علاقة مباشرة بين طرفي التمويل، حيث يتحقق التمويل المباشر عن طريق أصول مالية أولية مباشرة، والتي هي عبارة عن إصدارات تقوم بإصدارها الوحدات ذات العجز، ومنها الأسهم والسندات، التي تصدرها المشروعات للحصول على فوائض المدخرين، وذلك من أجل حصول هذه المشروعات على الأموال التي تحتاجها، وأساس هذا التمويل يتم في إطار أسواق الأوراق المالية المنظمة على صعيد مؤسسي، حيث يفترض أن تكون الوظيفة الأولى للأسواق المالية، المساهمة في تمويل النشاط الإقتصادي وخدمة النمو الإقتصادي، وذلك بتنظيم إلتقاء عروض وطلبات التمويل (بوعبد الله، 2009، صفحة 66، 67)، والبورصات تتخصص في تنظيم عمليات التداول وتسعير الأوراق المالية، فهي تقدم فرصا لمقايضة الخطر وتوفير السيولة، وعائد مرتفع وتكاليف منخفضة للمقترضين، وهذا طبعا من خلال وسطاء ماليين لكنهم لا يقومون بالدور المعتاد كما في نظام التمويل غير المباشر، وإنما يتدخل الوسيط ليوفر خدمات بمساعدة المقترضين البحث عن المقرضين، أي أنه يقوم بوظيفة السمسرة، كما يعمل على تسيير توظيف الأوراق المالية لحساب عملائه، تتمثل في منظمات التوظيف الجماعية للقيم المنقولة، وهذا مقابل مكافآت تكون عبارة عن عمولة، وليس الهامش المقتطع كما في دور البنك (بن شعيب، 2011، صفحة 18). ويتصف نظام التمويل المباشر بإقتصادات الأسواق المالية، بمجموعة من الخصائص نذكر أهمها فيما يلي: (مصيطفي و بن بوزيان، 2015، الصفحات 169-167)

- إرتفاع التمويل الذاتي للمؤسسات.
- سيطرة التمويل المباشر: إذ يتقابل عارضي وطالبي رؤوس الأموال مباشرة في السوق، دون الحاجة إلى وسطاء ماليين، ويشارك هؤلاء في السوق كعارضين/اوطالبين للأوراق المالية، على خلاف الاعتماد على تقديم القروض بشكل إنفرادي.
- يوظف الأعوان الإقتصاديين أصحاب الفوائض المالي مواردهم في الإكتتاب في إصدارا الأسهم، والسندات، وشهادات الإيداع، وأذونات الخزينة...
- يعد الادخار عنصر رئيسي في هذا النظام، حيث يتم إحلال سياسة إستقطاب المدخرات مكان سياسة الإصدار النقدي.
- يتمثل دور البنوك في هذا النظام في أداء الخدمة (وسيط عادي) وليس في خلق النقود.
- يتم تمويل الدين العام من خلال الأسواق المالية.
- عدم إستدانة البنك من البنك المركزي فعملية إعادة التمويل ليست رئيسية.
- تشكل معدلات الفائدة في النظام سعر التوازن بين طلب وعرض رؤوس الأموال وتكلفة الموارد الإضافية.
- تقدم البنوك في هذا النظام إئتمان لمساعدة الأعوان غير القادرين على الإقتراض من البورصة (كالمؤسسات والعائلات التي لا تتمتع بشروط القيد في البورصة) أو تغطية العمليات قصيرة الأجل للمؤسسات الكبيرة و التي تلجأ إلى إصدار الأسهم والسندات.
- الإصدار النقدي يعتمد على عوامل خارجية، فمقابلات الكتلة النقدية تتمثل أساسا في الذهب، القروض المقدمة للخزينة، والعملات الأجنبية.
- يلجأ البنك المركزي في هذا النظام إلى عمليات السوق المفتوحة لتسوية الإحتلال في المعروض النقدي.

يمكن تطوير الأسواق المالية بالعودة إلى رؤوس الأموال الخاصة التي تمثل المحرك الإستراتيجي للتنمية الاقتصادية. وبالرغم من الاختلاف بين نظام التمويل المباشر والتمويل غير المباشر، فهذا لا يمنع من وجود بعض التداخل بين أسواق الأوراق المالية والبنوك، فالبنوك مثلها مثل أسواق الأوراق المالية، قد تمكن المدخرين من تنويع المخاطر وتقديم ودائع سائلة، كما أن أسواق الأوراق المالية شأنها شأن البنوك، قد ترفع من فرصة الحصول على المعلومات عن الشركات، لأن المستثمرون يرغبون في تحقيق الأرباح عن طريق التعرف على الأسهم المقومة بأقل من قيمتها الحقيقية ليستثمروا فيها، وقد تساهم أسواق الأوراق المالية كذلك في تعزيز إدارة الشركات، عن طريق توفير المعلومات التي تمكن المستثمرين من أعمال الرقابة على إدارة الشركات، بالإضافة إلى ذلك نجد أن البنوك التجارية لا تقدر على التمويل طويل المدى، نظرا لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم، والمخاطرة التي تتعرض لها، وفي الغالب تكون هذه القروض محدودة تبعا للقوانين التي يصدرها البنك المركزي، لذلك يستوجب الأمر وجود أسواق الأوراق المالية، وقد وجد كل من (Boyed and Smith 1996) أن أسواق الأوراق المالية والبنوك تعمل كعناصر مكملة، وليست مصادر بديلة في عملية تمويل الإستثمارات الحقيقية (أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008، صفحة 221).

### الفرع الثالث: أقسام السوق المالية

تعتمد العديد من المراجع العلمية فيما يخص أقسام السوق المالية على معايير مختلفة، غير أن أكثر التقسيمات شيوعا، هو التقسيم تبعا لمعيار مدة الإستحقاق والذي يقر أن السوق المالي يتكون من فرعين رئيسيين هما: سوق رؤوس الأموال، والسوق النقدية (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 21)، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رؤوس الأموال في آجال إستحقاق الأدوات المالية التي يتم تداولها، وكذلك طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كلا السوقين.

**أولا. السوق النقدية:** هناك عدة تعاريف للسوق النقدية، نذكر منها فيما يلي:

السوق النقدية هي "السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، حيث يتم تداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، سواء في صورة قروض قصيرة الأجل أو في صورة أوراق مالية أو تجارية عن طريق البنوك التجارية والبنوك المركزية (عصام، 2008، صفحة 20).

وتعرف بأنها "السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي قد تكون فترة إستحقاقها أقل من سنة، مثل: الكمبيالات المصرفية وأذون الخزانة، والأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وغيرها" (الأكاديمية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، 2019، صفحة 19).

ومن ثم فهي تلك السوق التي يلتقي فيها الطالبون والعارضون لرؤوس الأموال قصيرة الأجل، فهي غير محددة بمكان محدد كما هو الحال بالنسبة للكثير من البورصات، بل تتم العمليات فيها بإستعمال الفاكس، الهاتف، أو الأنترنت وغيرها من وسائل الإتصال، أي لا يشترط في قيام السوق النقدية وجود مبنى أو غيره من الهياكل (جبار م.، 2017، صفحة 144).

تستعمل أدوات سوق النقد من طرف مجموعة من المستثمرين الأشخاص أو المؤسسات التي في حاجة إلى سيولة لتنفيذ أنشطتها المتنوعة، وتلعب المصارف دورا رئيسيا مع مؤسسات الوساطة المالية في هذا السوق، ويتمتع سوق النقد بإرتفاع درجة

سيولة الأدوات التي يتم بها التعامل فيه، وتتميز بالمرونة العالية إضافة إلى انخفاض تكلفة الصفقات لسهولة إنجازها وتنفيذها (منصوري، 2018، صفحة 17).

وتتمثل أهم المؤسسات العاملة في هذه السوق فيما يلي: (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 23)

أ. **البنوك المركزية:** وظيفتها العمل على تنظيم ومراقبة والإشراف على السوق النقدية، عن طريق إصدار النقد والقيام بمهام السياسة النقدية.

ب. **البنوك التجارية:** سميت البنوك التجارية بالتجارية، لأن مطلوباتها (الخصوم) تتكون من جزء كبير من الودائع الجارية وتحت الطلب، وموجوداتها تتألف بنسبة كبيرة من قروض وأدوات استثمارية قصيرة الأجل قابلة للتسويق، وتعمل على قبول النقود وتوظيف النقود بأنواعها لمدة قصيرة.

ت. **بنوك الاستثمار:** هي بنوك متخصصة من حيث حجم رأس المال وأيضا رقم الأعمال، فهي تقوم بتوظيف أموالها في المشروعات الصناعية والتجارية والاشتراك في إنشاء الشركات، فهي تمنح قروض لمختلف المؤسسات الكبرى والمتعددة الجنسيات، بالإضافة الى قدرتها على تمويل الحكومات والدول، غالبا تكون بملايين الدولارات وقد تصل لملايير الدولارات. **ثانيا. سوق رؤوس الأموال:** تسمى أيضا -سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل لتمييزها عن السوق النقدية سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل (جبار م.، 2017، صفحة 146)، التي سبق وتعرضنا لها، على العموم يمكن القول أن سوق رؤوس الأموال هي: "سوق يجري التعامل فيها بالأدوات المتوسطة والطويلة الأجل، والتي تستحق في مدة زمنية أطول من سنة، حيث تتعامل بشكل أساسي في الأسهم والسندات" (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 24)

وتعرف بأنها "السوق التي يتم التعامل فيها بمساهمات وقروض طويلة الأجل، إذ تقصدها الشركات للحصول على أموال إضافية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها، وهي شركات المساهمة وذلك من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام، أو قد تجمع تلك الأموال في شكل دين وذلك عن طريق طرح السندات، نفس الشيء يمكن أن ينطبق عن الحكومة لما تريد أن تحصل على الأموال لتغطية العجز أو لأي غرض آخر" (جبار م.، 2017، صفحة 146).

وبالتالي تعرف بأنها سوق يتم من خلالها تبادل الإلتزامات طويلة ومتوسطة الأجل، وتقسم حسب الأداة أو الوسيلة المستعملة في التعامل إلى:

أ. **سوق الإقراض طويل ومتوسط الأجل:** وهي ذلك الجزء من سوق رؤوس الأموال الذي يكفل للشركات العمومية والخاصة وكذا الحكومات، الحصول على ذلك النوع من القروض لتمويل استثماراتها (جبار م.، 2017، صفحة 153)، ويعمل في هذا السوق بنوك الاستثمار، والبنوك المتخصصة، وشركات التأمين، وصناديق المعاش والإدخار، وذلك لما تعمل تلك الجهات بإقراض الغير بنفسها (أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008، صفحة 17).

ب. **سوق الأوراق المالية:** وهي السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعا وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال بين المؤسسات والأفراد والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساهم في تعبئة المدخرات وتمييتها وتوجيهها إلى المجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني (عصام، 2008، صفحة 18).

وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق عاجلة أو فورية وسوق آجلة أو مستقبلية: (أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008، صفحة 18، 19)

1. **الأسواق الحاضرة أو الفورية:** يتم عن طريقها تنفيذ التعاملات في الأوراق المالية خلال مدة زمنية قصيرة الأجل، من خلال التسليم الفعلي للأوراق المالية وسداد ثمن الصفقة، والهدف الرئيسي من العمليات الفورية هو توظيف الأموال وإستثمارها لتحقيق عائد دوري على الأوراق المالية المشترى، أو تحقيق عائد رأسمالي متمثل في الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها، أو تخفيض حسارة رأسمالية متوقعة في حالة البيع.

2. **الأسواق الآجلة:** يتم عن طريق هذه الأسواق القيام بالعمليات الآجلة للأوراق المالية، ويقصد بالعمليات الآجلة العمليات التي يتم الاتفاق فيها على موعد معين لتسليم الأوراق المالية محل التعامل والوفاء بالقيمة، وتبعاً لهذا الاتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وسعر وعدد الأوراق أو الصكوك المالية محل التعامل، على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق محل التعامل وسداد الثمن في تاريخ لاحق، وبناء عليه يمكن القول إن هناك مدة زمنية بين توقيت إبرام العقد والتنفيذ.

نستخلص أن سوق رؤوس الأموال هو السوق الذي يتم عن طريقه عرض وطلب رؤوس الأموال طويلة ومتوسطة الأجل، ويكون هذا عن طريق إصدار أوراق مالية ويدعى سوق الأوراق المالية أو طلب قروض وتدعى سوق القروض.

### المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية، متطلباتها، وظائفها الاقتصادية

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم ومتطلبات سوق الأوراق المالية ووظائفها الاقتصادية.

#### الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

ظهرت أسواق الأوراق المالية نتيجة حاجة بعض الجهات إلى التمويل ووجود فوائض مالية لدى جهات أخرى، وكذلك لتعذر تصفية الشركات حالة رغبة أحد أو بعض المساهمين الخروج من الشركة، حيث تباع حصصهم وتشتري دون بيع أو تصفية لأصول المشروع، أي أن التعامل فيها لا يتم على الثروة في حد ذاتها، وإنما يجري على حقوق هذه الثروة والتي تتمثل في الأسهم والسندات (أبو النصر، 2006، صفحة 29). وهناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها: "عبارة عن نظام يتم من خلاله الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، بحيث يتمكن المستثمر من شراء أو بيع عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما من خلال السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، إلا أنه مع نمو شبكات ووسائل الإتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمحت للتعامل خارج السوق عن طريق شركات السمسرة المنتشرة في مختلف البلدان" (أبو النصر، 2006، صفحة 29).

كما تعرف بأنها: "سوق تداول فيها الأوراق المالية بمختلف أشكالها سواء شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تداول الأوراق المالية للمؤسسات والهيئات المحلية، أما الثانية فتسمح لوجود المستثمرين الأجانب وتداول أوراق مالية لمؤسسات وهيئات من دول أجنبية" (بوكساني، 2006، صفحة 43).

وقد أدرجت بعض التعاريف الدور التنموي لسوق الأوراق المالية، وتم تعريفها على أنها: السوق الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية يباعا وشراء، حيث تمثل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد إلى المؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساهم في تنمية الإيداع وتشجيع الإستثمار بهدف مصلحة الاقتصاد (البراي، 2001، صفحة 31).

مما سبق تتضح الجوانب المختلفة لأسواق الأوراق المالية، ممثلة في العناصر التالية:

- الدور الرئيسي لسوق الأوراق المالية يتمثل في تحويل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي؛
- التعامل في سوق الأوراق المالية يكون بطريقة مباشرة من خلال بورصة التداول، وإما بطريقة غير مباشرة من خلال التقنيات الإلكترونية في التواصل؛
- الأدوات المالية المتعامل بها في سوق الأوراق المالية، هي الأوراق المالية محل التداول وأهمها الأسهم والسندات؛
- المتعاملون في سوق الأوراق المالية هم عارضي وطالبي التمويل، أي الأعوان المرتبطون بعمليات إصدار الأوراق المالية وتداولها؛
- يعمل الوسطاء والسماسرة على الربط بين مشتري وبائعي الأوراق المالية، والقيام بعمليات لحساب هؤلاء؛

الفرع الثاني: مراحل وأسباب ظهور سوق الأوراق المالية:

أولا: مراحل ظهور سوق الأوراق المالية:

لم تنشأ بورصات الأوراق المالية بمحاكمتها ونظمها اليوم بصورة فجائية، بل هناك مراحل لنشوء هذه الأسواق يمكن تقسيمها نظريا إلى أربعة مراحل: (غال و خزان، 2016، صفحة 71، 72)

أ. **مرحلة إنشاء بورصات البضائع:** إن التطور والتحول من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما تبع ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن أدى إلى إزدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تمويل هذه المدن ممينا منظما بالحبوب والأغذية من المشاكل الصعبة، فإقتضى هذا توفر سوق عالمي للإتجار بالمتحصلات الزراعية، فنشأت فئة جديدة من المتعاملين تم تسميتهم بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وأنشأ تجار الجملة المخازن لتحمل خطر الإتجار، وساهمت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحصولات سميت بورصة البضائع، وقد تأسست أول بورصة للبضائع بباريس سنة 1304، وأنشأت بورصة للبضائع بأموستردام سنة 1608م، التي كانت مركز للسوق الآجلة للبضائع.

ب. **مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:** بدأت فرنسا في القرن 13 تداول السحوبات الأذنية والكمبيالات، حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سمسرة الصرف من أجل هذا التداول، وفي إنجلترا سنة 1688م كان التعامل يتم في سندات الإئتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي أنشأت عام 1599م.

ج. **مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:** ذكرنا أن التعامل في الأوراق المالية كان يتم في بورصة البضائع، بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع، قاموا بالبحث عن مكان لهم فكان مكاهم قارعة الطريق، الذي يكون قريبا من بورصة البضائع والمقاهي في الأيام الممطرة والباردة، ففي لندن بعد أن خرج هؤلاء المتعاملون من البورصة الملكية للبضائع كانوا يجتمعون في ممر بورصة البضائع، وفي الأيام الممطرة كانوا يتجهون إلى المقاهي كمنهه (جوناثان)، وفي أمريكا في سنة 1790م أثناء حرب الإستقلال، أصدرت الفيدرالية صكوك الدين وتم



التعامل في هذه الصكوك في المقاهي والطرق، حيث كانوا يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ثم تم إنتقال التعامل إلى مقهى تونفين، وفي فرنسا قبل إفتتاح بورصة باريس كان التعامل يتم في شارع كانالييتوا.

د. مرحلة إستقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها: رافق مرحلة التطور الصناعي ظهور مشاريع ضخمة، ولم يتمكن المستثمر الفرد وحده من القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وإرتفاع الدخول من جهة، ورواج التعامل في الأوراق المالية من جهة أخرى، برزت ضرورة قيام أسواق أوراق مالية مستقلة، وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، ومن أشهر البورصات في العالم، والتي إستقلت في وقت مبكر بورصة لندن وطوكيو ونيويورك.

#### ثانيا. أسباب ظهور أسواق الأوراق المالية:

- مما سبق نجد بأنه تتمثل أهم العوامل التي أدت إلى نشوء البورصات في النقاط التالية: (الحاج و الخطيب، 2009، صفحة 20)
- مع حدوث الانقلاب الصناعي في أوروبا وحلول الإنتاج الكبير بدل الإنتاج الصغير، ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.
  - إنتشار المدن إثر الثورة الصناعية وازدحامها بالسكان إحتاج إلى تموينها تموين منظم بالمواد الغذائية فيقتضى وجود سوق عالمي للإتجار في المتحصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سمي بالمضاربين الاختصاصيين وفريق من تجار الجملة، وأنشؤوا المخازن، وساهمت البنوك في مساعدة هؤلاء التجار، فنشأت البورصات لتكون المنظم والمتلقي لتلك المعاملات.
  - إقتراض الحكومات من المواطنين للصراف على الحروب، التي أنشأتها في التنافس على الاستعمار والحصول على المواد الصناعية، فكان الحكومات تقدم المستندات لهؤلاء المقرضين.
  - لجوء الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين على أساس أنها رهائن يمكن أن تباع في أي وقت ورغبة من هذه الشركات في إثراء رأسمالها.
  - صاحب التقدم الصناعي كبر حجم المشروعات وضخامة رأسمالها، أدى إلى الحاجة لتوسيع قاعدة المساهمين والممولين ولهذا نشأت الشركات المساهمة.

#### الفرع الثالث: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

لقد ساهمت الأسباب السابقة الذكر التي أدت لنشوء سوق الأوراق المالية، إلى إبراز دور سوق الأوراق المالية كمحور رئيسي بالنظام المالي، يساعد في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتلبية حاجيات الأفراد والمؤسسات والاقتصاد الوطني ككل من التمويل، وهذا عن طريق الوظائف الاقتصادية المتعددة التي تؤديها على المستويين الكلي والجزئي، نذكر أهمها فيما يلي: (نورين، 2013، صفحة 123، 124)

أولاً: بالنسبة للاقتصاد الكلي: تؤدي سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

أ. تعبئة الادخار: حيث تساعد سوق الأوراق المالية في رفع الميل نحو الادخار، عن طريق مجموعة الخيارات التي توفرها لوحدات الفائض، كتوفيرها لأصول مالية تعد ذات جاذبية من جانب السيولة والعائد والمخاطرة، وبالتالي فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليص الإنفاق الإستهلاكي لصالح الإدخار، خاصة المستثمرين الصغار لأنها تمكنهم من



الإستثمار في الأوراق المالية قدر أموالهم، لذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أداة من أدوات تعبئة المدخرات وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية الناجحة.

ب. علاج أزمة المديونية: فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية وتوظيفها في الأسهم المصدرة محليا، تساهم سوق الأوراق المالية في تجنب المشاكل التي تنتج عن الإقتراض الخارجي المتمثلة أساسا في إرتفاع مدفوعات خدمات الدين، كما تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية عن طريق آلية توريق الدين إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

ت. إتاحة سوق مستمرة: توفر سوق الأوراق المالية سوق مستمرة ، الأمر الذي يمكن المتعاملين من بيع وشراء الأوراق المالية تبعا لرغبتهم، مما يرفع درجة تسويق تلك الأوراق وبالتالي إرتفاع درجة سيولتها، الأمر الذي يمكن المتعاملين من تسهيل الأوراق المالية بسهولة، مما يحفز على الإستثمار فيها وعدم التردد في شراء الأوراق المالية.

ث. تمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية: تعمل سوق الأوراق المالية على إتاحة الأموال التي تحتاجها الحكومة لسد نفقاتها المتزايدة، و تمويل مشروعات التنمية عن طريق طرح الحكومة لأوراق مالية في هذه السوق، مما يمكنها من زيادة دورها في تنفيذ سياستها النقدية والمالية المقررة (عصام، 2008، صفحة 81).

ج. تقويم أداء الشركات: تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابة خارجية على أداء الشركات، إذ تنعكس كافة القرارات التي تتخذها الشركة على أسعار أسهمها المتداولة في السوق، فور شيوع أية أنباء عنها في السوق، فتنخفض أو ترتفع أسعارها ويكون قلب السعر هنا بمثابة تقويم للأداء (منصوري، 2018، صفحة 22).

ح. نشر رأس مال الشركة: يمثل رأس المال حصص المساهمين في رأس مال الشركة، والمتمثلة أساسا من المساهمات المالية والعينية، وإن عملية نشر رأس المال لأي شركة، يقصد به وصول أوراقها المتداولة إلى الجمهور الذي يريد الإستثمار فيها، يبدأ نشر رأس مال الشركة ببيع أسهمها في السوق الأولية، ثم إدخالها إلى البورصة لتداول أوراقها المالية، وبذلك تنوزع تلك الأوراق بين الجمهور ويزداد عدد المساهمين المحليين والأجانب، وترتفع قدراتها التمويلية التي تمكنها من النمو والتوسع المستمرين، يبسر وبتكلفة أقل من حالة التمويل بالقروض، وتميز بين تقييد الشركات العمومية والخاصة، فبينما يعني تقييد شركة خاصة توسيع قائمة المساهمين، فإن تقييد الشركات العمومية تعني خصوصتها، وعليه فإن سوق الأوراق المالية تسهل عملية الخوصصة (جبار م.، 2017، صفحة 51).

خ. تعتبر بمثابة مؤشر للوضع الاقتصادي: تعد سوق الأوراق المالية مؤشر لحالة الاقتصاد لأنها تشكل نقطة تلاقي بين قطاعي المال والأعمال، فقطاع الأعمال يقدم السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الإنتاج، وعليه كلما إرتفع الإنتاج إرتفعت معه الإيرادات ومن ثم إرتفعت عوائد سوق الأوراق المالية، والتي تنعكس إيجابا على النمو الاقتصادي، وهي مؤشرات تساعد في معرفة أداء أهم القطاعات الاقتصادية، فأسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية. (شنافه ج.، 2018، صفحة 06)

ثانيا. وظائف سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الجزئي: (جبار م.، 2017، صفحة 53، 54)

أ. تنوع مصادر التمويل: تلجأ الشركات إلى أسواق الأوراق المالية لتلبية إحتياجاتها من التمويل، وبما يضمن لها الاستفادة من مزايا هذا التمويل، فبينما يتيح إصدار الأسهم الجديدة للشركة التمويل الضروري للتوسع بتكاليف وشروط معقولة، نجد أن الشركة إذا كانت غير متأكدة من ظروفها المالية في المستقبل، يمكنها إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، لتغطية إحتياجاتها التمويلية الحالية بعائدات تلك السندات ودعم رأسمالها في المستقبل، كذلك إذا أرادت التحوط ضد تذبذب الأسعار يمكنها إصدار سندات بأسعار فائدة متغيرة، وغيره من إمكانيات الإصدار من خلال منتجات مالية تتماشى وظروف المؤسسة.

ب. ضمان إستمرارية الشركة: ويقصد بها أن تبقى الشركة تمارس في نشاطها، بعد موت أو ذهاب أحد المؤسسين أو أحد المساهمين المهمين دون تقسيم الشركة أو تصفيتها.

ت. قياس قيم الأصول: تعد سوق الأوراق المالية أداة قياس جيدة لقيمة المؤسسة، حيث يتم نشر أسعار كل القيم المنقولة في كل جلسة تعقد في البورصة، فمجموع قيم الأوراق المالية للمؤسسة في البورصة يعادل مجموع قيمتها، فالعلاقة التي تربط المؤسسة بالبورصة هي أسعار أسهمها وسنداتها التي تعكس إلى حد ما مكانتها (منصوري، 2018، صفحة 22).

ث. وظيفة تداول الأخطار: إن الابتكار الحاصل في أسواق الأوراق المالية خاصة، جعلت من هذه الأسواق مكان لإدارة الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديون، كذلك يمكن التنوع في الأوراق المالية من تقليل الأخطار التي يتحملها المستثمر (الأخطار المنتظمة) (منصوري، 2018، صفحة 22).

ج. يعتبر تقييم الشركات في البورصة أداة من أدوات الرقابة الداخلية، وإتخاذ القرارات بصفة عامة.

ح. يسهل تداول الأوراق المالية الشركات المقيدة خارج البلد، الأمر الذي يؤدي إلى عولمتها وعولمة الاقتصاد ككل، كنتيجة لعولمة أغلبية شركات البلد المعني.

خ. زيادة درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في سوق الأوراق المالية، وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين بالإقتصاد القومي.

#### الفرع الرابع: متطلبات إقامة سوق الأوراق المالية

تتمثل أهم متطلبات إقامة أسواق الأوراق المالية في العناصر الآتية: (غالم و خزان، 2016، صفحة 78، 79)

أ. الوعي الادخاري والاستثماري: إن من الشروط الأساسية لقيام أسواق الأوراق المالية هو وجود وعي ادخاري وإستثماري بين الأفراد، بحيث يوفر الفرص العديدة لتدفق الإدخارات نحو المشاريع الاستثمارية، ويمكن قياس هذا الوعي عن طريق نمو الشركات المساهمة وحجم الأسهم المصدرة وبحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ب. توفر مناخ إستثماري مستقر: ويكون عن طريق وجود حالة الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي "سياسة إقتصادية رشيدة، ثروات الأفراد أو وفرة المدخرات... إلخ، وإن وجود سوق أوراق مالية في بيئة ذات ظروف إقتصادية جيدة تعتبر من أكبر العوامل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر مستوى من السيولة للاستثمارات طويلة المدى.

ت. كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية: من المتطلبات الرئيسية لإقامة سوق أوراق مالية توفر شركات مساهمة عديدة، إضافة إلى توفر أدوات مالية ذات آجال مختلفة، مما يجذب المدخرين الإقبال عليها وإختيار المناسب منها، مما يساهم في إتساع السوق وإنتعاشها.

ث. وجود المؤسسات المالية الوسيطة: تعمل المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية وغير المصرفية دورا هاما في حشد المدخرات وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق أسواق الأوراق المالية، وتعمل على تقارب العرض والطلب الذي يعد أساس عمليات سوق الأوراق المالية، حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة، إضافة إلى إدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل الأجهزة الوسيطة في البنوك وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وشركات التمويل والاستثمار.

ج. هيكل مؤسسي متكامل وفعال: ويتمثل هذا الهيكل بتوفر هيئة رسمية تنظم وتشرف على كل نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، إضافة إلى الترخيص وتدريب الكوادر والعاملين في السوق، بمعنى آخر أنها تؤدي كل الأعمال التي تهدف إلى حماية المتعاملين في السوق، عن طريق منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح التي تحكم عمل السوق.

ح. الإفصاح المالي وإشهار المعلومات: يعتبر الإفصاح ونشر المعلومات بمثابة الأساس لأي بورصة، لذا يتوجب تقديم المعلومات المالية وغير المالية الصحيحة والتي تخص الشركات التي تتداول أدواتها في السوق، ليتمكن المتعاملون في هذه السوق من إتخاذ قرارات استثمارية سليمة، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية في نشرة مكتوبة، كذلك تلزم الشركات بنشر ميزانياتها وبيانات كافية عن المشروعات، حتى يكون المستثمر على دراية من نشاط الشركات، بما ينعكس على إتجاهات أسعار الأسهم.

خ. نظام فعال للإتصالات: إن توفر نظام فعال للاتصالات يعد أحد المقومات الرئيسية لإقامة سوق أوراق مالية، على أن يتم بناء هذا النظام تبعا لآخر التطورات التكنولوجية في مجال الاتصال، والتي تقوم بإيصال آخر المستجدات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر قدر من المعاملات، فضلا عما يتيح من إمكانيات لربط السوق بالأسواق العالمية وبالتالي معرفة على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذا السوق.

إضافة للشروط السابقة نجد مجموعة من العوامل تحددها الحكومة لنجاح سوق الأوراق المالية نذكرها فيما يلي:

(منصر، 2002، صفحة 54، 55)

1. تقوم الدولة بسن القوانين التي بناء عليها يتم التعامل في سوق الأوراق المالية، بشرط أن لا تكون متنافية وخصائص النظام الحر، حيث تتحدد الأسعار على أساس العرض والطلب.
2. ضرورة وضع جهات متخصصة لدراسة وتحليل البيانات المالية المختلفة، لتصبح في متناول المتعاملين في تداول الأوراق المالية، حتى يتمكنوا من إتخاذ القرار الاستثماري إنطلاقا من هذه المعلومات.
3. تدخل الحكومة بأي شكل يجعل تحديد الأسعار يخضع لقوى أخرى، خلاف قوى العرض والطلب.
4. تشجيع إنشاء شركات المساهمة وتوفير الظروف التي تمكن الشركات من تسجيل أوراقها في البورصة،

### الفرع الخامس: خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق بخصائص نذكر منها: (بوكساني، 2006، صفحة 10)

- أ. تتصف سوق الأوراق المالية بالمرونة وإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، وذلك يعطي خاصية للبورصة بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها واسعة، يتم فيها صفقات كبيرة قد تمتد نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم .
- ب. الاستثمار في سوق الأوراق المالية يستوجب وجود المعلومات السوقية، وإتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى.
- ج. سوق الأوراق المالية يتعلق بالأوراق المالية طويلة الأجل، ولها دور خاص في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال.
- د. الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أقل سيولة وأكثر مخاطرة من الاستثمار في السوق النقدية، لأن أدوات الاستثمار فيه مثل السندات طويلة الأجل تحمل مخاطر سعرية وسوقية وتنظيمية مختلفة،
- و. الإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد عالي نسبيا، ومن ثم فإن توجه المستثمرين إلى البورصة يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

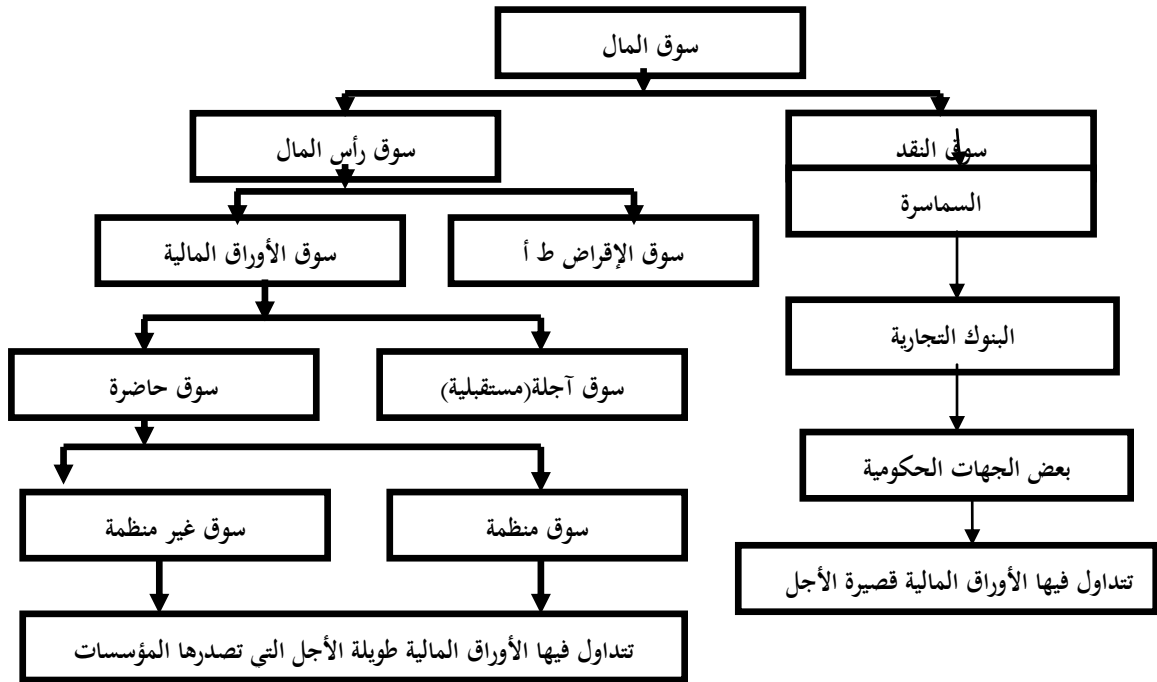
### المطلب الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية وإجراءات التعامل فيها:

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى أقسام سوق الأوراق المالية وإجراءات التعامل فيها.

### الفرع الأول: أقسام سوق الأوراق المالية

قبل التطرق إلى أقسام سوق الأوراق المالية نبين موقعها بالنسبة لتقسيمات السوق المالي من خلال الشكل التوضيحي الآتي:

الشكل رقم (01:02): تقسيمات السوق المالي



المصدر: دادن عبد الغفور. (2016). تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي-دراسة حالة السوق المالي للإمارات العربية المتحدة (دي ابوظبي). والجزائر- بإستخدام نموذج متعدد العوامل 2001-2013، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة قاصدي مرباح. ورقلة. ص 49 .

تنقسم سوق الأوراق المالية حسب الآجال إلى أسواق حاضرة وأسواق آجلة كما ذكرنا سابقا، وتنقسم السوق الحاضرة

بدورها إلى سوقين رئيسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية: (هندي م.، 2008، صفحة 33)

أولا. السوق الأولية (سوق الإصدار أو الاكتتاب): تعد السوق الأولية سوق الإصدارات الجديدة، وتعرف بأنها: "السوق التي يتم عن طريقها بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات، حيث تطرح الحكومة السندات وأذونات الخزينة لتمويل الإنفاق العام، بينما تطرح الشركات ومؤسسات الأعمال الأسهم والسندات للحصول على إحتياجاتها التمويلية لتنفيذ خططها (أندراوس، أسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008، صفحة 22).

كما تعرف بأنها: "هي تلك السوق التي تكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتب فيها، أو بين المقرضين والمقترضين، في سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى إستثمارات جديدة لم تكن قائمة سابقا، وترجم العلاقة في هذه السوق من خلال خلق أوراق أوالتزامات لم تكن قائمة أو متداولة من قبل" (منصر، 2002، صفحة 08).

نستخلص مما سبق أن السوق الأولية هي الآلية التي يتم عن طريقها حشد المدخرات، وتوجيهها لتمويل مشاريع إستثمارية حقيقية تسمح بخلق قيمة مضافة، مما يؤدي إلى تنمية الاقتصاد.

وتعتبر السوق الأولية الوسيلة التي تحصل عن طريقها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل إستثماراتها وبذلك فهي بمثابة الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات وسوق الاستثمار المالي للوحدات التي إشترت الأوراق المالية، فإذا عملت تلك الوحدات على إعادة بيع تلك الأوراق المالية في السوق الثانوية، فلن يوجد استثمار حقيقي بل استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة، ووفقا لذلك فليس كل استثمار مالي يقدم لتمويل استثمار حقيقي، لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي (أندراوس، 2008، صفحة 22)

ثانيا. السوق الثانوية (سوق التداول): هي السوق التي يتم فيها تصريف الإصدارات الجديدة بالسوق الأولية لتلبية لمتطلبات البائعين للسيولة، وستنطرق فيما يلي إلى تعريفها وأقسامها.

أ. تعريف السوق الثانوية: هناك عدة تعاريف للسوق الثانوية نذكر منها:

\_ تعرف السوق الثانوية بأنها: "مكان لقاء الباعة والمشتريين (المستثمرين) لأوراق مالية سبق وأن بيعت في الأسواق المالية، فالبايعون تحركهم دوافع عدة أهمها تحقيق السيولة وأرباح على مشاريعهم الاستثمارية، والمستثمرون مدفوعون بالرغبة في الاستثمار في تلك الأوراق بهدف إعادة بيعها وتحقيق أرباح أيضا، أو بهدف الاحتفاظ بها في المحافظ المالية لوقت لاحق (جبار م.، 2017، صفحة 140).

\_ كما تعرف بأنها: "السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الإستثمار المالي طويل الأجل كالأسهم والسندات، ويبرز دوره في تحفيز الإستثمار الرأسمالي، وتقديم التمويل طويل المدى إلى المشاريع التي تحتاج إلى مدة طويلة" (عيسى، 2014، صفحة 276).

\_ وتعرف أيضا بأنها: "السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد إصدارها من خلال السوق الأولي، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار، وتميز بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة" (هندي م.، 2008، صفحة 36).

نستخلص أن السوق الثانوية هي سوق مستمرة تكفل تسهيل الأوراق المالية، مما يجعلها أكثر جاذبية للمتعاملين الاقتصاديين، فكلما إرتفع نشاطها زادت مساهمتها في تمويل الاقتصاد.

ب. أقسام السوق الثانوية: تقسم السوق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة:

1. السوق المنظمة (البورصة): نجد عدة تعريف للسوق المنظمة نذكر أهمها فيما يلي:

- تعرف السوق المنظمة أو البورصة بأنها: "كيان مادي ملموس، يشتغل فيه وكلاء مشتري وبائعي الأوراق المالية عن طريق عملية المزاد، حيث يلتقون فيها لتنفيذ المعاملات، وتكون الأوراق المالية المتداولة فيها مسجلة ومستوفاة لشروط التسجيل (أندراوس، 2008، صفحة 29)، حيث أنه يحكم المتعاملين فيها لوائح وتشريعات معينة، تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذها (الحاج و الخطيب، 2009، صفحة 18).

- وتعرف بأنها: "سوق منظمة يجري التعامل فيها بالأوراق المالية متمثلة في: أسهم وسندات الشركات، والسندات الحكومية القابلة للتداول في البورصة، وتحدد الأسعار فيها تبعاً لمقتضيات الطلب والعرض" (بومدين ن.، 2012، صفحة 122).

- كما تعرف بأنها: "سوق للتعامل بالأوراق المالية يباعا وشراء، حيث تشكل القناة الأساسية التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة، مما يساهم في زيادة الادخار وتحفيز الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد" (الحاج و الخطيب، 2009، صفحة 18).

2. السوق غير المنظمة: هي أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها، يستعمل هذا المصطلح على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة عن طريق شبكة واسعة من الاتصالات السريعة، التي تربط السماسرة والتجار والمستثمرين وعن طريقها يمكن للمستثمر إختيار أفضل سعر (عصام، 2008، صفحة 22)

ولعل ما يؤخذ على الأسواق غير المنظمة أنه لا توجد فيها تقنيات للحد من التدهور الحاد في الأسعار، الذي قد يحدث بسبب غياب مؤقت للتوازن بين العرض والطلب (هندي م.، 2008، صفحة 44).

وتتعامل الأسواق غير المنظمة بشكل رئيسي بالأوراق المالية غير المقيدة في البورصات، ومن أشهرها سوق نازداك بالولاية المتحدة الأمريكية، وتقسم السوق الغير منظمة بدورها إلى سوق ثالث وسوق رابع: (هندي م.، 2008، صفحة 44)

3. السوق الثالث: يمثل السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظم الذي يتكون من بيوت السمسرة، وتمثل هذه البيوت أسواقاً مستمرة على إستعداد في أي زمن لشراء أو بيع تلك الأوراق، وبأي كمية مهما صغرت أو كبرت، أما جمهور العملاء في هذا السوق فيتمثل في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل: البنوك التجارية وصناديق المعاشات التي تدير محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، والدافع وراء خلق هذا السوق هو تقليل أعباء العمولة التي يحصل عليها السمسار.

4. السوق الرابع: يمثل السوق الرابع الأفراد الأغنياء والمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بأحجام كبيرة، بهدف الحد من العمولة التي تدفع للسماسرة، ويتم اللقاء بين المشتري والبائع عن طريق

وسيط يعمل لإتمام الصفقة، تساعد شبكة إتصال قوية، فالصفقات في السوق الرابعة تهرم بسرعة أكبر وتتكلفه أدنى، مما يجعلها منافسا قويا للأسواق المنظمة وغير المنظمة الأخرى.

نستخلص مما سبق أن هناك علاقة تكاملية بين السوق الأولية والثانوية، فكلاهما يؤثر ويتأثر بالآخر، فالسوق الثانوية القادرة على توفير السيولة والربحية والضمان على الأوراق المالية المتداولة، تعمل على تحفيز الأعوان الاقتصاديين لتوجيه المدخرات إلى الاستثمارات من خلال الاكتتاب في إصدارات الأوراق المالية بالسوق الأولية، كما أن نجاح نشاط السوق الأولية في تغطية إصداراتها وإرتفاع حجم مشاركة الأعوان الاقتصاديين في عملياتها، ينعكس بالإيجاب على السوق الثانوية في صورة إرتفاع لحجم التداول المحقق بها.

### الفرع الثاني: إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

ستتطرق في هذا الفرع إلى المتعاملون في البورصة وأوامر التداول وآليات التداول التي تحكم التعامل في سوق الأوراق المالية. أولاً. **أوامر التداول في البورصة:** يعرف الأمر بأنه توكيل يعطيه عميل معين لأحد السماسرة أو الوسطاء، لكي يشتري أو يبيع له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يرغب فيها، على أن تتم إجراءات العملية تبعاً للقواعد المقررة في البورصة فالأوامر يجب أن تتضمن: (بن ضب و شيخي، 2017، صفحة 63، 64)

أ. **حجم الطلبية:** لا بد أن يتضمن الأمر حجم الطلبية الذي يريد العميل، فقد تأخذ شكل طلبية دائرية أو كسرية (مضاعف المئة أو عدد عادي).

ب. **المدى الزمني:** يعتبر المدى الزمني لتنفيذ الأمر من أهم المتغيرات في الأمر، حيث يهدف العملاء إلى تحديد الفترة تبعاً لاستشارة المحللين الماليين ورؤيتهم الاستثمارية، وهناك عدة أنواع للأوامر تختلف باختلاف معايير التصنيف، وهي كالاتي:

1. **أنواع الأوامر حسب معيار التوقيت الزمني:** يوجد حسب هذا المعيار نوعان: (بن ضب و شيخي، 2017، صفحة 64)

- **أوامر ذات زمن محدد (مؤقتة):** وهي أوامر مشروطة بزمن معين كيوم أو أسبوع كذلك قد تكون بتاريخ معين، وبالتالي يبقى الأمر سارياً إلى غاية نهاية الفترة المحددة وبعدها يعد الأمر ملغى.

- **أوامر ذات زمن مفتوح:** كما تسمى كذلك الأوامر السارية حتى الإلغاء، وهي أوامر تبقى قائمة إلى أن يتم تنفيذها أو إلغاؤها، ونجد أن هناك بورصات تشترط تجديد وتأكيد هذه الأوامر، منعا للتدخلات تحسباً لتأثير التغيير في المعلومة.

2. **أنواع الأوامر حسب معيار تحديد السعر:** تنقسم الأوامر حسب معيار تحديد السعر من عدم تحديده من طرف العميل للسمنار، إلى ما يلي:

- **الأوامر بسعر السوق:** يدل هذا الأمر بأن العميل يريد الشراء أو البيع بأفضل سعر يتم التعامل عليه، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فيقصد به الشراء بأقل سعر، إلا أن أمر البيع بسعر السوق يقصد به البيع بأعلى سعر يتم التعامل به (الحاج و الخطيب، 2009، صفحة 43)، من مزاياه السرعة وضمان التنفيذ، أما عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكنه معرفة السعر الذي سينفذ به الأمر، إلا عندما يتم إخطاره به (هندي م.، 2008، صفحة 61).



- الأوامر بسعر محدد: يكون في هذه الأوامر السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، حيث يضع العميل سعر محدد لتنفيذ الصفقة، ومن عيوبه أن سعر السوق ربما لا يصل إلى السعر المحدد، ومن ثم لا تنفذ الصفقة (عصام، 2008، صفحة 88).

- أوامر الإيقاف: يحدد المصدر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي ينبغي على الوسيط تنفيذ الصفقات بها، إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أكبر منه، وكذلك تنفيذ عمليات البيع بذلك السعر أو بسعر أدنى منه، ومن ثم فإن مصدر أمر الشراء يتوقع زيادة في سعر المنتج المالي المعني، بينما يتوقع البائع تراجعاً في السعر، ويجادل كل منهما تجنب المخاطر التي يمكن أن تحدث بسبب تقلب الأسعار (جبار، 2017، صفحة 29).

- الأمر بسعر تقريبي: وهو أمر يمتاز بمرونة مرتفعة أكثر من السعر الثابت، لأنه يمنح للوسيط حرية تنفيذ السعر بسعر مرتفع قليلاً عن السعر المطلوب عند الشراء، أو البيع بسعر أدنى قليلاً من السعر المطلوب عند البيع (بن ضب و شيخ، 2017، صفحة 65).

3. أنواع الأوامر حسب الشرط المقرون بالأمر: يوجد حسب هذا المعيار الأوامر التالية: (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 133)

- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فوراً: وهو أمر يتم إلغاؤه إذا لم ينفذ فوراً.

- الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله: وهو يعرف بإسم الكل أو لا شيء، فإذا طلب منه شراء 300 سهم من نوع محدد ولم يجد إلا 100 سهم، فإنه في نهاية اليوم يقوم بإلغاء التنفيذ.

- الأمر المطلق: بموجب هذا الأمر يمنح المتعامل السمسار حرية مطلقة في شراء وبيع الأوراق المالية التي يجدها في مصلحة المتعامل، سواء من حيث النوع أو التوقيت أو السعر، وقد يمنح إليه تحديد السعر والوقت فقط.

ثانياً. آليات التداول بالبورصة: مرت عملية التداول بسوق الأوراق المالية بعدة تغيرات أدت إلى إنتقال العملية من التسجيل والتسوية اليدوية، إلى الاعتماد بصفة تامة على التكنولوجيا المتطورة، في كل إجراءات التسجيل وأوامر الشراء والبيع، وإجراءات التسوية الفورية بشكل إلكتروني، حيث لا تستغرق إلا أجزاء من الثانية الواحدة، حيث تحدد تعليمات الأسواق المالية المنظمة في مختلف البلدان جملة من الإجراءات تضمن تحقيق العدالة للبائعين والمشتريين، وسرعة التعاملات المالية عن طريق وجود وسطاء الذين يلتزمون بتنفيذ أي أوامر تصلهم من وكلائهم في سجل أوامر السوق، تبعاً لتاريخ ورودها وبالأسعار المحددة لكل أمر (عبد الحكيم و دلول، 2016، صفحة 253)

ويندرج التداول الإلكتروني تحت مسمى الاقتصاد الرقمي، ويعرف على أنه تعاقب بيع الأوراق المالية باستعمال الوسائل الإلكترونية والرقمية، تبعاً لمؤشرات أسعارها بالبورصة (مسعودي، 2013، صفحة 118)، وعليه فالنظام الإلكتروني يتخطى الأنظمة التقليدية للتداول ونوضح فيما يلي أهم آليات التداول في أسواق الأوراق المالية: (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 134)



أ. آليات التداول المباشر: وتكون وفق الصيغ التالية:

1. **المناداة:** حيث ينادي السمسار بما لديه من عرض أو طلب بصوت عالي، إلى أن يجد من يقابله فيما يلي حاجته من السماسرة في السوق.

2. **بالكتابة:** ويكون ذلك على لوحة العرض والطلب، حيث يقدم السمسارة طلباتهم في بطاقات خاصة إلى كاتب المقصورة، لتدوينها على اللوحة ويتواصل تلقي العروض إلى أن يضرب الجرس الأول إقفال الجلسة. ولما يتفق السمساران على عقد الصفقة سواء كان ذلك من خلال المناداة أو من خلال الكتابة على لوحة العرض، ينبغي على كل منهما أن يكتب الصفقة في دفتره، وأن يوقع على دفتر الآخر، كما أن يكتب العقد في بطاقة خاصة أعدت لهذا الغرض، يقدمها المشتري إلى كاتب المقصورة بعد التوقيع عليها.

ب. **التداول الإلكتروني عبر النظام الآلي:** يعرف بأنه مجموعة متكاملة من البرامج صممت خصيصا لتقديم بيع وشراء الأوراق المالية في أسواق الأوراق المالية بطريقة إلكترونية بحتة، وبدون تدخل مباشر للعنصر البشري، إلا فيما يخص إدخال الأوامر أو الحصول على المعلومات من النظام، أو غيرها من أشكال التعامل معه، تستعمل في ذلك الوسائل التكنولوجية المتقدمة من أجهزة الإعلام الآلي والكمبيوترات الحديثة، الأمر الذي أتاح السرعة والشفافية وإرتفاع حجم التداول، إضافة إلى فرض رقابة صارمة على السوق وغيرها من الأهداف (جبار، 2017، صفحة 41).

وتختلف أنظمة التداول الآلي من دولة لأخرى، غير أنها تتفق في أنها نظام لعرض وتنفيذ أوامر البيع والشراء، التي يتم إدخالها من طرف الوسيط أو شركات السمسرة، حيث يتم تنفيذ الأوامر آليا عندما تتوافق الأسعار المعروضة لشراء ورقة مالية معينة مع الأسعار المعروضة لبيعها، وذلك في ظل أسس واضحة ومحددة (آل سليمان، 2005، صفحة 604،606).

ت. **التداول الإلكتروني عبر الأنترنت:** تعتبر عملية التداول الإلكتروني عن طريق الأنترنت الحلقة الأكثر تقدما من حلقات التزاوج بين تكنولوجيا الاعلام والاتصال والأسواق المالية، حيث يتيح نظام التداول من خلال الأنترنت للمتعاملين التفاعل المباشر مع خدمة أنظمة التداول الموجهة لاحتياجاتهم، حيث تمكنهم من إتخاذ القرارات المثلى، ويمكن القيام بعملية التداول عن طريق أجهزة الحاسوب المربوطة بالأنترنت، وإدخال الأوامر عن طريق الموقع الذي تستعمله شركات السمسرة، ويمكن للعميل إدخال الأوامر الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية بشكل مباشر عن طريق شبكة الأنترنت، حيث يتولى هذا النظام بمجرد تلقي الأوامر التحقق من إمكانية تنفيذها، ومن ثم إرسالها بصورة آلية إلى نظام التداول الإلكتروني المعمول به في السوق (عبد الحكيم و دلول، 2016، صفحة 16).

ولقد ترافق مع ظهور التداول من خلال الأنترنت ظهور نوع جديد من الوسطاء والسماسرة، هم الوسطاء والسماسرة الإلكترونيون المسجلون والمعتمدون لدى سلطات سوق الأوراق المالية، وإتمام صفقة عن طريق الأنترنت سواء كانت عملية بيع أو شراء للأوراق المالية، ينبغي على المستثمر أن يفتح حسابا عند أحد الوسطاء الإلكترونيين، حيث تعد بمثابة ضمان لإتمام الصفقة، كما ينبغي على المستثمر أن يتوفر على حساب بنكي مرتبط كذلك بالأنترنت، حتى يتمكن من تسديد مشترياته وإستقبال إيرادات مبيعاته من الأوراق المالية عبر الأنترنت، وبذلك عند إصدار أوامر الشراء والبيع من الكمبيوتر

الشخصي تتم تلبية إحتياجاته وتنفيذ أوامره، ويظهر ذلك في حسابه البنكي، حيث يتم التحويل منه وإليه تبعا لطبيعة الصفقة شراء أو بيع، ومن ثم يستقبل على نفس الكمبيوتر الإجابة على إتمام صفقاته في الوقت الفعلي (جبار، 2017، صفحة 44).

ث. التداول الإلكتروني عبر الأجهزة الذكية (الهاتف النقال): تتيح شركات الوساطة بالتعاون مع أسواق الأوراق المالية مجموعة من البرامج والتطبيقات لعملائها، من خلال الأجهزة الذكية وبصورة خاصة الهواتف النقالة، توفر هذه التطبيقات للعملاء إمكانية التواصل المستمر مع أهم البورصات العربية والعالمية، ومتابعة التداول لحظة بلحظة في أي زمان ومكان، من خلال ما يسمى منصات التداول (شايب، 2014، صفحة 06،05).

ويعرف نظام التداول في الأجهزة الذكية بأنه عبارة عن برنامج للجهاز الذكي أو الهاتف النقال، كمثال يعتمد على تطبيقات التكنولوجيا اللاسلكية المتطورة لتداول الأسهم، ويتم تصميمه ليكون سهل الإستعمال حيث يمكن إدخال أوامر الشراء والبيع بمجرد لمسات بسيطة عن طريق الهاتف الجوال، حيث يسجل تداول الأسهم عبر الهواتف الذكية في أسواق الأوراق المالية، في ظل تعاون واسع النطاق بين الأسواق المالية وشركات الوساطة، بهدف تقديم تلك الخدمات لعملائها من خلال تطبيقات سلسلة وفعالة (شايب، 2014، صفحة 06،05).

ثالثا: المتعاملون في سوق الأوراق المالية: هناك ثلاث شركاء لأسواق الأوراق المالية يعملون بجانب الهيئات الرقابية، وجهات التنظيم المعترف بها وهم: (أزهري، 2017، صفحة 63،60)

أ. طالبوا الأوراق المالية: طالب الأوراق المالية سواءا يطلبها من السوق الأولي وفي هذه الحالة يسمى المدخر الأولي أو المستثمر المالي أو عارض المال، أو يطلبها من السوق الثانوية ويسمى المستثمر في الأوراق المالية، وينقسم طالبي الأوراق المالية إلى الأقسام الآتية:

1. الأفراد: في الغالب يطلبون الأوراق المالية من خلال المصارف التجارية أو الوسطاء الماليين، أو مباشرة في بعض الحالات الخاصة في بعض البورصات.

2. المؤسسات المالية المصرفية: وتمثل المؤسسات المالية التي تمارس نشاطا مصرفيا كالبنوك التجارية، ويمكن أن تساهم بصفقتها بنوك أعمال للمؤسسات المتعاملة بالبورصة، وحصتها في البورصة متواضعة خصوصا إذا قيدتها السلطات النقدية.

3. المؤسسات المالية غير المصرفية: و يقصد بها المؤسسات المالية التي لا تمارس نشاطا مصرفيا، وتشمل هذه الفئة شركات التأمين وصناديق التكافل وصناديق الاستثمار وصناديق المعاش وصناديق الضمان الاجتماعي وما شابهها.

4. الشركات والمؤسسات التجارية: يقصد بها كل المؤسسات التجارية ذات الطابع الاقتصادي، التي تهدف إلى إستثمار أموالها.

5. الجمعيات والاتحادات والمنظمات القومية: في الغالب ترغب الجمعيات التطوعية، وبعض المؤسسات الدينية كالمساجد في إستثمار أموالها في شراء السندات والصكوك ومختلف الأوراق المالية للاستفادة من العائدات.

ب. عارضوا الأوراق المالية: يدعى عارضوا الأوراق المالية في السوق الأولية بالمصدرين، وفي السوق الثانوية البائعين، وتميز بين ثلاث أنواع: (أزهري، 2017، صفحة 63،60)

1. المؤسسات السيادية: مثل البنوك المركزية والخزينة وزارات المالية التي تصدر الصكوك والسندات الحكومية.
  2. مؤسسات الجهاز المصرفي: تتدخل لتسير المحافظ المالية لصالحها أو لصالح عملائها، وتعد بنوك الاستثمار هي المتخصصة في هذا الغرض، كذلك البنك المركزي يتدخل لتحقيق أهداف السياسة التمويلية.
  3. المؤسسات والشركات المرخص لها: ويقصد بها شركات المساهمة العامة والشركات التجارية والصناعية الكبيرة، والشركات القابضة التي تقوم بإصدار صكوك وأسهم وسندات لتمويل إحتياجاتها، وتقوم بعرضها في السوق الأولية للاكتتاب، ثم إدراجها بالسوق المالية.
  4. الوسطاء الماليون: تستوجب عمليات التداول في الأسواق المالية توفر مجموعة من الوسطاء الماليين ذوي الخبرة المهنية والمعرفة، والإلمام بأسس التداول ومخاطر العمليات المختلفة، لذلك يلجأ المتعاملون إلى الوسطاء حيث يعمل الوسيط على عقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق البورصة، في التوقيت المحدد مقابل عمولة معروفة، وتعدد الأوعية الادخارية بما يلبي إحتياجات المستثمرين التمويلية، ويتوافق وتحديات الحياة المعاصرة (أزهري، أسواق المال، 2017، صفحة 60،63).
- تتيح أسواق الأوراق المالية التمويل لأصحاب الحاجة للتمويل وخاصة الشركات، ولذا تحرص الحكومات على تعزيز الثقة في سوق الأوراق المالية من حيث نزاهة وكفاءة التعامل لتحفيز المستثمرين على الإقبال على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وكذلك حتى تؤدي أسواق الأوراق المالية وظائفها بفعالية من الضروري أن تتوفر الأدوات الاستثمارية في السوق.

### المبحث الثاني: أسواق الأوراق المالية (أدواتها، كفاءتها وسيولتها)

لا يمكن توقع تداول في سوق الأوراق المالية بدون أدوات استثمارية في السوق، حيث تتيح أسواق الأوراق المالية توليفة من الأدوات المالية، تتراوح بين حقوق الملكية كألسهم بأصنافها، وأدوات المديونية بمختلف أنواعها، وباقي الأصول المالية الحديثة، كما تعد صناديق الاستثمار والمحافظ المالية أوعية لحفظ المال، تعتمد بشكل رئيسي على التنوع بين الأدوات المالية المختلفة، بما يسمح بتوفير العائد والأمان للمستثمرين، وهو ما يؤثر على هيكل السوق وسيولتها وتسعير الأوراق المالية.

#### المطلب الأول: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية

يعد الاستثمار في سوق الأوراق المالية من بين المجالات الاستثمارية الضرورية، التي تستوجب وضع الأسس الكفيلة لإنجاح العمليات الاستثمارية في هذا المجال، لذلك فالاستثمار المالي هو " الحصول على حقوق ترتبط بأصول مادية أو معنوية (غير مادية) بغية الحصول على دخل عاجل أو آجل، كما يتلاءم مع حاجة المستثمر أو رغبته (سيد و سيد، 2018، صفحة 36) ولقد كان لتنوع هذه الأوراق المالية إرتفاع إقبال المتعاملين الاقتصاديين عليها، وترتفع فاعلية التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق إصدارها وتداولها، فالاستثمار في سوق الأوراق المالية يسمح بتوظيف الأموال في مختلف الأصول المالية المتاحة، وهذا باعتبارها آلية لتعبئة المخدرات وتمويل الاستثمارات، سنتطرق في هذا المطلب إلى الأدوات المالية التقليدية، المشتقات المالية والأوراق المالية الإسلامية، المحفظة المالية وصناديق الاستثمار.

#### الفرع الأول: الأوراق المالية التقليدية

تمثل الأدوات المالية التقليدية في الأوراق المالية الرئيسية التي تتداول في الأسواق الحاضرة وهي الأسهم والسندات باعتبارها أهم الروافد لتوفير الأموال متوسطة وطويلة الأجل للمستثمرين وتوظيف مدخرات الأفراد والمؤسسات من جهة أخرى.

#### أولاً: أدوات الملكية (الأسهم):

أ. تعريف الأسهم: نجد عدة تعاريف للأسهم، نذكر أهمها فيما يلي:

يعرف السهم بأنه "جزء من رأس مال الشركة المساهمة، وهو يمثل حق المساهم مقدرا بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه من الربح، وعادة ما يكون رأس مال الشركة المساهمة مقسم إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهم" (شبيخي، 2014، صفحة 15)

شهادة تحول لمالكها الحق في ملكية جزء من رأس المال الشركة التي أصدرت هذا السهم، والأسهم قابلة للتداول والانتقال في البورصة بالطرق التجارية أو من يد إلى يد أو بالقيود في سجل الشركة، وعندما يتنازل شخص عن أسهمه تصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد ويحل محل مالك السهم القديم في كل ماله من حقوق على الشركة، وتمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها، الحق في الحصول على جزء من أرباح الحركة المقرر توزيعها والحق في الحصول على نصيب منها في أصول الشركة عند تصفيتها" (يوسف، 2015، صفحة 127).

وبالتالي فالسهم هو أداة ملكية قابلة للتداول في البورصة، وتعد من الأدوات المالية المصممة أساسا للتوسع في رأس المال، وتوفير السيولة اللازمة لزيادة القدرات التمويلية للمؤسسة وإرتفاع استثماراتها.

ب. خصائص الأسهم: نذكر فيما يلي أهم خصائص الأسهم: (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 152)

1. تعتبر الأسهم حقوق متساوية القيمة من أجل الحصول على الحق نفسه.
  2. قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية، متى كانت الأسهم إسمية، وبالتظهير إذا كانت لأمر، و بالتنازل متى كانت لحاملها.
  3. ليس لها تاريخ إستحقاق معين، طالما أن الشركة لازالت تمارس نشاطها.
  4. عدم ثبات العائد وتغيره بين ربح وخسارة، وذلك وفقا للظروف المحيطة بالشركة.
- ت. أنواع الأسهم: وتنقسم الأسهم من ناحية الحقوق المترتبة عنها، إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة: (هندي م.، 2008، الصفحات 06-09)

1. أسهم عادية: يقصد بالسهم العادي صك ملكية له قيمة دفترية، وقيمة إسمية، وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية التي تشتمل على القيمة الإسمية للأسهم المكتتب فيها، وعلاوة الإصدار إن وجدت، إضافة إلى الإحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة الإسمية فتتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وغالبا ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وأخيرا القيمة السوقية تمثل القيمة التي يباع بها السهم في السوق، والمتعاملون يدركون أن القيمة الفعلية للسهم، هي قيمته السوقية التي تعتمد على العائد الذي يتوقع الحصول عليه مستقبلا نتيجة لامتلاكه، أي تعتمد على التوزيعات والأرباح الرأسمالية التي يتوقع أن يجنيها المستثمر، والتي تتوقف هي الأخرى على الأداء المستقبلي للشركة.

وبالتالي فإن المساهمين العاديين هم ملاك المؤسسة المعنية بالإصدار، و هذا نتيجة لشرايتهم أسهمها وتحملهم المخاطر الناجمة عن ذلك، وتحدد المخاطر بمقدار مساهمتهم في رأس مال الشركة، لهذا توزع الأرباح وفقا لعدد الأسهم التي يملكها كل مساهم، وذلك بعد إستفاء حملة السندات والأسهم الممتازة لحقوقهم، وقد تكون هذه التوزيعات في صورة نقدية أو توزيعات مجانية للأسهم، كما تتيح الأسهم حقوقا أخرى لحاملها كإمكانية نقل ملكية السهم، الحق في نصيب من أصول الشركة عند تصفيتها، الحق في التصويت والحضور في الجمعيات بمختلف أنواعها العامة والإستثنائية (جبار م.، 2017، صفحة 260).

وتمثل الأسهم العادية للشركات المساهمة مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يجوز إسترجاع قيمتها من المنشأة، كما أن المنشأة غير مجبرة قانونا، بإجراء توزيعات حتى في السنوات التي حققت فيها أرباح، ومن جهة أخرى فإن إصدار المزيد من الأسهم العادية، من شأنه أن يؤدي إلى تراجع نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، و بالتالي يرفع من حجم الطاقة الاقتراضية للمنشأة، أي يرفع من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عند الحاجة.

2. الأسهم الممتازة: هذا النوع من الأسهم يتيح لحامله إمتيازات إضافية، ويعود ذلك إلى رغبة المؤسسة في جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، وتشجيعهم على المشاركة في رأس المال، فالأسهم الممتازة تجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات، حيث تنفق مع الأسهم العادية من ناحية أنها أدوات ملكية ليس لها تاريخ إستحقاق، ومن ثم تعتبر من مصادر الأموال الخاصة الدائمة، وإن مسؤولية حملة الأسهم الممتازة محدودة بمقدار مساهمتها في رأسمال الشركة المصدرة، كما لا يمكن لحملتها المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا لما تقرر الشركة إجراء توزيعات، ومن جهة أخرى تجتمع الأسهم

المتأزفة مع السندات في أن لها الأولوية في الحصول على الأرباح المقرر توزيعها، وكذلك الاستفادة من أصوات إظهارية عند عقد الجمعية العامة، كذلك لحملةها الأولوية في إسترجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية، والمساهم الممتاز له كذلك الحق في أرباح سنوية تقدر كنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم الممتاز (جبار م.، 2017، صفحة 270،271).

لاستخدام الأسهم الممتازة في التمويل عدة إيجابيات منها عدم إجبارية الشركة القيام بتوزيعات كل عام تحقق الشركة فيه أرباح، وإن توزيعات الأسهم محدودة بمبلغ محدد، كذلك لا يحق لحملةها التصويت إلا في الحالات النادرة التي تستلزم التدخل، وكذلك فيما يخص إستدعاء الأسهم الممتازة هي صفة للشركات المصدرة عن طريق إستبدالها بأوراق مالية أخرى، أقل كلفة وأحسن من ناحية التسهيلات، غير أن ما يعاب عليها إرتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل بالإقتراض، نظرا لأن توزيعاتها تخصم قبل الضريبة، وعليه تحرم الشركة من الوفرة الضريبية، أما السبب الثاني لزيادة تكلفتها مطالبة حملتها بمعدل عائد أعلى، كتعويض على المخاطر المرتفعة التي يتعرض لها المساهمون (هندي م.، 2008، صفحة 09)

#### ثانيا. أدوات المديونية (السندات)

أ. تعريف السندات: نجد عدة تعاريف للسندات، نذكر أهمها فيما يلي:

تعرف السندات بأنها: " جزء من قرض تصدره الدولة أو الشركة أو الهيئة المقترضة ويتم طرحها للاكتتاب فيها من طرف المقرضين الذين يريدون إقراض هذه الهيئة أو الشركة المقترضة، والسند هو بمثابة تعهد بسداد مبلغ محدد، في تاريخ محدد، بمعدل فائدة محدد" (يوسف، 2015، صفحة 129)

وكذلك تعرف بأنها: " ورقة مالية طويلة المدى تصدرها الشركة أو الحكومة، بهدف توفير الأموال اللازمة للاستمرار أو تشجيع نشاط الشركة، أو من أجل تنظيم النقد المتداول، أو تأمين الأموال الضرورية لتغطية الإنفاق الحكومي" (المسعودي و عبيد، 2018، صفحة 178)، وبالتالي فالسندات هي أدوات مديونية، تقوم بإصدارها الشركات لتلبية إحتياجاتها للسيولة، وتتميز بثبات العائد المترتب عنها .

ب. خصائص السندات: نذكر فيما يلي أهم خصائص السندات: (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 188)

- يعتبر السند أداة دين، حيث يترتب على مصدر السند دفع مستحقات (المستحقات الدورية، رأس المال في نهاية المدة)، وللسند الأولوية على حامل السهم في استفاء حقوقه، سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.
- يعتبر السند أداة استثمارية ثابتة الأصل، حيث أنه لحامل السند الحق في الحصول على فائدة محددة أيا كانت نتيجة أعمال الشركة.
- يعتبر السند أداة مالية قابلة للتداول بالطرق التجارية كالتظهير والمناولة.
- يتم إستحقاق السندات بحلول أجل محدد مسبقا، ويذكر ذلك في شهادة السند، وذلك على خلاف الأسهم.
- يمكن للجهة المصدرة للسهم إستدعاء السند قبل تاريخ إستحقاقه، وذلك إما بتضمين الاتفاقية بذلك، أو بتحديد مسبقا.

ت. أنواع السندات: تنقسم السندات حسب جهة الاصدار إلى سندات الشركات، والسندات الحكومية: (هندي م.، 2008، صفحة 10)

1. سندات الشركات: هي صكوك مديونية تصدرها الشركات وتعتبر بمثابة عقد أو إتفاق بين الشركة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، بمقتضاه يقوم الطرف الثاني بإقراض مبلغ محدد إلى الشركة، التي تتعهد بدورها برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ معينة. وتصدرها الشركة المساهمة من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من القيام بإصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى إنضمام مساهمين جدد، ومن ثم يتراجع مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم صفاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أعلى من السندات الحكومية، وأعلى مخاطرة على عدم الوفاء بخدمة الدين (بوكساني، 2006، صفحة 62).

2. السندات الحكومية: تمثل السندات الحكومية صكوك المديونية متوسطة وطويلة الأجل، التي تقوم باصدارها الحكومة من أجل الحصول على موارد مالية إضافية، لتغطية العجز في الموازنة أو بغرض مواجهة التضخم، ويرى المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة أنها أكثر جاذبية، إذ يتمتع عائلها عادة بالإعفاء الضريبي، كما تتضاءل فيها مخاطر التوقف عن السداد أو تأجيله، فالحكومة المركزية يمكنها رفع مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين من خلال إصدار المزيد من أوراق البنكوت أو من خلال فرض ضرائب جديدة.

#### الفرع الثاني: الأوراق المالية الجديدة (المشتقات المالية والصكوك الإسلامية)

أولا. الأوراق المالية المشتقة: سنتطرق فيما يلي إلى تعريف المشتقات المالية وأنواعها وأهميتها ومخاطرها.

أ. تعريف الأوراق المالية المشتقة: لقد وردت عدة تعاريف للأوراق المالية المشتقة نذكر منها:

تعرف المشتقات المالية بأنها: "أدوات مالية للأسهم أو أي أصول مالية أخرى، ويتوقف تسعير وأداء المشتقات المالية مثل: المستقبلات، الخيارات والمقايضات بصورة كبيرة على الأصل محل التعاقد، تتم المتاجرة بها في الأسواق المالية المنظمة أو مباشرة عبر الهاتف أو الكمبيوتر وذلك من خلال الأسواق المالية غير المنظمة" (قندوز، 2017، صفحة 87).

وعرفت المجموعة الاستثمارية لنظم المحاسبة القومية SNA بأنها: "أدوات مالية تتعلق بأداة مالية معينة أو سلعة أو مؤشر، والتي عن طريقها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، وتتوقف قيمة الأداة المشتقة على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مسبقا ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار، وتستعمل المشتقات لعدة أغراض وتشمل إدارة مخاطر التغيرات في أسعار الأصول، والمضاربة والمراجعة بين الأسواق" (عيساوي و حوحو، 2017، صفحة 338).

ويتضمن العقد: تحديد سعر التنفيذ في تاريخ مستقبلي لاحق، تحديد الكمية التي سيطبق عليها السعر، تحديد الشيء موضوع العقد (سعر فائدة، سلعة، سعر صرف، سعر ورقة مالية، مؤشر، عملة أجنبية، ... إلخ) (قوشجي، 2008، صفحة 53).

وعليه فإن المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة أصل ما، وتتنوع هذه الأصول (مالية-عينية- مؤشرات-معدلات فائدة...)، بحيث يتم الاتفاق بين طرفي العقد على شروط التنفيذ والسعر، على أن يتم التنفيذ في التاريخ المستقبلي المحدد.

ب. أنواع العقود المشتقة: وبصفة عامة يوجد أربعة أنواع للمشتقات المالية وهي: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلات.

1. العقود الآجلة: العقود الآجلة هي عقود غير قابلة للتداول، وهي إتفاق بين طرفين لبيع أو شراء أصل (سلعة أو عملة أو ورقة مالية) وذلك في تاريخ محدد مستقبلاً، ووفقاً لسعر معين متفق عليه عند إنشاء العقد يدعى "سعر التنفيذ"، ويتم الاتفاق بين الطرفين من خلال التفاوض بين الطرفين بما يتوافق وظروفهم الشخصية (كتاب و لطرش، 2017، صفحة 385)، وفي هذه الحالة يظهر سعرين سعر التنفيذ والسعر السائد، وفي وقت التعاقد يتعادل السعرين إلا أن سعر التنفيذ يكون ثابت والسعر السائد يتغير، فالمستثمر الذي يراهن على إرتفاع الأسعار يتقدم كمشتري للأصول المتاحة وإتخاذ مركز طويل، وكلما صدقت توقعاته وزاد السعر السائد بالسوق مقارنة بسعر التنفيذ المتفق عليه كلما غرتفعت أرباحه وخسائر البائع بنفس المقدار، بالنسبة للبائع الذي توقع تراجع الأسعار فنلاحظ بأنه كلما تراجع السعر السائد مقارنة بسعر التنفيذ كلما ارتفعت أرباحه وارتفعت خسائر المستثمر وهكذا (جبار م.، 2017، صفحة 327).

2. العقود المستقبلية: تعد العقود المستقبلية إمتداد للعقود الآجلة وتطور آليات التعامل، وهي تمثل إلتزام بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط)، كمية محددة من سلعة أو أصل معين في زمان ومكان محددين وبسعر محدد، وهي عقود رسمية يتم ترتيبها بالأسواق المنظمة وهي قابلة للتداول في البورصة، وتهدف العقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد، و بالتالي أسعار الأصول المالية (بلعوز، قندوز، و جبار، 2013، صفحة 128).

3. عقود الخيار: تعرف عقود الخيار بأنها عقود مالية مشتقة، تتم بعمليات آجلة غير أنها تتصف بخاصية جوهرية تميزها عن غيرها من العقود (المستقبلية والآجلة)، وهي أنها تمنح خيار لحاملها حول التنفيذ أو عدم التنفيذ، وهو ما يتيح له درجة فعالية من التحوط من تقلبات الأسعار، ويمثل عقد الخيار حقاً للمشتري (وليس التزماً في شراء أو بيع شيء معين) بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه بشراء أو بيع ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه أثناء الفترة الزمنية، مقابل مبلغ معين يدفعه مشتري العقد يدعى علاوة الصفقة الشرطية، أي المشتري من حقه التنفيذ أو عدم تنفيذ (قندوز ع.، 2017، صفحة 119، 120)، والخيار الذي يدفع يسمى العلاوة أو المكافأة، ويتم تصنيفها إلى خيارات البيع وخيارات الشراء: (جبار م.، 2017، صفحة 305)

- خيار الشراء: يعرف خيار الشراء بأنه عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق شراء أصل معين (سلع أو أسهم)، خلال فترة زمنية محددة أو تاريخ محدد لتاريخ الاستحقاق، أو بالسعر المحدد بالعقد (سعر التنفيذ)، ويكون الطرف الآخر البائع ملزماً بالبيع إذا قرر المشتري تنفيذ حقه في الشراء.



- خيار البيع: يعرف خيار البيع بأنه عقد على دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل معين خلال فترة زمنية محددة، أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبالسعر المحدد (سعر التنفيذ)، ويكون الطرف الآخر (بائع خيار البيع) ملزماً بالشراء إذا قرر المشتري تنفيذ حقه في البيع.

4. عقود المبادلات: تمثل عقود المبادلة أهمية كبيرة في الاقتصاد، حيث تستعمل في تخفيض تكلفة التمويل والتحوط،

خاصة ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.

يعرف عقد المبادلة بأنه إتفاق بين طرفين لتبادل أصل بأصل آخر، أو سلسلة من التدفقات بسلسلة أخرى كمبادلة سلسلة من التدفقات النقدية ذات أسعار الفائدة الثابتة بسلسلة أخرى ذات أسعار الفائدة المتغيرة والعكس، وذلك في فقرات مستقبلية تقف عليها، أو إستبدال قرض بسعر فائدة متغير مقابل قرض آخر بسعر فائدة ثابت والعكس، وذلك بغرض التحوط من تقلبات أسعار الفائدة (شنافة ج.، 2018، صفحة 130)

وتعرف كذلك بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية حق المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية، ...). وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد عكس ما هو معروف في عقود الخيار كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر لا يتم تسويقها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما في العقود الآجلة ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود آجلة التنفيذ (الحناوي، جلال، و نحال، 2007، صفحة 317).

ت. الأهمية الاقتصادية لاستخدام المشتقات المالية ومخاطرها: نتطرق فيما يلي إلى مخاطر وفوائد استخدام المشتقات المالية:

1. فوائد استخدام المشتقات المالية: تلعب عقود المشتقات المالية بدور كبير، وتستخدم لأغراض عديدة يتمثل أهمها فيما يلي: (بلعابد و غفوري، 2022، صفحة 503، 504)

- تخفيض تقلبات الأسعار التي تجعل المستثمرين في حال تردد للاستثمار، إذ أن الخطر ينتقل من السوق الثانوي إلى السوق الأولي فيصعب عملية الحصول على تمويل للشركات، مما يؤدي لأضرار على الاقتصاد ككل.
- تنشيط السوق ورفع السيولة ورفع حجم التداول طالما هناك عقود تغطية ضد الخطر.
- لا تتطلب رأس مال كبير إلا هامش مبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في المستقبلات، أو العمولة في الخيارات.
- تسمح المشتقات بتثبيت أسعار التكاليف أو الإيرادات، مثل إبرام عقد أجل مع مورد رئيسي لتثبيت تكلفة المواد الأولية، والتحوط من ارتفاع أسعارها مستقبلاً، أو إبرام عقد أجل مع عميل لتثبيت المبيعات و التحوط من انخفاض الأسعار.
- التغطية ضد المخاطر: حيث يقوم المتحوط بشراء موجود معين من خلال عقد يحمل تاريخ تنفيذ مستقبلي، بحيث يأخذ مركز طويل في السوق المستقبلي لتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار، بالإضافة إلى تحقيق أرباح للفرق بين سعر السوق في تاريخ التنفيذ، والسعر المتفق عليه عند إبرام العقد، أو إتخاذ مركز قصير من خلال بيع موجود معين يملكه بعقد يتم تنفيذه في المستقبل..

- أداة لاستكشاف السعر: توفر عقود المشتقات المالية للمتعاملين بمعلومات حول ما سيكون عليه سعر الموجود موضوع العقد في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم.
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: وهذا مرونة عقود المشتقات المالية وسيولتها وتدني تكاليف المعاملات في الأسواق بها، ومن ثم هي سوق أكبر إيجابية في تطبيق الإستراتيجيات الإستثمارية.
- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: توفر للمتعاملين (طربي العقد) فرصة أكبر لتخطيط التدفقات النقدية المستقبلية وتحقيق التوازن بين السيولة والربحية، وذلك عن طريق معرفة البائع أن محصلة بيع الموجود ستكون على أساس سعر العقد المستقبلي، كما أن المشتري يعلم أيضا أن مدفوعاته لشراء الموجود هي كذلك بناء على سعر العقد.
- 2. **مخاطر استخدام الأدوات المالية المشتقة:** تستخدم المشتقات المالية للتحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف والعائد وأسعار السلع، إلا أنه بحكم إرتباطها بالتوقعات والإستعمال الواسع والسيئ لها، فهي تشتمل كذلك على احتمالات الخسارة وينطوي على إستعمالها مخاطر تؤدي إلى خسائر كبيرة وغير محتملة، وتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجه إستعمال المشتقات المالية أساسا في: (بن عيسى، 2012، صفحة 85، 86)
- **مخاطر السوق:** تنشأ مخاطر السوق المرتبطة بالمشتقات من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد (أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات)، ويعود السبب في هذا إلى تقلبات الأصول محل التعاقد، ومن ثم فأى تغير ولو كان بسيطا في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد، قد يؤدي إلى تغيير أكبر في قيمة المشتقة المالية، وتعد المخاطر السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية مراقبتها، على الرغم من أن القياس لهذا النوع من المخاطر يعد صعبا لا سيما هذه الأدوات نظرا لتقلب أسعارها الكبير، لذلك تبقى إمكانية التعرض لهذا النوع من المخاطر كبيرة ومؤثرة بالنسبة للمتعاملين في هذه الأدوات.
- **المخاطر الائتمانية:** تتعلق هذه المخاطرة بالخسائر الاقتصادية التي سيتحملها المستخدم النهائي، إذا أخفق الطرف الآخر في العقد في الوفاء بالتزاماته المالية المذكورة في العقد، ويعد هذا النوع من المخاطر أكثر إنتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة.
- **مخاطر التشغيل:** تتعلق مخاطر التشغيل بأخطاء المتعاملين في مجال المشتقات وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية، وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها، وتنشأ المخاطر التشغيلية عن طريق عمليات التسوية والمقاصة كنتيجة لعدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة، وهو ما يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق، لم يستطع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الغش أو الأخطاء.
- **المخاطر القانونية:** تتعلق بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني، يلغي صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له، تبعا لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة (ملياني و شوقي، 2014، صفحة 11)

- **مخاطر السيولة:** تنشأ مخاطر السيولة بسبب عدم وجود السيولة، أي عدم قدرة المتعاملين تسديد الالتزامات في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات الأكثر خطورة.

وتبعاً لما ينطوي عليه استعمال المشتقات من مخاطر فإن إستعمالها كأداة للتحوط ضد المخاطر كان محل جدل حول أهميتها للاقتصاديين بين مؤيدين ومعارضين: حيث يجد المدافعون عن المشتقات المالية أنها أدوات لنقل المخاطر، من الوحدات المنتجة كالمؤسسات التي لا تريد تحمل مخاطر الأسعار، إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة المالية، فهي أدوات للمجازفة على تقلبات الأسعار، أما المعارضون فيرون بأنها غير مقبولة من الناحية الاقتصادية، لأن التعامل بها لا يختلف عن القمار، لأنه لا يولد أي قيمة مضافة بل عبارة عن مبادلة يخسر طرف ويربح الآخر، خاصة كونه يتعلق بسلع وأصول مهمة في النشاط الاقتصادي، كذلك تبادل المخاطر يعني أن العملية تصبح صفرية، لأنه إذا تحقق الخطر خسر أحد الطرفين وربح الآخر (بزاز، 2012، صفحة 136، 157).

غير أنه لا يوجد خلاف بين المؤيدين والمعارضين على أن المشتقات المالية هي مبادلات صفرية، لكن المؤيدين يقرون أنها إن كانت صفرية على مستوى العقد إلا أنها إيجابية على المستوى الكلي، لأنها تزيد مستوى إنتاجية الاقتصاد عموماً، ومنه ينتفع جميع الأطراف، لكن لو أن هذا الرأي صحيح لكانت المشتقات تساير النشاط الحقيقي المنتج، في الواقع نشاط أسواق المشتقات يسير في إتجاه بعيد عن النشاط الحقيقي، والسبب هو أن المشتقات تقتصر على تبادل المخاطر الذي لا يخضع لضوابط النشاط الحقيقي المولد للثروة، فيصبح نمو المشتقات أسهل من نمو الاقتصاد الحقيقي، وينطوي على ذلك تدفق رؤوس الأموال إلى المضاربات، وإنفجار فقاعة المضاربات، ومن ثم ضياع الثروة كما حدث بأزمة الرهن العقاري لسنة 2008 (شنافه ج.، 2018، صفحة 132).

ثانياً. **الصكوك الإسلامية:** نتطرق فيما يلي إلى تعريف الصكوك الإسلامية، وخصائصها وأنواعها.

أ. **تعريف الصكوك:** الصكوك هي أحد أشكال التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كبديل للسندات، وإشتهرت في الألفية الجديدة و نشأت في ماليزيا في بداية عام 2002، وتعرف صكوك التمويل بأنها: "شهادات أو وثائق متساوية القيمة، لحاملها أو إسمية، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو منافع أوخدمات أو حقوق مالية، أوخليط من ذلك، وهي قابلة للتداول، يشترك حملتها في أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها" (بن ربيعان، 2020، صفحة 46).

كما تعرف الصكوك بأنها: "تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة، إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول، ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول " (بن عمارة، 2011، صفحة 254).

وبالتالي فالصكوك هي أداة إستثمارية تمثل نسبة شائعة في ملكية أصل ما والذي يمول من حصيلة إصدارها، كما أنها تتوافق ومبادئ الشريعة الإسلامية سواء في إصدارها أو تداولها.

ب. **خصائص الصكوك:** وتتمثل أهم خصائص الصكوك في العناصر الآتية: (سليمان، مقدم، وحمو، 2018، صفحة 59)

- هي وثيقة تصدر بإسم مالكها أو لحاملها بصفات متساوية القيمة، لكي تثبت حق مالكها من إلتزامات وحقوق مالية.
- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للاستثمار.

- يشارك مالكو الصكوك في الأرباح المترتبة، وفق الاتفاق الموضح في نشرة الإصدار، ويتحملون الخسائر حسب نسبة ما يملك كل منهم من الصكوك.
  - تصدر بناء على عقد شرعي.
  - قابلة للتداول من حيث المبدأ.
  - غير قابلة للتجزئة، بمعنى الصك لا يتجزأ في مواجهة الشركة.
  - لها قيمة بإسم مالكةا سمية محددة يحددها القانون ومبينة في نشرة الإصدار.
- ج. أنواع الصكوك: تنقسم الصكوك إلى حسب الهدف إلى عدة أنواع، نذكر أهمها فيما يلي: (بن ربيعان، 2020، صفحة 47)
- **صكوك الاجارة:** تعتبر أكثر أنواع الصكوك من حيث الانتشار، وتستعمل لتمويل وبيع العقارات وإعادة إستثمارها و إستثمارها.
  - **صكوك الاستصناع:** وتستعمل لتصنيع سلعة ما، و مصدر تلك الصكوك هو المصنع السلعة، وبعد بيع تلك السلعة في السوق يتم توزيع الثمن على مشتري الصكوك.
  - **صكوك المراجعة:** وتستعمل لتمويل شراء سلعة محددة، ثم بيعها في السوق بربح معين، يتم توزيعه على حملة الصكوك(العائد على الصكوك هنا هو الفرق بين سعر شراء السلعة وبيعها في السوق).
  - **صكوك المضاربة:** وتستعمل للتوسع في إستثمارات قائمة أو إنشاء مشاريع جديدة، ويكتتب فيها أصحاب المال غير المضارب وهو مالك المشروع، وتعود عليهم الأرباح الناتجة عن إستثمارات المشروع.
  - **صكوك المشاركة:** وهي مثل صكوك المضاربة، والفرق فقط أن الجهة المصدرة للصكوك تعد شريكا لحملة الصكوك، عكس حالة المضاربة.
  - **صكوك قابلة للتداول:** وتدعى صكوك الاستثمار، مثل: صكوك الاجارة، وصكوك المضاربة، وصكوك المشاركة، وهذا النوع أساسه السلع والخدمات، لذلك يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية.
  - **صكوك غير قابلة للتداول:** وتسمى صكوك التمويل، مثل صكوك السلم، و صكوك المراجعة، صكوك الاستصناع، وهذا النوع أساسه الديون لذلك لا يجوز بيعها، حيث لا يجوز بيع الدين في الاقتصاد الإسلامي (بن ربيعان، 2020، صفحة 48)

### الفرع الثالث: عائد ومخاطر الأوراق المالية

يعتمد قرار الاستثمار في الأوراق المالية والمفاضلة بينها، على علاقة المبادلة بين العائد المتوقع و المخاطر المرتبطة بحالة عدم التأكد، فكلما إرتفعت توجهات المستثمر نحو تعظيم العوائد زادت درجة المخاطر التي يتعرض لها، وطالما أن إمكانية تحقيق الأرباح تقابلها إحتمال تحمل الخسائر في أي وقت، فإن القرارات الاستثمارية في العادة تسبقها دراسات مكثفة بغرض التقليل من فرص

التعرض للمخاطر المصاحبة للاستثمار (بوراس، 1999، صفحة 181)، ولدراسة العلاقة التبادلية بين العائد والمخاطر نتطرق إلى حساب العوائد والمخاطر.

**أولاً. عائد الأوراق المالية:** لا بد أن يكون الهدف من الاستثمار في أي مجال توقع مردود إيجابي يكون في صورة أرباح نقدية، أو رأسمالية أو معنوية، وفيما يخص الإستثمار في الأوراق المالية فإن المستثمر يتوقع أن يعود عليه إستثماره بعوائد في صورة: **توزيعات وفوائد:** وتمثل نصيب الورقة المالية من الأرباح التي تقرر إدارة الشركة المساهمة توزيعها على المساهمين، أو الفوائد المقرر تسديدها لحملة السندات، و**أرباح رأسمالية:** وتمثل مقدار تغير سعر الورقة المالية بيع السهم أو السند بمبلغ يفوق قيمته السوقية عند الشراء (يوسف، 2015، صفحة 91)، ونذكر فيما يلي أنواع عائد الورقة المالية:

**أ. العائد على الاستثمار:** ويحسب مقدار العائد أي صافي الربح بعد الضريبة، الذي يحصل عليه من كل دينار مستثمر في الأصول، التي يمتلكها المشروع أثناء الفترة المالية، ويحسب وفق العلاقة التالية: (ال شيب، 2004، صفحة 34)

**العائد على الاستثمار = صافي الربح بعد الضريبة / المبلغ المستثمر**

**ب. عائد فترة الاحتفاظ:** يحسب لنا العائد المتحقق فعلاً أثناء فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية، يمكن إحتساب العائد كما يلي: (يوسف، 2015، صفحة 55)

$$TR = It + (Po - PB) / PB$$

**TR :** معدل العائد المطلوب او المنتظر أثناء فترة الاحتفاظ بالأصل.

**It :** التدفقات الجارية أثناء فترة الاحتفاظ بالأصل.

**Po :** سعر الأصل عند البيع.

**PB :** سعر الأصل عند الشراء.

يتضمن العائد مقدار التغير في قيمة الأصل لدى المستثمر، مضافاً إليه التعويض المقابل لعملية الإستثمار منسوباً إلى الإستثمار الأولي.

**ج. معدل العائد المطلوب:** وهو المعدل الذي يطلبه المستثمر على إستثماره تعويضاً عن المخاطر المحتملة، وهو يعرض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود والتضخم ومخاطر الاستثمار، ويكون هذا العائد دائماً مرتبطاً بالعائد الخالي من المخاطر وهو عائد السندات الحكومية، فيجب أن يكون العائد المطلوب دائماً أكبر من العائد الخالي من المخاطر، ويمكن أن يزداد للعائد الخالي من المخاطر كل من نسبة التضخم وعلاوة المخاطرة، ويتم حسابه كالتالي: (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 107)

**معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطرة + نسبة التضخم + علاوة المخاطر**

وعلاوة المخاطر هي النسبة التي يطلبها المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها في عملية الاستثمار، ويمكن إعتبارها أنها العائد الذي سيحصل عليه المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها باستثماره، ذلك وتقاس في الأسهم حسب كل شركة، أما في السوق فتقاس عن طريق الفرق بين العائد الخالي من المخاطر والعائد السوقي.

د. **معدل العائد المتوقع:** هو العائد على الاستثمار الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه، ويمكن حسابه عن طريق عدة طرق

أبسطها، حساب متوسط العائدات التاريخية للسهم أثناء فترة ما (بن إبراهيم و بن ضيف، 2019، صفحة 107).

ثانيا. **مخاطر الورقة المالية:** ترتبط مخاطر الورقة المالية بحالة عدم التأكد المرتبطة بإحتمالات تحقق أو عدم تحقق العائد المتوقع

على الاستثمار، ومتى إرتفع احتمال عدم تحقق هذا العائد تظهر المخاطرة، وتبرز أساسا من مصدرين نذكرهما فيما يلي:

أ. **المخاطر النظامية:** فالمخاطر المنتظمة أو السوقية أو العادية هي المخاطر الناجمة عن عناصر تؤثر في الأوراق المالية بصفة

عامة، ولا يقتصر تأثيرها على شركة أو قطاع معين، وتتعلق هذه العناصر بالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية،

كالإضرابات العامة أو ظروف التضخم أو حالات الكساد... أو ظروف التضخم الخ، فكل أسعار الأوراق المالية تتأثر

بهذه العوامل بنفس الاتجاه ولكن بدرجات متفاوتة، وعموما فان الشركات الأكثر تعرضا لمخاطر السوق هي التي تزيد درجة

حساسيتها للنشاط الاقتصادي، والمستوى النشاط في البورصة، ويمكن تحديد أهم مصادر المخاطر المنتظمة فيما يلي: (مطر

و تيم، 2004، صفحة 43، 44)

1. **مخاطر معدل الفائدة:** هي المخاطر الناجمة عن احتمال حدوث اختلاف، بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد

الفعالية، والذي يعود إلى حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية أثناء المدة الاستثمارية، فمن المعروف أن أسعار الأوراق

المالية خاصة السندات منها تتأثر بتغير أسعار الفائدة السوقية بعلاقة عكسية، ويرجع ذلك لأن قيمة السند هي عبارة

عن القيمة الحالية المتوقعة للدخل الذي تدره هذه الورقة أثناء مدة الاستثمار، وبما أن سعر الفائدة السوقية هو عبارة

عن سعر الخصم المستعمل في حساب القيمة الحالية للدخل، لذلك تتراجع هذه القيمة إذا زاد سعر الفائدة السوقية،

فتتراجع بذلك قيمة السند في السوق، وكلما زاد أجل إستحقاق السند يرتفع تعرضه لخطر أسعار الفائدة، ومخاطر سعر

الفائدة السوقية تختلف باختلاف نوع الورقة المالية، فيكون أعلى في حالة الأوراق المالية التي تدر عائد ثابت

كالسندات، عنه في حالة الأوراق المالية ذات الدخل المتغير كالأسهم، كما أنه مع زيادة أسعار الفائدة تميل أسعار

الأسهم إلى التراجع، ويميل الكثير من المستثمرين إلى إيداع أموالهم بالمصارف.

2. **مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد:** هي حالة عدم التأكد المرتبطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر، ويكون هذا

النوع من المخاطر عاليا، في حالة الإستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات، فإذا زاد معدل

التضخم زاد معه معدل الخصم، فتتراجع القيمة الحقيقية للإستثمار وذلك لتراجع قيمته الحالية، كما أن أغلب الأدوات

الإستثمارية تعرضا لهذه المخاطر هي الأوراق المالية طويلة المدى، والتي تكون القيمة التي تسترد بها محددة بمبلغ معين

عند إستحقاقها، ويمثل الإستثمار في الأسهم العادية غالبا حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد، على

أساس أن أسعار الأسهم في البورصة تستجيب في الغالب للظروف التضخمية، فتتفعل هي الأخرى مما يحافظ على

القيمة الحقيقية للإستثمار فيها، وبذلك تحمي المستثمر من المخاطر التي يتعرض لها حاملوا السند.

ب. **المخاطر غير النظامية:** بالنسبة للمخاطر غير المنتظمة فهي مخاطر ناجمة عن عوامل ترتبط بشركة معينة، أوقطاع معين،

وتكون مستقلة عن العناصر المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، ومن هذه العناصر حدوث إضراب عمالي في شركة أو قطاع

معين، ظهور إختراعات جديدة، وظهور تشريعات جديدة تؤثر على منتجات شركة معينة... إلخ، إلا أنه بإمكان المستثمر

الحد من المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع، وذلك بتنوع الأوراق المالية في مكونات المحفظة المالية، إضافة إلى تنوع القطاعات التي تنتمي إليها المؤسسات مصدرة الأوراق المالية، ومن أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة مخاطر الإدارة ومخاطر العمل: (مطر و تيم، 2004، صفحة 47، 48)

1. **مخاطر الإدارة:** يمكن أن تسبب الأخطاء الإدارية في شركة محددة، إختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار، على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناتجة عن الأخطاء الإدارية في المخاطر غير المنتظمة، لأنها قد تحدث تراجعاً في معدل العائد حتى في حالات إنتعاش الاقتصاد، وفي بعض الحالات تؤدي الممارسات الخاطئة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في البورصة، وفي حالات أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة، إلى الإقتراب من إشهار الإفلاس، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمظاهر الفشل المالي، ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف، وعدم إتباع التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كإضرابات العمال، وخسارة المبيعات..إلخ.

2. **مخاطر الصناعة:** وهي مخاطر ناجمة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بصورة واضحة، دون أن يكون لها تأثير مهم خارج هذا القطاع، وقد تنتج من عدة مصادر منها: وجود عراقيل في الحصول على المواد الأولية اللازمة للصناعة، وتأثير تشريعات حكومية تمس صناعات محددة، تغير أذواق المستهلكين.

ج. **قياس المخاطر:** يتم قياس مخاطر الورقة المالية تبعاً لعدة طرق نذكر أهمها فيما يلي: (يوسف، 2015، صفحة 63، 64)

1. **الانحراف المعياري:** هو مقياس إحصائي لمدى تقلب العوائد حول قيمتها المتوقعة، ويحسب وفقاً للعلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (r_i - \bar{r})^2}$$

حيث:  $\sigma$  الانحراف المعياري،  $r_i$  العائد المحتمل،  $\bar{r}$  القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة،  $p_i$  احتمال العائد  $i$ .

حيث كلما إرتفعت قيمة الانحراف المعياري إرتفعت درجة تذبذب العوائد الممكنة الحدوث عن العائد المتوقع، بمعنى كلما كان الإنحراف المعياري منخفضاً دل ذلك على تدني المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

2. **معامل الاختلاف:** يكون الانحراف المعياري مقياساً مناسباً لحساب المخاطر الكلية، وذلك لما تكون القيمة المتوقعة لعوائد الأوراق المالية متساوية، أما إذا إختلفت توقعات العوائد فإن الأسلوب الأمثل لحساب المخاطرة، يتم من خلال قياس المخاطر لكل وحدة من القيمة المتوقعة للعوائد، وذلك بحساب معامل الاختلاف، وفقاً للعلاقة التالية:

$$CV = \sigma / \bar{r}$$

$\sigma$ : الانحراف المعياري،  $\bar{r}$ : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

وتشير المعادلة إلى حجم المخاطر المقابلة لكل وحدة من القيمة المتوقعة للتوقعات النقدية، وعلى أساسها تفضل الورقة المالية ذات معامل الاختلاف الأقل.

3. **معامل بيتا للورقة المالية:** يعد معامل بيتا مقياساً إحصائياً للمخاطر المنتظمة، يقيس مخاطرة السهم بالنسبة لمخاطرة

السوق، ويحسب وفقاً للعلاقة التالية:

$$\text{Beta}_i = b_i = \text{Co variance}(r_i, r_m) / \text{Variance}(r_m) = \rho_{im} \delta_i / \delta_m^2$$



حيث:

Co variance( $r_i, r_m$ ): التباين المشترك بين معدل العائد على السهم  $i$  ومعدل العائد على محفظة السوق  $m$ .

$\delta^2 m$  أو Variance  $m$ : التباين في العوائد على محفظة السوق.

$\rho_{im}$ : معامل الارتباط بين السهم  $i$  ومحفظة السوق  $m$ .

$\delta_i$ : الانحراف المعياري للسهم  $i$ .

$\delta_m$ : الانحراف المعياري لمحفظة السوق  $m$ .

حيث  $b_i$  تأخذ القيم التالية:

- $b_i > 1$ : مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق.
- $b_i = 1$ : مخاطر السهم مساوية لمخاطر السوق.
- $b_i < 1$ : مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.
- $b_i = 0$ : السهم غير مرتبط بمخاطر السوق.
- $b_i = -1$ : مخاطر السهم مساوية لمخاطر السوق، ولكن مع إتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق.

### الفرع الثالث: المحفظة المالية وصناديق الاستثمار

أولاً: المحفظة المالية: تمثل محفظة الأوراق المالية وسيلة من وسائل الاستثمار الجيد التي تمكن المستثمر من تحقيق توازن بين العائد والأمان، وستنطلق إلى تعريفها وأنواعها وتقييمها.

أ. تعريف المحفظة المالية: هناك عدة تعاريف للمحفظة المالية، نتطرق إلى أهمها فيما يلي:

تعرف المحفظة المالية بأنها: " مجموعة أو توليفة من الأوراق المالية لشركات ذات ميزات مختلفة، وتشكل هذه المجموعة ما يدعى (المحفظة المتنوعة)، إذ يمتلك المستثمر مجموعة من الأوراق المالية لشركات مختلفة في الوقت نفسه، بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار " (البارودي، 2015، صفحة 370).

وعرفت كذلك بأنها: " عبارة عن تشكيلة من عدة أوراق مالية (أسهم وسندات) مختلفة من حيث النوع وتواريخ الإستحقاق، يحتفظ بها المستثمر ويعمل على إدارتها للحصول على هدفين أساسيين هما: العائد المترتب على الإستثمار في الأوراق المالية، وإمكانية تحويلها إلى سيولة جاهزة عند حاجة المستثمر لذلك " (بن موسى، 2014، صفحة 37).  
وعليه فإن الفكرة الرئيسية لمحفظة الأوراق المالية، تقوم على أساس تشكيل مجموعة من الأوراق المالية التي يتم إختيارها بعناية وفقاً لمبدأ التنوع، وبما يحقق تعظيم للعائد المتوقع عند مستوى منخفض للمخاطر.

ب. أنواع المحافظ المالية: تتنوع المحافظ المالية إلى الأشكال التالية:

**1. محفظة الدخل:** تهدف محفظة الدخل إلى تحقيق أعلى دخل للمستثمرين بأدنى درجة من المخاطرة، وهنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية، التي تعود على المستثمر بعوائد عالية، فالدخل النقدي للأوراق المالية التي بحوزة المستثمر، يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات، وينبغي إختيار السند الذي يحقق عائد مرتفع بأقل مخاطرة،



ولذلك بالنسبة للسهم فإن الدخل يتحقق من خلال توزيعات الأرباح، فلا بد من إختيار الأسهم التي توزع أرباحا مرتفعة وتكون بأقل المخاطر (المومني، 2013، صفحة 21)

2. **محفظة النمو:** يتصف سهم بأنه من أسهم النمو إذا حقق نمو متواصل في الدخل والأرباح، وما يتبع ذلك من إرتفاع في الأسعار، ويتم إختياره تبعاً لشروط معينة هي الدخل والعائد، وإستقرار كبير في معدلات النمو وعوائد مرتفعة للسهم الواحد (دادن، 2015، صفحة 126).

3. **المحفظة المختلطة (محافظة الدخل والنمو):** هي المحفظة التي تجمع أسهما متنوعه، يتصف بعضها بتحقيق العائد وبعضها الآخر بتحقيق الربح (عصام، 2008، صفحة 206)

ج. **تقييم أداء المحفظة المالية:** تتعدد مداخل تقييم محفظة الأوراق المالية، وفي هذا السياق نتطرق للنماذج الآتية: (جبار، 2017، صفحة 146، 149)

1. **نموذج شارب (1966):** مؤشر شارب للمحفظة المالية هو نسبة بين العائد إلى المخاطرة، ويقصد بالمكافأة الفرق بين

عائد المحفظة المالية و العائد الخالي من المخاطر، ويقاس أداء المحفظة المالية وفق العلاقة التالية:

$$S_m = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

حيث:

$R_p$ : عائد المحفظة الاستثمارية المتنوعة

$R_f$ : العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر

$\delta_p$ : الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة وهو مقياس للمخاطر الكلية

$R_p - R_f$ : علاوة المخاطرة على الاستثمار في أدوات خطرة بالإضافة الى الاستثمار الخالي من المخاطر.

وتجدر الإشارة إلى أنه كلما كان مقياس شارب أكبر كلما كان أداء المحفظة أفضل.

2. **نموذج ترينور:** في مؤشر ترينور يستعمل معامل بيتا كمقياس للمخاطر المنتظمة، على إعتبار أنه يمكن التخلص من المخاطر

غير المنتظمة بالتنوع، ويعطى مؤشر ترينور بالعلاقة التالية:

$$T_m = \frac{R_p - R_f}{B_p}$$

حيث:  $B_p$  هو مقياس المخاطر المنتظمة للمحفظة، وكلما كان  $T_m$  مرتفعاً كلما كان أداء المحفظة أحسن، إذ تعني عائد أعلى لكل

وحدة واحدة من بيتا، أي لكل وحدة من المخاطر المنتظمة، كما إن مؤشر ترينور يركز فقط على المخاطر المنتظمة، ويعبر على

تذبذب المحفظة بالمقارنة مع محفظة السوق.

3. **نموذج جنسن:** يعتمد نموذج جنسن في تحديد أداء المحفظة المالية على النموذج الرياضي، وهو على أساس العائد المعدل

بالمخاطرة أو العلاقة بين العائد والمخاطرة، ويعرف بألفا جنسن حيث يأخذ بعين الإعتبار المخاطر المنتظمة فقط، ويحسب

بالعلاقة التالية:

$$\alpha = R_p - [R_f + (R_m - R_f)B_p]$$

$\alpha$  : تقدير مدير المحفظة.

وحسب نموذج جونسون فإن  $\alpha$  تأخذ القيم الممكنة التالية:

$\alpha < 0$  فإن أداء المحفظة جيد وقد تفوق على أداء السوق.

$\alpha > 0$  فإن أداء المحفظة سيء وأقل من أداء السوق.

$\alpha = 0$  أداء المحفظة يوازي أداء السوق.

د. المميزات والقواعد الأساسية لاختيار المحافظ المالية المثلى: تشمل المحفظة المالية المثلى تشكيلة متنوعة من

الأدوات الاستثمارية، تجعلها مناسبة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يقوم بإدارتها، ومن أهم مميزات ما

يلي: (شنافة ج.، 2018، صفحة 158)

- تحقق للمستثمر توازنا بين المخاطرة و العائد.

- تتصف أدواتها بقدر من التنوع الإيجابي من أجل مواجهة المخاطر.

- تحقق أدواتها مستوى أدنى من السيولة، مما يتيح لمديرها صفة المرونة فيما يخص تعديل مكوناتها، وبأقل مستوى

من الخسائر الممكنة.

ويعد ماركويتز 1952 أول من طرح نمودجا لتكوين المحفظة المثلى، يقوم على قواعد رئيسية تدعى قواعد السيطرة

(السيادة)، وتقوم على ما يلي: (شنافة ج.، 2018، صفحة 158)

- لما المستثمر يغير بين محفظتين ماليتين، لهما نفس القدر من العائد مع إختلاف مستوى المخاطرة، فالمستثمر سيقوم بإختيار أقلها مخاطرة.

- لما المستثمر يغير بين محفظتين ماليتين، لهما نفس مستوى المخاطرة وتختلفان من حيث العائد، فالمستثمر سيقوم بإختيار المحفظة ذات العائد الأعلى.

- لما المستثمر يغير بين محفظتين ماليتين، وكانت إحداهما أكبر عائدا وأقل مخاطرة من الأخرى، فالمستثمر سيقوم بإختيار المحفظة بناء على مبدأ المستثمر عقلاني ورشيد.

ثانيا. صناديق الاستثمار: إن لصناديق الإستثمار أهمية كبيرة في تطوير أسواق الأوراق المالية، بإعتبارها إحدى الأدوات المالية

المتكورة، والتي تقوم بدور مهم في تعبئة المدخرات من صغار المدخرين، الذين لا تسمح لهم مواردهم المالية وخبرتهم للدخول إلى

سوق الأوراق المالية، وإستثمارها بالنيابة في الأوراق المالية بما يساهم في توفير التمويل للمشاريع الاقتصادية.

أ. تعريف صناديق الاستثمار: لصناديق الاستثمار عدة تعريف نذكر أهمها فيما يلي:

تعرف صناديق الاستثمار بأنها: "مؤسسة مالية في صورة شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة تنظيميا ومحاسبيا،

المؤسسة التي تنشئها، تتولى حشد المدخرات من الجماهير بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم تعهد بها

إلى جهة أخرى تدعى مدير الاستثمار لتجميع هذه المدخرات وإستثمارها" (نزبه، 2007، صفحة 89).

كما تعرف بأنها: "آلية لجمع الاستثمارات الصغيرة من أجل توظيفها في أدوات استثمارية متنوعة لتعظيم العائد، وتوزيع المخاطر مع إتاحة السيولة لحاملي الوثائق لوقت الطلب" (شريط، 2012، صفحة 168).

وتعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: "هي الصناديق التي تستثمر في أدوات مالية تتوافق والشريعة الإسلامية، ولا تتعامل بالربا، حيث تعتبر مؤسسات مالية إسلامية لها شخصية معنوية مستقلة تقوم بحشد المدخرات مقابل تملك صكوك للمكتسبين فيها، ثم تقوم بتوجيه هذه المدخرات نحو إستثمارات مختلفة، تبعا لأساليب استثمارية شرعية تقوم على أساس عقود التمويل الإسلامية، إذ يدار هذا الصندوق من قبل جهة مختصة تمتلك الخبرة الكافية في مجال الاستثمار، وتلتزم بجميع القواعد الشرعية" (الجليحاي، 2019، صفحة 14).

نستخلص بأن صناديق الاستثمار هي: كيانات مالية وظيفتها الأساسية جمع المدخرات أساسا من صغار المدخرين وتوجيهها للاستثمار في سوق الأوراق المالية، مما يساعد على تنشيط سوق الأوراق المالية وتحقيق منفعة للمدخرين وصندوق الاستثمار والاقتصاد ككل.

وتتمثل أهم خصائص صناديق الاستثمار، في النقاط الآتية: (شريط، 2012، صفحة 174، 175)

- يتم إدارة صندوق الإستثمار من قبل إدارة متخصصة.
  - صناديق الإستثمار تقوم بإستثمار المدخرات في الأوراق المالية.
  - أموال الصندوق مجتمعة هي مملوكة ملكية مشتركة لكافة المكتسبين في الصندوق.
- ب. أنواع صناديق الاستثمار: تصنف صناديق الاستثمار وفقا لعدة معايير، وتنتظر فيما يلي تصنيفها تبعا لمعيار هيكل رأس المال والهدف، وهي كما يلي:

1. حسب هيكل رأس المال: تصنف صناديق الاستثمار حسب معيار هيكل رأس المال إلى: (شريط، 2012، صفحة 187)

- **صناديق الاستثمار المغلقة:** صناديق الاستثمار المغلقة هي صناديق ذات رأس مال ثابت، لأنه بمجرد إنتهاء الإصدار الأولي لوثائق الاستثمار أو الوحدات الاستثمارية، لا يجوز بيع (إصدار) وثائق أخرى إضافية، كما لا يسمح لحملة الوثائق من إسترداد قيمة مساهمتهم إلا بعد فوات حد أدنى من عمر الصندوق، وهذا النوع من الصندوق لا يتم بيع أو شراء وثائقه أو تداولها إلا عن طريق سوق الأوراق المالية.
- **صناديق الاستثمار المفتوحة:** تدعى بالصناديق المفتوحة لأنها توفر للمستثمرين حرية الدخول والخروج من العملية الإستثمارية في هذه الصناديق، بمعنى يمكن للمستثمرين شراء وثائق من هذا الصندوق في أي زمن، وبإمكانه بيعها إذا رغب مع إمكانية إسترجاع قيمة الوثيقة نقدا، ويتم التعامل في هذه الوثائق مع البنك مالك الصندوق مباشرة، حيث يمكن مديري الأعمال من إصدار عدد غير محدود من الأسهم، كما يمكن شراؤها وإستردادها أسبوعيا تبعا للسعر الجاري لهذا الصندوق، وتصدر أعداد إضافية من الأسهم كلما إرتفعت الأموال الداخلة في الصندوق، وعادة يطلق عليها الصناديق المشتركة (بوضياف و بن سمية، صفحة 222).

2. تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لأهدافها: تنقسم صناديق الاستثمار وفقا لمعيار الأهداف، إلى الأنواع التالية: (نزيه، 2007، صفحة 98، 99)

- **صناديق النمو:** تهدف هذه الصناديق التي تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مستقبلي كبير بدلا من العائد الجاري، وهذا عن طريق العمل على تحقيق التحسن في القيمة السوقية لمجموعة الأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق، ولذا فإنه عادة ما تحتوي محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على أسهم عادية في منشآت لها آفاق أعلى للنمو.
- **صناديق الدخل:** تهدف هذه الصناديق الى المحافظة على أصول الصندوق وتحقيق عائد دوري معقول على الاستثمار، مع أقل درجة من المخاطر السوقية المتوقعة، لذا عادة ما تحتوي تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل، وعلى أسهم الشركات المستقر دخلها أي تنصف بأرباح دورية مستقرة.

### المطلب الثاني: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

سننتظر من خلال هذا المطلب إلى تعريف ومتطلبات سوق الأوراق المالية الكفؤة ومستوياتها، إضافة إلى العوامل المؤثرة على كفاءة سوق الأوراق المالية.

### الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية الكفؤة

أولا. تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة: هناك عدة تعريف لسوق الأوراق المالية الكفؤة، نذكر أهمها فيما يلي:

يعرف كل من "Fama" و "Lorie" كفاءة سوق الأوراق المالية بأنها: "تلك السوق التي تعكس أسعارها في أي وقت و بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة، طالما أن المعلومات الجيدة متاحة و بأسعار منخفضة بالنسبة لكافة المستثمرين"، و السوق الكفء تبعا لكل من فرنسيس و ساميليس، و رولكس هو سوق يحقق تخصصا كفؤا للموارد الإنتاجية، بما يحقق توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية" (غراية، 2015، صفحة 38).

كما يعرف منير هندي سوق الأوراق المالية الكفؤة على أنها: "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما، كل المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تنشرها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التجاري لسعر السهم في الأيام والأسابيع و السنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن تأثير الحالة الاقتصادية العامة عن أداء المنشأة، أو غيره من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم (هندي م.، 1993، صفحة 489، 490).

ويبين فيصل محمود الشواورة بأن "سوق الأوراق المالية الكفء يعتبر المقياس الحقيقي للقيمة، فمن دونها لا يمكن ضمان التخصيص الأمثل للموارد، و التشغيل الكفء لعمليات البيع والشراء، و الانتقال الكفء لرؤوس الأموال بين المقرضين (المدخرين) والمقرضين أو المنتجين بعدالة" (الجوزي و العمري، 2017، صفحة 119).

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها، تلك السوق التي تضمن إستجابة سريعة في الأسعار لكافة المعلومات المتوفرة عن الأسهم، بما يحقق تخصيص كفء للموارد الاقتصادية إلى المجالات الأكثر ربحية.

ثانياً. أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية: نميز بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية، ونوضح ذلك فيما يلي:

أ. الكفاءة الكاملة: يمكن القول بأن السوق الكفؤ هو السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني، بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج معينة بخصوص سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أخبار سارة أو غير سارة، وبالتالي فإنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وغيره على تلك المعلومات، وبالتالي لن تتوفر لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، هذا المفهوم يطلق عليه بالكفاءة الكاملة التي تتطلب توفر الشروط التالية: (هندي م.، 1993، صفحة 494، 495)

- أن المعلومات عن السوق متوفرة للجميع في آن واحد وبدون تكاليف، وفي إطار هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة، نظراً لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

- عدو وجود قيود على التعامل، فلا توجد تكاليف المعاملات أو رسوم أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري أو يبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بسهولة، وعدم وجود قيود على حرية دخول وخروج المستثمرين أو الشركات الباحثة عن مصادر التمويل.

- توفر عدد كبير من المتعاملين في السوق من مشتريين وبائعين للأوراق المالية، وكنتيجة لتنافسهم فإن تصرفات أي منهم لا تؤثر تأثيراً كبيراً على أسعار تلك الأوراق، ومن ثم يوافق المستثمرون بالأسعار المعلنة من طرف السوق ويأخذون بها.

- إتصاف المستثمرين المتعاملين في السوق بالرشد، فمعظم المشاركين في البورصة هم عقلائيون، ومنه فإنهم يسعون إلى تعظيم الربح والمنفعة التي يحصلون عليها من إستغلال ثرواتهم.

ب. الكفاءة الاقتصادية: إن تحقق شروط الكفاءة الاقتصادية، تعني أن تلك الأسواق تساهم في التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية بين الإستخدامات المختلفة، وتحقيق ذلك يتطلب شرطين: (يوسف، 2015، صفحة 192)

- أن يكون إستعمال الأسواق من طرف المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة للتبادل.

- أن تعكس الأوراق المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، حيث تكون متوافقة مع معدلات العوائد المرودة أثناء حياة كل إستثمار في تلك الأصول.

وعليه يمكن تعريف الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بأن أسعار الأوراق المالية، تعكس بكل مصداقية واقع الوضع المالي للشركات المتداولة.

ويفترض في الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية أن المستثمر يبحث عن تعظيم المنفعة الخاصة، وأنه دائماً في منافسة بينه وبين المتعاملين الآخرين للوصول إلى المعلومات الضرورية لتحقيق هذه المنفعة، وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق، وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، أي أنه توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول المعلومات وانعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق، وهو ما يقصد به أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أقل أو أعلى من قيمته السوقية لبعض الوقت على الأقل، إلا أنه من المتوقع بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها

من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يضمن المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في الأجل الطويل (هندي م.، 1993، صفحة 498).

ثالثاً. **متطلبات سوق الأوراق المالية الكفؤة:** إن السوق الكفؤ هو السوق الذي يضمن تخصيصاً كفؤاً للموارد المتاحة، بما يحقق توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الإطار يكون للسوق الكفؤ دورين أحدهما مباشر و الثاني غير مباشر: (بو عبد الله، 2015، صفحة 36)

\_ فالدور المباشر: يقوم على حقيقة أنه عندما يعمل المستثمرين على شراء أسهم مؤسسة ما، ففي الحقيقة هم يشترون عوائد مستقبلية، مما يعني أن المؤسسات التي تتوفر لها فرص استثمار جيدة، سوف تتمكن بسهولة من إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض تكلفة التمويل.

\_ أما الدور غير المباشر: يعتبر إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المؤسسة كمؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول المؤسسة على المزيد من الموارد المالية، عن طريق إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية.

ولكي يتحقق التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة، يلتزم أن تتوافر صفتان أساسيتان: (جبار م.، 2017، صفحة 282، 283)

أ. **كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):** لقد عرفت السوق التي تتصف بكفاءة التشغيل، أو كما تعرف بالكفاءة الداخلية بأنها: "تلك السوق التي يمكن فيها للبايعون والمشترون الحصول على الخدمات الخاصة بالصفقات بأدنى الأثمان الممكنة، مع الأخذ بعين الاعتبار تكاليف تلك الخدمات، كذلك عرفت بأنها "القدرة على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة مرتفعة للسمسرة، ودون أن يتوفر لصناع السوق فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغالى فيه".

ب. **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** لقد عرفت الأسعار في سوق تتصف بالكفاءة السعرية أو كما تعرف بالكفاءة الخارجية، بأنها تلك الأسعار التي تعكس تماماً كافة المعلومات المتاحة و المناسبة لتحديد القيم وذلك في أي لحظة، بذلك يتهاافت المتعاملون للحصول على الأخبار السارة وغير السارة، التي تصل إلى السوق ويتنافسون في إستخدامها في الشراء أو البيع للأوراق المالية، مما يجعل أسعارها تتذبذب تبعاً لتلك المعلومات، ومن ثم يقال أن أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتعلقة بها بسرعة ودون تأخير وتكلفة، إلى درجة أن الاستثمار في السوق يعتبر لعبة عادلة، أي هناك عدداً كافياً من المستثمرين على علم بجميع المعلومات، وأن تقديراتهم المتفاوتة لا تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين.

ومما سبق يمكن القول إن كفاءة التسعير تركز كثيراً على كفاءة التشغيل، فحتى تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، يجب أن يكون هناك تشغيل حسن وكفء لتلك السوق، وكمحصلة لذلك يتم التوزيع الكفء للموارد المالية المتاحة، وتوجيهها نحو الاستثمارات الأكثر مردودية.

رابعاً. **الكفاءة في المالية الإسلامية:** إن الأسس العامة التي جاءت بها تعاليم الإسلام و الضوابط الشرعية، التي ينبغي وجودها عند القيام بالعمليات المالية، كفيلة بتوفير سوق مالية منضبطة إقتصادياً وإجتماعياً، وإذا أردنا تبيين ذلك على نوعي الكفاءة،

فإننا سنجد أن الاقتصاد الإسلامي يسعى لتحقيقهما اعتماداً على مبادئه الرئيسية في التعاملات، ونوضح ذلك فيما يلي: (بن ضب و شيخي، 2017، صفحة 292، 293)

أ. **على مستوى الكفاءة الخارجية:** يحرم الاقتصاد الإسلامي التعامل بالربا، كما أن نشر المعلومات والإفصاح المالي عن الشركات المساهمة، سيكون لها الأثر الواضح في عمل الأسواق المالية في الاقتصاد الإسلامي، كما أن سعي الاقتصاد الإسلامي إلى العمل على توفير التفاعل بين قوى العرض والطلب، يعمل على الإقتراب أو الحصول على القيم العادلة، والتي تعكس بشكل كبير الأسعار الحقيقية.

ب. **على مستوى الكفاءة الداخلية:** يعد مبدأ كفاءة دخول السوق بيسر من المبادئ الأساسية في الاقتصاد الإسلامي و تنظيم الأسواق، كما نهي عن الإحتكار وحذر منه، وكلا المبدئين يوفران التفاعل المباشر بين قوى العرض والطلب في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى الإقتراب أو الحصول على الأسعار العادلة، كما أن توفر عدد كبير من المتعاملين يعمل على تخفيض تكاليف التبادل، الناتجة عن التنافس بين الوسطاء في الأسواق، ولا بد من الإشارة إلى أن تطبيق مبدأ حرية دخول السوق، قد يترتب عليه مقدار من الغرر والجهالة في التبادل بين المتعاملين، بسبب عدم إتصاف العديد من المتعاملين بالرشادة الاقتصادية، مما يستوجب تقييد عملية التداول ووجود هيئة إستثمارية تقدم خدماتها مجاناً أو بأسعار رمزية. ونجد بأن أهم الخصائص التي ينبغي أن تتميز بها الأسواق المالية في الإقتصاد الإسلامي، حتى تتمكن من أداء دورها بكفاءة وفعالية هي: (بن ضب و شيخي، 2017، صفحة 294)

- تبعية السوق المالية للسوق الحقيقية، وهذا حتى تسود المعرفة الاقتصادية الحقيقية في توجيه تحركات الأسهم.
- إستناد القيم السوقية على توقعات الأجل البعيد، بدلا من تقلبات الأجل القريب، وفي ذلك تدني لإتجاه المضاربة البحثية، وتشجيع الاستثمارات ذات المدى الطويل.
- توجيه السلوك العام لمجتمع المساهمين، بحيث لا يكون إهتمامهم منحصر في المردودية النقدية المتوقعة فقط، وإنما يتعداه لتلبية الرغبة في المشاركة الإيجابية، لتحقيق الأهداف الاقتصادية للمجتمع ككل.

#### الفرع الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

تم تقسيم مستويات كفاءة أسواق الأوراق المالية إلى ثلاث مستويات، إستناداً إلى مستويات المعلومات الواردة للسوق، وستنظر لذلك فيما يلي: (رضوان، 2009، صفحة 284، 285)

**أولاً. السوق الكفاء بدرجة ضعيفة:** يقصد بالمستوى الضعيف أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس كل المعلومات للمستثمرين و البائعين عن الفترة السابقة (معلومات تاريخية)، وتتضمن معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه الفترة متاحة و شائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، ومن ثم يمكن الحصول عليها بدون تكلفة تذكر، لذلك فلا يكون أحد المستثمرين قادر على تحقيق عائد إستثنائي، طالما أن مستوى المخاطر تم تحديده للجميع إستناداً إلى المعلومات التاريخية، وتعرف هذه الصيغة كذلك بنظرية الحركة العشوائية، فلا يمكن لأي محلل للمعلومات السابقة معرفة ماذا ستكون عليه أسعار الأسهم في المستقبل.

**ثانياً. السوق الكفاء بدرجة متوسطة:** يقصد بالمستوى المتوسط لكفاءة السوق بأن الأسعار الجارية (الحالية) للأسهم والسندات والأصول المالية الأخرى، تعكس المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة لعامة الناس، والتي تؤثر بتقوم (تسعير) هذه الأصول، متمثلة



بالظروف المالية والاقتصادية، ومعلومات تاريخية وحالية، عن الأسعار والأحجام التبادلية ومستويات الائتمان في الاقتصاد، وحجم الإصدار ولا تنحصر فقط بالأسعار الماضية وحجم التعاملات، لذلك المستثمرين والبائعين يستعملون ما هو متوفر من معلومات للتقوم، ولا يوجد منهم من بإمكانه تحقيق أرباح إستثنائية لمدة طويلة.

**ثالثا. السوق الكفاء بدرجة قوية:** يقصد بالمستوى القوي لكفاءة السوق أن السعر الجاري للأصل المالي يعكس المعلومات العامة و الخاصة كلها، التي تستعمل في تحديد قيمة الأصول في البورصة، لذلك فإن المعلومات المتاحة في ظل هذا المستوى لفرضية السوق الكفاء يتضمن معلومات المحظيون (المدراء التنفيذيون، حاملوا الأسهم الرئيسيون... الخ)، فعملية الحصول على المعلومات غير المعروفة (الخاصة) تتم ضمن منافسة قوية بين المحللين والمستثمرين الكثيرين، وبالتالي فإن السوق تقوم بتسعير تلك الأسهم بصورة فعالة، ولذلك يمكن القول أن هناك معلومات غير معروفة لدى المستثمرين العاديين ومعروفة لدى البعض الآخر، أي هناك بعض المستثمرين الذين يقومون بإحتكار بعض المعلومات الداخلية، لإستخدامها في تحقيق أرباح أكبر من أرباح غيرهم من المستثمرين العاديين (جبار م.، 2017، صفحة 298).

### الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على كفاءة سوق الأوراق المالية

تشكل أهم العوامل المؤثرة في كفاءة سوق الأوراق المالية في علاقتها بالمعلومات والحركة العشوائية للأسعار.

**أولا. كفاءة السوق وعلاقتها بالمعلومات:** تعد المعلومات من أهم الأركان الأساسية لتطور أسواق الأوراق المالية، فهي تعتبر المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو المشاريع الإستثمارية وتحقيق التخصيص الأمثل للموارد، نوضح ذلك فيما يلي:

أ. **تعريف المعلومة:** هناك عدة تعريف حول مفهوم المعلومات نذكر منها فيما يلي:

يعرف (Twlam, 2001) المعلومات بأنها: "عبارة عن بيانات تنظم بصورة تعطي لها معنى و قيمة للمستفيد الذي يقوم

بدوره بتفسيرها، وتحديد مضامينها من أجل إستعمالها في صياغة القرارات" (بن عمر ب.، 2013، صفحة 85)

وتعرف أيضا بأنها: "بيانات معينة عن الأوراق المالية محل التداول في السوق المالية، وعن ظروف السوق المحيطة بهذه الأوراق، شريطة أن تكون هذه البيانات ذات أثر فعال في إتخاذ القرار الاستثماري، بشأن التعامل مع هذه الأوراق و بأسعار محددة" (طاحون، 2003، صفحة 49).

و إن كفاءة سوق الأوراق المالية تقف على كفاءة نظم المعلومات المالية، وبناء على هذا فإن نجاح سوق الأوراق المالية، يحتاج إلى معلومات تقوم على أساس العناصر الآتية: (الحناوي، 1998، صفحة 132).

- إظهار الإعلان المالي وأهميته في ضبط حركة السوق المالي، وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يتيح قدر كافي من المعلومات، يمكن استعمالها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

- توفر المعلومات التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية، لحساب القيمة الحقيقية لها.

ب. وهناك طرفين يتعاملان بالمعلومات تبعا لمنطق الرشادة الاقتصادية، من خلال عرض أو طلب تلك المعلومات: (بو عبد

الله، 2015، صفحة 37، 38)

1. **الطرف الأول:** منتجي ومعدّي المعلومات، ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها، وهي:

- مراعاة الاستعمال الخاص بالمعلومات، وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق.



- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين.
- النشر المجاني للمعلومات لتحفيز شراء سلع أخرى.
- 2. الطرف الثاني: مستخدم المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لاستعمالها، وهي:
  - الحصول على المعلومات بالطريقة المباشرة، من خلال السؤال والبحث.
  - القيام بشراء المعلومات من السوق مباشرة.
  - يتم الحصول عن المعلومات مجاناً.
  - القيام بتقييم المعلومات المتوفرة.
- ثانياً. كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار:

يرجع الفضل في إكتشاف فكرة الحركة العشوائية للأسعار إلى الفرنسي Bachelier سنة 1900، حيث قام بدراسة أسعار السلع في الأسواق الفرنسية، وتوصل إلى أنها تتبع حركة عشوائية وأنه لا يوجد هناك ترابط بين أسعار السلع في فترات متتالية، أكمل ذلك فيما بعد من قبل إقتصاديين وإحصائيين آخرين، أمثال k. person سنة 1905، M.F. Osborne سنة 1959 و Fama سنة 1965 وآخرين، وتوصلت معظم الدراسات إلى أن التغيرات في أسعار الأسهم كانت مستقلة عن بعضها البعض، وأن التكهن بها مستحيل، ومن ثم لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من قبل مستثمرين على حساب مستثمرين آخرين، أي لا يمكن تحديد إتجاه عام لتطور الأسعار في البورصة، حيث تتصف أسعار الأسهم هناك بالعشوائية (جبار م،، 2017، صفحة 269).

وجد Fama صاحب نظرية كفاءة الأسواق، وهذا عندما قدم دراسة سنة 1965، صحة فرضية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية عن طريق قياس عشوائية أسعار الثلاثين سهماً المسجلة بمؤشر داوجونز لمدة خمسة سنوات، للفترة ما بين 1956 إلى 1961، وقد تم قياس معدل الارتباط بين التغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية من يوم إلى عشرة أيام، وقد كانت نتيجة القياس أن معاملات الارتباط قريبة من الصفر في أغلبية الأحوال (0.03)، وكانت تنخفض كلما إرتفع الفاصل الزمني المستعمل، وهذه النتيجة تبين التحرك العشوائي لأسعار الأسهم، ومن ثم لا يمكن لأي مستثمر أن يعتمد على الأسعار الماضية في تكوين إستراتيجية يحقق عن طريقها أرباحاً غير مبررة (منصوري، 2018، صفحة 123).

#### المطلب الثالث: مفاهيم عامة حول سيولة سوق الأوراق المالية

تعتبر السيولة صفة أساسية لتطور سوق الأوراق المالية، كما أن لها تأثير مهم على كفاءة السوق، وتنتظر في هذا المطلب إلى مفهوم وخصائص سيولة سوق الأوراق المالية وعلاقتها بكفاءة السوق.

#### الفرع الأول: مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية و خصائصها

أولاً. مفهوم السيولة: وردت العديد من التعريفات للسيولة نذكر منها فيما يلي: (Bogdan, Bareša, & Ivanovic, 2012, p. 183)

يعرف Ivanovic (1997) السيولة بأنها: "القدرة على التحويل المستمر للأصول من شكل إلى آخر." بمعنى التحويل إلى نقد بشكل أي.

وفي تعريف آخر ل (Amihud, Mendelson, and Pedersen 2005) فإن السيولة هي: "سهولة وسرعة تداول الورقة المالية، حيث تعكس قدرة المستثمرين على تحويل أسهمهم إلى نقد وبأقل التكاليف، ومن ثم فهي من العناصر الأساسية لإتخاذ القرار الإستثماري".

وإن التعريف الأكثر قبولاً للسيولة هو: "القدرة على تحويل الأسهم إلى نقد والعكس صحيح، دون التأثير على السعر أو بأقل تأثير على السعر".

مما سبق نستخلص أن السيولة هي قدرة المستثمرين على شراء وبيع الأوراق المالية بسرعة وبأدنى تكلفة، مما يساهم إيجابيا في إتخاذ القرار الاستثماري.

كما تمثل سيولة السوق قدرة البائع والمشتري على إبرام الصفقة بسرعة، وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على ذات الورقة، وذلك على إفتراض عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق، مما يعني أن السيولة تستلزم بالإضافة إلى سهولة التسويق، توفر صفة الإنتظام أي صفة إنتظام الأسعار، و التي تعني إستقرار الأسعار أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة لأخرى (شنافة ج.، 2018، صفحة 91).

ثانيا. **خصائص السيولة** : هناك خصائص إذا توافرت في سوق الأوراق المالية فإنه يتصف بالسيولة، وهي كالآتي:

أ. **إنخفاض تكلفة المعاملات**: فكلما كانت تكلفة التعاملات منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتحسب على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة (percentage of value of trade) وتدعى الكفاءة الداخلية (يوسف، 2015، صفحة 52)

ب. **الآنية أو الفورية**: وهي الوقت الذي الواجب لتسييل الأصل المالي، وكلما كان أقل كانت سيولة الورقة المالية أكبر، ويتم قياس الآنية عن طريق معدل التداول في وحدة زمنية واحدة، أو عن طريق الوقت المستغرق بين عملية تداول وأخرى، أو الوقت الضروري لبيع أو شراء كمية معينة من الأسهم (يوسف، 2015، صفحة 91).

ج. **عمق السوق**: يمثل عمق السوق قابلية السوق على تنفيذ صفقات كبيرة بدون تأثيرات كبيرة على سعر الورقة المالية، فالسوق الأكثر سيولة يصبح الأقل تأثيرا على الأسعار، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشتريين (أوامر الشراء) المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية، وتسمى الأسواق التي تفتقد لخاصية العمق بالأسواق الضحلة لأنها تتصف بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء و البيع، ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون كبيرا، وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدث تغيرات كبير في أسعار الأوراق المالية (المولى، 2011، صفحة 120).

د. **إتساع السوق**: تكون السوق متسعة إذا توفرت على عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، وهو ما يحقق الإستقرار النسبي في سعرها، ويخفف من ثمن مخاطر التعرض للخسائر الرأس مالية، وفي السوق المتسعة ليس هناك دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير، يبرره ارتفاع معدل دوران

الورقة: (أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008،  
صفحة 65)

هـ. **مرونة السوق:** تعني مرونة السوق قدرة وسرعة السوق في تصحيح الاختلالات بين العرض والطلب (SARR &  
LYBEK, 2002, p. 05). إن وجود وسائل إتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، يعد من أبرز  
متطلبات هذه الخصائص.

### الفرع الثاني: أساليب توفير السيولة للورقة المالية وعلاقتها بكفاءة السوق

**أولاً: أساليب توفير السيولة للورقة المالية:** ثمة أساليب يمكن أن تسهم في إتاحة السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات،  
والتي من أهمها: (أندراوس، 2008، صفحة 165)

- طرح الأسهم للإكتتاب العام بدلا من الطرح الخاص لها: حيث يوفر الطرح العام للأسهم، إمكانية إعادة بيع الأوراق  
المالية المشتريات في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق، ويساهم في زيادة سيولة السهم.
- تسجيل الأوراق المالية في السوق: إن من شأن ذلك أن يمكن المستثمرين بإستمرار، من الحصول على معلومات عن  
الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، فضلا عن إتاحة معلومات عن التغيرات التي تطرأ على  
القيمة السوقية لهذه الأوراق بشكل متواصل، الأمر الذي يحفز المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية، بصورة تعزز  
سيولة هذه الأوراق.
- إصدار الأوراق المالية بقيمة إسمية صغيرة، والذي قد يساعد في جذب المستثمرين من ذوي الموارد المالية المحدودة، بشكل  
يعزز من سيولة هذه الأوراق، وهو ما يؤدي إلى إرتفاع الإقبال عليها، ومن ثم إرتفاع معدل دورانها.

### ثانيا: علاقة سيولة سوق الأوراق المالية بكفاءة السوق

من المفيد التأكد من أن هناك نوعين من التغيرات السعرية، أولهما تغيرات عارضة تحدث إختلالات ظرفية في التوازن بين  
العرض والطلب، مردها إلى تصرفات المستثمرين اللذين لا تتوفر لديهم أي معلومة، و يتعاملون بناء على أحاسيسهم الشخصية،  
ويطلق عليهم فريق الضوضاء، أما الثاني فهي تغيرات يحدثها فريق المعلومات، حيث تحصل تلك التغيرات مع ورود معلومات  
جديدة إلى السوق، و تتحرك الأسعار حينها إلى مستوى جديد بالارتفاع إذا كانت الأنباء تفاعلية، و تنحى نحو الانخفاض إذا  
كانت الأخبار الواردة غير سارة (بليل، 2015، صفحة 53).

بناء على طبيعة التغيرات السعرية التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية يمكن بحث العلاقة بين مفهوم الكفاءة والسيولة، ففي  
ظل التغيرات السعرية العارضة يكون التوافق بين السيولة والكفاءة واضحا، ووفقا لذلك فإن أدوات تحقيق السيولة مثل، إجراءات  
إيقاف التعامل في حالة وجود خلل بين العرض والطلب، هي نفسها أدوات تحقيق كفاءة السوق، أثناء الفترات التي لا ترد فيها  
معلومات (هندي م.، 2008، صفحة 559)

وعلى خلاف ما سبق فإن التعارض يبدو ظاهرا بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، ففي ظل صفة  
إنتظام الأسعار أو إستقرار الأسعار التي هي من متطلبات توفر السيولة، سوف لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس  
القيمة الحقيقية للأوراق المالية، بل ستتحرك تدريجيا في هذا الطريق الأمر الذي يتعارض مع صفة الكفاءة، فالأسعار لن تعكس

المعلومات بالسرعة المطلوبة، وهو ما يوفر للمتعاملين تحقيق أرباح غير عادية على حساب البعض الآخر (هندي م.، 2008، صفحة 559)

- ورغم التناقض الواضح في كثير من الأحيان بين السيولة والكفاءة، إلا أنه يمكن التوفيق بينهما، وقد برزت إتجاهات عديدة في الأسواق الأمريكية لتحسين الكفاءة و السيولة معا، بإستخدام أساليب عدة أهمها: (أندراوس، 2008، صفحة 169، 170)
- تحرير عمولة السمسرة، حيث صارت محل تفاوض بين السماسرة و المتعاملين، وهذا ما أدى إلى إرتفاع التنافس بين بيوت السمسرة وصناع السوق، الأمر الذي أدى إلى تراجع محسوس في العمولات التي يتقاضاها هؤلاء، ومن ثم ترتفع كفاءة التشغيل وهي أحد متطلبات الكفاءة الكاملة للسوق، كما يسهم في تعميق السوق، ومن ثم زيادة مستوى السيولة به.
  - إمكانية قيد الأوراق المالية للشركة في أكثر من بورصة (جبار م.، 2017، صفحة 283).
  - إستعمال أدوات حديثة في مجال التداول في الأسواق، بما يساعد على تخفيض تكلفة المعاملات، الأمر الذي إنعكس بالإيجاب على سيولة و كفاءة السوق.
  - السعي نحو توحيد كافة أسواق الأوراق المالية في سوق وطني واحد، وذلك عن طريق ربط كافة الأسواق بشبكة اتصالات إلكترونية متطورة، من شأنها أن ترفع من حجم المعلومات المتاحة، وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة.
- إن تنشيط وتفعيل أسواق الأوراق المالية أمر بالغ الأهمية، فتوفر السيولة وإرتفاع حجم السوق، إضافة إلى كفاءة السوق نقاط أساسية في تحسين آلية عمل السوق، بما يزيد فعاليتها في أداء دورها في الاقتصاد.

### المبحث الثالث: تطور أسواق الأوراق المالية (محدداتها، معايير تصنيفها، مؤشراتها)

يعتبر تقييم تطور أسواق الأوراق المالية عملية معقدة و متعددة الأوجه، وشهدت السنوات الأخيرة أبحاث عديدة بشأن تقييم تطور أسواق الأوراق المالية وتحديد مؤشرات قياسها، نظرا لصعوبة قياسه لأنه يحتاج إلى مؤشرات معقدة وغالبا تكون غير متاحة، لهذا سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى مفهوم ومؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية ومحدداتها ومعايير تصنيفها حسب درجة تطورها.

#### المطلب الأول: مفهوم تطور سوق الأوراق المالية

لم يعرف مصطلح تطور سوق الأوراق المالية أو "تنمية سوق الأوراق المالية" تعريفا دقيقا في الأدبيات الاقتصادية، فهو مفهوم متعدد الأبعاد وليس من السهل إيجاد تعريف واحد محدد له، و نجد هناك بعض المقاربات والإقتصاديين التي إهتموا بإعطاء مفهوم لتطور سوق الأوراق المالية.

وتعود الكتابات الأولى في هذا المجال إلى الباحث (Schumpeter 1912) حيث إعتبر أن التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي، عن طريق تمويل رواد الأعمال وتوجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات ذات العائد الأعلى (ALSHAMMARY, Meshaal, 2014, p. 720)

كما قام الإقتصاديين (Gurly and Shaw 1955) في محاولة مبكرة بوضع نظرية حول أهمية القطاع المالي المتطور في التنمية الاقتصادية، وبين أنه: "عند توفر قطاع مالي متخلف وغير متطور، لا يؤدي ذلك إلى تحقيق مستوى كافي من الادخار، وبالتالي تراجع موارد الاستثمار مما يحقق نمو إقتصادي منخفض" (بوغزالة، 2015، صفحة 129)، وعرفت اللجنة الاقتصادية الاجتماعية تطور سوق الأوراق المالية على أنه: "عملية تتمثل في تحقيق تحسينات كمية ونوعية في الخدمات، والمنتجات المالية المقدمة للعملاء، بصورة فعالة وكفئة" (بورعدة و بوثلجة، 2016، صفحة 49) كما يعرف تطور سوق الأوراق المالية: "أن يشهد السوق تطور في الهياكل و التشريعات وظهور منتجات مالية جديدة، والذي يؤدي بدوره إلى سوق مالية فعالة، تسمح بتلبية الإحتياجات الحديثة للاقتصاد (جبار م.، 2017، صفحة 56).

وحسب (Goldsmith, 1969) فإنه لقياس ودراسة تطور النظام المالي أو سوق الأوراق المالية يجب الاعتماد على المنهج الهيكلية، حيث يتم إما عن طريق إجراء مقارنة لهيكل سوق الأوراق المالية عبر نقاط مختلفة من الزمن، أو عن طريق جمع المعلومات عن تدفقات المعاملات المالية لفترات زمنية مختلفة (Samouel Béji, 2009, p. 20)، ولكن ما يعاب على هذا التعريف أنه شدد على نطاق السوق، ولكنه تجاهل نوعية وكفاءة الخدمات المالية المقدمة من قبل سوق الأوراق المالية، وفي وقت لاحق تطور هذا المفهوم من قبل (E. Shaw 1973) وتبعاً له فإن تطور سوق الأوراق المالية يعبر عن تراكم الأصول المالية، بوتيرة أسرع من تراكم الأصول غير المالية (بورعدة و بوثلجة، 2016، صفحة 49).

ومع بداية التسعينيات ظهر مفهوم جديد للتطور المالي يعتمد على المنهج الوظيفي، حيث إهتم بإدراج وظائف أسواق الأوراق المالية التي يتم من خلالها تحقيق النمو الاقتصادي، وأشار (Levine 2005) إلى أن التطور المالي هو أي عملية تقوم عن طريقها الأسواق المالية و الأدوات والوساطة المالية، بتحسين معالجة المعلومات وتنفيذ العقود وإنجاز الصفقات، مما يسمح لسوق الأوراق المالية من أداء وظائفها المالية بكفاءة، وبالتالي تعزيز النمو الإقتصادي (مير، 2020، صفحة 313).

ويعتبر (Mvogo2007) التطور المالي وتطور أسواق الأوراق المالية على أنه العملية التي يكتسب عن طريقها النظام المالي أو سوق الأوراق المالية: العمق، المردودية والاستقرار، والكفاءة، يجب أن تكون المؤسسات داعمة لعملها الصحيح، الوصول، وأن يقدم للأعوان الاقتصاديين تنوع كبير في المؤسسات والأدوات المالية، الانفتاح على العالم الخارجي (مير، 2020، صفحة 313). يتضح من التعريفين السابقين أن درجة تطور سوق الأوراق المالية، تتحدد من خلال مستوى تنظيم السوق وطبيعة البيئة التنظيمية. كما يعتبر سوق الأوراق المالية "متطورا" إذا كان قادرا على تحقيق: ضمان تعبئة المدخرات، زيادة سيولة السوق والتخصيص الأمثل للموارد، إنخفاض تكلفة المعاملات والمعلومات، تنوع المخاطر، تحسين الإطار التنظيمي والمؤسسي (CAPASSO, 2008, p. 13). يبين التعريف أن قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة المدخرات، والتخصيص الأمثل لهذه المدخرات، يحدد القدرة الاستثمارية للاقتصاد.

كما عرف (Kamal El-Wassal, 2013) تطور سوق الأوراق المالية على أنه إرتفاع وتحسن قدرة سوق الأوراق المالية على تلبية إحتياجات الوحدات الاقتصادية، عن طريق تقوية وتعميق نطاق الوظائف الأساسية لأسواق الأوراق المالية، وينعكس تطور سوق الأوراق المالية بشكل أفضل في جودة الخدمات المالية التي يقدمها (El-Wassal, 2013, p. 609). ومن التعاريف السابقة يمكننا تعريف تطور سوق الأوراق المالية على أنه يتمثل في : تحسن وتفعيل الطريقة التي يحقق بموجبها سوق الأوراق المالية وظائفه الأساسية، لمواجهة إحتياجات الوحدات الاقتصادية، كما أن قيام أسواق الأوراق المالية بهذه الوظائف يحتاج أيضا إلى تحسين الإطار التنظيمي للسوق، الجودة المؤسسية، توفر الاستقرار، درجة التحرير المالي، تنوع الأدوات المالية.

### المطلب الثاني: مؤشرات تطور وأداء سوق الأوراق المالية

سنترك فيما يلي إلى مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، ومؤشرات أدائها.

### الفرع الأول: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية

لقد إرتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد كله، فعند بداية مراحل التطور الاقتصادي هيمنت المصارف التجارية على القطاع المالي، ومع إرتفاع مستوى التطور إرتفع دور الوسطاء الماليين، ونمت أسواق الأسهم والسندات (منصوري، 2018، صفحة 96)، ولتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية، وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد إستنبط البنك الدولي (WB) World bank، ومؤسسة التمويل الدولية (IFC) International finance coloration عدد من المؤشرات، وتشمل مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، مؤشر حجم السوق ومؤشر تركز السوق، ومؤشر سيولة السوق، ومؤشرات درجة تقلب وتذبذب عوائد الأوراق المالية، ومؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية، ومؤشر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق، يتم عن طريقها تقييم دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، وتسهيل معرفة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي متمثلا في نمو الاستثمارات، كما تمكن الاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينهم، بحسب تطور أسواقها المالية (جماع، 2018، صفحة 55).

ونشير إلى أنه لم يتفق الاقتصاديون على مؤشر واحد لقياس درجة تطور سوق الأوراق المالية، بإعتباره مفهوم معقد ومتعدد الأوجه، حيث هناك من إستخدم مؤشر سيولة السوق لقياس تطور سوق الأوراق المالية، حيث هناك من استخدم مؤشر سيولة السوق لقياس تطور سوق الأوراق المالية ومن أبرزها (ATJE & JOVANOVIC, 1993) ، بينما استخدم آخرون

مثل (Levine & Zervos, 1998) و (DEMIRGÜÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, 1995) مؤشرات مالية أخرى لقياس هذا التطور، بينما إستخدم آخرون مؤشرات مالية أخرى لقياس هذا التطور، ولتقديم تقييم لتطور سوق الأوراق المالية ينبغي الإستناد إلى جميع مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، والنظر في أبعادها لإلتقاط جميع جوانب تطورها، وسنحاول أن نشرح مؤشرات قياسها فيما يلي:

**أولاً: مؤشر الحجم:** يعد مؤشر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، ويتم قياسه عن طريق معدل رسملة السوق، أو بعدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية، والإفتراض الذي يقوم عليه إستخدام هذا المؤشر هو أن حجم سوق الأوراق المالية، يرتبط إيجاباً أو سلباً بالقدرة على حشد رأس المال وتنويع الخطر، ومؤدى ذلك أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للإستثمار (شنافة ج.، 2022، صفحة 388)، ويمكن تفصيل ذلك على النحو الآتي:

**1. حجم السوق قياساً بمعدل رسملة السوق:** يطلق على القيمة السوقية الرسملة البورصية أو رسملة السوق، وتمثل قيمة أسهم الشركات فيما يتعلق بالسعر الحالي للسوق، وتعتبر الرسملة مقياساً جيداً لحجم السوق، ويقاس معدل رسملة البورصة عن طريق قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة خلال فترة ما على الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة، أي أن تلك النسبة تمثل نسبة السوق إلى الاقتصاد، وبذلك فهي تعكس درجة مساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي، وبحسب كما يلي: (شنافة ج.، 2022، صفحة 388)

$$\text{معدل الرسملة} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المكتتب فيها}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} \times 100$$

ويعكس هذا المؤشر قدرة السوق على تعبئة الموارد المالية (المدخرات) وتوجيهها نحو الإستثمارات، ومن أوجه قصور هذا المعيار أن وجود سوق أوراق مالية كبيرة لا يعني بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، حيث أن بعض الأسواق تتصف بارتفاع نسبة رأس المال، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيراً، أي سوق الأوراق المالية تبعا للمؤشر تكون كبيرة إلا أنها غير نشيطة (أندراوس، 2008، صفحة 211).

وهناك إختلاف عبر الدول، فهناك دول نجد بها معدل الرسملة البورصية مرتفع حيث يزيد معدل الرسملة بما عن الواحد، وهو مؤشر على مدى تطور أسواق الأوراق المالية لهذه البلدان، ونموها وعمقها وبالتالي زيادة مساهمتها في الاقتصاد الحقيقي، بينما نجد دول أخرى تتصف بضعف معدل الرسملة، ومن ثم تراجع مساهمتها في النشاط الاقتصادي، كذلك يمكن إرجاع هذا الإختلاف إلى مدى إعتداد القطاع المالي لهذه البلدان على البنوك أو أسواق الأوراق المالية عند تمويل النشاطات الاقتصادية (أندراوس، 2008، صفحة 211).

**2. حجم البورصة قياساً بعدد الشركات المدرجة:** يقصد بالشركات المدرجة حسب تعريف الإتحاد الدولي للبورصات جميع الشركات التي لها أسهم مسجلة في بورصة ما، سواء كانت محلية أو أجنبية، كما تشمل مجموع صناديق الإستثمار، شركات السمسرة، والوساطة المرخصة (World Federation of Exchanges, 2003, p. 70).



يمكن إستعمال عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إظايفي للدلالة على حجم السوق، باعتبار أن زيادة عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة إتساع حجم السوق، وتوسيع القاعدة الاستثمارية وإرتفاع تنشيط التعامل بالأوراق المالية، ومن ثم إرتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، بمعنى إرتفاع نسبة النمو في رأس المال السوقي، والذي يعكس على النمو الاقتصادي، كما يعتبر تقسيم رزمة البورصة على عدد من الشركات، مؤشرا هاما لأصحاب الحوافظ المالية لما يمنحه لهم من تعدد الفرص الاستثمارية والتقليل من مخاطر الاستثمار (شنافة ج.، 2018، صفحة 55).

ثانيا: **مؤشر سيولة السوق**: تعتبر السيولة سمة هامة من سمات تطور سوق الأوراق المالية، ويقصد بها القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، دون أن يحدث تغيير كبير في قيمتها السوقية، ولتتصف السوق بالسيولة ينبغي توافر خمسة شروط والتي تم ذكرها سابقا، متمثلة في: إنخفاض تكاليف المعاملات، الفورية (سرعة تنفيذ الأوامر وتسويتها)، الاتساع (توفر عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية)، العمق (وجود أوامر تداول الأوراق المالية بوفرة وبشكل مستمر)، المرونة (قدرة وسرعة السوق في تصحيح الاختلالات بين العرض والطلب (SARR & LYBEK, 2002, p. 05)، وبذلك فهذه الشروط تعكس سهولة تداول الأوراق وبأقل التكاليف.

وتتيح سيولة سوق الأوراق المالية تخفيض المخاطر وتعزيز جاذبية رؤوس الأموال، كونها توفر للمدخرين إمكانية تحصيل أو بيع أصولهم من الأوراق المالية بسهولة وبتكاليف منخفضة، في حالة رغبتهم في إسترجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات المحافظ المالية لديهم، كما أنها توفر للشركات المدرجة بها الحصول على إحتياجاتهم من الموارد المالية، وبتكاليف منخفضة وزيادة رأسمالها عن طريق الإصدارات الجديدة للأسهم، ومن ثم فإن إرتفاع السيولة في الأسواق تسهل الاستثمار في المشاريع طويلة الأجل ذات العائد المرتفع، مما يؤثر إيجابيا على معدلات النمو الاقتصادي على المدى الطويل (Levine, 2003, p. 07).

وثمة مؤشران أساسيان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية هما: نسبة حجم التداول والذي يحدد دور سيولة البورصة في الاقتصاد ككل، ومعدل الدوران الذي يؤشر على نشاط التداول في البورصة.

أ. **نسبة حجم التداول**: تعكس دور البورصة في إتاحة السيولة للاستثمارات، بمعنى تبيين دور البورصة في الاقتصاد، يشير إرتفاعه إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وإنخفاض تكلفة المعاملات، كذلك إنخفاض هذا المؤشر يدل على أن وزن البورصة في إقتصاد البلد المعني منخفض، وتحسب بالقاعدة التالية: (شنافة ج.، 2022، صفحة 389)

$$\text{نسبة حجم التداول} = (\text{إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}) \times 100$$

ويعد إرتفاع هذه النسبة مؤشر لارتفاع مستوى سيولة السوق، مما يجعل الأصول المالية أكثر قبولا ويجفز المستثمرين على الاستثمار، كما أن تدني هذه النسبة يعني أن دور البورصة في توفير السيولة لاقتصاد البلد المعني منخفض، ويكمل مؤشر نسبة حجم التداول مؤشر حجم السوق، إذا أن مؤشر حجم السوق قد يكون مرتفعا في حين حركة التعاملات فيه منخفضة (أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008، صفحة 224)، لذلك من الأحسن الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون تحليل النتائج أكثر دقة.



ب. **معدل الدوران:** يعكس معدل الدوران مستوى نشاط السوق، بحيث يقيس حجم التداول بالنسبة لحجم السوق، ويمثل معدل الدوران القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة مقسومة على رسملة السوق، ويكمل مؤشر معدل الدوران معدل الرسملة البورصية لأن السوق قد تكون كبيرة ولكنها غير نشيطة، أي بالرغم من ارتفاع رسملة سوق الأوراق المالية إلا أن معدل الدوران متدني، كما يكمل معدل الدوران معدل حجم التداول، لأن سوق الأوراق المالية قد تكون صغيرة مقارنة مع الاقتصاد ككل ولكنها سائلة، فبينما يقيس معدل التداول السيولة التي تتيحها سوق الأوراق المالية في الاقتصاد ككل، يقيس معدل الدوران السيولة في السوق نفسه، ويحسب معدل الدوران بالصيغة التالية: (بن يخمه و الشريف، 2017، صفحة 43)

$$\text{معدل دوران السهم} = (\text{القيمة السوقية للأسهم المتداول} \div \text{رسملة السوق}) \times 100$$

فإذا كان هذا المعدل مساوي للواحد الصحيح، فذلك يدل على أن الورقة المالية تم تداولها بمتوسط مرة واحدة في السنة، وتدل القيمة العالية لمعدل الدوران على تراجع تكاليف المعاملات، كما تدل على التدفق الحر للمعلومات وسرعة إستيعابها من قبل الأسعار، وهو ما يؤثر على حركة الإستثمار وإعادة تخصيص الموارد، ومع ذلك قد تكشف القيمة العالية لهذا المعدل على إرتفاع نشاط المضاربة، لا سيما في الأسواق التي تشهد عدم الكفاءة في تسعير الأصول المالية (مزاهدية، 2015، صفحة 24).

**ثالثا: مؤشر تركز السوق:** يشير مؤشر درجة التركز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، بالمقارنة مع العدد الكلي للشركات المدرجة بالسوق، وتقاس درجة التركز السوق عن طريق تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق أو من قيمة التداول، ومن ثم مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق تلك الشركات (شنافه ج.، 2022، صفحة 389) وتعتبر درجة التركز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه، لأنها قد تؤثر سلبا على سيولة السوق، فتركز رسملة السوق في عدد محدد من الشركات، يقلص الفرص الاستثمارية ذات الجاذبية ويجد من إمكانيات تنوع المخاطر، وهو ما يؤثر بشكل سلبي على سيولة السوق ويعزز نشاط المضاربة، كذلك سيطرة الشركات الكبرى على نشاط البوصة، يؤثر على حركة تداول أسهم الشركات الصغيرة ويعرقل نشاطها ونموها (أندراوس، أسواق الاوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008، صفحة 216).

**رابعا: مؤشر درجة التذبذب:** يعد التقلب أو التذبذب في عوائد الأوراق المالية من أهم المؤشرات التي تقيس إستقرار السوق، ويعرف التذبذب بأنه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة، ويحسب بتقدير درجة الانحراف المعياري للعائد المحقق، عن قيمته المتوقعة خلال فترة زمنية تقدر عادة بسنة (مزاهدية، 2015، صفحة 25).

ومن جهة أخرى تتباين آراء الباحثين حول مدلول مؤشر عدم الاستقرار، فعادة ما يعني إنخفاض درجة التذبذب في عوائد السوق مؤشر لتطور ونمو السوق، إلا أنه في بعض الأحيان يؤخذ إرتفاع درجة التذبذب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية، عند ما يعتبر أن الكشف عن المعلومات يحدث تذبذبا في الأسواق التي تتصف بالأداء الجيد (أندراوس، 2008، صفحة

216) وتأسيسا على هذه الفكرة يتوقع أن يؤدي تراجع درجة التذبذب في السوق إلى تعزيز ثقة المستثمرين في هذه السوق، مما يساعد في إرتفاع الإقبال على الأوراق المالية المتداول فيها.

وتعد الأسواق الناشئة من أكبر الأسواق تقلبا مقارنة بالأسواق المتقدمة، ويمكن أن يرجع ذلك إلى عدة عناصر أهمها: الافتقار إلى التقنيات المؤسسية الموجودة في الأسواق المتقدمة والكفيلة بالحد من أنشطة المضاربة، وإنتشار عمليات التداول الداخلية التي يقوم بها المتعاملين في البورصات، والتأخر في الإستجابة للمعلومات الجديدة من قبل الأسعار، وتراجع التداولات غير الدائمة، إضافة إلى تأثيرها بالعوامل الخارجية المرتبطة بأسعار المواد الأولية والأزمات المؤثرة على الاقتصاد ككل (مزاھدية، 2015، صفحة 25).

**خامسا: مؤشرات التنمية المؤسسية والتنظيمية:** يتأثر أداء سوق الأوراق المالية لحد كبير بالعوامل المؤسسية والتشريعية السائدة في السوق، فوجود التشريعات والقوانين الملزمة للشركات ومؤسسات الوساطة المالية بالإفصاح عن المعلومات الضرورية للاستثمار في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى إلزامية تقييد تلك الشركات بالمعايير المحاسبية الدولية يمنح ثقة أكبر للمتعاملين في السوق، كما أن سرعة وكفاءة إجراءات التسوية لها تأثير على القرارات في سوق الأوراق المالية، إلى جانب ذلك فتوفر قوانين لحماية المستثمر من تلاعب الأطراف المشاركة في سوق الأوراق المالية تشجع على جذب رؤوس الأموال المحلية، فيما تؤدي القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي إلى التأثير على جذب رؤوس الأموال الأجنبية (أندراوس، 2008، صفحة 217).

وبالرغم من صعوبة قياس التنمية المؤسسية والتنظيمية التي تتصف بطابعها الكيفي إلا أن الاقتصاديين ( demirguk - kunt and levine) حاولا قياسها من خلال سبعة مؤشرات مؤسسية وتنظيمية نبينها كالآتي: (أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، 2008، صفحة 217)

- يقيس المؤشر الأول فيما إذا كانت الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية، تنشر المعلومات المرتبطة بالأسعار والأرباح، وتمنح قيمة 0 أو 1 تدل القيمة إلى أن المعلومات دقيقة وملمة وتنشر على المستوى الدولي.
  - يقيس المؤشر الثاني مستوى المعايير المحاسبية المعتمدة، بحيث تخصص قيم 0، 1، 2 للدول التي تتبع معايير محاسبية ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي.
  - يقيس المؤشر الثالث جودة اللوائح القانونية التي تخص حماية المستثمرين، وفا لرؤية مؤسسة التمويل الدولية حيث تمنح القيمة 0، 1، 2 للإشارة إلى قوانين حماية المستثمرين المطبقة هل هي ضعيفة أو كافية أو جيدة على التوالي.
  - يشير المؤشر الرابع إلى توفر لجنة البورصة والأوراق المالية ونظم المقاصة وتسوية العمليات.
  - وتقيس المؤشرات الخامسة والسادسة والسابعة القيود المفروضة على إعادة تحويل التوزيعات والأرباح، وكذلك أصل رأس المال من قبل المستثمرين إلى الخارج، أما المؤشر السابع فيقيس إمكانية مشاركة الأجانب في الاستثمارات الداخلية، بحيث تمنح قيم 0، 1، 2 للإشارة إلى أن تدفقات رأس المال للداخل أو الخارج مفيدة بشكل مطلق أو نسبي أو محررة بالكامل.
- ويتم قياس المؤشر المتوسط للتنمية التنظيمية والمؤسسية، بأخذ متوسط قيم المؤشرات السبعة السابقة.

**سادسا: مؤشر مدى توفر عوائق على تحويل رؤوس الأموال والاستثمار الأجنبي:** يتم الاعتماد في تحديد هذا المؤشر على دراسة القوانين والضوابط الخاصة بإعادة رؤوس الأموال والأرباح والسماح للأجانب بالإستثمار في السوق المحلية، والتي تمكن من

قياس درجة إندماج السوق المحلية للأوراق المالية مع السوق الدولية عن طريق تتبع حركة رؤوس الأموال عبر الحدود، وتبعاً لهذا المؤشر نميز بين بلدان تقيّد حركة رؤوس الأموال وتحظر كل أنواع الاستثمار الأجنبي، ومن جهة أخرى ثمة بلدان أخرى ذات حرية تامة لحركة رؤوس الأموال ولا يوجد لديها قيود على الاستثمار الأجنبي، وبلدان مقبولة في تقييدها الجزئي لدخول وخروج رؤوس الأموال، كما قد تؤدي القيود إلى توفر مجموعتين من الأصول المالية الأولى غير مقيدة يمكن أن يمتلكها كل من المستثمرين الوطنيين والأجانب على حد سواء، والأخرى مقيدة ويقتصر تملكها على المستثمرين الوطنيين، ويشكل الفرق السعري بين الأصول المقيدة والأصول غير المقيدة بشرط تعادل عوائدها مقياس مباشر لتأثير القيود على رأس المال، ومنه درجة إندماج السوق الوطنية للأوراق المالية في السوق الدولية، حيث يساعد التقليل من القيود على حركة رؤوس الأموال، وتوزيعات أرباح الأسهم في إندماج البورصات، مما يؤثر إيجاباً على تطور البورصات المحلية (أندراوس، 2008، صفحة 220)

وقد قدم (robert korajczyk 1996) مؤشراً لقياس مستوى إندماج أسواق الأوراق المالية مع الأسواق الدولية، عن طريق قياس انحراف عوائد الأصول المالية بتلك الأسواق، عن عوائد الأصول المالية المحددة تبعاً لنموذج توازني تم تكوينه مع افتراض الاندماج العام للسوق، ويبين ذلك النموذج أن القدرة على تنوع الخطر عن طريق الاستثمار في محفظة أوراق مالية تتصف بالتنوع الدولي، يمكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار ومن ثم على معدلات النمو الاقتصادي في الأمد الطويل، وأن القيود أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تخفض قدرة المستثمرين على تنوع المخاطر، ومن ثم تخفض من درجة إندماج أسواق الأوراق المالية، وتمنع الأفراد العاملين في تلك الأسواق، من مساواة ثمن المخاطر على الصعيد الدولي (أندراوس، 2008، صفحة 221)

سابعاً: مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية: تمثل كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية درجة إستجابة سعر الورقة المالية أو مؤشر السوق، لجميع المعلومات المتوفرة عن الأوراق المالية بدقة وسرعة، بحيث لا يترك لبعض المستثمرين فرصة لتحقيق عوائد غير عادية على حساب مستثمرين الآخرين، ولاريب في أن تطور البنية التنظيمية الحاكمة لنظام المعلومات في السوق، كالتقارير الدورية الصادرة عن الشركات، وتقارير مستشاري الاستثمار له دور مهم في تطوير كفاءة التسعير، وهو ما يؤثر إيجابياً على التخصيص الأمثل للموارد المالية إلى القطاعات الأكثر إنتاجية، ولاختبار هذا المؤشر يمكن الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الذي يمكن من مقارنة العائد الفعلي (R) بالعائد المتوقع من الاستثمار  $E(R)$  المحسوب تبعاً لنموذج التسعير، فإذا كان العائد المتوقع من الاستثمار أعلى من العائد الفعلي فذلك يعني أن الورقة المالية تباع بسعر يقل عن القيمة الحقيقية، مما يمنح لحاملها فرصة لتحقيق المكاسب، لاحتمال إرتفاع السعر مستقبلاً، وتقتضي الصيغة القوية لكفاءة التسعير إنعدام الفرق بين معدل العائد الفعلي ومعدل العائد المتوقع من الاستثمار، كتعبير لاستيعاب سعر الورقة المالية بشكل تام للمعلومات الواردة في السوق (مزاهدية، 2015، صفحة 26).

#### الفرع الثاني: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

ظهرت مؤشرات الأداء العام للسوق وتطورت مع مرور الزمن ابتداءً من القرن 19 مثل مؤشر داوجونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884 (يوسف، 2015، صفحة 134)، حيث تستخدم كأداة تعكس إتجاه السوق المالية و سلوكها، وهو ما يمكن الاقتصاديون من الوقوف على حالة إقتصاد البلد، سنتطرق فيما يلي إلى مفهوم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وأهميتها.

أولاً: تعريف مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية: يقيس مؤشر الأداء العام مستوى الأسعار في (هندي م.، 1993، صفحة 241)، وهو عبارة عن "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في أسواق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، ومن ثم يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل حيث يعكس المؤشر أسعارها وإتجاهاتها" (بوكساني، 2006، صفحة 112). ويعرف بأنه: "معدل موزون على مجموعة من الأسهم والسندات من أجل قياس أداء البورصة وتطوراتها" (يوسف، 2015، صفحة 134).

وكذلك يعرف مؤشر سوق الأوراق المالية بأنه: "المؤشر الذي يقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة وغير المنظمة أو كلاهما، وفي الغالب يتم إختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشرات عكس الوضعية التي عليها سوق رأس المال والتي سيهدف المؤشر قياسها، فنجد مثلا مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعات ومؤشر ستاندرد آندبور 500 قد صمما لكي يعكسا مستوى الأسعار في سوق رأس المال الأمريكية ككل، بينما نجد مؤشر داو جونز لصناعة النقل ومؤشر ستاندرد آند بور لصناعة الخدمات العامة قد صمما ليعكسا الحالة التي عليها أسعار الأسهم في هاتين الصناعتين" (هندي م.، 1993، صفحة 242)

وتعرف المؤشرات من الناحية القيمة بأنها: "متوسطات وأرقام قياسية خاصة بمختلف الأوراق المالية، ومنه فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعا أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم، والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى" (يوسف، 2015، صفحة 134).

نستخلص مما سبق بأن مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية هي أداة إحصائية لتحويل أداء سوق الأوراق المالية إلى صورة كمية محددة إنطلاقا من عينة من الأوراق المالية وبيانات محددة خاصة بما تتم معالجتها إحصائيا للحصول على قيمة رقمية تعكس مستوى أسعار الأوراق المالية وإتجاه تغيراتها، بما يمثل مرجع للمستثمرين وغيره من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وبما يعكس الوضعية الاقتصادية للبلاد والتنبؤ بالأوضاع المستقبلية لها.

#### ثانيا: مؤشرات أداء السوق وعلاقتها بالحالة الاقتصادية وإستخداماتها الأساسية

أ. أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية: على إعتبار أن نشاط الشركات التي تتداول أوراقها المالية في سوق الأوراق المالية يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في البلد، فإن المؤشر المصمم لقياس حالة سوق الأوراق المالية ككل، يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للبلد، كما أنه يمكن للمؤشر أسعار السوق التنبؤ بالحالة التي تكون عليها الظروف الاقتصادية خلال فترة لاحقة، وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية (عصام، 2008، صفحة 37)

ونشير إلى أن هناك صفات تطلق على سوق الأوراق المالية، فلما تكون حركة مؤشر الأسهم المتوقعة تتجه نحو الارتفاع يطلق على مستوى سوق الأوراق المالية بالسوق الصعودي، أما عندما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الانخفاض حينئذ يسمى سوق الأوراق المالية بالسوق الهبوطي، ويسمى السوق بأنه صعودي عندما يرتفع معدل العائد الذي يحققه تبعاً للمؤشر على عائد الاستثمار الخالي من المخاطر، والذي غالبا ما يقصد به معدل العائد على السندات التي تصدرها

الحكومة، ولا تزيد فترة إستحقاقها عن سنة واحدة، أما في حالة السوق الهبوطي فتكون حالة أن معدل العائد الذي يحققه تبعاً للمؤشر أقل من معدل العائد للاستثمار الخالي من المخاطر (عصام، 2008، صفحة 37)

ب. الاستخدامات الأساسية للمؤشرات: إضافة إلى أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد كمرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، وأنها أداة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية للدولة في المستقبل، فإنه للمؤشرات استخدامات أخرى تهم المستثمرين وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق الأوراق المالية، ونذكر أهمها فيما يلي: (هندي م.، 2008، صفحة 112، 113)

ج. إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة: القاعدة العامة أن حركة أسعار الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه، وهذا يعني بالتبعية أن وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم معين والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار هو إنعكاس لحركة أسعار جميع الأسهم المتداولة في السوق، ومن ثم فإنه يمكن للمستثمر تكوين فكرة عن أداء المحفظة إيجاباً أو سلباً، بمجرد معرفته لإتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق، وبالطبع إذا كانت جميع إستثماراته في صناعة ما لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر (هندي م.، 1993، صفحة 247).

د. التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد: تعكس القيمة السوقية للسهم الأداء المستقبلي للشركة المعنية، والمؤشر هو ملخص لإتجاه أسعار أسهم الشركات المكونة له، ومن ثم فإن زيادة قيمة المؤشر تعني بالتبعية توقعات بأداء مستقبلي أحسن لتلك الشركات، وبما أن المؤشر هو التعبير عن السوق ككل، فإن الأداء الجيد للشركات لا بد أن ينعكس على الأداء المستقبلي للاقتصاد الوطني، بشرط كفاءة السوق وأن تكون عينة المؤشر ممثلة للقطاعات الاقتصادية الأساسية.

هـ. تقييم أداء مديري المحافظ المالية: تبعاً لفكرة التنوع الساذج فإنه يتوقع من المدير المحترف الذي يدير محفظة أوراق مالية، والذي يستعمل أساليب متطورة في التنوع منها تنوع ماركوتير، أن يضمن عائد أعلى من متوسط عائد السوق، ويستعمل هذا الأخير كمؤشر يقاس به أداء مديري المحافظ المالية، حيث يمكن إستعمال عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعنية، والحكم على درجة نجاحها كما يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان الاختلاف بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق الذي تنشط فيه.

و. بإمكان المستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأوراق المالية المحلية مع مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى معرفة إتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما ينتج عنه إرتفاع الإستثمارات الأجنبية، خاصة إذا كان السوق من الأسواق الواعدة (بوكساني، 2006، صفحة 114).

ثالثاً: أنواع مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وأساليب بنائها: سنتطرق من خلال هذا الفرع إلى أنواع مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية وفقاً لمعايير مختلفة، وأساليب بنائها.

أ. أنواع مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية: يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات وهما معيار الوظيفة ومعيار إمكانية التداول، وسنتطرق لذلك فيما يلي:

1. تقسيم المؤشرات من حيث الوظيفة: تقسم المؤشرات تبعاً لهذا المعيار إلى: (يوسف، 2015، صفحة 136)

- **مؤشرات عامة:** تعنى بحالة السوق كلة، أي أمّا تقيس إتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، وبذلك تحاول أن تعكس الوظيفة الاقتصادية للبلد المعني، وبشكل خاص إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة، وأن القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي مثلاً، عنده يقال أن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة موضوع الدراسة، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة، مؤشر ستاندرد آند بور500.
- **مؤشرات قطاعية:** تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة، أو قطاع النقل، أو غيره من القطاعات، وكمثال على ذلك مؤشر داوجونز للصناعة ومؤشر ستاندرد آند بور للخدمات العامة... إلخ.
2. **تقسيم المؤشرات من حيث إمكانية تداولها:** تقسم المؤشرات وفق هذا المعيار إلى: (قبان، 2011، صفحة 94)
- **مؤشرات متداولة:** وهي عبارة عن مؤشرات تتداول في أسواق الأوراق المالية، حيث فاق عدد هذه المؤشرات التي تتداول في أسواق خاصة 50 مؤشر سنة 2000، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في تكساس سيستي بالو.م.أ سنة 1982، وكمثال على ذلك مؤشر Nasdaq100، مؤشر nikkei 225.
- **مؤشرات غير متداولة:** وهي عبارة عن مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل مؤشر داوجونز وكافة مؤشرات البورصات العربية، ويشار إلى وجود العديد من المؤشرات تختلف من حيث طريقة الهدف أو الحساب أو الجهة المشرفة، ولقد بلغ تنوع المؤشرات إلى حد إنشاء مؤشرات المؤشرات.
- ب. **أساليب بناء وتكوين مؤشرات سوق الأوراق المالية:** على الرغم من الاختلاف بين المؤشرات من حيث كيفية بناؤها، فإنها تقوم على ثلاثة أسس هي: عينة ملائمة، وتحديد واضح للأوزان لكل مفردة داخل العينة، وأسلوب بسيط لحساب قيمة المؤشر: (هندي م.، 2008، صفحة 93)
1. **ملائمة العينة:** تتمثل العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستعملة في قياس ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي: (عصام، 2008، صفحة 41، 42)
- **الحجم:** تبين هذه القاعدة أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر أكبر، كلما كان المؤشر أكثر صدقاً وتمثيلاً لواقع السوق.
- **الاتساع:** ينبغي أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس السوق ككل، يجب أن يتضمن أسهم لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد، أما المؤشرات القطاعية فينبغي أن تقتصر العينة على أسهم عدد من الشركات المكونة لتلك الصناعة.
- **المصدر:** يعني به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يتضمنها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.
2. **الأوزان النسبية لأفراد العينة:** تبين الأوزان نسبة الأهمية النسبية لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر مقارنة ببقية الأسهم، أي إظهار وزن كل سهم، وهناك ثلاث طرق أساسية لتحديد وزن السهم في المؤشر وقياس المؤشر وهي: (جبار، 2017، صفحة 192، 193)

مدخل الوزن على أساس السعر: في مدخل الأوزان على أساس السعر يوجد سهم واحد لكل شركة مختارة لبناء المؤشر (هندي م.، 2008، صفحة 96)، وتقوم القيمة النسبية المعطاة لكل سهم في العينة على سعره، أي نسبة سعره إلى إجمالي الأسعار الخاصة بالأسهم التي يشتملها المؤشر، ويعرف ذلك المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر، وبحسب العائد على هذا الأخير(العائد على المؤشر) بنسبة تغير تلك القيمة من فترة لأخرى، ويمكن التعبير عن ذلك بالصيغة الرياضية الآتية:

$$I = \frac{\sum_{i=1}^N P_i}{N}$$

حيث I: المؤشر السعري، P<sub>i</sub>: سعر السهم i، N: عدد الأسهم في العينة.

نوضح أن المتوسط المستخرج لأسعار الأسهم، أي قيمة المؤشر المحسوب يرمز له بعدد النقاط.

وكمثال على المؤشرات الموزونة على أساس السعر Dow jones و Nikkei وغيرها، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يعتمد على سعر السهم، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشر على أهمية الشركة أو حصتها، كما أنه يحدث خللا في المؤشر بمجرد حدوث إشتقاق في أحد الأسهم المكونة للعينة، مما يقلل من وزن السهم داخل المؤشر دون سبب موضوعي، مما يتطلب تصحيح المؤشر المرجح بالأسعار حتى لا يتأثر مستوى الأسعار (هندي م.، 2008، صفحة 96)

مدخل الأوزان المتساوية: تبعا لهذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر، بإستعمال قيم بنسبة وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح، ويتم حساب هذا العامل على أساس سعر السهم والذي يعادل مقلوب سعر السهم، وفق العلاقة التالية: (بوكساني، 2006، صفحة 116).

الوزن النسبي المتساوي للأسهم = سعر السهم × معامل الترجيح

ومن الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة أنها لا تعكس إجمالي القيمة السوقية للأسهم التي يتضمنها المؤشر، حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون الأخذ بعدد الأسهم المتداول، بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير الوزن النسبي في البورصة.

مدخل الأوزان حسب القيمة: يعطي مدخل الأوزان حسب القيمة وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الاجمالية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، مما يعني تجنب مدخل الوزن على أساس السعر، إذا لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركات التي تتعادل القيمة السوقية لأسهمها العادية يتعادل وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا يعني أن إشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر (عصام، 2008، صفحة 42، 43)، وعليه يتم إيجاد الوزن النسبي لكل سهم كالآتي: (شنافه ج.، 2018، صفحة 69)

وزن السهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية للأسهم الكلية

ويتم حساب قيمة المؤشر وفقا للعلاقة التالية:

$$Index_t = \frac{\sum P_t \cdot Q_t}{\sum P_b \cdot Q_b} \times \text{Begining Index Value}$$

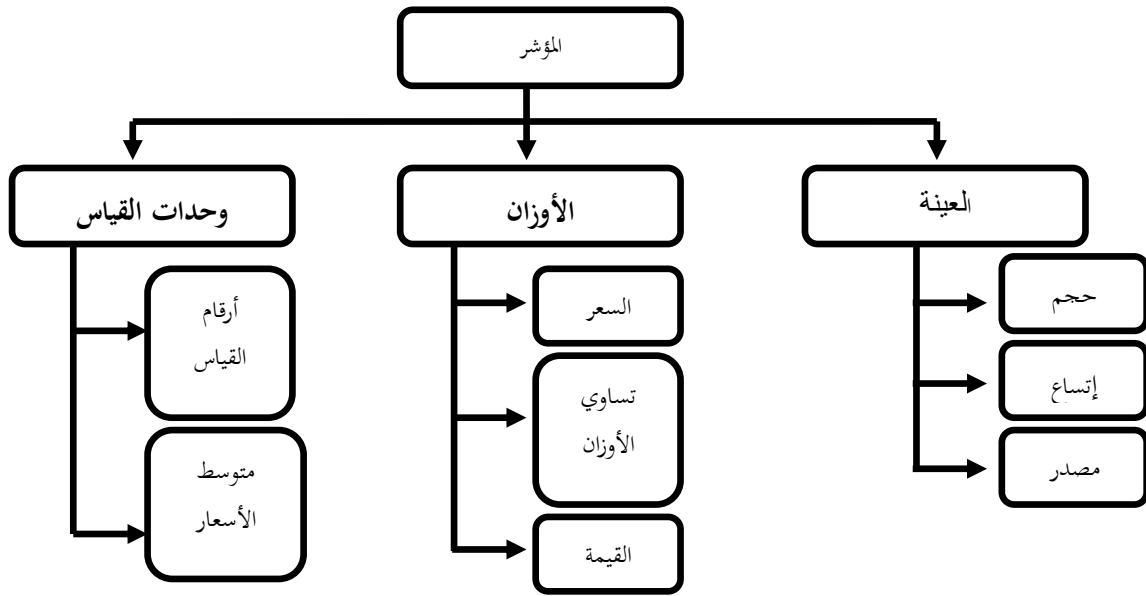


حيث أن:

Index: قيمة المؤشر في الفترة  $t$ ، Begining Index: قيمة المؤشر في فترة الأساس  $0$ ،  $P_t$ : سعر إقفال أسعار الأسهم في الفترة  $t$ ،  $Q_t$ : عدد وحدات الأسهم في الفترة  $t$ ،  $P_b$ : سعر إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس،  $Q_b$ : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

من خلال مما سبق نشير إلى أنه بعد تحديد العينة وتحديد وزن السهم في المؤشر وفقا للأساليب السابقة الذكر، يتم حساب المؤشرات إما بالمتوسط الحسابي أو الهندسي أو بالأرقام القياسية، والشكل الآتي يوضح لنا أسس إستخراج المؤشر:

الشكل رقم (03:01): أسس إستخراج المؤشر



المصدر: منصورى حاج موسى. (2018). كفاءة الاسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي-دراسة تحليلية قياسية لدول عربية مختارة خلال الفترة 2010-2016. كلية العلوم الاقتصادية، تخصص مالية المؤسسة. جامعة قاصدي مرياح. ورقلة. 2018. ص 104.

وفيما يلي جدول يلخص بعض مؤشرات الأسواق المالية العالمية والعربية:

جدول رقم (01:01): بعض مؤشرات الأسواق العالمية والعربية

المؤشر	التعريف بالمؤشر
مؤشر داو جونز	يعد مؤشر داو جونز من أشهر المؤشرات وأكثرها شيوعاً، وقد تشكل المؤشر في البداية من عينة تضم 9 أسهم لتسع شركات صناعية، إرتفع حجمها إلى 12 سهم في سنة 1896، ثم إلى 20 سهم في سنة 1916، ثم إلى 30 سهم سنة 1928، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة، حيث تمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتصف هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية و عدد المساهمين، ويحسب هذا المؤشر كأى وسيط حسابي، أي يجمع 30 شركة صناعية أمريكية وتقسم على عددها.
مؤشرستانداراند	يضم أكبر الأسهم المتداولة في بورصة ناسداك ونيويورك، يصف بكونه أشمل من مؤشر داو جونز كما يتصف



بور500	بكونه موزون على أساس القيمة، وبالرغم من توجيه بعض الانتقادات إليه مثل تأثره بالشركات الكبرى وتحيزه إليها، يبقى أهم المؤشرات الشائعة الاستخدام لدى المتعاملين، كما يعد من بين أهم المؤشرات التي تحاول عكس اتجاه السوق بصدق.
مؤشر فالويلين 1400	تأسس هذا المؤشر عام 1963 بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات وفقا لما يلي: 29 شركة لقطاع النقل، 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات، أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس سنة 1961، وهو موزون على أساس السعر، وبالتالي يزيد كلما كان هناك زيادة في رأس المال أو غيره من العمليات المالية.
مؤشر كاك40 (بورصة فرنسا)	مؤشر كاك40 يغطي 400 شركة، والمشرفين علي هذا المؤشر يرجون من إنشائه تقديم معلومات دقيقة قدر المستطاع وفي وقت سريع، عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية إحتياجات المتعاملين، بالنظر للعينة التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى 8 قطاعات رسمية، وعموما يضم أهم الشركات الفرنسية.
مؤشر نيكاي	يضم مؤشر نيكاي 25 شركة يابانية كبيرة، وهو يحسب بجمع أسعار الـ 25 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي بكل بساطة هو الوسط الحسابي للعينة المكونة له.
مؤشر TASI	وضع المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي، يحتوي جميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية.
مؤشر الجزائر	لا يوجد مؤشر لسوق الجزائر، ولكن تعتمد الجزائر في تقييم درجة الأداء في سوق الأوراق المالية، على مؤشر القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق، ويعود ذلك إلى قلة الاستثمار في بورصة الجزائر وإنعدام الوعي الاستثماري، مما يؤدي إلى عدم تطور النشاط في السوق.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مراجع بتصرف

### المطلب الثالث: المحددات الداخلية والخارجية لتطور سوق الأوراق المالية

تتأثر درجة تطور أسواق الأوراق المالية بمجموعة من العوامل المتعلقة بالسياسات الاقتصادية المؤدية إلى الاستثمار والسياق المؤسسي المناسب إضافة إلى العوامل الخارجية، والتي قد تنعكس إيجابا أو سلبا على تحسين أو تنويع الخدمات المالية وتكاليف المعلومات والمعاملات، بما يؤثر على حجم التمويل للاقتصاد.

#### الفرع الأول: المحددات المؤسسية

تشتمل البيئة المؤسسية على مجموعة واسعة من العوامل مثل قوانين ولوائح التعامل في السوق، والوسطاء الماليين، وإدارة الأصول، وآليات التداول وأنظمة التسوية، وحوكمة الشركات والشفافية، ومن المتوقع أن يكون للإطار المؤسسي المناسب تأثير إيجابي كبير على تطوير سوق الأوراق المالية، فمن ناحية سيشعر المستثمرون بثقة أكبر فيما يتعلق بحقوق الملكية وشفافية المعلومات، مما قد يشجعهم على الاستثمار في السوق، ومن ناحية أخرى، من خلال تقليل تكلفة المعاملات وزيادة سيولة السوق، ستكون حقوق الملكية مصدرا أكثر جاذبية للتمويل بالنسبة للشركات (El-Wassal, 2013, p. 619) ونبين أهمها فيما يلي: (بوقصبة و بوعبد الله، 2017، الصفحات 125-126)

أولاً. الإطار القانوني والتنظيمي: يعد وجود إطار تنظيمي مناسب أمراً أساسياً لتطوير أسواق الأوراق المالية، حيث يجب توفير إطار تنظيمي وقانوني شفاف وقوي لمصدري الأوراق المالية ووسطاء السوق و متطلبات الشفافية وعمليات الدفع والتسوية، وتحتاج اللوائح القانونية إلى معالجة مشكلة عدم تناسق المعلومات بين المصدرين والمستثمرين، والعملاء والوسطاء الماليين وبين الأطراف المقابلة في المعاملات، كذلك يجب أن تحقق لوائح أسواق الأوراق المالية الأداء الجيد للتداول والمقاصة والتسوية، التي تعمل على تسهيل المعاملات ومنع تقلبات السوق وإرتفاع ثقة المستثمرين، كما تعد التزامات الحوكمة القوية للشركات والشفافية المالية أمراً بالغ الأهمية لتطوير أسواق الأوراق المالية نظراً لأنها تعزز ثقة المستثمرين وترفع من مستوى الاستثمار في السوق (El-Wassal, 2013, p. 617).

ثانياً. توفر شبكة واسعة من السماسرة والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار: يعتبر توفر سماسرة أمراً أساسياً للتعامل في أسواق الأوراق المالية، بحيث يكتفي المستثمر بإصدار الأوامر ليقوم السماسر بتنفيذها دون حضور المستثمر، فهو يعد بمثابة وكيل يتولى بيع وشراء الأوراق المالية نيابة عن المستثمر، كذلك توفر شبكة متكاملة من شركات الاستثمار والمؤسسات المالية المختلفة كالبانوك وصناديق التقاعد وشركات التأمين، والتي تقوم بتجميع الأموال للمستثمرين أو المساهمين فيها أو إدارة المحافظ المالية للعملاء يمكنه رفع تدفقات الاستثمار المالي.

ثالثاً. نظام التداول: تختلف أنظمة التداول في طريقة التعامل مع المعاملات، وأنواع المعاملات التي تتم، وأنواع المعلومات المتاحة للمشاركين في السوق، وعملية مطابقة أوامر البيع والشراء، ويمكن لأنظمة التداول الإلكترونية زيادة السيولة وكفاءة أسواق الأوراق المالية عن طريق تقليل تكاليف المعاملات وزيادة توافر المعلومات (El-Wassal, 2013, p. 619).

رابعاً. الإفصاح وتوافر المعلومات: إن وجود المعلومات وجودتها مهمتان لبناء ثقة المستثمرين، وقد يكون عدم اليقين الناجم عن المعلومات المحدودة أو الغامضة، من العوامل الرئيسية التي تثبط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، لذلك فالشفافية والإفصاح من أركان سلامة المعاملات في سوق الأوراق المالية، حيث يجب على هذه الشركات الابتعاد عن السرية في نشر المعلومات والإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية بطريقة سليمة وعادلة، مما يؤدي إلى جذب المستثمر إذا ما شعر هذا الأخير أن هناك نزاهة في عمليات الإفصاح للشركات المحلية، خاصة في ظل وجود تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح ونشر المعلومات عن السوق.

خامساً. الأزمات المالية والسياسية: يؤثر عدم الاستقرار السياسي والأزمات المالية سلباً على تطور أسواق الأوراق المالية، حيث يصاحب الأزمات المالية وعدم الاستقرار السياسي عادة إنحصر القروض، وأزمات السيولة النقدية، وإنخفاض الاستثمار، وحالات الذعر في أسواق الأوراق المالية، فلقد خلفت معظم الأزمات المالية آثار واضحة في سلوك الأسهم والسندات خلال سنوات حدوثها، فالأحداث غير المتوقعة كالكساد العظيم كانت تجدد عدوى الأزمة صدها فوراً في مختلف أسواق الأوراق المالية العالمية (أزهري، 2017، صفحة 59).

ومن جهة أخرى فإن أغلب الإضطرابات غير المتوقعة في أسواق الأوراق المالية كان ورائها أزمات سياسية، فعدم الاستقرار السياسي يؤثر على أسواق الأوراق المالية من خلال تأثيره المباشر على ثقة المستثمرين، من خلال الخوف من القيود المفروضة على إعادة الأموال ومصادرة الملكية يثبط الاستثمار، وكذلك من خلال تأثيره غير المباشر على الأداء الاقتصادي، فنجد أن الشركات توجّل الاستثمارات وتحاول نقل أنشطتها إلى بلدان أكثر إستقراراً، وهي خطوة تخفض بدورها من إستقطاب الاستثمار في الأسهم

و تعزيز النمو الاقتصادي، علاوة على ذلك ، فإن عدم الاستقرار السياسي يشجع على أشكال بديلة من الادخار (أزهري، 2017، صفحة 59).

#### الفرع الثاني: المحددات الاقتصادية

تعد بيئة الاقتصاد الكلي المستقرة أمرًا ضروريًا لتطوير أسواق الأوراق المالية، حيث تعزز سياسات الاقتصاد الكلي العقلانية ثقة المستثمرين في السوق وتخلق بيئة مواتية لقرارات الاستثمار، كذلك يمكن أن تتأثر ربحية الشركة بالتغيرات في السياسات النقدية والمالية وسياسات أسعار الصرف، وتشمل المحددات الاقتصادية التي تؤثر على تطور السوق مجموعة من العوامل والمتمثلة أساسا في:

**أولا. الدخل الحقيقي:** يشجع الناتج المحلي الإجمالي الأعلى نمو وتطور أسواق الأوراق المالية، حيث يؤدي ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي إلى زيادة مستوى الدخل الفردي، الأمر الذي يزيد من مستوى الادخار الموجه للاستثمار، ومنه الاستثمار في سوق الأوراق المالية وهو ما يؤدي إلى زيادة قيمة الأسهم، حيث تتجه مؤشرات الأسواق المالية صعودا في فترات الازدهار الاقتصادي، ونزولا في فترات الركود والانكماش الاقتصادي، فنتائج تحليل مستوى نمو الناتج المحلي الإجمالي تمكن المستثمرين من إختيار الوقت المناسب للدخول لسوق الأسهم، أو الخروج منه تبعا للحالة الاقتصادية للدولة (بن عيشوش و حجاج، 2020، صفحة 323، 324).

من جهة أخرى، يحفز توقع نمو الناتج المحلي الإجمالي الشركات على زيادة الاستثمار وتوسيع القدرة الإنتاجية لتلبية الطلب المتوقع في المستقبل على منتجاتها، وهذا بمثابة حافز للشركات للحصول على التمويل عن طريق زيادة رأس المال لتوسيع عملياتها، وبالتالي من المرجح أن يزداد عرض حقوق الملكية، الأمر الذي يؤدي إلى تطوير أداء أسواق الأوراق المالية (El-Wassal, 2013, p. 614).

**ثانيا. معدل التضخم:** عند إتخاذ المستثمر لقرارات الإستثمار يجب أخذ حسابات العائد و التكلفة على أساس القيم الحقيقية وليست الإسمية، لذلك لما تتغير الأسعار بمعدلات مرتفعة لا تعد البيانات الإسمية للعوائد الناجمة عن الاستثمارات مؤشرا جيدا للحكم على أداء الاستثمارات، لأن هذا العائد يفقد جزءا من قيمته نظرا للإخفاض في قوته الشرائية أثناء فترة الاستثمار، وفقا لمعدل التضخم السائد أثناء هذه الفترة (سراي و بن مرزوق، 2020، صفحة 75).

والعلاقة بين أسعار الأسهم في السوق والتضخم تأخذ شكلا إيجابيا وسلبيا، فإذا زاد معدل التضخم يترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم السوقية وذلك بسبب تراجع القيمة الحقيقية لأرباح الشركات، كما قد يؤدي التضخم إلى تدخل البنك المركزي الذي يعمل على تخفيض عرض النقود، مما يسهم في إنخفاض التدفقات النقدية، وهذا ما يؤدي إلى خفض القيمة السوقية للأسهم، ويمكن أن يؤثر التضخم أيضا على عوائد الأسهم عن طريق تأثيره على الأرباح المستقبلية، كما أن (1981) FAMAفسر التأثير السلبي عن طريق نظرية الطلب على النقود، التي تتضمن العلاقة العكسية بين معدل النمو الاقتصادي ومعدل التضخم، والتي تعكس النمو الاقتصادي الحقيقي في عوائد الأوراق المالية (لعصامي، 2020، صفحة 324).

وعادة ما تكون السندات أكثر تأثرا بتراجع القوة الشرائية للنقود من الأسهم، فإذا زادت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار في السند تتراجع، مما يؤدي إلى تراجع المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار على المعدل الاسمي، كما

أن زيادة معدلات التضخم يؤدي إلى زيادة معدل الخصم، وبذلك تراجع القيمة الحالية للاستثمار طويل المدى، وعليه فإن زيادة معدل التضخم يؤدي إلى تراجع قيمة الاستثمارات، مما يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن شراء الأوراق المالية، مما ينعكس سلباً على تمويل الاستثمارات في الاقتصاد، ومن ثم على الناتج المحلي الإجمالي (شنافة ج.، 2018، صفحة 610) وهناك من يجد أن هناك علاقة طردية بين التضخم وعوائد الأسهم، فنجد Leffer يقول أن هناك بعض الأسهم تعد وسيلة جيدة للتحوط من التضخم، حيث أنه كلما ارتفع معدل التضخم فإن أسعارها ترتفع بنسبة أكبر من النسبة التي ارتفع بها التضخم، وحثته في ذلك أن هناك العديد من الشركات الصناعية والتجارية يلعب المخزون السلعي فيها دوراً هاماً في تحديد حجم الأرباح، ومن ثم زيادة الأسعار (كمؤشر للتضخم) أي إمكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء مما يزيد من حجم أرباحها ومن ثم عوائد أسهمها بشكل كبير، لكن هذا مقرون فقط ببداية التضخم (براق و عبد الحميد، 2016، صفحة 12).

**ثالثاً. المعروض النقدي:** يعد العرض النقدي من أهم المتغيرات التي تؤثر على سوق الأوراق المالية، و للمعروض النقدي تأثير على أداء سوق الأوراق المالية من جانبيين إيجابي وسلبي، فالتأثير الإيجابي لزيادة المعروض النقدي يتمثل في زيادة أسعار الأسهم الناتج عن الانخفاض في أسعار الفائدة، مما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاستثمار، والذي يؤثر بدوره على مستوى أرباح الشركات مما يزيد أسعار الأسهم، إضافة إلى أن انخفاض أسعار الفوائد، يؤدي إلى ارتفاع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في الأسواق المالية، ومنه التأثير على الحد الأدنى المطلوب للاستثمار ما ينعكس على أسعار الأسهم، كما أن تراجع أسعار الفائدة الذي يتبع ارتفاع العرض النقدي يعمل على ارتفاع الاستثمار الذي يعمل بدوره على رفع الإنتاج وتخفيض نسبة البطالة، وهذا يؤثر إيجابياً على أرباح الشركات حيث ترتفع الأرباح الحقيقية الحالية و المتوقعة، ومن ثم تصبح أسهم هذه الشركات أكثر جاذبية للمستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب عليها ومن ثم زيادة أسعارها (لعصامي، 2020، صفحة 324).

أما التأثير السلبي المتوقع فيتمثل في أن زيادة مستوى الأسعار في الاقتصاد الوطني، يؤدي إلى حدوث تضخم في المستقبل و ينعكس سلباً على أسعار الأسهم، وهذا وفقاً للنظرية الكمية التقليدية للنقود، التي تجد أن ارتفاع العرض النقدي يؤدي إلى زيادة المستوى العام للأسعار، وارتفاع التضخم الذي ينجم عنه زيادة في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، الأمر الذي يترتب عنه تراجع القيمة الحقيقية للنقود التي يبدي المستثمر إستعداداه ليشترى بها الأسهم، وعلى إعتبار أن القيمة السوقية لسهم الشركة تتحدد جزئياً على حجم التدفقات النقدية المتوقعة، والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، يمكن القول أن تأثير عرض النقد على أسعار الأسهم يتوقف على كل من هذين المتغيرين، فإذا كان التأثير الإيجابي لارتفاع العرض النقدي على التدفقات النقدية المتوقعة أكبر من التأثير السلبي على معدل العائد المطلوب على الاستثمار الناجم عن التضخم، فيتوقع أن يكون لارتفاع عرض النقد أثراً إيجابياً على أسعار الأسهم والعكس صحيح (لعصامي، 2020، صفحة 322).

**رابعاً. سعر الفائدة:** يقصد بالفائدة المبلغ الذي يحصل عليه صاحب رأس المال مقابل تخليه عن أمواله مؤقتاً- ثمن التخلي-، وهذا الثمن يحسب تبعاً لمعدل يسمى معدل الفائدة، وفي الغالب فإن هذا المعدل يتحدد تبعاً لمؤشرات السياسة النقدية المتبناة في الاقتصاد، والتي يستعملها البنك المركزي للتأثير على عرض النقود في ظل ظروف إقتصادية سائدة (براق و عبد الحميد، 2016، صفحة 12)، ومن المعروف وجود علاقة عكسية تربط بين معدلات الفائدة وأسعار الأصول المالية سواء أسهم أو سندات،

فإرتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تراجع سعر الأصل المالي، أي عند زيادة أسعار الفائدة في السوق فإن المستثمرين سيرغبون في إيداع أموالهم في البنوك على شكل ودائع، فيضطرون إلى بيع ما يملكون من أسهم للحصول على النقد اللازم، وهذا ما يؤدي إلى إرتفاع العرض من الأسهم مما يؤدي إلى تراجع أسعارها، والعكس يحدث في حالة تراجع معدلات الفائدة إذ يؤدي إلى إرتفاع الطلب على الأوراق المالية وبخاصة السندات، مما ينعكس بالإيجاب على نمو سوق الأسهم (سيد و سيد، 2018، صفحة 324).

**خامسا. الحوافز الضريبية:** تساهم السياسات الضريبية الرشيدة في تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث أن إرتفاع الضرائب على الشركات يمكن أن يحد من أرباح ما بعد الضريبة المتاحة لتوزيع أرباح الأسهم، مما قد يؤثر سلبيًا على رغبة المستثمرين في الاستثمار، بينما ينجم عن التخفيض أو الإعفاء الضريبي على التعاملات في الأوراق المالية وإيراداتها الجارية (أرباح الأسهم الموزعة وفوائد السندات) وعلى الأرباح الرأسمالية، إرتفاع في الربح الصافي للمستثمر، ومن ثم زيادة القيمة السوقية للأوراق المالية، وبالتالي إرتفاع معدل العائد الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يحفز المستثمرين المحليين والأجانب على الاستثمار في السوق المحلي (العصامي، 2020، صفحة 322)، ولا تؤثر السياسات الضريبية على مشاركة المستثمرين في السوق فحسب، بل تؤثر أيضًا على المعروض من الأسهم، وهذا يعني أن الحوافز الضريبية للاكتتاب العام يمكن أن تشجع الشركات على طرح أسهمها للاكتتاب العام وبالتالي زيادة المعروض من الأسهم، ومن ثم نمو سوق الأوراق المالية (El-Wassal, 2013, p. 620).

**سادسا. سعر الصرف:** يمثل سعر الصرف السعر الذي يمكن أن تشتري أو تباع به عملة ما مقابل عملة أخرى في السوق، وإستقرار سعر الصرف من المتغيرات المهمة التي تؤثر على الإستقرار الاقتصادي العام، وبالتالي على أداء سوق الأوراق المالية، فإستقرار أسعار الصرف يحفز على الاستثمار المالي، وعلى الرغبة في الاستثمار المباشر في الأسهم والسندات، أما تقلب سعر الصرف وعدم إستقراره في الدولة المستثمر فيها، فيؤدي إلى تدني العوائد المتوقعة على الإستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية، وإرتفاع المخاطر التي تتعرض لها من ناحية أخرى، ومن ثم عدم تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل الدولة المضيفة، بل ويشجع على خروج رؤوس الأموال أيضا بإتجاه دول أخرى، تتصف بإستقرار أسعار صرف عملتها (السعيد، 2000، صفحة 38).

#### الفرع الثالث: المحددات الخارجية

**أولا. التحرير المالي:** هناك إجماع عام في أن يؤدي التحرير المالي إلى أسواق أوراق مالية أعمق وأكثر كفاءة، حيث يؤدي تحرير سوق الأوراق المالية إلى زيادة حجم رأس المال المتاح للشركات المحلية وتوسيع قاعدة المستثمرين، مما قد يؤدي إلى زيادة السيولة، كما أن تحرير سوق الأوراق المالية يعمل على تحسين كمية ونوعية المعلومات المتاحة للمشاركين في السوق، بالإضافة إلى ذلك، زيادة الشفافية وتبني ممارسات حوكمة أفضل للشركات بالإضافة إلى تقليل مشاكل الوكالة، كما أن السماح للشركات المحلية بالإدراج دوليًا قد يوفر مصدرًا إضافيًا للأموال ويساعد في نشر قاعدة المستثمرين، وتحسين كفاءة تسعير الشركة (El-Wassal, 2013, p. 620).

ومن نتائج التحرير المالي إندماج أسواق الأوراق المالية مع الأسواق العالمية مما يرفع من كفاءة التسعير للأسواق المالية، وكفاءة التشغيل والكفاءة الداخلية، فتوفر كفاءة التسعير يقصد بها أن المعلومات الجيدة مسيرة بدقة ومتكاملة من أجل تحديد سعر الأصول

في البورصة، أما توفر كفاءة داخلية يقصد بها أن فرص التوظيف المتاحة للمستثمر تمكنه من تعظيم حاجاته، وتوفر كفاءة التشغيل تراجع تكلفة العمليات المالية وزيادة في الأرباح من الإنتاجية التي ترتبط باقتصاديات الحجم، كما أن اندماج الأسواق المالية يسمح بتحقيق نمو إقتصادي قوي (بن شعيب، 2011، صفحة 136)

ثانيا. الاستثمار الأجنبي المباشر: تعزز تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة المنافسة في سوق الأوراق المالية مما يجعلها أكثر كفاءة، حيث أنه هناك فرص كبيرة في أن ينتهي الأمر بالشركات متعددة الجنسيات التي تجلب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إدراج أسهمها في بورصة الأوراق المالية في البلد المضيف، يمكن للاستثمار الأجنبي المباشر زيادة السيولة في أسواق الأوراق المالية، إذا تم استخدام جزء من الاستثمارات الأجنبية للحصول على أسهم في البلد المضيف (Tsurai, 2018, p. 07)

#### المطلب الرابع: معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية من حيث تطورها

تحتل أسواق الأوراق المالية موقع الصدارة ضمن الاهتمامات الدولية، ومع زيادة تطور أسواق الأوراق المالية و الاندماج الدولي وظهور التكتلات الإقليمية والدولية، ظهرت الحاجة إلى تصنيف يستند إلى عدة معايير لتقييم مستوى البيئة الاستثمارية لمختلف البلدان، وتمكين المحللين الماليين والمستثمرين من تقدير المخاطر والعائد، حوكمة الشركات والسيولة، والتدفقات الاستثمارية لجميع أنحاء العالم.

نتطرق فيما يلي إلى معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية حول العالم، حسب الشركات المالية للمؤشرات الكبرى، من خلال التطرق إلى: مؤشر مورغان ستانلي MSCI، ومؤشر فوتسي راسل للأسهم العالمية FTSE، ومؤشر ستاندرد بورز داو جونز للأسهم العالمية S&P.Dowjones

تقترح هذه الشركات تقسيم موحد في تصنيف أسواق الأوراق المالية، من خلال تقسيمها إلى ثلاث فئات رئيسية وهي: الأسواق المتقدمة- الأسواق الناشئة- الأسواق شبه الناشئة (الحدودية).

#### الفرع الأول: تصنيف أسواق الأوراق المالية

تصنف أسواق الأوراق المالية إلى ثلاث فئات رئيسية وهي: الأسواق المتقدمة، والأسواق الناشئة، والأسواق شبه الناشئة (الحدودية).

أولا. مفهوم أسواق الأوراق المالية المتقدمة: هي الأسواق التي توجد في الاقتصاديات المتقدمة، وهي الدول التي تتصف بارتفاع دخل الفرد، ونجدها تنتشر في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وجنوب شرق آسيا، وتعد من أهم البورصات في العالم نظرا لحجم التعامل فيها، وكذلك تأثيرها على التجارة والاقتصاد، وتقسم وفقا للمعيار الجغرافي إلى أسواق الأوراق المالية الأمريكية، وأسواق الأوراق المالية الآسيوية، وأسواق الأوراق المالية الأوروبية، نبين ذلك فيما يلي: (يوسف، 2015، صفحة 49، 50)، (جبار م.، 2017، الصفحات 76-78)

أ. أسواق الأوراق المالية الأمريكية: تمثل الولايات المتحدة الأمريكية المركز الأول من جهة التقدم في أسواق الأوراق المالية، فنجد مثلا بورصة نيويورك والتي تعد من أكبر بورصات العالم، تمثل هذه البورصة سوقا لحوالي 50% من الإنتاج الوطني الخام الأمريكي، ويعد مؤشر داو جونز الممثل للشركات الكبرى، ومؤشر نازداك الممثل لقطاعات التكنولوجيا والمعلوماتية والاتصال أهم المؤشرات السائدة في التداول، والسلطات المالية في البورصات الأمريكية تشدد على سلامة الادخار الوطني، مما جعلها

تفرض قوانين صارمة على الشركات التي ترغب في التسجيل فيها، ونشير إلى أن نظام التداول الآلي التابع للجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية، المعروف بإختصارا بـNASDAQ هو حاليا ثاني سوق مالية في العالم.

ب. أسواق الأوراق المالية الأوروبية: يوجد في أوروبا العديد من أسواق الأوراق المالية المتقدمة، وتعد بورصة لندن أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، حيث سجلت مع نهاية 2010، أول أكبر بورصة في أوروبا ورابع بورصة في العالم من حيث القيمة السوقية التي بلغت 3.6 تريليون دولار، تتداول فيها أسهم 2966 شركة بريطانية وأجنبية، ويتداول في السوق عدد كبير من المنتجات المالية مثل الأسهم البريطانية والأجنبية، السندات، الأذونات والصناديق وغيرها من المنتجات، ونجد أن هناك عدة مؤشرات تقيس نشاط السوق المالية البريطانية أهمها FTSE100، FTSE ALL-Share، FTSE SmallCap، كما أن فرنسا كانت سباقة في تأسيس البورصات الجهوية حيث أنشأت بورصة بوردو في عام 1571، وليون عام 1595، وتضم البورصات الفرنسية جميع الأسواق المنتشرة في ليل، نانسي ونانت، مرساي، وباريس، وتوسعت البورصات الفرنسية بالخصوص بورصة باريس التي تعد أهمها، حيث نجد أن الأوراق المالية ذات الأهمية الوطنية والدولية تسجل في بورصة باريس، بينما سجلت الأوراق ذات الطابع الجهوي في البورصات الجهوية، وتعد بورصة ليون العريقة أحسن مثال على ذلك، تستخدم بورصة باريس مجموعة من المؤشرات لمعرفة تطور مختلف الأسواق بما أهمها CAC40، CAC Smal، SBF80.

ت. أسواق الأوراق المالية الآسيوية: تحتل بورصة طوكيو المرتبة الأولى بين البورصات الآسيوية، حيث توسعت بشكل سريع مع بداية السبعينيات لتسجل 60% من الرملة العالمية عام 1990، وقد وضعت سنة 1993 في المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم التداول فيها، والذي وصل إلى 40% من مجموع التداول العالمي، كما تمثل سوقا ل 130% من الإنتاج الوطني الخام البريطاني، ويرجع البعض قوة بورصة طوكيو في تلك الفترة لعدة عناصر أهمها: الكفاءة المرتفعة للشركات اليابانية وقوة الاقتصاد الياباني، الفائض المسجل في الميزان التجاري الياباني مع أغلبية الدول الكبرى، إنخفاض نسبة التضخم في اليابان، الارتفاع المحسوس في عدد المساهمين في اليابان وكذلك نوعية المساهمين، وهناك العديد من البورصات الآسيوية النشيطة مثل بورصة Hong-Kong وبورصة شوانغاي (الصين).

ثانيا. أسواق الأوراق المالية الناشئة : لقد كان للإصلاحات الهيكلية وإجراءات التحرير المالي في أغلبية أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، أهمية كبيرة في ظهور أسواق الأوراق المالية الناشئة، وستتطرق فيما يلي إلى مفهوم أسواق الأوراق المالية، وتصنيفها، ومحدداتها ومخاطرها .

أ. مفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة: ظهر مصطلح الأسواق الناشئة للأوراق المالية لأول مرة من طرف Antoine Willem Agtmeal، أحد إقتصادي مؤسس التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي وذلك عام 1981، حيث قامت المجموعة بترقية أول صندوق إشتراك في الدول النامية (صديقي و بسبع، 2017، صفحة 87)، ومنذ ذلك الحين بدأت الإشارة للأسواق الناشئة في كل مكان، نجد بأنه لم يتم تقديم تعريف موحد لأسواق الأوراق المالية الناشئة، نذكر أهمها فيما يلي:



تعرف مؤسسة التمويل الدولية أسواق الأوراق الناشئة بأنها: "تلك الأسواق الموجودة في دول منخفضة ومتوسطة النمو، وبدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم والتعدد، وتتوفر على قدرات متنوعة لمواصلة النمو والتقدم" (يوسفي و عروسي، 2018، صفحة 449)

ويشير قاموس المصطلحات المالية الخاص بصندوق النقد الدولي بأن الأسواق الناشئة هي: "أسواق رأس مال الدول النامية، التي حررت أنظمتها المالية لتشجيع تدفقات رأس المال من غير المقيمين، وتمكن من دخول المستثمرين الأجانب على نطاق واسع" (صديقي و بسبع، 2017، صفحة 87)

كما تعرف بأنها: "تلك الأسواق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى إقتصاد السوق، وأهم ما تتصف به هو الارتفاع الكبير في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى إرتفاع حجم الإصدارات الجديدة" (حملة، 2019، صفحة 50).

كما تتميز هذه الأسواق بأنها ذات جاذبية للمستثمرين الدوليين لأنها تقدم معدلات عائد مرتفعة، إضافة إلى انخفاض درجة إرتباطها بالأسواق المتقدمة وتوفر فرص للمستثمرين لتنويع المخاطر (NELLOR، 2008، صفحة 31) ولما كان المستثمر الدولي يبحث عن أفضل تشكيلة لمحفظته المالية، والوصول إلى أفضل العوائد بأقل المخاطر، وحسب المختصين في هذا الميدان عن طريق الخبرات المتراكمة لديهم، فإن تشكيل محافظ مرجحة بأوراق مالية على الأسواق الناشئة يمثل درجة ضعيفة من المخاطر (السعيد، 2000، صفحة 38).

نستخلص مما سبق أن أسواق الأوراق المالية الناشئة هي أسواق توجد في البلدان التي يقل فيها نصيب الفرد من الدخل الوطني عن الدول المتقدمة، إضافة إلى أنها تعرف تطور ملحوظا في حجمها ومستوى نشاطها، وتتوفر على إمكانيات متابعة تطورها بما يساعد في تطور إقتصاديات تلك البلدان.

**ب. تصنيف الأسواق المالية الناشئة:** تبعا لبعض الدراسات يمكن تحديد أربع مراحل من التطور تمر بها الأسواق، وفي كل مرحلة يزداد السوق تطورا مقارنة بالمرحلة السابقة، وفيما يلي عرض موجز لهذه المراحل: (صديقي و بسبع، 2017، صفحة 88، 89)

**1. مرحلة عدم النضج:** توصف بمرحلة ولادة نشاط التداول، فمع عدم وجود نظام التداول الأوتوماتيكي في سوق الأوراق المالية، وعدم إنتظام المبادلات (عدد أيام التداول أثناء الشهر، عدد جلسات التداول أثناء اليوم) تكون غير جذابة، بحيث تظهر قلة في حجم التداول ونقص شفافية السوق، وعدم إلتزام الشركات المدرجة بنظام السوق، ونشير إلى أن كل الأسواق الناشئة تجاوزت هذه المرحلة حاليا.

**2. مرحلة إنخفاض أنشطة التداول:** أثناء هذه المرحلة تبدأ حكومات الأسواق الناشئة بإنتتاح أسواق رأس المال على تدفقات رأس المال الأجنبي في إطار تخفيض عجز موازنتها، والدين الخارجي، و عدة إصلاحات إقتصادية (تحرير التجارة، الخصخصة،....) تؤخذ بعين الاعتبار كذلك، لتعزيز الأداء ورفع جاذبية الأسواق المالية وتحسين كفاءتها، والتي تشجع على إجراءات الاكتتاب العام في الشركات العامة والخاصة، إضافة إلى إلتزامات الحكومات بإعتماد إصلاحات تنظيمية، لتنظيم العقود المالية وأنشطة التداول.



3. **مرحلة تطور النشاط:** تواصل الدول التي تنتمي إلى الأسواق الناشئة في إتباع السياسات اللازمة من أجل تعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية، والانفصاح عن المعلومات وأنظمة السوق فيما يرتبط بالتداول الالكتروني والتسعير المستمر، وتميز هذه المرحلة أيضا بدرجة معقولة من إنفتاح السوق، وإرتفاع إهتمامات المستثمرين الأجانب بأسواق الأوراق المالية المحلية، وتحسن مؤشرات أداء السوق مثل عددالشركات المدرجة، السيولة، الرسملة البورصية بشكل ملحوظ، ويعود ذلك إلى إرتفاع تدفقات رأس المال الأجنبي نحو الداخل، ونشير إلى أن معظم الأسواق الناشئة حاليا تمر بهذه المرحلة.
4. **مرحلة النضج:** وهي المرحلة التي تتصف فيها السوق بتراجع جوهري في العوائق القانونية التي تحول دون إنتقال الاستثمارات عبر الحدود، وبانخفاض الأخطار الخاصة(السيولة، أخطار العملة) كمحصلة للإصلاحات المالية، بعض الأسواق الناشئة أصبحت تقارن بالأسواق المتقدمة في مجال سيولة السوق وأنظمة التشغيل، وشهدت أيضا مستوى متقدم من إندماج السوق مع الأسواق العالمية، وجذبت المستثمرين الأجانب الباحثين عن التنوع الدولي للأرباح، غير أنها مازالت عرضة للصدمات الخارجية، وكمثال على الأسواق التي تمر بمرحلة النضج ماليزيا، تايلندا، ومنه فإن كل سوق تمر بالمراحل السابقة، وفي كل مرحلة تتصف بمميزات خاصة بها، تختلف بشكل أساسي في الفرص الاستثمارية، وإتجاهات مختلفة للعائد والمخاطرة المرتبطتين بالأصول المالية.
- ج. **محددات نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة:** هناك عدة عوامل ساعدت في نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وهي تنقسم عموما إلى عوامل داخلية وعوامل خارجية.
1. **العوامل الخارجية:** تعتبر العوامل الخارجية من المحددات الأساسية لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتتمثل فيما يلي:
- (بوكساني، 2006، صفحة 113، 114)
- تراجع أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، حيث تراجعت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة الأمريكية من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992، وقد شجع هذا التراجع في معدلات الفائدة المستثمرين في البلدان الصناعية المتقدمة، على الإستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة ذات العائد المرتفع.
  - أدى الركود وقلة الطلب على الأموال الذي عرفته البلدان الصناعية المتقدمة في بداية التسعينيات، إلى الإتجاه للإستثمار في الأسواق الناشئة التي كانت تشهد نموا سريعا.
  - كذلك من بين العوامل الخارجية نجد التغييرات المؤسسية في البلدان المتقدمة، والتي تمت بهدف مزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتخفيض القيود المالية في البلدان الصناعية، إذ أدت زيادة الإتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستعمل التكنولوجيا العالية، إلى إرتفاع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول النامية وهو ما ساعد في تحسين كفاءتها.
  - الإتجاه نحو رفع التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي، مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين خاصة، وأن هذه المؤسسات تضم قدرا كبيرا من حجم الادخار العالمي، حيث بلغت إستثمارات شركات التأمين وصناديق المعاشات للدول الصناعية، في أسواق الأوراق المالية الناشئة عام 1993 ما يقدر ب3% من القيمة السوقية لكل أسواق الأوراق المالية الناشئة.

2. **العوامل الداخلية:** تعرف العوامل الداخلية أيضا بمصطلح عوامل الجذب، لأنها تساهم في جذب الاستثمارات إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتعد داخلية لأنها تخضع لتحكم صانعي السياسات في الدول النامية، ومن أهم هذه العوامل مايلي: (صقر، 2002، الصفحات 117-120)

— **سياسات الإصلاح الاقتصادي:** وهي مجموعة السياسات التي تنتهجها الدول النامية، والتي أدت إلى تحسين المناخ الاستثماري في هذه الدول عامة وأسواقها المالية خاصة، إذ شددت هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، ورفع دور القطاع الخاص إضافة إلى تخفيض العجز المالي، ومعدلات التضخم وتحقيق إستقرار في أسعار الصرف.

— **ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي:** إن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة في الدول النامية، قد ساهم بصورة كبيرة في رفع جاذبية أسواقها للأوراق المالية، للمستثمرين الذين يبحثون عن تحقيق معدلات عائد عالية في المستقبل، إذ يعتقد بعض مديري الاستثمارات أنه بحلول عام 2040 ستكون أكثر من 50% من مكونات محفظة الأوراق المالية الدولية، عبارة عن أوراق مالية لبلدان سريعة النمو في آسيا وأمريكا اللاتينية.

— **إصلاح القطاع المالي وتوسيع الملكية:** من أهم العوامل الداخلية التي ساعدت في نمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، هي قيام البلدان التي تنتمي إليها هذه الأسواق بعمليات الإصلاح التي مست القطاع المالي، حيث عملت هذه الدول على تحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه ووضع بنية أساسية لتعميق الأسواق المالية، مع إدخال الصكوك المالية الجديدة وتسهيل إجراءات قيد الشركات، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات، كذلك إصدار قوانين تكفل إحترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها، كما ظهرت الآلية الخاصة بتسوية المنازعات بين المتعاملين، وتكوين لجان للإشراف على اللوائح المرتبطة بشفافية المعاملات، وهذا كله أدى إلى رفع ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في الأسواق الناشئة.

— وتساعد عملية الخصخصة في تعزيز نشاط أسواق الأوراق المالية عن طريق رفع المعروض من الأوراق المالية، ففي ماليزيا مثلا ساعدت خصخصة شركات الاتصالات المملوكة للحكومة في سنة 1990، في رفع حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم عن أي وقت سابق.

د. **مخاطر أسواق الأوراق المالية الناشئة:** بالرغم من الفرص المناسبة التي تقدمها أسواق الأوراق المالية الناشئة للمستثمرين لتحقيق عوائد مرتفعة نتيجة للنمو الكبير الذي تعرفه إقتصاديات هذه الدول، إلا أن هذه الأسواق تنطوي على مخاطر نذكر منها فيمايلي: (بليل، 2015، صفحة 36)

1. **القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية:** بالرغم من الانفتاح الاقتصادي للدول النامية على الأسواق الخارجية إلا أنها تفرض قيودا على حركة دخول وخروج رؤوس الأموال الأجنبية، وخاصة تلك الأموال المرتبطة بالعوائد من عمليات الاستثمار الأجنبي فيها، الأمر الذي يجعل من الصعب تحويل الأموال إلى بلد المستثمر الأجنبي، إلا أن العديد من أسواق الأوراق المالية الناشئة بدأت تقوم بتخفيض هذه القيود، لجذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين.

2. **التقلبات:** تمثل التقلبات درجة الانحراف عن التقديرات المتوقعة على عائد السوق أثناء سنة واحدة، ووفقا للعديد من الاقتصاديين فإن إنخفاض درجة التقلبات يشير إلى درجة مدى تطور السوق، وتعتبر الأسواق الناشئة مقارنة بالبورصات المتقدمة أكثر تقلبا، وتعود هذه التقلبات أساسا إلى عدة عوامل منها قلة الآليات المؤسسية المتوفرة للحد من المضاربة.
3. **إرتفاع تكاليف الاستثمار:** ترجع زيادة تكاليف الاستثمار إلى زيادة تكاليف الحصول على المعلومات، الناتجة أساسا عن عدم تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، وشروط الإفصاح والقواعد التنظيمية، وكذلك زيادة عمولات السمسرة والضرائب.
4. **مخاطر قلة السيولة:** قد ينخفض مستوى السيولة في أسواق الأوراق المالية الناشئة، وذلك يعود أساسا إلى قلة الأسهم المتداولة مقارنة بالأسهم المسجلة، وذلك يرجع إلى طبيعة ملكية هذه الأخيرة، إذ تكون مملوكة للحكومة أو العائلات أي أنها عبارة عن إكتتاب مغلق، وهذا ما يؤدي إلى تراجع حجم التداول ومنه تراجع حجم السيولة، وهو ما يجعل المستثمر غير قادر على الشراء أو البيع بأسعار عادلة.
5. **مخاطر تقلب العملة:** إن المستثمر في سوق الأوراق المالية الناشئة يتعرض لمخاطر تقلب العملة، حيث تكون الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها مقومة بالعملة الأجنبية، ومن ثم فإن تراجع قيمة هذه العملة مقارنة بعملة المستثمر يؤدي إلى تراجع عائدات هذه الأصول، والعكس صحيح في حالة زيادة قيمة العملة الأجنبية مقابل عملة المستثمر.
- ثالثا. مفهوم أسواق الأوراق المالية شبه الناشئة (الحدودية): إنطلاقا من عام 1996 إستعملت مؤسسة التمويل الدولية مصطلح الأسواق الحدودية لوصف أسواق الأسهم الأصغر حجما (SPEIDELL, 2011, p. 06)، وقدمت لها عدة تعاريف نذكر منها:
- تعرف الأسواق شبه الناشئة بأنها: "الأسواق التي توجد ضمن إقتصاديات في مراحل مبكرة من التنمية الاقتصادية، وأسواق رأس المال بها غير متطورة كفاية، وتعد بالنسبة للعديد من المستثمرين غير مكتشفة بعد (ساعد و سحنون، 2018، صفحة 172).
- وتعرف كذلك بأنها: "أسواق صغيرة نسبيا تتصف برسملة سوقية صغيرة، وليست سائلة حتى بمفهوم أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتكون المعلومات فيها غير متاحة وأقل وفرة من الأسواق الأخرى (خوي و حجاب، 2016، صفحة 40).
- والأسواق الحدودية تعد الأسواق الناشئة المستقبلية، وهذه الأسواق تمنح العديد من المزايا للمستثمرين، مثل مزايا التنوع من حيث المخاطر، والاستثمار في الصناعات المحلية غير الموجودة بالبلدان المتقدمة، ولكن العقبات التي تواجهها مثل إنخفاض السيولة فيها، وعدم تطور أسواق رأس المال بها، وعدم الاستقرار السياسي بها تحد من إمكانيات الاستثمار فيها" (ساعد و سحنون، 2018، صفحة 172).
- وبشكل عام فإن الأسواق الحدودية هي أهداف للمخاطر العالية والاستثمار طويل المدى، نظرا للسيولة الأقصر والآفاق الزمنية الأطول لكي تتطور إلى مستويات استثمارية أعلى (Chişu, 2018, p. 13)
- نستخلص مما سبق أن الأسواق الحدودية هي أسواق لا توجد في إقتصاديات الدخل المرتفع، تتصف بصغر حجمها وضعف السيولة فيها، وهو السبب في عدم إدراجها في مستويات استثمارية أعلى.

الفرع الثاني: معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفقا لمؤسسة مورغان ستانلي كاييتال أنترناشيونال (MSCI)

يتكون إطار تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤسسة MSCI من ثلاثة معايير:

- التنمية الاقتصادية.

- حجم وسيولة السوق.

- إمكانية الولوج إلى السوق.

ولتصنيف أي سوق ضمن أي فئة استثمارية (ناشئة، شبه ناشئة، متقدمة)، يتوجب على البلد تلبية معيارين على الأقل من

المعايير الثلاثة، وهي على النحو المبين في الجدول التالي:

جدول رقم (02:01): معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفقا لمؤشر (MSCI)

المعايير	شبه الناشئة	ناشئة	متقدمة
<b>التنمية الاقتصادية</b>			
	لا يوجد متطلب	لا يوجد متطلب	زيادة نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي بنسبة 25% عن عتبة الدخل المرتفع المحدد بالبنك الدولي لمدة 3 سنوات متتالية
<b>متطلبات الحجم والسيولة</b>			
عدد الشركات المستوفية لمعايير المؤشر التالية:	2	3	5
حجم الشركة (القيمة السوقية الإجمالية)	776 مليون دولار	1.551 مليار دولار	3.102 مليار دولار
حجم الأوراق المالية المتداولة (القيمة السوقية المعومة)	61 مليون دولار	776 مليون دولار	1.551 مليار دولار
سيولة الأوراق المالية (معدل الدوران)	2.5%	15%	20%
<b>معايير بنية شمولية الولوج إلى السوق</b>			
الانفتاح على الملكية الأجنبية	متاح ولو نسبة ضعيفة	متاح بنسبة معتبرة	مرتفع جدا
حرية تدفقات رأس المال الداخلة / خارجه	متاح ولو نسبة ضعيفة	متاح بنسبة معتبرة	مرتفع جدا
توافر أداة الاستثمار	مرتفع	مرتفع	غير مقيد
كفاءة الإطار التشغيلي	متوسطة	جيدة	مرتفع جدا
إستقرار الإطار المؤسسي	متوسط	متوسط	مرتفع جدا

source :MSCI index research(2019), MSCI market classification fromwork,p02,

disponible sur le web [http:// www.msci.com/ indexes](http://www.msci.com/indexes)

يبين الجدول أعلاه أن إنضمام السوق إلى فئة استثمارية (شبه ناشئة، ناشئة، متطورة) يشكل تطور مهم لتلك السوق،

ويعد بمثابة مصادقة على مطابقة المعايير القانونية والتنظيمية والفنية لتلك السوق مع المتطلبات المرتبطة بمعايير التصنيف لمؤسسة

مورغان ستانلي، وذلك تبعا لما يلي:

فيما يخص الأسواق المتقدمة وفقا لمؤسسة مورغان ستانلي فإنها توجد في الاقتصاديات المتقدمة، والتي تتصف بارتفاع نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي بنسبة 25% عن عتبة الدخل المرتفع المحدد بالبنك الدولي\* ولمدة 3 سنوات متتالية، كما يشترط أن يوجد فيها خمس شركات على الأقل بقيمة سوقية 3.102 مليار دولار، وأن لا يقل حجم الأوراق المالية المتداولة عن 776 مليون دولار، وعن 20% بالنسبة لسيولة الأوراق المالية، ومن ثم ارتفاع حجم وسيولة السوق ومعدل الدوران، كما يشترط أن تتميز برفع القيود على الاستثمار الأجنبي في بيئتها التنظيمية والتشغيلية، إضافة إلى الكفاءة العالية بالإطار التشغيلي وإستقرار الإطار المؤسسي، وبالتالي تحقيق العدالة و الأمان في التعامل والكفاءة في السوق، وعليه فالأسواق المتقدمة أكثر سهولة في وصول المستثمرين الخواص والمؤسساتيين والأجانب ودعمهم لها.

أما بخصوص الأسواق الناشئة فتفترض مؤسسة MSCI متطلبات أدنى بالنسبة لحجم وسيولة السوق وسهولة وصول المستثمرين الأجانب إلى السوق مقارنة بالأسواق المتقدمة، حيث يشترط لترقية الأسواق إلى فئة الأسواق الناشئة تحرير تدفقات رأس المال الأجنبي، والسماح بالانفتاح على الملكية الأجنبية بنسب معتبرة، مع وجود آليات وهيئات تشغيلية نشيطة تضمن كفاءة السوق.

وتتميز الأسواق شبه الناشئة بصغر حجمها وإنخفاض سيولتها، حيث يكتفي لقبول السوق ضمن فئة الأسواق شبه الناشئة توفر شركتين على الأقل بقيمة سوقية تقدر ب 776 مليون دولار، وأن لا تقل قيمة الأوراق المالية المتداولة عن 61 مليون دولار وعن 2.5% بالنسبة لسيولة السوق، كما تتميز بتقييد تدفقات رأس المال الأجنبي، ودرجة متوسطة فيما يخص كفاءة نظام التشغيل والإطار المؤسسي، ولا ينظر إلى متطلبات التنمية الاقتصادية عند تصنيف الأسواق الناشئة أو شبه الناشئة.

فيما يخص معيار سهولة الولوج إلى السوق، فإنه يتضمن مجموعة من المتطلبات والتي تنفرع إلى مجموعة من النقاط، نينها فيما يلي: (MSCI index researech, 2019, p. 02)

1. **الانفتاح على الملكية الأجنبية:** والتي تبين نسبة الملكية التي يمكن أن يمتلكها المستثمر الأجنبي من السوق، مع وجود فرص متكافئة لجميع المستثمرين الدوليين للولوج إلى السوق، وتعادل الحقوق فيما بينهم في الحصول على المعلومات.
  2. **حرية تدفقات رأس المال:** أي إلغاء القيود على تدفق رأس المال الأجنبي، وتداول العملات الأجنبية.
  3. **كفاءة الإطار التشغيلي:** والذي يهتم أساسا بمراحل الدخول إلى السوق، تنظيم السوق، البنية التحتية للسوق.
  4. **إستقرارا الإطار المؤسسي:** والذي يعني مدى إستقرار المبادئ المؤسسية الرئيسية مثل سيادة القانون، وإستقرار السوق الحرة كنظام إقتصادي، وعدم وجود سجل حافل للتدخل الحكومي فيما يتعلق بالمستثمرين الأجانب.
  5. **توافر أداة الاستثمار:** إلغاء قيود على تدفق المعلومات والبيانات والاستثمار في السوق.
- بناء على ما سبق فإن الأسواق تسعى إلى الحفاظ على نشاطها وتعزيزه، عن طريق إتخاذ إجراءات وإصلاحات إيجابية لتطوير القطاع المالي، بما يتناسب و الشروط التي يحددها مؤشر MSCI، والجدول رقم (03) يوضح التصنيفات السابقة للأسواق من قبل المؤشر:

(\*) - عتبة الدخل المرتفع لعام 2019 s نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي وفق شريحة الدخل المرتفع الصادر عن البنك الدولي، 5 مليار دولار.

الجدول رقم (03:01) : التصنيفات السابقة للأسواق من قبل مؤشر MSCI

التاريخ	إعادة التصنيف	مؤشر السوق
ماي 2019	من عدم التصنيف إلى الأسواق الناشئة	MSCI saudi arabic index
ماي 2019	من أسواق ناشئة إلى ناشئة	MSCI agentine index
ماي 2018	إدراج أسهم chima في الأسواق الناشئة	MSCI chima index
ماي 2017	من شبه ناشئة إلى ناشئة	MSCI pakistan index
نوفمبر 2016	من عدم التصنيف إلى الأسواق الناشئة	MSCI WAEMU index
أغسطس 2015	من أسواق شبه ناشئة إلى عدم التصنيف	MSCI balgaria index
ماي 2014	من أسواق شبه ناشئة إلى أسواق ناشئة	MSCI ukrania index
نوفمبر 2013	من أسواق شبه ناشئة إلى أسواق ناشئة	MSCI UAEI index
نوفمبر 2013	من أسواق المنظورة إلى أسواق ناشئة	MSCI Greece index
ماي 2011	من أسواق شبه ناشئة إلى أسواق شبه ناشئة	MSCI moroco index
ماي 2010	من أسواق شبه ناشئة إلى عدم التصنيف	MSCI trinidad & tabago index
ماي 2009	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبه الناشئة	MSCI bangladush index
ماي 2009	من الأسواق الناشئة إلى شبه الناشئة	MSCI argentina index
نوفمبر 2008	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبه الناشئة	MSCI pakistan index
نوفمبر 2008	من الأسواق الناشئة إلى الأسواق شبه الناشئة	MSCI jordan index
نوفمبر 2008	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبه الناشئة	MSCI lithuama index
نوفمبر 2007	من عدم التصنيف إلى الأسواق شبه الناشئة	MSCI serbia index
ماي 2006	من الأسواق الناشئة إلى عدم التصنيف	MSCI venzwla index
ماي 2001	من الأسواق الناشئة إلى المنظورة	MSCI greece index
نوفمبر 1997	من الأسواق الناشئة إلى المنظورة	MSCI portugal index

source: <http://www.msci.com/market-classification,2019>

نلاحظ أن عملية التقييم تتم بصورة سنوية ومستمرة، إضافة إلى وجود حركية كبيرة في تصنيفات الأسواق من قبل مؤشر مورغان ستانلي، حيث نجد أن هناك بعض البلدان تحركت مؤشرات أسواقها نحو مستويات أعلى، نظرا للإصلاحات التي قامت بها مثل السعودية، والأرجنتين، بينما تراجع مؤشرات أسواق بلدان أخرى نحو مستويات أدنى مثل: أوكرانيا، المغرب، الأردن.

### الفرع الثالث: معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفقا لمؤشر (FTSE) financial times stock exchimg

أما بالنسبة لمؤشر فوتسي راسل للأسهم العالمية فهو يركز على مجموعة من المعايير، نبينها فيما يلي:

الجدول رقم(04:01): معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية وفق مؤشر FTSE

المعايير	متطورة	ناشئة متقدمة	ناشئة ثانوية	شبه ناشئة
الناتج الوطني الإجمالي	مرتفع	مرتفع	مرتفع	مرتفع
<b>السوق والبيئة التنظيمية</b>				
وجود هيئة لتنظيم سوق الأسهم الرسمي	✓	✓	✓	
المعاملة عادلة من الأقلية المساهمين	✓	✓	✓	
لا وجود للانتقائية أو حدود على الملكية الأجنبية	✓	✓		
عدم وجود أي قيود كبيرة على إستثمار رأس المال وتحويل الأموال للخارج	✓	✓	✓	✓
حرية وتطوير سوق الأسهم	✓	✓		
حرية وتطوير سوق الصرف	✓	✓		
عدم وجود أو بساطة تسجيل المستثمرين الاجانب	✓	✓		
<b>التسوية والحفظ</b>				
التسوية- الحالات النادرة من الصفقات الفاشلة	✓	✓	✓	
الحفظ- المنافسة الكاملة في السوق لضمان جودة عالية من خدمات الحفظ	✓	✓	✓	
التسوية والمقاصة T+3/T+2 للأسواق شبه الناشئة	✓	✓	✓	
التسوية مجانية بعض الخدمات				✓
الحفظ- حساب شامل للتسهيلات المتاحة للمستثمرين الأجانب	✓	✓		
<b>التعامل في السوق</b>				
الوساطة : منافسة كاملة في السوق لضمان خدمات وسيط عالية الجودة	✓	✓	✓	
السيولة : كفاية واسعة في السوق لدعم الاستثمار العالمي	✓	✓	✓	
تكاليف المعاملات : التكاليف ضمنية وصريحة معقولة وتنافسية	✓	✓		
السماح بإقراض الأسهم				✓
السماح بالبيع على المكشوف				✓
السماح بالتداول خارج المنصة				✓
توفر آلية تداول فعالة				✓
شفافية وعمق السوق : وضوح الرؤية وتقدم التقارير الوقت المناسب	✓	✓		
<b>المشتقات</b>				
مشتقات السوق المتقدمة	✓			

Source: FTSE country classification process, 2018, p08

<http://www.FTSE.COM./Product/Downliads/FTSE.contrey.classification.paper.pdf>

الإشارة ✓: تشير إلى أن المعيار متاح

يوضح الجدول رقم (03) أن مؤشر FTSE يقسم الأسواق الناشئة إلى أسواق ناشئة متقدمة وأخرى ثانوية، ويعتمد في تصنيفه لأسواق الأوراق المالية على مجموعة من المعايير تتضمن السوق والبيئة التنظيمية، عمليات الحفظ والتسوية، التعامل في السوق وتداول المشتقات المالية، ويتم تصنيف الأسواق تبعاً لما يلي:

فيما يخص الأسواق المتقدمة نجد بأنها تحتوي على جميع المعايير المطلوبة تبعاً لمؤشر FTSE، حيث يوجد بها بنية تنظيمية متكاملة، عن طريق آليات وأنظمة فعالة للتداول والحفظ والتسوية والإفصاح على المعلومات، وتحتوي على هيئات تنظيمية وتشغيلية نشيطة تتيح الرقابة الفعالة وتنشيط السوق، وتسمح بسهولة التعامل في السوق، كما تسمح ببيئتها الاستثمارية بتداول المشتقات المالية، وعمليات البيع على المكشوف، وإقراض الأسهم والتداول خارج المنصة، والتي تعد حكرًا على الأسواق المتقدمة، إضافة إلى الإنفتاح على الإستثمار الأجنبي.

أما بخصوص الأسواق الناشئة الثانوية فتحقق تسعة معايير، وهي أقل من الأسواق الناشئة المتقدمة التي تحقق خمسة عشر معيار من إجمالي المعايير المطلوبة، حيث يوجد في الأسواق الناشئة الثانوية بنية تنظيمية جيدة للرقابة والتداول والحفظ والتسوية والشفافية في السوق، وتتصف الأسواق الناشئة المتقدمة عن الثانوية بأنها تحتوي على المعايير التي تسمح بالإنفتاح على الإستثمار الأجنبي، في حين أن الأسواق الناشئة الثانوية تقوم بإتاحة ولوح المستثمرين الأجانب بنسب ضعيفة، بعدم وجود قيود لحرية التدفقات الرأسمالية، كذلك الأسواق الناشئة المتقدمة هي في مراحل متقدمة للترقية إلى الأسواق المتطورة.

وبالنسبة للأسواق شبه الناشئة فهي تنقصها العديد من المعايير المطلوبة، فنجدها تتوقف على خمسة معايير من إجمالي واحد وعشرون معيار، حيث ما زالت بيئتها الاستثمارية تحتاج إلى تطوير، يستوجب عليها القيام بإصلاحات جذرية من أجل ترقيتها.

#### الفرع الرابع: معايير تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب مؤشر S&P Dow Jones

هو مؤشر تقوم بإصداره شركة "ستاندرد آند بورز داو جونز لمؤشرات الأسواق"، وهو مشروع مشترك بين "McGraw Hill" ومجموعة "CME" و"News Corp" التي أعلن عنها في سنة 2011، وأطلقت في عام 2012، ويقدم هذا المؤشر جملة من المعايير الفنية والكمية لتصنيف أسواق الأوراق المالية (غراية، 2016، صفحة 180).

تعتمد مؤسسة S&P Dow Jones في تصنيفها للأسواق على جملة من المعايير الكمية، إضافة إلى آراء وتجارب المستثمرين الدوليين، وتعتبره على نفس القدر من الأهمية، فالعديد من العوامل التي تستعمل لتصنيف الأسواق في مستوى معين غير قابلة للقياس الكمي، مثل لوائح وإجراءات صرف العملات الأجنبية، وجود البيانات المالية للشركات، وعوامل أخرى تختلف من سوق لآخر، وبالرغم من أنه في كثير من الأحيان تتفق المعايير الكمية مع آراء غالبية المستثمرين، إلا أنه تبقى العديد من الحالات مفتوحة للنقاش حول تصنيف الأسواق، إدراك لذلك يقوم مؤشر S&P Dow Jones بتصنيف الأسواق تبعاً لمرحلتين: (Indices, S&P Dow Jones, 2019)

كخطوة أولى يستعمل المعايير الكمية لتقييم أهلية السوق للتصنيف مبدئياً ضمن الفئات الاستثمارية (شبه ناشئة، ناشئة، متقدمة)، وإذا كانت النتائج تدل على تغيير التصنيف تعمل المؤسسة دراسة أكثر تعمقا تشمل كل من المشاورة والمعايير الكمية، المعايير الكمية تضم مجموعة من العوامل التي تعكس ظروف الاقتصاد الكلي والاستقرار السياسي، وعمليات التسوية والتداول، أما



بالنسبة لمشاورة العميل فتسعى في المقام الأول إلى تقييم الأمور التشغيلية، إضافة إلى دمج آراء المؤسسات الاستثمارية العالمية، وعلى حسب ما جاء به مؤشر S&P يتم تصنيف الأسواق تبعاً لما يلي:

أولاً: المعايير الكمية لمؤشر **s&p dow jones لتصنيف الأسواق**: تتضمن المعايير الكمية للتصنيف ما يلي:

- أ. **معايير التصنيف الأولية (الأسواق شبه الناشئة)**: في هذا المستوى يجب على الأسواق أن معيارين من ثلاثة معايير على الأقل، ليتم أخذها ضمن تصنيفات مؤشر s&p للأسواق شبه الناشئة:
  - \_ إجمالي القيمة السوقية المحلية: 2.5 مليار دولار.
  - \_ القيمة السنوية للأسهم المحلية المتداولة: أكثر من 1 مليار دولار.

ب. **معايير التصنيف الإضافية (الأسواق الناشئة)**: لتصنيف الأسواق ضمن فئة الأسواق الناشئة يجب عليها إضافة إلى توفر المعايير الأولية للتصنيف، أن تحتوي على الأقل ثلاثة من خمسة من المعايير الآتية، بالإضافة إلى تجاوز قيمتها السوقية 15 مليار دولار.

- \_ فترة التسوية T+3 أو أفضل، والتي تعكس التسوية السريعة والفعالة للصفقات.
- \_ الأخذ بعين الاعتبار تقييم أهم وكالات التصنيف السيادية، حيث ينبغي أن لا تقل عن التصنيفات BB+ الصادرة من قبل وكالتي s&p و Fitch، أو على الأقل تصنيف Baa الصادر من قبل وكالة Moody's.
- \_ عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية.
- \_ التداول الحر للعملة المحلية: فصعوبة شراء أو بيع العملة المحلية يمثل تعقيداً في عملية الاستثمار في سوق معين.

ج. **متطلبات أخرى (للأسواق المتقدمة)**: إضافة إلى الشروط السابقة الذكر، يجب أن يكون نصيب الفرد من الناتج الداخلي أو ما يعادل القوة الشرائية للفرد أكبر من 15 مليار دولار.

ثانياً. **الانحراف عن الحد الأدنى d'évirsions frome vaseline**: يوضح هذا التقييم وجود تغيير محتمل لتصنيف السوق، بحيث يعتمد في هذه المرحلة على المعايير الابتدائية السابقة، إضافة إلى معايير أخرى إضافية كمية ونوعية: (بوداح و خياري، 2016، الصفحات 422-424)

أ. **المعايير الاقتصادية والسياسية**: والتي تتضمن على تدابير الاقتصاد الكلي مثل معدل تقلب نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والحجم الكلي للاقتصاد، العوامل السياسية بما في ذلك مخاطر الحروب والقيود التي تفرضها الحكومة على الاستثمارات.

ب. **شروط الاستثمار ذات الصلة**: وتضم عمليات التسوية والصرف الأجنبي، وجود الوسائل البديلة للاستثمار في أسهم الدولة مثل إيصالات الإيداع، شروط البيع على المكشوف وتوافر العقود الآجلة.

ثالثاً. **التشاور مع العميل فيما يخص المعايير التشغيلية**: في حالة تغيير محتمل في التصنيف يجري التشاور مع العميل، ستقوم هذه المشاورة في المقام الأول بتقييم الأمور التشغيلية على النحو الآتي: (بوداح و خياري، 2016، الصفحات 422-424)

أ. **البيئة التنظيمية**: وتتطلب وجود:

- \_ وجود هيكل تنظيمي قوي يلعب دور مهم في تنظيم السوق.

- المعاملة العادلة لأقلية المساهمين.
  - تسهيل حركة رأس المال الأجنبي والدخول للمستثمرين الأجانب، إضافة إلى عدم توفر لوائح تنظيمية مفرطة لتسجيل المستثمر الأجنبي.
  - ب. هيكل السوق: يرتبط ذلك بمدى وجود آليات تضمن توفر سوق صرف أجنبي متطور، ضرورة التعامل بالعقود الآجلة وخيارات السوق، بما يضمن سيولة كافية على مستوى سوق المشتقات المالية، توفر مقيمين للحسابات وبتكاليف معقولة.
  - ج. إجماع السوق: والذي يدل على أن هناك إجماع في السوق نفسه، ورغبته في تغيير وضعه ضمن مستوى أعلى.
  - د. بيئة التداول: وتشير إلى النقاط الآتية: سيولة السوق، خدمات وساطة ذات جودة عالية، التسوية السلسلة للصفقات، المبيعات القصيرة وحسابات إقراض الأسهم، الوصول إلى المعلومات في الوقت المناسب وبأقل تكلفة، الضرائب على الأرباح الرأسمالية.
- إنطلاقاً مما سبق نجد أن أسواق الأوراق المالية تختلف فيما بينها من حيث التصنيف، باختلاف المعايير التي يشترطها كل مؤشر، وهو ما يحدد سلوك المستثمرين في الأسواق، كما يتضح أن أسواق الأوراق المالية المتطورة تعمل على تسهيل التمويل ودعم ثقة المستثمرين، وهذا عن طريق فعالية آليات وهيئات السوق في تحقيق الأهداف التي تعكس خصائصها، و المتمثلة أساساً في:
- تعميق و إتساع سوق الأوراق المالية، وتعزيز دورها في حشد رؤوس الأموال.
  - تطوير وتنويع أدوات التداول، وهو ما يرفع جاذبية السوق للمستثمرين.
  - رفع كفاءة سوق الأوراق المالية عن طريق رفع مستوى الشفافية والإفصاح في سوق الأوراق المالية.

## خلاصة الفصل:

أتاح هذا الفصل إستعراض المفاهيم النظرية لأسواق الأوراق المالية، حيث أصبح وجودها ضرورة حتمية نظرا للدور الذي تؤديه في إقتصاد البلد على المستويين الجزئي والكللي، ويشترك في تسوية المعاملات في أسواق الأوراق المالية عدد كبير من المتعاملين، وعلى الرغم من أنه يمكن التعامل بصورة مباشرة في شكل مقابلة للأوامر الممررة من قبل البائعين والمشتريين، إلا أن المعاملات المعتادة تقتضي إستعمال الخدمات المقدمة من طرف الوسطاء الماليين، بهدف تلبية رغبات المستثمرين.

ويتضح أن أسواق الأوراق المالية هي جهاز تمويلي هدفها الأساسي الربط بين المدخرين والمستثمرين عن طريق أدواتها الاستثمارية المختلفة، والمتمثلة أساسا في الأوراق المالية التي يتم إصدارها في الأسواق الأولية وتداولها في السوق الثانوية، إضافة إلى صناديق الاستثمار التي تمثل جسرا لدخول المستثمرين الصغار، إضافة إلى توفر آليات وهيئات تنظيمية فعالة، وهوما يؤثر على هيكل السوق وسيولتها وكفاءتها، من جهة أخرى تساهم العديد من العوامل المؤسسية والاقتصادية، في التأثير على مستوى الاستثمار في أسواق الأوراق المالية.

كما ينبغي أن تؤدي أسواق الأوراق المالية وظائفها بفعالية وكفاءة عالية في الإقتصاد الوطني، وتختلف أهمية أسواق الأوراق المالية من إقتصاد لآخر، وذلك نتيجة لوجود عوامل مختلفة حيث تعتبر المميزات التي يتمتع بها كل سوق، وهي المعايير التي يعرف عن طريقها مدى تطور هذه السوق وتصنيفه، حيث نجد أن هناك شركات مالية عالمية متخصصة في تصنيف أسواق الأوراق المالية حول العالم، تقترح تقسيم موحد في تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب درجة تطوره، إلى الأسواق المتطورة، الأسواق الناشئة، الأسواق شبه الناشئة (الحدودية).

ولتحديد أداء وتطور أسواق الأوراق المالية عمد الاقتصاديون إلى تكوين مجموعة من المقاييس والمؤشرات، نظرا لأهميتها في تعريف المستثمر بإتجاه أسعار الأوراق المالية وترشيد قراراتهم الاستثمارية، فضلا عن إستخدامها في تقييم أداء السوق ودرجة نشاطها وفعاليتها ونضج السوق، وبالتالي التعرف على إتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق. ويتمثل الهدف الأساسي من بحث مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية والمتمثلة في حجم السوق، وسيولته ودرجة إستقراره، ومؤشري كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية، وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي للسوق، في قياس أثر هذا التطور على قدرة السوق على تنمية الموارد المالية وتخصيصها، على نحو أكفأ للمشاريع الاستثمارية.

وحتى يتضح دور تطور أسواق الأوراق المالية في النشاطات الاستثمارية، سنعرض في الفصل الموالي أثر تطور أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي.

## الفصل الثاني

### علاقة تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي

---

المبحث الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للنمو الاقتصادي

المبحث الثاني: العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

المبحث الثالث: دور تطور سوق الأوراق المالية في النمو

الاقتصادي

---

تمهيد:

يعتبر النمو الاقتصادي الهدف الرئيسي لصانعي السياسة الاقتصادية في أي بلد، بإعتباره السبيل الوحيد لتحسين مستويات المعيشة ، ويرتبط النمو بمجموعة من العوامل الرئيسية التي تعد الحاضنة لتطوره، ومن أهمها وجود نظام مالي قوي تسمح مؤسساته بتحقيق وظائفه بشكل جيد، ومن بينها أسواق الأوراق المالية التي تعتبر قاعدة أساسية للإدخار والتمويل والاستثمار. وتعد دراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الحقيقي والمتغيرات المالية من الدراسات التي لاقى إهتمام الباحثين، وأبدت المساهمات الأولى إهتماماً كبيراً لدراسة الدور الذي يلعبه الوسطاء الماليين في عملية تراكم رأس المال، وتخصيص الموارد المالية المتاحة، دون الأخذ بعين الاعتبار دور سوق الأوراق المالية التي تعتبر جزء لا يتجزأ من التطور المالي، وفي الآونة الأخيرة عرفت أسواق الأوراق المالية إهتماماً كبيراً من قبل حكومات الدول، نظراً لما تقدمه من وظائف مهمة إتجاه جميع المتعاملين الاقتصاديين ومختلف أفراد المجتمع.

غير أن الكثير من الاقتصاديين والمفكرين إختلفوا في طبيعة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، هل تطور سوق الأوراق المالية يؤثر في النمو الاقتصادي، أم أن النمو الاقتصادي يؤثر في تطور سوق الأوراق المالية، وإختلفوا حول دور تطور سوق الأوراق المالية في دفع عجلة النمو الاقتصادي، بين مؤيد بالإيجاب ورافض بالسلب و محايد. من خلال ما سبق يمكن تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث نتناول في المبحث الأول مفاهيم عامة حول النمو الاقتصادي، و نظريات النمو في الفكر الاقتصادي، بينما المبحث الثاني فتعرض إلى التطور المالي و النمو الاقتصادي، و نتطرق في المبحث الثالث إلى دور تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

### المبحث الأول: الاطار المفاهيمي والنظري للنمو الاقتصادي

لقد اختلف الاقتصاديون حول مفهوم النمو الاقتصادي، حيث أن مفهومه يتغير بتطور الفكر الاقتصادي وبالتالي فقد أعطيت له عدة نظريات تعكس كل واحدة منها توجهات الاقتصاديين، يعود الفضل في تبيان مفهوم النمو الاقتصادي إلى مفكري المدرسة الكلاسيكية، لتتواصل النظريات المفسرة لمفهوم النمو، ونقدم فيما يلي مفاهيم وأسس حول النمو الاقتصادي، وأهم نظريات النمو في الفكر الاقتصادي.

#### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول النمو الاقتصادي

وستنتظر من خلال هذا المبحث إلى مفهوم النمو الاقتصادي، ثم سنتناول الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

#### الفرع الاول: مفهوم النمو الاقتصادي

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى تعريف النمو الاقتصادي و مصادره وأنواعه.

أولاً. تعريف النمو الاقتصادي: لقد تعددت مفاهيم النمو الاقتصادي تبعاً لوجهات النظر المتبناة لذلك سنتطرق إلى أشهرها فيما يلي:

أ. يعرف النمو الاقتصادي بأنه "حدوث زيادة في إجمالي الناتج أو إجمالي الدخل الوطني، بما يحقق زيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي" (القرشي، 2017، صفحة 29)، يتضمن هذا التعريف تحقق الشروط الأساسية الآتية: (جبار، 2019، صفحة 91)

1. أن إرتفاع الناتج المحلي الإجمالي ينبغي أن يترتب عليها إرتفاع في نصيب الفرد منه، ومن ثم فإن معدل نمو الدخل الوطني أو الناتج المحلي الإجمالي ينبغي أن يكون أكبر من معدل النمو السكاني، حيث أنه في الغالب يشكل هذا الأخير عائق أمام النمو الاقتصادي، وعليه يمكن كتابة المعادلة الآتية :

$$\text{معدل النمو الاقتصادي} = \text{معدل نمو الدخل الوطني} - \text{معدل النمو السكاني}.$$

2. ينبغي أن يكون الإرتفاع في دخل الفرد حقيقي وليس نقدي فقط، بمعنى أن تزيد الزيادة النقدية في دخل الفرد الإرتفاع في المؤشر العام للأسعار (التضخم)، فالعديد من الدول فشلت في إحتواء زيادة الأسعار نتيجة لتحرير إقتصاداتها، وهو ما نتج عنه إرتفاع المداخيل كالمرتبات والمعاشات وغيرها من المداخيل، بصورة آلية كنتيجة لزيادة الأسعار إلا أن هذه الزيادة في دخل الفرد بقيت إسمية، لم تؤدي إلى حصول الأفراد على كميات إضافية من السلع والخدمات. وعليه يمكن كتابة المعادلة الآتية:

$$\text{معدل النمو الاقتصادي} = \text{معدل الزيادة في الدخل النقدي الفردي} - \text{معدل التضخم}.$$

3. ينبغي أن يكون الإرتفاع المحقق في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أو في متوسط نصيب الفرد مستمرة في المدى الطويل وليس أي يزول بزوال مسبباته، وخير مثال على ذلك ما حدث إبان الأزمة النفطية في سبعينيات القرن الماضي، حيث حققت بعض دول الأوبك إرتفاع كبير في الناتج الوطني الإجمالي نتيجة زيادة أسعار النفط، مما أدى إلى إرتفاع نصيب الفرد منه.

ب. ويرى الاقتصادي S.KUZNET أن النمو الاقتصادي لبلد ما يمكن تعريفه: " كإرتفاع طويل الأجل في إمكانيات الدولة على عرض سلع إقتصادية متنوعة بشكل متزايد للسكان، وتستند هذه الإمكانيات المتنامية في القدرة الإنتاجية إلى التكنولوجيا المتقدمة، والتكيف المؤسسي والإيديولوجي المطلوب لها"، هذا التعريف يتكون من ثلاث مكونات أساسية وهي: التركيز على الارتفاع في الناتج الوطني طويل الأجل وبالتالي على النمو المستدام وليس العابر، دور التطور التكنولوجي في التمويل طويل الأجل، وجود إطار مؤسسي وإيديولوجي جيد مما يبرز دور النظام المؤسسي في عملية النمو (خشيب، صفحة 05).

ج. أما جون ريفوار فيعرفه بأنه: "التحول التدريجي للاقتصاد عن طريق الزيادة في الإنتاج أو الرفاهية، بحيث الوضعية التي يصل إليها الاقتصاد هي في إتجاه واحد نحو الزيادة في هذه الأخيرة، وبصفة أدق يمكن تعريف النمو بالزيادة في إجمالي الدخل الداخلي للبلد مع كل ما يحققه من زيادة في نصيب الفرد من الدخل الحقيقي" (خشيب، صفحة 06).

د. وقد عرف محمد حسين وجدي النمو الاقتصادي على أنه: "الزيادة في الدخل الفردي الحقيقي نتيجة حصول تغيرات عضوية في مكونات المجتمع الاقتصادي، تعكس بصفة تلقائية زيادة في طاقة البلد الإنتاجية يتسع بها حجم الإنتاج الحقيقي من السلع والخدمات، أو تزداد بها عوامل الإنتاج وترتفع إنتاجيتها، مع إحتفاظ تعداد السكان بمعدل تزايد طبيعي" (وجدي، 1973، صفحة 26).

هـ. كما يجد بعض الاقتصاديين أن سر النمو الاقتصادي لأي دولة يتمثل في التقدم الفني والتقني إلى جانب النمو السكاني، والادخار ومخزون رأس المال (الاستثمار)، وأن النمو لا يتمثل في توفر الموارد الطبيعية بصورة كبيرة، بقدر ما هو الاستخدام الأمثل لتلك الموارد والإستفادة من وفورات الحجم الكبيرة (جوهرة، 2018، صفحة 195).

من خلال التعاريف السابقة يمكن إستخلاص أن النمو الاقتصادي، هو عبارة عن ظاهرة كمية تعبر عن الزيادة في كمية السلع والخدمات المنتجة في دولة ما خلال فترة زمنية معينة، يصاحبها زيادة في نصيب الفرد من تلك الزيادة، وبالتالي يركز على التغيير الكمي المتواصل للطاقة الإنتاجية، ومدى إستغلال الموارد المتاحة، وبذلك فهو يعد دليل على نجاح النشاطات الاقتصادية وغير الاقتصادية في البلد.

ثانيا. مصادر النمو الاقتصادي: تحدث عملية النمو الاقتصادي نتيجة لتفاعل مصادرها مع بعضها البعض في عملية إنتاج السلع والخدمات من قبل الاقتصاد ويرتفع الدخل بسببها، وفيما يلي نتطرق لهذه المصادر:

أ. العمل والموارد البشرية: تتضمن مدخلات العمل من كميات العمالة ومهارات القوى العاملة، حيث يرى العديد من الاقتصاديين أن جودة مدخلات العمل من المهارات والمعرفة، وإنضباط القوى العاملة من أهم مصادر النمو الاقتصادي، فربما تمتلك الدول أحدث التقنيات من آلات وحواسيب ومعدات صناعية ثقيلة، لكنها تحتاج لإستخدامها بشكل فعال توفر عمالة ماهرة ومدربة، لذلك يؤدي تطوير مستويات التعليم، وقدرة العاملين على إستخدام التكنولوجيا في مجال العمل، دورا هاما في إرتفاع الإنتاجية (فعلول و سائد، 2022، صفحة 1).

ب. رأس المال: يتكون رأس المال من المعدات والهيكل والآلات والمخزونات تساعد على تحسين القدرة الإنتاجية للاقتصاد، فمخزون رأس المال ما هو إلا كمية الأصول المستخدمة لإنتاج السلع والخدمات، في نفس الوقت يرتبط الاستثمار ارتباطا

وثيقا بمخزون رأس المال وعليه يمكن تعريف الاستثمار أنه كمية رأس المال الجديد المضاف إلى مخزون رأس المال الحالي عند كل فترة، ويمثل صافي الاستثمار الزيادة الصافية في مخزون رأس المال خلال فترة زمنية معينة (حواس أ.، 2021، صفحة 48) ، ويعتبر التراكم الرأسمالي السبب الرئيسي في ضرورة إن تخصص الموارد الاقتصادية بين جانبي الإنتاج والاستهلاك، لان توجيهها للاستهلاك بنسبة معتبرة يحد من مخزون رأس المال الذي يسمح بإستمراية النشاط الاقتصادي، وعليه فالاستثمار في التكوين الرأسمالي يعزز من الإمكانيات الإنتاجية للاقتصاد، وتكون بدايته إقتطاع المجتمع لجزء من دخله وإدخاره، ومن ثم تحويل هذه المدخرات إلى استثمارات تساعد في زيادة الناتج المحلي الإجمالي (جوهرة، 2018، صفحة 197).

ج. **التقدم التقني والابتكار:** يعد مكونا حيويا في النمو الاقتصادي لكل مستويات الحياة المعيشية، وقد أدى توفر التقنية المتقدمة في مجال تقنيات المعلومات والحاسب الآلي والالكترونيات بدرجة كبيرة إلى إحداث تغييرات في عمليات الإنتاج، وإدخال منتجات وخدمات جديدة الى الأسواق، حيث ساعدت هذه التقنيات المتطورة في تحسين الإنتاجية ورفع جودة المنتجات وكمية الإنتاج (فعلول و سائد، 2022، صفحة 2).

ويعتبر التقدم التقني عاملا خارجيا في نظرية الإنتاج وفق نماذج النمو التقليدية، في حين يعتبر أصحاب نظرية النمو الداخلي أن التقدم التقني منتج النظام الاقتصادي، فيمكن إذن إنتاج التقدم التكنولوجي ويظهر إذن كمتغير داخلي، حيث يمكن إنتاج التقدم التقني عن طريق تحسن رأس المال الثابت الموجود بالاستثمار في البحث والتطوير، الاستثمار في تكوين رأس المال البشري (بودواية، 2018، صفحة 48).

من خلال ما سبق فإن إنتاج السلع والخدمات يرتبط بتراكم عوامل الإنتاج، المتمثلة في العمل ورأس المال والتطور التقني، وبالتالي تعد الدعائم الرئيسية للنمو الاقتصادي في أغلب الدول.

ثالثا. **أنواع النمو الاقتصادي:** يمكن تصنيف أنواع النمو الاقتصادي إلى:

أ. **النمو التلقائي:** ويقصد به ذلك النمو الذي يحدث بفعل قوى السوق التلقائية دون إتباع أي تخطيط اقتصادي، حيث يتحقق بفعل قوى ذاتية أي جهود القطاع الخاص أو المؤسسات الاقتصادية على مستوى الدولة، ويكون لهذه اللاحيرة في هذه الحالة دورا مكملا للسوق (بوبكر و مكاوي، 2021، صفحة 204) .

ب. **النمو العابر:** وهو النمو الذي يتميز بالزوال وعدم الاستمرار، وذلك نتيجة لعوامل خارجية مؤقتة تستحدثه وسرعان ما يرافقه زوال النمو، وهذا النوع نراه خاصة في الدول النامية (بوبكر و مكاوي، 2021، صفحة 204).

ج. **النمو المخطط:** ويكون ناتجا عن عملية تخطيط شاملة لموارد ومتطلبات الاقتصاد الوطني، وبالتالي يكون للحكومة دور محوري في هذا النوع من النمو، و يكون أساس هذا النمو هو سيادة الملكية الاجتماعية لوسائل الإنتاج الأساسية و التخطيط الشامل، حيث يتحقق النمو إنطلاقا من خطة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية (بوبكر و مكاوي، 2021، صفحة 204).

د. **النمو المتوازن:** وهو أن تنمو مختلف القطاعات الاقتصادية نموا متناسقا ومتساويا، حيث يتحقق بمجموعه نموا منتظما ومتكاملا وسليما، يسهل نقل الاقتصاد الوطني إلى مرحلة متقدمة من النمو (سلمان، 2015، صفحة 280).



هـ. النمو غير المتوازن: وهو أن تنمو مختلف القطاعات الاقتصادية نموا مترابطا ولكن ليس متساوي، بشرط أن لا يذهب أحد القطاعات الاقتصادية أو أحد فروع الإنتاج بعيدا عن سير النمو العام للاقتصاد الوطني (سلمان، 2015، صفحة 280).

و. النمو التوسعي: يقوم النمو الاقتصادي التوسعي على نمو العوامل التقليدية للإنتاج، ومن خلاله تتغير كافة العناصر الإنتاجية ويترتب عليها زيادة الطاقة الإنتاجية ككل، وهو يعني إرتفاع كميات عوامل الإنتاج وإرتفاع الناتج الحقيقي تناسبيا مع إستخدام عوامل الإنتاج، بدون مجهود حقيقي في إنتاجية عوامل الإنتاج (بودواية، 2018، صفحة 48).

ز. النمو التكتيفي: يقوم النمو الاقتصادي التكتيفي على زيادة الطاقة الإنتاجية نتيجة التحسينات التقنية، وفي هذه الحالة يلعب التقدم التكنولوجي دورا هاما، والذي يمكن أن يكون نتيجة لفعل خارجي للاقتصاد أو نتيجة للنشاط الاقتصادي نفسه، كالإرتباط ما بين نفقات البحث والتطوير، الإبتكار وتحسن الإنتاجية، وعليه فالنمو الاقتصادي التكتيفي هو نتيجة للتحسن الذي يحدث في فعالية تنظيم وتنسيق الإنتاج، فالإقتصاد يمكن أن ينمو بطريقة توسعية بإستخدام موارد أكثر مثل الرأسمال المادي، البشري أو الطبيعي، ويمكن أن ينمو بطريقة تكتيفية بإستخدام نفس الكمية من الموارد لكن بطريقة أكثر إنتاجية (بودواية، 2018، صفحة 48).

رابعا: خصائص و مقاييس النمو الاقتصادي: تتمثل خصائص ومقاييس النمو الاقتصادي فيما يلي:

أ. خصائص النمو الاقتصادي: يمتاز النمو الاقتصادي بعدة خصائص نذكر منها: (بورحلة، 2021، صفحة 117، 118)

1. لا يهتم النمو الاقتصادي بتوزيع عائدته، أي أنه لا يركز على من يستفيد من ثمار النمو الاقتصادي.
2. النمو الاقتصادي يحدث تلقائيا ولذلك لا يحتاج إلى تدخل من جانب الدولة.
3. يعتبر النمو الاقتصادي تراكمي بطبيعته، فلو أن دولة معينة تنمو بمعدل أسرع من أخرى، فإن الفجوة بين المستويات في كل منهما تتزايد باطراد.
4. يؤدي النمو الاقتصادي إلى تحسين المستويات المعيشية في الأجل الطويل، ويتطرق كذلك إلى سياسات إعادة توزيع الدخل بين أفراد المجتمع بصورة أكثر سهولة ويسر.
5. النمو الاقتصادي يؤدي إلى خلق العديد من فرص الاستثمار.
6. يلعب النمو الاقتصادي أهمية كبيرة في الأمن الوطني.

ب. مقاييس النمو الاقتصادي: عادة ما يستخدم الاقتصاديون مؤشري إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، ونصيب الفرد من الدخل بهدف إجراء دراسات حول الأداء الاقتصادي، ومستويات المعيشة والرفاهية والتنمية الاقتصادية في الدول، وهنا يعرف النمو الاقتصادي على أنه " التغير المثوي النسبي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي أو لنصيب الفرد من الدخل" (حواس، 2021، صفحة 04)، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

1. الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي: يعتبر الناتج المحلي الإجمالي من بين المؤشرات الأكثر إستخداما لقياس النمو الاقتصادي للدول، فحسب Simon Kuznets يمكن إستخدام معيار الناتج المحلي الإجمالي الذي ينتجه سكان بلد ما

بالأسعار الثابتة لقياس النمو الاقتصادي، ويتمثل الناتج المحلي الإجمالي في إجمالي القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية التي ينتجها سكان البلد خلال مدة زمنية تقدر بسنة واحدة (بلهوشات، محيرق، و قابوسة، 2020، صفحة 82)، ويقاس النمو من خلال مقارنة الإرتفاع في الناتج المحلي الإجمالي مع إجمالي الناتج المحلي في سنوات سابقة ويقدر الناتج المحلي بالقيمة الحقيقية، أي بإستبعاد أثر التضخم في الناتج المحلي الإجمالي (الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يساوي الناتج المحلي الإجمالي الإسمي مقسوم المستوى العام للأسعار)، فالتغير النسبي في الإنتاج الحقيقي يعكس مستوى النشاط الإقتصادي ويسمى بمعدل النمو الاقتصادي (عبد صبار، 2014، صفحة 269).

2. **متوسط نصيب الفرد من الدخل:** يعد متوسط نصيب الفرد من الدخل من أكثر المعايير إستعمالا حسب العديد من الإقتصاديين، إلا أن قياسه يعرف بعض المشاكل والصعاب، مما يجعل مقارنة المجتمعات به غير دقيقة لإختلاف طرق القياس والتقدير، كذلك التي تعتمد في حسابه على إجمالي السكان، أو التي تقوم بحسابه إنطلاقا من السكان العاملين فقط، فحساب الدخل لجميع السكان مفيد من نواحي الاستهلاك، أما حسابه لقوة العمل فهو مفيد من نواحي الإنتاج (كيسرى و طاهري، 2016، صفحة 08)، ويبرز دور نمو الدخل الفردي في إبراز العلاقة بين نمو الإنتاج ونمو السكان، ويعد هذا المقياس كمقياس عيني للنمو، أي يقيس النمو المحقق على مستوى كل فرد من حيث زيادة ما ينفقه، ويحسب من خلال نسبة الدخل الوطني إلى عدد السكان (بن قدور، 2013، صفحة 64)، وهناك طريقتين لقياس النمو على المستوى الفردي وهما: (القرصو، 2019، صفحة 52، 53)

**معدل النمو البسيط:** ويستعمل هذا المعيار لحساب نمو الدخل في فترتين زمنيتين متتاليتين ويكتب وفقا للصيغة الآتية:

$$CM_S = \frac{Y_t - Y_{t-1}}{Y_{t-1}} 100$$

حيث:

$CM_S$ : معدل النمو البسيط.

$Y_t$ : الدخل الحقيقي في السنة t.

$Y_{t-1}$ : الدخل الحقيقي في السنة t-1.

**معدل النمو المركب:** يقيس معدل النمو السنوي في الدخل كمتوسط خلال فترة زمنية طويلة نسبيا، ويوجد طريقتين

لحسابها طريقة النقطتين وطريقة الانحدار، ويعطى بالعلاقة التالية:

– يحسب معدل النمو المركب باستعمال طريقة النقطتين كالاتي :

$$Y_N = (1 + CM_C)^N$$

$$CM_C = \sqrt[N]{\frac{Y_N}{Y_0}} - 1$$

$CM_C$ : معدل النمو المركب.

N : فرق عدد السنوات بين أول وآخر سنة في الفترة.

$Y_0$ : الدخل الحقيقي لسنة الأساس.

$Y_N$ : الدخل الحقيقي لآخر فترة (N).

– ونجد كذلك طريقة الإنحدار لحساب معدل النمو المركب، وصيغتها كما يلي:

$$InY_t = A + CM_{ct} \rightarrow CM_{ct} = InY_t - A$$

$InY_t$ : اللوغاريتم الطبيعي للدخل في السنة (t).

A: ثابت.

$CM_{ct}$ : معدل النمو المركب في السنة (t).

t: الزمن.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن التمييز بين ثلاث أنواع من مقاييس النمو الاقتصادي من خلال دراسة مؤشرات الاقتصاد الكلي وهي كالتالي: (ايهاب، 2020، صفحة 52، 53)

1. **المعدلات النقدية للنمو**: يتم حسابها على أساس تقييم منتجات البلد والتي تتضمن قيمة السلع والخدمات، ويعد هذا الأسلوب الأسهل رغم وجود بعض التحفظات عليه، وأهمها سوء التقدير خاصة إنتاج الخدمات و إغفال أثر التضخم، وتميز بين ثلاث معدلات للنمو تبعا لإختلاف الأسعار المستعملة وهي:

- **معدلات النمو بالأسعار الجارية**: يتم إستعمال عملة البلد المحلية لقياس معدلات النمو، وهذه المعدلات لا تعبر بصورة دقيقة عن الزيادة الحقيقية في الإنتاج أو الدخل، وذلك نتيجة لظاهرة التضخم الاقتصادي وارتفاع الأسعار.
- **معدلات النمو بالأسعار الثابتة**: يتم قياس الناتج المحلي بالأسعار الثابتة، أي يتم تعديل بيانات معدلات النمو بالأسعار الجارية إستنادا للأرقام القياسية للأسعار.
- **معدلات النمو بالأسعار الدولية**: يستعمل هذا المقياس في حالة إجراء الدراسات الاقتصادية الدولية المقارنة، حيث لا يمكن إستعمال العملات المحلية، نظرا لإختلاف أسعار تحويل العملات من دولة لأخرى.

2. **المعدلات العينية للنمو**: نظرا لزيادة عدد السكان في الدول النامية بدرجة متقاربة مع معدلات نمو الناتج والدخل، صار من الضروري إستعمال مؤشرات معدلات نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، حيث تقيس هذه المعدلات النمو الاقتصادي في علاقته مع معدلات نمو السكان، أما في مجال الخدمات كان لابد من إستعمال بعض المقاييس العينية مثل: عدد الأطباء لكل ألف نسمة، نصيب الفرد من الغذاء.

3. **مقارنة القوة الشرائية**: تستخدم المؤسسات الدولية عند نشرها التقارير الخاصة بالنمو الاقتصادي، المقارنة لدول العالم على مقياس قيمة إجمالي الناتج الوطني مقوما بأسعار الدولار الأمريكي، وتحدد القيمة الخارجية لسعر الصرف لبلد ما وفقا لقوته الشرائية في السوق المحلية، مقارنة بالأسعار السائدة للبلدان الأخرى المشاركة معها في المعاملات التجارية.

### الفرع الثاني: النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية

يعتبر النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية من المفاهيم الاقتصادية الشائعة، والمرتبطة بطبيعة النمو الاقتصادي الذي تحققه الدول على مرور الزمن، إضافة إلى طبيعة الإنجازات التنموية التي حققتها الدول، وإن مصطلحي التنمية الاقتصادية والنمو

الاقتصادي يتردد في أوساط الاقتصاديين والعديد من الناس، ولكن هناك صعوبة في التفرقة بينهما، وهذا ما سوف نتطرق إليه في هذا الفرع.

أولاً. مفهوم التنمية الاقتصادية: هناك العديد من التعاريف للتنمية الاقتصادية، وستعرف على أهمها فيما يلي:

أ. تعرف التنمية الاقتصادية على أنها "عملية إحداث مجموعة من التغيرات الجذرية في مجتمع ما، و هذا بهدف إكساب ذلك المجتمع القدرة على التطور الذاتي المتواصل بمعدل يضمن التحسن المتزايد في نوعية الحياة لكل أفراد، بمعنى إرتفاع قدرة المجتمع على الاستجابة للمتطلبات الأساسية والحاجة المتنامية لأعضائه، بالصورة التي تكفل إرتفاع درجات إشباع تلك الحاجات، عن طريق الترشيد المستمر لإستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة، وحسن توزيع ذلك الإستغلال" (القريشي، 2017، صفحة 48).

ب. ويذهب (F. Perroux) في تعريف التنمية الاقتصادية إلى أنها "التنسيق بين المتغيرات الفكرية والاجتماعية للسكان تجعلهم قادرين على زيادة الناتج الحقيقي بطريقة مستمرة ودائمة، ومهما كان النظام الاقتصادي المطبق فإن النمو يعد-النسغ الضروري للتنمية-المتصل أو الدائم أو الحقيقي، يواجه العديد من التحديات الفكرية والاجتماعية للسكان" (القريشي، 2017، صفحة 48).

ج. ويعرف (Amarty Sen) التنمية الاقتصادية على أنها "عملية توسيع لحريات البشر الحقيقية خدمة لرفاهيتهم الاجتماعية والحقوق السياسية، وحتى تكون التنمية الاقتصادية موجهة للبشر فيجب أن يكونوا هم اللاعب الأساسي في عملية التنمية الاقتصادية، وفي هذه الحالة فقط يمكن لهؤلاء الناس من أن يدعموا التنمية الاقتصادية، عن طريق المشاركة في إتخاذ القرارات التي تشكل مسار حياتهم، وقد فرق بين الوسائل والهدف فيرى أن النمو الاقتصادي، والكفاءة الاقتصادية، والتصنيع كلها وسائل أما التنمية الاقتصادية فهي الهدف" (بودواية، 2018، صفحة 20).

د. ويشير مصطلح التنمية الاقتصادية على وجه الخصوص إلى "العملية التي يتم من خلالها زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي باستمرار، وذلك من خلال زيادة متوسط إنتاجية الفرد وإستخدام الموارد المتاحة لزيادة الإنتاج خلال تلك الفترة" (شاهين، 2021، صفحة 01)

نستخلص مما سبق أن التنمية الاقتصادية هي عملية ينتج عنها إحداث جملة من التغيرات الإيجابية لمجتمع محدد في كافة المجالات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية، حتى يصبح هذا المجتمع قادر على التطور الذاتي المستمر وإستمرار التحسن في نوعية الحياة لأفراده، كما أنه لا يمكن تحقيق التنمية الاقتصادية دون القيام بتطوير القدرات البشرية ومهاراتها الإبداعية.

ثانياً. الفرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية: هناك إختلاف بين مصطلحي النمو والتنمية الاقتصادية، فهما يتفقان في حدوث زيادة مستمرة وحقيقية في إجمالي الناتج المحلي، غير أن هذه الزيادة قد تكون تلقائية في حالة النمو، فيما تعني تغير مع تحسن بفعل إجراء في حالة التنمية الاقتصادية، وكذلك تلك الزيادة في حالة النمو تتأتى من تغيرات في عوامل الإنتاج-مثل العمل ورأس المال-، أما التنمية الاقتصادية فهي أوسع نطاقاً لكونها تتضمن النمو متبوعاً بتغيرات هامة في المؤسسات الثقافية، والسياسية والاجتماعية، بالإضافة إلى تغييرات في الهياكل الاقتصادية (شاهين، 2021، صفحة 01).

كذلك يرى الاقتصادي كندليبركر (Kindleberger) أن التنمية الاقتصادية "هي عبارة عن الزيادة في كمية الإنتاج، مع التغير في المؤسسات والترتيبات التي عن طريقها يتحقق الإنتاج، ويرى أن الفرق بين التنمية والنمو الاقتصادي هو أن النمو زيادة في الناتج الوطني الإجمالي، وتغيرات نموذجية في الإنتاج والتوزيع وتخصيص المدخلات" (دحام، 2013، صفحة 61).

يتضح أن التنمية الاقتصادية أشمل من النمو الاقتصادي، فهي تحتوي على التغيرات الكمية والهيكلية إضافة إلى التغيرات النوعية التي تحدث في الاقتصاد، وبالتالي يعتبر النمو الاقتصادي من أهم المقاييس لتقييم التنمية الاقتصادية، حيث أنه يقيس الجانب الكمي فقط للنشاط الاقتصادي (شاهين، 2021، صفحة 02).

وجاء J. Walinsky بتعريف شامل للتنمية الاقتصادية بالإضافة إلى التفريق بين التنمية والنمو الاقتصادي، فيقول "التنمية الاقتصادية بالنسبة للاقتصاديين تعني قبل كل شيء النمو الاقتصادي، أي زيادة إجمالية في إنتاج السلع والخدمات بمعدل أسرع من نمو السكان، والنمو الاقتصادي في الحقيقة هو أهم عنصر منفرد في التنمية الاقتصادية وهو أساسي لها، غير أنه ليس مرادفا تماما للتنمية الاقتصادية ولا يكفي وحده لضمان تحقيقها" (بودواية، 2018، صفحة 22).

كما أنه يمكن حدوث نمو اقتصادي سريع بينما يحدث تباطؤ في عملية التنمية الاقتصادية، نظرا لعدم إتمام التحولات الجوهرية التي ترافق عملية التنمية أو تسبقها في العمليات الاجتماعية والمؤسسية والتقنية والتكنولوجية والسياسية والاقتصادية، والتي تعمل على إنطلاق وتفعيل القدرات البشرية والمهارات الإبداعية للناس، وتساعد على توفير طاقات جديدة إدارية وعلمية وتقنية في المجتمع تمكنه من مواصلة التقدم على كل الجهات (وعيل، 2014، صفحة 15).

وغالبا يشار إلى نظريات النمو الاقتصادي عندما يكون الحديث عن الدول المتقدمة، حيث تستهدف إرتفاع كمية الإنتاج من خلال التغير في عوامل الإنتاج وتحسن كفاءة استخدامها، مما يترتب على هذه العملية إرتفاع الدخل الوطني والفردى، ونجد نظريات التنمية عندما نتحدث عن المشكلات الاقتصادية المتعلقة بالدول النامية، فالتنمية في الدول النامية لا تعني فقط تحقيق معدل مرتفع للنمو الاقتصادي، وإنما أيضا تحقيق الاستقلال الاقتصادي والتحرر من قيود التبعية للخارج، والتوسع في الحريات السياسية والديمقراطية (شاهين، 2021، صفحة 02).

ومن خلال دراسة الفروق بين النمو والتنمية الاقتصادية يمكن إيجاز أهم الملاحظات، حيث نميز أن النمو الاقتصادي هو ظاهرة كمية، تشير إلى الزيادة المستمرة في السلع والخدمات المنتجة من قبل دولة محددة، بينما التنمية الاقتصادية هي مفهوم كيفي، تشمل إضافة إلى رفع معدلات النمو إحداث تغييرات هيكلية في مؤسسات وهيئات الاقتصاد الوطني، بما يضمن إستمرار تحسن المعيشة، كما يقتضي تحقيق النمو الاقتصادي بالبلدان النامية إحداث تغييرات هيكلية و شاملة، في مجموعة الهياكل الثقافية والتقنية والاجتماعية والسياسية والاقتصادية.

### المطلب الثاني: تحليلات المدارس الكلاسيكية، الماركسية و النيوكلاسيكية حول النمو الاقتصادي

يتغير مفهوم النمو الاقتصادي بتطور الفكر الاقتصادي، ومن ثم فقد أعطيت له عدة نظريات تعكس كل واحدة منها توجهات وإيديولوجيات الاقتصاديين، وظروف الحقبة الاقتصادية السائدة، وسنتطرق فيما يلي إلى إسهامات النظرية الكلاسيكية و الماركسية ثم النيوكلاسيكية.

#### الفرع الأول: النمو الاقتصادي في ضوء أفكار المدرسة الكلاسيكية

يعد الاقتصاديون الكلاسيكي أصحاب السبق في تفسير النمو الاقتصادي، ولقد ركز الاقتصاديون الكلاسيكي Adam Smith و David Ricardo و Robert Malthus Karl Marx إهتمامهم على تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي، ودرسوا بشكل خاص المحددات والقيود التي تواجه عملية تراكم رأس المال، وتوسع الاقتصاديات الرأسمالية، يمكن حصر عناصر النظرية فيما يلي: (خشيب، صفحة 12)

- سياسة الحرية الاقتصادية: حرية المنافسة الكاملة، الحرية الفردية، التكوين الرأسمالي مفتاح التقدم، البعد عن أي تدخل للدولة في الحياة الاقتصادية.
  - الربح هو الحافز للاستثمار: حيث أنه كلما إرتفع معدل الربح إرتفع معدل الادخار والاستثمار.
  - ميل الأرباح نحو الانخفاض: وهذا نظرا لزيادة حدة المنافسة بين الرأسماليين على التكوين الرأسمالي.
  - حالة السكون: يرى الكلاسيكي حتمية الوصول إلى حالة الاستقرار كنهاية لعملية التكوين الرأسمالي، وبالتالي تلاشي النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.
- وبالرغم من الإتفاق في المبادئ إلا أن هناك فروقات فيما يخص وجهة نظر كل مفكر، وعليه سنقوم بعرض أفكار بعض أبرز رواد الفكر الكلاسيكي:

أولا. نظرية النمو الاقتصادي لدى آدم سميث Adam Smith: قدم آدم سميث في كتابه "البحث عن طبيعة وأسباب ثروة الأمم" الذي نشر سنة 1776 الدعائم الأولى لنظرية النمو الاقتصادي، فتبعاً لآدم سميث الزيادة في الثروة أو النمو الاقتصادي يتحقق من خلال تقسيم العمل، حيث يسمح ذلك برفع إنتاجية العمال (شاهين، 2021، صفحة 07)، كما أكد آدم سميث أن تقسيم العمل مرتبط بمدى إتساع حجم السوق، فكلما كانت السوق أكبر حجماً زادت فرص التخصص وتقسيم العمل، وهو ما يسمح بزيادة الإنتاجية ممثلة بتخفيض إنتاج وحدة واحدة، كما تعمل هذه التخفيضات على رفع قدرة الأسواق الوطنية لإختراق الأسواق الدولية، ويحدث إتساع لحجم السوق وإمكانية أكبر للتخصص وتقسيم العمل (حواس، 2021، صفحة 73).

وقد إعتبر آدم سميث أنه عندما تبدأ عملية النمو فإنها تصبح متجددة ذاتياً، ففي ظل توفر التراكم الرأسمالي ووجود السوق الكافي، فإن تقسيم العمل والتخصص يأخذ مكانه وهو ما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الانتاج وبالتالي زيادة الدخل، ومنه إرتفاع الادخار والاستثمار-تقسيم أكبر للعمل- وبالتالي إرتفاع الدخل بمقدار أكبر، إلا أنه يشير في الوقت نفسه إلى أن هذه العملية التراكمية للنمو لها حدود، فحسب رأيه العامل الذي يوقف عملية النمو هو ندرة الموارد الطبيعية، فمع تقدم وإنتعاش الاقتصاد من خلال التراكم ونمو السكان تزداد صعوبة التغلب على قيد الموارد الطبيعية، ومن ثم يتراجع دخول أصحاب رأس المال حتى تتلاشى

المحفزات لتراكم رأس المال الجديد، فحسب آدم سميث يتجه كل من الربح والادخار ومعدل التراكم الرأسمالي في المدى الطويل نحو الإنعدام، وبالتالي تلاشي النمو الاقتصادي (حواس، 2021، صفحة 07).

ثانياً. نظرية النمو الاقتصادي لدى دافيد ريكاردو **David Ricardo**: يعتبر Ricardo أن الزراعة أهم القطاعات الاقتصادية، لأن الأرض بالنسبة إليه هي أساس أي نمو اقتصادي، فهي توفر الغذاء للسكان وهي تتصف بتناقص الغلة، مما يعني تناقص العوائد والذي يعد مسبباً لحالة الركود، وفي رأي Ricardo هناك ثلاث مجموعات اقتصادية في نموذج التنمية هم الرأسماليون والعمال الزراعيون وملاك الأراضي، وفي كتابه بعنوان **Principles Political Economy and Taxation** إتفق ريكاردو مع سميث في أن عملية التنمية متجددة ذاتياً، فهي تعتمد على التراكم الرأسمالي الذي يعتمد بدوره على تحقيق الأرباح، ومن ثم لكي تبدأ تلك العملية يجب أن يكون معدل الربح موجب، بما يشجع الرأسماليين على إدخار جزء من دخولهم، وبمحاولة توسيع الإنتاج من خلال زيادة المعدات وعدد العمال، وهذا ما يدفع بالأجور الحقيقية إلى الإرتفاع عن المستوى الطبيعي وبالتالي يزداد حجم قوة العمل، مما يؤدي إلى زيادة تراكم رأس المال، وعليه فإن الرأسماليين لهم دور فعال في عملية التنمية ولاداعي لتدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي، غير أنه أوضح حالة تناقص الغلة في القطاع الزراعي، فمع إستمرار عملية التنمية وإرتفاع الأرباح ونمو السكان، فإن الضغط على الأراضي الزراعية يدفع لإستغلال الأراضي الأقل جودة، بما يؤدي في النهاية إلى إيقاف عملية التنمية و الوصول إلى حالة الركود (شاهين، 2021، صفحة 7، 8).

حيث يرى Ricardo أن معدلات الإنتاج تميل للإخفاض في المدى الطويل، وذلك لأن زيادة السكان نتيجة لإرتفاع الأجور تؤدي إلى إستغلال الأراضي الأقل جودة، وبالتالي ظهور قانون الغلة المتناقصة ونشوء الربح وإرتفاعه، وبالتالي إرتفاع تكاليف الإنتاج و إرتفاع الأسعار في الأجل الطويل مع تراجع الأرباح، الأمر الذي يؤدي إلى تراجع التراكم الرأسمالي وبالتالي بلوغ الحالة المستقرة أو غياب النمو (بودواية، 2018، صفحة 50).

ثالثاً. نظرية النمو الاقتصادي لدى روبرت مالتوس **Robert Malthus**: يشتهر مالتوس بنظريته المعروفة بـ "نظرية مالتوس للسكان" في كتابه **Essay on the principle of population** (Malthus.1798)، وتنص على أن عدد السكان يتزايد بمتوالية هندسية كل ربع قرن، في حين يتزايد إنتاج الطعام وفق أحسن الظروف بمتوالية حسابية خلال نفس الفترة، مما يتسبب في عجز غذائي وإخفاض مستويات المعيشة عندئذ سيصبح الإنتاج بالنسبة للفرد غير كاف، ومن ثم فإن وصول الاقتصاد إلى حالة الركود حتمي والسبب في ذلك هو تناقص الغلة، وكانت تلك بمثابة آراء تشاؤمية تتعلق بالنمو السكاني وأثره السلبي على النمو الاقتصادي (شاهين، 2021، صفحة 08)، وتمثل النظرية المالتوسية للتنمية في ضرورة زيادة رأس المال المستثمر في القطاعين الزراعي والصناعي، مقترحا إتباع أساليب الإصلاح الزراعي كوسيلة لتحقيق زيادة الإنتاج، وتوجيه جزء أكبر من الاستثمارات لزراعة جميع الأراضي الصالحة للزراعة، مما يوفر فرصة ربحية الاستثمار فيه، هذا ويتم توجيه الباقي من رأس المال للقطاع الصناعي والذي تتضح فيه الغلة المتزايدة والتقدم التكنولوجي، ويتزايد أهمية هذا القطاع مع دوران عجلة النمو، كما يقترح مالتوس أهمية تقدم القطاعين معاً، وعدم التركيز على أحدهما دون الآخر (لوح، 2017، صفحة 107)



### الفرع الثاني: نظرية النمو الاقتصادي لدى "كارل ماركس Karl Marx"

إتفق "كارل ماركس" في كتابه "رأس المال" (1867) مع معظم الكلاسيك، بأن السبب الرئيسي للأزمة -الذي يعيق عملية التنمية- هو تراجع الأرباح، إلا أنه إنتقدهم وإختلف عنهم في تبين أسباب هذا الإنخفاض، فبينما أوضح الكلاسيك أن ذلك يرجع إلى إنخفاض مستوى التقدم التكنولوجي، وندرة الموارد الطبيعية إضافة إلى سريان قانون تناقص الغلة على الأرض، وجد ماركس أن الأسباب الكلاسيكية السابقة عبارة عن أسباب ظاهرية، وأن المشكلة الاقتصادية تعود إلى النظام الرأسمالي بحد ذاته، الذي يقوم على جملة من التناقضات بين- الرأسماليين والعمال -تؤدي إلى حدوث تقلبات إقتصادية إلى أن تصل في الأخير إلى إختيار النظام (شاهين، 2021، صفحة 09)، ويمكن تبين تحليل ماركس لعملية التنمية الرأسمالية كالآتي:

حسب ماركس هناك طبقتان في النظام الرأسمالي وهما الرأسمالية والعمال، حيث يمتلك الرأسماليون جميع وسائل الإنتاج القائمة في الاقتصاد، أما بالنسبة للعمال فيمتلكون قوة العمل التي يعرضونها للبيع، ومن ثم يستهدف الرأسمالي من ممارسة نشاطه الوصول بأرباحه الى أقصى حد ممكن، ومن أهم الطرق التي يستخدمها الرأسمالي للوصول إلى ذلك إدخال التكنولوجيا لتقليل نفقات الإنتاج، وجوهر المشكلة حسب رأيه هي عدم إمكانية مواجهة التقدم التكنولوجي السريع، ولذلك سينهار النظام الرأسمالي الماركسي حيث أن التقدم التكنولوجي سوف يصبح منافسا للعمل، وبذلك تظهر بطالة جديدة سماها "كارل ماركس" بالبطالة التكنولوجية (القرصو، 2019، صفحة 57)، وتنخفض أجور العمال الذين مزالوا في العمل ويسود أجر الكفاف، ومع محاولة الرأسماليين من خلال إطالة ساعات العمل وخفض الأجور أدنى مستوى الكفاف، ورغم هذه الأشكال من الإستغلال غير أنه يفشل العديد من الرأسماليين نتيجة للمنافسة بين بعضهم البعض، فيخرجون من الميدان وينظمون إلى طبقة العمال، وهو ما يزيد من الأزمات و يؤدي إلى إختيار النظام الرأسمالي (شاهين، 2021، صفحة 10).

تعتبر تحليلات كارل ماركس بخصوص آراء الرأسمالية محاولة جيدة لفهم الميكانيزمات التي تعتمد عليها في تحقيق النمو الاقتصادي، غير أن تنبؤاته بإختيار ذلك النظام ليست صحيحة، لأن إرتفاع الأجور النقدية لا تؤدي حتما لإرتفاع الأجور الحقيقية، فأى إرتفاع في الأجور يمكن أن يعوضه الرأسماليون بالزيادة في إنتاجية العمل، ويتحقق ذلك بإستخدام التقدم التكنولوجي، الذي يمكن أن يؤثر على إنتاجية العامل وهو ما أهمله "كارل ماركس" (القرصو، 2019، صفحة 57).

### الفرع الثالث: النمو الاقتصادي تحليلات أبرز قادة المدرسة النيوكلاسيكية

أولا. تحليل Schumpeter للنمو الاقتصادي: يعد تحليل Schumpeter من أهم مساهمات الفكر الاقتصادي، حيث يعتبر أن عملية النمو تتم بصورة تدريجية في الأجل القصير، وغير منظمة في مسارها في الأجل الطويل، حيث أنها تحدث على شكل فترات بين الإزدهار والكساد، كما أن تحقيق النمو الاقتصادي يستلزم الخروج من دائرة العلاقات بين عناصر الإنتاج و إنتهاز الفرص الاستثمارية المتاحة، والقيام بالمشروعات والتجديدات، كما ركز على دور المنظم في النمو الاقتصادي، من خلال الابتكار و التجديد في الإنتاج، والذي يقود إلى نتائج جيدة تدفع بعملية النمو، من جهة أخرى إستطاع Schumpeter ملاحظة العلاقة بين البحث والتطوير التقني، حيث يتضح أن النمو الاقتصادي يستوجب تطور تكنولوجي حاصر (لوح، 2017، صفحة 109)، ويتلخص تحليل شومبيتر للنمو الاقتصادي في النقاط الآتية: (ساطور، 2013، صفحة 162).



أ. يعتبر شومبيتر المنظم المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي، نظراً لأنه يعمل على إدخال طرق حديثة لمزج عناصر الإنتاج، كما أنه يمتاز بالخبرة في اختيار الاستثمارات المرشحة، وكذلك الإبداع في تقديم شيء جديد، والتغلب على المنافسين مما يعمل على رفع الأرباح (لوح، 2017، صفحة 109).

ب. يلعب الابتكار دور مهم في تحليل شومبيتر للنمو الاقتصادي، فهو يساهم في إحداث تغيرات في دالة الإنتاج التي تؤدي بدورها إلى زيادة الناتج الكلي، و تتضمن الابتكار عدة أشياء منها: تقديم منتج جديد، تقديم طريقة جديدة للإنتاج، الدخول إلى سوق جديد، الحصول على مصدر جديد للمواد الأولية، إقامة تنظيم جديد للصناعة، ومن أجل الحصول على الدعم المالي يلجأ المنظم إلى الإقتراض، وهنا يبرز دور المنظم وأن العبرة ليست بامتلاكه رأس المال وإنما حسن تنظيمه (لوح، 2017، صفحة 109).

ج. أكد شومبيتر أهمية الائتمان الذي يمنحه الجهاز المصرفي للمنظم ليقوم بإنتاج جديد، وبالتالي تشتمل عملية النمو لدى شومبيتر على ثلاثة عناصر وهي الابتكار والمنظم والائتمان المصرفي، فالبيئة الاجتماعية المناسبة لظهور المنظمين، هي التي يرتفع فيها حصة الأرباح على حصة الأجور في الدخل

ح. تحدث عن الإستثمار وأنواعه وتمويله، وتوصل إلى أن الجهاز المصرفي له دور كبير في تمويل الاستثمار وأن الاستثمار في عملية الابتكار مول من طرف الجهاز المصرفي، وميز بين نوعين للاستثمار: الاستثمار التابع والذي يتحدد برأس المال القائم والريح والفائدة، والثاني الاستثمار التلقائي والذي يعتبره شومبيتر المحدد الأساسي لعملية النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وهو لا يرتبط بالتغيرات في النشاط الاقتصادي أي بالتغيرات في الإنتاج والدخل والأرباح، وإنما يتحدد بعملية الابتكار والتجديد.

ثانياً. تقييم نظرية جوزيف شومبيتر: رغم ما توصل إليه شومبيتر إلا أنه تعرض للعديد من الانتقادات، ومن أهم الانتقادات الموجهة في نظريته هي: (ساطور، 2013، صفحة 162)

أ. عملية النمو حسب شومبيتر تعتمد على المنظم المبتكر الذي يعتبره شخصاً مثالياً، إلا أن وظيفة الابتكار في الزمن الحالي هي من مهام الصناعات ذاتها، ولذا فإن نموذج شومبيتر غير ملائم للواقع الحالي.

ب. يعتبر شومبيتر أن الابتكارات تمثل العامل الأساسي للتنمية الاقتصادية، غير أن التنمية لا تعتمد فقط على الابتكارات بل تعتمد أيضاً على التغيرات الاقتصادية والاجتماعية.

ج. شومبيتر يعطي أهمية كبيرة في نظريته إلى الائتمان المصرفي، ولكنه في الأمد الطويل تصبح الحاجة إلى مصادر أخرى مثل إصدار الأسهم، وخاصة لما لا يكفي الائتمان المصرفي.

### المطلب الثالث: نظريات النمو الاقتصادي عند الكينزيين

في هذا المطلب سنقوم بدراسة نظرية النمو الاقتصادي لدى الاقتصادي الإنجليزي جون مينار كينز الذي كان يحلل فقط في

المدى القصير، ثم سندرس نظرية النمو الاقتصادي لكل من R. Harrod و E. Damar.

### الفرع الأول- نظرية النمو الاقتصادي لدى "John Maynard Keynes"

أولاً. تحليل كينز للنمو للاقتصادي: خلال العشرينيات من القرن الماضي وبالتحديد في سنة 1929، إجتاح ما يعرف بالكساد العظيم الاقتصاد العالمي، وواصلت البطالة الإجبارية في الزيادة بشكل مخيف، ولم تكن مؤقتة- كما يرى الكلاسيك- وفي تلك المدة

وخاصة بعد الكساد العظيم ظهر كتاب "النظرية العامة في التوظيف والفائدة والنقود" لكينز (keynes.1936) الذي قدم انتقادات عديدة للتحليل الكلاسيكي، وبخاصة ما تعلق بفرضية المنافسة الكاملة والتوظيف الكامل، حيث يجد كينز إمكانية حدوث بطالة إجبارية في الأجل الطويل، بسبب تراجع مستوى الطلب الفعال وجمود الأجور، ولذلك يرى كينز أهمية تدخل الدولة للحفاظ على الطلب الفعال عند مستوى التوظيف الكامل، لأن مستوى التوظيف الكامل لا يتحقق بطريقة تلقائية، وهذا بخلاف ما جاء به قانون ساي الكلاسيكي (شاهين، 2021، صفحة 13)، وقد تمثلت أفكار كينز فيما يلي: (العمرى، 2013، صفحة 48)

أ. لقد ركز كينز إهتمامه على الاقتصاد الكلي على خلاف المفكرين الكلاسيك، الذين وجهوا إهتمامهم على كيفية تراكم رأس المال، وذلك من خلال إهتمامهم بخفض تكاليف الوحدة المنتجة، ورفع أرباح المؤسسة الفردية، لإعتقادهم بأن أرباحهم هي مصدر تراكم رأس المال الذي يعد أساس النمو الاقتصادي.

ب. إعتبر كينز أن أزمة الكساد الكبير هي عبارة عن أزمة قصور في الطلب، وليست أزمة فائض في العرض، ولحلها يرى ضرورة تحريك الطلب بهدف تحريك العرض، ومن ثم إستعادة عملية النمو لسيورتها، وبالتالي الأمر يتطلب -حسب كينز- توضيح محددات الطلب الكلي، والذي يعرفه كينز بأنه الجزء من الدخل الوطني الذي ينفق على الاستهلاك والتراكم.

ت. يجد كينز بأن الطلب الفعال يحدث عند أي مستوى من التشغيل، وليس كما يرى "الكلاسيك" عند مستوى التشغيل الكامل فقط، ويرى أيضا بأن البطالة تحدث بسبب نقص الطلب الفعال، وللقضاء عليها لابد من حدوث زيادة الإنفاق إما من خلال الاستهلاك أو الاستثمار.

ج. يرى كينز ضرورة تدخل الدولة في توجيه النشاط الاقتصادي بهدف الاقتراب من التشغيل التام، والذي لا يمكن أن يحدث تلقائيا -حسب كينز- على عكس المفكرين الكلاسيك، ويرى كذلك بأن البطالة ستبقى كمشكلة في الأجل الطويل، ما لم تلعب الحكومة دورها في الاقتصاد الوطني.

ح. يجد كينز أن "الدخل الكلي" يعد دالة في مستوى التشغيل في أي بلد، فكلما إرتفع حجم التشغيل إرتفع حجم الدخل الكلي، وأن الطلب الفعلي هو الذي يحدد مستوى التشغيل، ويتحقق ذلك عندما يتساوى العرض الكلي والطلب الكلي، ويجد كذلك بأن الدخل والتشغيل يعتمدان على معدل الاستثمار، الذي يتحدد بالكفاية الحدية لرأس المال أو العائد المتوقع من الأصول الرأسمالية الجديدة من جهة، ومن جهة ثانية يتحدد بسعر الفائدة الذي يتحدد بدوره بعرض النقود وتفضيل السيولة، فالتغيرات في الدخل تتحدد من خلال الارتفاع في الاستثمار، تبعاً لما يسمى "بالمضاعف الكينزي".

هـ. إهتم كينز بالشروط الضرورية لتحقيق النمو في الاقتصاد الوطني، وإعتبر أن الطلب الفعال في مقدمة الشروط الضرورية للنمو الاقتصادي، حيث يمثل الطلب الفعال في التحليل الكينزي ذلك الجزء من الدخل الوطني، الذي يتم إنفاقه على الإستهلاك والتراكم، وقد حددت نظرية كينز للنمو الاقتصادي العلاقة بين إرتفاع الاستثمارات ونمو الدخل الوطني وعرف العلاقة بالمضاعف، وحدد العلاقة بالصيغة الآتية: (بوداوية، 2018، صفحة 53، 54)

$$M = \frac{1}{MPS} = \frac{1}{1-MPC} \dots \dots \dots 1$$

حيث (M) المضاعف، و(MPC) الميل الحدي للإستهلاك، و(MPS) الميل الحدي للإدخار.

كما بين التحليل الكنزري أن المضاعف هو عبارة عن مقلوب الميل الحدي للدخار، أي مقلوب الفرق بين الواحد الصحيح والميل الحدي للاستهلاك.

$$MPS = 1 - MPC \dots\dots\dots 2$$

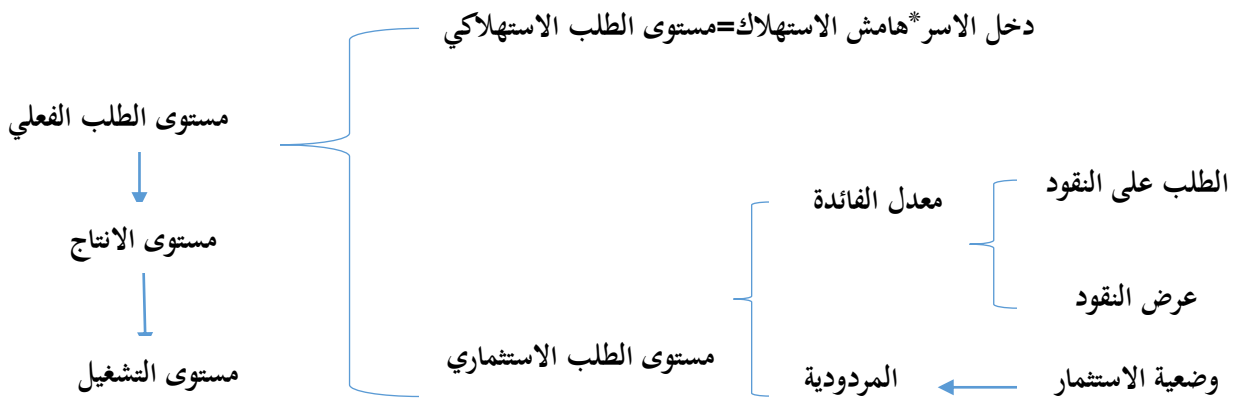
$$MPC = 1 - \frac{1}{M} \dots\dots\dots 3 \quad \text{وإن:}$$

$$M = \frac{1}{1-MPC} \quad \text{إذن:}$$

بمعنى آخر أن هناك إرتباط بين المضاعف والميل الحدي للاستهلاك، وتحدد آلية النمو الاقتصادي بأن الدخل الوطني يتكون من مجموع الدخول الفردية، كما أن الاستثمار في إطار عملية النمو الاقتصادي يتحول إلى دخول أيضا، يتم إنفاقها ويتحول جزء منها إلى دخول جديدة وهكذا، وحصيلة هذه العملية أن الزيادة النقدية في الدخل الوطني تكون أعلى من الاستثمارات التي بدأت بها عملية النمو الاقتصادي، ولذلك يتم إدخار الجزء الآخر من الدخل ولا يسهم في إرتفاع الدخل الوطني، مما يشير هذا التحليل إلى أن الدخل النقدي سوف يرتفع بمقدار الاستثمارات الموظفة مضروبا بالمضاعف، ويتحدد الأخير بقيمة الميل الحدي للاستهلاك حيث كلما زادت قيمته إرتفعت قيمة المضاعف (بودواية، 2018، صفحة 53).

ثانيا. **تقييم النظرية الكنزرية:** كما ذكرنا سابقا إعتبر كينز أن أزمة الكساد العظيم هي أزمة قصور في الطلب وليست أزمة فائض في العرض، و أن حلها يستوجب تحريك الطلب ليتحرك العرض، وعليه إستعادة عملية النمو الاقتصادي لسيورتها ينبغي تحديد محددات الطلب الكلي(الوطني)، وذلك لمعرفة السياسة المناسبة وقدم في ذلك المخطط التالي الذي يوضح ذلك :

شكل رقم (02:01): المخطط الكنزري



المصدر: محمد بودواية.(2018). دعم النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 2001-2014المفاضلة بين مدخل الطلب ومدخل العرض(أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والنجارية وعلوم التسيير. تخصص تحليل إقتصادي. جامعة الجزائر. ص55.

يكون تحريك الطلب الكلي إما بتغيير الطلب الاستهلاكي الخاص من خلال رفع الدخل، أو بتغيير الطلب الاستثماري الخاص من خلال تخفيض سعر الفائدة أو بتحريكهما معا، إلا أن المشكل هو إستحالة تحريك الطلب الاستهلاكي من خلال الدخل بسبب ظروف الكساد، وإستحالة تحريك الطلب الاستثماري من خلال تخفيض الفائدة لانعدام الكفاية الحدية لرأس المال، وبالتالي إستحالة تحريك الطلب من خلال القطاع الخاص في ظل أزمة مثل أزمة الكساد العظيم، والحل الذي إقترحه كينز هو تدخل الدولة وهذا برفع الإنفاق الحكومي بهدف تحريك الطلب الكلي، والإنفاق الحكومي من شأنه أن يحرك الطلب

الاستهلاكي، وكذلك يجرى الطلب الاستثماري الخاص (بسبب رفع الطلب الاستهلاكي الخاص والطلب الاستثماري العام) (بودوايه، 2018، صفحة 55) .

لقت الأفكار الكنزية قبولا كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكية ودول غرب أوروبا واليابان، أثناء فترة الأربعينيات وحتى نهاية الستينيات من القرن العشرين-الفترة التي ظهر فيها انخفاض معدلات التضخم والبطالة في تلك الدول-، ورغم أن تلك الأفكار وجهت لعلاج مشكلات الدول المتقدمة منها مشكلة الركود العالمي والبطالة المزمنة إلا أنه إتصفت بالعمومية، مما جعلها مفيدة في التعامل مع مشكلات النمو بعد الحرب العالمية الثانية، لكن يعاب عليها أنها أولت الإهتمامات لكيفية حدوث الاستقرار الاقتصادي أكثر من إهتمامها بالنمو الاقتصادي، فقد إهتم بعلاج أزمة الكساد عن طريق رفع حجم الطلب الكلي الفعال إلى الحد الذي يمكن من تحقيق التشغيل الكامل للعمالة (شاهين، 2021، صفحة 13). وبالتالي لم يجزنا إلا بالقليل بشأن كيفية دفع عجلة النمو، ولذلك تم تطوير التحليل السابق من الكنزيين الجدد وأبرزهم-هارود ودومار-وهو ما يتم إستعراضه في الفرع القادم.

### الفرع الثاني-النموذج النيوكنزي في النمو الاقتصادي لـ "R. Harrod-E.Domar"

طور كل من Roy Harrod (1939) وEvsey Damar (1946) نماذج نمو إقتصادي بشكل مستقل، لقيت قبولا واسعا خاصة عند الباحثين الاقتصاديين بعد الحرب العالمية الثانية، وفي العادة يتم الجمع بين الإطار التحليلي للنموذجين تحت إسم "نموذج Harrod-Domar"، وهو يعتبر إمتداد منطقي لنموذج الاقتصاد الكلي المقدم من قبل كينز، حيث عمل Harrod-Domar على تطوير نموذج ديناميكي كشف عن مصدر محتمل لعدم الاستقرار طويل الأجل إتفاقا مع نتائج النموذج الكنزي القائم على الطلب الكلي، لقد ركز كينز في تحليله لإمكانية إستعادة مستوى التوظيف الكامل من خلال سياسة الاقتصاد الكلي على الاستثمار كعنصر أساسي في جانب الطلب الكلي على ناتج الاقتصاد، إلا أنه بالإضافة إلى مساهمته في إرتفاع الطلب الكلي على الناتج الحالي، يمكن للاستثمار إمكانية رفع ناتج الاقتصاد في المستقبل، لذا فالاستثمار يمارس أثار من جانبي العرض والطلب، والأهم من ذلك لا يمكن الحفاظ على التوظيف الكامل على المدى الطويل، إلا إذا زاد الاستثمار ومصادر الطلب الكلي الأخرى بالسرعة الكافية لاستيعاب نمو الناتج الذي يتيح الاستثمار (حواس، 2021، صفحة 97).

حيث إهتم كل من Harrod وDamar بدراسة معدلات النمو الاقتصادي، ومحاولة معرفة دور الاستثمارات في تحقيق نمو الدخل الوطني، حيث تنطلق الفكرة الرئيسية في النظرية من التأثير المزدوج للإنفاق الاستثماري، والمتمثل في إرتفاع كل من الطاقة الإنتاجية للمجتمع (تمثل جانب العرض) والدخل (تمثل جانب الطلب)، مع إستيعاب العمالة الموجودة في المجتمع، وقد وضع كل منهما نظريته على أساس جملة من الافتراضات يمكن حصرها فيما يلي: (بن قدور، 2013، صفحة 76)

- أ. إفتراض أن الاقتصاد مغلق وعدم وجود تجارة خارجية، مع غياب تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.
- ب. إفتراض تحقيق الانفاق الاستثماري للكفاءة الإنتاجية الكاملة، مع توفر العمالة الكاملة في مستوى توازن الدخل.
- ج. ثبات الميل الحدي للادخار وأن يتساوى مع الميل المتوسط للادخار.
- د. ثبات كل من سعر الفائدة المصرفية و المستوى العام للأسعار ومعامل رأس المال، ونسبة رأس المال والعمل في المدخلات الإنتاجية.

هـ. إفتراض وجود نمط واحد في إنتاج السلعة، وعدم وجود إهتلاك للسلع الرأسمالية أي إفتراض عمر لا نهائي لها.

و. إفتراض أن حسابات الاستثمار والادخار تعتمد على الدخل المحقق لنفس العام.

و نتطرق لعرض محتوى النموذجين فيما يلي:

**أولاً. نموذج Roy Harrod:** يعد نموذج الاقتصادي البريطاني هارود المنشور في عمله "محاولة في النظرية الديناميكية" سنة 1939، إمتداداً طبيعياً لتحليل التوازن الساكن للنظرية العامة المطروحة من طرف كينز، تبعا لهذا النموذج يتحقق شرط التوازن الساكن في حالة تطابق خطط الاستثمار مع خطط الادخار، وبهذه الطريقة يدخل النموذج الاستثمار كدالة تابعة محددة بتوقعات المستثمرين حول إستخدام القدرة الإنتاجية، أو مستوى إستخدام هذه القدرة، والسؤال الذي قام بطرحه هارود ماهو معدل النمو الذي ينبغي على الناتج بلوغه عند تحقق شرط توازن تحدده المساواة بين الادخار والاستثمار؟ (حواس، 2021، صفحة 99) وبالإضافة إلى الفرضيات العامة للنموذجين والتي سبق الإشارة إليها، وضع هارود مجموعة الفرضيات الآتية: (بن قدور، 2013، صفحة 77)

أ. إفتراض أن الادخار الصافي هونسبة ثابتة من الدخل، وأن هذا الادخار الذي يطلق عليه الادخار الفعلي يعادل الاستثمار

الفعلي عند وضع التوازن، وعلى ذلك إذا زاد الادخار الفعلي يزيد الاستثمار الفعلي في صورة مخزون في تراكم رأس المال.

ب. إفتراض أن نسبة الدخل المستثمر تتأثر بمعدل الزيادة في الناتج خلال الفترة الماضية، وهذا يعني أن الاستثمار يتوقف على معدل الزيادة في الدخل أو السرعة التي ينمو بها الناتج.

ج. تكون المدخرات دالة للدخل، ويكون الطلب على المدخرات دالة لمعدل الزيادة في الدخل، وأن الطلب يساوي العرض.

د. طرح Harrod نظريته من خلال ثلاث مفاهيم مختلفة لمعدل النمو: معدل النمو الفعلي (g)، معدل النمو المضمون (gI)،

معدل النمو الطبيعي (gN)، ويمكن توضيح أنواع معدلات النمو فيما يلي:

**1. معدل النمو الفعلي:** معدل النمو الفعلي يمثل معدل النمو الجاري، والذي يتحدد عن طريق كل من نسبة الادخار، ونسبة

رأس المال الى الناتج أي معامل رأس المال، وهذا المقياس يسهل التعرف على مدى التغير في معدلات النمو في الاجل القصير، والمعادلة الأساسية له هي: (بن قدور، 2013، صفحة 78)

$$S = sY$$

$$k = \frac{K}{Y} = \frac{\Delta K}{\Delta Y}$$

وبإعتبار المساواة التالية  $S = I$  و  $I = K$  نحصل على:

$$I = \Delta K = k\Delta Y = sY = S$$

وإنطلاقاً من العلاقة  $k\Delta Y = sY$  يصبح لدينا:

$$g = \frac{\Delta y}{y} = \frac{s}{k}$$

$g = \frac{\Delta y}{y}$ : معدل النمو الفعلي خلال فترة زمنية معينة.

S: الميل المتوسط للادخار وهو يمثل نسبة الادخار إلى الدخل.

$k$ : معامل رأس المال وهو يعادل حجم رأس المال (الثابت والمتغير) اللازم لكل وحدة تغير حدثت فعلا في قيمة الناتج الصافي.

وعليه فإن معدل النمو الفعلي لدولة ما يساوي نسبة الادخار إلى الدخل مقسومة على معامل رأس المال، وبالتالي فهو يتعلق بسلوك أو قرارات الأفراد (المستهلكين) وسلوك المقاولين.

2. **معدل النمو المضمون**: يمثل معدل النمو المضمون معدل النمو المرغوب فيه والمستعمل لكامل مخزون رأس المال، والذي يمكنه توفير الاستثمارات الضرورية لضمان معدل النمو المستهدف أو المرغوب فيه، وهذا المعدل يفترض بقاء الطلب الإجمالي مرتفع بدرجة تسمح للمنتجين من بيع منتجاتهم، ومن ثم يشعر المنتجون بالرضا لأنهم أنتجوا المقدار الصحيح تماما لا أكثر ولا أقل، مما يدفعهم إلى إتخاذ القرارات التي تحافظ على معدل النمو نفسه، والمعادلة الأساسية له هي: (خشني، 2009، صفحة 46، 47)

$$gw = \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s}{Kr}$$

$gw$ =معدل النمو الفعلي للناتج خلال فترة زمنية محددة ويعادل  $\Delta Y/Y$

$Kr$ =معامل راس الرأسمال الذي يمكن من تحقيق معدل النمو المضمون.

$s$ =الميل المتوسط للادخار.

3. **النمو المتوازن**: يتحقق النمو المتوازن عندما يتساوى كل من معدل النمو الفعلي ( $g$ ) و معدل النمو المضمون أو المرغوب فيه ( $gw$ )، وعندما يكون معدل النمو الفعلي أكثر من معدل النمو المضمون، فذلك يعني أن المجتمع يعاني من حالة تضخم لأن الدخل الحقيقي يرتفع بمعدل أسرع من معدل تزايد الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، وإذا كان معدل النمو الفعلي أقل من معدل النمو المضمون، فيدل ذلك على أن المجتمع يعاني من حالة كساد، لأن الدخل الحقيقي يرتفع بمعدل أقل من معدل ارتفاع الطاقة الإنتاجية (حميداتو، 2014، صفحة 08).

4. **معدل النمو الطبيعي**: يعرف بأنه أقصى معدل نمو تسمح به التطورات الفنية والتراكم الرأسمالي، وحجم السكان، ودرجة التفضيل بين العمل ووقت الفراغ، وبافتراض أن هناك دائما عمالة كاملة تصبح المعادلة الأساسية له: (خشني، 2009، صفحة 47)

$$Kr.gn = or$$

حيث:  $or$ الميل الحدي للادخار.

وهذا يبين أهمية الميلين المتوسط و الحدي للادخار في النظرية، ويعني أن معدل النمو الطبيعي قد يساوي وقد لا يساوي معدل النمو المضمون أو المرغوب فيه، ولا تميل المعدلات للانطباق ذاتيا، إضافة إلى ذلك أنه لا يوجد بالفعل معدل وحيد مرغوب، حيث تتوقف كذلك قيمة المعدل المرغوب على مرحلة الدورة الاقتصادية التي يمر بها المجتمع، ومستوى النشاط الاقتصادي.

ثانيا. **نموذج Domar**: نشر الاقتصادي Evesy Domar عمله بعنوان "توسع رأس المال و العمالة" سنة 1946، حيث توصل إلى نفس نتائج نموذج هارود لكن بشكل مستقل، و بيني Domar نموذجه على التساؤل التالي بما أن الاستثمار يزيد الدخل (جانبا الطلب) من خلال المضاعف الكنزي من جهة، ويرفع القوة الإنتاجية (جانبا العرض) من جهة أخرى، فما هو المعدل

الذي يجب أن يزيد به الاستثمار لكي يضمن تساوي الطلب والعرض والمحافظة على مستوى التوظيف الكامل؟ أما فيما يخص المدخل المستخدم للحل فقد إعتد على تطوير العلاقة بين العرض الكلي والطلب الكلي من خلال الاستثمار، ومن ثم يصبح المطلوب إيجاد معدل نمو الاستثمار الذي يحقق التوازن بين النمو في الدخل (جانب الطلب) والنمو في الطاقة الإنتاجية (جانب العرض)، وقام Domar بالوصول إلى علاقة بين الطلب الكلي والعرض الكلي بدلالة الاستثمار، نوضح ذلك فيما يلي: (حواس أ.، 2021، صفحة 111، 112)

من جانب الطلب الكلي تمثل زيادة الطلب الكلي زيادة مستوى الدخل، الذي يقاس على أساس زيادة الاستثمار مضروباً في المضاعف الكنزي (1/s):

$$\Delta Y_d = \frac{1}{s} \Delta I$$

في حين تمثل زيادة القدرة الإنتاجية للاقتصاد زيادة الناتج الذي يمكن للاقتصاد إنتاجه أو جانب العرض في النظام، ويتحدد

على أساس القدرة الإنتاجية لرؤوس الأموال المضافة المستثمرة مضروبة بمتوسط إنتاجية رأس المال (w) :

$$\Delta Y_s = w \cdot I$$

حيث (w = ΔY / I = Y / K) للحفاظ على مستوى توازن الدخل عند التوظيف الكامل لابد أن يتساوى الطلب الكلي

مع العرض الكلي، لنصل إلى المعادلة الأساسية للنموذج:

$$\Delta Y_d = \Delta Y_s \rightarrow \frac{\Delta I}{s} = wI$$

$$\frac{\Delta I}{I} = sw$$

إن حالة التوازن تتحقق عند الأخذ بالدور المزوج للاستثمار كعامل لخلق الطلب من جهة وكعامل لخلق القدرة الإنتاجية من جهة أخرى، وتبين معادلة التوازن أنه للمحافظة على حالة مستقرة من التشغيل التام ينبغي أن ينمو كل من الاستثمار والدخل بمعدل سنوي ثابت، يعادل حاصل ضرب الميل الحدي للدخار في الإنتاجية المتوسطة للاستثمار، وهكذا تبين النظرية عدم الاستقرار الذاتي للنمو الاقتصادي في ظل النظام الرأسمالي، حيث أن أي إنحراف صغير عن متطلبات الإستقرار في الإتجاه الهبوطي أو الصعودي، بطريقة تراكمية يجعل الاقتصاد يتعد عن معدل النمو المستقر، وهكذا إذا كان الاستثمار ينتج إرتفاع أكبر في الدخل عنه في الطاقة الإنتاجية، فسوف يكون هناك عجز نسبي في المعدات الإنتاجية مما يدفع بتنامي الاستثمار، الذي يؤدي إلى إرتفاع الدخل، ومن جهة أخرى إذا كانت الزيادة في الدخل أقل من الزيادة في الطاقة الإنتاجية، فسوف يخلق ذلك قوى تعمل في الإتجاه الهبوطي و هي النتيجة نفسها التي توصل إليها Harrod في نظريته، ومن هنا جاء التشابه و الإستخدام الشائع بتسمية النظرية بإسم Harrod-Domar (بودواية، 2018، صفحة 63).

ثالثاً. تقييم نموذج Harrod-Domar: لقد قام هارود ودومار ببناء نموذجهما على عدة فرضيات غير واقعية، مما جعله أكثر محدودية في تفسير النمو الاقتصادي، ومن بين الإنتقادات التي وجهت لهذا النموذج نجد: (لوح، 2017، صفحة 113)

أ. إن فرضية ثبات الميل الحدي للدخار ( $\frac{\Delta S}{\Delta Y}$ ) ومعامل رأس المال الناتج ( $\frac{k}{y}$ ) غير واقعية، حيث يمكن أن يتغيرا في الأجل الطويل الأمر الذي يؤدي إلى تغير متطلبات النمو المستقر.



ب. إن فرضية ثبات نسب إستخدام كل من العمل ورأس المال غير مقبولة، بسبب إمكانية الإحلال فيما بينهما وتأثير التقدم التكنولوجي.

ج. كما يعاب على النموذج أن إفتراضاته لا تنطبق على الدول النامية، بسبب إعماده على مبادئ غير متوفرة بالقدر المطلوب مثل الادخار، إفتراض التوظيف الكامل، عدم تدخل الدولة في الأنشطة الاقتصادية.

#### المطلب الرابع: نموذج Solow-Swan للنمو الاقتصادي ونماذج النمو الداخلي

يعتبر نموذج Solow-Swan من بين أهم النماذج النيوكلاسيكية للنمو الاقتصادي، فبعد النتائج التي طرحها -هارود ودومار- والتي ظهرت وكأنها متشائمة، وبداية من نموذج Solow-Swan كان لنظرية النمو الاقتصادي بعد جديد وظهرت تفسيرات عديدة للنمو، سنتطرق في هذا المطلب إلى عرض نموذج Solow-Swan وهو نموذج نمو خارجي، ثم نتعرض إلى ما يسمى بالنظرية الحديثة في تفسير النمو، وتسمى نظرية النمو الداخلي، والتي تفسر النمو عن طريق العوامل الداخلية.

#### الفرع الأول: نموذج Solow-Swan للنمو الاقتصادي

عمل نموذج سولو-سوان على حل المشكلة التي واجهت هارود-دومار، والتي كانت متشائمة بشأن إمكانية الحصول على نمو متوازن ومستديم عند مستوى التوظيف الكامل، في غياب إمكانية إحلال عاملي رأس المال والعمل، وكان هدف هذا النموذج تبين إمكانية نمو الاقتصاد الرأسمالي (الناتج الكلي) عند معدل نمو عنصري العمل والتقدم التكنولوجي، وأن هذا النمو مستقر و يقترب نحو حالة التوازن على المدى الطويل بين الطلب الكلي و العرض الكلي (حواس أ.، 2021، صفحة 134) ولهذا النموذج شكلان الأول بدون تقدم تقني، والثاني مع التقدم التقني:

أولاً. نموذج Solow-Swan بدون وجود العامل التقني: يقوم نموذج Solow-Swan على جملة من الفرضيات وهي: (أ) هذه الفرضية تميزه عن نموذج "هارود ودومار" والأهم في هذا النموذج وهي إمكانية الإحلال بين عوامل الإنتاج (العمل، رأس المال)، (ب) عدم تدخل الحكومة وبوجود إقتصاد مغلق، ومن ثم تساوي الإدخار والاستثمار عند نقطة زمنية ( $S=I$ )، (ج) يتكون الإقتصاد من قطاع واحد، ويقوم بإنتاج منتج واحد كذلك الإنتاج يتم في ظل المنافسة التامة، (د) الاستهلاك يأخذ شكل دالة كينز  $C = yc \rightarrow S = (1 - c)y = sy$ ، (هـ) نسبة مساهمة السكان في التشغيل ثابتة، وبالتالي إذا زاد السكان بنسبة  $n$  فإن عرض العمل سيزداد بنفس النسبة، (و) مرونة الأسعار والأجور، وأن عوائد العمل ورأس المال تقدر بناءً على الإنتاجية الحدية لهما، (ز) الادخار والتكنولوجيا متغيران خارجيان، (ر) يقوم نموذج Solow-Swan على دالة الإنتاج النيوكلاسيكية ذات غلة الحجم الثابتة التي تأخذ الصيغة التالية  $Y = F(K, L) = K^\alpha \cdot L^{1-\alpha}$  (البشير و دحمان، 2008، صفحة 4، 5) وتسمى دالة الإنتاج النيوكلاسيكية إذا إستوفت الشروط التالية: (حواس، 2021، صفحة 136، 139)

- الإنتاجية الحدية موجبة و متناقصة: أي تنصف الدالة بإرتفاع الإنتاج مع تزايد عناصر الإنتاج، فوجود مستويات عالية من رأس المال والعمل ستؤدي إلى إرتفاع الإنتاج، ومع ذلك يصبح إرتفاع الإنتاج نتيجة إرتفاع عناصر الإنتاج (مع بقاء العوامل الأخرى على حالها) أقل فأقل، أي أن عناصر الإنتاج (رأس المال والعمل) تحمل صفة عوائد الحجم المتناقصة.

$$F'(K) > 0 \rightarrow F''(K) < 0$$

$$F'(L) > 0 \rightarrow F''(L) < 0$$



تستوفي هذه الدالة شروط **Inada**: تبعاً لهذا القانون تقترب الإنتاجية الحدية لعوامل الإنتاج من الصفر، كلما إتجهت كمية العوامل بإتجاه اللانهاية، وتميل إلى  $\infty$  كلما إقتربت الكمية المستخدمة من العوامل إلى الصفر.

$$\lim_{K \rightarrow 0} F'(K) = \infty \rightarrow \lim_{K \rightarrow \infty} F'(k) = 0$$

$$\lim_{L \rightarrow 0} F'(L) = \infty \rightarrow \lim_{L \rightarrow \infty} F'(L) = 0$$

ثبات غلة الحجم: والذي يعني أن إرتفاع عوامل الإنتاج بنسبة (Q)، سيؤدي إلى إرتفاع الإنتاج بنفس النسبة (Q).

$$F(QK, QL) = QF(K, L) = Q$$

أن دالة الإنتاج النيوكلاسيكية تفترض أن  $F(K, 0) = F(0, L) = 0$ ، وعليه لا يمكن إنتاج أي سلعة دون إستعمال كميات موجبة من كلا مدخلي الإنتاج.

أ. التحليل الرياضي والتفسير البياني للنموذج: تتكون النسخة الأساسية لنموذج Solow-Swan من المعادلات الآتية: (حواس، 2021، صفحة 136، 139)

$$S = sY \text{ (معادلة الادخار)}$$

$$I = \Delta K + \delta K \text{ (معادلة الاستثمار)}$$

$$I = S \text{ (شرط التوازن)}$$

$$\frac{\Delta L}{L} = n \text{ (معدل نمو عنصر العمل)}$$

$$Y = F(K, L) \text{ (دالة الانتاج)}$$

حيث (s) الميل الحدي للادخار ( $0 \leq s \leq 1$ )، ( $\delta$ ) هو معدل إهلاك رأس المال، و (n) هو معدل نمو عنصر العمل (والتي يفترض أنها محددة خارج النموذج).

ولأن دالة الإنتاج النيوكلاسيكي تتصف بعوائد الحجم الثابتة (أي متجانسة من الدرجة الأولى)، فمن الممكن تحويلها بدلالة

$$y = f(k) \text{ نصيب العمل:}$$

حيث  $y = \frac{Y}{L}$  يمثل نصيب العامل من الناتج (أو نسبة الناتج إلى العمل)،  $k = \frac{K}{L}$  نصيب العامل من رأس المال (أو نسبة رأس

المال إلى العمل)، في الحقيقة ينظر نموذج Solow-Swan للاقتصاد بدلالة نصيب العامل (نصيب الفرد)، حيث تبين  $y = f(k)$  نصيب العامل من الناتج كدالة تابعة لنصيب العامل من رأس المال.

وفي ظل إقتصاد مغلق وحالة عدم تدخل الحكومة، يتم تقسيم نصيب العامل من الناتج بين الاستثمار والاستهلاك، بدلالة نصيب العامل كما يلي:

$$y = f(k) = \frac{C}{L} + \frac{I}{L}$$

يستعمل الاستثمار لإستبدال رأس المال المتقادم (المهتك)، وإضافة صافية لمخزون رأس المال، من معادلة الاستثمار وشرط التوازن (I=S) لدينا:

$$\Delta K + \delta K = sY$$

يمكن التعبير عن هذه المعادلة بدلالة نصيب العامل:

$$\frac{\Delta K}{L} + \delta \frac{K}{L} = \frac{sY}{L} = \Delta k + \delta k = sf(k) \dots \dots (3.7)$$

بالإضافة إلى ذلك تعطى العلاقة المتغيرة بين رأس المال والعمل كآتي:

$$\Delta k = \left( \frac{\Delta K}{L} \right) = \frac{\Delta KL - K\Delta L}{L^2}$$

$$\Delta k = \frac{\Delta K}{L} - \frac{K}{L} \cdot \frac{\Delta L}{L}$$

ويستبدال معدل نمو قوة العمل بقيمة (n):

$$\Delta k = \frac{\Delta K}{L} - n \frac{K}{L}$$

$$\frac{\Delta K}{L} = \Delta k + nk \dots \dots \dots (3.8)$$

بإدراج المعادلة (3.8) في (3.7) نجد:

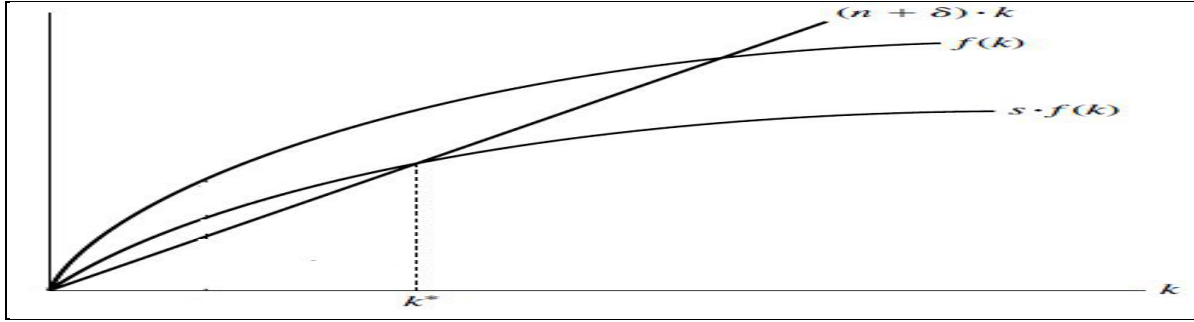
$$\Delta k + nk + \delta k = sf(k)$$

وبالتالي يمكن الحصول على المعادلة النيوكلاسيكية الأساسية للنمو:

$$\Delta k = sf(k) - (n + \delta)k$$

وهي معادلة التراكم الرأسمالي في نموذج سولو وسوان، حيث تشير إلى تغير نصيب الفرد من رأس المال، وتبين كيف يتزايد نصيب الفرد من رأس المال في كل فترة يتجاوز فيها حصة العامل من الاستثمار  $sf(k)$  الاهتلاك الفعلي لنصيب الفرد من رأس المال  $(n + \delta)k$ ، كما بين Solow-Swan الحالة المستقرة للاقتصاد في شكل بياني كما يلي:

الشكل (02:02): نصيب العامل من رأس المال والحالة المستقرة عند Solow-Swan



المصدر: أمين حواس (2021): نماذج النمو الاقتصادي. مخبر تطوير المؤسسة الاقتصادية والاجتماعية. الجزائر. ص 143.

يبين الشكل أعلاه أنه عند قيمة واحدة من مخزون رأس المال (بدلالة نصيب العامل) وهو  $k^*$ ، يتعادل نصيب الفرد من الاستثمار  $sf(k)$  ونصيبه من الاهتلاك الفعلي لرأس المال  $(n + \delta)k$ ، وهذا المستوى التوازني  $k^*$  يحدد الحالة المستقرة للاقتصاد (حالة التوازن في الأجل الطويل)، حيث انه لكل إقتصاد مستوى معين من مخزون رأس المال والذي يعد أحد عوامل اختلاف التقدم بين البلدان لأنه كلما ارتفع رأس المال الموافق للحالة المستقرة كلما إرتفع حجم الناتج.

ويوضح منحني الحالة المستقرة الحالات التالية: (شنافة ج.، 2018، صفحة 224)

$$sf(k) = (n + \delta)k$$

تمثل حالة التوازن الحالة المستقرة للاقتصاد والتي تعني أن نصيب الفرد من رأس المال ونصيب الفرد من حجم الناتج ثابتين، إذن تشير حالة الاستقرار إلى وضعية توازن الاقتصاد على المدى الطويل.

$$sf(k) < (n + \delta)k$$

مما يعني ذلك وجود حالة توسع للتراكم الرأسمالي في الاقتصاد، مما يؤدي إلى تراجع مخزون رأس المال حتى يصل الى الحالة المستقرة للاقتصاد  $k^*$ ، وبالتالي إنخفاض نصيب الفرد من مخزون رأس المال  $k$ ، والذي يتبعه تراجع في نصيب الفرد من حجم الناتج  $y$  حتى يصل الى المستوى الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد.

$$sf(k) > (n + \delta)k$$

مما يدل على وجود تشدد على التراكم الرأسمالي، وهذا ما يزيد من مخزون رأس المال حتى يصل إلى المستوى الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد  $k^*$ ، وبالتالي إرتفاع نصيب الفرد من مخزون رأس المال  $k$ ، والذي يتبعه زيادة في نصيب الفرد من حجم الناتج  $y$  حتى يصل إلى المستوى الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد.

وإنطلاقاً من الحالة المستقرة يمكن إيجاد نصيب الفرد من حجم الناتج، ويتم ذلك كمايلي: (شنافة ج.، 2018، صفحة 225).

$$\Delta K = 0 \rightarrow sf(k) - (n + \delta)k = 0 \rightarrow sf(k) = (n + \delta)k = sk^\alpha = (n + \delta)k$$

$$s = \frac{(n + \delta)k}{k^\alpha} \rightarrow k^* = \left( \frac{s}{n + \delta} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

$$y^* = F(k^*) = k^\alpha \quad \text{ولدينا :}$$

ونجد نصيب الفرد من حجم الناتج الموافق للحالة المستقرة للاقتصاد كما يلي:

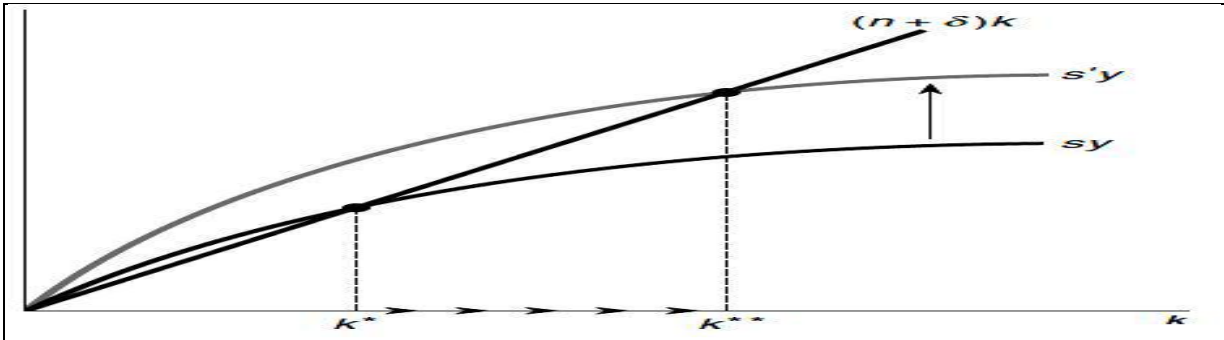
$$y^* = \left( \frac{s}{n + \delta} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}$$

تبين المعادلة أعلاه الإنتاج الفردي للحالة المستقرة، إذ توضح أسباب تباين معدلات النمو ما بين البلدان، فالدول التي لها معدل إيداع عالي تكون غنية، كذلك الدول التي فيها معدلات سكانية عالية تميل إلى أن تكون أقل غنى، لأن زيادة معدلات الادخار يرفع من نصيب الفرد من رأس المال، وبالتالي إرتفاع معدل نمو نصيب الفرد من حجم الناتج، في حين أن زيادة معدل النمو السكاني يؤدي إلى تراجع نصيب الفرد من رأس المال، وبالتالي إنخفاض نصيب الفرد من حجم الناتج، ولذلك ينبغي أن تسعى الدول إلى تحقيق معدلات إيداع أكبر من معدلات النمو السكاني.

وتسمح الحالة المستقرة للاقتصاد بدراسة أثر الصدمات الخارجية على نصيب الفرد من رأس المال و الناتج، كما يلي:

أ. تأثير إرتفاع معدل الادخار: إن أي تغيير في معدل الادخار يؤثر مباشرة على تراكم رأس المال ومستوى الإنتاج، وبالتالي على النمو الاقتصادي، ولتبيين أثر ارتفاع الادخار على نصيب الفرد من رأس المال و الناتج، نورد الشكل الآتي:

الشكل (03:02): أثر زيادة معدل الادخار على النمو الاقتصادي



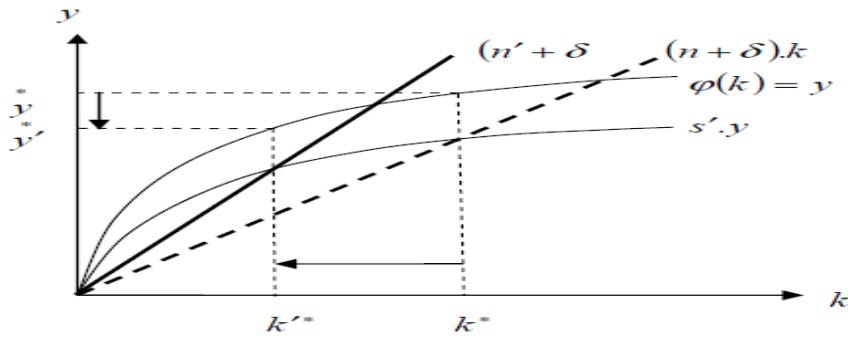
المصدر: أمين حواس.(2021). نماذج النمو الاقتصادي. مخبر تطوير المؤسسة الاقتصادية والاجتماعية. الجزائر. ص143.

يظهر الشكل أعلاه أن إرتفاع الادخار من القيمة (S) إلى قيمة أكبر (S') يؤدي إلى إنتقال المنحنى ((sf(k)) نحو منحنى أعلى (f(k)'s)، ومن ثم عند المستوى الحالي لرأس المال (k\*) مع إرتفاع معدل الادخار عند (S') يتجاوز نصيب العامل من الاستثمار الكمية المطلوبة لكي يظل نصيب العامل من رأس المال ثابتا (لم يتغير مخزون رأس المال المهلك)، ويقوم الاقتصاد بتراكم رأس المال مرة أخرى أو عمل زيادة في (k)، لكن مع زيادة (k) يتناقص معدل نموه ليدنو نحو الصفر لما يتحقق الشرط  $s f(k) = (n + \delta) k$  يبلغ نصيب العامل من رأس المال قيمة أعلى في الحالة المستقرة الجديدة (k\*\*) (في هذه النقطة يبقى k ثابت)، ووفق دالة الإنتاج نعلم إرتباط المستوى المرتفع لنصيب العامل من رأس المال إيجابا بالمستوى المرتفع لنصيب العامل من الناتج، ومنه يصبح الاقتصاد أكثر ثراء، وعلى الرغم من أن التحليل يبين إرتفاع نصيب الفرد من رأس المال والناتج خلال الانتقال إلى الحالة

المستقرة، إلا أنه لم يشير إلى أن هذا النمو يرتفع بشكل متواصل، حيث أن إرتفاع الادخار يدفع إرتفاع النمو فقط حتى يبلغ الاقتصاد حالة مستقرة جديدة، وإذا حافظ إقتصاد معين على معدلات إدخار مرتفعة سيحافظ على مخزون رأس مال مرتفع و مستوى ناتج عال، إلا أنه في المقابل لن يستطيع المحافظة على معدلات نمو موجبة بعد ذلك، أي أن معدلات الادخار تؤثر على مستوى نصيب الفرد من الدخل، وليس على معدل نموه في الحالة المستقرة، حيث يعمل معدل الادخار على تغيير منحى توازن الاقتصاد (مستوى العامل من الناتج) عند أي نقطة زمنية، غير أنه لا يؤثر على معدل نمو الناتج لكل عامل في الحالة المستقرة (حواس أ،، 2021، صفحة 155، 157).

ب. أثر زيادة النمو السكاني: لتوضيح أثر زيادة النمو السكاني على نصيب الفرد من رأس المال والناتج في الاقتصاد، نورد الشكل التالي:

الشكل رقم (04:02): أثر زيادة معدل النمو السكاني على النمو الاقتصادي



المصدر: البشير عبد الكريم. دحمان أبوعللي سمير. (2008). قياس أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي-حالة الاقتصاد الجزائري-. ورقة بحثية مقدمة في منتدى المغاربة حول تطور نظريات النمو الاقتصادي. في منتدى الاقتصاديين المغاربة. الشلف ص08. نلاحظ من الشكل أعلاه أنه إذا زاد معدل النمو السكاني من (n) إلى (n')، ينتقل خط  $(n + \delta)k$  إلى اليسار نحو  $k(n' + \delta)$ ، مما يؤدي إلى تراجع مخزون رأس المال الموافق للحالة المستقرة من  $k^*$  إلى  $k'^*$ ، والذي يؤدي بدوره إلى تراجع حجم الإنتاج من  $y^*$  إلى  $y'^*$ ، وبالتالي إرتفاع معدل النمو السكاني يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي، فارتفاع معدل النمو السكاني يخلق صدمة سلبية على الإنتاج والدخل (البشير و دحمان، 2008، صفحة 09).

#### ثانيا: نموذج Solow-Swan بوجود التقدم التقني

بناء على ما سبق نلاحظ أن النموذج لا يمكنه تفسير حقيقة نمو دخل الفرد، ففي الأجل الطويل عندما يصل الاقتصاد إلى الحالة المستقرة-التوازنية-، فإن متوسط دخل الفرد لا ينمو حيث يبقى ثابتا عند الحالة المستقرة، وإحداث نمو في متوسط دخل الفرد في الأجل البعيد تم إدراج عامل خارجي وهو التقدم التقني في دالة الإنتاج، ومنه تعطى دالة الإنتاج ذات التكنولوجيا الموسعة (A) التي تجعل من القوة العاملة أكثر كفاءة، بالصيغة التالية: (حواس، 2021، صفحة 179، 186)

$$Y = K^{\alpha}(AL)^{1-\alpha}$$

يفترض أن معدل نمو التقدم التقني (g) محدد خارجيا، ويتم التعبير عن معدل نمو الناتج كالتالي:

$$\frac{\Delta Y}{Y} = \alpha \frac{\Delta K}{K} + (1 - \alpha) \left[ \frac{\Delta L}{L} + \frac{\Delta A}{A} \right]$$

$$\frac{\Delta L}{L} = \alpha \frac{\Delta K}{K} + (1 - \alpha)[n + g]$$

ولشرح كيف ينمو (Y) ينبغي شرح كيف ينمو (K):

$$\Delta K = sY - \delta K \text{ (معادلة الاستثمار)}$$

يمكن التعبير عن (Y) و (K) بدلالة العمل المقاس بالوحدات الفعلية :

$$\tilde{Y} = \frac{Y}{\Delta L} = \frac{Y}{A}$$

$$\tilde{K} = \frac{K}{\Delta L} = \frac{K}{A}$$

حيث  $\tilde{Y}$ : نصيب العامل الفعلي من الناتج، و  $\tilde{K}$ : نصيب العامل الفعلي من رأس المال.

ويمكن تمثيل دالة الإنتاج بدلالة العمل المقاس بالوحدات الفعلية (AL) :

$$\tilde{Y} = K^\alpha (AL)^{1-\alpha} / AL \rightarrow \tilde{Y} = \tilde{k}^\alpha$$

لدينا أيضا التغير النسبي لنسبة رأس المال إلى العمالة الفعلية :

$$\frac{\Delta \tilde{K}}{\tilde{K}} = \frac{\Delta K}{K} + \frac{\Delta L}{L} - \frac{\Delta A}{A}$$

$$\frac{\Delta \tilde{K}}{\tilde{K}} = \frac{sY - \delta}{k} - n - g$$

$$\frac{\Delta \tilde{K}}{\tilde{K}} = s \frac{\tilde{y}}{\tilde{k}} - (n + g + \delta)$$

$$\Delta \tilde{k} = s\tilde{y} - (n + g + \delta)\tilde{k}$$

وهي المعادلة الأساسية لنموذج سولو وسوان مع وجود العامل التكنولوجي كمتغير خارجي في النموذج، حيث يصبح تغير مخزون رأس المال  $\Delta \tilde{k}$  مساويا لنصيب العامل الفعلي من الاستثمار  $(s\tilde{y})$  مطروح منه مقابل الاستثمار  $\tilde{k}(n + g + \delta)$ ، ولأن  $(\tilde{k} = k/AL)$  فإن مقابل الاستثمار يتكون من ثلاث عناصر مع إبقاء  $(\tilde{k})$  ثابتا:  $(n\tilde{k})$  حجم رأس المال الواجب توفيره للعمال الجدد،  $(\delta\tilde{k})$  ويمثل رأس المال المتهالك، و  $(g\tilde{k})$  يعبر عن حجم رأس المال الجديد، الذي ينبغي توفيره للعمالة الجديدة الآتية من التقدم التكنولوجي.

وتحدد الحالة المستقرة للاقتصاد كما يلي: (شنافه ج.، 2018، صفحة 228)

$$\Delta K = 0 \rightarrow s\tilde{y} - (n + g + \delta)\tilde{K} = 0$$

$$\tilde{k}^* = \left( \frac{s}{(n + g + \delta)} \right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$$

وهي تعبر عن نسبة رأس المال الفردي للتقدم التكنولوجي في المدى الطويل، كما يمكن إستخراج قيمة الإنتاج الفردي بالنسبة للتقدم التكنولوجي كما يلي:

$$\tilde{Y}^* = \left( \frac{s}{(n + g + \delta)} \right)^{\frac{\alpha}{1-\alpha}}$$

وهذه المعادلة تعطي تفسيراً أكثر قيمة للفارق بين الغنى والفقير في مختلف الدول، حيث تمنحنا المعادلة نتيجة معناها أن بعض الدول متطورة وغنية، نظراً لأنها تتمتع بمعدل استثمار لرأس المال عالي و-أو معدل نمو سكاني منخفض و-أو تقدم تكنولوجي مرتفع، والعكس في حالة البلدان الفقيرة.

وعلى الرغم من نجاح نموذج "سولو" في تبين عدة جوانب مهمة للنمو الاقتصادي، أهمها تبين الدور المهم لمعدل التغير التقني في عملية النمو، إلا أنه عرف قصور نظرا لإعتبار هذا المعدل كمتغير خارجي، ينمو بصورة تلقائية وبمعدل ثابت، ومن ثم في ظل غياب الصدمات الخارجية أو التغيرات التقنية، فإن كل الاقتصاديات سوف تتجه نحو النمو الصفري، وبالتالي لن يتمكن سولو من تفسير مصادر النمو في المدى الطويل، وقد زادت الانتقادات مع نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات، وبشكل خاص مع زيادة حدة أزمة ديون الدول النامية، وعدم قدرتها على تفسير التفاوت في الأداء الاقتصادي بين الدول النامية والمتقدمة (شاهين، 2021، صفحة 17)، ومن خلال هذه المشاكل التحليلية التي نتجت عن نموذج "سولو" حاول بعض الاقتصاديين الاستفادة منها في بناء نماذج أخرى أكثر فائدة تحليلية وأكثر تطورا، وهي ما يعرف بنماذج النمو الداخلي.

### الفرع الثاني- نماذج النمو الداخلي (نظريات النمو الحديثة)

ظهرت نظريات النمو الحديثة أو ما يعرف بنماذج النمو الداخلي كرد فعل على الانتقادات التي وجهت لنموذج سولو للنمو، و يلاحظ أن نماذج النمو الداخلي تشبه في هيكلها النماذج النيوكلاسيكية فهي تتوافق معها في التأكيد على الدور المهم للادخار والاستثمار في رأس المال البشري لتحقيق النمو في الدول النامية، إلا أنها تختلف عنها في الفرضيات و النتائج، حيث ألغت نماذج النمو الداخلي فرضية تناقص الغلة لرأس المال والعمل، ومن ثم فإن إرتفاع الاستثمار في رأس المال المادي والبشري يمكن أن ينتج التحسينات الإنتاجية و الوفرة الخارجية، كما أن إستمرار ارتفاع فجوة الدخل بين الدول الغنية والدول الفقيرة لا تعود إلى العوامل التي ذكرتها النظريات التقليدية، وإنما لجملة من العوامل التي ترتبط بشكل كبير برأس المال البشري كالتعليم والبحث والتطوير والخدمات الصحية وحماية الحقوق الفكرية (شاهين، 2021، صفحة 22).

وعموما هذه النماذج إستبعدت تماما أن يتحدد النمو الاقتصادي في الأجل الطويل بمتغيرات خارجية، فالنمو الاقتصادي يظهر في هذه النماذج كعملية داخلية يمكن أن يتحقق ذاتيا بإستمرار، سنتطرق إلى بعض نماذج النمو الداخلي وسنكتفي فقط بكل من نموذج "AK"، ونموذج "رومر"، بالإضافة إلى نموذج "لوكاس" هذه النماذج تعتبر القاعدة الأساسية لنماذج النمو الداخلي.

أولا. نموذج AK للنمو الاقتصادي: قدم (Marvin Frankel 1962) نموذا يعد من أول نماذج النمو الداخلي وأبسطها وذلك اعتمادا على نموذج هارود ودومار وكذلك سولو، يرتكز هذا النموذج على أساس أن معدل النمو الاقتصادي هو دالة متزايدة لمعدل الاستثمار، وهو يشبه نوعا ما لإفتراض هارود و دومار، وبشكل خاص ما يتعلق بأثر الاستثمار على الإنتاج الكلي، وعند تحليل نماذج النمو النيوكلاسيكي وخصوصا نموذج سولو، نجد أن المشكل فيها يتمثل في تراجع النمو في الأجل الطويل، والذي يعود إلى تناقص الإنتاجية الحدية وبشكل خاص إنتاجية رأس المال، فنماذج النمو الداخلي وعلى رأسها نموذج AK جاءت لمعالجة هذا المشكل أي مشكل تناقص المردودية الحدية، وبالتالي لتفادي هذا المشكل يفترض نموذجا AK إلغاء إفتراض تناقص الإنتاجية الحدية أي  $\alpha = 1$ ، وإذ كانت النماذج السابقة تعتمد على دالة كوب-دوقلاص التالية  $Y = A * K^{\alpha} * L^{1-\alpha}$  فان دالة الإنتاج في نموذجا AK تعطى بالشكل الخطي البسيط الآتي: (علوش، 2015، صفحة 21، 22)

$$Y = AK \dots \dots \dots (01)$$

حيث: A معامل ثابت يشير إلى التطور التكنولوجي، K رصيد رأس المال.

وتراكم رأس المال يكتب على النحو المعطى في نموذج سولو أي أن:

$$\dot{K} = sY - \delta K \dots \dots \dots (2)$$

مع إفتراض أن عدد السكان ثابت، فإن معدل النمو فيه يكون معدوم أي:

$$\dot{L} = nL = 0$$

ومن المعادلتين 01 و 02 يتم التعبير عن معدل النمو كمايلي :

$$Y = AK \dots \dots \dots \dot{Y} = A(sy - \delta k)$$

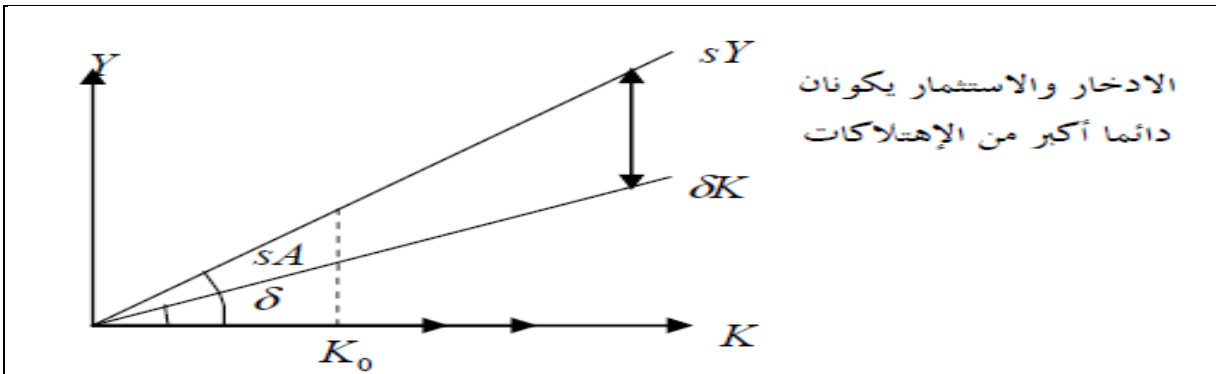
$$\frac{\dot{Y}}{Y} = sA - \delta \dots \dots \dots (3)$$

كما يتم التعبير عن معدل نمو رأس المال وذلك بقسمة معادلة تراكم رأس المال على  $K$ ، وذلك على النحو التالي: (البشير و دحمان، 2008، صفحة 15)

$$\frac{\dot{K}}{K} = \frac{sY}{K} - \frac{\delta K}{K} = sA - \delta \dots \dots \dots (4)$$

تمثل  $Y$  حجم الإنتاج، أما  $K$  فتمثل رأس المال الموسع، والذي يتضمن رأس المال العيني-الآلات والمعدات-ورأس المال البشري العمالة، ويعبر  $s$  عن معدل الإدخار، أما  $A$  فهي متغيرة ثابتة وموجبة تعبر عن التكنولوجيا السائدة. وعليه بالعودة إلى نموذج "سولو" مع مراعاة فرضيات نموذج  $AK$  فإننا نستطيع رسم الشكل التالي:

الشكل رقم(05:02): التمثيل البياني لنموذج  $AK$



المصدر: البشير عبد الكريم، دحمان ابوعللي سمير(2008): قياس أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي-حالة الاقتصاد الجزائري-، ورقة بحثية مقدمة في منتدى المغاربة حول تطور نظريات النمو الاقتصادي، في منتدى الاقتصاديين المغاربة، ص 16.

إن المنحنى  $\delta K$  يوضح مبلغ الاستثمار الضروري لتعويض رأس المال المتهالك، بينما المنحنى  $sY$  يبين الاستثمار بدلالة رصيد رأس المال، وبما أن  $Y$  في هذا النموذج خطي في  $K$ ، فهذا المنحنى يكون عبارة عن خط مستقيم وهي أحد خصائص نموذج  $AK$  (البشير و دحمان، 2008، صفحة 15).

على إفتراض أن إقتصادا ما ينطلق من النقطة  $K_0$ ، ففي حالة نموذج "سولو" كان تراكم رأس المال خاضعا لتناقص المردودية ( $K < 1$ )، أي أن كل وحدة في رأس المال جديدة تكون إنتاجيتها أقل من التي قبلها، فالاستثمار الكلي ينتهي بالوصول إلى مستوى  $\delta$  مع توقف تراكم رأس المال الفردي  $K$ ، أما في هذا النموذج -نموذج  $AK$  -فيتصف تراكم رأس المال بمردودات ثابتة أي أن الإنتاجية الحدية لكل وحدة من رأس المال تساوي التي سبقتها و التي بعدها، ودائما تكون مساوية ل  $A$  حيث: (البشير و دحمان، 2008، صفحة 15)



$$A = \frac{Y}{K} \quad \text{و} \quad \frac{\dot{K}}{K} = s \frac{Y}{K} - \delta$$

وبالتالي:

$$\frac{\dot{Y}}{Y} = s A - \delta = gr$$

ومنه ومن المعادلتين (3) و(4)، نتوصل إلى أن معدل نمو رأس المال يعادل معدل نمو الإنتاج، ومعدل النمو (gI) لاقتصاد ما هو دالة متزايدة في معدل الاستثمار-الادخار-، وبالتالي فإن أي سياسة حكومية داعمة لنمو رأس المال سيكون لها أثر مستمر على معدلات النمو الاقتصادي.

ثانيا. نموذج "بول رومر" Paul Romer: يدخل نموذج "بول رومر" ضمن نماذج النمو الداخلي، ففي نموذج الأول سنة(1986) أرجع النمو الاقتصادي إلى عامل التمرن، أما في النموذج الثاني سنة(1990) فأرجع النمو الاقتصادي إلى تراكم المعارف العامة و التقدم التكنولوجي.

أ. نموذج "بول رومر" 1986 (تراكم رأس المال المادي أو المعرفة): يعتبر نموذج رومر Romer من نماذج النمو الداخلي الحديث، وتميز نموذجه بفرضيتين: تتمثل الفرضية الأولى في إدخال عامل التعلم عن طريق التمرن، أي أن المعارف تكتسب عن طريق الاستثمار في رأس المال البشري، حيث أن الإرتفاع في هذا الأخير تحدث إرتفاع في الإنتاج وذلك نتيجة للخبرة، إضافة إلى ذلك فان الفرضية الثانية تتمثل في أن المعرفة التكنولوجية المكتشفة تنتشر آنيا في الاقتصاد ككل(سلعة جماعية) (بن ونيسة، 2014، صفحة 88)، ومن ثم إذا إعتبرنا أنه يمكن تمثيل المعرفة المتوفرة في المؤسسة i بالمؤشر  $A_i$ ، هذا يعني أن التغير  $\frac{dA_i}{dt}$  يمثل التعلم الكلي للاقتصاد، والذي يتناسب بدوره مع التغير في  $K_i$  لمخزون رأس المال ومنه دالة الإنتاج هي: (بن قدور، 2013، صفحة 95، 96)

$$Y_i = f(K_i, KL_i)$$

حيث أن F تحقق الخصائص النيوكلاسيكية، و التي تتمثل في أن الإنتاج الحدي لكل عامل متناقص ووفرات الحجم ثابتة،

إضافة إلى أن الإنتاجية الحدية لرأس المال أو العمل تؤول إلى المالا نهائية، في حالة أن كل من رأس المال والعمل يؤولان إلى الصفر، وتؤول إلى الصفر في حالة انهما يؤولان إلى المالا نهائية.

إذا كانت كل من  $K$  و  $L_i$  ثابتة، كل مؤسسة هي معرضة إلى مردودية متناقصة ل  $K_i$  كما هو ملاحظ في نموذج سولو، بالإضافة إلى أنه من أجل قيمة معطاة ل  $L_i$ ، فإن دالة الإنتاج متجانسة من الدرجة الأولى في  $K_i$  و  $K$ ، وبالتالي فإن مصدر النمو الداخلي هو ثابت المردودية الاجتماعية لرأس المال، وبتحديد دالة الإنتاج بالاستعانة بدالة كوب دو قلاص:

$$Y_i = A(K_i)^\alpha (KL_i)^{1-\alpha}$$

$$0 < \alpha < 1$$

حيث:

$Y_i$  - مستوى الإنتاج في المؤسسة (i).

$L_i \cdot K_i$  - حجم العمل ورأس المال المستخدم في كل مؤسسة.

$K$  - مخزون رأس المال الكلي.

A عامل مشترك بين جميع المؤسسات وهو يمثل التقدم التقني أو المعرفة وهو دالة لمخزون رأس المال الكلي.

بتثبيت L.K يمكن تحديد الناتج الحدي الخاص لرأس المال، بالاشتقاق بالنسبة لK وL وفي الأخير نتحصل على أن K غير مرتبط بL، ومن ثم فإن الناتج الخاص لرأس المال يزداد مع التعلم عن طريق التمرن وإنتشار المعرفة، ويقوم بإلغاء الميول نحو تناقص المردودية.

ب. نموذج "بول رومر" الثاني (1990) (تراكم رأس المال التكنولوجي، تنوع المنتج): لقد طرح رومر (Romer 1990) فكرة النمو الذاتي والتي ترى بأن النمو طويل المدى يتحدد داخل النشاط الإنتاجي، وأن العنصر المعزز له هو التقدم التكنولوجي عن طريق نشاط البحث والتطوير، ويجد رومر أن إنتاج التصميم الحديثة للسلع الرأسمالية أو السلع الوسيطة هي المصدر الرئيسي للتقدم التقني، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاجية داخل الاقتصاد من جهة، ويضمن عدم الانخفاض السريع للناتج الحدي لرأس المال الذي ينتج عن تراكم رأس المال من جهة أخرى، حيث يحتوي نموذج رومر على ثلاث قطاعات: قطاع البحث والتطوير (إنتاج المعرفة): ويقوم باستعمال رأس المال البشري وصيد المعرفة بغرض إنتاج المعرفة الحديثة، والتي تحتوي على إنتاج التصميمات الحديثة للسلع الرأسمالية أو السلع الوسيطة، قطاع إنتاج السلع الرأسمالية الإنتاجية: ويقوم هذا القطاع باستعمال التصميم التي قام بانتاجها قطاع الأبحاث و التطوير لإنتاج السلع الرأسمالية الإنتاجية الحديثة، قطاع إنتاج السلع النهائية: ويعمل على إنتاج السلع النهائية بتقنية تربط العمل ورأس المال البشري و السلع الرأسمالية الحديثة، كما تتوفر أربع عوامل إنتاج: هي رأس المال المادي و العمل، ورأس المال البشري، و رأس المال التكنولوجي (علي ا، 2021، صفحة 43).

ويجد رومر أن الحماية التي يوفرها القانون للاكتشافات التكنولوجية، عن طريق نظام براءات الإختراع تعتبر حماية جزئية، كما أنه لكل باحث الحق في إستعمال المعارف (سلعة عامة)، وإستغلالها في البحوث التي يقوم بها (فاضل و طحكوش، 2016، صفحة 179).

1. عرض النموذج: يتمثل الناتج النهائي في شكل معادلة من دالة كوب دوغلاس، ويرى رومر أنه لإنتاجه ينبغي المرور على ثلاث قطاعات هي: قطاع البحث، قطاع السلع الوسيطة، و قطاع السلع النهائية كالاتي: (بن خليف، 2012، صفحة 241، 242)

$$Y = H_Y^\alpha L^B \int_0^A X(i)^{1-\alpha-b} di \dots \dots (1)$$

حيث:

Y : الإنتاج

H : رأس المال البشري

L : العمل الخام

$\int_0^A X(i)$  : رأس المال المادي

نفترض أن الاحتكارات تنتج كميات متساوية في الأجل الطويل ( $X(i) = \bar{x}$ ) ، تكتب الدالة (1) كما يلي:

$$Y = H_Y^\alpha L^B (A\bar{x})^{1-\alpha-B} \dots \dots (2)$$

A: يعبر عن مخزون المعارف

يقوم النموذج بإفترض أن إجمالي كمية رأس المال البشري H ثابتة، حيث يتم توزيع هذا الثابت بين إنتاج الناتج  $H_Y$  وإنتاج أنواع جديدة من رأس المال  $H_A$ :

$$H=H_Y+H_A$$

يقوم النموذج بإفترض عدم وجود نمو السكان وتقدم تقني خارجي، وبالتالي فإن النمو الداخلي يوجد عندما يكون الناتج أكبر من  $(\mu + \lambda)$ :

يقوم النموذج بإفترض أن التقدم التقني هو إنتاج أنواع جديدة من السلع الرأسمالية، التي بإمكانها أن تنتج منتجا نهائيا، تستخدم موردا آخر الذي إعتبره رومر نوعا خاصا من العمل ورأس المال البشري متاح بالكمية R، بحيث أن استخدام n وحدة من هذا المورد ينتج وحدة واحدة من أي نوع من أنواع السلع الرأسمالية بعد إختراعها، وبالتالي:

$$R = n \int_0^A X(i) di \dots \dots (3)$$

إن الناتج الحدي ل  $X(i)$  يجب أن يكون مستقلا عن (i)، وأن تكون كل  $Xi$  متساوية ومساوية ل  $X$  فتصبح العلاقة (3) :

$$R = n A \bar{X} \dots \dots (4)$$

نرمز للناتج الثابت  $L^B H_Y^\alpha$  ب B، نقوم بحساب قيمة الناتج النهائي وبتعويض (4) في (2) نجد :

$$Y = B \int_0^A \left(\frac{R}{nA}\right)^{1-\alpha-B} di = BR^{1-\alpha-B} n^{-(1-\alpha-B)} A^{\alpha+B} \dots \dots (5)$$

مع ثبات R.B نجد:

$$\bar{Y} = (\alpha + B)\bar{A} \dots \dots (6)$$

وبالتالي نستنتج أنه بعدم وجود تقدم تقني خارجي يتحقق النمو الداخلي k مع أي شيء يبقى A موجبة، أي هيكل إقتصادي أو هيكل للسوق يضمن مواصلة نمو عدد من أنواع السلع الرأسمالية.

يفترض النموذج أن معدل النمو (A) يتناسب مع كمية رأس المال البشري المخصص للبحث، ولاكتشاف أنواع جديدة من السلع الرأسمالية، أي أن كمية الاكتشافات الجديدة تعتمد على كمية مخزون المعارف (A)، وكمية رأس المال المخصص للبحث و

التطوير ( $H_A$ ): (بن خليف، 2012، صفحة 242)

$$\dot{A} = \delta H_A A \dots \dots (7)$$

$\delta$ : يعبر عن إنتاجية أوفعالية البحث والتطوير.

تعرف المعادلة (7) معادلة تراكم المعارف وتعتبر من أهم معادلات النموذج، لأنها تحدد الكيفية التي من خلالها يتم إنتاج المبتكرات العلمية الجديدة، التي تتعلق بكمية رأس المال البشري المخصص لقطاع البحث ومدى إنتاجية هذا القطاع، إضافة إلى ذلك نلقى أن الإنتاجية الحديثة للباحث تتحدد بناء على المخزون المعرفي الذي يتوفر عليه الباحث، حيث أنه كلما كان هذا الأخير معتبر إرتفعت الإنتاجية للباحث، الأمر الذي يجعل A ينمو بشكل دائم دون توقف:

$$Pm_{HA} = \frac{\partial \dot{A}}{\partial H_A} = \delta A$$

و في ظل المنافسة الاحتكارية يصبح سعر السلع الوسيطة أعلى من تكلفتها الحدية، لأن جزء من أرباح الشركات المنتجة يرجع إلى الباحثين، مما يؤدي إلى تشجيع البحث ورفع الاكتشافات العلمية، فيصبح الطلب على رأس المال يعادل المخزون الكلي لرأس المال المتاح:

$$K = \int_0^A X(i) di \dots \dots \dots (8)$$

$X(i)$ : الكمية الموجودة من كل نوع من أنواع السلع الرأسمالية، نفترض أنه يتم إنتاجها تحت نفس الظروف تصبح المعادلة (8):

$$K = AX \dots \dots \dots 9$$

الآن يتم إنتاج السلع النهائية وفق دالة الإنتاج التالية:

$$Y = L_Y^{1-\alpha} \int_0^A X_i^\alpha di \dots \dots \dots 10$$

$A$ : يمثل السلع الوسيطة المتاحة لإنتاج الناتج النهائي.

$L_Y$ : رأس المال اللازم لإنتاج السلع النهائية.

وبتعويض (9) في (10) نجد:

$$Y = L_Y^{1-\alpha} A^{1-\alpha} K^\alpha \dots \dots \dots 11$$

على إعتبار أن  $A$  عامل إنتاجي فإن عوائد هذا العمل التكنولوجي تكون متزايدة:

$$\lambda^{2-\alpha} ((AL)^{1-\alpha} K^\alpha) > \lambda y \dots \dots \dots 12$$

يتحدد نمو الناتج من خلال نشاطات البحث والتطوير، وبالتالي من المعادلة 07 نصل إلى أن معدل النمو المتوازن هو:

$$g = \frac{\dot{K}}{K} = \frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{A}}{A}$$

$$g = g_K = g_Y = g_A = \delta H_A$$

ويكون معدل نمو الناتج ورأس المال هو:

$$g_Y = g_K = g_A + n = \delta H_A + n$$

في الأجل الطويل يتحدد نمو الناتج الفردي بعوامل دالة تراكم المعارف ومعدل نمو عدد الباحثين، الذي يتعلق بمعدل نمو السكان العاملين، بالتالي فان النمو الاقتصادي لا يتحقق تلقائياً، وإنما بتوفير الإمكانيات البشرية والمادية للبحث والتطوير أي إنتاج المعارف والأفكار (الابتكارات).

## 2. بعض نتائج البحث: من كل ما سبق يمكن إستنتاج بعض النتائج وهي: (بن خليف، 2012، صفحة 244)

\_ أن معدل نمو نصيب الفرد من الناتج يتحدد داخليا وبناء على معدل نمو العامل التقني، والذي يعتمد على مقدار رأس

المال البشري المخصص لقطاع البحث والتطوير، وتحسين فاعلية هذا القطاع من خلال تأهيل رأس المال البشري،

يضمن إستمرار النمو في الأجل الطويل، ويعزز الأداء الاقتصادي.

\_ أن الإنتاجية الحدية لقطاع البحث والتطوير متزايدة بشكل مستمر، وهذا يجعل من النمو في العامل التكنولوجي دائم حتى

في حالة ثبات عدد الباحثين، ومن ثم مواصلة النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

\_ أن النموذج يقوم بتفسير الفروق في الأداء الاقتصادي بناء على سرعة حركية التحول التقني، والتي تعتمد على مستوى

رأس المال البشري في الاقتصاد، وبالتالي يرجع الاختلافات في الأداء الاقتصادي إلى مدى قدرة الدولة على الإعتناء

بقطاع البحث والتطوير، القادر على إنتاج مبتكرات جديدة أو على الأقل التكيف مع التكنولوجيا المستحدثة في العالم المتقدم، وعليه ينبغي على البلد أن يوجه سياسته لرفع النمو الاقتصادي إلى أنشطة البحث والتطوير.

ثالثا. نموذج روبرت لوكاس "Robert Lucas" (تراكم رأس المال البشري 1988): لقد أقر الاقتصادي "Lucas" (1988) في نمودجه عن إمكانية توليد نمو داخلي مستلتم بشكل يشبه لنمودج" رومر" (1986)، غير أنه هذه المرة من خلال تراكم رأس المال البشري والآثار الخارجية المرتبطة به، ويشير مصطلح رأس المال البشري لمخزون المهارات والقدرات المحسدة في الأفراد والتي لها تأثير على عملية الإنتاج، وتكتسب من خلال التعليم الرسمي أو التدريب أثناء العمل، كما تعد الرعاية الصحية (لأنها تحافظ على الحياة والرفاهية) ذات أهمية بالغة لمخزون رأس المال البشري، وحافر للاستثمار فيه (حواس أ.، 2021، صفحة 577)، في نموذج "Lucas" يقوم فرد معين على تخصيص وقته بين أمرين: الأول هو القيام بالعمل بغرض الإنتاج، والثاني هو تخصيص وقتهم في عملية تراكم رأس المال البشري لترتفع إنتاجيتهم، وقد بدأ "لوكاس" من فرضية أن لكل فرد دالة إنتاج، ثم يستخلص منها في النهاية دالة الإنتاج لكل الاقتصاد، ولوكاس يتوافق كثيرا في نمودجه مع بعض خصائص نمودج "سولو"، وذلك في حالة إستبدالنا h مكان A، حيث يؤدي رأس المال البشري في نمودج "لوكاس" نفس الدور الذي يلعبه التقدم التكنولوجي في نمودج "سولو"، الفرق يكمن فقط في طريقة التفسير ف"لوكاس" طرح تفسيراً لنمو رأس المال البشري في نمودجه وهذا على عكس "سولو" الذي إعتبره ثابتاً، فتفسيره في نمودج "لوكاس" هو أنه كلما تم تسخير وقت كبير وكافي للتكوين (1-u) من طرف الأفراد كلما ساعد ذلك على إرتفاع رأس المال البشري، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي، والعكس يحدث في حالة ما أهملنا التكوين والتعليم، الإنتاج الصافي للعامل يكون وفقاً للعلاقة التالية: (العمري، 2013، صفحة 65)

$$y = A \cdot K^B (u \cdot h)^{1-B} \cdot h_{\alpha}^t$$

y قيمة إنتاج الفرد، A : الإنتاجية الكلية للعوامل.

$u \in (0,1)$ : يمثل جزء من الوقت المتاح المخصص للإنتاج،  $1-u$  يمثل الوقت المتاح والمخصص من قبل الفرد للتعلم وللحصول على المعارف المتعلقة بتراكم رأس المال البشري.

$h_{\alpha}^t$ : يمثل الآثار الخارجية للتعليم، "لوكاس" أدمج الوفورات الخارجية التي تنتج عن رأس المال البشري على نشاط الإنتاج، وبرر هذا بفرضية أن كل عون مهما يكن مستواه الحالي لرأس المال البشري، هو أكثر فعالية إذا أحيط بشخص فعال.

K: يمثل المستوى المتوسط لرأس المال البشري لكل فرد داخل الاقتصاد، ويجد "لوكاس" أنه كلما كان متوسط رأس المال البشري مرتفع، سيؤدي ذلك إلى تحسن الإنتاجية لكل فرد، والتراكم الفردي لرأس المال البشري يقدم بالعلاقة التالية:

$$\dot{h} = \delta(1 - u)h$$

$\dot{h}$ : تراكم رأس المال البشري للفرد.

h : التغير تراكم رأس المال البشري للفرد.

$\delta$  : مقدار فعالية نشاط تراكم رأس المال البشري.

من خلال هذه المعادلة كلما تم تخصيص جزء كبير من الوقت للتعلم والتكوين، كلما حقق الاقتصاد بذلك نموا كبيرا في رأس المال البشري، مما يؤثر إيجاباً على نمو الناتج الحقيقي للفرد.

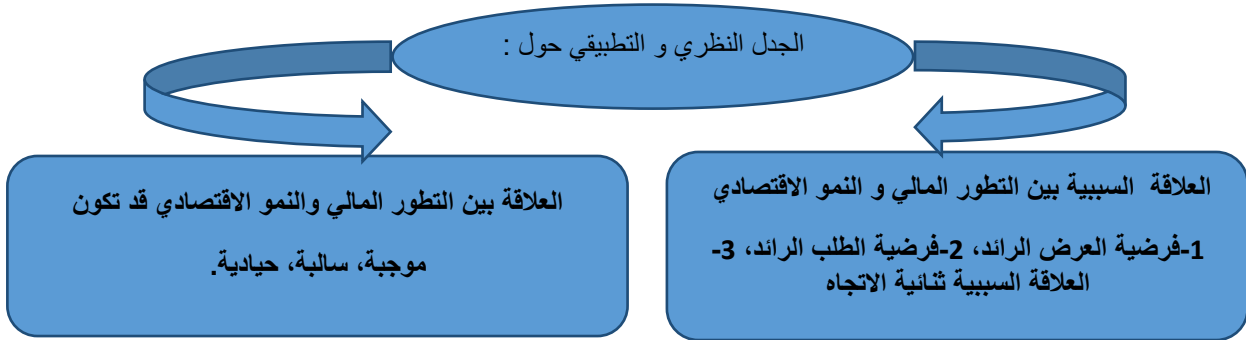
وفي الأخير يمكن أن نلخص الفكرة الرئيسية التي توصل إليها "لوكاس" سنة 1988، وهي أن الاختلاف في معدل النمو فيما بين البلدان يعود بالأساس إلى الاختلاف في مستوى تراكم رأس المال البشري بين هذه البلدان، أي أن المصدر الأساسي للنمو يتمثل في آلية تراكم هذا المخزون وقدرة الأفراد على تجميع المعرفة، لذلك نجد بلدان الشمال التي أولت الاهتمام بالتكوين تتميز بمعدلات نمو جيدة، في حين تبقى بلدان الجنوب تتخبط في معدلات نمو منخفضة لأنها أهملت التكوين والتعليم، ومنه فإن السياسة التي لها القدرة على الزيادة من وقت التكوين بشكل مستمر، سوف يكون لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي (البشير و دحمان، 2008، صفحة 16).

وبالتالي أكدت المقاربات النظرية الجديدة المبنية على فرضية النمو الذاتي أي داخلي المنشأ، أن النمو طويل الأجل يتحدد بعوامل داخلية، حيث سمحت بتحديد مصادر جديدة يمكن التعويل عليها في الأجل الطويل.

### المبحث الثاني: العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

تشير أغلبية الدراسات الحديثة عن التطور المالي والنمو الاقتصادي، إلى أن تطور أسواق الأوراق المالية يسير يدا بيد مع الجوانب الأخرى للتطور المالي، وقد تزايد إهتمام الأديبات الاقتصادية بإتجاه العلاقة التي تربط التطور في الأنظمة المالية والنمو الاقتصادي والكيفية التي يمكن أن تؤثر بها أسواق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي، وعلى الرغم من الدراسات النظرية والتطبيقية العديدة في هذا المجال إلا أن طبيعة العلاقة بين التطور المالي-أسواق الأوراق المالية- والنمو الاقتصادي لا يزال موضع نقاش وجدل فكري متواصل، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (06:02): الجدول النظري حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.



المصدر: مجاهد كنزة، غربي ناصر صلاح الدين.(2016). تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي- دراسة حالة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا-. Arab Economic and Business Journal. المجلد 11. العدد 1. 2016. ص74.

أن تكون هناك علاقة بين التمويل و النمو الاقتصادي مسألة مقبولة على نطاق واسع، والأمر المثير للجدل هو إتجاه العلاقة السببية بينهما، فالبعض يعتقد أن تطور القطاع المالي يزيد كل من الادخار والاستثمار مما يفضي إلى تحقيق النمو الاقتصادي، في حين يرى البعض الأخر أن النمو الاقتصادي الأعلى يؤدي إلى إرتفاع الطلب على الخدمات المالية، وهو ما يعمل على تعميق الأسواق المالية وتوسيعها، وهناك علماء يرون أن السببية تكون في الإتجاهين، كما أن تحديد إتجاه السببية له دور مهم في إختيار إستراتيجية التنمية، فإذا كان التطور المالي هو الذي يعزز النمو الاقتصادي فإن ذلك يتطلب الإهتمام بالقطاع المالي وتحريه، أما إذا كان النمو الاقتصادي هو الذي يحفز التطور المالي، فإن الأمر يتطلب التركيز على السياسات التي ترفع النمو الاقتصادي (شنافة، 2017، صفحة 230)، وهو ما سنتطرق إليه في المطلب الموالي.

#### المطلب الأول: تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي"العروض الرائد"

إعتبر الفكر التنظيري الاقتصادي المؤيد للدور القيادي للقطاع المالي، بأن القطاع المالي يقوم بالربط بين المدخرين والمستثمرين، وذلك بنقل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي من خلال الأدوات المالية كالأسهم والسندات، وسنتطرق فيما يلي إلى الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية لتأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي.

#### الفرع الأول: التحليل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي

تعود الدراسات الأولى التي تناولت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي إلى الاقتصاديين(1873)Walter Bagehot و(1912)Schumpeter، ويعتبر Walter Bagehot أول من قام بربط التمويل بالنمو الاقتصادي حيث قدم شرحاً مفصلاً لكيفية ارتباط عمليات النظام المالي بالاقتصاد الحقيقي في كتابه"وصف السوق النقدي" Lombard Street: A

Description of the Money Market سنة 1873، الذي طرح فيه العديد من الأمثلة عن الطريقة التي تؤثر من خلالها الاحداث في سوق المال البريطاني على عوائد رأس المال داخل البلد (STOLBOV M. , 2013, p. 02)، وأكد الاقتصاديWalter Bagehotعلى أنه أثناء الثورة الصناعية في إنجلترا لعب القطاع المالي دورا حاسما عن طريق تسهيل تجميع رأس المال من أجل تمويل المشروعات الاستثمارية الضخمة (POPOV, Alexander , 2018, p. 65) ، وبالتالي فتوفير التمويل لأصحاب المشروعات كان له دور كبير لتسهيل إستعمال تكنولوجيا جديدة في إنجلترا، ويتبين من هذا أن الادخار هو الرابط بين القطاع المالي والنمو.

تلاه فيما بعد شومبيتر Schumpeter (1912) من خلال دراسته التي طرحها في كتابه "نظرية التنمية الاقتصادية" (The theory of economic) وكانت فكرته الرئيسية هي أن الائتمان يخدم التقدم والإنشاء الصناعي وأنه شرط مهم لتطوير الابتكار والإبداع في مجال الاستثمار، ومن ثم فهو شرط أساسي لتحقيق النمو الاقتصادي (بن علال، 2014، صفحة 11)، وأقر Schumpeter بأن الوساطة المالية عن طريق النظام المصرفي كان لها دورا محوريا في التنمية الاقتصادية، من خلال التأثير على تخصيص المدخرات، وبالتالي تحسين الإنتاجية والإبداع التكنولوجي، وهو ما يرفع معدلات النمو الاقتصادي (GREEN, KIRKPATRICK, MURINDE, 2015, p. 03).

فقد أكد Schumpeter على دور القدرة الإبداعية للائتمان في التأثير على الاقتصاد، فالمنظم المبدع حسب نظره الذي يجسد عملية التنمية لا يستطيع القيام بهذا الدور بدون تمويل يمكنه من تبني التقنية في إستثماره الجديد، فحسب رأي Schumpeter "الن يكون منظما قبل ان يكون مدينا بعض الوقت"، فالتنمية والتمويل تربطهما علاقة كبيرة حيث أن عملية التمويل ومنح الائتمان تساهم في توظيف الاقتصاد لخدمة أغراض المنظم تبعا لحاجته، أو بمعنى آخر منحه القرارات الإبداعية للإنتاج، كما يجد شومبيتر أن الخدمات التي يقوم بها الوسطاء الماليون بين حشد للمدخرات وإدارة للمخاطر، وتقييم للمشروعات، وتسهيل للمعاملات، وإشراف ومتابعة للاستثمار، جميعها ضرورية لأي تقدم في المخترعات والأساليب الفنية (العمر، 2007، صفحة 06).

ولذا يرى Schumpeter أن الأنظمة المالية المتطورة تشجع الابتكارات التكنولوجية، عن طريق تخصيص الموارد بكفاءة وتحويل الفوائض المالية من القطاعات التقليدية إلى القطاعات الأكثر إنتاجية، أي التي تتمتع بأحسن فرص نجاح لتنفيذ المنتجات المبتكرة، كما ركز شومبيتر على وظيفة توزيع القروض دون أن يبدي أهمية لوظيفة تعبئة الموارد، مؤكدا على مساهمة النظام المالي في التطور التكنولوجي وزيادة الإنتاجية عن طريق أهم وظيفة يقوم بها، والتي تتمثل في تقديم التمويل من طرف البنوك، ومن ثم المساهمة في التنمية الاقتصادية (مجاهد، 2016، صفحة 48)، نجد أن شومبيتر ركز على وظيفة تخصيص الموارد على خلاف باجيهوت الذي ركز على تعبئة المدخرات.

وتعمقت الدراسات بعد ذلك من خلال بحوث أخرى لدراسة العلاقة السببية بين التمويل والنمو الاقتصادي، خاصة بعد هيمنة الأفكار الكنزية لفترة معينة، وقد ظهرت العديد من الفرضيات و النظريات التي تناولت تفسير هذه العلاقة ونذكر منها:

أولا. **فرضية الهيكلية المالية:** يعود أساس هذه النظرية إلى الأبحاث التي قام بها الاقتصادي (Gerschenkron 1962) من خلال دراسته التي قام بها حول " **التخلف الاقتصادي في المنظور التاريخي**"، حيث قام بتحليل وتفسير دور القطاع المصرفي عن طريق عملية التكوين الرأسمالي في توفير التمويل لمشاريع التصنيع في أوروبا، عن طريق مقارنة مستوى التنمية الاقتصادية والية تمويل البلدان الصناعية، وتبعا لفرضيته فإن درجة التنمية الاقتصادية للدولة في بداية عملية التصنيع تحدد دور القطاع المصرفي



(STOLBOV M. , 2013, p. 07)، وإعتبر Gerschenkron أنه في بلد مثل إنجلترا يتصف بإقتصاد أكثر تقدماً التصنيع لا يحتاج إلى قطاع مالي نشيط، لأن الاستثمار كان يستلزم رأس مال قليل، بينما في ألمانيا وهي دولة بإقتصاد ناشئ عندما تم إدخال التكنولوجيا المتطورة في عملية التصنيع، قام القطاع المالي بتوفير رأس المال بغرض دعم هذه النشاطات، أما بالنسبة لدولة روسيا التي تتميز بإقتصاد أكثر تخلفاً، هي في حاجة إلى قطاع مالي قوي ودعم حكومي، لوضع المشاريع ذات الكثافة الرأسمالية على الطريق الأصح ورفع عملية التصنيع (ESCHENBACH, 2004, p. 02)، وعليه فقد توصل Gerschenkron (1962) إلى دور تدخل هذه المؤسسات (البنوك والحكومة) في دعم نمو الصناعة في هذه البلدان، حيث تختلف هذه المشاركة من بلد إلى آخر تبعاً للتخلف النسبي لكل اقتصاد (AL-TAMIMI et al , 2002, p. 04).

وبالتالي فحسب Gerschenkron فإن البنوك و الحكومة تساهم بشكل كبير في دفع التنمية الاقتصادية في البلدان المتخلفة نسبياً، أي في المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية حيث تكون المؤسسات غير قادرة على دعم أنشطة السوق، لذلك يوصي بإنشاء قطاع مصرفي نشط باعتباره المصدر الوحيد للتمويل، كما أن أهمية القطاع المصرفي في التنمية الاقتصادية تختلف بحسب مراحل تطور التنمية (DIOP, 2013, p. 22)، وقد بين Gerschenkron في كتابه أن الاقتصاديات المتخلفة نسبياً خلال القرن 19، كألمانيا وفرنسا وروسيا تمكنت من اللحاق بالركب الاقتصادي الأكثر تطوراً عبر تعلم وتبني وإدخال تكنولوجيا الحدود (حواس، 2016، صفحة 12، 13)، أي عن طريق قيام القطاع المالي بتوفير رأس المال بهدف دعم وتطوير تكنولوجيات مرتفعة الأداء.

وبين كذلك الاقتصادي Hicks (1969) التأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، حيث إعتبر أن الثورة الصناعية في بريطانيا ليست نتيجة مباشرة للابتكارات التكنولوجية الجديدة، وإنما هي محصلة تطوير النظام المالي الذي مكن من هذه الابتكارات على مجال واسع (STOLBOV M. , 2013, p. 03)، وهنا يستشهد Hicks بالثورة الصناعية في بريطانيا لم يكن لها أن تحدث لولا وقوف البنوك إلى جانب المقاولين، فحسبه كانت سيولة أسواق رأس المال العنصر الأساسي الذي ألهب النمو في القرن الـ 19 في بريطانيا، فبسبب هذه السيولة يتمكن المدخرين من إمتلاك أصول سريعة التحويل إلى قوة شرائية، وتمكن البنوك والمؤسسات المالية من تحويل هذه الأموال إلى إستثمارات طويلة الأجل، ولأن الثورة الصناعية كانت بحاجة إلى تمويل طويل الأجل فإنها لم تكن تنجح بدون توفير السيولة، وإلا لكان يستلزم على الثورة الصناعية أن تنتظر الثورة المالية" (بليل، 2015، صفحة 116، 117)، أي أن النظام المالي كان له دوراً محورياً في تمويل المشاريع الكبيرة في إنجلترا من خلال قيامه بوظيفة تعبئة الموارد المالية على أكمل وجه.

ونجد كذلك الاقتصادي Cameron (1967) والذي ركز بشكل خاص على جودة وفعالية الخدمات المالية، مشيراً في تحليله إلى الصفات الأساسية للنظم المالية آنذاك، وهي تشبه التصنيفات الحديثة لوظائف النظام المالي، وتمثل فيما يلي: (STOLBOV M. , 2013, p. 08)،

- يقوم النظام المالي بإعادة توزيع الموارد المالية بأقل المخاطر من أصحاب الفوائض المالية إلى المستثمرين.
- قيام الوسطاء الماليين بتشجيع الاستثمارات من خلال تخفيض تكاليف الاقتراض، مما يؤدي إلى تراجع أسعار الفائدة.
- تساعد المؤسسات المالية على التخصيص الأمثل للموارد المالية في البلدان التي تباشر التصنيع، ورفع معدلات التراكم الرأسمالي مما يساعد على تعزيز الابتكار والتقدم التكنولوجي.

أي أن Cameron (1967) ركز على الحوافز المقدمة من طرف المؤسسات المالية، بهدف تجميع المدخرات ورفع التراكم الرأسمالي من أصحاب الفوائض المالي.

ثانياً. **فرضية الكبح المالي:** تقوم هذه الفرضية على فكرة مفادها وجود قيود تفرضها الدولة على النظام المالي، من شأنها أن تعرقل تطور القطاع المالي مما يؤثر سلباً على النمو الاقتصادي، وبالتالي كلما عملت الدولة على إزالة هذه القيود وطبقت سياسة التحرير المالي إرتفع النمو الاقتصادي في البلد، ويعد أنصار المدرسة الليبرالية الحديثة بقيادة (McKinnon and Shaw (1973) أول من حاول دراسة مساهمة التحرير المالي في النمو الاقتصادي، وتبعاً لنموذجهما فإن ظاهرة الكبح المالي تحدث عن طريق القيود المفروضة على النظام المالي من قبل الدولة، وهو ما يؤثر بشكل سلبي على التطور المالي والنمو الاقتصادي، وإعتبرت سياسة التحرير المالي من خلال طرحهما كحل للدول النامية بهدف تسريع وتيرة النمو الاقتصادي، حيث بينا من خلال دراستهما أن سياسة التحرير المالي يمكن أن تعزز تراكم المدخرات، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على رفع حجم الاستثمارات ومعدلات النمو الاقتصادي (عموص، 2017، صفحة 07)، وبالتالي فالتحرير المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة تطوير الأنظمة المالية.

وتدرج سياسة التحرير المالي تحت إطار الإصلاحات المالية والمصرفية التي تمكن المؤسسات المالية والبنوك من كسب الاستقلالية التامة في إدارة أنشطتها، وذلك بإلغاء مختلف القيود والضوابط المطبقة على القطاع المصرفي (Banking Sector Libiralization) عن طريق تحرير معدلات الفائدة الدائنة والمدينة (المفروضة على القروض و الودائع)، كذلك بالتخلي عن سياسة توجيه الإئتمان وتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي وكل أشكال السياسة النقدية غير المباشرة، وإلغاء حواجز الدخول أمام البنوك و المؤسسات المالية الخاصة إلى جانب العمومية منها الأمر الذي يسمح بوجود بنوك ومؤسسات مالية ذات ملاءة مالية وقدرة تنافسية قوية، بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال (Capital account Libiralization) عن طريق تحرير المعاملات المرتبطة بتدفق مختلف أشكال رأس المال (الديون الخارجية، الاستثمارات المباشرة، الأسهم، الثروات الشخصية و التعامل بالنقد الأجنبي)، والحد من الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على المعاملات المرتبطة بالحساب الجاري وحساب رأس المال، كذلك تقوم سياسة التحرير المالي على تحرير أسواق الأوراق المالية (Financial Markets Libiralization) عن طريق إزالة القيود المطبقة ضد حيازة المستثمر الأجنبي للأوراق المالية، ومختلف الأصول المالية الصادرة عن المنشآت والمؤسسات الاقتصادية المحلية في البورصة (بن علال، 2014، صفحة 279).

حيث قام (McKinnon (1973) و (Shaw (1973) بمعالجة الآثار السلبية الناتجة عن تحديد معدلات الفائدة الحقيقية تحت مستواها التوازني، بإعتمادها من آليات الكبح المالي على مستويات الادخار والاستثمار، وأكدوا على أهمية تحرير أسعار الفائدة وتركها لتتحدد في السوق تبعاً لمبدأ العرض والطلب، مع الإبتعاد على التحديد الإداري للسقوف الإئتمانية ونسب الإحتياط، بالإعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية عند محاولة التأثير على العرض النقدي، إلى جانب إزالة القيود المفروضة على حساب رأس المال وقابلية تحويل العملة، بغرض تعبئة موارد مالية إضافية تعزز من قدرة أجهزة الوساطة المالية على تقديم الإئتمان، و التمويل اللازم للاستثمارات، ومن خلال الإهتمام بالعلاقة التكاملية بين النقود ورأس المال، أثبت McKinnon أن تشجيع تراكم الادخار الضروري لتمويل الاستثمار الجاري بالدول النامية يتطلب تحفيز الطلب الحقيقي على النقود في شكل ودائع بنكية، عن طريق زيادة معدل العائد الحقيقي على النقود (زكري و بلوار، 2019، صفحة 97)، وأن المساهمة الرئيسية لنظرية McKinnon تتمثل في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود لتناسب مع وضعية إقتصاد نامي، يتصف بضعف هيكله المالية وعدم تنوع وتطور الأدوات المالية، وفي ظل هذه الوضعية يعتبر أهم مصدر لتمويل الاستثمار هي الودائع المتراكمة لدى الجهاز المصرفي والادخار من الدخل الجاري، كذلك يجد ماكينون أن النقود باعتبارها وسيلة دفع تعد الأصل المالي الأكثر أهمية في الدول النامية، وبذلك تصبح النقود في هذه البلدان قناة إلزامية لتراكم رأس المال، أو ما أطلق عليه ماكينون "تكاملية النقود ورأس المال"

(بن بوزيان و شكوري، 2016، صفحة 02)، ومن ثم تمثل النقود ورأس المال أصولا متكاملة، أي أن النقود تعد قناة لتراكم رأس المال.

وتكمله لما كتبه McKinnon (1973) حول دور التحرير المالي في تحقيق معدلات النمو الاقتصادي، يهتم E.Shaw بإقتصاديات الدول المتقدمة التي تتصف بأنظمة مالية متطورة، مركزا على أهمية الوساطة المالية في تقديم التمويل للاستثمارات عن طريق نشاطات الإقراض و الإقتراض، ومؤكدا على أهمية الزيادة في أسعار الفائدة الحقيقية بهدف جلب المدخرات المالية مظهرا دور الوديعة كمصدر لتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث يفترض أن زيادة معدلات الوديعة يعمل على تشجيع الاستثمار عبر التوسع في خطوط الإئتمان بكفاءة وبالشكل الذي يحقق تحفيز النمو الاقتصادي (زكاري و بلوار، 2019، صفحة 97)، ومن هنا تظهر أهمية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين.

وعلى الرغم من أن نهج McKinnon يتطابق مع وجهة نظر Shaw فيما يتعلق بالأثر الإيجابي لإرتفاع أسعار الفائدة الحقيقية الموجبة، على الادخار والاستثمار والنمو الاقتصادي، لكن هناك فرق بين النموذجين McKinnon و Shaw حول مصدر الحصول على التمويل، حيث ركز McKinnon على العلاقة بين الادخار والاستثمار الممول داخليا، بينما سلب Shaw الضوء على دور عملية الوساطة المالية والتمويل الخارجي، علاوة على ذلك أشار Molho (1986) إلى أن كل من نموذج McKinnon ونموذج Shaw مكملان لبعضهما البعض، فتقريبا كل المشاريع الاستثمارية تحصل على التمويل عن طريق الدمج بين رأس المال الخاص و التمويل الخارجي (Molho, 1986, p. 90)، (91).

**ثالثا: إستراتيجية التحرير المالي:** تتضمن سياسة التحرير المالي جانبيين وهما التحرير المالي الداخلي والتحرير الخارجي، وتشمل تحرير الجهاز المصرفي وتحرير أسواق الأوراق المالية، وحساب رأس المال، وستتطرق فيما يلي إلى تحرير أسواق الأوراق المالية على المستويين الداخلي والخارجي فيما يلي:

أ. **تحرير أسواق الأوراق المالية على المستوى الداخلي:** من جملة الإصلاحات التي تتعلق بتحرير أسواق الأوراق المالية على المستوى الداخلي ما يلي: (شنافه ج.، 2018، صفحة 175، 176).

- رفع عدد الشركات المدرجة وإعطائها حرية أكبر في تحديد كيفية إصدار أوراقها المالية، وذلك بطرح التبرعات فيما يخص إنشائها وحرية دخولها وخروجها من وإلى السوق، إضافة إلى تخفيض القيود المفروضة في السوق المالية، والتي من شأنها أن تعمل على رفع الكفاءة بها.
- تنويع أدوات الاستثمار المالي التي تحقق فعالية وتوسع السوق، وتحفيز الفرص وخفض المخاطر أمام المتعاملين.
- تشجيع العمل بأسواق السندات إلى جانب أسواق الأسهم، على إعتبارها أداة أساسية للادخار والاستثمار.
- تحديث أنظمة التداول في السوق المالية بما يحقق تسهيل عملياتها، وكفاءة وسرعة إنجاز الصفقات المالية.
- إنشاء شبكة للتعامل مع الوسطاء والسماسة في سوق الأوراق المالية.
- إلغاء قيود الدخول أمام البنوك والمؤسسات المالية الخاصة إلى جانب العامة للسوق المالية، مما يسمح بتعزيز ملاءتها.
- العمل تبعا للمعايير الدولية في مجال المحاسبة والشفافية، في نشر المعلومات والافصاح المالي، إلى جانب تحسين عمليات الإشراف والتنظيم المالي.

ب. **تحرير أسواق الأوراق المالية على المستوى الخارجي:** يتعلق تحرير سوق الأوراق المالية على المستوى الخارجي بالإصلاحات الآتية: (شنافه ج.، 2018، صفحة 177)

- إلغاء القيود على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، وهي تتضمن عمليات الشراء التي تتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع بالإصدارات التي تتم في الخارج بواسطة مقيمين (تدفقات إلى الداخل) أو على مبيعات أو إصدارات يقوم بها محليا غير المقيمين.
- القضاء على العوائق التي تعترض التدفق الداخلي لرأس المال ودفع الأرباح والفوائد، إضافة إلى فسخ المجال للوساطة المالية، أمام المؤسسات والشركات الأجنبية وكذلك المضاربين والمتعاملين الأجانب للانضمام إلى السوق.
- منح المستثمرين المحليين الحق في تداول الأوراق المالية الأجنبية، كما يقتضي تحرير الأسواق المالية فتح البورصات للمنافسة الخارجية وتدعيم الابتكارات المالية.

ج. **الاستثمار الأجنبي المحفطي:** نجد من مظاهر التحرير المالي الاستثمار الأجنبي المحفطي، وهو أحد أهم الأشكال التي تتخذها حركة رؤوس الأموال الدولية، والذي يعرف بأنه "المشاركة الخارجية في التوظيفات المالية في السندات الحكومية وسندات المؤسسات وكل أنواع الأسهم المملوكة للأجانب، دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة موجودات الشركة المستثمر فيها، و دون أن يكون له الحق في الرقابة والسيطرة في إدارة المشروعات، وتكون الدوافع الأساسية للمستثمرين في محافظ الأوراق المالية توزيع المخاطر، وتحقيق عائد لفترات قد تكون قصيرة أو طويلة" (كمال و طلحي، 2021، صفحة 20)، أي يقصد به حيازة الأوراق المالية من الأسهم والسندات من قبل مستثمرين أجانب في بلد آخر غير بلدهم.

كما يعرف بأنه "الاستثمار الذي يتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية المشتقات القابلة للتجارة و التبادل، ويشكل هذا النوع الأموال الساخنة في البورصات" (رايس و خوني، 2022، صفحة 171).

وستنطلق فيما يلي إلى أهمية الاستثمار الأجنبي المحفطي من خلال توضيح أهم المزايا للدول المضيفة، و الانعكاسات السلبية المرتبطة بتدفق الاستثمار المحفطي:

- د. **أهمية الاستثمار الأجنبي المحفطي:** تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي المحفطي من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدول المضيفة، والتي تترتب على حركة رؤوس الأموال على شكل استثمار أجنبي غير مباشر، خاصة نحو الدول العربية وتمثل فيما يلي: (رايس و خوني، 2022، صفحة 171، 172)
- يرفع الاستثمار الأجنبي المحفطي من سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية، ويمكن أن يساهم في تطوير كفاءة السوق أيضا، إذ يجعل الأسواق أكثر اتساعا وعمقا.
- يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمار المحفطي يمكن أن يعود بالنفع على الاقتصاد الحقيقي، إذ يمكن تدفق الاستثمار الأجنبي المحفطي توفير مصدر لتمويل الاستثمارات، ولا سيما إلى البلدان النامية ذات الحاجة إلى رؤوس الأموال.
- يمكن للاستثمار الأجنبي المحفطي أن يحقق الخبرة والإنضباط في أسواق رأس المال المحلية، حيث أنه في سوق أوسع وأعمق فإن المستثمرين يكون لديهم حوافز أكبر لتخصيص وإنفاق الموارد في البحث عن فرص الاستثمار الجديدة، كذلك تتنافس الشركات للحصول على التمويل وسوف يواجهون ضرورة الالتزام بتحسين وشفافية المعلومات.
- إن توجه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعني إنتقال رؤوس الأموال إلى تلك الدولة، وهذا يرفع من الطلب على العملة التي تتجه إليها العملات ويزيد سعرها في الأسواق، ويؤدي ذلك إلى رفع عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال، وبالتالي إنخفاض أسعارها.

هـ. **الآثار والانعكاسات السلبية المرتبطة بتدفق الاستثمار الأجنبي المحفطي:** يجد بعض الاقتصاديين إلى أن هناك بعض المشاكل المرتبطة بالاستثمار المحفطي، خاصة إذا كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل وشديدة التقلب، مما يؤدي إلى إختلال إستقرار الاقتصاد الكلي، وتمثل أهمها فيما يلي: (بليل، 2015، صفحة 87)

1. حالة دخول تدفقات رؤوس الأموال الكبيرة إلى البلاد المضيفة: قد يرغب المستثمرون الأجانب في رفع إستثماراتهم في البلد المضيف، وهو ما ينتج عنه توسع في حجم الأوراق المالية المحلية، وزيادة أسعارها نتيجة لإرتفاع الطلب عليها، هذه الزيادة في الطلب على الأوراق المالية المحلية، والمقومة بالعملة المحلية ستؤدي إلى:
  - في حالة نظام سعر الصرف الموعوم: زيادة في سعر صرف العملة الوطنية لأن إرتفاع الطلب الأجنبي على الأوراق المالية المحلية يعد بمثابة إرتفاع في الطلب على العملة الوطنية، وهو ما قد يتسبب في تراجع القدرة التنافسية للصادرات المحلية، ومنه التأثير السلبي على الاقتصاد الوطني.
  - في حالة نظام سعر الصرف الثابت: تراجع في أسعار الفائدة، وذلك نتيجة زيادة أسعار الأوراق المالية بسبب إرتفاع الطلب عليها، وهو ما قد يحدث حالة من عدم التوازن في الاقتصاد.
2. حالة خروج تدفقات رؤوس الأموال من البلاد المضيفة: قد يؤدي الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال، إما لأنها من نوع الأموال الساخنة أو لصدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع، إلى ما يلي:
  - في ظل سعر الصرف الثابت: تتراجع أسعار الأوراق المالية المحلية فيتدخل البنك المركزي لوقف تدهور العملة المحلية عن خلال عرض الاحتياطات الدولية لدى البنك المركزي، مما ينتج موجة تشاؤمية ترفع من عمليات بيع الأوراق المالية، وقد تلجأ الحكومة أيضا إلى زيادة سعر الفائدة لتعويض المستثمرين عن الخسارة التي لحقت بهم، لكن هذا الإجراء من شأنه أن يؤدي إلى زيادة تكلفة الإقتراض، وبالتالي تتراجع معدلات الاستثمار.
  - في ظل سعر الصرف الموعوم: سيحدث التراجع الفعلي في سعر العملة المحلية وتراجع أسعار الأوراق المالية، وقد يرتفع سعر الفائدة المحلية أو يبقى على حاله، تبعا لدرجة الإحلال بين الأصول المحلية والأجنبية، ففي ظل الإحلال الكامل يبقى سعر الفائدة على حاله.
- ت. الأعمال المؤيدة لنظرية التحرير المالي: لقيت أعمال McKinnon and Shaw تأييدا من طرف عديد الاقتصاديين، الذين إقتنعوا بأهمية التحرير المالي واهميته في تعزيز النمو الاقتصادي، ومن بينهم نجد كل من:
  1. **Kapur (1976)**: يعتبر من الأوائل الذين بادروا بإتمام أعمال Shaw and McKinnon إستعمل في نموذج حجم القروض المصرفية كأحد العوامل الأساسية لرفع معدلات النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تأثيرها على حجم الاستثمارات، وتوصل إلى أفضلية زيادة معدل الفائدة على الودائع بدلال من زيادة مستوى الكتلة النقدية، لأنه من خلال هذه التقنية ترتفع الأرصدة النقدية الحقيقية، ومن ثم يرتفع الطلب على الودائع المصرفية مما يمكن المصارف من توسيع خطوط الائتمان المصرفي، ومن جهة أخرى التخفيض من التضخم من خلال تخفيض الطلب على النقود (B. Kapur, 1976).
  2. **Golbis (1977)**: إستعمل نموذج من قطاعين، قطاع حديث يتصف بعائد مرتفع لرأس المال ويمول إستثماراته عن طريق القروض المصرفية، وقطاع تقليدي يكون فيه عائد رأس المال ثابت ويمول إستثماراته تمويلًا ذاتيًا، وتوصل Golbi من خلال نموذجه إلى أن زيادة معدل الفائدة الثابت المفروض على الودائع المصرفية يؤدي إلى زيادة الإنتاجية المتوسطة للاستثمار، مما يؤدي إلى تحول الادخار من القطاع التقليدي إلى القطاع الحديث، وذلك في إطار نموذج التحرير المالي (Galbis, 1977).
  3. **Bekaert et Harvey et Lundbla (2003/2001)**: إن تكلفة رأس المال قد تتراجع بعد فتح سوق الأسهم المحلية للمستثمرين الأجانب، توصل الباحثين إلى أن تحرير أسواق الأوراق المالية ساهم في زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بقيمة 1 بالمئة سنويا، في البلدان ذات درجة عالية من التطور المالي والمؤسسي، كذلك أقر الباحثين أن تحرير

تدفقات رؤوس الأموال يعمل على تنويع المخاطر المالية، الأمر الذي يخفض من تكلفة رأس المال ذلك أن تخفيض هذه الأخيرة يتحقق من خلال التقاسم الدولي للمخاطر، والذي يؤدي إلى تراجع علاوة المخاطرة فيزداد بذلك حجم الادخار المحلي، وبالتالي يزداد حجم الاستثمارات، والتي بدورها تساهم في دفع وتيرة النمو الاقتصادي (بن علال، 2014، صفحة 287).

4. **Henry (2004)**: حيث وجد أن سوق رأس المال المحررة تساهم في إعادة تقييم أسعار الأسهم، ويعود ذلك إلى تقليص المخاطر المنتظمة (غسان و المهجوج، 2012، صفحة 04).

ث. الآراء المعارضة لمنهج التحرير المالي: من جانب أخرى تعرض نهج التحرير المالي في شكله الأول الذي قدمه كل من ماكينون وشاو إلى الكثير من الانتقادات، خاصة من طرف الكنزيون الجدد و مجموعة من الاقتصاديين الميكليين الجدد بقيادة (Weise and Stiglitz(1981 و Weinberger(1983، Taylor(1983، ونجد من بين أهم هذه الإنتقادات مايلي: (بن بوزيان و شكوري، 2016، صفحة 02)

1. **إفتراض الأثر الإيجابي لزيادة معدلات الفائدة على الادخار والاستثمار**: توضح مقارنة الكنزيون الجدد أن الاستثمارات لا تتبع سلوك الإدخارات بينما تركز على الطلب الفعال، وتوصلوا إلى أن زيادة معدلات الفائدة تؤثر سلبا على الاستثمار، وهذا عكس ما توصلت إليه مدرسة التحرير المالي، لأنه مع زيادة معدلات الفائدة على الودائع يتراجع الاستثمار ومنه الطلب الفعال، بسبب تراجع معدل الادخار، وهو ما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي.

2. **غياب الأخذ بعين الاعتبار عدم كفاءة الأسواق ومن ثم مشكلة عدم تناظر المعلومات**: ويرتبط بوضعية تقييد الائتمان كنتيجة لتطبيق معدلات حقيقية منخفضة، توصل كل من Weise and Stiglitz سنة 1981 إلى أن تقييد الائتمان يعد كنتيجة لعدم كفاءة الأسواق المالية في البلدان النامية، وبشكل خاص مشكلة عدم التناظر في المعلومات بين المقرضين والمقترضين، وفي دراسة أخرى ل Miles(2002) أشارت إلى إرتفاع التقلبات في أسواق الأسهم بعد تحرير السوق، وبالتالي قد لا يتم تعزيز الكفاءة بل يصبح عدم الإستقرار المالي شديد الإحتمال، مما قد ينتج عنه الاضطراب المالي والاقتصادي، على غرار ما حدث في الأزمة الأسيوية الأولى والثانية خلال التسعينيات (غسان و المهجوج، 2012، صفحة 04).

3. **أهمية الأسواق غير الرسمية**: يهمل أنصار سياسة التحرير المالي أهمية القطاع المالي غير الرسمي في دفع عملية التنمية، والذي يعد المصدر الرئيسي لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة في البلدان النامية، التي تتصف بتخلف جهازها المالي والمصرفي.

ثالثا. **فرضية النمو الداخلي**: مع بداية التسعينيات كان للتوجهات الحديثة لنظريات النمو ومعرفة محددات النمو في نماذج النمو داخليا أثره في كيفية معالجة تأثير الأنظمة المالية على النمو الاقتصادي، فمثل هذه النماذج بينت أن تحسن المعيشة لا تحتاج إلى مؤثرات خارجية كالإنفاق الحكومي والاستثمارات الخارجية، بل يمكن للعوامل الداخلية كالتغيرات التقنية والمؤسسية وتوزيع الدخل أن تؤثر إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي (زكاري و بلوار، 2019، صفحة 98).

حيث ظهرت العديد من نماذج النمو الداخلي التي إهتمت بنشاط الوسطاء الماليين، والتي إرتكزت في تفسير العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل، على أهم وظائف الأسواق والمؤسسات المالية التي يمكن عن طريقها ممارسة آثار إيجابية على معدلات النمو الاقتصادي، من خلال مساهمتها في تراكم رأس المال المادي والبشري وتمويل الابتكار التكنولوجي وهو ما يعطي تصورا دقيقا في ربط وظائف النظام المالي بمحددات النمو الاقتصادي طويل



الأجل (خاطر، 2015، صفحة 125)، لتمييز عن النماذج التقليدية في أنها تستند على نوعية وجودة الاستثمارات بدلا من كميتها، حيث إهتمت كل دراسة للنمو الداخلي بإدراج أحد وظائف النظام المالي وربطها بالنمو الاقتصادي، على سبيل المثال ركز (Greenwood et Jovanovic 1990) على دور تخفيض تكلفة المعلومات والمعاملات في تسهيل الاستثمار الإنتاجي، وكذلك تسمح الأسواق المالية للشركات بتوفير السيولة مثلما أشار إلى ذلك (Bencivenga et Smith 1991) و (Pagano 1993)، أو تطبيق التكنولوجيا الحديثة (Saint Paul 1992)، إذ أقرت النماذج المطورة من طرف هؤلاء على أهمية الوساطة المالية في تحسين جودة ونوعية الاستثمارات، مما يرفع تراكم رأس المال ومعدلات النمو الاقتصادي (زكري و بلوار، 2019، صفحة 98).

وتفسر هذه النظرية الاختلافات في معدلات النمو فيما بين الدول من خلال تراكم رأس المال وإنتاجية هذا الأخير، فبالنسبة لتراكم رأس المال فإن تطور القطاع المالي من شأنه رفع مستوى الادخار، ومن ثم سيؤدي إلى رفع الاستثمار، و بالتالي رفع معدلات النمو الاقتصادي، أما ما تعلق بإنتاجية رأس المال فإن تطور القطاع المالي من شأنه أن يؤدي إلى إزالة مشكلة عدم تجانس المعلومات، عن طريق كفاءة الاستثمار الناتج من تخصيص الأمثل للموارد المالية، مما يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي (حفصي، 2020، صفحة 288).

من خلال ما سبق نتوصل إلى أنه بإمكان النمو الاقتصادي أن يحدث عن طريق التحسن في مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج، أو من خلال تراكم عوامل الإنتاج، ومن ثم بإمكان الوساطة المالية التأثير على النمو من خلال ثلاث آليات: (مصيطفي و بوزيان، 2015، صفحة 99، 100)

- كلما زادت كفاءة تخصيص الأموال وتوزيعها على مشروعات الاستثمار المتنافسة، كلما إرتفعت إنتاجية مخزون رأس المال، وزادت مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج.
- كلما إنخفضت كلفة الوساطة، كلما زاد حجم الاستثمار الموازي لكمية من الادخار.
- كلما زادت العوائد على الاستثمار وكلما إنخفضت كلفة الوساطة، كلما زاد صافي العائد على الادخار، وبالتالي كلما إرتفع الحافز على الادخار.

### الفرع الثاني: نماذج النمو الذاتي المفسرة لتأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي

قام العديد من الاقتصاديون من أجل تحليل العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، بصياغة نماذج رياضية في إطار نماذج النمو الداخلي، تهدف لإبراز الآليات التي تؤثر من خلالها المؤسسات والأسواق المالية على القطاع الحقيقي، وذلك بتركيز كل نموذج من هذه النماذج على أحد وظائف النظام المالي وربطها بالنمو الاقتصادي، وقد وقع إختيارنا على نموذجين يتصف الأول بيلممه بأهم ما جاءت به النماذج السابقة له، بينما يتطرق النموذج الثاني لتحليل دور سياسة التحرير المالي في تعزيز النمو الاقتصادي، والتي يمكن توضيحهما فيما يلي:

**أولا. نموذج pagano (1993):** قدم pagano نموذجا بسيطا للنمو الداخلي يهدف إلى تلخيص مجموعة التأثيرات الهامة الممكنة مشاهدتها بين النمو الاقتصادي والتطور المالي، فبعبارة pagano فإن المدخرات يفترض أن تتحول إلى إستثمارات في إقتصاد مغلق في حالة توفر وساطة مالية كفؤة، فيما عدا جزء يتسرب بسبب المعوقات المؤسساتية في مرحلة الوساطة، ولذلك فإن مؤسسات الوساطة المالية يمكنها أن تؤثر في الإنتاج الوطني و النمو الاقتصادي من خلال التقليل قدر المستطاع من التسرب بين الادخار والاستثمار (ALOMAR, 2009, p. 12).

ويعتبر هذا النموذج هاما كونه شاملا لجميع الدراسات المحققة في هذا الموضوع، وإستوحى pagano نموذجه من نموذج Romer(1986)، بهدف تحليل الأثر المحتمل للتطور المالي على النمو الاقتصادي، حيث إعتبر الاقتصاد به مؤسسات تنتج سلعة واحدة، بإستعمال جملة من وسائل الإنتاج ذات غلة ثابتة، وبالتالي لدينا: (بن قدور، 2016، صفحة 112)

$$Y=AK.....1.3$$

حيث  $K.A. Y$  تمثل على التوالي: المخرجات، الإنتاجية الحدية لرأس المال ومخزون رأس المال، ويعطى نمو مخزون رأس المال

$$\dot{K} = I.....2.3 \quad \text{كالآتي:}$$

فشرط التوازن في إقتصاد مغلق دون الأخذ بعين الاعتبار الدولة، يتحقق عندما يكون الادخار يعادل الاستثمار، لنفرض أن جزءا  $(1-Q)$  من الادخار لدى الوسطاء الماليين، ومنه فان:

$$Q s=I.....3.3$$

وإذا كان  $g$  يمثل معدل النمو الاقتصادي، فانه في حالة الاستقرار نجد:

$$g=A.Q.s.....4.3$$

$$g = \frac{\dot{K}}{K} = \frac{\dot{Y}}{Y} \quad s=S/y \quad \text{حيث:}$$

إن المعادلة 4.3 توضح أنه توجد ثلاث قنوات للانتقال بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل:

(BOUKARI, 2014, p. 46)،

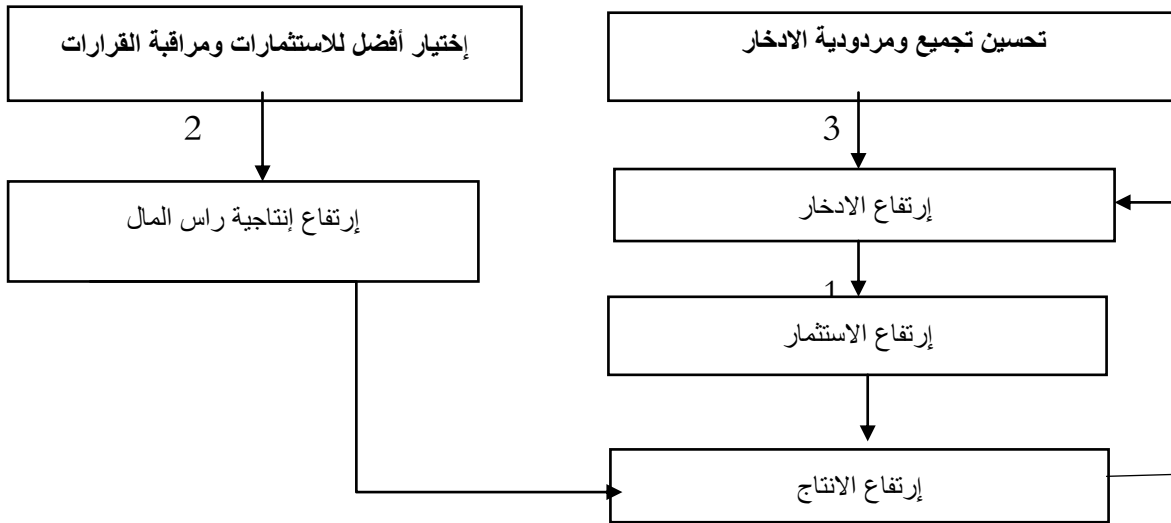
- أن وجود نظام مالي أكثر فعالية يمكن أن يساعد في زيادة نسبة الادخار المخصص لتمويل الاستثمار  $(Q)$ ، أي تخصيص قدر أكبر من المدخرات إلى المشاريع الأكثر إنتاجية، وهذا من خلال تراجع تكاليف المعاملات التي يشتملها جمع الادخار وتخصيص الاستثمار.
- عن طريق تخصيص الادخار إلى المشاريع الأكثر ربحية  $(A)$ ، التطور المالي يزيد الإنتاجية الحدية لرأس المال التي تعد عامل من عوامل النمو في الأجل الطويل.
- وجود نظام مالي أكثر فعالية يمكن أن يزيد معدل الادخار الخاص  $(s)$ ، حيث أن توفير أدوات إدخار متنوعة ورفع أسعار الفائدة المطبقة على الإدخار يمكن أن يؤدي إلى زيادة معدلات الادخار.

وبالتالي وفقا لPagano(1993)، تحسین فعالية النظام المالي تنتج زيادة في مستوى رأس المال وإنتاجيته، وهذا يولد إرتفاع في

المدخرات وإرتفاع في مخزون رأس المال، والشكل الموالي يوضح قنوات التفاعل بين النظام المالي والنمو الاقتصادي :



الشكل رقم (07:02): قنوات التفاعل بين النظام المالي و النمو الاقتصادي



Source :BOUKARI, Mamane(2014), *La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne*, Thèse de doctorat, Université de Bordeaux, p47.

ثانيا. نموذج(Roubini and Sala -i- Martin(1992): في مقارنة مختلفة ومن أجل إعطاء تحليل نظري وتحريبي للعلاقة بين سياسات الكبح المالي والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل، قام (Roubini and Sala -i- Martin(1992) بتقدم نموذج بينا من خلاله تأثير التشوهات الخارجية في الأسواق المالية، عن طريق تطبيق سياسة الكبح المالي على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، ويرتكز هذا النموذج على الفرضيات التالية: (بن علال، 2014، صفحة 96)

- التطور المالي(والذي يعرف بإنخفاض تكلفة تحويل الأصول غير سائلة إلى أصول سائلة)يعزز النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، من خلال رفع الإنتاجية الحدية المتولدة عنه.
- تعرقل أغلبية الدول النامية من تحقيق التطور المالي، لأنها تجد أن لسياسة الكبح المالي أهمية كبيرة تجعلها تحصل موارد مالية إضافية، وتكتسب ضرائب لتغطية نفقاتها الجارية و عجز ميزانيتها.

ويعتقد (Roubini and Sala -i- Martin(1992) بأن كبح القطاع المالي يؤثر سلبا على كفاءة تخصيص المدخرات لمواجهة تخصيص الاستثمار، وبني هؤلاء نمودجا إنطلاقا من العلاقة التي تربط الادخار والاستثمار و الوساطة المالية وذلك على النحو التالي: (بن عمر، 2020، صفحة 59، 60)

$$I=Q.S$$

حيث أن: I تمثل الاستثمار، S تمثل الادخار، Q تمثل فعالية الوساطة المالية وتكون محصورة بين  $0 < Q < 1$ ، يفترض الباحثان أن جزءا من الادخار يتسرب خارج القطاع المالي عند تحويله إلى استثمار و يضيفان أن النموذج يأخذ بعين الإعتبار فعالية الوساطة المالية، وحسبهما فإن مفهوم الفعالية يمكن أن يخفي عيوب السوق التي تؤثر على وظائف الادخار والاستثمار، وتوصل الباحثان إلى صياغة دالة الاستثمار على النحو التالي:

$$I=Q3 (Q2.Q1.S1+S2)$$

حيث أن: S1 تمثل إدخار العائلات، S2 إدخار المؤسسات، والتي تعتمد على التمويل الذاتي لتمويل الاستثمار.

- يفترض الكاتبان أن جزء يقدر ب Q1 من إيداعات العائلات S1 يتوجه إلى النظام المالي، وأن جزء قدره (Q1-1) من هذا الإيداع يسير خارج النظام المالي، ووفقاً للكاتبان يعود ذلك إلى إقتطاعات ضريبية، بالإضافة إلى تأثير القيود القانونية المطبقة على النشاط المالي وهي أحد صور الكبح المالي حيث تعكس هذه التكاليف Q1-1 عيوب في السوق، ولتجنب هذه التكاليف تتوجه العائلات لتوزيع أموالها بين الأصول قصيرة الأجل منخفضة المخاطر، أو أصول طويلة الأجل عالية المخاطر.
- ويرى الباحثان أن جزء كبير من إيداعات العائلات تحتفظ به في شكل أصول قصيرة الأجل خارج النظام المالي، وهذا لعدم كفاءة النظام المالي في تغطية مخاطر السيولة، أو لعدم توفر منافسة بين البنوك لتحفيز الأسر على الإيداع في النظام المالي.
- كذلك يشير الباحثان إلى أن Q2 تمثل مجموع الموارد المعبئة من النظام المالي، والتي ترتبط بمجموعة من العوامل أهمها:
  - تكاليف التشغيل المرتبطة بمراقبة وتنفيذ النظام المالي (تكلفة معدل الاحتياطي الاجباري، تكاليف التأمين على الودائع، إضافة إلى تكاليف تتعلق بوظيفة البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض).
  - التكاليف المتعلقة بمشاكل الوكالات المصرفية والتي تؤدي إلى فرض قيود مالية على منح القروض، فهذه الوكالات تمتنع عن إستعمال نسبة معينة من المدخرات لتمويل الاستثمارات التي تعتبر مخوفة المخاطر، في ظل فرضية عدم تناظر المعلومات بين المقرضين والمقرضين.
- ويضيف الكاتبان أن Q3 تمثل الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسات من النظام المالي، ويتم تقسيم هذه الموارد إلى جزئين جزء يخص للاستثمار وجزء ثاني لمواجهة مخاطر السيولة، وأن المؤسسات تحتفظ بنسبة كبيرة منها على شكل سيولة لتوظيفها في الأصول المالية قصيرة الأجل، كما تستعمل في أغراض أخرى غير الاستثمار.
- ويرى Roubini and Sala -i- Martin أن تسرب جزء من المدخرات خارج النظام المالي وخارج قنوات الاستثمار، بسبب العوامل السابقة هو أحد صور الكبح المالي، وهذا ما توصل إليه الكاتبان في نموذجهما للنمو الذاتي سنة 1992، حيث إعتبرا بأن كبح القطاع المالي يقلص دور الوساطة المالية في تجميع المدخرات وبالتالي تراجع معدل النمو الاقتصادي.

### ثالثاً. نموذج Saint-Paul (1992):

يعتبر نموذج Saint- Paul وجود إقتصاد ذا قطاعين أين للمستهلك الخيار بين إمتلاك أصول ذات مخاطر وريحية عالية، وبين إمتلاك أصول ذات مخاطر وريحية أقل، وهاذين النوعين من الأصول تمثل قطاعين للإقتصاد، حيث أنه إذا لم تكن الأسواق متطورة فإن الأفراد لم يعد بإمكانهم توزيع أصولهم، ومنه فإن إختيارهم يقع على الأصول الأقل مخاطرة وريحية.

فتطوير السوق المالية يعظم من البدائل ونتيجة لذلك ينقص حجم القطاع ذو الأصول ذات المخاطر والريحية الأقل، ومن ثم فإن النمو الاقتصادي يتأثر بالتطور المالي نتيجة للإحلال بين أنواع الأصول (بن قدور أ.، 2008، صفحة 88).

### الفرع الثالث: الدراسات التجريبية المفسرة لتأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي

أجريت العديد من الدراسات التطبيقية التي تطرقت إلى إختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، بإستعمال بيانات مختلفة فضلاً عن تعدد المؤشرات المستعملة، وتباين الدول والفترات الزمنية المختارة للدراسة، وأغلبية هذه الدراسات توصلت إلى وجود علاقة إيجابية تمتد من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي، نذكر منها فيما يلي:

أولاً: دراسة (Goldsmith, 1969): دراسة بعنوان "Financial Structure and Development"، تعد هذه الدراسة أول دراسة بينت تجريبياً التأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، قام Goldsmith من خلال دراسته التي جاءت بعنوان "الهيكل المالي والتنمية الاقتصادية"، بتقييم أثر التطور المالي من خلال نوعية وكمية الأدوات والمؤسسات والأسواق المالية على النمو الاقتصادي، وهل الاختلافات في مستويات التطور المالي تفسر الفروقات في معدل النمو؟ وافترض الباحث أن حجم النظام المالي يرتبط إيجابياً مع نوعية الخدمات المالية المقدمة من قبل القطاع المالي، وإستعمل بيانات لعينة من 35 دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة من (1860-1963)، كما إستعمل الباحث في دراسته مؤشر نسبة إجمالي الأصول المالية إلى صافي الثروة القومية والذي يعكس كثافة الغطاء المالي للاقتصاد، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى والتحليل البياني، توصل الباحث إلى وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وأن تطور البنية الهيكلية المالية للاقتصاد تعزز النمو الاقتصادي، وأوضح أن الفترات التي يزيد فيها النمو الاقتصادي تزامنت مع فترات تحسن التطور المالي (Gold Smith، 1969).

ثانياً: دراسة (Atej and Jovanovic ( 1993): تعد هذه الدراسة من أول الدراسات التي إستخدمت مؤشرات سوق الأوراق المالية للدلالة على التطور المالي، سعى Atej and Jovanovic من دراسته التي جاءت بعنوان " Stock markets and development " إلى دراسة أثر كل من تطور سوق الأوراق المالية من جهة وتطور القطاع المصرفي من جهة أخرى على معدل نمو النشاط الاقتصادي، بناءً على عينة من 40 دولة خلال الفترة من (1973-1986)، وذلك عن طريق إستعمال التحليل القياسي، توصلت الدراسة إلى أن هناك أثر ملحوظ لتطور سوق الأوراق المالية الذي تم قياسه من خلال نسبة القيمة السوقية للأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي، على معدلات نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، إلا أن الدراسة لم تجد أثر مماثل لنمو القطاع المصرفي الذي تم قياسه من خلال نسبة إجمالي الإئتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي . (ATJE & JOVANOVIC, 1993).

وبالتالي تبين الدراسة أهمية أسواق الأوراق المالية في تمويل القطاعات الاقتصادية الحقيقية، بعد أن كان دورها مغيباً في الدراسات السابقة، حيث ينبغي على صانعي السياسات الاهتمام بتحرير وتطوير أسواق الأوراق المالية.

ثالثاً: دراسة (1993 KING and LEVINE): بعنوان " Finance, Entrepreneurship and Growth:theory and evidence"، قام الباحثان بتحليل أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي طويل الاجل، وإختبرا قنوات تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية، لعينة تتكون من 77 دولة خلال الفترة من (1960-1989)، وبالاعتماد على تقنية المربعات الصغرى (OLS)، وإستعمل الباحثان كمؤشرات للنمو الاقتصادي: معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، معدل نمو الإنتاجية الإجمالية، نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل تراكم رأس المال، وإستعملت الدراسة أربع مؤشرات لمستوى التطور المالي وهي: مؤشر نسبة الخصوم السائلة للنظام المالي (العملة+ ودائع تحت الطلب+ مستحقات ذات فوائد على البنوك والوسطاء غير البنوك) إلى الناتج المحلي الإجمالي، يعكس هذا المؤشر حجم الوساطة المالية، مؤشر الأصول (الاتئتمان) المحلية لبنوك الودائع نسبة إلى الأصول المحلية للبنك المركزي+الأصول المحلية لبنوك الودائع، يعكس هذا المؤشر أهمية بنوك الودائع مقارنة بالبنك المركزي وإستعمل كمقياس للعمق المالي، مؤشر المطلوبات من القطاع الخاص غير المالي نسبة إلى إجمالي الاتئتمان المحلي (باستثناء القروض المقدمة إلى البنوك)، مؤشر المطلوبات من القطاع الخاص غير المالي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، المؤشران الثالث والرابع يعكسان دور النظام المالي في تخصيص الاتئتمان للمؤسسات الخاصة، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وأن الأنظمة المالية الأكثر تطوراً تعزز تراكم رأس المال وتحسن الإنتاجية الإجمالية

ونمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، كما تشير النتائج إلى أن النظام المالي المتطور يمكن أن يكون له تأثير مهم على النمو في الأجل الطويل (King & Levine, 1993).

ومن ثم فالنظام المالي المتطور يؤثر إيجابيا على حجم الاستثمارات و نمو الإنتاجية التي تركز على التقدم التكنولوجي، وهو ما يزيد تمويل النشاطات الاقتصادية الحقيقية ذات العائد الاعلى، والتي تسمح بتحقيق النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

**رابعا:دراسة KING and LEVINE (1993):** دراسة بعنوان "Finance and Growth : Schumpeter May be Right" تبحث الدراسة في إعطاء أدلة عبر مجموعة دول تتوافق مع رؤية (1912 Schumpeter)، والتي ترى أن تأثير النظام المالي المتطور على النمو الاقتصادي ينتقل أساسا من خلال زيادة الإنتاجية الحدية لرأس المال، والذي يركز على الإبداع والتقدم التقني، وإستعملا بيانات لـ80دولة خلال الفترة(1960-1989)، وقد بحثا حول إذا ما كانت المستويات العالية للتطور المالي ترتبط بشكل قوي مع سرعة المعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الاقتصادي، تراكم رأس المال المادي وتحسن كفاءة الاقتصاد، وإستعمل الباحثان كمؤشرات للتطور المالي لقياس الخدمات المقدمة من قبل الوسطاء الماليين المؤشرات المذكورة في الدراسة السابقة، وإستعملا كمؤشرات للنمو الاقتصادي معدل نمو نصيب الفرد من رأس المال المادي، نمو نصيب الفرد من مخزون رأس المال، نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي، وبإستخدام تقنية المربعات الصغرى (OLS)، أظهرت النتائج إرتباط التطور المالي إيجابيا مع معدلات نمو إقتصادي أسرع، تراكم رأس المال المادي أعلى وزيادة الكفاءة الاقتصادية، كما يمكن التنبؤ بتأثير مؤشرات التطور المالي المحددة سالفا على القيم المستقبلية لمؤشرات النمو الاقتصادي، حيث ترتبط المستويات المرتفعة للتطور المالي بدرجة عالية مع تراكم رأس المال المادي، وتحسن كفاءة إستعمال رأس المال في المستقبل، وهذا ما يتوافق مع رؤية شومبيتر (King and Levine, 1993).

**خامسا: دراسة TURUNÇ (1999):** بعنوان "Stock markets and development"تبحث الدراسة في تقييم الروابط بين التمويل والنمو الاقتصادي، من خلال تحليل وتقييم مستويات التنمية والتحرير المالي لستة بلدان ناشئة لمنطقة البحر الأبيض المتوسط مصر، تونس، إسرائيل، المغرب، الأردن، وتركيا، خلال الفترة من سنة1980 إلى سنة1995، إستخدم كمؤشرات للتطور المالي المؤشرات المالية الأربعة التي استخدمها King and Levin (1993)، كما إستخدم حصة أكبر خمسة بنوك من إجمالي أصول البنوك، نصيب الدين الحكومي الصافي في الائتمان الداخلي، مستوى أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع، الرسملة السوقية، معدل الرسملة السوقية، ومعدل الدوران، وبإستخدام التحليل البياني، توصل الباحث إلى أن فئة الدول التي حققت إيدخارات وإستثمارات بمعدلات مرتفعة هي الدول التي يكون فيها القطاع المالي أكثر تطورا، حيث إستنتج أن إرتفاع معدلات النمو الاقتصادي في كل من تونس، الأردن، تركيا وإسرائيل يعود بالأساس إلى تطور أداء قطاعها المالية، بينما الدول التي تساهم بشكل ضعيف في معدلات الادخار والاستثمار والنمو الاقتصادي، فيرجع الباحث ذلك لضعف أداء القطاع المالي من حيث الوساطة المالية في ظل عدم وجود بيئة تنظيمية مناسبة (Turunç, 1999).

نتوصل إلى أن وجود بيئة مؤسسية وتنظيمية جيدة، يعتبر من المحددات الأساسية لتحسن أداء القطاع المالي، وأن التوجه نحو تعزيز دور القطاع المالي كأداة لتعزيز الإيدخار والاستثمار، يستوجب بداية الاهتمام بتطوير المؤسسات المالية، وإصدار اللوائح والقوانين التي تنظم عملها، وعلاقتها مع المتعاملين والتي تتوافق والمعايير الدولية.

**سادسا: دراسة ROUSSEAU and WACHTEL (2000):** بعنوان "Inflation, Financial Development and Growth"يعتقد عموماً أن هناك علاقة سلبية طويلة الأمد بين التضخم والنمو وعلاقة إيجابية طويلة الأمد بين التنمية المالية والنمو، قام الباحث باختبار العلاقات بين - التمويل - التضخم - النمو-، استخدمت الدراسة بيانات سنوية لـ84دولة

خلال الفترة (1960-1995)، وقد استخدم الباحثان كمؤشرات للتطور المالي: M3/GDP كمقياس للوساطة المالية،-M3 M1/GDP كمقياس للوساطة المالية للبنوك التجارية، ومؤشر نسبة إجمالي الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للمستوى العام للوساطة المالية في الاقتصاد، وتم استخدام معدل التضخم كمؤشر على التضخم، واستخدم كمؤشر للنمو الاقتصادي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، توصلت الدراسة إلى أن التضخم يبطئ النمو الاقتصادي من خلال تأثيره على التطور المالي، وخلصوا إلى أن التأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي يعتمد على مستوى عتبة التضخم (معدل عتبة التضخم المقدرة في هذه الدراسة هو حوالي 8%) (Rousseau and Wachtel, 2000) .

إن عدم إستقرار معدل التضخم ينتج عنه صعوبة التنبؤ بالتكاليف والأرباح وزيادة تكلفة مثل هذا التنبؤ، مما يؤدي بالأفراد والمشروعات إلى عدم وضع خطط مستقبلية، كذلك يؤدي عدم القدرة على التنبؤ بمعدل التضخم بدقة إلى تردد المستثمرين في القيام بمشاريع جديدة.

سابعاً: دراسة (LEVINE, LOAYZA et BECK (2000): بعنوان "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes"، بهدف دراسة وتقييم ما إذا كانت المكونات الخارجية لتطور الوساطة المالية تؤثر على النمو الاقتصادي؟ وتقديم المبرر على أن النظم القانونية والتنظيمية والمحاسبية تحدد التطور المالي، إستخدمت الدراسة بيانات ل 7دولة خلال الفترة (1960-1995)، وإستخدمت كمقياس للنمو الاقتصادي نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وقد تم بناء ثلاث مؤشرات للوساطة المالية، وهي: مؤشر نسبة المطلوبات السائلة للنظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، كمقياس للحجم المالي لقطاع الوساطة المالية، مؤشر نسبة الأصول المحلية للبنوك التجارية على الأصول المحلية للبنوك التجارية مجموع الأصول المحلية للبنك المركزي، مؤشر نسبة الائتمان الممنوح إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو مقياس يعزل الائتمان المقدم للقطاع الخاص عن الائتمان المقدم للحكومات والمؤسسات العامة، كما يستبعد الإئتمان الصادر من البنك المركزي، كذلك تستخدم هذه الورقة ثلاثة مؤشرات لوصف الاختلافات في الأنظمة القانونية والتنظيمية: الحقوق القانونية للدائنين، وسلامة إنفاذ العقود، ومستوى المعايير المحاسبية في الشركات، وإستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين المكونات الخارجية لتطور الوساطة المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، كما تم توضيح أهمية الفروقات بين النظام القانوني لحقوق الدائنين وكفاءة إنفاذ العقود ومعايير النظام المحاسبي في تفسير الفرق في تطور ودور الوساطة المالية عبر الدول (R. Levine, N. Loayza, T. Beck, 2000).

وبالتالي فوجود قطاع مالي يتوفر على إطار تنظيمي وقانوني جيد، ويتبع معايير محاسبية تتوافق والمعايير الدولية، يسمح بتعزيز الثقة في مؤسسات الوساطة المالية و يزيد دورها عبر الدول، من خلال إرتفاع تعبئة الموارد المالية وتوجيهها لتمويل الاستثمارات، والتي تعمل على تحقيق النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

ثامناً: دراسة (LEVINE and BECK (2002): بعنوان "Markets, Banks and Growth: panel evidence" تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر تطور أسواق الأوراق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي بإستعمال بيانات ل 40 دولة خلال الفترة (1976-1998)، وإستخدم الباحثان لقياس التطور المصرفي مؤشر الائتمان البنكي ، أما من أجل قياس تطور سوق الأوراق المالية فتم استخدام ثلاث مؤشرات وهي: معدل الدوران كمؤشر لنشاط السوق، نسبة حجم التداول كمقياس للتداول بالنسبة للاقتصاد، نسبة الرسملة البورصية كمقياس لحجم السوق، والمتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وتم الاعتماد على المتغيرات المفسرة: متوسط سنوات التعليم، نسبة الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، ونسبة النفقات الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وإستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، توصلت

الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لتطوير أسواق الأوراق المالية وتطوير البنوك على النمو الاقتصادي، حيث يسمح هذا التطور المالي بتخفيض تكاليف المعلومات والمعاملات وبالتالي تعزيز تخصيص الموارد المالية وتحقيق النمو الاقتصادي، كما تشير النتائج إلى أن كل من أسواق الأوراق المالية والبنوك تعزز النمو الاقتصادي بشكل مستقل (Beck & Levine, 2002).

توصلت الدراسة إلى أن كل من البنوك وأسواق الأوراق المالية تؤثر بشكل مستقل على النمو الاقتصادي، والذي قد يعود إلى اختلاف الخدمات المالية التي يقدمها كل قطاع.

تاسعا: دراسة (ALTAEE, Hatef and AL-JAFARI, 2015) بعنوان " Financial development, trade and openness and economic growth: A trilateral analysis of Bahrain" تبحث الدراسة في العلاقة بين الانفتاح التجاري والتنمية المالية والنمو الاقتصادي في البحرين خلال الفترة (1980-2012)، وقد تم استخدام الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، ونسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للتنمية المالية، وكمقياس للانفتاح التجاري تم استخدام مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي، وباستخدام نموذج تصحيح الخطأ الموجه VECM ونموذج متجه الانحدار الذاتي VAR، توصلت النتائج إلى أن الانفتاح التجاري والتنمية المالية هما محركا النمو الاقتصادي في البحرين، وبذلك يجب أن تركز السياسة التي تتبناها البحرين على تحسين القطاع المالي وزيادة الانفتاح التجاري، لتحقيق نمو اقتصادي قوي ومستدام (ALTAEE, Hatef, & AL-JAFARI, 2015).

تؤيد نتائج هذه الدراسة ما توصل إليه Claessens and Feijen (2006) حيث يجد أن التطور المالي يزيد التجارة على المستوى المحلي والدولي من خلال تسهيل الصفقات المالية عن طريق مؤسسات الوساطة المالية عبر مجموعة من وسائل الدفع المحلية والدولية، وبدون وساطة مالية يكون من الصعب المشاركة في التجارة الدولية، كما توصل Beck (2003) إلى أن تواجد مؤسسة في دولة تتميز بارتفاع مستوى التطور المالي تساهم بشكل أكبر في الصادرات، و تحسين الميزان التجاري (بورعدة؛ بوتلجة، 2016، صفحة 56).

عاشرا: دراسة (Mollaahmetoğlu and Akçali, 2019): تبحث الدراسة في العلاقة بين التطور المالي والابتكار المالي والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات لعينة من 15 دولة للفترة (2003-2016)، وإستخدام الباحثان معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للنمو الاقتصادي، وإستخدام كمؤشر للنمو الاقتصادي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وتم استخدام خمس مؤشرات للتنمية المالية، وهي: مؤشر للعمق المالي وهو مقياس لمستوى التمويل الممنوح من قبل المؤسسات والأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد والموارد المستخدمة في الاقتصاد ككل، وإستخدام مؤشر نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر الكفاءة المالية، وهو مقياس لكفاءة المؤسسات والأسواق المالية في تقديم الخدمات والمنتجات المالية بأقل التكاليف وبجودة عالية، تم استخدام مؤشر نسبة التكاليف العامة للبنوك من إجمالي الأصول (الموجودات)، مؤشر الوصول المالي وهو مقياس لقدرة مختلف الأعوان الاقتصاديين للاستفادة من المنتجات والخدمات، تم استخدام مؤشر نسبة صافي الائتمان الممنوح من البنوك غير المقيمة إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر الاستقرار المالي وهو مقياس لاستقرار المؤسسات والأسواق المالية ومدى صمودها أمام الأزمات والصدمات، تم استخدام مؤشر تقلب أسعار الأسهم، مؤشر الابتكار المالي حيث تم تضمين الابتكار المالي من خلال اعتباره ديناميكيات داخلية جديدة للتنمية المالية في هذا التحليل، وإستخدام كمقياس للابتكار المالي نفقات الابتكار المالي (نفقات البحث والتطوير المالي)، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية وإيجابية بين الابتكار المالي والنمو الاقتصادي، كما تشير الدراسة إلى أن أبعاد التنمية المالية لها تأثير إيجابي كبير على النمو الاقتصادي (MOLLAAHMETOĞLU, Eubekir and AKÇALI, Burçay Yaşar, 2019).



وبذلك يجب على البلدان النامية على وجه الخصوص إنشاء نظام مالي أكثر إنفتاحًا على الابتكار، وتخصيص المزيد من الموارد المالية لأنشطة البحث والتطوير من أجل تحقيق إقتصادي قوي ومستدام.

احدى عشر: دراسة (Ductor and Grechyna 2015): بعنوان " Financial development, real sector, and economic growth " يقوم الباحثان ب تقييم الترابط بين التطور المالي ومخرجات القطاع الحقيقي وتأثير ذلك على النمو الاقتصادي، باستخدام بيانات لـ 101 دولة متقدمة ونامية خلال الفترة (1970-2010)، تم قياس التطور المالي على أنها نسبة إجمالي الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتم استخدام كمؤشر للنمو الاقتصادي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وباستخدام تقديرات المربعات الصغرى (OLS)، واختبار طريقة العزوم المعممة (GMM)، توصل الباحثان إلى أن تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي، يعتمد على نمو نسبة الائتمان الخاص بالنسبة إلى نمو الناتج الحقيقي، كما تشير النتائج إلى أن تأثير التطور المالي على النمو يصبح سلبيا إذا كان هناك نمو سريع في الائتمان الخاص غير مصحوب بنمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، كما تدعم هذه الدراسة النظريات التي تفترض وجود مستوى امثل للتطور المالي (Ductor, L., & Grechyna, D, 2015).

تتوافق نتائج الدراسة مع دراسة Arcand, BERKES and PANIZZA (2015) والتي تبحث فيما إذا كان هناك عتبة لا يكون للتطور المالي فوقها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي ، تشير الدراسة إلى أن التمويل يبدأ في إحداث تأثير سلبي على نمو الناتج المحلي الإجمالي، عندما يصل الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى 100٪ من الناتج المحلي الإجمالي، ويوضح الباحثان أن النتائج تتماشى مع تأثير تلاشي التطور المالي، وأن هذا التأثير السلبي ليس مدفوعا بالتقلبات الاقتصادية، أو الأزمات المالية، أو ضعف الإطار المؤسسي والتنظيمي (ARCAND, Jean Louis, BERKES, Enrico, et PANIZZA, Ugo, 2015)، وبالتالي يبرز الدور المهم للتمويل الممنوح للقطاع الخاص لتمويل المشاريع الاستثمارية المنتجة في النهوض بعجلة النمو الاقتصادي، كما ينبغي مراقبة إذا كان الإقراض يستخدم لتمويل الاستثمار في الأصول الإنتاجية، حيث تؤيد الدراسات وجود مستوى محدد يكون عنده التمويل أكثر من اللازم، وهو المستوى الذي لم يعد بعده التطور المالي يساهم في زيادة كفاءة الاستثمار، ما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي.

أكد معظم الباحثين على أن تواجد نظام مالي عميق وفعال ومتطور يعمل على تسريع النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، فالنظام المالي المتطور بإمكانه القيام بعدة وظائف حاسمة تسمح بتعزيز الوساطة المالية، والتي تظهر من خلال جودة تخصيص رأس المال، وبالتالي تشجيع النمو الاقتصادي، كذلك ينبغي تطوير الأنظمة المالية على المستويين المؤسسي والتنظيمي، إضافة إلى إتخاذ السياسات التي تمكن من تعزيز أداء وظائف النظام المالي بكفاءة عالية.

### المطلب الثاني: تأثير النمو الاقتصادي على التطور المالي "الطلب التابع"

تفترض بعض التحليلات أن تطور النظام المالي هو من يتبع النمو الاقتصادي، وعادة ما تدعى هذه الفرضية "تابع الطلب"، أي أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى تطور القطاع المالي وأن التمويل دوره ثانوي في الاقتصاد، ويجد أنصار هذه النظرية أن التمويل هو مجرد محصلة للنمو الحاصل في الجانب الحقيقي للاقتصاد، لذلك يشار إلى أنه عندما ينمو إقتصاد ما تظهر مؤسسات مالية أكثر، خدمات ومنتجات مالية أكبر في السوق إستجابة لارتفاع الطلب غير المستغل على هذه الخدمات المالية، ومن ثم طالما أن القطاع الحقيقي في الاقتصاد ينمو فذلك يشجع على حدوث توسع في القطاع المالي، وبالتالي إرتفاع فرص الحصول على السيولة لتمويل الاستثمارات وتقليل المخاطر، ووفقا لأنصار فرضية "تابع الطلب" فإن إفتقار البلدان النامية لأسواق

مالية متطورة هو مؤشر على إفتقار الطلب على خدماتها (بورعدة و بوثلجة، 2016، صفحة 05)، وستتطرق فيما يلي إلى الأدبيات النظرية والنماذج والدراسات التجريبية المؤيدة لفرضية تابع الطلب.

### الفرع الاول: التحليل النظري لعلاقة النمو الاقتصادي بالتطور المالي

تبعاً لأنصار فرضية "تابع الطلب" توسع النشاط الاقتصادي يجبر القطاع الاقتصادي الحقيقي على طلب أموال من الأسواق والمؤسسات المالية، لمواجهة الزيادة في الإنتاجية، وهو ما يجعل الأسواق والمؤسسات المالية تتغير و تتطور بمرور الوقت إستجابة للتطورات في النمو الاقتصادي.

في هذا الإطار أكد Robinson سنة 1952 بأنه "أين تتجه المؤسسة فالمالية تتبعها"، وتبعاً لوجهة النظر هذه فالتطور المالي يخلق الطلب على أنواع محددة من المعاملات المالية، والنظام المالي يستجيب تلقائياً لهذا المطلب، فالتوسع الاقتصادي المتواصل الذي ينتج عن عوامل خارجية يستوجب مزيد من الخدمات والأدوات المالية، ما يجبر النظام المالي على التكيف مع ذلك الطلب استجابة للاحتياجات المالية المتنامية للقطاع الحقيقي، فتؤدي ديناميكية النشاط الاقتصادي إلى تحسن كفاءة القطاع المالي ليصبح أكثر تطوراً وعمقاً من قبل (ROBINSON, 1979)، بدوره أكد Kuznets سنة 1955 على أن الأسواق المالية لا تبدأ في النمو إلا عندما يقترب الاقتصاد من المراحل المتوسطة من النمو، وتتطور هذه الأسواق عندما يصير الاقتصاد في المراحل المتقدمة من النمو، ومن ثم فالتطور المالي يتوقف على مستوى التنمية الاقتصادية وليس العكس (LUINTEL & KHAN, 1999, p. 382)، ويرى كذلك (Gurley and Shaw 1955.1956.1960) أن التطور المالي هو عبارة عن دالة موجبة في الثروة الحقيقية، فأتناء عملية التنمية يؤدي النمو في متوسط نصيب الفرد من الدخل إلى نمو أسرع في الأصول المالية، وهذا يعني أن إتجاه السببية يكون من الناتج الوطني إلى الأصل المالي (عموص، 2017، صفحة 07)، وضمن الدراسات الحديثة توصل Al-Tammam (2005) إلى أن هناك تكاملاً مشتركاً بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي في كل من عُمان والمملكة العربية السعودية والكويت، وأن إتجاه السببية يكون من النمو الاقتصادي إلى التنمية المالية في الاجلين القصير والطويل (AL-TAMMAM, 2005).

علاوة على ذلك، نجد أن بعض الاقتصاديين لا يعتقدون أن العلاقة مالية-نمو ذات أهمية، ويرتكز هذا الإتجاه على أن القطاع المالي مستقل تماماً عن النمو الاقتصادي، ومنه فأى منهما لا يؤثر على الآخر، فنجد Lucas سنة 1988 يؤكد بأن الاقتصاديين بالغوا كثيراً في إبراز دور العوامل المالية في النمو الاقتصادي، كذلك Stern سنة 1989 من خلال دراسته نفى دور التطور المالي في عملية التنمية الاقتصادية ويرى بأن التمويل غير مهم، حيث لم يتم وضع التمويل حتى في قائمة الموضوعات المحذوفة (LEVINE, 1996, p. 06)، ويركز إتجاه آخر على أن القطاع المالي مستقل تماماً عن القطاع الحقيقي، وبالتالي فإن أي منهما لا يؤثر على الآخر وهو ما ذهب إليه Modigliani et Miller (1958) فمن وجهة نظرهما فإن القرارات الاقتصادية مستقلة تماماً عن المؤسسات المالية وهياكلها (MODIGLIANI & MILLER, 1958)، كما نجد في الدراسات الحديثة دراسة Nasseur and Kugler (1998) التي قامت بإختبار العلاقة الموجودة بين البنوك وأسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ل 11 دولة من منطقة الشرق الأوسط، وشمال إفريقيا خلال الفترة (1979-2003)، توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين تطور سوق الأوراق المالية و البنوك والنمو الاقتصادي (Kugler, K. Neusser et M., 1998).



### الفرع الثاني: نموذج النمو الذاتي المفسر لتأثير النمو الاقتصادي على التطور المالي

كما ذكرنا سابقا قام العديد من الاقتصاديين من أجل تحليل العلاقة بين التطور المالي و النمو الاقتصادي، بصياغة نماذج رياضية في إطار نماذج النمو الداخلي، ومن بين أهم نماذج النمو التي بينت العلاقة السببية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي نجد نموذج BERTHELEMY and VAROUDAKIS (1994، 1996) ، ونوضح ذلك فيما يلي :

قام كل من BERTHELEMY and VAROUDAKIS (1994) من خلال نموذجهما بربط العوامل الحقيقية للنمو الاقتصادي مع العوامل المتعلقة بتطور القطاع المالي، حيث قاما بنمذجة النمو الداخلي عن طريق إدخال العوامل الخارجية المتمثلة في التعلم، حيث يعمل القطاع المالي في ظل ظروف المنافسة الاحتكارية ويتمثل دوره في تعزيز كفاءة تراكم رأس المال المادي، من خلال السماح بتخصيص أحسن للمدخرات نحو الاستثمارات، من أجل ذلك يحتاج القطاع المالي إلى إستعمال موارد حقيقية لهذا الغرض، والتي يستعملها بشكل أكثر كفاءة كلما إرتفع مقدار المدخرات المستعمل في الوساطة، و يكشف النموذج على وجود العديد من التوازنات للنمو الداخلي متعلقة بمستويات تطور القطاع المالي المختلفة في الأجل الطويل (Berthélemy, JeanClaude; Varoudakis, Aristoméne A, 1994)

ويرتكز نموذج BERTHELEMY and VAROUDAKIS 1994 على أربعة مميزات رئيسية: (بن دحمان، 2016، صفحة 85، 86).

- ينشأ النمو الداخلي من القطاع الحقيقي عن طريق العوامل الخارجية المرتبطة بالتعلم، عن طريق الممارسة المتعلقة بتكوين رأس المال (Romer (1986)، المؤسسات تستخدم تكنولوجيا ذات عوائد ثابتة نسبة إلى رأس المال وإلى وحدات العمل الكفاء، مخزون رأس المال لا يتعادل مع الادخار المجمع من قبل العائلات، المستهلكين لديهم أفق غير محدود و يحتفظون بشراقتهم في صورة ديون على الوسطاء الماليين، معدل الفائدة المرتبط بقرار الادخار هو معدل الفائدة الدائن للبنوك، إنحرافه عن الإنتاجية الحدية لرأس المال يعكس هامش الوساطة المالية.
- هذا الهامش هو مقابل الخدمات المالية المقدمة من قبل البنوك، التي تعمل على تحويل ادخار العائلات إلى إستثمارات (توليد مكاسب إنتاجية)، القيام بوظيفة التخصيص الأمثل للمدخرات إلى الاستثمار يتضمن تكاليف تجميع المعلومات، هذه التكاليف تمثل تكاليف الفرصة البديلة لعمل الوساطة، تفسر تكلفة الفرصة البديلة بخدمات العمل المستخدم من قبل البنوك.
- يفترض بأنه من أجل كل بنك فردي، نسبة رأس المال المستعمل في الوساطة بالنسبة للادخار المجمع يرتفع مع إرتفاع كمية وحدات العمل المستعملة، كما أنه مستقل عن كمية الادخار المجمع من طرف البنوك، ويمكن تفسير هذا الأمر بان كفاءة اليد العاملة المستعملة من طرف البنوك تعتمد على حجم عملياتها (الادخار المجمع)، ويرجع ذلك إلى ما يسمى أثر التعلم من خلال الممارسة داخل البنوك، ويتوقف هذا الأمر على عوامل خارجية ممارسة من طرف القطاع الحقيقي على القطاع المالي في الاقتصاد، ذلك أن إرتفاع حجم الادخار المولد من طرف القطاع الحقيقي (إرتفاع حجم السوق والادخار المجمع من قبل البنوك) يحسن فعالية البنوك من خلال مساهمته في زيادة إنتاجية العمل، هذا التحسن في فعالية البنوك يؤثر بدوره على هوامش الوساطة المطبقة من طرفها.
- توفر إقتصاديات داخلية يؤدي بطبيعة الحال إلى ظروف منافسة غير كاملة في القطاع البنكي، أي نموذج المنافسة الاحتكارية في سوق الودائع، هامش الوساطة المالية يرتبط عكسيا مع عدد البنوك المتنافسة في السوق، التي في حد ذاتها ترتفع مع إرتفاع حجم السوق المالية (حجم المدخرات المستعملة في الوساطة) بسبب الدخول الحر إلى السوق.

ومنه التفاعل بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي يمكن أن ينتج ظواهر التوازنات المتعددة، تتصف بوجود توازنين ثابتين "توازن عالي" مع نمو قوي وتطور عادي للقطاع المالي، و "توازن منخفض" مع نمو ضعيف، حيث لا يمكن للاقتصاد أن يتطور قطاعه المالي، بين هذين التوازنين هناك توازن غير مستقر يحدد عتبة تطور القطاع المالي، بعد هذا المستوى "العتبة" لتطور القطاع المالي (المقاس من خلال نسبة اليد العاملة المستعملة)، يقترب الاقتصاد إلى التوازن مع نمو قوي، ودون هذه العتبة الاقتصاد يظل عالق في التوازن المنخفض الذي يشكل "مصيدة الفقر" (بن دحمان، 2016، صفحة 86).

كما حاول BERTHELEMY and VAROUDAKIS سنة 1996 تبين وإختبار وجود مصيدة فقر متعلقة بتطور القطاع المصرفي، حيث يبين نموذجهما النظر بعدة حالات استقرار توازني، وذلك عن طريق عوامل خارجية متبادلة بين القطاعين المصرفي والحقيقي، حيث يؤدي النمو في القطاع الحقيقي إلى اتساع الأسواق المالية ومن ثم إرتفاع المنافسة والكفاءة المصرفية، وفي المقابل يؤدي نمو القطاع المصرفي إلى إرتفاع العائد على المدخرات وتعزيز تراكم رأس المال، وبالتالي إرتفاع النمو، حيث أنه في حالات التوازن معدل النمو الاقتصادي يرتبط إيجابيا مع عدد البنوك والمنافسة للقطاع المالي، كذلك تطور التعليم هو شرط مسبق للنمو (Berthélemy & Varoudakis, 1996)

### الفرع الثالث: الدراسات التجريبية المفسرة لتأثير النمو الاقتصادي على التطور المالي

توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة سببية تمتد من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي، نذكر منها فيما يلي:

**أولا. دراسة Kar and Pentecost (2000): بعنوان "Financial development and economic growth in Turkey: further evidence on the causality issue"** تبحث هذه الدراسة في العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في تركيا خلال الفترة (1963-1995)، تم استخدام خمسة مؤشرات للتطور المالي وهي: نسبة الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع إلى الناتج القومي الإجمالي، نسبة مطلوبات الودائع المصرفية إلى الناتج القومي الإجمالي، نسبة المطلوبات من القطاع الخاص غير المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة المطلوبات من القطاع الخاص غير المالي من الائتمان المحلي الإجمالي، نسبة الائتمان المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وإستخدم الباحثان لقياس النمو الاقتصادي نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وإستخدم إختبار (VECEM) وسببية غرانجر، توصلت الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي يقود تطور القطاع المالي في تركيا (KAR & PENTECOST, 2000).

تتوافق نتائج الدراسة مع أفكار Robinson (1952) الذي يجد بأن إرتفاع النمو الاقتصادي يخلق طلبا على الخدمات المالية، وتدل النتائج على نمط متابعة الطلب في تركيا.

**ثانيا. دراسة ISLAM, HABIB and KHAN (2004):** في محاولة لتقييم تطبيق سياسة التحرير المالي في بنغلاداش قام الباحثون بدراسة بعنوان A Time series analysis of finance and growth in Bangladesh، حيث تبحث الدراسة في العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في بنغلاداش خلال الفترة (1975-2002)، إستخدم الباحثون نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وإستخدموا كمؤشرات للتطور المالي نسبة الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الادخارات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة

سببية تمتد من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي، ويرجع ذلك الباحث إلى عدة عوامل نذكر منها: وجود نظام مالي مجزء، ضعف سوق الأوراق المالية، إرتفاع تكاليف المعلومات والمعاملات (ISLAM, HABIB, & KHAN, 2004).

لذلك ينبغي على صانعي السياسات قبل تنفيذ أنشطة برنامج الإصلاح والتحرير المالي، إعطاء أولوية للتحقيق في العوامل الاجتماعية والاقتصادية والسياسية وكذلك المؤسساتية.

ثالثا. دراسة **Kemal et al (2004)**: دراسة بعنوان **Financial Development and Economic Growth Evidence from a Heterogeneous Panel of High Income Countries**، بحثت هذه الورقة في العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي للبلدان ذات الدخل المرتفع، وتركز الدراسة على كل من التمويل غير المباشر والتمويل المباشر بشكل منفصل وكذلك مشترك، تم استخدام مقاييس الحجم والنشاط للتمويل المباشر والتمويل غير المباشر لتطور القطاع المالي وهي: حجم التمويل غير المباشر: يقيس حجم القطاع المصرفي، يستخدم نسبة المطلوبات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي، يعتبر أوسع مؤشر متاح للوساطة المالية، ومع ذلك فإن حجم القطاع المالي، قد لا يقيس بدقة أداء النظام المالي، حجم التمويل المباشر: لقياس حجم سوق الأوراق المالية، تم استخدام رسملة سوق الأوراق المالية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتي تساوي القيمة السوقية للأسهم المدرجة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، حجم القطاع المالي الكلي: يقيس هذا المؤشر حجم نشاط الوساطة المالية بالنسبة للإنتاجية للاقتصاد الوطني، يقاس من خلال الجمع بين مقياسي الحجم، نجد مقياس الحجم الإجمالي للقطاع المالي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، نلاحظ أنه كلما ارتفعت هذه المؤشرات كلما زاد عمق واتساع حجم القطاع المالي وتحقيق وفرة الحجم الكبير، بما يسمح بتخفيض النفقات المتعلقة بنشاط الوساطة المالية من ناحية، وقدرة القطاع المالي على جذب المدخرات وتوفير التمويل وإدارة المخاطر وتنويعها من ناحية أخرى، نشاط التمويل غير المباشر: لقياس نشاط القطاع المصرفي، فإننا نأخذ في الاعتبار القروض المقدمة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وأظهرت أغلبية الدراسات أن التعبئة الفعالة للمدخرات والتخصيص الكفؤ للموارد يعتمدان على مدى استطاعة القطاع الخاص الحصول على ائتمان، نشاط التمويل المباشر: لقياس نشاط أسواق الأوراق المالية، نستخدم إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، نشاط القطاع المالي الكلي: بدمج مقياسي النشاط نجد مقياس نشاط إجمالي للقطاع المالي، أي نسبة النشاط المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، بتطبيق منهجية (Nair-Reichert and Weinhold 2001) لتحليل السببية، توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي رابط خطي أوسبي بين التمويل والنمو الاقتصادي، باستثناء وجود تأثير إيجابي للنمو الاقتصادي على نشاط أسواق الأوراق المالية (KEMAL, QAYYUM, & HANIF, 2004).

تدعم هذه النتيجة وجهة نظر Lucas القائلة بأن الاقتصاديين يبالغون في التأكيد على دور التمويل، وتدعم هذه النتيجة وجهة نظر روبنسون (1952) القائلة أين تتجه المؤسسات فالمالية تتبعها، كما أنه في المراحل المتقدمة من النمو الاقتصادي تزدهر وتتطور أسواق الأوراق المالية.

رابعا. دراسة **KARABIYIK and TAŞKIN (2016)**: بعنوان "The relationship between financial development and economic growth: evidence from BRICS countries and Turkey" تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الارتباط واتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في كل من تركيا ودول البريكس (البرازيل، الصين، روسيا، الهند، جنوب إفريقيا) للفترة (1994-2011)، علاوة على ذلك تقسم الدراسة السوق المالية إلى سوقين هما القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية لفحص تأثيرهما الفردي على النمو الاقتصادي، يستخدم الباحثان كمؤشرات لتطور القطاع المصرفي: المطلوبات السائلة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي،

الأصول المحلية لبنوك الودائع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وإستخدم كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية نسبة الرصمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة حجم التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، كما إستخدم الباحثان معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للنمو الاقتصادي، وإستخدم كمتغيرات مفسرة نسبة الانفتاح التجاري، معدل التضخم، متوسط سنوات الدراسة، توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة خطية ولاسببية بين تطور البورصة والنمو الاقتصادي، بينما توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تنمية القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في إتجاه من النمو الاقتصادي للقطاع المصرفي (KARABIYIK, Can; TAŞKIN, Fatma Dilvin, 2016)

وبذلك تشير النتائج إلى دليل على نمط متابعة الطلب في تركيا ودول البريكس، كما تتفق نتائج الدراسة مع الرأي السائد لأسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، يمكن إقتراح أن أسواق الأوراق المالية لتركيا ودول البريكس سوف تتطور مع تطور الاقتصادات.

خامسا. دراسة (ISMAIL, AB-RAHIM and PEI-CHIN, 2019) بعنوان "Financial between nexus growth in Malaysia development and economic" تبحث الدراسة في العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (1990-2013)، إستخدم الباحثان نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للنمو الاقتصادي، وتم إستخدم أربع مؤشرات للتطور المالي وهي: نسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي (الودائع تحت الطلب ولأجل وودائع الادخار)، المطلوبات السائلة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الودائع المقرضة، وإستخدم إختبار جوهانسن للتكامل المشترك، وإختبار سببية جرانجر، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين التطور المالي و النمو الاقتصادي، وإتجاه السببية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي، يمكن القول أن النمو الاقتصادي مسؤول عن التطور المالي في ماليزيا، لذلك هناك حاجة إلى المزيد من سياسات التنمية الاقتصادية (زيادة المعرفة، وتحسين البنية التحتية ومناخ الأعمال الملائم، وتوفير بيئة مواتية للقطاع الخاص، والقيام بالإصلاحات الهيكلية للنظام المالي، القيام بالتدابير القانونية لتعزيز حقوق الدائنين و المستثمرين، وما إلى ذلك) لإدخالها وتنفيذها، ومع ذلك فإننا ندرك أنه مع إستمارة النمو، يمكن أن يؤدي التطور المالي إلى نمو إقتصادي مستدام وقادر على الصمود (ISMAIL, AB-RAHIM, & PEI-CHIN, 2019).

نستخلص من خلال الدراسات النظرية والتجريبية السابقة أن النمو الاقتصادي مسؤول على التطور المالي في ماليزيا، فهو الذي يعمل على زيادة معدل الادخار والطلب على الأدوات المالية، وهو ما يؤدي إلى حدوث تطور في القطاع المالي، وهذا ما يتطلب التركيز على السياسات التي تعزز النمو الاقتصادي.

#### المطلب الثالث: السببية ثنائية الاتجاه

يرى مؤيدو هذا الرأي أن هناك علاقة ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فإن تعاضد النمو الاقتصادي يستوجب إتساع وتطور النظام المالي، كما أن توفر نظام مالي فعال ومتطور يسمح بنمو إقتصادي سريع، أي أن كل من القطاع المالي والحقيقي يتفاعلا أثناء مراحل التطور، بعبارة أخرى لا توجد هناك مرحلة معينة يوجد فيها علاقة في إتجاه واحد من التطور المالي أو أسواق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي.

إن ما يعزز هذا الرأي أنه في المراحل الأولى من التنمية وبصورة خاصة في المراحل التي يتطلب فيها الاقتصاد تقنيات مرتفعة في شتى المجالات، فإنه يسيطر إتجاه العلاقة السببية من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، وهذا ما يحدث في الدول النامية، إلا أن هذا الرأي لا يتفق بالضرورة في حالة الدول المتقدمة حيث أنه مجرد وصول التنمية إلى مراحل متقدمة فإن الطلب التابع يبدأ في الظهور،

فمما للاقتصاد يؤدي إلى توليد طلب جديد على الخدمات المالية، والذي يعود إلى طلب المستثمرين والمدخرين في القطاع الحقيقي على تلك الخدمات، وفي هذه الحالة فإن أي تطور في النظام المالي يعتبر عملية متواصلة وتابعة لعملية النمو الاقتصادي، ومن ثم فإن العلاقة في المراحل الأولى للتنمية أحادية الاتجاه، وفي المراحل اللاحقة تكون ثنائية الاتجاه (مفيد ذنون و الدباغ، صفحة 139)، وستتطرق فيما يلي إلى الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية للعلاقة السببية الثنائية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

### الفرع الاول: الأدبيات النظرية للعلاقة السببية ثنائية الاتجاه

تعود السببية الثنائية لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي، إلى الاقتصادي(1952) Patrick الذي وضع فرضية "Patrick Stage of développement"، التي تقر بأن اتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يتحدد تبعاً لمرحلة التنمية التي يمر بها اقتصاد الدولة، حيث تتحقق فرضية العرض القائد بداية ما معناه أن التطور المالي يؤدي إلى حدوث النمو الاقتصادي في المراحل الأولى من التنمية، فعن طريق التخصيص في تعبئة المدخرات، إدارة السيولة، تنوع الفرص وتقييم المشاريع، يعمل القطاع المالي الفعال على تعزيز كفاءة تخصيص الموارد المالية بتوجيهها لتمويل المشاريع ذات المردود الأعلى، الأمر الذي يرفع من إنتاجية القطاع الحقيقي ويزيد وتيرة النمو الاقتصادي، لتليها فرضية الطلب التابع، التي يكون تبعاً لها التطور المالي تابعاً للنمو الاقتصادي خلال المراحل المتقدمة من التنمية، لكون التطور الاقتصادي يزيد الطلب على الخدمات المالية، فتتوسع أنشطة القطاع المالي ليرتفع حجمه وتزداد كفاءته التقنية، ما ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي (حواس أ.، 2016، صفحة 13)، أيد Jung 1986 الفرضية التي صاغها Patrick، وتوصل من خلال دراسته التي شملت بيانات لـ 19 دولة نامية و 37 دولة أقل نمواً، إلى تأييد فرضية العرض الرائد التي تنص على أن اتجاه السببية يكون من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي في الدول الأقل نمواً، أما بالنسبة للدول النامية فيكون الاتجاه العكسي من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي (غسان و المهجوج، 2012، صفحة 195).

توصل كل من Greenwood et Jovanovic (1990) من خلال نموذجهما إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فمن جهة نجد أن عملية النمو الاقتصادي تسهل إنشاء وتوسع المؤسسات المالية، وتشجع المشاركة في أسواق الأوراق المالية، ومن جهة أخرى فإن المؤسسات المالية من خلال الحصول على المعلومات وتحليلها، تؤدي إلى تخصيص الكفاء للموارد المالية، وزيادة كفاءة إنتاجية الاستثمارات، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي في المدى الطويل (P Guidotti & J. Gregorio, 1995, p. 435).

### الفرع الثاني: الدراسات التجريبية للعلاقة السببية الثنائية

أبرزت عدة أبحاث أن العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ثنائية الاتجاه، ويمكن أن نذكر أهم هذه الدراسات فيما يلي:

أولاً. دراسة (2007) Liang and Reichert: بعنوان "Financial Development & Economic Growth" تبحث الدراسة في اتجاه العلاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، خلال مرحلة التنمية التي يمر بها الاقتصاد لمجموعة من الدول النامية والناشئة والمتقدمة، خلال الفترة (1980-2003)، إستخدم الباحثان كمؤشرات لتطور أسواق الأوراق المالية حجم السوق ومعدل الدوران، كما إستخدم كمؤشر لتطور الجهاز المصرفي الكتلة النقدية (M2)، وتم إستخدام معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، توصلت الدراسة إلى أن اتجاه العلاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي يتغير خلال مرحلة التنمية التي يمر بها الاقتصاد، ففي المراحل الأولى تتحقق فرضية الطلب التابع حيث توصل الباحثان إلى أن العلاقة

السببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي، وعندما يتحقق النمو الاقتصادي فإن اتجاه العلاقة السببية سوف ينعكس ويأخذ دور العرض القائد حيث تتحقق في هذه المرحلة الكفاءة، التي تعمل على زيادة النمو الاقتصادي، نتيجة لإنخفاض تكاليف المعاملات. (Liang & Reichert, 2007)

تدعم هذه النتيجة وجهة نظر باتريك (1952) التي تنص على وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

ثانيا. دراسة ( HASSAN et al (2011): بعنوان " Financial development and economic growth: New evidence from panel data" تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في البلدان منخفضة ومتوسطة الدخل خلال الفترة (1980-2007)، تم استخدام معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، كما تم استخدام أربع مؤشرات للتطور المالي وهي: مؤشر نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر نسبة إجمالي المدخرات المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومؤشر نسبة الائتمان المحلي الذي يقدمه القطاع المصرفي (باستثناء الائتمان للحكومة) إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو مؤشر على درجة الاعتماد على القطاع المصرفي في التمويل، ومؤشر نسبة الكتلة النقدية بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي (مؤشر للعمق المالي)، وإستخدام كمغيرات مفسرة كل من: مؤشر الانفتاح التجاري ويقاس بنسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، و نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وباستخدام نموذج متجه الإنحدار الذاتي VAR، وسببية غرانجر، تظهر الدراسة وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في البلدان النامية، كما تظهر النتائج وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو الاقتصادي لمعظم المناطق والسببية في اتجاه واحد من النمو إلى التمويل لمنطقتين من أفقر المناطق علاوة على ذلك تلعب المتغيرات الأخرى من القطاع الحقيقي مثل التجارة والإنفاق الحكومي دور مهم في تفسير النمو الاقتصادي (HASSAN, SANCHEZ, & YU, 2011).

وبالتالي ينبغي تعزيز تطوير القطاع المالي في الدول النامية لتسهيل تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات بما يحقق النمو الاقتصادي، ويبدو أن النظام المالي الذي يعمل بشكل جيد شرط أساسي، ولكنه غير كافٍ للوصول إلى نمو اقتصادي مستمر في البلدان النامية.

ثانيا. دراسة (PRADHAN et al (2017): بعنوان " Finance and growth evidence from the ARF countries" تبحث الدراسة في العلاقة بين النمو الاقتصادي وأربعة جوانب من التطور المالي (تطور القطاع المصرفي، تطوير سوق السندات، تطوير سوق الأوراق المالية، تطوير قطاع التأمين) بمنطقة آسيا (AFR) خلال الفترة (1991-2011)، وباستخدام نموذج متجه الإنحدار الذاتي (var) وسببية غرانجر، استخدم كمؤشر للنمو الاقتصادي معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، إستخدام كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية معدل الرسالة البورصية، و معدل التداول، معدل الدوران، عدد الشركات المدرجة، وإستخدام كمؤشر لسوق السندات، سندات الدين المحلية الخاصة والعامة، وسندات الدين الدولية العامة والخاصة، وإستخدام كمؤشر لتطور البنوك المعروض النقدي بالمفهوم الواسع، الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص، الائتمان المقدم من القطاع المالي، والائتمان المقدم من القطاع المصرفي، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من تطور القطاع المصرفي إلى النمو الاقتصادي، وسببية ثنائية الاتجاه بين تطوير سوق الأوراق المالية وتنمية قطاع التأمين، وكذا تطوير سوق السندات والنمو الاقتصادي (PRADHAN. R., ARVIN. M., BAHMANI. S., HALL. J., & NORMAN. N, 2017).



وبذلك نلاحظ ضرورة جعل الخدمات المصرفية أكثر سهولة وفعالية للمقيمين في منطقة آسيا AFR، وتعزيز تطوير سوق الأوراق المالية لتسهيل الوصول إلى رأس المال الاستثماري، من أجل تعزيز النمو الاقتصادي.

نستخلص مما سبق أن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث في بداية مراحل التنمية التطور المالي يدفع عجلة النمو الاقتصادي عن طريق عرض خدماته المالية، وذلك تبعاً لفرضية العرض، لكن هذه العلاقة قد تتطور عندما يصل النمو الاقتصادي إلى مستوى محدد وتستبدل هذه الفرضية بفرضية الطلب، ويصبح النمو هو من يقود نحو التطور المالي بإرتفاع الطلب على الخدمات المالية، وسنعمد في دراستنا على نظرية العرض الرائد والتي تشير إلى أن التطور المالي هو الذي سوف يدفع النمو الاقتصادي.

ومن هنا تبرز العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي بإعتبار أن تطور أسواق الأوراق المالية يسير يدا بيد مع الجوانب الأخرى للتطور المالي، فسوق الأوراق المالية تقوم بالربط بين الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية والتي ترغب في استثمارها، وبين وحدات اقتصادية أخرى ذات حاجة للموارد المالية، وتبحث عن مصادر للتمويل لاستمرار نشاطها الاقتصادي، و ينتج عن هذا الإنتقال لفائض السيولة الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

وتساهم سوق الأوراق المالية في التمويل من خلال السوق الأولية(سوق الاصدار)، التي تعد أحد الأدوات الهامة لضمان إنتقال الأموال إلى الاستثمارات الانتاجية، فهي توفر للأفراد الراغبين في الاستثمار أدوات مالية متعددة للاستفادة من مدخراتهم، كما توفر للشركات التي تريد التوسع والنمو إصدار الأوراق المالية للحصول على التمويل، أما دور السوق الثانوية فيبرز من خلال توفيرها السيولة للمستثمرين الذين قاموا بشراء الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، ومن ثم يصبح المستثمرين أكثر إستعدادا لشراء أسهم الشركات المساهمة المصدرة بالسوق الأولية، طالما أن المستثمرين على ثقة من تسييل ما لديهم من أوراق مالية بسرعة وبأدنى تكلفة ممكنة، وهو ما سنتطرق إليه في المبحث الموالي.

### المبحث الثالث: دور تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي

تأخذ سوق الأوراق المالية حيزا هاما في النظام المالي، وتظهر النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية وجود علاقة تبادلية تربط الاتجاهين فأسواق الأوراق المالية تؤثر وتتأثر بالنمو الاقتصادي.

وإن أول وظيفة لسوق الأوراق المالية هي بيع وشراء الأسهم والسندات للمؤسسات والحكومات، عن طريق تحديد السعر الحقيقي لهذه الأوراق المالية، مما يسمح بنشر الوعي الادخاري وتحفيز الادخار (حفصي، 2020، صفحة 286)، سنتطرق من خلال هذا المبحث إلى الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية لتأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

#### المطلب الأول: التحليل النظري لتأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

تشير الدراسات الحديثة عن تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، إلى أن تطور سوق الأوراق المالية يسير يدا بيد مع الجوانب الأخرى للتطور المالي، وفيما يخص كيفية تأثير تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، لا يزال الجدل قائما بين مؤيد ومعارض، ولم تصل الدراسات الاقتصادية إلى إتفاق حول دور تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، فهناك إتجاه مؤيد للتأثير الإيجابي لها على النمو الاقتصادي (في شكل علاقة طردية)، بينما ينظر المشككون في هذه العلاقة إلى أن أسواق الأوراق المالية عبارة عن نوادي للقمار ليس لها تأثير إيجابي على النمو، بل لها تأثير سلبي أو محايد على النمو الاقتصادي.

#### الفرع الأول: الدراسات التي تؤكد وجود علاقة طردية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

تشير العديد من الأدبيات النظرية إلى أن سوق الأوراق المالية المتطورة تعزز تنوع المخاطر والسيولة، والحصول على المعلومات وتعبئة رأس المال، فضلا على أنها تحسن من مراقبة الشركات وبالتالي تدفع الاقتصاد للنمو في الأجل الطويل، ويجادل مؤيدو هذه النظرية بأن سوق الأوراق المالية مؤسسة إقتصادية تحسن التخصيص الفعال لرأس المال، إذ تمنح أصحاب الفائض المالي الفرصة لتنويع إستثماراتهم، وتمكن الحكومات والشركات من الحصول على رأس المال طويل الأجل لتمويل المشاريع الجديدة، وتوسيع الاستثمارات الحالية عن طريق الأدوات المالية كالأسهم والسندات، مما ينتج عليه قيمة مضافة تنعكس إيجابا على الاقتصاد الوطني، لذلك فإن سوق الأوراق المالية حسنة التطور تؤدي إلى رفع المدخرات والتخصيص الأمثل لرأس المال لإستثمارات أكثر إنتاجية (TOUNY, 2012, p. 180)، أي أن أسواق الأوراق المالية التي تعمل بشكل جيد يمكن أن تسهم في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال أداء وظائف مالية معينة، ومن خلال تحسين جودة هذه الوظائف يمكن لسوق الأوراق المالية أن تؤثر على النمو الاقتصادي من خلال تغيير معدل الادخار والتقدم التكنولوجي والكفاءة الاقتصادية، نتطرق إلى ذلك فيما يلي:



الشكل رقم(08:02): النهج الوظيفي لأثر التمويل على النمو الاقتصادي



المراجع: Alghamedi, A., & Misfer, A. (2012). Assessing the impact of stock market development on economic growth in Saudi Arabia: An Empirical Analysis (Doctoral dissertation, Durham University). p29.

**أولاً. السيولة:** يمكن لأسواق الأوراق المالية السائلة أن تؤثر بشكل إيجابي على إنتاجية رأس المال والنمو الاقتصادي من خلال تقليل مخاطر السيولة وتكاليف المعاملات (CAPASSO, 2008, p. 24)، توصلت دراسات كل من (Levine 1991) و (Bencivenga et al 1992) إلى أن السيولة العالية لأسواق الأوراق المالية تؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي، من خلال تقليل مخاطر وتكاليف الاستثمار في المشاريع طويلة الأجل، حيث أن المشاريع الاستثمارية ذات العائد الأعلى تتطلب رأس مال خارجي لفترات طويلة، بينما يتخوف المستثمرون من فقدان قدرتهم على التصرف في مدخراتهم لفترة زمنية طويلة، إلا أن سيولة أسواق الأوراق المالية تسمح بتلبية رغبات الطرفين، حيث تصبح مشاريع الاستثمار طويلة الأجل ذات العائد المرتفع أقل عرضة للمخاطرة وأكثر جاذبية، بحيث يستطيع المستثمرون الأوليون الوصول إلى مدخراتهم طول مدة المشروع الاستثماري من خلال بيع حصتهم في الشركة بسهولة وبسرعة وبأقل تكلفة، بينما تتمتع الشركات بالوصول إلى رأس المال بشكل دائم من خلال إصدار الأسهم، علاوة على انخفاض تكاليف المعاملات في أسواق الأوراق المالية يؤدي إلى المزيد من الاستثمارات في المشاريع غير السائلة ذات العوائد المرتفعة، وهكذا يمكن لأسواق الأوراق المالية الأكثر سيولة أن تسهل تحقيق الاستثمارات طويلة الأمد والمرتفعة الربحية، ومن ثم تحسين تخصيص رأس المال وإرتفاع إمكانيات النمو في المدى الطويل (ELSAIED A. H., 2013, p. 71).

**ثانياً. تجميع الموارد و تخصيصها:** تمثل أسواق الأوراق المالية أداة هامة لتعبئة المدخرات ورفع معدل الاستثمار، وأظهر كل من (Greenwood and Smith 1997) أنه يمكن لأسواق الأوراق المالية الكبيرة من خلال تخفيض مخاطر السيولة أن تزيد من تعبئة المدخرات، وتسهل جمع الموارد نحو مشاريع أكبر وأكثر إنتاجية، نظرًا لأن المشاريع ذات العائد المرتفع غالبًا ما تتطلب ضخ رأس مال كبير في المدى الطويل، وبالتالي إرتفاع متوسط إنتاجية الاستثمار ومعدل النمو الاقتصادي (CAPASSO, 2008, p. 24، 26)، ويؤكد (Sirri and Tufano 1995) أن تعبئة المدخرات يحسن تخصيص الموارد من خلال تنويع المخاطر وتوفير

السيولة، وبالتالي التأثير الرئيسي لتعبئة رأس المال هو تشجيع الابتكار التكنولوجي (ALGHAMEDI & MISFER, 2012, p. 43)، فمن المتوقع أن يشجع سوق الأوراق المالية تجميع المدخرات من خلال تزويد الأفراد بأداة مالية إضافية تلي تفضيلات المخاطر واحتياجات السيولة بشكل أفضل، من خلال توظيف جزء من مداخيلهم في شكل أصول مالية عن طريق الاستثمار في الأسهم و السندات، ويؤدي تحسين تعبئة المدخرات إلى زيادة معدل الادخار كما توصل اليه Levine and Zervos(1998)، كذلك تمثل سوق الأوراق المالية المتطورة أداة مهمة للشركات لزيادة رأس المال بتكلفة منخفضة، فالشركات في البلدان ذات أسواق الأوراق المالية المتقدمة أقل اعتماداً على التمويل المصرفي، فهي فرصة جيدة لإستبدال الديون بمساهمات في رؤوس الأموال، مما يجعلها أقل خضوعاً لمخاطر الائتمان (YARTEY & ADJASI, 2007, p. 05)، وفي نفس السياق أشارLevine(1991) إلى أن أسواق الأوراق المالية الكبيرة تسمح للمستثمرين بتنوع محافظهم المالية وكذلك الاستثمار في العديد من المؤسسات، وهذا بدوره يزيد من مصادر رأس المال المتاحة للمؤسسات وتراكم رأس المال (ELSAYED A. H., 2013, p. 72)، وتوصلBeck(2003) إلى أن مؤسسة موجودة في دولة يسجل فيها التطور المالي مستوى عالي تشارك بشكل أكبر في الصادرات والميزان التجاري، كما أشار classes and feijen(2006) إلى أن إتساع وإرتفاع سيولة سوق السندات الحكومية يتيح للحكومات بزيادة رأس المال لتمويل ميزانيتها والاستثمار في البنى التحتية (بورعدة; بوتلجة، 2016، صفحة 56).

**ثالثاً. مراقبة الشركات:** هناك قناة أخرى يمكن لسوق الأوراق المالية من خلالها التأثير بصورة إيجابية على النمو الاقتصادي، تتمثل في المراقبة المستمرة على إدارة الشركات، مما يؤثر إيجاباً على قرارات الاستثمار للشركات ويعمل على تحسين تخصيص الموارد المالية، في الواقع لا تتوافق مصالح إدارة الشركات مع فوائد حاملي الأسهم والمالكين، ونتيجة لذلك يمكن أن تكون قرارات المديرين متعارضة مع مصلحة وربحية المؤسسات، ينتج مثل هذا التضارب المحتمل في المصالح مشكلة نموذجية للوكالة يمكن حلها عن طريق تهديدات حقيقية وعقود متوافقة مع الحوافز، فالحوافز التي تدفع المديرين إلى العمل لأجل مصلحة الشركات على أفضل وجه تأتي من مصدرين رئيسيين: أحدهما التهديد بإمكانية الاستيلاء على السلطة، والآخر هو إدخال مخططات دفع فعالة متطابقة مع الحوافز، جادل (Laffont and Tirole 1988; Sharfestein 1988, Stein 1988) بأن عرض الأسعار في سوق الأوراق المالية قد يؤدي إلى إجبار المديرين على محاولة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، على إعتبار أن المؤسسات ذات الأداء الضعيف والتي تُتداول أسهمها علناً في البورصة قد تصبح هدفاً لعمليات الاستحواذ المحتملة التي تستوجب عادةً إستبعاد الإدارة، حيث يمكن أن يكون هذا التهديد كافياً للمديرين للعمل لصالح المؤسسة، علاوة على ذلك أشار Diamond and Verrecchia 1982; Jensen and Murphy 1990) من وجهة نظر مختلفة لكن مع تأثيرات مشابهة، في أن المراقبة المستمرة لأداء المؤسسة بعد عرضها للأسعار في سوق الأوراق المالية، تمكنها من وضع خطط تعويض مثلى، والتي بدورها يمكن أن تدفع المديرين إلى بذل جهود كبيرة وإتخاذ أفضل القرارات فيما يخص تخصيص الموارد المالية (CAPASSO, 2008, p. 27)، (28)

**رابعاً. تنوع المخاطر:** ويمكن أن تؤثر أسواق الأوراق المالية بشكل إيجابي على تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي من خلال تنوع المخاطر عن طريق أسواق الأوراق المالية المندمجة مع الأسواق العالمية (CAPASSO, 2008, p. 28)، تسمح أسواق الأوراق المالية للمستثمرين بتنوع ثروتهم عن طريق مختلف الأصول التي توفرها، ويؤدي التنوع إلى تخفيض مخاطرة المستثمر وبالتالي تدني علاوة الأسهم و تقليص تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات، وتزيد منافع التنوع والاستفادة من إنخفاض علاوة المخاطرة في ظل أسواق الأوراق المالية المندمجة مع الأسواق العالمية، وأشار Saint-Paul (1992) إلى أنه يمكن لأسواق الأوراق المالية تخفيف النمو الاقتصادي من خلال تنوع المحفظة، حيث تسمح الأسواق ذات الأداء الجيد لحملة الأسهم بتقليل المخاطرة من خلال تنوع المحفظة، بينما تتحصل المؤسسات على منافع من التكنولوجيا الإنتاجية المتخصصة، والتي تعمل على رفع كفاءة تخصيص الموارد

وإنعاش معدل النمو الاقتصادي (ELSA YED A. H., 2013, p. 72)، وأوضح (Obstfeld (1994) أنه يمكن لأسواق الأوراق المالية ذات الأداء الجيد و المندجة مع الأسواق العالمية من خلال زيادة مجموعة الاستثمارات المحتملة وتنوع المخاطر أن ترفع معدل الادخار ومعدل الاستثمار، فالأسواق التي تسهل تنوع المخاطر تسمح بتقليل مخاطر الاستثمار وتكلفة رأس المال، وتشجع على تحويل مدخرات المجتمع إلى المشاريع ذات المردود الاعلى، وبالتالي زيادة إنتاجية رأس المال ومعدل الادخار وتحقيق النمو الاقتصادي (CAPASSO, 2008, p. 28)، و يجد (Bekaert and Harvey(1998) أن أسواق الأوراق المالية المندجة مع الأسواق العالمية تعزز كفاءة تخصيص رأس المال من خلال السماح للمستثمرين المحليين بإعادة تخصيص مدخراتهم، وتحويلها من الصناعات غير الكفؤة إلى الصناعات التي تملك ميزات نسبية، وتنوع محافظهم بما أنهم يملكون فرصاً للاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية في الأسواق العالمية (ELSA YED A. H., 2013, p. 72)، من جهة أخرى بحثت دراسة (Hardouvelis (2004) et al في تأثير تكامل سوق الأوراق المالية في أوروبا على تكلفة رأس المال اثناء التسعينيات من القرن الماضي، حيث بين أن تكلفة الأسهم داخل القطاعات في الاتحاد الأوروبي تتراجع بنسبة تتراوح بين 0.5 و3 نقاط مئوية، وهناك أدلة قوية على وجود تقارب في تكلفة رأس المال بين البلدان المختلفة في نفس القطاع، كذلك حققت دراسة (Stulz (1999) في تأثير العولمة على تكلفة رأس المال وتوصل إلى أن تكلفة رأس المال تتراجع بسبب الاندماج لسببين مهمين: أولاً المستثمرين يطلبون عائد متوقع منخفض على الاستثمار في الأسهم لتعويضهم عن المخاطر التي يتحملونها عموماً، ثانياً أن تكاليف الوكالة لجمع الأموال تصبح أقل أهمية (بن ضب و شيخي، 2017، صفحة 435)، علاوة على ذلك، قدم (Hargis (2000) نموذجاً نظرياً ودليلاً تجريبياً على أن اندماج أسواق الأوراق المالية المحلية مع الأسواق الدولية كان مفيداً جداً لتطوير الأسواق المحلية، لأن اندماج الأسواق المالية دولياً يرفع أسعار الأسهم المحلية من خلال تعزيز تنوع المخاطر والسيولة في السوق المالية المحلية، وبشكل خاص، أشار (Hargis إلى أنه من خلال الاندماج المالي حولت الأسواق المالية المندجة سوقاً مالية مجزأة من التوازن بمستوى منخفض من السيولة ورأس المال السوقي إلى سوق مالية مندجة بمستوى عال من السيولة و رأس المال السوقي، عن طريق رفع إيرادات الشركات والمشاركين في السوق، لذلك قد يؤدي اندماج أسواق الأوراق المالية مع الأسواق العالمية إلى رفع أسعار الأوراق المالية وإصدار الأسهم، وتعزيز السيولة وتطوير أسواق الأوراق المالية (ELSA YED A. H., 2013, p. 72) .

**خامساً. الحصول على معلومات عن الشركات:** تؤثر أسواق الأوراق المالية إيجابياً على تخصيص الموارد ومتوسط إنتاجية رأس المال من خلال تشجيع المستثمرين الحصول على معلومات حول الشركات، وفقاً ل Greenwood and Jovanovic (1990) تشجع أسواق الأوراق المالية التي تعمل بشكل جيد تخصيص الموارد المالية بشكل أفضل من خلال الحصول على المعلومات ونشرها (ALGHAMEDI & MISFER, 2012, p. 38)، وقد أشارت دراسات (Holmström and (1993) وTirole (1993) إلى أن أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة، تمكن المستثمرين من الحصول على المعلومات الخاصة بالمؤسسات بسهولة للاستفادة منها في استثماراتهم، كما أنها ترفع الحوافز للمستثمر للبحث ومراقبة الشركات والحصول على المزيد من المعلومات عن الشركات قبل أن تتغير أسعار الأسهم لتعكس تلك المعلومات، وبالتالي توجيه رأس المال إلى أفضل استخدام له، ومن ثم تسريع النمو الاقتصادي (زياطي، 2004، صفحة 78)، علاوة على ذلك، يجد (Demirguc-Kunt (1998) and Maksimovic أن أسواق الأسهم التي تم تطويرها بشكل جيد تعمل كمصادر مباشرة لرأس المال وأيضاً أدوات لضمان توفر المعلومات حول أنشطة الشركات للمستثمرين، ومن ثم فإن وجود أسواق الأوراق المالية نشطة ومتطورة من شأنه أن يسهل قدرة الشركات على زيادة رأس المال على المدى الطويل (ALGHAMEDI & MISFER, 2012, p. 38)، ويوضح Allen (1993) أنه حيثما يكون هيكل الإنتاج أكثر تعقيداً فإن عملية الحصول على المعلومات تكون أكثر صعوبة، كما أن عمل أسواق الأوراق المالية في عملية تراكم رأس المال سيكون أكثر فعالية، فمع زيادة عدد الفرص الاستثمارية للشركات، تصبح المراقبة

المستمرة ضرورة للتخصيص الفعال للموارد، وبالتالي تصبح أسواق الأوراق المالية في ظل هذه الظروف أفضل أداة للتحكم في الاستثمار (CAPASSO, 2008, p. 26).

نستخلص وجود تأثير إيجابي لدرجة تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، حيث تمارس سوق الأوراق المالية هذا التأثير عن طريق أسواق الإصدار(السوق الأولية) والتي تنعكس التطورات فيها مباشرة على الاستثمارات الحقيقية، بينما تؤثر السوق الثانوية على الاقتصاد الحقيقي بطريقة غير مباشرة من خلال تحقيق السيولة وتنويع المخاطر، توفير المعلومات، مراقبة الشركات وتعبئة المدخرات.

### الفرع الثاني: الدراسات التي تنفي وجود علاقة طردية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

على الرغم من أن أغلبية الأدبيات النظرية توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لتطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، إلى أنه من جهة أخرى هناك من يعتبر أسواق الأوراق المالية نوادي للقمار، ليس لها أثرا إيجابيا بل قد يكون لها أثر سلبي على عملية التنمية الاقتصادية.

**أولا. العلاقة السلبية بين السيولة والنمو الاقتصادي:** تفيد الأدبيات النظرية بان هناك أثرا سلبيا للسيولة المرتفعة لأسواق الأوراق المالية على معدلات الادخار والنمو الاقتصادي، فبتعا لعدة نماذج السيولة العالية للأسواق تزيد عوائد الاستثمار وتخفض من الالاقين وتزيد وتيرة النمو الاقتصادي، غير أنه هناك آراء مخالفة لتأثير السيولة على النمو الاقتصادي في المدى الطويل حيث يجدون في أن السيولة المتنامية عائق للنمو الاقتصادي، فوجد (Demirguc-Kunt and Levine(1996) توصل إلى أن الارتفاع في عوائد الاستثمار الذي تسمح به السيولة العالية، قد يؤدي إلى تراجع معدلات الادخار من خلال أثر الدخل وأثر الإحلال وكبح وتيرة النمو الاقتصادي، ومن ثم تؤثر الزيادة في الدخل على معدل الادخار بأسلوب غير واضح، كذلك يؤدي التراجع في عدم اليقين الذي يحيط بالاستثمارات والناتج عن السيولة المرتفعة بالسوق، قد يؤدي إلى انخفاض معدل الادخار، فبينما التراجع في عدم اليقين يشجع فئة معينة من المستثمرين "المستثمرون الذين لا يريدون تحمل مخاطرة" فإنه كذلك يخفض من الطلب على الادخارات الاحتياطية للفئات الأخرى من المدخرين، ومن ثم يكون أثر انخفاض عدم اليقين الذي يكون حول الاستثمارات والناتج عن سيولة السوق العالية على معدلات الادخار غير معروف، كذلك قد تؤثر سيولة السوق بشكل سلبي على حاكمية الشركات، فالسوق عالية السيولة تجعل من السهل على المستثمرين غير الراضين أن يبيعوا أسهمهم بسرعة (زياطي، 2004، صفحة 76،77)، حيث يؤكد كل من (Bhide(1993)، (Shleifer et Vishny(1986،1997) أن السيولة العالية لأسواق الأوراق المالية قد تؤدي إلى إضعاف التزام المستثمرين وتخفض الحوافز لممارسة الرقابة على الشركات المساهمين فيها، ومن ثم تخفيض مراقبة المسيرين ورصد أداء الشركات، لأنها تخفض من تكاليف الخروج للمستثمرين غير الراضين، بالإضافة إلى ذلك يرى (Bencivenga et al(1995) أن ارتفاع السيولة في أسواق الأوراق المالية قد تدفع المستثمرين إلى إعادة تكوين محافظهم عن طريق شراء حقوق لمشاريع جارية، بعيدا عن إقامة المشاريع الاستثمارية الجديدة(إستثمار مالي وليس حقيقي)، وبالتالي تراجع معدل الاستثمار الحقيقي وإنخفاض النمو الاقتصادي(ELSAIED A. H., 2013, p. 70)، (71).

**ثانيا. العلاقة السلبية بين إدارة المخاطر والنمو الاقتصادي:** حقيقة أن تحقيق معدلات مرتفعة للنمو الاقتصادي تتطلب الاستثمار في مشاريع مرتفعة القيمة المضافة وهو ما يعني أنها تكون أكثر خطورة، فإدارة المخاطر هنا يمكن أن تؤدي إلى معدلات نمو عالية ولكن قد تؤدي إلى أزمات مالية يكون لها بالغ الأثر السلبي على مجمل القطاع الحقيقي (بليل، 2015، صفحة 611)، بين(Devereux and Smith(1994) أن التقسيم الواسع للمخاطر عن طريق أسواق الأوراق المالية المندمجة مع الأسواق العالمية قد يقلل الخطر وعدم التأكد، وهذا بدوره يمكن أن يخفض من معدلات الادخار لأغراض الاحتياط وبهذا ينخفض

إجمالي الثروة الوطنية بالتنوع الكبير للمخاطر (SODJAHIN, 2005, p. 09)، لذلك فإن النظرية غير واضحة بشأن التأثير النهائي لانخفاض مستوى عدم التأكد، والمخاطر الناتجة عن أسواق الأوراق المالية المندمجة دولياً على معدلات الادخار.

ثالثاً. (Binswanger, 1999): حيث يقر بأن عملية التسعير في أسواق الأوراق المالية التي تعمل بشكل جيد تؤدي إلى معدلات أقل من الاستثمار طويل الأجل، وذلك لأن الأسعار تتفاعل بسرعة كبيرة مع المعلومات التي تؤثر على التوقعات في الأسواق المالية، لذلك تميل الأسعار في سوق الأسهم إلى التقلب الشديد، وتمكن من تحقيق الأرباح في فترات قصيرة، وهو ما يعزز عمل المضاربين الذين يبحثون عن الربح في أسرع وقت، علاوة على ذلك، نظراً لأن سوق الأوراق المالية يقلل من قيمة الاستثمار طويل الأجل، لا يتم تشجيع مديري الشركات على القيام باستثمارات طويلة الأجل، حيث سيقدرون المديرون النجاح على المدى القصير في السوق، عند اتخاذ قرارات بشأن أداء المشاريع، مما قد يضر بالاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل وبالتالي النمو (YARTEY & ADJASI, 2007, p. 05).

رابعاً. يرى إقتصاديون آخرون: أن لسوق الأوراق المالية أثراً سلبياً على النمو، وحجتهم في ذلك أن أسواق الأوراق المالية تتسبب في تحقيق التقلبات الاقتصادية، إذ أن تزايد تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية قد يؤدي إلى تغيرات سعرية مفرطة وعدم استقرار على مستوى الاقتصاد الكلي ويؤدي أيضاً إلى تقلبات في أسعار الصرف، ومن شأن ما تقدم أن يؤدي إلى آثار سلبية على النمو الاقتصادي ومن ثم مستويات الرفاهية الاقتصادية (أندراوس، 2008، صفحة 234)، ونجد دراسات كل من (Levine 1998) and Zervos و Miles (2002) أشارت إلى زيادة التقلبات في أسواق الأسهم بعد تحرير السوق، وبالتالي قد لا يتم تحسين الكفاءة بل يصبح عدم الاستقرار المالي شديد الاحتمال، مما قد يتسبب في خلق الاضطراب المالي والاقتصادي، على غرار ما حدث في الأزمة الآسيوية الأولى والثانية خلال التسعينيات كما أشار إليه (stiglitz (2000) (غسان و المهجوح، 2012، صفحة 05)، من جانب آخر توصل Singh and Weiss (1998) إلى أن البورصة إذا كانت تستطيع جذب الاستثمارات ورؤوس الأموال الأجنبية، فإن تدفقاتها ليست إلا مضاربات وأحياناً فقط ترتبط بنشاط الاستثمار حيث تشير الإحصائيات إلى أن 90% تمثل التدفقات المالية الناتجة عن المضاربة في الأسواق المالية العالمية (بن شعيب، 2011، صفحة 142)، وبالتالي تحرير المعاملات المالية يتيح الفرصة للمضاربين للحصول على أرباح في الأجل القصير، فالزيادة في الأسعار تكون نتيجة الفقاعات التي تنتج عن المضاربات، والتي ينظر إليها عادة على أنها ذات تأثير سلبي على الاقتصاد، وفي نفس السياق يؤكد Binswanger (1999) بأن الأسعار في سوق الأوراق المالية لا تعكس بدقة قيمتها العادلة عندما تظهر فقاعة المضاربة في السوق، في مثل هذه الحالة فإن السلوك غير المنطقي للمضاربين هو الذي يحدد الأسعار، التي ينبغي وفقاً لفرضية السوق الكفاءة أن تعكس جميع المعلومات المتاحة حالياً عن الأساسيات الاقتصادية، وفي ظل السلوك غير العقلاني للمتعاملين في السوق حيث يتبعون تصرفات متعاملين آخرين (سلوك القطيع)، تؤدي هذه الظروف إلى توسع الفجوة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، لتنتج في المستقبل حالة من اللااستقرار المالي والاقتصادي، وهو ما يضر بالنمو الاقتصادي (YARTEY & ADJASI, 2007, p. 05).

كما ينبغي أن نشير إلى مساهمة التطور المالي بصفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة، في انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي، وظهور ما يسمى "بالاقتصاد الوهمي" والأزمات المالية التي يمتد تأثيرها للاقتصاد الحقيقي، وينتج عنها كبح النمو الاقتصادي، وهذا نتيجة للتوسع الكبير في إصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة، بشكل مستقل عن الاقتصاد الحقيقي، فبالنسبة للأصول التي تمثل حق الملكية لأصول عينية هناك حدود لما يمكن إصدارها منها، مع وجود مبالغة بإصدارها بقيم مالية ترتفع عن القيمة الحقيقية للأصول الحقيقية التي تمثلها، أما بالنسبة للأصول المالية التي تمثل حق مديونية، فيمكن القول أنه يكاد لا توجد حدود للتوسع في إصدارها، وهو ما منح السوق فرصة أكبر لزيادة حجم الأصول المالية المتداولة، وساهم في قطع الصلة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الحقيقي، ومن هنا أخذت الأزمات الاقتصادية الطابع المالي، لأنها برزت كنتيجة للتوسع في الأصول



المالية وبكميات تزيد عن حاجة الاقتصاد الحقيقي، فيارتفاع حجم الأصول المالية يرفع حجم المدينين، وهو ما يعني إرتفاع حجم المخاطر عندما يعجز أحدهم عن السداد (قسول، 2021، صفحة 211، 212).

إضافة إلى ما سبق نجد التأثير المحايد بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، حيث توصل Mayer (1987) والعديد من رواد إقتصاديات النمو إلى عدم وجود علاقة وأهمية لأسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، وقد لاحظوا أن لجوء الشركات للتمويل عن طريق الأسهم ضعيف، وقد لاحظ أنه حتى في الأسواق المالية الكبيرة لا تمثل الأسهم مصدر هام لتمويل الشركات (SODJAHIN, 2005, p. 07).

وأشار ليفين سنة 1997 إلى أنه هناك قناتين يمكن من خلالهما أن ينتقل أثر التطور المالي وتطور أسواق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي هما تراكم رأس المال والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج، نوضح ذلك فيما يلي: (خاطر، 2015، صفحة 154)

- قناة تراكم رأس المال : وهي تسند إلى فرضية تراكم الديون التي طرحها (Gurley and Shaw , 1955) والتي تركز على قدرة النظام المالي على تغطية مبالغ التجزئة من خلال تعبئة المدخرات، وبالتالي يتم تحويل هذه المدخرات المعبئة إلى القطاعات الإنتاجية من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية، مما يؤدي إلى زيادة تراكم رأس المال، ورفع معدلات النمو الاقتصادي.

- قناة الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج: تظهر هذه القناة دور التقنيات المالية الإبداعية، في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، التي تعرقل كفاءة تخصيص المدخرات ومراقبة المشروعات الاستثمارية.

مما سبق نجد أن الأدبيات النظرية خلصت إلى أن أداء أسواق الأوراق المالية يؤثر على كل من السيولة، وتعبئة المدخرات وتحسين الحصول على المعلومات حول الشركات، ومراقبة الشركات والتنوع في المخاطر، وبتأثيرها هذا تؤثر السوق على معدل النمو الاقتصادي، والجدل قائما حول نوعية هذا التأثير فبينما توصلت بعض النماذج لإثبات التأثير الإيجابي لتطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، توصلت نماذج أخرى إلى وجود تأثير سلبي أو محايد لتطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

### المطلب الثاني: الدراسات التجريبية التي تناولت أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

تطرت العديد من الدراسات التجريبية إلى دراسة وتقييم أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، ولقد تعددت الدراسات واختلفت باختلاف جوانب الدراسة، استخدام بيانات مختلفة، فضلا عن تعدد المؤشرات المستعملة، واختلاف الدول والفترات الزمنية المختارة للدراسة، وكان من بينها:

1. دراسة (LEVINE and ZERVOS(1996): دراسة بعنوان «Stock Market Development and Long Run Growth» تبحث الدراسة في العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي طويل الأجل، بإستخدام البيانات المجمعة ل 41 دولة خلال الفترة(1976-1993)، إستعمل كمؤشر للنمو الاقتصادي معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، كما إستعمل مؤشرات مجمعة للتطور الشامل لسوق الأوراق المالية، جمعت بين: حجم سوق الأوراق المالية ممثلا بنسبة الرسمة البورصية، درجة سيولة السوق ممثلة بنسبة التداول ومعدل الدوران، درجة الاندماج الدولي ويعبر عنه من خلال قيمة الخطأ في تسعير الخطر وفقا لنموذج المراجعة، كما إستعمل الباحثان المتغيرات المفسرة المرتبطة بالنمو الاقتصادي، والمتمثلة في متغير الإستقرار السياسي وتم التعبير عنه بعدد الثورات والانقلابات السياسية، ونسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، علاوة سعر الصرف في السوق السوداء لتعكس الأثر الذي قد تمارسه

الأسعار العالمية على النمو الاقتصادي، و نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، الرصد المبدئي لكل من رأس المال المادي ورأس المال البشري وتم التعبير عنهما بدلالة متوسط الناتج المحلي الحقيقي في بداية فترة الدراسة، ومستوى التعليم معبر عنه بمعدل التسجيل في المدارس الثانوية، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين تطور أسواق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل، كما بينا أن تأثيرات أسواق الأوراق المالية تعد إضافية لتأثيرات تطور النظام المصرفي (LEVINE & ZERVOS, 1996).

وبالتالي تقدم أسواق الأوراق المالية خدمات مالية مختلفة عن تلك التي يقدمها النظام المصرفي، كما يتبين أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في مختلف البلدان، وضرورة السعي لتطويرها نظرا لأثرها الفعال في تحقيق النمو الاقتصادي.

2. **دراسة (1996) Rosse Levine:** دراسة بعنوان "Stock Markets: A Spur to economic Growth"، تبحث الدراسة في تحليل العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي خلال الفترة (1976-1993) على عينة من 38 دولة، إستخدم كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية، معدل التداول، ومعدل الدوران، ونسبة القيمة المتداولة مقسومة على تقلب أسعار الأسهم، وتقلبات الأسعار والتي يتم قياسها على أنها تقدير الانحراف المعياري لعوائد الأسهم لمدة 12 شهراً، ومعدل الرسملة البورصية، وإستخدمت كمؤشر لتطور القطاع المصرفي القروض المقدمة إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، توصل الباحث إلى أن الدول التي تتصف بأسواق أوراق مالية عالية السيولة وقطاع مصرفي متطور حققت نمواً أسرع، من الدول التي تتوفر على أسواق أوراق مالية غير سائلة ونظام مصرفي غير متطور، كما يرتبط إرتفاع أسواق الأوراق المالية عالية السيولة بمعدل نمو إقتصادي أسرع في المستقبل، بغض النظر عن مقدار تطور البنوك، كذلك يرتبط تطور البنوك بمعدلات أسرع للنمو الاقتصادي بصرف النظر عن مستوى سيولة سوق الأوراق المالية (LEVINE R. , 1996).

ومنه يوجد تأثير مستقل لكل من أسواق الأوراق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي، وقد يرجع ذلك إلى أن كل منهما يقدم أنواع مختلفة من الخدمات المالية، فأسواق الأوراق المالية تتيح فرصاً لتعزيز السيولة وتنويع المخاطر، في حين تشدد البنوك على إقامة علاقات طويلة المدى مع الشركات، بهدف الحصول على المعلومات من الشركات والإدارات الخاصة بها ومن ثم تحسين الرقابة عليها، إلا أن هذا لا يمنع من وجود بعض التداخل في هذه الخدمات بين البنوك وأسواق الأوراق المالية، ونجد في نفس السياق دراسة (1996) Demirguc-Kunt and Maksimovic حيث توصلنا إلى وجود علاقة تكاملية بين أسواق الأوراق المالية و البنوك في عملية تمويل الإستثمارات الحقيقية (أندراوس، 2008، صفحة 232).

و نجد في دراسة أخرى كل من Demirguc-Kunt and Levine بحثا في العلاقة المتداخلة بين تطور أسواق الأوراق المالية و البنوك، حيث وجدنا أنه مع نمو إقتصاديات الدول النامية ووصولها إلى مستوى الدخل المتوسط، فإن كل من سوق الأوراق المالية ومؤسسات الوساطة غير المصرفية يتم نموها بصورة سريعة، حيث تتناقص الأهمية النسبية للبنوك في القطاع المالي، ولكن تتواصل نسبة الأصول المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي في الزيادة مع إرتفاع نمو سوق الأوراق المالية والمؤسسات المالية غير المصرفية، إذ أنهما يكملان بعضهما البعض ويتطوران بشكل آني (أندراوس، 2008، صفحة 232).

3. **دراسة (1995) Demirguc-Kunt and Maksimovic:** دراسة بعنوان "Stock Market Development and Firm Financing Choices" تبحث الدراسة في تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي عن طريق التأثير على القرارات التمويلية للشركات، باستخدام بيانات لـ 30 دولة نامية ومقدمة خلال الفترة (1980-1991)، باستخدام بيانات عن الشركات، توصل الباحثان إلى أن تأثير تطور سوق الأوراق المالية على نسب الديون إلى حقوق الملكية تعتمد على مستوى تطور سوق الأوراق المالية في بداية الفترة، فالشركات في الدول التي لديها أسواق أوراق مالية غير متطورة، ترفع في بداية الأمر نسبة ديونها إلى حقوق الملكية، ففي المراحل المبكرة من تطور السوق التحسن في أداء أسواق الأوراق

المالية يزيد جودة المعلومات الخاصة بالمؤسسات ومراقبتها ومتابعتها ويزيد من أدائها، وبالتالي يحفز البنوك على إقراض المزيد من الأموال لتلك الشركات، وفيما يتعلق بالشركات المتواجدة في الدول التي يتوفر لديها أسواق أوراق مالية متطورة فانه مع المزيد من التنمية في البورصة يؤدي إلى تزايد إحلال التمويل بالأسهم محل الديون (DEMIRGÜÇ-KUNT & MAKSIMOVIC, 1995)

وفي نفس السياق وبمخصوص العلاقة بين البورصة والخيارات التمويلية للشركات توصل (Boyed and Smith, 1996) إلى أنه عند المستويات المتدنية للنمو الاقتصادي لا تستخدم الشركات مصادر التمويل عن طريق إصدار الأسهم، وحينما يتحرك الاقتصاد عبر مسار النمو ويرتفع استخدام التكنولوجيا المتخصصة، ويصل متوسط الدخل الحقيقي لمستوى معين، تبدأ الشركات في إصدار أسهم ويشجع المدخرون في شراء الأسهم (أندراوس، 2008، صفحة 241)، ومن المفيد ذكر التناقض بين ما يسمى بالنظام المالي القائم على البنوك وما يسمى بالنظام القائم على السوق، ففي البلدان حيث يهيمن القطاع المصرفي بقوة على القطاع المالي كان للنمو الاقتصادي وتراكم رأس المال تطوراً أقل إدراكاً لأسواق الأوراق المالية، على الرغم من أن هذه البلدان أظهرت مستويات مماثلة من تراكم رأس المال للدول القائمة على السوق (CAPASSO, 2008, p. 07).

4. دراسة (Levine and Zervos, 1998): دراسة بعنوان "Stock Markets Banks & Growth Economic"، تبحث الدراسة حول اختبار أثر أسواق الأوراق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي، من خلال استخدام بيانات لـ 42 دولة خلال الفترة (1976-1993)، وإستعملت كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية، كل من معدل الرملة، معدل الدوران ومعدل التداول، ونسبة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للتطور البنكي، وإستعمل أربع مؤشرات للنمو الاقتصادي، تتمثل في معدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال، نمو الإنتاجية، الادخار الخاص، وإستعمال طريقة المربعات الصغرى العادي (OLS)، توصلت الدراسة إلى أن سيولة أسواق الأوراق المالية مرتبطة إيجابياً ومعنوياً بكل من المعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الاقتصادي، تراكم رأس المال، نمو الإنتاجية، كما أن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، مرتبطة مع قناة نمو الإنتاجية أكثر من قناة تراكم رأس المال، كما يظهر أن مستوى تطور البنوك يكون عاملاً جيداً للتنبؤ بكل من النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال، نمو الإنتاجية، وأن المقاييس الأخرى لنمو أسواق الأوراق المالية لم تكن مفسرة للنمو الاقتصادي بمختلف مقاييسه، كما أنه لم يظهر أي أثر للمؤشرات المالية على معدلات الادخار الخاص (LEVINE, R., Zervos.S, 1998).

وبالتالي توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لسيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، وهذا يتوافق مع ما توصل إليه (Levine, 1996)، كما توصل إلى إنتقال الأثر من خلال قناتي تراكم رأس المال و نمو الانتاجية، وبالتالي تعارض النتائج فكرة التأثير السلبي للسيولة المرتفعة وتعطيلها لنمو الانتاجية، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للقطاع المصرفي على النمو الاقتصادي.

5. دراسة (MAGHYEREH, 2001): تبحث الدراسة في تقييم العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن، وإستخدام مجموعات من البيانات على المستويين الكلي والجزئي، هدفت الدراسة تحديداً إلى إيجاد إجابات لعدد من الأسئلة، مثل ما إذا كان النمو الاقتصادي في الأردن قد تأثر بتطور سوق الأوراق المالية ومدى أهمية سوق الأوراق المالية للاقتصاد الأردني، علاوة على ذلك، يهدف الباحث إلى تحديد ما إذا كان العلاقة بين النمو الاقتصادي و سوق الأوراق المالية في الأردن ذات إتجاهين، إضافة إلى ذلك، سعت الدراسة إلى الإجابة على التساؤل هل تطوير سوق الأوراق المالية يسهل نمو الشركات الأردنية هل يؤثر تطور سوق الأوراق المالية بشكل مهم على تمويل الشركات الأردنية، كما درست إذا كان سوق الأوراق المالية مكماً أو بديلاً للقطاع المصرفي في تقديم الخدمات المالية للاقتصاد الأردني، وجدت



هذه الدراسة أن النمو الاقتصادي قد تأثر بشكل كبير بتطور سوق الأوراق المالية، وأن هذا التأثير ظل قوياً حتى بعد التحكم في القطاع المصرفي والمتغيرات الرقابية الأخرى، علاوة على ذلك، وجدت أن الأدلة لا تدعم وجهة النظر أن سوق الأوراق المالية كان قطاعاً مهماً للغاية من حيث التنمية الاقتصادية في الأردن، على الرغم من وجود أدلة كبيرة على وجود إستقرار طويل الأجل، علاقة التوازن بين تطور سوق الأوراق المالية وتطور الاقتصاد، علاوة على ذلك، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن، بالإضافة إلى ذلك، فإن الاختبارات على المستوى الجزئي التي أجريت في هذه الدراسة تشير إلى أن تطور سوق الأوراق المالية كان له تأثير كبير إحصائياً وإقتصادياً على نمو الشركات، وتمثلت نتيجة أخرى في أن تطور سوق الأوراق المالية له علاقة مهمة وإيجابية بنسبة الديون إلى حقوق الملكية للشركات، كما توصلت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية في الأردن مكمل للقطاع المصرفي، وليس بديلاً عنه في تقديم الخدمات المالية للاقتصاد الأردني (MAGHYEREH, 2001).

يتضح من خلال الدراسة وجود علاقة سببية ثنائية بين تطور سوق الأوراق المالية في الأردن و النمو الاقتصادي، وهو ما يتفق مع رأي باتريك(1952)، كما يتضح أن تطور سوق الأوراق المالية في الأردن كان له دور مهم في إرتفاع معدلات النمو الاقتصادي، كما كان له تأثير على نمو الشركات وهيكلها من خلال تأثيره على خيارات التمويل للشركات، حيث توصلت الدراسة إلى إن الشركات التي اعتمدت على التمويل عن طريق الأسهم من أجل توسعها ونموها حققت نمواً جيداً، وهو ما عزز وتيرة النمو الاقتصادي في الأردن.

6. دراسة **CAPOREALE, HOWELLS, & Soliman 2005** : دراسة بعنوان " Endogenous growth

models & Stock Market development, Evidence from four countries "تهدف الدراسة إلى إختبار قنوات تأثير تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، تم إستعمال بيانات ربع سنوية خلال الفترة 1979-1998 لعينة من أربع دول (تشيلي وكوريا وماليزيا والفلبين)، وباستعمال تقنية Toda and Yamamoto لإختبار العلاقة السببية بين أسواق الأوراق المالية و الاستثمار و النمو الاقتصادي، تم إستخدام كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية نسبة الرسملة البورصية ومعدل التداول، و تم إستخدام الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وكذلك يتم قياس مستوى الاستثمار من خلال نسبة تكوين رأس المال الثابت الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، و يتم تمثيل إنتاجية الاستثمار من خلال نسبة التغيير الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي إلى المستوى الحقيقي لإجمالي الاستثمار، بينت الدراسة أن إتجاه العلاقة السببية من تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي، وأن تطور سوق الأوراق المالية يسرع من النمو الاقتصادي وذلك من خلال زيادة تخصيص الموارد ورفع كفاءة الاستثمار (Caporale, Howells, & Soliman, 2005).

تتوافق النتائج مع دراسة (Levine and Zervos (1998 حيث بينت نتائجها أن سيولة سوق الأوراق المالية مرتبطة إيجابياً ومعنوياً بمعدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال، ونمو الإنتاجية، كما أن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، مرتبطة مع نمو الإنتاجية أكثر من تراكم رأس المال، كذلك توصل (Brown, Martinsson, & Petersen إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين تطور سوق الأوراق المالية (وليس الائتمان) في بلد ما وحجم قطاع التكنولوجيا المرتفعة فيه، والقنوات الأساسية لهذا التأثير هي معدلات أعلى للإنتاجية ونمو سريع في عدد شركات التكنولوجيا الجديدة، كما يشجع تطوير سوق الائتمان النمو في الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي لتراكم رأس المال المادي إلا أنها غير ضرورية للنمو في الصناعات كثيفة الابتكار، وبالتالي أسواق الأوراق المالية وأسواق الائتمان تلعب أدواراً مهمة ومتميزة في تعزيز النمو الاقتصادي، وأن أسواق الأوراق المالية المتطورة مناسبة بشكل أفضل لتمويل النمو الذي تقوده التكنولوجيا (BROWN, MARTINSSON, & PETERSEN, 2017)

7. دراسة (2008) **Naceur, Ghazouani and Omran**: بعنوان Does stock market liberalization spur

financial and economic development in the MENA region في تحديد العلاقة بين تحرير الأسواق المالية، التطور المالي والنمو الاقتصادي، وقد تمت هذه الدراسة على بيانات لعينة مكونة من 11 دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة الممتدة من 1979 إلى 2005، وقد استخدم الباحثون كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية معدل الرسملة البورصية، معدل التداول، معدل الدوران، مؤشر الأداء العام، وإستخدام كمؤشر للنمو الاقتصادي معدل نمو نصيب الفرد من الدخل و معدل نمو الاستثمار، وتم إستخدام متغير وهمي يعكس التحرير المالي، وإستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، توصل الباحثون أن تحرير أسواق الأوراق المالية ليس له تأثير على النمو الاقتصادي والاستثماري للدول محل الدراسة، في حين أن تأثيره على تطور هذه الأسواق هو سلبى على المدى القصير وإيجابي في المدى الطويل (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2008)

ومن ثم فإن تحرير أسواق الأوراق المالية يستوجب البدء بتطبيق إصلاحات إقتصادية ومالية على مستوى الاقتصاد المحلي لهذه البلدان قبل فتحه أمام المشاركة الخارجية، تدعم نتائج هذه الدراسة ما توصل إليه سينغ سنة 1997 بأن توسع سوق الأوراق المالية لن يؤدي إلى نمو اقتصادي طويل الأجل في أكثر الدول النامية، بل يمكن أن يبطئ النمو الاقتصادي، حيث لا يعود توسع أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية منذ بداية الثمانينيات إلى التطور الداخلي للأظمة المالية، ولكن عن طريق البرامج الحكومية المخصصة للخصخصة و التحرير المالي، حيث أنه تم نزع القمع المالي دون تغيير في الإطار التنظيمي أو البنى التحتية، والتي ما زالت غير كافية لدعم أداء أسواق الأوراق المالية، وبالتالي تنتج أسواق مالية شديدة التقلب لا يمكنها القيام بالأدوار التي تلعبها الاقتصاديات المتقدمة مثل المراقبة وجمع المعلومات وهي الطريقة التي تدعم بها النمو (Singh, 1997).

8. دراسة (2012) **Mahmoud Abdel-Aziz Touny**: بعنوان "Stock Market Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Some Arab Countries."

تحليل العلاقة بين تطوير سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مجموعة من الدول العربية من خلال إستعمال إختبار هوسمان و إختبار مضاعف لاجرانج (LM)، في عينة تضم مجموعة من الدول العربية (البحرين، مصر، الأردن، عمان، قطر، المملكة العربية السعودية، تونس، والإمارات العربية المتحدة) على مدى الفترة (1980 - 2008)، تشير نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لتطور سوق الأوراق المالية (كما تم قياسه من خلال نسبة الرسملة البورصية ومعدل الدوران) على النمو الاقتصادي، يدعم هذا الاستنتاج وجهات النظر القائلة بأن تطوير سوق الأوراق المالية يمكن أن يحفز النمو الاقتصادي، ويتعارض مع وجهة نظر المشككين بأن الطبيعة المتقلبة لأسواق الأوراق المالية والمضاربة في البلدان النامية قد تؤخر النمو الاقتصادي، من ناحية أخرى، تظهر نتائج نماذج الاتجاه العكسي أن النمو الاقتصادي له تأثير إيجابي ومعنوي إحصائيًا على مؤشرات تطوير سوق الأوراق المالية، لذلك تدعم هذه الدراسة العلاقة المتبادلة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي (TOUNY, Stock Market Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Some Arab Countries, 2012)

لذلك ينبغي أن يسعى واضعوا السياسات في الدول العربية إلى تطوير أسواق الأوراق المالية في هذه البلدان، من خلال إزالة العراقيل القانونية والتنظيمية أمام أسواق الأوراق المالية العربية، وتحقيق إندماج هذه الأسواق مع الأسواق المالية العالمية.

9. دراسة أديب قاسم شندي (2013): دراسة بعنوان "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية" تهدف الدراسة إلى إيجاد علاقة بين سوق الأوراق المالية بالعراق والنمو الاقتصادي خلال الفترة

من 2005 إلى 2012، إستخدام الباحث كمؤشرات لسوق الأوراق المالية (مؤشر الأداء العام للسوق، مؤشر القيمة السوقية،

حجم التداول، عدد الشركات)، وتم استخدام كمؤشر للنمو الاقتصادي الناتج المحلي الإجمالي، توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين سوق العراق للأوراق المالية والنمو الاقتصادي، أي أن السوق لا يساهم ولو بمستوى ضعيف في النمو الاقتصادي، وترجع الدراسة ذلك إلى أن صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي الذي كان عائقا لجذب المزيد من الأموال (شندي، 2013).

وبالتالي يختلف تأثير تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي باختلاف خصائص كل دولة، فنجد أن الدراسة أهملت الأوضاع السياسية التي مرت بها العراق، والتي أثرت سلبا على تطور سوقها.

10. دراسة عبد الحفيظ خزان (2014): دراسة بعنوان "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي" دراسة سوق عمان للأوراق المالية 2002-2013" تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أثر سوق عمان للأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي، يستعمل الباحث في دراسته الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وإستخدام كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية عدد الشركات المدرجة، حجم التداول، معدل دوران الأسهم، وباستخدام نموذج أشعة الانحدار الذاتي (VAR) توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لسوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي، ويفسر الباحث النتائج بأن: حجم سوق عمان للأوراق المالية له قدرة كبيرة على تعبئة رؤوس الأموال، كما أن وجود كثافة تداول كبيرة يعود لانخفاض تكاليف إتمام الصفقات، كما أن نشاط سوق عمان للأوراق المالية ينعكس على تفاعل المستثمرين (خزان، 2014).

لقد كان للأداء الجيد لسوق عمان للأوراق المالية من خلال تحسن تعبئة المدخرات، وسيولة ونشاط السوق دور إيجابي في تمويل النشاط الاقتصادي في عمان.

11. دراسة باريك مراد، بن مريم محمد (2015): دراسة بعنوان "السوق المالي ونمو الأداء الاقتصادي في الجزائر" تهدف الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تطور سوق الأوراق والنمو الاقتصادي بالجزائر خلال الفترة من 1997-2013، إستخدام الباحثان كمؤشرات لقياس أداء البورصة معدل الرملة البورصية، معدل التداول، أما لقياس النشاط الاقتصادي عبر عنه بمعدل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل تغيرات الادخار المحلي، وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي (VAR)، واختبار العلاقة السببية لفرنجر، توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر، أي أن السوق لا يساهم ولو بمستوى ضعيف في النمو الاقتصادي (باريك و بن مريم، 2015).

نلاحظ من الدراسة عدم وجود أي علاقة أو أثر بين بورصة الجزائر والنمو الاقتصادي، يرجع ذلك إلى ضعف نشاط البورصة نظرا لأن عدد الشركات المدرجة قليل وضعف الشفافية وحوكمة الشركات، بالإضافة إلى إنعدام الوعي الادخاري وثقافة التوجه إلى البورصة.

12. دراسة Jamel JOUNI (2021): دراسة بعنوان " Effects of the Interaction between Financial Development and Information and Communications Technology on Economic Growth in the Arab Region" تبحث الدراسة في العلاقة بين النمو الاقتصادي والتفاعل بين التنمية المالية ونشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، إستندت الدراسة التحريية إلى عينة من 15 دولة عربية خلال الفترة 2001-2018، بإستخدام بيانات the framework of panel data models، تم استخدام كمقياس للتنمية المالية المؤشر الذي يعتمد صندوق النقد الدولي للبلدان للعمق والوصول وكفاءة أسواقها المالية ومؤسساتها المالية (FD)، وإستخدام كمؤشرات لتكنولوجيا الإعلام والاتصال الأفراد الذين يستخدمون الأنترنت كنسبة مئوية من السكان (INT)، وعدد مستخدمي الهاتف النقال (لكل 100 شخص) (MOB)، وإستخدام مؤشر التفاعل بين التنمية المالية وتكنولوجيا المعلومات والاتصال (FICT=FD\*INT=FD\*MOB) كما إستخدام معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي،

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للتفاعل بين التنمية المالية وتكنولوجيا الإعلام والاتصال على النمو الاقتصادي، كما تظهر الدراسة وجود إستجابة إيجابية بين مؤشر التفاعل بين التنمية المالية وتكنولوجيا المعلومات والاتصال، ومؤشرات تكنولوجيا الإعلام والاتصال (JOUINI, 2021)

نتوصل من خلال الدراسة أن تكنولوجيا الإعلام والاتصال هي قناة مهمة يمكن من خلالها تحسين آثار التمويل على النمو الاقتصادي في الدول العربية، وهذه النتيجة يمكن تفسيرها من خلال تطور القطاع المالي وإعتماد التحول الرقمي في العديد من البلدان العربية.

13. دراسة قسول كمال، حراق مصباح (2019): دراسة بعنوان " أثر إدراج الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا" تبحث الدراسة في أثر إدراج صكوك التمويل الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية على النمو الاقتصادي خلال الفترة (2000-2017)، من خلال دراسة العلاقة السببية للأجل الطويل بين تطور وإتساع سوق الصكوك الإسلامية داخل سوق الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي، تم إستخدام نسبة رسملة سوق الصكوك الإسلامية إلى رسملة سوق الأوراق المالية كمتغير مستقل، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وباستخدام نموذج VAR، واختبار السببية لغرانجر، توصلت الدراسة إلى أن إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية في ماليزيا يؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي في ماليزيا (قسول و حراق، 2019). نلاحظ من الدراسة أن إدخال الصكوك الإسلامية للسوق الماليزية ساهم في إستقطاب فئة جديدة من المستثمرين والتي لا تتعامل بالربا وبالتالي تعزيز تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي.

بعد التطرق إلى الدراسات التطبيقية التي تناولت علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، توضح أغلبية الدراسات أن ثمة علاقة إيجابية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي حيث تؤدي الزيادة في درجة تطور سوق الأوراق المالية إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي، كما أن النمو الاقتصادي يسهم بدوره في تطور سوق الأوراق المالية، كما نجد قلة الدراسات التي تقر بالأثر السلبي أو المحايد لتطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

### خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لمفهومي النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، نجد أن المدارس الاقتصادية لم يصلوا إلى تعريف موحد لهذين المصطلحين، ويستخدم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ونصيب الفرد من الدخل الحقيقي لقياس مستوى النشاط الاقتصادي، ولتحقيق هذا الأخير يستلزم توفر مجموعة عناصر من بينها عنصر رأس المال، والذي ساهمت زيادة الحاجة إليه في ظهور ونمو أسواق الأوراق المالية التي تعتبر أهم الأدوات لتوفيره.

وقد ظهرت عدة نظريات تفسر النمو الاقتصادي والعوامل المحددة له، وقد ركزت نظريات النمو الحديثة على التقدم التكنولوجي كمتغير داخلي في تحقيق معدلات أعلى لتكوين رأس المال في الأجل الطويل، كما أكدت نظريات النمو الحديثة على وجود تأثير إيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، إنطلاقاً من فعالية أسواق الأوراق المالية وسهولة حصولها على المعلومات، ضمناً لجميع المدخرات وتمويل الاستثمارات، قدرتها على تسيير مخاطر المشاريع وممارسة الرقابة وإدارة الشركات.

وإن التفاعل الديناميكي بين المتغيرات المالية والمتغيرات الحقيقية هو ظاهرة متعددة الأوجه يمكن أن تختلف إختلافاً كبيراً من بلد إلى آخر، أما فيما يخص أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي فلا يزال الجدل قائماً بين الاقتصاديين، فمنهم من يرى أن تطور أسواق الأوراق المالية يمارس تأثيرات إيجابية على معدلات النمو الاقتصادي، لأنه يسمح بتوفير التمويل اللازم للاستثمارات، كما أنه يمكن المتعاملين الاقتصاديين من الحصول على المعلومات المرتبطة بالمشاريع إضافة إلى تسهيل إدارة المخاطرة، أو أنه يمارس تأثيرات سلبية على النمو الاقتصادي في حالة ضعف الإطار المؤسسي والرقابة في أسواق الأوراق المالية، أو أنه لا توجد أي علاقة تربط بين أسواق الأوراق المالية والنشاط الاقتصادي.

## الفصل الثالث

# أثر تطور السوق المالية السعودية "تداول" على النمو الاقتصادي

---

المبحث الأول: واقع و إتجاهات السوق المالية السعودية "تداول" خلال  
الفترة من 1990-2020

المبحث الثاني: واقع وإتجاهات النمو الاقتصادي في السعودية خلال  
الفترة من 1990-2020

المبحث الثالث: نمذجة قياسية لأثر تطور السوق المالية السعودية على  
النمو الاقتصادي خلال الفترة من 1990-2020

---

#### تمهيد

شهدت المملكة العربية السعودية خلال السنوات الماضية إصلاحات هيكلية على الجانب المالي و الجانب الاقتصادي، مما يعزز من تحقيق التطور المالي ورفع معدلات النمو الاقتصادي، وشملت هذه الإصلاحات توفير سوق مالية متقدمة بإعتبارها مركز مالي مهم وفعال في تمويل الاقتصاد الحقيقي.

وتعتبر السوق المالية السعودية التي تعرف بإسم تداول(Tadawul)، من أكبر الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية، حيث تمثل السوق السعودية وحدها أكبر من ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق العربية مجتمعة، الأمر الذي يتطلب منها المساهمة في زيادة تعبئة الموارد المالية المتاحة، وإعادة توزيعها على نحو يضمن تمويل الاستثمار، وتعزيز النمو الاقتصادي.

وعلى ضوء ما سبق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى التعريف بالسوق المالية السعودية من خلال بنيتها، وخصائصها وتنظيمها، وتحليل أداء السوق، بالإضافة إلى دراسة مختلف البرامج التنموية التي إتبعتها المملكة لتحسين النمو الاقتصادي، وتحليل واقع النمو الاقتصادي في المملكة، ولدراسة أثر السوق المالية السعودية على النمو الاقتصادي، فإنه لا بد من إستخدام مؤشرات تمثل بورصة السعودية كمتغيرات مستقلة، ومؤشر النمو الاقتصادي كمتغير تابع.

وقد تم إستخدام المنهج التجريبي اعتماداً على الأسلوب الإحصائي القياسي، وذلك بتحليل السلاسل الزمنية للفترة (1990-2020)، من خلال نموذج الانحدار الذاتي المتعدد(ARDL).

ولإنجاز الدراسة تم الحصول على بيانات سنوية في شكل سلاسل زمنية، وإعتمدنا على مؤشرات تطور السوق المالية السعودية: وهي معدل الرسملة البورصية، ومؤشر أداء البورصة، والمتغير الاقتصادي الذي يمثل القطاع الحقيقي وهو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (بالأسعار الثابتة) خلال الفترة(1990-2020).

## المبحث الأول: واقع وإتجاهات السوق المالية السعودية خلال الفترة 1990-2020

لم يعد التوظيف و الاستثمار في السوق المالية السعودية معروفين على نطاق واسع إلا في بداية الثمانينيات من القرن الماضي، لذلك تعتبر السوق المالية السعودية حديثة من ناحية الإنشاء و التنظيم مقارنة بأسواق الأوراق المالية للدول المتقدمة، غير أنها شهدت إزدهارا وتوسعا كبيرا في السنوات الأخيرة، إنعكس ذلك في زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، وزيادة حجم التداول وعدد المتداولين.

### المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالية السعودية

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى نشأة وخصائص السوق المالية السعودية، إضافة إلى أدواتها الاستثمارية.

### الفرع الأول: نشأة السوق المالية السعودية

يمكن تحديد بداية ظهور السوق المالية السعودية إلى نهاية السبعينيات من القرن العشرين ميلادي، عندما إرتفع عدد الشركات المساهمة حيث تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية في سنة 1935، وهي الشركة العربية للسيارات لكن هذه الشركة لم تدم طويلا، ليبقى السوق بعدها ما يصل إلى 20 سنة قبل أن تطرح أول شركة مساهمة في سنة 1954، وهي شركة إسمنت العربية، وبالتالي يعتبر هذا اليوم بداية تداول الأسهم في السعودية، عقب ذلك تأسيس العديد من الشركات وبحلول 1980 كان هناك 33 شركة مساهمة، ويعود هذا إلى التوسع الاقتصادي السريع مع بدايات الطفرة النفطية الأولى في المملكة، بالإضافة إلى قيام الحكومة بتحويل ملكية فروع البنوك الأجنبية العاملة في سوق المملكة بطرح أسهمها للاكتتاب العام، ونظرا لعدم وجود سوق رسمية للتداول كان يتم التداول عن طريق مكاتب غير مرخصة تقوم بنشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، وبالتالي فالسوق لم تكن متطورة بشكل كاف وهو ما أفقد الأوراق المالية أهم خصائصها، ألا وهي السيولة فمعدل التداول كان ضعيف جدا ولم يتجاوز 1٪ من قيمة الأسهم المصدرة، بسبب عدم وجود آلية منظمة للتداول (بن ربيعان، 2020، صفحة 61، 62).

وفي سنة 1984 صدر أول تنظيم لتداول الأسهم والقاضي بتكليف مؤسسة النقد العربي السعودي مهام التنظيم اليومي للسوق، وإنطلاقا من القواعد التنفيذية التي أصدرتها لتنظيم التداول في السوق، تم حصر الوساطة في تداول الأسهم على البنوك التجارية المحلية وكان هذا بمثابة مرحلة جديدة لتحسين الإطار التنظيمي للتداول، وفي يوم 23 فيفري 1985 تم الافتتاح الرسمي لسوق الأسهم السعودية، وكان عدد قطاعات السوق 04 قطاعات وعدد الشركات المدرجة 48 شركة، كما قامت مؤسسة النقد العربي السعودي في سنة 1985 بإنشاء شركة متخصصة لتسجيل الأسهم، يقوم نشاطها على تسجيل الصفقات بأسماء الملاك الجدد وإصدار شهادات أسهم جديدة (بن ربيعان، 2020، صفحة 63).

وشهدت سنة 1990 نقلة نوعية في عملية تداول الأسهم في المملكة بتشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم (ESIS) الذي وفر إمكانية التداول الآلي لكل الأسهم عبر ربط وحدات التداول بفروع البنوك بالحاسب المركزي لكل بنك، وهذا الأخير يتم ربطه بالحاسب المركزي بمؤسسة النقد، وهو ما يمكن الوسطاء من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام وتنفيذها إلكترونيا، وتعتبر عملية ميكنة التداول في المملكة السعودية الأولى عربيا وفي منطقة الشرق الأوسط، وقد خضع النظام بدوره للعديد من التحديثات وقفز بأعداد الصفقات والأسهم المتداولة والشركات المدرجة إلى أرقام كبيرة، وإستمر العمل به إلى غاية سنة 2001، أين تم إستبداله بنظام "تداول" وهو نظام متطور من حيث آليات التسجيل والتداول والتفاصيل مزال يعمل به حتى اليوم، ويوفر نظام "تداول" مرونة كبيرة في أوامر البيع والشراء في نفس اللحظة، مع إعطاء معلومات وإحصائيات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة ونشاط الشركات (مداني، 2014، صفحة 101، 102).



ويعتبر أهم حدث لتطوير السوق هو الموافقة على "نظام السوق المالية" بتاريخ 2003/07/31 الذي أحدث فقرة في إعادة هيكلة وتنظيم السوق المالية السعودية وإستكمال بنيتها التحتية وتحقيق العدالة والشفافية وسلامة التعامل بالأوراق المالية، ومن أبرز سماته إنشاء هيئة السوق المالية (Capital Market Authority) وإختصارها (CMA) في جويلية 2003، كهيئة حكومية ذات شخصية اعتبارية، وتكون الجهة الوحيدة المسؤولة عن الاشراف والرقابة عن كافة جوانب السوق ومؤسساتها، والاشراف على تطبيق النظام فيها، وعليه أنهى المرسوم سيطرة مؤسسة النقد على السوق (هيئة السوق المالية السعودية، 2003، صفحة 02).

وافق مجلس الوزراء في 19 مارس 2007 على إنشاء شركة مساهمة سعودية، تعرف بإسم شركة السوق المالية السعودية "تداول" وهي الكيان الوحيدة المرخص له بالعمل كسوق لتداول الأوراق المالية، ويبلغ رأسمال الشركة 1.2 مليار ريال مقسما إلى 120 مليون سهم متساوية القيمة، وهي أسهم نقدية أكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة، ونص القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة، و تتمثل الوظيفة الرئيسية للسوق في الإيداع، عن طريق متابعة سجلات ملكية الأسهم (من خلال حساب لكل مستثمر)، وتسجيل عمليات نقل الملكية والمصادقة عليها (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 8، 10).

وبدأت هيئة السوق المالية جهودها لتطوير السوق المالية السعودية، حيث وافقت الجمعية العامة لاتحاد البورصات العالمية عام 2009 بفانكوفر، على إنضمام شركة السوق المالية السعودية "تداول" إلى الاتحاد، وذلك بعد إستفاء إجراءات ومعايير الانضمام للعضوية (مؤسسة النقد العربي السعودية، 2011، صفحة 70)، وكذلك في سنة 2016 وبعد اعتماد رؤية المملكة 2030 وفي إطار "برنامج الريادة المالية لعام 2020"، وذلك من خلال زيادة كفاءة ونمو السوق المالية لتصبح "سوق مالية متقدمة" مسهلة للتمويل ومشجعة للاستثمار وداعمة لثقة المتعاملين فيها (هيئة السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 41).

في إطار تقديم خدمات ومنتجات جديدة طورت السوق السعودية سوقا آليا لتداول الصكوك والسندات في المملكة إنطلاقا من 13-06-2009 (هيئة السوق المالية السعودية، 2009، صفحة 40)، كما تم إنشاء سوق مالية موازية "نمو" في سنة 2017 بهدف إتاحة قناة جديدة للتمويل، وزيادة الأوراق المالية المستهدفة للإدراج وتعميق السوق المالية السعودية، وهي سوق لإدراج وتداول الشركات الصغيرة والمتوسطة (هيئة السوق المالية السعودية، 2017، صفحة 33)، وكذلك شهدت السوق المالية السعودية سنة 2020 إطلاق سوق للمشتقات المالية (السوق المالية السعودية، 2020).

وتلقى "تداول" عند قيامها بتنفيذ عملياتها بدعم من شركتين تابعتين لها بالكامل، وهما شركة إيداع للأوراق المالية والتي أنشأت سنة 2016 حيث تقوم بتشغيل وتنظيم نظام الإيداع والتسوية، الذي يستخدم لتسجيل الأوراق المالية وإدارتها وتسجيل ملكيتها، وشركة مقاصة الأوراق المالية التي تأسست سنة 2018، والتي تلعب دور الوسيط في عملية التداول لضمان إستكمال التسوية والمساعدة في الحد من مخاطر الطرف المقابل (هيئة السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 45)، وتسعى السوق المالية السعودية "تداول" إلى تحقيق عدة أهداف أهمها:

أولا. إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وتقديم الخدمة المتميزة من خلال: (هيئة السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 51، 52)

- تنمية قدرات وإمكانات السوق التنظيمية.

- ضمان كفاءة السوق وتحقيق العدالة في معاملات الأوراق المالية.

- تحسين مستوى الشفافية والإفصاح في السوق.
  - توفير خدمات شاملة وذات جودة عالية للعملاء، لتيسير الوصول إلى معلومات السوق.
  - تعزيز الجهود الهادفة لتحسين مستوى الثقافة الإستثمارية لدى المستثمرين.
- ثانياً. تطوير سوق مالية متقدمة توفر قنوات إستثمارية وتمويلية تنافسية: (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 24، 25)
- توفير الآليات التي تتيح للشركات والحكومات الحصول على التمويل اللازم، وتوفر من ناحية أخرى سوق ثانوي يمكن تداول الأوراق المالية فيه، وتجدر الإشارة إلى أن سجل ملكية الأوراق المالية وعملية التداول قد تم نقلهما بالكامل إلى الوسط الإلكتروني، كما أن تحديد أسعار الأوراق المالية عادة ما يكون من خلال عملية المزاد بمطابقة عروض البيع والشراء.
  - إنشاء بنية تحتية تتصف بالكفاءة والشفافية، لتشجيع الاستثمار وتنوع وتنمية قاعدة المستثمرين (بما في ذلك المستثمرون الأجانب والمستثمرون المؤسسيون)، فضلاً عن الترويج للمنتجات الاستثمارية، وتقليل المخاطر، من خلال الترتيبات المؤسسية مثل إنشاء مركز لمقاصة الأوراق المالية.
  - تطوير أسواق وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة، بما يمكنها من المنافسة على مستوى عالمي.
  - دعم و تعزيز برامج الخوصصة في المملكة العربية السعودية، وإدراج أدوات الدين وتشجيع الشركات على الإدراج محلياً، وعلى مستوى دول الخليج العربي.
  - تحفيز مساهمة القطاع الخاص في الاقتصاد وجذب المزيد من الاستثمار الأجنبي، وتنمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### الفرع الثاني: خصائص السوق السعودية

- تتسم السوق المالية السعودية بعدة سمات، ومن أهمها: (سعدوني، 2016، صفحة 88)
- تتميز السوق المالية السعودية بحدثة نشأتها مقارنة بأسواق الدول المتقدمة مثل: الولايات المتحدة الأمريكية أو اليابان أو دول الاتحاد الأوروبي، كذلك تتصف بقلّة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق بالنظر إلى حجم الاقتصاد السعودي الكبير، ويعد حجم المعاملات في السوق محدود نسبياً بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرّة في السوق، وهو ما يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 14).
- تتسم السوق المالية السعودية بمحدودية نطاق السوق من حيث إنخفاض العرض الذي يقاس بعدد الشركات المدرجة، وإنخفاض الطلب المتمثل في إنخفاض عدد وحجم أوامر الشراء، إذ أن عدد الشركات المدرجة تقدر ب ( 240 شركة نهاية 2019 ) (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2020، صفحة 106)، ويعتبر هذا العدد منخفض مقارنة بالأسواق الناشئة المماثلة إذ يصل عدد الشركات إلى 400 شركة في الأسواق الناشئة المماثلة، أما من ناحية الطلب فإنه من أهم أسباب إنخفاضه في السوق المالية السعودية، يرجع إلى ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في السوق، إذ أن دور المؤسسات لا يتعدى 40% من حجم التعامل مقابل 70% للأفراد، بينما تصل مساهمة المؤسسات في الأسواق المتقدمة إلى حوالي 70% من حجم التعاملات.
- يسمح بالتداول المباشر في السوق السعودية لمواطني دول مجلس التعاون والمقيمين في المملكة، وقد سمحت المملكة مؤخراً للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في السوق بشروط معينة، وتتصف السوق بسيطرة المستثمرين السعوديين الأفراد على النصيب الأكبر من السيولة المتداولة في السوق، وقد شكل المستثمرون الأفراد السعوديين 72.26% من جميع تعاملات

الشراء لسنة 2019، وشكلت المؤسسات السعودية مانسبته 10.76% من هذه الطلبات، فيما يشكل الأجنب نسبة 13.06% من تعاملات الشراء، وسجل مستثمري دول مجلس التعاون الخليجي نسبة 3.91% فقط (السوق المالية السعودي، 2019، صفحة 05).

- تعاني السوق المالية السعودية من إنحصار التداول في أسهم شركات محدودة، مقارنة بالعدد الاجمالي للشركات المساهمة المدرجة في البورصة، ويعود السبب في ذلك إلى تركيز حجم التداول في الاقتصاد السعودي في قطاعات معينة، وتمثل أكبر عشر شركات سعودية نحو 60-80 بالمائة من حجم السوق، مقاسا بأي من المعايير المعتادة الحجم، التداول أو الأرباح (هيئة السوق المالية، 2019، صفحة 15).

- يتصدر السوق المالي السعودي الأسواق العربية والخليجية من حيث تقلبات أسعار الأسهم، وتتحكم عدة عوامل في حركة أسعار الأسهم في السوق المالية السعودية، حيث تؤثر الأحداث والتطورات الإقليمية على أداء السوق المالية السعودية، بالإضافة إلى إرتباط أداء السوق المالية السعودية بأسعار النفط العالمية على المدى المتوسط، أما على المدى القصير (الأداء اليومي والأسبوعي) فترجع تقلبات الأسعار إلى ظهور عمليات المضاربة غير المرتبطة بأساسيات إقتصاديات المنطقة، كما ترجع التقلبات القوية في الأسعار إلى تركيز التداول في أسهم محدودة، وعدم إرتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات، فضلا عن الدور الضئيل الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في السوق، وذلك لأن إرتفاع نسبة مساهمته في السوق يقلل من تأثيرات العوامل غير الأساسية للاقتصاد في تسعير الأسهم، لأن المستثمر المؤسسي يتبع منهجية علمية عند إتخاذ قرار شراء أو بيع ورقة مالية.

- تتميز السوق السعودية بإنخفاض فرص التنوع المتاحة لمستثمريه بسبب قلة الأسهم الواعدة، إضافة إلى قلة الأوراق المالية المدرجة التي تتركز على الأسهم العادية، مما قلل من فرص بناء محافظ إستثمارية منخفضة المخاطر، حيث يعتبر الأوراق المالية في المحافظ الاستثمارية من أكثر الطرق فعالية لتقليل المخاطر، وبالتالي فإن الافتقار إلى الأدوات المالية لدرء المخاطر يضع قيودًا على إستراتيجيات الاستثمار، سواء بالنسبة للمستثمرين الأفراد أو المؤسساتيين.

- تنقسم السوق المالية السعودية "تداول" إلى سوق مالية رئيسية وسوق موازية (نمو)، وتنشر السوق مؤشرات للسوق الرئيسية (TASI) والذي يغطي كامل السوق وقطاعاته الرئيسية ويتم حسابه بناء على الأسهم الحرة فقط، وتدرج السوق المالية السعودية "تداول" اليوم ضمن أكبر عشرة أسواق مالية على مستوى العالم من حيث القيمة السوقية، وتعد السوق الأكبر عربيا من حيث القيمة السوقية حيث تمثل نسبة 76٪ من القيمة السوقية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، كما أنها تمثل النسبة الأعلى من حيث نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي بين أكبر الأسواق الناشئة بقيمة 309٪، ولقد إستكملت السوق الانضمام إلى مؤشرات مورغان ستانلي وستاندربورز للأسواق الناشئة سنة 2019 والانضمام إلى مؤشر فوتسي راسل للأسواق الناشئة سنة 2020 (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 08).

### الفرع الثالث: الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق

تمثل الأدوات المتاحة للاستثمار في السوق المالية السعودية فيما يلي:

أولاً. **الأسهم العادية:** هي عبارة عن إستثمارات تمنح حاملها ملكية في شركة معينة، ويصبح الفرد مساهما في شركة ما من خلال إمتلاكه أسهما فيها، مما يؤهله للمشاركة في نجاحها أو فشلها المالي، وعادة ما يختار المستثمر الاستثمار في شركة معينة لتوقعه حدوث تحسن مستقبلي في سعرها، أو لتوقعه في أن توزع جزءا من أرباحها المتحققة على مساهميها (السوق المالية السعودية).

كل الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية هي أسهم عادية، مما يعني عدم وجود أسهم ممتازة، على الرغم من صدور قرار في سنة 1994 يسمح للشركات المساهمة بإصدار اسهم ممتازة، تحصل على نسبة 5٪ من قيمتها الإسمية قبل توزيع الأرباح، ويكون لها أولوية السداد في حالة تصفية الشركة (بن ربيعان، 2020، صفحة 80) .

**ثانيا. الصكوك والسندات:** يعد تداول السندات (وليس الصكوك) ليس بالأمر الجديد في السوق السعودية، حيث أصدرت الحكومة السعودية أولى السندات سنة 1988، وتسمى سندات التنمية الحكومية وهي تستخدم لتمويل مشاريع التنمية في المملكة، والتي كان يتم طرحها وتداولها بطريقة غير منظمة، وذلك من خلال بعض البنوك والمؤسسات المالية والصناديق الاستثمارية عن طريق المعاملات الخاصة، كما يمكن للمستثمرين الأجانب شراء السندات الحكومية من خلال البنوك أو الصناديق الاستثمارية، ونشير إلى أنه لم يكن سوق السندات والصكوك قبل الإفتتاح الرسمي لسوق السندات والصكوك منظما ولا مستمرا، حيث أوقفت الحكومة إصدار سندات التنمية الحكومية بسبب الفوائض الكبيرة التي حققتها ميزانية الحكومة عقب ارتفاع أسعار النفط منذ سنة 2000. (بن ربيعان، 2020، صفحة 91)

بدأت المملكة في إصدار الصكوك سنة 2004، لإصدار صكوك مؤسسية لصالح إحدى الشركات لتأجير السيارات، وسميت "صكوك القافلة"، وهي عبارة عن صكوك إجارة مدتها ثلاث سنوات بعائد متغير يدفع للمستثمرين على أساس شهري، ثم توالى بعد ذلك إصدار صكوك شركة سابك و صكوك الشركة السعودية للكهرباء، كذلك ساهم البنك الإسلامي في جدة بإصدار صكوك إجارة وإستصناع و مراجعة (كمال، النجار، و القضاة، 2019، صفحة 105).

وفي سنة 2009 بدا تداول السندات والصكوك رسميا في السوق المالية السعودية عبر موقع "تداول" الإلكتروني، وهذا في إطار محاولات الهيئة المالية للسوق تقديم أدوات جديدة للاستثمار، ورغم أهمية السوق لعموم المستثمرين الأفراد والشركات إلا أن عمقه وإتساعه لم يكن بالصورة المأمولة، فهو يشكل نسبة ضئيلة جدا من حجم وسيولة السوق المالية السعودية، قد يعزى ذلك إلى كون معظم المستثمرين من أولئك العاملين بإستراتيجية الشراء والاحتفاظ، كما تنقسم إصدارات الشركات إلى الطرح الخاص والطرح العام مع تفضيل الشركات المصدرة للطرح الخاص لإطارها الزمني القصير وأنها تتطلب قدر اقل من الإفصاح (صندوق النقد الدولي، 2016، صفحة 25).

ولقد إستأنفت الحكومة في سنة 2015 إصدار السندات الحكومية لتمويل عجز الموازنة، عقب إنخفاض أسعار النفط وأصدرت أول عملية إقتراض لها في صورة طروحات خاصة، ومن ذلك الحين أصدرت المملكة سندات التنمية الحكومية والسندات الأذنية ذات سعر الفائدة بآجال إستحقاق 5 و7 و10 سنوات، حيث يساهم هذا الإصدار في تطوير السوق المالية المحلية (صندوق النقد الدولي، 2016، صفحة 30، 34).

ويوضح الجدول أسفله قيمة السندات والصكوك المتداولة في السوق المالية السعودية، منذ إنطلاق سوق السندات والصكوك في سنة 2009 إلى سنة 2020.

الجدول رقم (01:03): القيمة المتداولة للسندات والصكوك في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2009-2020)

السنوات	القيمة المتداولة للصكوك والسندات (مليار ريال)	السنوات	القيمة المتداولة للصكوك والسندات (مليار ريال)
2009	-	2015	0.4525
2010	0.4338	2016	0.4499
2011	1.8092	2017	27.9256
2012	-	2018	0.5635
2013	0.2270	2019	5.0563
2014	0.1080	2020	37.5380

المراجع: البنك المركزي السعودي. (2010-2021). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

<https://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/AnnualReport>

نلاحظ من خلال الجدول أن إجمالي القيمة المتداولة للصكوك والسندات خلال الفترة من سنة 2009 إلى سنة 2020 لم تتجاوز القيمة 74 مليار ريال ، وهو حجم تداول ضعيف جدا مقارنة بحجم التداول في سوق الأسهم السعودي. **ثالثا. صناديق الاستثمار:** تعتبر المملكة العربية السعودية الأولى عربيا في حوض تجربة الصناديق الاستثمارية، حيث أنشأت سنة 1979 أول صندوق إستثماري بإسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل من قبل البنك الأهلي التجاري، فيما صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة بعد 14 سنة من هذا التاريخ، أي في بداية سنة 1993، ونتيجة لنجاح هذه التجربة واصلت البنوك السعودية في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة (هيئة السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 02). ويمكن التمييز اليوم بين ثلاث أنواع من صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، وهي: (بن ريعان، 2020، صفحة 86)

- صناديق مطابقة لمعايير و مبادئ الشريعة الاسلامية، مع وجود هيئة رقابة شرعية تتابع عملها، و هذه الصناديق تستثمر في الاسهم النقية التي تلتزم بالظوابط التي تضعها هيئة الرقابة الشرعية.
- صناديق مطابقة لمعايير ومبادئ الشريعة الاسلامية، دون وجود هيئة الرقابة الشرعية التي تشرف على الصندوق، و هذه الصناديق تستثمر في أسهم الشركات النقية والمختلطة.
- صناديق تقليدية، تستثمر في جميع أسهم الشركات المساهمة المتداولة في السوق السعودية دون التقيد بأحكام الشريعة الإسلامية. على الرغم من نمو عمل صناديق الاستثمار في المملكة، وزيادة عدد المستثمرين من خلالها في سوق الأسهم المحلية، إلا أن حجم ونسبة الاستثمار في الصناديق بقيت صغيرة جدا، وغير مؤثرة في حجم السوق الإجمالي للتداول، والاستثمار في الأسهم المحلية (بن ريعان، 2020، صفحة 91).

**ثالثا. المشتقات المالية:** شهدت السوق المالية السعودية بدء تداول المشتقات المالية في سنة 2020، وذلك بناء على الأهداف الإستراتيجية لتطوير السوق المالية في رؤية المملكة لسنة 2030، إذ يعتبر تنوع المنتجات الاستثمارية والآليات المتاحة في السوق المالية جاذبا لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وقد تمثلت إنطلاقة سوق المشتقات المالية ببدء تداول العقود المستقبلية لمؤشر (آم تي 30)، والذي يتضمن 30 شركة مدرجة في السوق السعودية تعد الأكبر حجما من حيث القيمة السوقية والأكثر تداولاً، كأول منتج مشتقات مالية يتم تداوله في السوق المالية السعودية، وقد أتيح التداول لكل العملاء من المؤسسات والشركات والأفراد (السوق المالية السعودية، 2020).

إن أهم الأسباب التي تدفع المستثمر للإستثمار في نوع معين من الأوراق المالية دون غيره، هو البحث عن إستثمار يولد عائدا مرتفعا ويكون على درجة من المخاطرة يستطيع المستثمر تحملها، وتعد الموائمة بين المخاطر والأرباح في المحفظة الاستثمارية أحد مفاتيح الإستثمار الناجح.

#### المطلب الثاني: آلية عمل وتنظيم السوق المالية السعودية

سنستطرق من خلال هذا المطلب إلى آلية عمل السوق المالية السعودية وتنظيمها، إضافة إلى معوقات وآفاق التطور في السوق المالية السعودية.

#### الفرع الأول: دور الوسطاء الماليين

يقصد بالوسيط شركة المساهمة التي تعمل بالوساطة ووكيل الوسيط الذي يعمل لدى شركة الوساطة، ويقوم بصفة تجارية بكل أو بعض الأعمال الآتية: (هيئة السوق المالية، 2003، صفحة 50)

- يعمل وسيطا في تداول الأوراق المالية، بما في ذلك أي شخص يمارس بصفة تجارية عمل حفظ الأوراق المالية.
- يقدم عرضا للمتعاملين للحصول على أوراق مالية عن طريق فتح حساب، يمكن عن طريقه تنفيذ صفقات الأوراق المالية.
- يقوم بتنفيذ صفقات الأوراق المالية لحسابه الخاص لتحقيق الربح الناتج من الفرق بين أسعار عرض وطلب الأوراق المالية.
- يقوم بجيازة أو طرح الأوراق المالية للمصدر أو لشخص مسيطر على ذلك المصدر.
- يقوم بالوساطة بما في ذلك ترتيبات عقود لمبادلة العملة والأوراق المالية.
- كما يتعين على الوسطاء الماليين عند ممارسة أعمالهم مراعاة مايلي: (هيئة السوق المالية السعودية، 2003، صفحة 12، 13)
- الالتزام بأحكام القوانين الصادرة، وجميع التعليمات المتعلقة بالسوق.
- الامتناع عن القيام بكل ما من شأنه إلحاق الضرر بأصول العملاء، والتواصل مع العملاء الأفراد، ومعاملتهم بإنصاف ومراعاة مصالحهم وإعتماد سياسات ملائمة لإدارة المخاطر.
- في حالة حدوث مخالفة يخول للجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية التوقيع على الإجراءات التالية ضد الوسطاء: الإنذار، وقف الوسيط عن العمل، الغرامة المالية، الحجز على الممتلكات، تعويض الأشخاص المتضررين، كما نجد إجراءات خاصة تتعلق بحالات التداول على أساس معلومات داخلية، أو التلاعب في السوق.

#### الفرع الثاني: نظام التداول في السوق المالية السعودية

تعتمد السوق المالية السعودية بشكل أساسي على نظام التداول الإلكتروني، والذي من خلاله يتم جذب أكبر عدد ممكن من البائعين والمشتريين وتوفير آلية كفؤة لاكتشاف الأسعار، ويتيح تداول جميع الأسهم المحلية في سوق واحدة، وهو يضمن إستكمال دورة التداول بكفاءة وخلال فترة وجيزة، لأن عملية نقل الملكية تتم مباشرة بعد تنفيذ أوامر البيع والشراء، كما يتيح التسوية السريعة و الدقيقة إذ أنه نظام يقوم على أساس المعالجة الآلية المتكاملة، فأوامر البيع والشراء يتم معالجتها حال إدخالها، وحتى إنتقال ملكيتها من خلال إستخدام شبكة معلومات أسرع تستند الى المعايير الدولية (مسعودي، 2012، صفحة 111) ونبين آليات عمل نظام التداول في السوق المالية السعودية، فيما يلي: (السحبياني، 2018، صفحة 12،35)

أولا.أنواع الأوامر: الأمر هو الأداة التي يستخدمها المتداول لتحديد خيارات التنفيذ، ويمكن تقسيم الأوامر في السوق السعودية إلى نوعين رئيسيين هما: الأوامر المقيدة(السعر محدد) هي أوامر الشراء بسعر اقل من أفضل عرض وأوامر البيع بسعر أعلى من أفضل

طلب، ولا يتم تنفيذ الأوامر المقيدة على الفور بل تنظم إلى طابور الأوامر المنتظرة للتنفيذ في كتاب الأوامر المركزي، أما الأوامر السوقية فتشمل أوامر الشراء بسعر أفضل عرض سائد وأوامر البيع بسعر أفضل طلب سائد ولذلك يتم تنفيذها على الفور، علاوة على ذلك يتيح نظام التداول في السوق وضع شروط إضافية لتنفيذ الأوامر على النحو الآتي:

- أن يتم تنفيذ الأمر المقيد والسوقي عند الافتتاح فقط، بحيث يتم إلغاؤه إذا لم ينفذ أو نفذ جزئياً عند الافتتاح.
  - وضع شروط لإرسال الأمر تحت مسمى "الأوامر المشروطة" بحيث يمكن للمتداول إدخال أوامر مشروطة بوصول مؤشر السوق أو القطاع أو السهم عند رقم معين، أو حدوث تغيير فيها بنسبة معينة، ويتم إرسال الأوامر المشروطة إلى السوق عند تحقق الشروط المدخلة، وتسمح هذه الخاصية من إدخال أوامر متنوعة بما في ذلك أوامر وقف الخسارة.
  - يمكن أيضاً تحديد مدة الأمر بيوم أو لتاريخ محدد.
- من خلال هذا التنوع يتبين أن نظام التداول الجديد من جدا من حيث تنوع الأوامر التي يوفرها للمتداولين.

**ثانياً. الإفتتاح والإغلاق:** يتم إفتتاح السوق المالية السعودية بإستخدام آلية سوق النداء، حيث يتم جمع أوامر البيع والشراء لكل سهم ومقابلتها آنياً في وقت واحد عند إفتتاح التداول، وتولد هذه السوق سعراً واحداً يزيد من كمية الأسهم المتبادلة بين البائعين والمشتريين، وبعد حساب الكمية المطلوب تداولها بواسطة نظام التداول يتم توزيع الكمية على الأوامر وفقاً لأولويتها، حيث تعطى الأولوية للأوامر السوقية ثم للأوامر المحددة بسعر أفضل من سعر الإفتتاح، وفي الأخير يتم توزيع الكمية المتبقية على الأوامر التي يكون لها سعر مساوي لسعر الإفتتاح بإستخدام طريقة توزيع الكمية، ولا يتم إستخدام سوق النداء أثناء فترة التداول أو في الإغلاق، حيث يتم التحول إلى آلية السوق المستمرة بعد الإعلان عن سعر الإفتتاح مباشرة، ويستمر العمل بها حتى إغلاق السوق، إضافة إلى ذلك تعتمد السوق عند حساب سعر الإغلاق على المعدل السعري، الذي يتم حسابه بقسمة قيمة جميع الصفقات التي تمتد خلال آخر 15 دقيقة قبل إغلاق السوق على عدد الأسهم المتداولة.

**ثالثاً. آلية تنفيذ الأوامر:** تتبع السوق المالية السعودية أولوية السعر ثم الأوامر ذات الشروط العادية قبل الشروط الخاصة ثم الأسبق في الوقت، ويسمح نظام تداول بمعالجة الأوامر الكبيرة جزئياً من خلال السماح للمتداول بإخفاء جزء من الأمر كبير الحجم، وإتاحة الباقي بمجرد تنفيذ الجزء المعلن، وتسمح السوق أيضاً بتداول الأسهم المدرجة في السوق خارج منصة التداول، عن طريق صفقات خاصة يتم التفاوض بشأنها مباشرة بين البائعين والمشتريين، وتبرم الصفقات لصالح أعضاء السوق كل لصالح عميله، ويكون الحد الأدنى لكل صفقة مليون ريال سعودي.

**رابعاً. التسوية:** تتم تسوية المعاملات التي تتم في السوق من قبل شركة مركز إيداع الأوراق المالية، ويستخدم مركز الإيداع نظام ناسداك للمقاصة والإيداع، حيث أنه بمجرد تنفيذ الصفقات من خلال نظام (تداول) يتم تحويل الصفقة آلياً إلى نظام التسويات، الذي يتصف بما يلي: (السحبياني، 2018، صفحة 37)

- تسجيل ملكية الأسهم بإسم المستفيد النهائي (المستثمر)، بإستثناء الأسهم المملوكة من خلال إتفاقيات المبادلة، والتي تسجل ملكيتها بإسم الشخص المرخص له (الطرف الآخر في الإتفاقية).
- يطبق النظام آلية التسليم مقابل الدفع، والذي يتم عن طريقه تسوية إجمالية للأوراق المالية على أساس كل صفقة على حدة بين حسابات المستثمرين في مركز إيداع الأوراق المالية، وتتم التسوية النقدية بين أعضاء التسوية وحساب مركز إيداع الأوراق المالية في مؤسسة النقد العربي السعودي، وتكون التسوية النقدية على أساس صافي المبلغ المستحق لكل عضو من أعضاء التسوية النقدية.



- إبتداء من تاريخ 23-04-2017 تم تعديل تسوية جميع الأوراق المالية لتصبح خلال يومي عمل (t+2)، حيث يتم تسجيل إنتقال ملكية الورقة المالية والسداد الفعلي لقيمة الورقة بعد يومين من تاريخ التنفيذ. وتهدف السوق من تعديل التسوية إلى تحسين مستوى حماية أصول المستثمرين، وتعزيز دور صناع السوق في سوق الأسهم بما يتوافق مع المعايير الدولية المطبقة في الأسواق الأخرى فيما يخص إجراءات التسوية.

### الفرع الثالث: تنظيم السوق السعودي و إجراءات التعامل فيه

سنتطرق في هذا الفرع إلى نظام السوق المالي، ومؤسسات السوق المالية السعودية، إضافة إلى لوائح طرح وإدراج الأوراق المالية والحوكمة، وإجراءات إنفتاح السوق السعودي على العالم الخارجي.

**أولاً. نظام السوق المالي:** تم إصدار "نظام السوق المالية" بالمرسوم الملكي رقم(م/30) بتاريخ 2003/07/31 وتمت صياغة مواد النظام بهدف تنظيم السوق وتطويرها، والعمل من أجل وجود سوق منظمة وعادلة وتعمل بشفافية، وتتبع التطورات الراهنة في الأسواق المالية الدولية، وعندما يرى المستثمرون أن البورصة سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل و المساواة، فإنهم يقومون بالاستثمار فيها بإرتياح مما يسهم في تنمية رؤوس أموال وأصول الشركات المدرجة في السوق، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية ويفتح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد، ولكن إذا كان الاستثمار حكراً على فئة صغيرة تسيطر على السوق وتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركات قبل غيرها من المتعاملين، فلن يكون هناك إقبال على الاستثمار في السوق المالية وقد يمتنع المستثمرون عنها بشكل كامل، وهذا بدوره يقلل مستويات النمو الاقتصادي الوطني، ومن أهم ملامح تطور السوق السعودي ما يلي: (هيئة السوق المالية السعودية، 2003، صفحة 02)

- الإطار التشريعي ودور الجهة الرقابية في الإشراف على السوق ومراقبته.
- تنظيم نشاط شركات الوساطة المالية.
- إصدار قواعد خاصة بالإفصاح.
- وضع قواعد لكشف الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية.
- إقرار الأحكام الجزائية والعقوبات للمخالفات.

**ثانياً. مؤسسات السوق السعودية:** ركز نظام السوق المالية على تحديد دور مؤسسات الإشراف، والرقابة والتشغيل في السوق من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق المالية أهمها:

أ. **هيئة السوق المالية:** تم إنشاء هيئة السوق المالية في يوليو 2003 بموجب "نظام السوق المالية"، وهي هيئة حكومية تتمتع بإستقلال مالي و إداري وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، و للهيئة مسؤولية الإشراف على جميع جوانب السوق ومؤسساته، وإصدار اللوائح و القواعد اللازمة لتنفيذ أحكام نظام السوق المالية، بهدف خلق مناخ إستثماري ملائم في السوق وزيادة الثقة فيه وضمن الإفصاح والشفافية للشركات المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير القانونية في السوق (هيئة السوق المالية، 2003، صفحة 05).

ب. **شركة السوق المالية السعودية(تداول):** وهي شركة مساهمة سعودية تأسست وفقاً لأحكام نظام السوق المالية سنة 2007، يدير السوق المالية السعودية "تداول" مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بموجب قرار من مجلس الوزراء وتضم عضوية المجلس ممثل من وزارة المالية، وممثل من وزارة التجارة و الصناعة، وممثل من مؤسسة النقد العربي وأربعة ممثلين عن شركات



الوساطة المرخصة، وممثلين عن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة، ومن أهداف شركة "تداول" توفير وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها (بن ريعان، 2020، صفحة 78، 79).

ج. **مركز إيداع الأوراق المالية:** كما نص "نظام السوق المالية" على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى "مركز إيداع الأوراق المالية" حيث تكون هي الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق و تسويتها وتحويلها، وتسجيل ملكيتها تبعاً لنظام السوق المالية والقواعد ذات العلاقة (هيئة السوق المالية، 2003، صفحة 16).

د. **لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:** كذلك نص "نظام السوق المالية" على إنشاء لجنة لتسوية المنازعات تسمى "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية" تهتم بالنظر في المنازعات التي تدخل في إطار نظام السوق المالية والقواعد والتعليمات الصادرة عن هيئة السوق المالية، حيث أنه لها كافة الصلاحيات اللازمة للتحقيق والفصل في الدعوى بما في ذلك صلاحية استدعاء الشهود و إتخاذ القرارات وفرض العقوبات، والأمر بتقديم الأدلة والوثائق، ويمكن إستئناف القرارات الصادرة من اللجنة أمام لجنة الاستئناف خلال 30 يوماً من تاريخ إيداعها (هيئة السوق المالية، 2003، صفحة 18).

هـ. **لجنة الإستئناف في منازعات الأوراق المالية:** تنظر لجنة الإستئناف في منازعات الأوراق المالية في الإعتراضات على قرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، تبعاً للمعلومات الثابتة في ملف الدعوى وتعد قرارات لجنة الإستئناف نهائية (هيئة السوق المالية، 2003، صفحة 18).

و. **شركة مقاصة للأوراق المالية:** تم إنشاء شركة مقاصة الأوراق المالية (مقاصة) سنة 2018، كشركة مغلقة مملوكة بالكامل لمجموعة تداول السعودية، ويتمثل نشاطها في مقاصة الأوراق المالية (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 08).

ثالثاً. **لوائح هيئة السوق المالية:** سارعت الهيئة منذ تأسيسها في إصدار عدد من اللوائح التنفيذية اللازمة لتنفيذ أحكام نظام السوق المالية، نتطرق فيما يلي إلى لوائح طرح وإدراج الأوراق المالية، ولائحة حوكمة الشركات.

#### أ. متطلبات طرح وإدراج الأوراق المالية

1. تحدد قواعد إدراج الأوراق المالية بالسوق الرئيسية بالاستناد للمادة (07) في قرار مجلس هيئة السوق المالية رقم (3-123-2017) الصادر بتاريخ (2017/12/27)، والمعدل بموجب قراره رقم (1-104-2019) بتاريخ (2019/09/30)، وتمثل متطلبات الإدراج في السوق الرئيسية فيما يلي: (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 06، 07)

- يجب أن يكون المصدر شركة مساهمة.

- يجب أن يتوفر في الأسهم موضوع الإدراج سيولة كافية حسب الآتي:

• عدد المساهمين من الجمهور يجب أن لا يقل عن 200 مساهم عند الإدراج.

• يشترط أن لا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم موضوع الطلب عن 30 بالمئة عند الإدراج.

- يجب أن لا يقل إجمالي القيمة السوقية المتوقعة عند تاريخ الإدراج، لجميع الأسهم المطلوب إدراجها عن 300 مليون ريال سعودي.

2. وتبعاً للمادة 24 الصادرة بموجب القرار رقم 3-123-2017 في تاريخ 27-12-2017 تتمثل متطلبات طرح الأوراق المالية في السوق المالية الرئيسية في: (هيئة السوق المالية، 2020، صفحة 20، 21)

- أن تمارس الشركة نشاطاً رئيسياً لمدة ثلاث سنوات على الأقل، وهذا إما بنفسها أو عن طريق واحدة أو أكثر من الشركات التابعة لها.
  - تقدم البيانات المالية المدققة لآخر ثلاث سنوات على الأقل.
  - يجب على الشركة التي ترغب في الطرح العام، أن تثبت توافر رأس المال العامل الكافي لمدة 12 شهراً القادمة بعد تاريخ نشرة الإصدار.
  - يجب تقديم نشرة الإصدار: وهي وثيقة العرض الرئيسية والتي تشتمل على إفصاحات الشركة التنظيمية، وتعهداتها وإلتزاماتها وتؤكد أن كل المعلومات الأساسية عن الشركة متوفرة للامة.
3. وفقاً لأحكام المادة (41) لقواعد الإدراج، تتحدد متطلبات الإدراج بالسوق الموازية "نمو" فيما يلي: (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 31)
- يشترط أن يكون المصدر شركة مساهمة.
  - يجب على الأسهم موضوع طلب الإدراج في السوق الموازية، أن يكون لها سيولة كافية حسب الآتي:
    - يجب أن لا يقل عدد المساهمين من الجمهور عند الإدراج عن 50 مساهماً.
    - طرح 20 بالمائة على الأقل من الأسهم لتكون مملوكة من قبل الجمهور، أو بإمكان الجهة المصدرة بإدراج ما قيمته 30 مليون ريال سعودي كحد أدنى لقيمة الأسهم المدرجة.
    - أن تكون القيمة السوقية للشركة 10 مليون ريال سعودي كحد أدنى.
4. وتمثل متطلبات الطرح في السوق الموازية وفقاً للمادة 72 و74 والمادة 75 من قواعد الطرح، فيما يلي: (هيئة السوق المالية، 2020، الصفحات 59-61)
- يجب على المصدر أن يكون مارس نشاطاً تشغيلياً رئيسياً لمدة سنة على الأقل.
  - يجب على المصدر تعيين مستشار مالي إلزامي مرخص له من قبل الهيئة.
  - يشترط تقديم قوائم وتقارير مالية مدققة للشركة عن السنة المالية السابقة.
  - يجب إعداد نشرة الإصدار.
5. وطبقاً لأحكام المادة رقم (36) من قواعد الإدراج: يتم تعليق تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق الرئيسية، في الحالات التالية: (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 02)
- تعليق التداول المؤقت بطلب من المصدر.
  - في حالة عدم إلتزام المصدر بالأوقات المحددة للإفصاح عن معلوماتها المالية، تبعا للوائح التنفيذية ذات العلاقة.
  - في حالة تضمن تقرير مراجعة الحسابات عن القوائم المالية للمصدر أي معارض، أو إمتناع عن إبداء الرأي.
  - في حالة صدور قرار عن الجمعية العامة غير العادية للمصدر بتخفيض رأس ماله، وذلك ليومي التداول التاليين لصدور القرار.
6. ووفقاً لأحكام المادة (36) من قواعد الإدراج: يتم إلغاء إدراج الأوراق المالية المدرجة، في الحالات التالية: (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 24)

- عندما ترى الهيئة أن المصدر أو نشاطه على مستوى عملياته أو أصوله، لم يصبح مناسب لإستمرار إدراج أوراقه المالية في السوق.
  - في حالة إلغاء إدراج الأوراق المالية للمصدر الأجنبي في سوق مالية أخرى، في حالة الإدراج المزدوج للأوراق المالية.
  - في حالة لم تقم الشركة المدرجة و التي تبين إخلالها بأي شرط من شروط الإدراج بتعديل أوضاعها، قبل إنقضاء المهلة التي تحددها السوق.
  - في حالة قيد طلب إفتتاح إجراء إعادة التنظيم المالي للمصدر الذي بلغت خسائره المتراكمة 50 بالمئة فأكثر، من رأس ماله لدى المحكمة بموجب نظام الإفلاس.
  - عند صدور حكم المحكمة النهائي بإفتتاح إجراءات التصفية أو اجراء التصفية الإدارية للمصدر بموجب نظام الإفلاس، إذا إستمر تعليق تداول الأوراق المالية مدة ستة أشهر دون قيام المصدر بأي تعديلات يجوز للهيئة إلغاء إدراج الأوراق المالية للمصدر.
7. طبقاً لأحكام المادة(10) من قواعدالإدراج بالسوق الرئيسية: يمكن للمصدر الأجنبي المدرجة أسهمه في سوق مالية منظمة أخرى أن يقدم طلب لإدراج تلك الأسهم في السوق الرئيسية، و يمكن للسوق-بعد التنسيق والإتفاق مع الهيئة-قبول طلب الإدراج في حالة إن الدولة المدرجة فيها أسهم المصدر الأجنبي تطبق معايير مماثلة على الأقل للمعايير المطبقة من طرف الهيئة والسوق(السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 08).
- ب. **لائحة حوكمة الشركات:** توضح لائحة حوكمة الشركات القواعد و التعليمات التي تحكم إدارة الشركات في السوق، وتم إصدار الاجراءات المنظمة لحوكمة الشركات بموجب القرار رقم 8-16-2017، الصادر عن هيئة السوق المالية بتاريخ 13-02-2017، ليحل محل لائحة حوكمة الشركات الصادرة بقرار مجلس الهيئة رقم(1-212-2006)وبتاريخ 12-11-2006، حيث تم تطوير مواد لائحة حوكمة الشركات من إسترشادية إلى إلزامية حيث أشارت الهيئة بالطبيعة الإلزامية لمعظم مواد اللائحة، وذلك للمساهمة في تنظيم العلاقات المختلفة بين مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين والمساهمين وأصحاب المصالح (هيئة السوق المالية السعودية، 2017).
- وفيما يلي نختصر ما جاء في هذه اللائحة، لتوضيح الدور الذي أملت به هيئة السوق المالية السعودية في تحسين الحوكمة والإفصاح في السوق السعودية (هيئة السوق المالية السعودية، صفحة 06، 08):
1. **حقوق المساهمين:** من أبرز محاور حوكمة الشركات المساهمين الذين لهم الحق في الحصول على جميع حقوقهم المرتبطةبالسهم، وعلى وجه الخصوص الحق في الحصول على حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها، والحق في الحصول على حصة من موجودات الشركات عند التصفية، وحق حضور جمعيات المساهمين والمشاركة في مداولاتها والتصويت على القرارات، الحق في التصرف في الأسهم والحق في مراقبة أعمال مجلس الإدارة و رفع دعوى المسؤولية على أعضاء مجلس الادارة، وحق الإستفسار وطلب معلومات، بشكل لا يمس بمصالح الشركة ولا يتعارض مع قواعد السوق المالية.
  2. **الإفصاح والشفافية:** إن الإفصاح والشفافية من أهم أسس حوكمة الشركات من أجل تمكين المساهمين من الحصول على المعلومات المطلوبة بشفافية وإنصاف، لذلك تطالب الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية بوضع سياسات الإفصاح و إجراءاته وأنظمتها الإشرافية مكتوبة.

بالإضافة إلى ذلك، يجب على الشركات إرفاق قوائمها المالية بتقرير صادر عن مجلس الإدارة يتضمن عرضاً لعمليات الشركة خلال السنة المالية الماضية، و العوامل التي تؤثر على أعمالها والتي تساعد المستثمر على تقييم أصول وخصوم الشركة ووضعها المالي، إضافة إلى تضمين تقرير مجلس الإدارة ما تم تطبيقه، وما لم يطبق من قواعد وتنظيمات لائحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة السوق المالية، مع بيان أسباب عدم التطبيق.

3. مجلس الإدارة: تدرج تحت عضوية مجلس الإدارة العديد من المسؤوليات، ومن أهم وظائف مجلس الإدارة:

- اعتماد الأهداف الرئيسية والتوجهات الإستراتيجية للشركة، و الإشراف على تنفيذها.
  - صياغة معايير وتنظيمات للرقابة والإشراف العام عليها.
  - تقديم نظام حوكمة خاص بالشركة بما لا يتعارض مع أحكام لائحة حوكمة الشركات، والإشراف العام عليه ومراقبة فعاليته وتعديله إذا لزم الأمر.
  - وضع سياسات وإجراءات واضحة ومحددة للعضوية في مجلس الإدارة، وإدراجها موضع التنفيذ مع إقرار الجمعية العامة لها.
  - صياغة سياسات و ضوابط مكتوبة تنظم العلاقة مع أصحاب المصالح، بهدف حماية حقوقهم.
- ب. **الإنفتاح على العالم الخارجي:** فيما يخص تطور عملية تحرير السوق المالية السعودية! إتخذت المملكة إجراءات تدرجية لإنفتاح السوق على العالم الخارجي، ذلك وفقاً لما يلي:

- بداية قامت هيئة السوق المالية بإجراءات للسماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالإستثمار في السوق السعودية عن طريق إتفاقيات المبادلة "SWAP Agreements"، مع إحدى شركات الوساطة المرخص لها سنة 2008، وتأتي هذه الخطوة كإستمرار لخطوتين سابقتين إتخذتهما الهيئة لتحرير السوق المالية السعودية سنة 2006: الخطوة الأولى هي المساواة التامة بين مواطني دول مجلس التعاون الخليجي في مجال تملك الأسهم وتداولها، والخطوة الثانية هي السماح للأجانب المقيمين بالتداول مباشرة في سوق الأوراق المالية وعدم إقتصر إستثمارهم على صناديق الإستثمار (هيئة السوق المالية السعودية، 2009، صفحة 47).

- في سنة 2015 سمحت المملكة العربية السعودية للمستثمر الأجنبي المؤهل بالتملك في أي شركة سعودية بشرط أن لا تزيد نسبة ملكيته عن 10% من أي مصدر تكون أسهمه مدرجة أو سندات الدين الخاصة بالمصدر، وألا تزيد نسبة الملكية الأجنبية للمستثمرين مجتمعين (بجميع فئاتهم سواء المقيمين أو غير المقيمين ما عدا المستثمرين الاستراتيجيين الأجانب) تملك أكثر من 49% من أي مصدر تكون أسهمه مدرجة أو أدوات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم الخاصة بالمصدر (هيئة السوق المالية السعودية، 2015، صفحة 10).

- أقر مجلس هيئة السوق المالية في سنة 2019 التنظيمات الخاصة بالسماح للشركات الأجنبية بالإدراج في السوق المالية السعودية، والسماح لكل فئات المستثمرين الأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم المصدر الأجنبي المدرجة أسهمه في السوق الرئيسية وفقاً لقواعد الإدراج (البنك المركزي السعودي، 2020، صفحة 107).

- كما أن لإنضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسهم العالمية عدة إيجابيات على مستوى الاقتصاد والسوق المالية، من خلال التنظيم العادل لأسعار الأسهم المنظمة إلى تلك المؤشرات، وتحسين ميزان المدفوعات في حالة دخول الأموال، تطوير البيئة الإستثمارية والقواعد القانونية للسوق المالية، زيادة مستوى الشفافية و"تقليص حالة عدم تماثل المعلومات" بين

مختلف المستثمرين من جهة وبين الشركات والمستثمرين من جهة أخرى، وتعزيز سيولة السوق نتيجة زيادة جاذبيته للمستثمر الأجنبي والمحلي، وتعزيز دور المستثمر المؤسسي، الاندماج مع الأسواق المالية العالمية المتقدمة ومواكبة تطوراتها، لفت الانتباه إلى إقتصاد المملكة ومنتجاتها الاستثمارية (هيئة السوق المالية السعودية، 2017، صفحة 05).

### المطلب الثالث: عرض وتحليل السوق المالية السعودية خلال الفترة 1990-2020

لدراسة وتحليل تطور وأداء السوق المالية السعودية خلال الفترة من سنة 1990 إلى سنة 2020، تم الإعتماد على مجموعة من المؤشرات المتعلقة بتطور السوق السعودية، كما سنركز على السوق المالية الرئيسية نظرا لأن عمق وإتساع السوق الموازية "نمو" يشكل نسبة ضئيلة جدا من حجم الإصدارات والتداولات بالسوق المالية السعودية، وذلك على النحو الموالي:

#### الفرع الأول: قطاعات السوق المالية السعودية

مع تطور إقتصاد المملكة العربية السعودية حدثت تغيرات جديدة على القطاعين العام والخاص، مما تطلب مواكبة هذه التغيرات من خلال إعادة هيكلة قطاعات السوق وتطوير مؤشرات القطاعية، ونشير إلى أن قيام السوق المالية السعودية بإعادة هيكلة قطاعاتها للمرة الثانية سنة 2017، جرى إستحداثها وفقا لتصنيف جديد يعتمد على المعايير الدولية، حيث أنه سبقته إعادة هيكلة سنة 2008 على أساس معايير محلية وقسمت السوق إلى 16 قطاعا، ففي سنة 2017 تم إختيار المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) كمعيار لإعادة تصنيف قطاعات السوق المالية السعودية "تداول"، وتم تقسيم قطاعات السوق إلى 20 قطاعا ولكل قطاع مؤشره الخاص بحيث تعكس بشكل أحسن مواءمة الأنشطة الرئيسية للشركات المدرجة، ومصادر دخلها في القطاع الأنسب لها، مما يسهل على المستثمرين المحليين والأجانب تحليل وتقييم الشركات، ومقارنة مؤشرات أداء الاستثمارات في قطاعات السوق مع القطاعات المماثلة بالأسواق المالية العالمية، مما يساهم في تطوير إستراتيجيات إستثمار فعالة (السوق المالية السعودية، 2019)، يوضح الشكل الآتي قطاعات السوق المالية السعودية :

الجدول رقم(02:03): قطاعات السوق المالية السعودية

قطاعات السوق المالية السعودية قبل 2008	قطاعات السوق المالية السعودية (2008-2016)	قطاعات السوق المالية السعودية بعد 2017
المصارف	المصارف والخدمات المالية	الطاقة
الصناعة	الصناعات البتروكيمياوية	المواد الأساسية
الإسمنت	الإسمنت	السلع الرأسمالية
الخدمات	التجزئة	الخدمات التجارية والمهنية
الكهرباء	الطاقة والمرافق الخدمية	النقل
الاتصالات	الزراعة والصناعات الغذائية	السلع طويلة الاجل
الزراعة	الاتصالات وتقنية المعلومات	الخدمات الإستهلاكية
	التأمين	الإعلام والترفيه
	شركات الاستثمار المتعددة	تجزئة السلع الكمالية
	الاستثمار الصناعي	تجزئة الأغذية
	التشييد والبناء	إنتاج الأغذية
	التطوير العقاري	الرعاية الصحية
	النقل	الأدوية
	الإعلام والنشر	البنوك
	الفنادق والسياحة	الاستثمار والتمويل
		التأمين
		الاتصالات
		المرافق العامة
		الصناديق العقارية المتداولة
		إدارة وتطوير العقارات

المراجع: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:- السوق المالية السعودية.(2017). هيكله قطاعات السوق الجديدة. متوفر على الموقع: [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa)

-عبد الله خالد بن ربيعان.(2020). السوق المالية السعودية نشأتها وكفائتها وأدائها، مركز البحوث والدراسات، السعودية، ص144. قسمت قطاعات السوق المالية السعودية سنة 2008 إلى 16 قطاع رئيسي، أما هيكله قطاعات السوق الجديدة في السوق المالية السعودية فهي تتكون من 20 قطاع بحسب المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS). وتتصف السوق المالية السعودية بتركز تداول الأسهم في قطاعات محددة، نبين ذلك فيما يلي: (السوق المالية السعودية، 2019، صفحة 06)

فنجد أنه خلال سنة 2019، فيما يتعلق بعدد الصفقات المنفذة كان أنشط القطاعات قطاع المواد الأساسية حيث سجل نسبة 23.28% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال السنة، وحل في المرتبة الثانية قطاع البنوك بنسبة 15.60%، وجاء ثالثا قطاع التأمين بنسبة 11.75% من إجمالي الصفقات المنفذة.

وفيما يتعلق بنشاط القطاعات بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة خلال سنة 2019 فقد كان قطاع البنوك أنشط القطاعات حيث سجل عدد الأسهم المتداولة مانسبته 24.04% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، يليه قطاع المواد الأساسية بنسبة بلغت 23.01%، و ثالثا حل قطاع إدارة وتطوير العقارات بحوالي 10.90% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة. أما بالنسبة لقيمة الأسهم المتداولة فقد كان قطاع البنوك أنشط القطاعات، حيث بلغت نسبته 31.28% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال السنة، وثانيا حل قطاع المواد الأساسية بنسبة 24.35%، وجاء ثالثا قطاع الطاقة بنسبة 7.17% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة.

#### الفرع الثاني: تطور عدد الشركات المدرجة والإصدارات الأولية

نتطرق خلال هذا الفرع إلى عدد الشركات المدرجة و الإصدارات الأولية للأسهم بالسوق المالية السعودية.

أولاً. تطور عدد الشركات المدرجة: نظرا لأهمية تطوير السوق السعودية وإستقطاب المدخرات وتنويع أدوات الإستثمار، بالإضافة إلى زيادة عمق السوق كما ونوعا، فقد سعت هيئة السوق المالية منذ إنشائها على توسيع قاعدة السوق، عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، وذلك بهدف زيادة نشاط السوق وزيادة دوره في التمويل، كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة يوفر للمستثمرين خيارات أوسع نحو الشركات، مما يساهم في التنويع والتقليل من المخاطر، ويوضح الجدول الموالي عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية ونسبة التغير خلال الفترة من 1990 إلى 2020:

الجدول رقم(03:03):تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية ونسبة التغير خلال الفترة من 1990 إلى 2020

السنوات	عدد الشركات	نسبة التغير(%)	السنوات	عدد الشركات	نسبة التغير(%)	السنوات	عدد الشركات	نسبة التغير(%)
1990	58	-	2001	76	1.3	2012	158	5.3
1991	60	5.3	2002	68	-10.5	2013	163	3.1
1992	60	0	2003	70	2.9	2014	169	3.6
1993	65	8.3	2004	73	5.3	2015	171	1.1
1994	68	4.6	2005	77	5.48	2016	176	3
1995	69	1.5	2006	86	11.69	2017	179	1.70
1996	70	1.4	2007	111	29.07	2018	190	6.14
1997	70	0	2008	127	14	2019	199	4.73
1998	74	5.7	2009	135	6.2	2020	203	2.01
1999	73	-1.4	2010	146	8.1	/	/	/
2000	75	2.7	2011	150	2.7	/	/	/

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع البنك الدولي:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية شهد اتجاه تحديدي موجب، حيث إرتفع عدد الشركات المدرجة من 57 شركة سنة 1990 إلى 203 شركة سنة 2020، وهذا نتيجة تشجيع المملكة لعملية خصخصة الشركات الحكومية، و تحفيز القطاع الخاص للإدراج في السوق المالية، وزيادة مساهمتها في التنمية الاقتصادية الوطنية.

ونلاحظ أن السوق السعودية خلال الفترة من سنة 1990 إلى سنة 2000 شهدت زيادة في عدد الشركات المساهمة، التي طرحت للإكتتاب العام، مسجلة ما قيمته 75 شركة خلال سنة 2000 مقارنة بـ 58 شركة سنة 1990 بمعدل إرتفاع نسبته 29%، ونلاحظ أنه لم يشهد السوق إدراج عدد يمكن أن يلفت النظر اليه، حيث توافقت هذه الفترة مع الخروج من حرب الخليج وحدوث حركات تصحيحية في السوق.

وشهدت الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2006 دمج و طرح شركات ضخمة في السوق نالت تغطيات كبيرة، وكذلك "إدماج شركات الكهرباء في شركة واحدة" سنة 2002 ( هيئة السوق المالية السعودية، 2007، صفحة 52)، وهو ما نتج عنه إنخفاض عدد الشركات، حيث سجلت الفترة من 2001 إلى تاريخ إنشاء هيئة السوق المالية السعودية سنة 2004 إستمرارية في إرتفاع عدد الشركات المدرجة، وبقيت الزيادة السنوية في عدد الشركات لا تتجاوز شركتين أو ثلاث شركات في العام، في حين زاد عدد الشركات المدرجة بعد إنشاء هيئة السوق المالية وتم إدراج أربع شركات سنة 2005 وتم إدراج 9 شركات جديدة في السوق في سنة 2006، وبهذا فقد إرتفع عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق إلى 86 شركة.

وإستمر إرتفاع عدد الشركات المدرجة خلال الفترة التي تلت إنفجار فقاعة السوق سنة 2006، ثم تزامن مع الأزمة المالية العالمية في منتصف 2008 التي ضربت الاقتصادات والأسواق المالية، وكما يتضح من الجدول فقد إرتفع عدد الشركات المدرجة من 111 شركة خلال سنة 2007 إلى 171 شركة سنة 2015، بمعدل إرتفاع قيمته 54%، نتيجة لحرص هيئة السوق المالية على زيادة إساع وعمق السوق.

لتسجل السوق خلال السنوات من سنة 2016 إلى سنة 2020 إستمرارية في إرتفاع عدد الشركات المدرجة، حيث شهدت السوق سنة 2016 إطلاق برنامج الريادة المالية في ظل رؤية المملكة لسنة 2030، والذي يستهدف توفير سوق مالية متقدمة تساهم في تمويل التنمية الاقتصادية المحلية، وقدمت الهيئة عدد من المبادرات ومن بينها تشجيع خصخصة الأصول المملوكة للدولة من خلال الاكتتاب العام الأولي، وتحفيز القطاع الخاص للإدراج في السوق المالية السعودية، وهذا من خلال تحسين إجراءات الطرح والإدراج التي تهدف لتعميق السوق وزيادة عدد الشركات المدرجة.

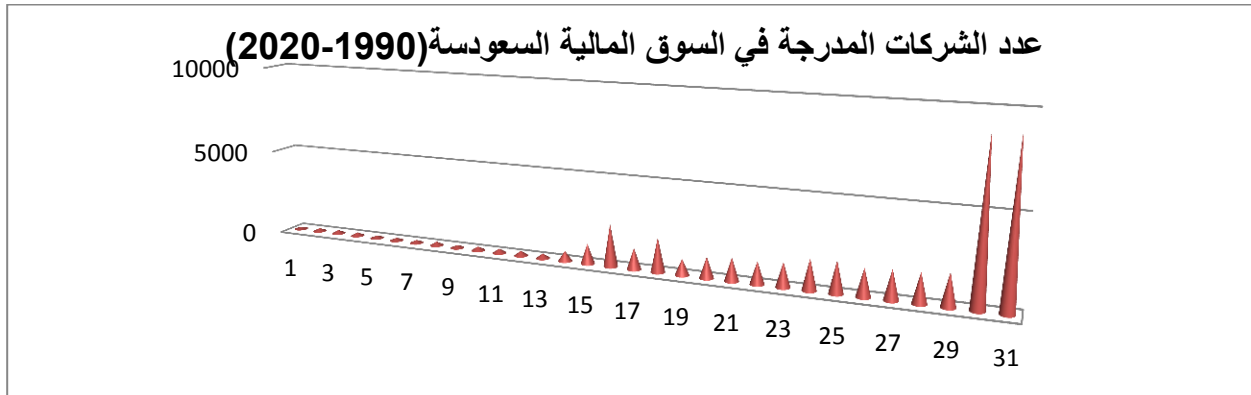
كما طرحت الهيئة خلال عام 2019 شركة الزيت العربي السعودية (أرامكو) (البنك المركزي السعودي، 2020، صفحة 106)، وأدرجتها في السوق المالية الرئيسية كأكبر إدراج على مستوى العالم، وهو ما عزز حجم وعمق السوق التي إحتلت المركز التاسع عالميا من حيث القيمة السوقية للأسهم المدرجة، وهذا بدوره يشكل عامل جذب لزيادة حجم الاستثمارات الأجنبية للدخول للسوق السعودي، وبلغ عدد الشركات المدرجة 199 شركة سنة 2019 مقارنة بـ 176 شركة سنة 2016.

وكذلك أجرت الهيئة عددا من التغييرات الجوهرية على السوق الموازية "نمو" سنة 2020، من أبرزها إنشاء آلية انتقال منظمة للشركات من سوق "نمو" إلى السوق الرئيسية، لتشهد سنة 2020 إنتقال ثلاث شركات مدرجة في السوق الموازية إلى السوق الرئيسية (البنك المركزي السعودي، 2020، صفحة 105)، حيث نجحت الشركات الصغيرة في تحويل نفسها إلى شركات عالمية قادرة على المنافسة العالمية، والمساهمة في التنمية الاقتصادية المحلية، ليصل مجموع الشركات المدرجة 203 شركة في السوق الرئيسية نهاية 2020، وبالتالي أصبحت الشركات الصغيرة قادرة على المنافسة العالمية والمشاركة في التنمية الاقتصادية الوطنية، وتتنوع مصادر الدخل وتوفير مناصب العمل، والإعتماد على الإنتاج المحلي.



وشهدت السوق المالية السعودية إلغاء إدراج عدد من الشركات التي لم تكن ملتزمة بالمعايير والشروط الموضوعية في السوق، والتطبيق الصارم لمبادئ حوكمة الشركات، مثل "شركة متلايف وشركة آيه أي جي والبنك العربي للتأمين التعاوني" و "الشركة الأهلية للتأمين التعاوني" سنة 2020، ودمج عدة شركات مثل دمج "الشركة الأهلية للتأمين في شركة إتحاد الخليج" سنة 2020 (السوق المالية السعودية، 2020).

الشكل رقم (01:03): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من (1990-2020)



المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (03:03).

ثانياً. تطور الإصدارات الأولية: لدراسة تطور الإصدارات الأولية من الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000 إلى 2020، ندرج الجدول التالي:

الجدول رقم (04:03): تطور إصدارات الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000 إلى 2020.

السنوات	إصدار الأسهم (مليار ريال)	نسبة التغير (%)	السنوات	إصدار الأسهم (مليار ريال)	نسبة التغير (%)
2000	4.113	-	2011	16.227	-30.59
2001	4.636	12.71	2012	19.688	21.33
2002	17.580	279.69	2013	9.126	-53.64
2003	4.034	-77	2014	34.026	272.8
2004	10.674	164	2015	8.990	-73.57
2005	20.417	91.27	2016	12.63	40.48
2006	17.65	-13.52	2017	5.03	-60.17
2007	37.20	110	2018	14.76	193.43
2008	65.46	76	2019	132.1	794.9
2009	23.2	-64	2020	10.75	-91.86
2010	23.37	0.73	-	-	-

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: السوق المالية السعودية. (2007-2020). تقارير إحصائية سنوية. متوفرة على الموقع:

<https://www.saudiexchange.sa>.

-البنك المركزي السعودي. (1999-2020). تقارير سنوية. (<https://www.sama.gov.sa>).

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم في السوق المالية السعودية، شهدت تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة من (2000-2020)، حيث بلغت قيمة الإصدارات الأولية سنة 2000 ما قيمته 4.113 مليار ريال فيما بلغت سنة 2005 قيمة 20.417 مليار ريال، وبلغت قيمة الإصدارات الأولية 20.75 مليار ريال سنة 2020، وذلك نتيجة لارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي، حيث حرصت الهيئة على توفير بيئة مشجعة للإستثمار في الأوراق المالية عبر تنظيم إصدار الأوراق المالية، وتعزيز الإجراءات المنظمةة لمراقبتها والتعامل بها.

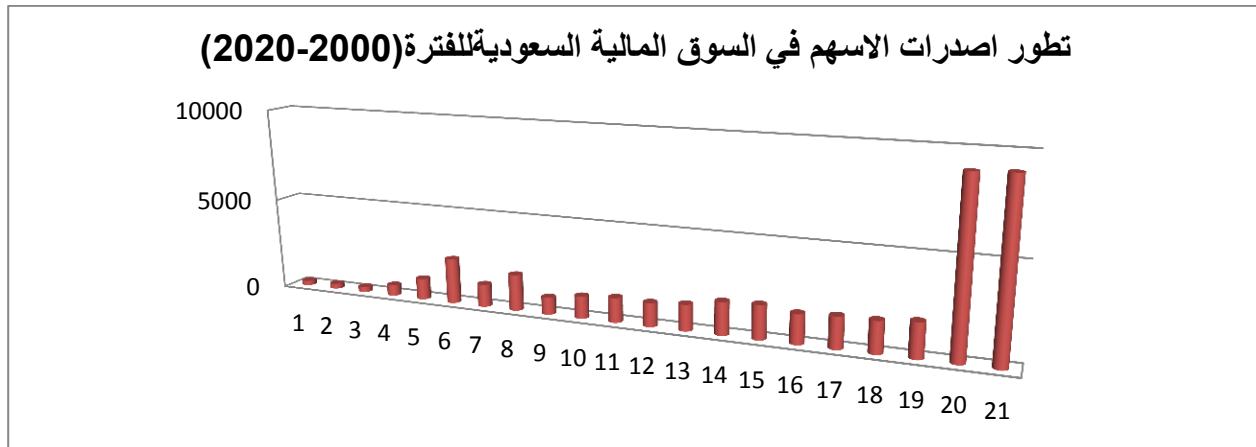
ونلاحظ من الجدول أن الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2005 شهدت إرتفاعاً ملحوظاً في قيمة الإصدارات الأولية، حيث بلغت ذروتها سنة 2005 مسجلة قيمة 20.417 مليار ريال ونسبة 170% مقارنة بسنة 2001، حيث تنامت جاذبية السوق المالية السعودي، وتم طرح أسهم العديد من الشركات السعودية الضخمة للإكتتاب العام، كما قامت الشركات المساهمة بزيادة رؤوس أموالها، وذلك نتيجة لإنعكاس النشاط الكبير الذي عرفته السوق الثانوية، خلال تلك الفترة على نشاط السوق الأولية، وذلك في ظل زيادة السيولة لدى المستثمرين، والناجحة عن زيادة أسعار الأسهم، وإرتفاع الطلب على الإستثمار بالأسهم نظراً لزيادة عوائدها، وتعزى السيولة العالية بالسوق جزئياً إلى إسترجاع المستثمرين المحليين لإستثمارهم في الخارج والسعي للإستثمار محلياً، نتيجة لأحداث 11 سبتمبر 2001، إضافة إلى ارتفاع الإيرادات النفطية نتيجة لارتفاع أسعار النفط خلال تلك الفترة.

لتراجع القيمة الإجمالية للإصدار الأولي للأسهم خلال إنحيار سوق الأسهم في المملكة سنة 2006، حيث تراجعت الإصدارات الأولية للأسهم في سنة 2006 بنسبة 16% مقارنة بالارتفاع المحقق في عام 2005 كما إنحارت أسعار أسهم أغلبية الشركات، غير أن حرص هيئة السوق المالية على زيادة عمق السوق ساهم في نمو الإصدارات مجدداً، وإرتفعت بنسبة 110.7% في سنة 2007 مقارنة بالسنة السابقة، حيث إتخذت الهيئة العديد من الخطوات لزيادة الإفصاح والشفافية وإنفاذ اللوائح، وكذلك تسببت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 في هبوط سوق الأسهم بشكل فاق ما حصل في سنة 2006، وتراجعت الإصدارات الأولية سنة 2009 بنسبة 64% مقارنة بسنة 2008، وذلك في ظل بيئة عدم اليقين التي ظهرت في أعقاب الإنحيار، وبالتالي تراجع الإستثمارات الجديدة والنمو الإقتصادي، وشهدت الفترة من 2010 إلى 2015 قيم متباينة في الإصدارات الأولية للأسهم، بلغت أوجها سنة 2014 بقيمة 34.02 مليار و بإرتفاع نسبته 273% مقارنة بالسنة السابقة.

لتستمر الهيئة بعدها في إتخاذ العديد من الإجراءات في إطار برنامج الريادة المالية وبناء سوق مالية متقدمة، من خلال تشجيع عملية الخوصصة، وتخفيض القطاع الخاص للإدراج في السوق، وإنشاء سوق ثانوية جديدة "نمو" والتي صممت خصيصاً لتخفيف العبء التنظيمي المرتبط بالطرح العام على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وشهدت الفترة من 2016 إلى 2020 قيم متباينة في الإصدارات الأولية للأسهم بلغت أوجها سنة 2019، حيث شهدت السوق المالية السعودية سنة 2019 أكبر طرح أولي عام في التاريخ، وبلغت القيمة الإجمالية للأسهم المطروحة 132.1 مليار ريال، منها 110.4 مليار ريال متحصلات اكتتاب طرح شركة "ارامكو السعودية" ( هيئة السوق المالية السعودية، 2020، صفحة 132) وإرتفاع نسبته 794.9% مقارنة بالسنة السابقة، مما ساهم في تعميق السوق من خلال إرتفاع نشاط وقيم التداول، ويأتي هذا التحسن ضمن خطط تطوير السوق المالية السعودية، مما يزيد فرص التمويل للشركات في المملكة، ويوفر العديد من الأدوات والفرص الإستثمارية لكافة المتعاملين في السوق.

والشكل التالي يوضح تطور إصدارات الأسهم في السعودية للفترة 2000-2020:

الشكل رقم(02:03):تطور إصدارات الأسهم خلال الفترة(2000-2020)



المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم(04:03).

نجد انه مع أن برامج الخصخصة أدت إلى إصدارات مهمة في السوق المالية السعودية، إلا أن نسبة الأسهم المصدرة إلى الناتج المحلي الإجمالي في السعودية محدودة للغاية.

والجدول الموالي يبين مساهمة إصدارات الأسهم الأولية إلى الناتج المحلي الإجمالي:

الجدول رقم(05:03):نسبة إصدار الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000 إلى 2020

السنوات	إصدارات الأسهم(مليار ريال )	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي(مليار ريال)	نسبة إصدارات الأسهم الى الناتج المحلي الإجمالي(%)	السنوات	إصدارات الأسهم(مليار ريال)	الناتج المحلي الإجمالي الاسمي(مليار ريال)	نسبة إصدارات الأسهم الى الناتج المحلي الإجمالي(%)
2000	4.113	2493.365	0.65	2011	16.227	2493.365	0.65
2001	4.636	2644.916	0.74	2012	19.688	2644.916	0.74
2002	17.580	2778.753	0.32	2013	9.126	2778.753	0.32
2003	4.034	2812.794	1.20	2014	34.026	2812.794	1.20
2004	10.674	2427.517	0.37	1015	8.990	2427.517	0.37
2005	20.417	2398.282	0.52	2016	12.63	2398.282	0.52
2006	17.65	2558.820	0.20	2017	5.03	2558.820	0.20
2007	37.20	2930.101	0.50	2018	14.76	2930.101	0.50
2008	65.46	2952.403	4.47	2019	132.1	2952.403	4.47
2009	23.2	2603.428	0.41	2020	10.75	2603.428	0.41
2010	23.37	-	-	/	-	-	-

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع البنك المركزي السعودي. (1999، 2011). تقارير سنوية. المتوفر على الموقع:

<https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة الأسهم المصدرة إلى الناتج المحلي الإجمالي في السعودية كانت دون المستوى خلال الفترة (2000-2020) تراوحت بين 0.20% إلى 4.47%، وهذا يعكس مدى ضعف حجم السوق الأولية في تشجيع الاستثمار ومساهمته في الناتج المحلي الإجمالي.

### الفرع الثالث: تحليل تطور التداولات

نهدف في هذا المحور إلى عرض تطور عدد وقيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية، خلال الفترة المختارة وكذا عدد أيام التداول الفعلية، ومتوسط التداول اليومي على المستويين الكلي والحزبي.

أولاً. تطور حجم التداول على المستوى الكلي: في البداية يتم تقديم الإحصائيات الخاصة بحركة التعامل على المستوى الكلي في السوق الثانوية، حيث تبين قيمة التداول قيمة الأسهم التي يتم التعامل بها وتعتبر مؤشر لنشاط سوق الأوراق المالية، فهي تبين تطورات السوق وتوقعات صعوده وهبوطه في المستقبل، وهو ما يقدمه الجدول التالي:

جدول رقم(06:03): قيمة التداول على المستوى الكلي في السوق المالية السعودية للفترة(1990-2020)

السنوات	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	نسبة التغير	إجمالي قيمة التداول (مليار ريال)	نسبة التغير	نسبة التغير	نسبة التغير	نسبة التغير
1990	17	-	4.403	-	11.2	5261.851	27.14
1991	31	82.41	8.527	48.4	-51.4	2557.712	-15.6
1992	35	12.19	13.699	60.7	-23.3	1962.945	3.2
1993	60	71.4	17.360	260	-35.6	1264.012	-5.0
1994	152	153.3	24.871	30.2	39.94	759.184	-42.2
1995	117	-23.0	23.227	-6.6	-	1098.8	46
1996	138	17.9	25.397	9.3	85.6	1929.3	70
1997	312	126.1	62.060	144.4	-29.0	1369.7	-39.2
1998	293	-61	51.510	-17.0	56.7	2146.5	34.1
1999	528	80.2	56.578	9.8	-22.6	1660.6	-6.0
2000	555	5.1	65.292	15.4	-30.3	1157.0	2.6
2001	692	24.7	83.602	28.0	27.61	837.5119	-35.7
2002	1736	105.9	133.7	60.0	4.03	871.3125	13.16
2003	5566	26.06	596.510	345.9	1.27	882.379	10.55
2004	10298	85.0	1773.858	197.4	132.3	2094.814	134.5
2005	12281	19.3	4138.695	57.1	0	-	7

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: البنك المركزي السعودي. (1989-2021). تقارير سنوية. متوفر على الموقع:

<https://www.sama.gov.s>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن تطور حركة التعامل في السوق المالية السعودية شهدت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة 1990-2020، وإجمالا حققت إتجاه تحديدي موجب، مستفيدة من الإجراءات الإصلاحية التي قامت بها هيئة السوق المالية لتحسين السوق، حيث شهدت السوق المالية السعودية تطورات إيجابية في مجال الإفصاح، وتقنية المعلومات، والأطر التنظيمية بما عزز دور السوق في إستقطاب الاستثمارات.

ونلاحظ خلال الفترة من سنة 1990 إلى سنة 2000 صغر حجم التداول في السوق، نتيجة لقلّة الشركات المتداولة فيه، وارتفاع عدد الأسهم غير المتداولة التي تملكها الحكومة، وغياب الاستثمار المؤسسي، إضافة إلى إستحواذ قطاع المصارف على نسب عالية من السيولة المتداولة في السوق، كما أن عدد الأسهم المتداولة إرتفع بشكل سريع خلال الفترة ما بين سنة 1990 وسنة 1994 من 17 مليون سهم إلى 152 مليون سهم، وإرتفعت قيمة الأسهم المتداولة من 4.403 مليار ريال إلى 24.871 مليار ريال، وهذا نتيجة لإنهاء حرب الخليج، إضافة إلى فعالية نظام التداول الجديد (ESIS) الذي حسن من الكفاءة التشغيلية للسوق، وسمح بتنفيذ عدد أكبر من الصفقات، كما يعزى ذلك إلى إرتفاع أسعار النفط، لينخفض نشاط السوق بشكل طفيف سنة 1995 حيث تراجع قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 6.6%. مقارنة بالسنة السابقة، وإخفض عدد الأسهم المتداولة بنسبة 23%. مقارنة بالسنة السابقة، ليعود حجم التداول للإرتفاع خلال السنوات من سنة 1996 إلى سنة 2000 بإستثناء سنة 1998، ويعود ذلك إلى إرتفاع أسعار النفط، وزيادة الإنفاق الحكومي، إضافة إلى السماح لدول مجلس التعاون الخليجي بالإستثمار في السوق، وشهد نشاط السوق تراجعا كبيرا سنة 1998 حيث إخفض عدد الأسهم المتداولة إلى 293 مليون سهم مقارنة بـ 312 مليون سهم سنة 1997، كما إخفضت قيمة الأسهم المتداولة إلى 61.510 مليار ريال مقابل 62.060 مليار ريال سنة 1997، ويعود ذلك لتراجع أسعار النفط.

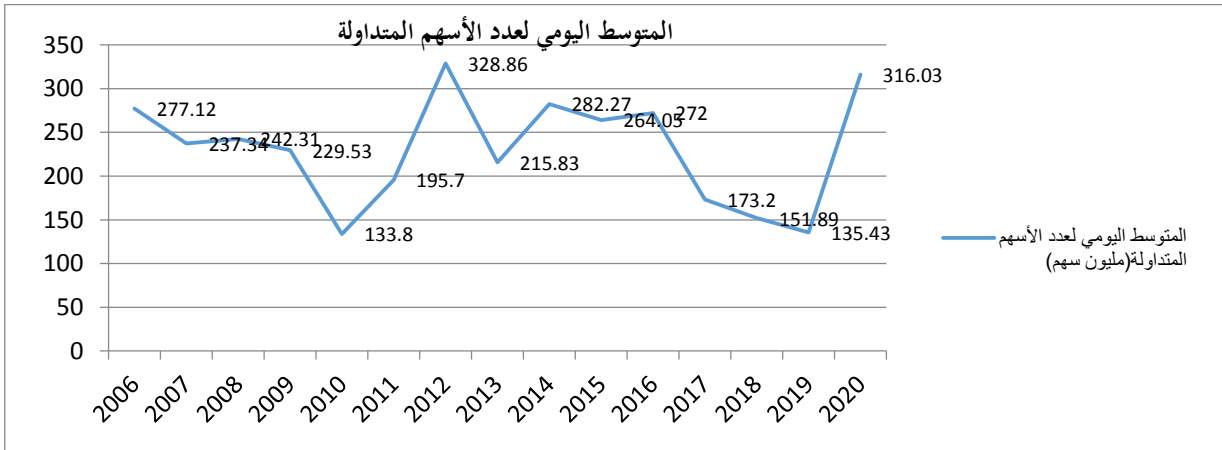
لتشهد السوق خلال الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2006 إرتفاع متزايد في حجم التداولات، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة 5261.8 مليار ريال في سنة 2006 مقابل 28 مليار ريال في سنة 2001، وزاد عدد الأسهم المتداولة من 692 مليون سهم سنة 2001 إلى 68515 مليون سهم سنة 2006، يعود ذلك إلى عدة أسباب أهمها: خصوصية بعض الشركات الكبرى، إستبدال نظام التداول (ESIS) بنظام التداول الجديد والذي اتاح للمتعاملين التداول عبر الأنترنت في السوق السعودية، دخول الأموال المهاجرة من المملكة بعد أحداث 11 سبتمبر 2001، وإرتفاع أسعار النفط، حيث أدت فوائض الإيرادات النفطية وإرتفاع السيولة المحلية إلى زيادة الإنفاق الحكومي، وبالتالي زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودية، كذلك إنضمام المملكة لمنظمة التجارة العالمية، وهو ما يستلزم تحسين المناخ الاستثماري، وتطوير القوانين التجارية حسب المعايير العالمية.

وشهدت الفترة من سنة 2007 إلى سنة 2015 تذبذب كبير في حركة التداول، حيث سجلت سنة 2007 إنخفاضا في حجم التعامل، وإخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 35.6%. مقارنة بالسنة السابقة، نتيجة لإنخيار السوق المالية السعودية سنة 2006، وكذلك تراجعت قيمة التداول خلال السنوات 2008، 2009 و2010 بنسبة 23.3%، و35.6% و39.94% على التوالي، كما بلغ عدد الأسهم المتداولة 59682 ألف سهم، و56685 ألف سهم، و33255 ألف سهم على التوالي، نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، لترجع بعدها قيمة التداول للارتفاع خلال السنوات 2011، 2012، 2014 بنسبة 44.7%، و85.6% و56.7% على التوالي، مستفيدة من الإجراءات الإصلاحية التي قامت بها هيئة السوق المالية، فيما سجلت مستويات السيولة سنة 2013 تراجعا كبيرا، حيث تراجعت قيمة الأسهم المتداولة بنحو 560 مليار ريال، ويمكن أن يعزى ذلك إلى عدة عوامل، من بينها تغير سلوك المتعاملين من عمليات المضاربة إلى الاستثمار متوسط وطويل الأجل، وبالتالي

الاحتفاظ بالأسهم لفترة أطول، كما شهدت السوق المالية السعودية تراجع ملموس في مستويات السيولة خلال سنة 2015 حيث تراجعت قيمة التداول بنسبة 22.6٪، متأثرة بانخفاض مستويات أسعار النفط سنة 2014. وإستمر تراجع حجم التداول خلال السنوات 2016 و2017 متأثراً بتراجع أسعار النفط سنة 2014، على الرغم من زيادة عدد الشركات المدرجة بالسوق، إضافة إلى السماح للمستثمرين الأجانب الغير مقيمين بالاستثمار المباشر في الأوراق المالية السعودية، ليشهد بعدها حجم التعامل إنتعاشاً خلال السنوات من سنة 2018 إلى سنة 2020، نتيجة للإجراءات التي إتخذتها المملكة في إطار برنامج الريادة المالية، وبلغت أوجها سنة 2020 حيث سجلت قيمة التداول بالسوق المالية السعودية 2094.814 مليار ريال كأعلى مستوى منذ سنة 2006، فيما بلغ عدد الأسهم المتداولة 79323.8 مليون سهم، وذلك نتيجة لإدراج شركة الزيت العربية السعودية "أرامكو" في السوق المالية السعودية سنة 2019، ويذكر في هذا الإطار أنه جرى إنضمام السوق المالية السعودية، إلى مؤشرات الأسواق الناشئة الأمر الذي ساهم في تحسن معدلات التداول، وتحسن قيم تداولات الأجانب.

إن حركة التداول بالسوق المالية السعودية تتميز بإرتفاع عدد الأسهم المتداولة وقيمة التداول، وهو ما يعبر عنه بإرتفاع إتساع وعمق السوق، ويظهر الشكل أدناه تطور متوسط عدد الأسهم المتداولة يوميا بالسوق المالية السعودية، خلال الفترة (2006-2020):

الشكل رقم (03:03): متوسط عدد الأسهم المتداولة يوميا بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2020)

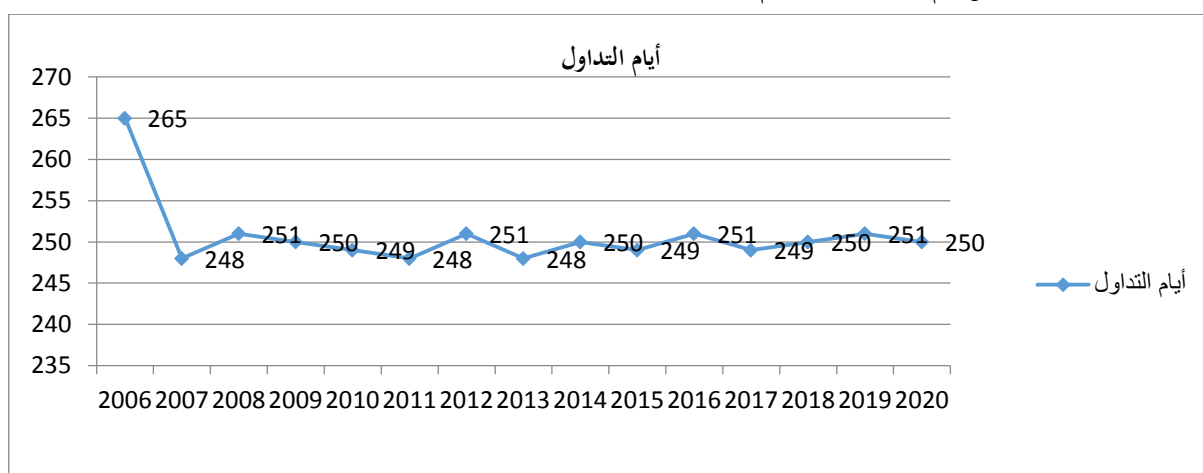


المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: السوق المالية السعودية. (2006-2020). تقارير إحصائية. متوفر على الموقع:

<https://www.saudiexchange.sa>

من خلال الشكل أعلاه، تشير القيم إلى أن متوسط التداول اليومي يتراوح بين 133.8 مليون سهم كأدنى حد و328.86 مليون سهم كأقصى حد، حيث سجلت القيمة 133.8 مليون سهم سنة 2010 وذلك نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، كما سجلت أعلى مستوياتها خلال سنتي 2012 و2020 بقيمة 328.86 مليون سهم و316.03 مليون سهم على التوالي، ويرجع ذلك إلى طرح الشركات الكبرى للتداول مثل إدراج شركة الزيت العربية السعودية "أرامكو" سنة 2019. أما بالنسبة لتطور عدد أيام التداول بالسوق السعودية خلال الفترة (2006-2020)، فنوضحه بالشكل الموالي:

الشكل رقم(04:03): عدد أيام التداول بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2020)



المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: السوق المالية السعودية. (2006-2020). تقارير إحصائية. متوفر على الموقع:

<https://www.saudiexchange.sa>

وصل عدد أيام التداول في سنة 2006 أقصاه بالسوق السعودية إلى 265 يوماً، ويرجع ذلك إلى فترة الإزدهار التي مرت بها

السعودية، وبلغ أدناه 248 يوماً خلال السنوات 2007، 2011، وهذا راجع إلى إخمات السوق المالية السعودية سنة 2006 وتداعيات الأزمة المالية العالمية.

ثانياً. تطور قيمة التداول على المستوى القطاعي: بعد دراسة تطور حجم التداول بالسوق المالية السعودية على المستوى الكلي، نحاول تحت هذا العنوان عرض وتحليل تداولات الأسهم على المستوى القطاعي، وتم تقسيمها إلى فترات تبعاً لتصنيف القطاعات بالسوق المالية السعودية، ولعرض هذا التطور نورد ما يلي:

يوضح الجدول التالي حجم التداول على المستوى القطاعي للفترة 1990-2007:

جدول رقم(07:03): قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة(1990-2007)

السنوات	قيمة التداول قطاع المصارف	نسبة التداول في قطاع المصارف إلى الاجمالي	قيمة التداول قطاع الصناعة	نسبة التداول في قطاع الصناعة إلى الاجمالي	قيمة التداول قطاع الخدمات	نسبة التداول في قطاع الخدمات إلى الاجمالي
1990	2.256	51.2	1.027	23.32	0.231	4.83
1991	3.613	42.37	2.219	26.02	1.344	15.76
1992	7.096	51.79	2.943	21.48	2.061	15.04
1993	8.642	49.78	3.519	20.27	4.162	23.97
1994	6.189	-24.88	8.056	32.39	8.936	35.92
1995	7.832	33.72	10.383	44.70	3.199	-13.73
1996	10.406	41.0	5.717	-22.5	3.456	13.6
1997	29.280	47.2	11.009	17.7	11.572	18.6
1998	32.820	63.7	9.520	-18.5	4.558	-8.8
1999	34.870	61.6	10.236	18.1	6.086	10.8
2000	29.520	-45.3	20.392	31.2	4.820	-7.4
2001	24.385	-29.16	26.207	31.34	7.216	8.63
2002	25.961	19.4	32.546	24.3	33.790	25.3
2003	35.8	6.0	171.552	28.8	146.580	24.6

30.8	547.234	35.2	624.554	3	53.1	2004
23.60	976.880	44.80	1854.374	5.77	238.86	2005
29.0	1523.852	40.4	2124.608	5.6	294.753	2006
-32.5	831.656	-36.5	934.661	-4.4	112.947	2007

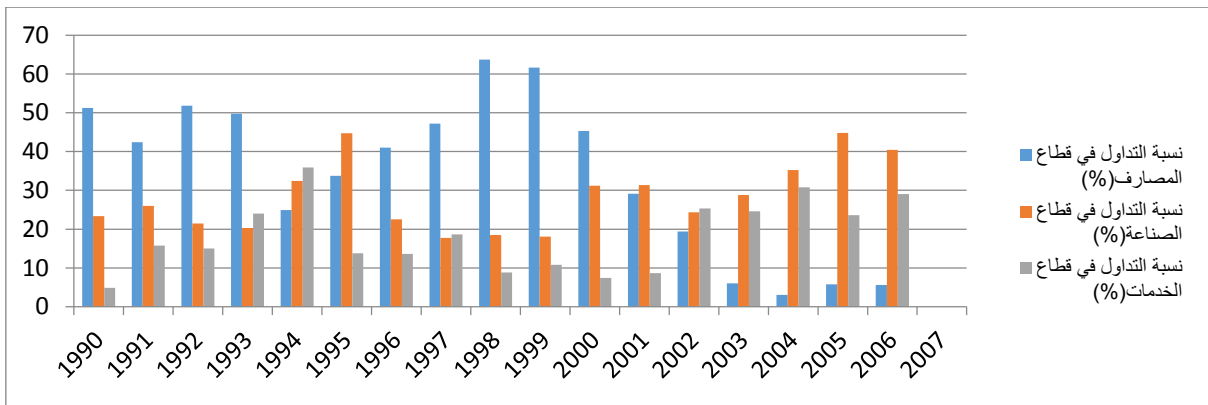
المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: البنك المركزي السعودي. (1989-2008). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

<https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة تداول الأسهم على المستوى القطاعي شهدت تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، كما نلاحظ تركز حجم التداول في قطاعات المصارف والصناعة والخدمات، ولوحظ نمو قيمة التداول بمعدلات موجبة خلال الفترة 2000-2006، بلغت أقصى معدلها سنة 2006 بقيمة 294.753 مليار ريال، 2124.608 مليار ريال، 1523.852 مليار ريال لكل من قطاعات المصارف والصناعة والخدمات على التوالي، وفيما يخص نسبة التداول القطاعي من إجمالي حجم التداول إستحوذ قطاع الصناعة سنة 2006 على نسبة 40.4% من إجمالي حجم التداول، تلاه قطاع الخدمات بنسبة 29.0%، وتلاه قطاع المصارف بنسبة 5.6%، كما شهدت سنة 2007 تراجع في نشاط قطاعات المصارف وقطاع الصناعة وقطاع الخدمات بنسب 61.68%، 56%، 45.42% على التوالي، ويعود ذلك لإنخفاض أسعار الأسهم، ونشاط التداول نتيجة لإختيار السوق المالية السعودية سنة 2006.

ويوضح الشكل أسفله تطور نسبة التداول القطاعي بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (1990-2007):

الشكل رقم (03:05): نسب التداول القطاعي للفترة (1990-2007)



المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (03:07).



وفيما يخص تطور قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة 2008-2016، نورد الجدول الآتي:

جدول رقم(08:03):قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة(2016-2008)

السنوات	قيمة التداول في قطاع المصارف والخدمات المالية	نسبة التداول في قطاع المصارف والخدمات المالية بالنسبة للإجمالي	قيمة التداول في قطاع الصناعات البتروكيماوية	نسبة التداول في قطاع الصناعات البتروكيماوية بالنسبة للإجمالي	قيمة التداول في قطاع التأمين	نسبة التداول في قطاع التأمين بالنسبة للإجمالي
2008	209.0	10.6	637.7	32.5	153.1	7.8
2009	139.4	11.8	299.9	23.7	201.1	15.9
2010	98.7	13.0	287.3	37.8	90.3	11.9
2011	73.6	6.7	329.4	30.0	197.5	18.0
2012	163.0	8.5	311.2	16.1	451.0	23.4
2013	132.8	9.7	196.4	14.3	266.8	19.5
1014	279.7	13.0	332.6	15.5	319.1	14.9
2015	295	17.8	270	16.3	211	12.7
2016	219	19.0	214	18.5	159	13.8

المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: البنك المركزي السعودي. (2009-2017). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

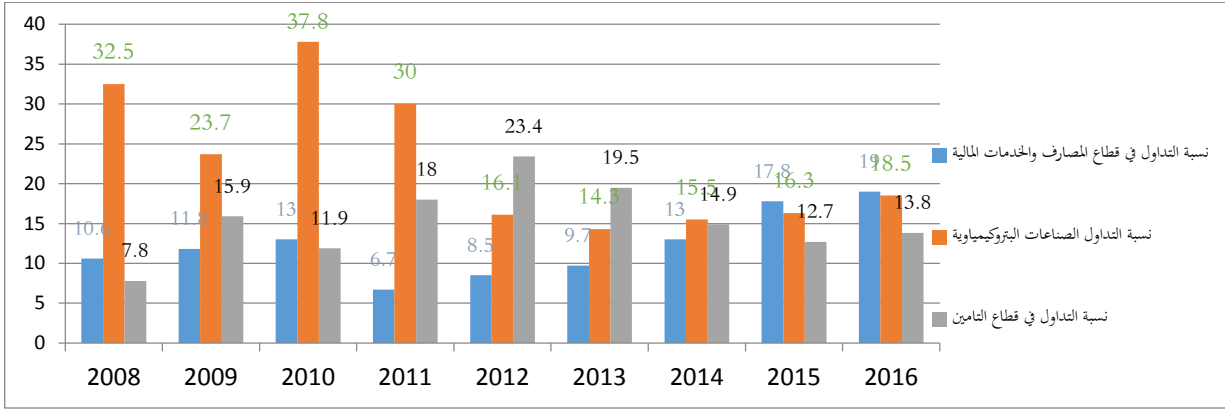
<https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة التداول على المستوى القطاعي شهدت تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة(2008-2016)، كما نلاحظ إستحواذ قطاعات المصارف والخدمات المالية والصناعات البتروكيماوية، والتأمين على حركة التداول، وبلغ متوسط نسبة التداول 12.23٪ في قطاع المصارف والخدمات، و 22.74٪ لقطاع الصناعات البتروكيماوية، و 15.32٪ لقطاع التأمين، كما شهدت قيمة التداول في القطاعات تراجعاً خلال السنوات 2009 و 2010، متأثرة بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حيث إنخفضت أسعار الأسهم، الناتجة عن إنخفاض الطلب وإرتفاع العرض عليها، وبالتالي إنخفاض قيمة التداول.

وتم تسجيل أعلى مستوى لقيمة تداول الأسهم سنة 2014 بقيمة 279.7مليار ريال لقطاع المصارف، والخدمات المالية و 332.6مليار ريال لقطاع الصناعات البتروكيماوية، و 319.1مليار ريال لقطاع التأمين، أما فيما يخص نسب التداول القطاعي سجلت ما قيمته 13.0٪ بالنسبة لقطاعات المصارف والخدمات المالية، و 15.5٪ لقطاع الصناعات البتروكيماوية و 14.9٪ لقطاع التأمين .

ويوضح الشكل أسفله تطور نسبة التداول القطاعي بالسوق المالية السعودية خلال الفترة (2009-2016):

الشكل رقم(06:03):نسب التداول على المستوى القطاعي للفترة(2009-2016)



المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم(08:03)

أما فيما يخص تحليل تطور حجم التداول على المستوى القطاعي للفترة 2017-2020، فنورد الجدول الآتي:

جدول رقم(09:03):قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة(2017-2020)

السنوات	قيمة التداول في قطاع البنوك	نسبة تداول البنوك بالنسبة للإجمالي	قيمة التداول في قطاع التأمين	نسبة تداول قطاع التأمين بالنسبة للإجمالي	قيمة التداول في قطاع المواد الأساسية	نسبة تداول قطاع المواد الأساسية بالنسبة للإجمالي
2017	194.9	23.3	99.0	11.8	191.3	22.9
2018	221.7	25.5	62.9	7.2	273.5	31.4
2019	280.0	31.8	48.8	5.6	214.3	24.4
2020	247.8	11.9	185.0	8.9	612.2	16.07

المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: البنك المركزي السعودي. (2016-2021). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

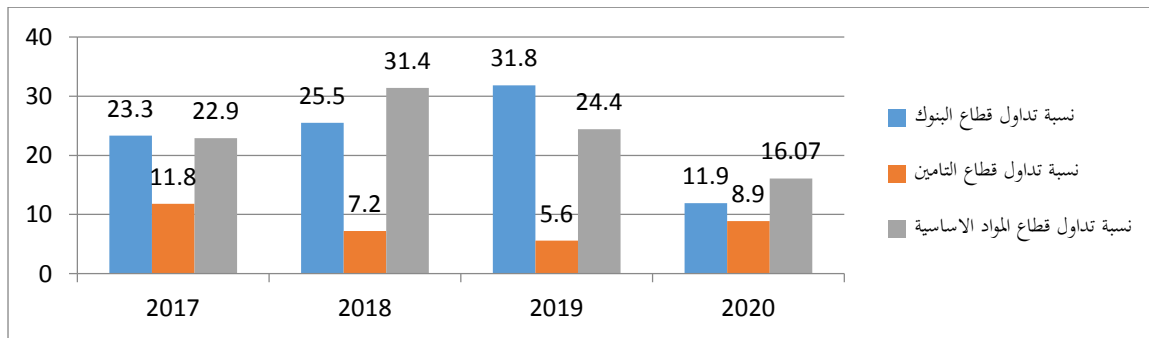
<https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الجدول أعلاه تذبذباً في قيمة التداول على المستوى القطاعي بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة 2017-

2020، كما نلاحظ إستحواذ قطاع البنوك والمواد الأساسية والتأمين على قيمة التداول، حيث سجل متوسط نسبة التداول ما قيمته 23.12٪ بالنسبة لقطاع البنوك، و 8.37٪ بالنسبة لقطاع التأمين، و 23.69٪ بالنسبة لقطاع المواد الأساسية.

ويوضح الشكل أسفله تطور قيمة التداول على المستوى القطاعي للفترة 2017-2020:

الشكل رقم(07:03):نسب التداول على المستوى القطاعي للفترة(2017-2020)



المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم(09:03)

#### الفرع الرابع: تطور الرسملة البورصية و سيولة السوق

نركز في هذا الفرع على دراسة وتحليل الرسملة البورصية ومعدل التداول ومعدل الدوران في السوق المالية السعودية.

أولاً. تطور الرسملة البورصية: تعد الرسملة البورصية ومعدل رسملة السوق من أهم المؤشرات التي تقيس تطور سوق الأوراق المالية وإتساعها، وبالتالي نمو حجم الإستثمارات في السوق، وبحسب معدل الرسملة بنسبة ما تمثله القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، حيث يعكس هذا المؤشر مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتنويع المخاطر.

والجدول التالي يوضح تطور معدل الرسملة للفترة من سنة 1990 إلى سنة 2020:

جدول رقم (10:03): تطور الرسملة البورصية و معدل الرسملة للفترة (1990-2020)

السنوات	الرسملة البورصية (مليار ريال)	نسبة التغير (%)	معدل الرسملة (%)	السنوات	الرسملة البورصية (مليار ريال)	نسبة التغير (%)	معدل الرسملة (%)
1990	97.30	-	23.97	2001	275.0	7.8	35.88
1991	180.80	85.56	36.55	2002	280.7	2.1	39.82
1992	206.10	13.99	40.12	2003	589.9	110.1	39.52
1993	197.90	-3.97	39.76	2004	1148.6	94.7	72.9
1994	145.10	-26.68	28.64	2005	2438.2	112.3	118.41
1995	153.39	57.13	28.5	2006	1225.9	49.7-	198.08
1996	171.98	10.80	28.94	2007	1946.4	58.8	86.85
1997	222.70	29.50	35.87	2008	924.5	52.5-	124.83
1998	159.91	-28.19	29.06	2009	1195.5	29.3	47.65
1999	229.0	43.20	37.67	2010	1325.4	10.9	74.28
2000	255.0	11.4	23.97	2011	1270.8	4.1-	66.91

المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: البنك المركزي السعودي. (1989-2021). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

<https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن القيمة السوقية الاجمالية للأسهم ومعدل مساهمة الرسملة البورصية في الناتج المحلي الإجمالي في السوق السعودية، حققت تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض طول مدة الدراسة (1990-2020)، ولكن إجمالاً حققت ارتفاعاً كبيراً، حيث تراوح معدل الرسملة البورصية بين 23.97% كأقل نسبة و 349.60% كأعلى نسبة سنة 2020، وهذا على أثر تبني المملكة لمجموعة من القوانين والإجراءات لتطوير وتنظيم سوق الأوراق المالية منذ تأسيسها، إضافة إلى الإجراءات والتدابير التي إتخذتها هيئة السوق المالية في إطار برنامج الريادة المالية، والوصول إلى سوق مالية متقدمة.

نلاحظ كذلك أن الفترة من سنة 1990 إلى سنة 2000 شهدت معدلات نمو مستقرة، في القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق ومعدل الرسملة البورصية، ويشكل متوسط الرسملة البورصية 180.8 مليار ريال، فيما يشكل متوسط معدل الرسملة البورصية 32.09%، ويعود ذلك إلى إنتهاء حرب الخليج، وقلة عدد الشركات المدرجة في السوق.

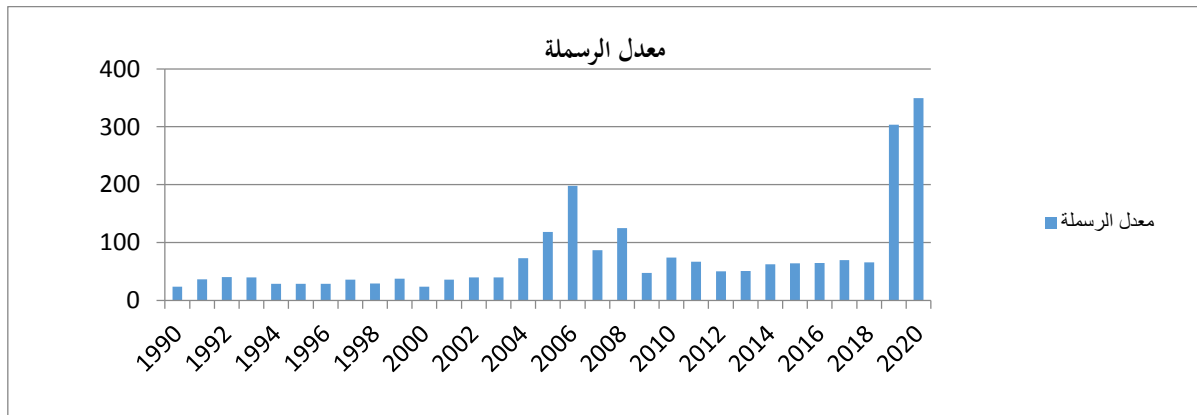
ويلاحظ أيضاً أن الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2005 شهدت تحقيق معدلات نمو متزايدة في نسبة مساهمة القيمة السوقية للسوق المالية السعودية في الناتج المحلي الإجمالي، حيث حققت ارتفاعاً قياسياً سنة 2005 بتسجيلها لنسبة 198.08% فيما بلغت سنة 2001 ما قيمته 35.88%، وذلك لإرتفاع القيمة السوقية للسوق المالية السعودية، نتيجة للإصلاحات الهيكلية والمؤسسية التي قامت بها الحكومة، وإدراج الشركات الكبرى بالسوق المالية، وإرتفاع أسعار النفط وعدد المستثمرين في السوق، والأداء المالي القوي لمعظم الشركات المساهمة، لتشهد بعدها الرسملة البورصية تراجعاً سنة 2006 بقيمة 1225.9 مليار ريال مقابل 2438.2 مليار ريال سنة 2005، فيما سجلت نسبة الرسملة البورصية تراجعاً بمعدل 67.45% نتيجة لإنهيار السوق السعودية.

لتشهد السوق خلال الفترة من سنة 2007 إلى سنة 2020 تذبذب كبير في الرسملة البورصية ومعدل الرسملة البورصية من الناتج المحلي الإجمالي، حيث إتخذ معدل الرسملة منحى تصاعديا سنة 2007 بمعدل 43.73% مقارنة بسنة 2006 مدعوما بارتفاع أسعار النفط، والجهود الإصلاحية والهيكلية التي قامت بها هيئة السوق المالية، قبل أن تشهد أثناء الأزمة المالية العالمية سنة 2008 أدنى مستوى لها بقيمة 47.65%، وبمعدل إنخفاض يفوق 62% مقارنة بالسنة السابقة، لتعود هذه النسبة بعد ذلك في تحقيق معدلات نمو موجبة خلال الفترة من سنة 2009 إلى سنة 2014، بإستثناء سنتي 2010 و2011، وذلك مع تسارع تعافي خطى الاقتصاد العالمي، وإرتفاع أسعار النفط بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وتواصل الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية للسوق المالية السعودية، أما عن سنة 2015 فقد وصلت هذه النسبة نموها الإيجابي مسجلة 64.36% مقارنة بسنة 2014، بالرغم من إنخفاض أسعار النفط العالمية، مستفيدة من الإجراءات الإصلاحية لهيئة السوق المالية، وذلك بالعمل على الحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية، تنمية الوعي الاستثماري، حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة وضرورة تطبيق قواعد الشفافية والافصاح، تخفيف قواعد و إجراءات الاستثمار الأجنبي في السوق السعودية.

كما سجلت السوق المالية السعودية في الفترة 2016-2020 نموا ملحوظا في القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة ومعدل الرسملة البورصية، متجاوزة آثار تراجع أسعار النفط على الاقتصاد الوطني، بالإضافة إلى التطورات العالمية المتمثلة في تباطؤ تعافي الاقتصاد العالمي، وإرتفاع اسعار الفائدة، وبلغت نسبة الرسملة البورصية ذروتها سنة 2020 بقيمة 349.60%، حيث طرحت هيئة السوق المالية سنة 2019 شركة "أرامكو" السعودية، وأدرجتها في السوق المالية الرئيسية كأكبر إدراج على مستوى العالم.

والشكل التالي يوضح تطور معدل الرسملة السوقية خلال الفترة من 1990 إلى 2020:

شكل رقم (08:03): تطور معدل الرسملة للفترة (1990-2020)



المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (10:03).

ثانيا. **تطور سيولة السوق:** سيولة السوق هي أحد المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية، وقدرة السوق على شراء وبيع الأوراق المالية المدرجة، مما يعني أن السوق ذات السيولة العالية تتيح للمستثمرين فرصا لتقليل مخاطر التصريف والاستثمار في المشاريع طويلة المدى، والذي من شأنه رفع كفاءة تخصيص الموارد المالية، ويتم قياس سيولة السوق كما تم الإشارة إليها في الجانب النظري، بمؤشرين هما: معدل التداول و معدل الدوران.

أ. **معدل التداول:** هو مؤشر مهم يقيس سيولة البورصة ودورها في النشاط الاقتصادي، ويتم قياسه من خلال القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق لفترة زمنية معينة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة، وعادة ما يربط الاقتصاديون مؤشري حجم السوق ومعدل التداول، لإحتمال أن تكون السوق واسعة، ولكنها غير نشطة من حيث حجم التداول، وبالتالي يعكس هذا المؤشر دور البورصة في توفير السيولة اللازمة للاستثمارات .

ب. **معدل الدوران:** يعكس مؤشر معدل الدوران درجة نشاط السوق، ويقاس بالقيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق نسبة إلى رصمة السوق، حيث يؤشر معدل الدوران المرتفع على انخفاض تكاليف الصفقات وسرعة التداول، ويجب أن يؤخذ هذا المؤشر بحذر لأنه من الممكن أن يكون معدل الدوران المرتفع نتيجة لعمليات المضاربة.  
ونعرض الجدول التالي الذي يبين تطور هذين المؤشرين:

الجدول رقم(11:03):معدل التداول و معدل دوران الأسهم للفترة(1990-2020)

السنوات	معدل التداول	معدل الدوران	السنوات	معدل التداول	معدل الدوران	السنوات	معدل التداول	معدل الدوران
1990	1.08	4.53	2001	12.11	30.4	2012	69.46	77.54
1991	1.72	4.71	2002	18.82	47.61	2013	48.54	117.44
1992	2.66	6.65	2003	73.7	101.1	2014	75.02	103.77
1993	3.48	8.76	2004	182.78	154.38	2015	66.78	77.48
1994	4.91	17.15	2005	335.97	169.75	2016	47.51	48.38
1995	4.32	15.18	2006	372.26	429.18	2017	31.71	46.25
1996	4.3	14.88	2007	163.94	131.43	2018	29.19	48.40
1997	10.13	27.82	2008	100.68	212.21	2019	27.84	77.54
1998	9.35	32.19	2009	78.1	105.14	2020	69.46	117.44
1999	9.32	24.7	2010	38	56.93	-	-	-
2000	9.18	25.6	2011	43.42	86	-	-	-

المراجع: من إعداد الباحثة بالإعتماد على: البنك المركزي السعودي. (2016-2021). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

<https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن معدل التداول و معدل الدوران شهدا تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة (1990-2020)، و نجد أن حركة الأسهم في السوق من سنة 1990 إلى سنة 2000 شهدت ارتفاعا ملحوظا، فقد إرتفع معدل التداول من 1.08% سنة 1990 إلى 9.18% سنة 2000، وهو إرتفاع بلغت نسبته 75% كما إرتفع معدل الدوران من 4.53% في 1990 سنة إلى 25.6% سنة 2000، ويرجع ذلك إلى فعالية نظام التداول الجديد في السوق، إضافة إلى زيادة نمو الإقتصاد نتيجة لإرتفاع الانفاق الحكومي، والسماح للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في السوق، كما نلاحظ خلال هذه الفترة صغر عمق السوق، والذي يعود إلى كبر حجم الأسهم غير المتداولة التي تمتلكها الحكومة.

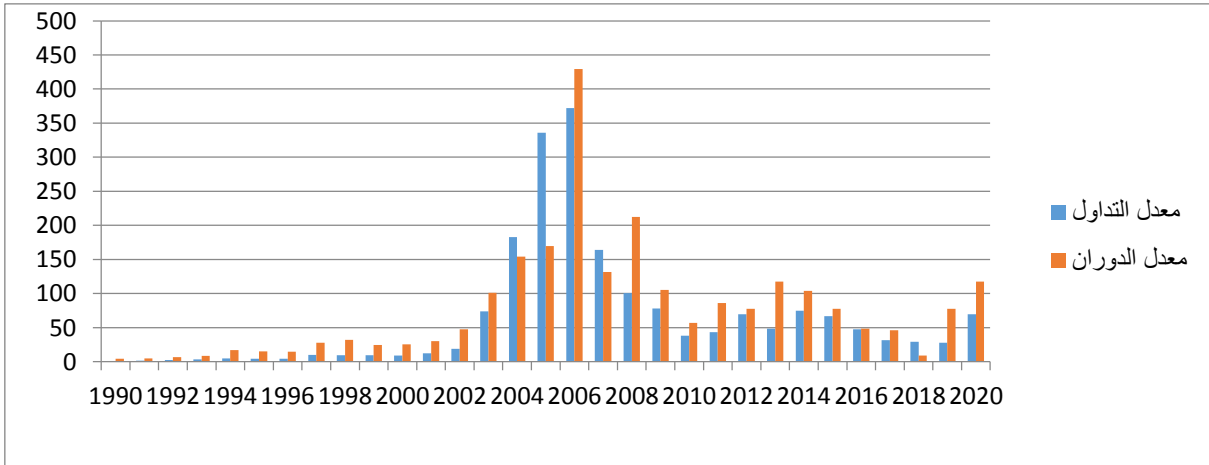
ويلاحظ أيضا من الجدول أن الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2006 شهدت تحقيق سيولة مرتفعة بالسوق المالية السعودية، ومعدلات نمو متزايدة لمساهمة قيمة الأسهم المتداولة في الناتج المحلي الإجمالي ومعدل دوران الأسهم بلغت ذروتها سنة 2006، فقد إرتفع معدل التداول من 12.11% سنة 2001 إلى 372.26% سنة 2006، فيما إرتفع معدل الدوران بنسبة من 30.4% سنة 2001 إلى 429.18% سنة 2006، ويرجع ذلك إلى إرتفاع قيمة الأسهم المتداولة مستفيدة من الجهود الإصلاحية والهيكلية، التي تبنتها الدولة والمهادفة لتنظيم السوق المالي، تحقيق العدالة والشفافية في المعاملات المالية، والإستخدام الواسع لتكنولوجيا الإعلام والاتصال، كما ساهم في زيادة السيولة في البورصة طرح الشركات الضخمة للإكتتاب العام وإرتفاع أسعار النفط.

لتشهد السوق بعد ذلك عدم إستقرار في تداولات الأسهم خلال الفترة من سنة 2007 الى سنة 2015، حيث شهدت مساهمة القيمة المتداولة في الناتج المحلي الاجمالي إنخفاضاً من سنة 2007 إلى سنة 2010 بلغ أقصاه سنة 2010، بنسبة فاقت 51% مقارنة بالسنة السابقة، فيما تراجع معدل الدوران بنسبة 45.85% مقارنة بسنة 2009، يعود ذلك لتراجع أسعار الأسهم المتداولة نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، لتشهد بعدها سيولة السوق إرتفاعاً خلال الفترة من سنة 2011 الى سنة 2014 بإستثناء سنة 2013، حيث إرتفع معدل التداول إلى 75.02% سنة 2014 مقارنة بـ 43.42% سنة 2011، فيما إرتفع معدل الدوران خلال الفترة من 2011 إلى 2014 بنسبة 86% سنة 2011 إلى 103.77% سنة 2014، لتسجل بعدها سيولة السوق تراجعاً سنة 2015، حيث تراجع معدل التداول بنسبة 11%، حيث إنخفض من 75.02% سنة 2014 إلى 66.78% سنة 2015، فيما سجل معدل الدوران تراجعاً بنسبة 25.33% من 103.77% سنة 2014 إلى 77.48% سنة 2015، متأثرة بالصدمة النفطية لسنة 2014، لإرتباطها الشديد بالعائدات النفطية التي شهدت تراجعاً لانخفاض أسعار المحروقات.

وبالنظر لتداولات ونشاط السوق خلال الفترة من سنة 2016 الى سنة 2018، شهدت السوق تسجيل معدلات نمو سالبة لمعدل التداول، متأثرة بتراجع أسعار النفط والأوضاع الإقليمية والدولية، لتشهد سيولة السوق إرتفاعاً كبيراً سنة 2020، حيث إرتفع معدل التداول بنسبة 149.49% عن السنة السابقة مسجلاً قيمة 69.46%، فيما شهد معدل الدوران خلال هذه الفترة معدلات متباينة، بلغت أوجها سنة 2020 مسجلة ما قيمته 117.44% و بإرتفاع بنسبة 51.45% عن السنة السابقة، نتيجة لإرتفاع عدد الأسهم المتداولة، وحركة التداول في السوق نتيجة لإدراج شركة أرامكو السعودية، إضافة إلى إنضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق الناشئة، الأمر الذي ساهم في تحسن معدل التداول ونشاط السوق.

والشكل التالي يوضح معدل دوران الأسهم ومعدل التداول للفترة (1990-2020).

شكل رقم (09:03): معدل الدوران ومعدل التداول للفترة (1990-2020)



المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (11:03).

#### الفرع الخامس: تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر و المؤشر العام

نعرض في هذا الفرع تحليل تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر، والمؤشر العام للسوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة. أولاً: تطور الاستثمار الأجنبي غير المباشر: إتخذت هيئة السوق المالية عدة إجراءات لتحفيز دخول المستثمرين الأجانب، بشكل مباشر أو غير مباشر إلى السوق المالية السعودية، حيث سمحت للمستثمرين الأجانب المقيمين بالإستثمار في السوق السعودية بشكل مباشر إبتداءاً من سنة 2006، وعدم إقتصار إستثمارهم (المستثمرين الأجانب المقيمين) على صناديق

الاستثمار، وفي سنة 2008 تم السماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالاستثمار في الأوراق المالية عبر إتفاقية المبادلة مع إحدى شركات الوساطة المرخص لها من قبل الهيئة، ومن أجل رفع تحرير السوق السعودية سمحت هيئة السوق المالية للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالإستثمار المباشر في سنة 2015، ومن المرجح أن يساهم ذلك في زيادة عملية التدفقات المالية و تقليل تكلفة رأس المال، وزيادة حجم السيولة بالسوق المالية.

يوضح الجدول أسفله تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر، ونسبة مساهمة المستثمرين السعوديين وغير السعوديين في القيمة السوقية للشركات المدرجة:

جدول رقم (12:03): تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر و نسبة مساهمة السعوديين وغير السعوديين في القيمة السوقية للشركات المدرجة خلال الفترة (2008-2020)

السنوات	صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر (مليون ريال)	مساهمة السعوديين في القيمة السوقية (%)	مساهمة غير السعوديين في القيمة السوقية (%)
2008	-19.2	97.95	2.05
2009	-19.5	98.13	1.87
2010	5635.12	97.11	2.89
2011	-829.87	97.1	2.90
2012	134.8	97.13	2.70
2013	6063.75	96.78	3.22
2014	34.87	96.71	3.29
2015	-3730.12	96.2	3.8
2016	-3005.25	95.8	6.6
2017	-8010	95.5	6.2
2018	3078.75	98.35	6.3
2019	91177.784	92.99	7.01
2020	18746.575	97.86	2.14

المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: هيئة السوق المالية السعودية. (2008-2020). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

<https://www.cma.org.sa>

-البنك المركزي السعودي، التقارير السنوية، (2016-2021)، متوفرة على الموقع:

<https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الجدول أعلاه إرتفاع حجم الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في القيمة السوقية لشركات المساهمة السعودية لكن بنسب منخفضة، وفيما يخص القيمة المتداولة للمستثمرين الأجانب بالسوق السعودي سجلت السوق المالية السعودية تدفق سالب لتعاملات الأجانب (صافي بيع) خلال سنتي 2008 و 2009 بقيمة 19.2 مليون ريال و 19.5 مليون ريال على التوالي، أي أن عمليات البيع للأجانب فاقت عمليات الشراء عاكسة بذلك خروج المستثمرين الأجانب من السوق، وذلك إنعكاساً لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وقد بلغت مساهمة غير السعوديين في الشركات المدرجة ما نسبته 1.87% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة في حين بلغت نسبة ملكية السعوديين 98.18% .

وتأثرت تعاملات الأجانب إيجاباً مع السماح للمستثمرين الأجانب بالتداول بالسوق المالية السعودية خلال الفترة 2012-2014، وسجل صافي تعاملات الأجانب خلال سنة 2014 صافي تدفق موجب بقيمة 34.87 مليون ريال فقط مقارنة بصافي

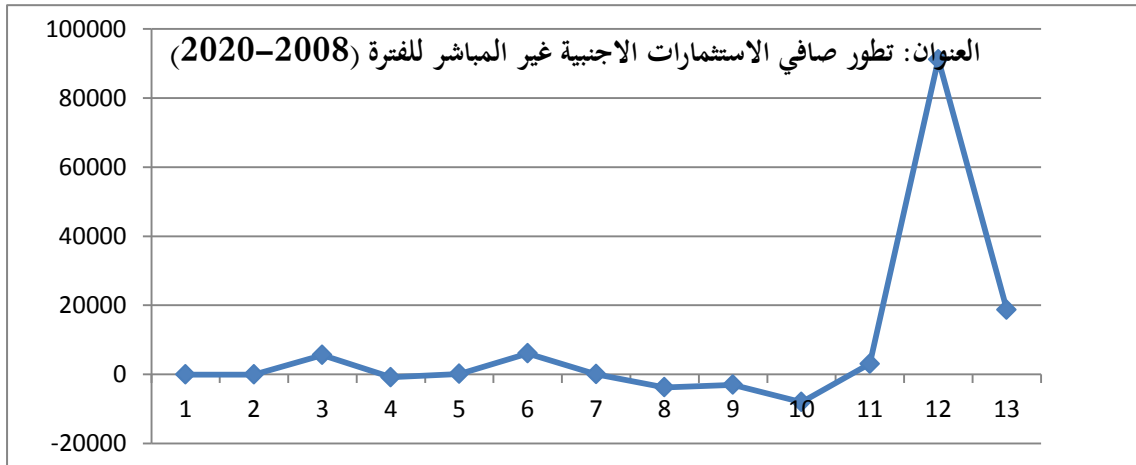
تدفق موجب بقيمة 6063.75 مليون ريال في السنة الماضية، وقد يرجع ذلك إلى تراجع أسعار النفط خلال الثلث الأخير من عام 2014 والذي أثار المخاوف لدى المستثمرين الأجانب، فيما سجلت مساهمة غير السعوديين في الشركات المدرجة ما نسبته 3.29% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة.

وسجل صافي تعاملات الأجانب أكبر تدفق سالب خلال سنة 2015 حيث سجل صافي تدفق سالب بنحو 3 مليارات ريال، وإستمر تسجيل تدفق سالب لتعاملات الأجانب خلال سنتي 2016 و 2017، متجاهل بذلك حزمة التحفيز المقدمة للمستثمر الأجنبي، وذلك مع إستمرار تراجع أسعار النفط العالمية، إلى جانب العوامل الجيوسياسية في المنطقة العربية.

وخلال سنة 2018 ارتفع صافي تعاملات الأجانب ليسجل صافي شراء بقيمة 3078.75 مليون ريال، وبلغ أقصاه سنة 2019 بنحو 83906.25 مليون ريال، فيما سجلت أعلى نسبة لمساهمة غير السعوديين في الشركات المدرجة بقيمة 7.01% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة، نتيجة لترقية السوق المالية السعودية إلى الأسواق الناشئة، والطروحات الأولية لشركة أرامكو، إضافة إلى تحسن الأوضاع الجيوسياسية بالدول العربية، والإنخفاض المتتالي لأسعار الفائدة العالمية، الأمر الذي أثر إيجاباً على تعاملات المستثمرين الأجانب بالسوق المالية السعودية.

ويوضح الشكل الموالي تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر بالسوق المالية السعودية خلال الفترة من 2008 إلى 2020:

شكل (10:03): تطور صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر للفترة (2008-2020)

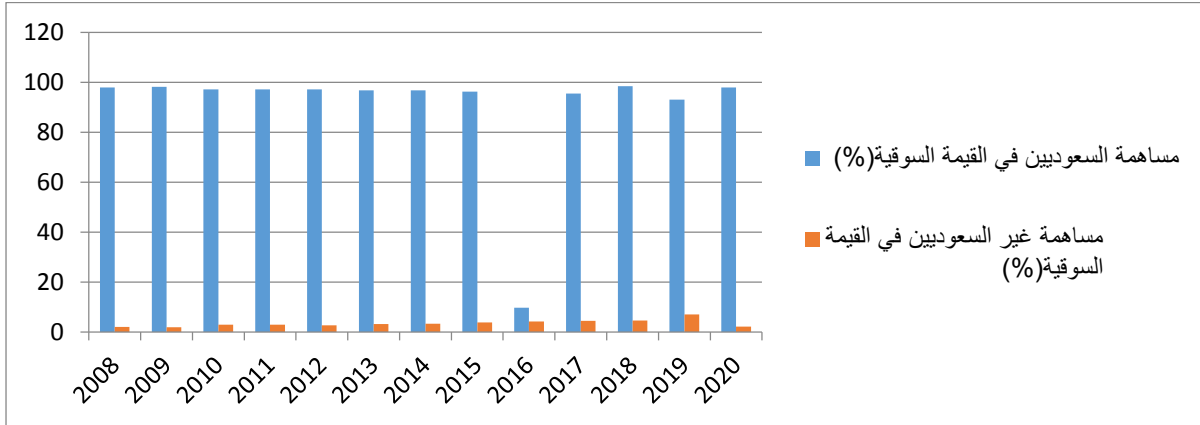


المرجع: بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (12:03)



أما عن تطور نسبة مساهمة السعوديين وغير السعوديين في القيمة السوقية للشركات المدرجة فيبينها الشكل التالي:

شكل(11:03): مساهمة السعوديين وغير السعوديين في القيمة السوقية للشركات المدرجة للفترة(2008-2020)



المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم(12:03).

ثانيا. تطور المؤشر العام للسوق المالية السعودية: إنطلق المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية في إعداد مؤشر البورصة المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 1985/02/28، وهذا التاريخ مهم لأنه تاريخ الأساس لحساب مؤشر البورصة حيث أن قيمته في ذلك الوقت كانت تعادل 100 نقطة فقط، وقد تم تغيير هذه القيمة المرجعية لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس 1985، وقد إستمر إعداد المؤشر العام لأسعار الأسهم المحلية من قبل المركز الوطني حتى 1996/01/17-13 حيث أصبحت تعده مؤسسة النقد العربي السعودي (القاضي).

ويعكس المؤشر العام "TASI" تطور القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في السوق المالية الرئيسية، لذلك فهو بمثابة ترمومتر يقيس نشاط البورصة وإزدهارها، وبالتالي هو يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني لا سيما فيما يتعلق بربحية الشركات المساهمة، وزيادة ثقة الجمهور والمستثمرين في مستقبل اقتصاد الدولة، وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين، وهناك إهتمام كبير بمتابعة تطور المؤشر من قبل المحللين الماليين داخل المملكة خارجها، ويتم متابعته ونشره على نطاق واسع محليا ودوليا (القاضي).

أ. حساب المؤشر: مثل جميع الأسواق المالية العالمية، تعتمد طريقة حساب المؤشر العام للسوق المالية السعودية منذ اليوم الأول لافتتاحه بناء على القيمة السوقية للأسهم، حيث يتم إستخدام القيمة الاجمالية لسهم الشركة المعينة في السوق كعامل لتحديد وزن ذلك السهم في المؤشر، وتجري عملية بناء المؤشر العام "TASI" تاسي على ثلاث مراحل: (بن ربيعان، 2020، صفحة 67)

الأولى: يتم تجميع القيمة السوقية لجميع الأسهم في اليوم الذي سيتم حساب المؤشر له، يمكن أن يطلق عليها  $P_t$ .

الثانية: يتم تقسم القيمة السوقية لليوم الذي سيتم حساب المؤشر له على القيمة السوقية لجميع الأسهم في اليوم السابق له،

ويطلق عليها  $P_{t-1}$ .

الثالثة: يتم ضرب النتيجة في قيمة المؤشر لليوم السابق.

ونبين كيفية حساب المؤشر "TASI" وفقا للعلاقة التالية:

$$TASI_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} * TASI_{t-1}$$

وتتمثل أهم خصائص المؤشر فيما يلي: (القاضي)

- يعكس المؤشر بشكل مباشر وسريع الصعود والهبوط اليومي في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة لا تتغير إلا ببطء).
- يعكس المؤشر بشكل غير مباشرة الانتعاش الاقتصادي المتوقع (أو الركود) وثقة المستثمرين في السوق، وعوامل أخرى مثل توافر السيولة وجاذبية (أو عدم جاذبية) قنوات الاستثمار الأخرى (مثل العقارات وأسعار الفائدة و الأسواق الأجنبية المفتوحة)، وكذلك الظروف السياسية المحيطة.
- تسمح صيغة المؤشر بتكيفه في حالة حدوث تغيير في تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق، أو تجزئة ودمج الأسهم، أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو رفع أو خفض رأس المال المدفوع جزئياً أو اندماج الشركات.
- لا يعكس المؤشر حجم الأسهم المتاحة للتداول العام أو حجم التنفيذ اليومي.

#### ب. أداء السوق المالية السعودية "تداول" للفترة من (1990-2020)

يوضح الجدول رقم(15) المؤشر العام لأسعار الأسهم بالسوق المالية السعودية، ومعدل نموه السنوي خلال الفترة من سنة 1990 إلى سنة 2020:

الجدول رقم(13:03): المؤشر أداء السوق ومعدل نموه السنوي خلال الفترة(1990-2020)

السنوات	المؤشر "TASI"	نسبة التغيير %	السنوات	المؤشر "TASI"	نسبة التغيير %	السنوات	المؤشر "TASI"	نسبة التغيير %
1990	979.77	-	2001	2.430.11	7.61	2012	6801.22	5.97
1991	1765.24	80.17	2002	2518.80	3.62	2013	8535.60	25.50
1992	1888.65	0.7	2003	4437.58	76.23	2014	8333.30	2.37
1993	1793.30	-5	2004	8206.23	84.93	2015	6911.76	17.05
1994	1282.87	-28.5	2005	16712.64	103.66	2016	7210.43	4.32
1995	1367.60	6.6	2006	7933.29	-52.53	2017	7226.32	0.22
1996	1531.00	11.59	2007	11038.66	39.14	2018	7826.73	8.3
1997	1957.80	27.88	2008	4802.99	56.43	2019	8389.00	7.19
1998	1413.10	27.8	2009	6121.76	27.45	2020	12130.34	44.59
1999	2028.53	43.55	2010	6620.75	8.15	/	/	/
2000	2258.29	11.33	2011	6417.73	3.06	/	/	/

المراجع : من إعداد الباحثة بالاعتماد على موقع البنك المركزي المتوفر على الموقع:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن المؤشر العام الذي يقيس أداء السوق المالية السعودية الرئيسية شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض طول فترة الدراسة، حيث نلاحظ إرتفاع المؤشر العام من نحو 1000 نقطة سنة 1990 ليبلغ 1.765.24 نقطة سنة 1991 بإرتفاع نسبته 80.17%، ليستمر في الارتفاع سنة 1992 عند 1888.65 نقطة، ويعود ذلك لتحسن أداء الاقتصاد السعودي وإرتفاع أسعار البترول بعد حرب الخليج الثانية، ولكنه أظهر بعد ذلك إتحافاً تنازلياً خلال سنة 1993 يعود ذلك إلى

إنتهاء الطفرة النفطية، وتراجع ثقة المستثمرين في السوق، ليستمر في الانخفاض سنة 1994 حيث هبطت قيمة المؤشر العام بنسبة بلغت 28.5%، ليشهد بعدها إتجاهها تصاعديا خلال الفترة من سنة 1995 الى سنة 1997، نتيجة لعدة عوامل أهمها إرتفاع أسعار النفط و زيادة الحكومة من إنفاقها على الاقتصاد، لينخفض المؤشر العام سنة 1998 ليسجل ما قيمته 1413.10 نقطة وبنسبة بلغت 27.8% مقارنة بالسنة السابقة نتيجة لتراجع أسعار النفط و إرتفاع عمليات المضاربة في السوق، وفي سنتي 1999 و 2000 تحسن أداء السوق المالي بشكل جيد، وأقل المؤشر العام على 2028.53 نقطة سنة 1999 وبارتفاع نسبته مقارنة بالسنة السابقة، وعلى 2258.29 نقطة سنة 2000، ويعود ذلك لعدة عوامل أهمها إرتفاع أسعار النفط، والسماح للمستثمرين الأجانب بالاستثمار في سوق الأسهم السعودي من خلال صناديق الاستثمار، وهو ما عزز ثقة المستثمرين في الاقتصاد والسوق المالية السعودية.

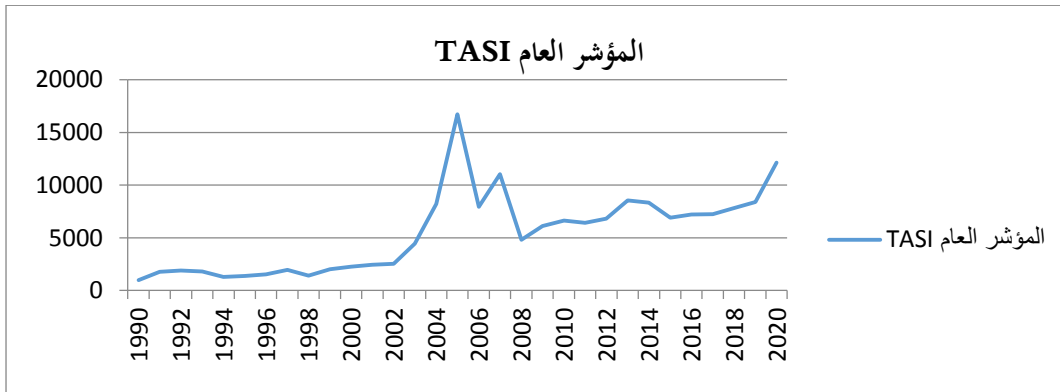
ليشهد المؤشر العام خلال الفترة من سنة 2000 إلى سنة 2005 نموا كبيرا بلغ أوجه سنة 2005 حيث وصل إلى 16.721.64 نقطة مقارنة مع 8.206.23 نقطة لعام 2004، وبارتفاع نسبته 103.66%، ويعود هذا الأداء النشط للسوق إلى عدة عوامل منها، النمو المرتفع للاقتصاد المحلي خاصة القطاع غير النفطي، ارتفاع أسعار النفط، الأداء القوي لكافة الشركات المساهمة، إرتفاع دخل الفرد السعودي، ودخول عدد كبير من المستثمرين الجدد إلى السوق نتيجة إرتفاع الوعي الاستثماري بين أفراد المجتمع، ثم إنخفض بعد ذلك سنة 2006 ليصل إلى 7.933.29 نقطة، وبنسبة تفوق 52% مقارنة بالسنة السابقة، ويعود ذلك إلى إنفجار الفقاعة نتيجة لعمليات المضاربة، وتضخم أسعار الاسهم.

لتشهد الفترة من سنة 2007 الى سنة 2015 تذبذبا كبيرا في مؤشر السوق، حيث شهد إتجاه صعودي سنة 2007 مسجلا 11.038.66 نقطة، حيث شهدت سنة 2007 تأسيس شركة تداول لتتولى المهام التشغيلية للسوق، كما تم البدء باستخدام نظام التداول الجديد OMX، وهو ما إنعكس بالإيجاب على كفاءة السوق، كما أصدرت الهيئة قرار المساواة بين مواطني دول مجلس التعاون الخليجي والسعوديين، في ما يخص تملك وتداول الاسهم، ثم ،نخفض بعد ذلك سنة 2008 ليصل إلى 4.802.99 نقطة وذلك بفعل أزمة الرهن العقاري 2008، ولكن سرعان ما إرتفع خلال سنتي 2009 و 2010 ليبلغ سنة 2010 إلى 6.620.75 نقطة، ثم عاود المؤشر العام الهبوط بعد ذلك سنة 2011 مسجلا قيمة 6.417.73 نقطة وذلك بفعل تأثير الظروف السياسية التي حدثت في بعض الدول العربية، ليتحسن خلال سنتي 2012 و 2013 حيث سجل إرتفاعا بلغ 6% و 25.50% على التوالي، أما في سنة 2014 فقد إنخفض ليصل إلى 8.333.30 نقطة، ويرجع ذلك إلى إنخفاض أسعار النفط، ليستمر الانخفاض خلال سنة 2015 مسجلا ما قيمته 6.911.76 نقطة، وبنسبة بلغت 17% مقارنة بالسنة السابقة.

ونجحت السوق المالية السعودية في إحراز تقدم كبير خلال السنوات الأخيرة من سنة 2016 إلى سنة 2020، حيث سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم قيمة 12.130.34 نقطة سنة 2020 مقارنة ب 7.210.43 نقطة سنة 2016، ويعود ذلك إلى الإجراءات والمبادرات التي إتخذتها المملكة في إطار إنشاء قطاع مالي يتضمن سوق مالية متقدمة، تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على مستوى عالمي، وتكون بمثابة عامل رئيسي لتحقيق أهداف رؤية 2030.

ويوضح الشكل الآتي المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة 1990-2020:

الشكل رقم(12:03): تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالية السعودية (1990-2020)



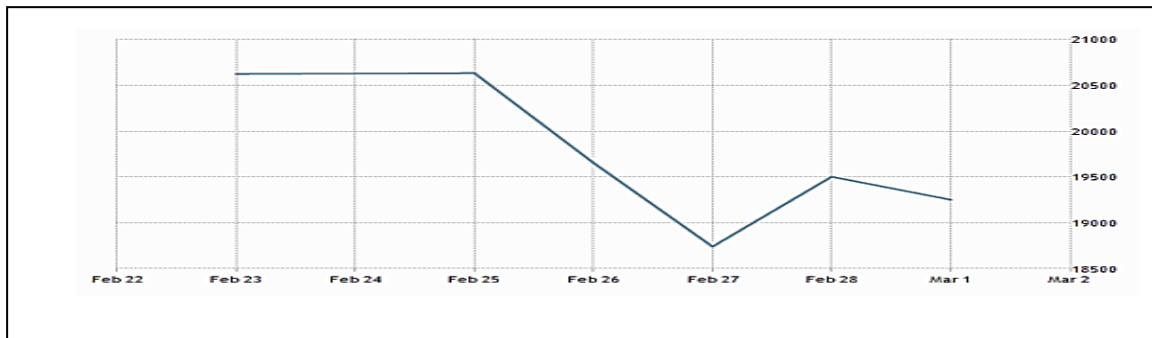
المرجع : من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم(13:03).

ج. إنعكاس إنهيار 2006 و الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على أداء السوق المالية السعودية: أغلقت السوق المالية السعودية خلال سنتي 2006 و 2008 على خسائر فادحة، وكما يبين الرسمين البيانيين في الشكلين (18) و (19) عرف أداء السوق المالية السعودية تراجعاً جراء إنهيار السوق السعودي سنة 2006، وتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ونوضح ذلك فيما يلي:

1. إنهيار سوق الأسهم السعودي سنة 2006: يعود إنهيار السوق السعودية سنة 2006 إلى إنفجار فقاعة الأسهم، حيث تشكلت فجوة متعاضمة بين أسعار الأسهم وقيمتها الجوهرية وقوة الاقتصاد السعودي، وعادة ما يكون بداية تشكل الفقاعة بالأسواق المالية حينما يبدأ ضخ الأموال نحو السوق، ويبدأ طلب القروض بهدف شراء الأسهم مصحوباً بارتفاع عدد المتداولين في السوق بلا خبرات استثمارية، كما تطغى ظاهرة سلوك القطيع على سلوك المتداولين، وهذا ما حدث في السوق المالية السعودية خلال فترة طفرتها منذ بداية الألفية الجديدة حتى تاريخ إنفجار الفقاعة في 26 فيفري 2006. (بن ربيعان، 2020، صفحة 136)

والرسم البياني في الشكل رقم(18) يوضح حالة السوق السعودي خلال الأسبوع من 23 فيفري 2006.

الشكل رقم (13:03): أداء السوق خلال الأسبوع من 23 فبراير 2006

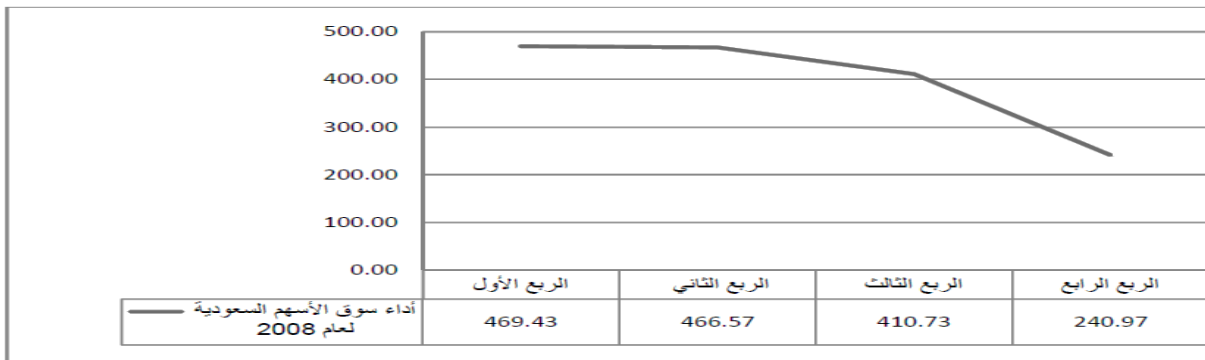


المرجع:هيئة السوق المالية(2006)، إنهيار السوق المالية، ص16.

بتاريخ 25 فيفري 2006 أغلق سوق الأسهم السعودي عند أعلى مستوى تاريخي له (20634.86 نقطة)، وفي اليوم التالي بدأ الإنهيار وبحلول نهاية عام 2006 كان المؤشر الرئيسي (TASI) قد فقد نحو 65% من قيمته (هيئة السوق المالية، 2006، صفحة 16)

- ومن أهم أسباب إهتبار سوق الأسهم السعودية ما يلي: (بن ربيعان، 2020، صفحة 136)
- يرجع تكون الفقاعة وإنفجارها الى عمليات المضاربة، وإرتفاع أسعار الأسهم في السوق وليس إلى عوامل الاقتصاد، نظرا للظروف الاقتصادية الإيجابية التي سادت خلال تلك الفترة.
  - السيولة الهائلة التي تدفقت إلى السوق السعودية نتيجة عدة عوامل أهمها: عودة الأموال من الخارج بعد أحداث 11 سبتمبر 2001، وإرتفاع النفط، و زيادة الإنفاق الحكومي.
  - تزايد عدد الداخلين الجدد للسوق سنة بعد الأخرى أثناء طفرة الاسهم، و نقص عدد المستثمرين على المدى الطويل حيث سيطرت المضاربة على سلوك المتداولين.
  - لم يرافق تنامي السيولة و إرتفاع عدد المتداولين بالسوق السعودية، إرتفاع مماثل في حجم وعمق السوق، فعدد الشركات المدرجة ظل محدودا إضافة الى محدودية عدد الاسهم الحرة، نتيجة تملك الحكومة أكبر عدد من أسهم الشركات الكبيرة ومنعها من التداول.
  - زيادة القروض الاستهلاكية من سنة 2002 إلى سنة 2005 بأكثر من 350٪، ولقد كان أغلبية هذه القروض موجه إلى سوق الاسهم.
  - سيطرة المستثمرين الأفراد على السوق السعودي وغياب المستثمرين المؤسساتيين، حيث سجلت قيمة تداولات الأفراد سنة 2005 ما يزيد عن 90٪ من إجمالي تداولات السوق.
  - شجعت آلية التسوية الآتية بالسوق بعمليات المضاربة، والتدوير اليومي للأسهم بين المضاربين بشكل كبير، حيث أنه كان يتم تدوير كل أسهم بعض الشركات الصغيرة أكثر من مرة في اليوم.
2. إنعكاس الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على أداء السوق السعودية: تسببت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 في هبوط سوق الأسهم السعودية بشكل فاق ما حصل في سنة 2006، ويوضح الشكل الموالي أداء سوق الأسهم السعودي لسنة 2008.

الشكل رقم(14:03):تطور أداء مؤشر سوق الأسهم السعودي لسنة 2008



المرجع: مسعودي حسام(2012). واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة:2000-2009(مذكرة ماجستير). جامعة قاصدي مرباح. ورقة. ص117.

لقد كان للأزمة المالية العالمية تداعياتها على السوق المالية السعودية، حيث تراجع المؤشر العام للسوق سنة 2008 بنسبة 48.72% ليبلغ 469.93 نقطة في الربع الأول، مقارنة مع 240.97 نقطة في الربع الرابع من نفس السنة، ومن أهم أسباب تأثر السوق المالية السعودية هو تراجع أسعار النفط المرتبط أساسا بالدولار الذي تراجع بدوره، إضافة إلى انخفاض مستوى الإنتاج جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

#### الفرع السادس: معوقات تطور السوق المالية السعودية

نتطرق فيما يلي إلى أبرز المعوقات والعوامل السلبية المؤثرة على السوق السعودية: (بن ربيعان، 2020، الصفحات 197-

202)

- سيطرة الاستثمار الفردي على حجم التداولات بالسوق السعودي: والذي يعد مشكلة هيكلية كبيرة تؤثر سلبا على أدائها و تجعلها سريعة التقلب، فاستثمار الأفراد لا يعتمد على التخصص، ولا على قياس المخاطر والتغيرات في الأسعار بطريقة علمية جيدة، كما تعمل الاستثمارات المؤسسية.

- قلة الثقافة والوعي الاستثماري لدى المتداولين في السوق: حيث ترافق مع إرتفاع حجم المتداولين الأفراد ضعف الوعي الاستثماري لدى هؤلاء المتداولين، وبدا ذلك واضحا في بداية الألفية الجديدة أثناء طفرة الأسهم السعودية حيث تزايد عدد الأفراد الجدد الداخلين للسوق، ممن لا يملكون الخبرة في تداولات الأسهم، وهو ما أدى الى ظهور سلوك القطيع وجعل السوق يتأثر كثيرا بالاشاعات، وبأخبار المنتديات الالكترونية للأسهم، وبذلك فقد أسهم الحجم الكبير للمتداولين الأفراد و قلة الوعي الاستثماري في التذبذبات الحادة، التي تشهدها سوق الأسهم السعودية.

وبهدف التغلب على الضعف الهيكلي المذكور سابقا وبهدف رفع دخول المستثمر المؤسسي إلى السوق المالية السعودية، قامت هيئة السوق المالية بالسماح للمستثمرين الأجانب بالدخول إلى السوق -سواء من خلال إتفاقية المبادلة أو بعد السماح للاستثمار الأجنبي المؤهل في السوق-، إلا أن نتائج هذا القرار لم تظهر بشكل سريع في سوق الأسهم السعودي، ولا يزال إستثمار الأجانب في السوق "تداول" ضعيف، وليس له تأثير ملحوظ على أداء السوق.

- ضعف عمق السوق: يعني عمق السوق القدرة على بيع وشراء كمية محددة من أصل ما دون التأثير بشكل كبير على سعره في السوق، ويرتبط مصطلح عمق السوق بمصطلح إتساع السوق، ولو رجعنا إلى الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية نجد أن الشركات القيادية لا تتداول أغلبية أسهمها لأن ملكيتها تعود للصناديق شبه الحكومية و الحكومية، كما أن أغلبية الشركات المطروحة في السوق هي شركات صغيرة وعدد أسهمها محدود، وهو ما جعلها تتحول إلى شركات مضاربة بإمتياز، ولم تزد من عمق السوق شيئا يذكر.

- ضعف اللوائح والمعايير المطبقة في السوق: لا يزال السوق السعودي بحاجة إلى تعديلات كثيرة فيما يخص اللوائح والإجراءات للوصول إلى مستوى مثيلاتها من الأسواق الناشئة، على الرغم من أن هيئة السوق المالية بدأت مؤخرا في إستفتاء بعض هذه المعايير، عى سبيل المثال: غيرت الهيئة الهيئة فترة التسوية لمعاملات الأوراق المالية من التسوية الآنية إلى يومين بعد الصفقة، على أن تبدأ في النصف الأول من عام 2017، كما أعلنت الهيئة تفعيل إقراض الأوراق المالية والبيع على المكشوف المشروط بإقتراض الأسهم، على أن يتم إصدار اللوائح الخاصة بذلك قبل نهاية النصف الأول من 2017، كما خفضت معايير ومتطلبات معينة خاصة بالاستثمار الأجنبي في السوق السعودية.

- ضعف تطبيق تنظيمات الحوكمة في السوق، بالرغم من التقدم الذي حققته هيئة السوق المالية في إصدار أنظمة وتشريعات الحوكمة، إلا أن تطبيق الحوكمة على الشركات المساهمة في السوق "تداول" لا يزال ضعيفا وأقل من التوقعات،

وبشكل عام ينتج ضعف تطبيقات الحوكمة في السوق السعودية بسبب هياكل ملكية الشركات المساهمة، فالشركات الكبيرة المدرجة في السوق المالية والتي معظم ملكيتها تعود للحكومة غالبا ما يديرها أشخاص تعينهم الحكومة، مما يجعل مصلحة الحكومة تسبق مصلحة الأقلية من المالكين، في حين أن غالبية الشركات المساهمة التي تعود معظم ملكيتها لعائلات وأسر تجارية معروفة وهي الأكثر تواجدا في سوق الأسهم السعودي، لا يتم الفصل فيها بشكل واضح بين الملكية والإدارة حيث تبقى العائلة هي المسيطرة على قرارات الشركة، وبالتالي تواجه الشركات تحديات في مجال الحوكمة وتطبيقها بفعالية.

### المبحث الثاني: واقع وإتجاهات النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة من 1990-2020

بهدف النهوض بالاقتصاد السعودي قررت المملكة تنمية الموارد الاقتصادية والطبيعية والبشرية، من خلال إتباع خطط خمسية للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، نقلت هذه المخططات أهداف المملكة إلى مراحل أكثر تقدماً في مختلف المجالات، لتواصل السعودية مسيرة التنمية الاقتصادية بشكل موازي مع التطورات الاقتصادية الحاصلة، فكانت رؤية المملكة لسنة 2030.

#### المطلب الأول: خطط التنمية الشاملة و رؤية المملكة لسنة 2030

ستتطرق من خلال هذا المطلب إلى إهتمامات وأهداف وإنجازات خطط التنمية الخمسية، ورؤية المملكة لسنة 2030.

#### الفرع الأول: الخطط الخمسية للتنمية الشاملة

تتابعت خطط التنمية مهيئة أساساً متيناً ومتصلاً تحققت على إمتداده منجزات مرحلية، أتاحت كل منها لما تلتها قدرة أكبر على الإنجاز، نوضحها فيما يلي:

**أولاً. خطة التنمية الأولى 1970-1974:** أبدت خطة التنمية الأولى إهتماماً خاصاً بوضع العناصر الأساسية للتحويل السريع للمملكة من دولة نامية إلى دولة أكثر تقدماً، عن طريق التركيز على التجهيزات الأساسية والخدمات الضرورية، مثل زيادة إمدادات الماء والكهرباء وتوسيع البرامج الاجتماعية، إضافة إلى الإهتمام المباشر بتنمية الموارد البشرية، ووافق مجلس الوزراء على خطة التنمية الأولى بميزانية إجمالية تقدر ب 34.1 مليار ريال (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 03).

ثانياً. **خطة التنمية الثانية 1975-1979:** تم إنجاز خطة التنمية الثانية في ظل ظروف مواتية أكثر من تلك التي صاحبت الخطة الأولى، حيث زادت عائدات المملكة النفطية بشكل ملحوظ نتيجة تحسن أسعار النفط الخام في السوق العالمية، ولم تعد توجد القيود المالية مثل تلك التي رافقت الخطة الأولى، الأمر الذي أدى إلى تركيز خطة التنمية الثانية على أربعة إتجاهات أساسية، تمثلت في العمل على إنجاز أكبر قدر ممكن من التجهيزات الرئيسية في قطاعات الكهرباء والنقل والمياه والإسكان، وكذلك العمل على المحافظة على الموارد الهيدروكربونية، وتشجيع إقامة الصناعات التي تعتمد على الطاقة وتصدير منتجاتها ذات القيمة المضافة العالية، ومن ناحية أخرى، فقد ركزت خطة التنمية الثانية على إرساء السياسات والأنظمة المالية والإدارية، وتطويرها بما يتوافق مع متطلبات التنمية وتطور الاقتصاد، وتسهيل التعاون بين القطاعين العام والخاص لتحقيق معدلات نمو عالية، ولتحقيق ذلك إقتترحت الخطة مجموعة إجراءات لتطوير الجهاز الإداري في مختلف المجالات، أما الإتجاه الرابع فقد إهتم بدعم القطاع الخاص وتشجيعه، إذ إعتمدت الخطة إنشاء صناديق الإقراض المتخصصة، هذا بالإضافة إلى مجموعة السياسات والإجراءات الداعمة لنشاط القطاع الخاص (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 03).

كما وافق مجلس الوزراء على خطة التنمية الثانية بميزانية إجمالية قدرها 347.2 مليار ريال، وبلغ متوسط نسبة الإنفاق على تنمية التجهيزات الأساسية خلال خطتي التنمية الأولى والثانية نحو 41.3% و 49.3% على التوالي من إجمالي الإنفاق الفعلي على جوانب التنمية خلال الخطتين، الأمر الذي نتج عنه بناء قاعدة إقتصادية متكاملة من التجهيزات الأساسية اللازمة لتسريع التنمية الاقتصادية (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، صفحة 208).

ثالثاً. **خطة التنمية الثالثة 1980-1984:** وجاء إنجاز خطة التنمية الثالثة في مرحلة إتسع فيها إقتصاد المملكة، وإرتفعت عائدات النفط، حيث أصبحت المملكة قوة مالية كبرى، وبرز أثرها الاقتصادي دولياً كأبرز مصدر للنفط في العالم، وقد تطلبت تلك الظروف التي إكتنفت خطة التنمية الثالثة القيام بتعديلات على توجهات التخطيط في المملكة، كان أبرزها: الإهتمام بزيادة معدلات النمو في مجالات مختارة، والعمل على إستغلال القوة العاملة الأجنبية الموجودة بشكل أكثر كفاءة وفعالية، وعليه إتجهت خطة التنمية الثالثة إلى التركيز على إحداث تغيرات في بنية الإقتصاد الوطني عن طريق تحديد مستويات إنتاج النفط والغاز للحفاظ على الثروة الوطنية، والاستمرار في بناء الصناعات الهيدروكربونية وإستكمال التجهيزات الأساسية، ودعم مقومات النمو



الاقتصادي، وإمكانات التنمية في جميع مناطق المملكة، بالإضافة إلى تحسين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الإدارية (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 04).

و أقر مجلس الوزراء خطة التنمية الثالثة بميزانية إجمالية تقدر ب 625.2 مليار ريال، حيث تركز الاهتمام خلال الخطة الثالثة على إتمام التجهيزات الأساسية المرتبطة بالقطاعات الإنتاجية، حيث إستحوذ على مانسته 41.1% من إجمالي الإنفاق الفعلي، يليه ما يقارب 30.7% من إجمالي الإنفاق على قطاع الموارد الاقتصادية (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، صفحة 208).

**رابعاً. خطة التنمية الرابعة 1985-1989:** شكلت خطة التنمية الرابعة نموذجاً جديداً من حيث منهجية التخطيط ومحو إهتمامه، فمنهجياً تم الانتقال من أسلوب التخطيط المركزي للمشروعات إلى أسلوب تخطيط البرامج التنموية، من أجل توفير المرونة للجهات الحكومية، وتركز الاهتمام فيها على تشغيل وصيانة المشروعات وتنويع القاعدة الإنتاجية وإعادة تركيب البنية الاقتصادية بحيث يكون للقطاع الخاص دور هام في عملية التنمية الاقتصادية، كذلك إهتمت خطة التنمية الرابعة بضرورة التكيف مع الظروف المتغيرة في سوق النفط العالمية، وإنعكاساتها السلبية على التوازن الداخلي والخارجي لإقتصاد المملكة بإتباع سياسات حازمة لإدارة الاقتصاد الكلي، حيث وافق مجلس الوزراء على الخطة الرابعة بميزانية إجمالية قدرها 348.9 مليار ريال (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 04).

وكما ذكرنا سابقاً تم خلال هذه المرحلة تأسيس السوق المالية السعودية كأداة تمويلية، يتم من خلالها بيع وشراء الأسهم والسندات للأفراد والمؤسسات والحكومات، مما يسمح بتشجيع الادخار ونشر الوعي الادخاري، وتنمية الدخل الوطني، وكذلك تشغيل اليد العاملة و المحافظة على مستوى المعيشية.

**خامساً. خطة التنمية الخامسة 1990-1994:** أكدت خطة التنمية الخامسة على رفع فعالية دور القطاع الخاص وتشجيعه وبناء قدراته وتهيئته للقيام بعمل تنموي أكبر، ومشاركة أوسع في مجالات معينة تقدم فيها الدولة خدمات مثل بعض المرافق العامة وقطاع النقل، بالإضافة إلى مبادرات تنموية أخرى تضمنتها خطة التنمية الخامسة مثل: تحسين القاعدة التقنية في عدة قطاعات إقتصادية، وإدخال أحدث الأساليب التقنية وتطويرها لتلبية متطلبات المملكة، غير أن عمل خطة التنمية الخامسة تأثر بحرب الخليج سنة 1991، مما إستدعى إجراء بعض التعديلات في أولويات الإنفاق الحكومي الأمر الذي أثر على إستثمارات القطاع الخاص، ورغم كل تلك الظروف أحرزت خطة التنمية الخامسة تقدماً ملموساً في تحقيق أهدافها (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 04).

كما وافق مجلس الوزراء على خطة التنمية الخامسة بميزانية إجمالية تقدر ب 340.9 مليار ريال، وقد إتجه التركيز خلال خطتي التنمية الرابعة والخامسة على تحسين قدرات القوى العاملة السعودية وتعزيز الصحة، والخدمات الاجتماعية، حيث بلغ إجمالي الإنفاق على قطاع الموارد البشرية في الخطين نحو 33% و 48.3% على التوالي، بينما بلغ إجمالي الإنفاق على قطاع الصحة والتنمية الاجتماعية، 17.7% و 19.9% على التوالي (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، صفحة 209).

وكما ذكرنا سابقاً تم خلال هذه المرحلة إقتراح إنشاء سوق أوراق مالية محلية مؤتمتة، من أجل توسيع القنوات التي يمكن من خلالها تمويل الاستثمار في المملكة العربية السعودية.

**سادساً. خطة التنمية السادسة 1995-1999:** تم إنجاز خطة التنمية السادسة في ظل ظروف محلية ودولية غير عادية، بسبب إستمرار حرب الخليج، إضافة إلى التطورات السلبية التي سادت سوق النفط العالمي في السنوات السابقة، وعلى الرغم من ذلك سعت الخطة إلى تحقيق أهدافها، مع التركيز بشكل خاص على زيادة دور القطاع الخاص في تنويع القاعدة الاقتصادية، وتقليل

الاعتماد على الإيرادات النفطية، لذلك أكدت الخطة على أهمية تحقيق الأهداف الثلاثة التالية: (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 05)

أ. تنمية القوى البشرية، وذلك بتعزيز القدرات الاستيعابية للجامعات والمؤسسات التعليمية الأخرى، مع الاهتمام بالتنوع وتطوير البرامج في جميع مستويات التعليم لمواكبة متطلبات التنمية، وإحتياجات القطاع الخاص.

ب. تحقيق الكفاءة الاقتصادية في القطاع الحكومي والقطاع الخاص، لأنها مطلب أساسي لنجاح السياسات الهادفة إلى تنويع القاعدة الاقتصادية، وترشيد الإنفاق الحكومي.

ج. تعزيز دور القطاع الخاص وتشجيعه على الاستثمار لزيادة مساهمته في عملية التنمية، عن طريق السياسات والمبادرات التنظيمية والبدء في تنفيذ برامج الخوصصة.

وقد وافق مجلس الوزراء على خطة التنمية السادسة بميزانية إجمالية قدرها 420.4 مليار ريال، وإستمر التركيز خلال الخطة السادسة على تنمية الطاقات البشرية، وإرتفعت المخصصات لقطاع الموارد البشرية إلى حوالي 51.5% مقارنة بنسبة 20.5% من إجمالي الإنفاق الكلي خلال الخطة الأولى (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، صفحة 210).

سابعاً. **خطة التنمية السابعة 2000-2004**: أولت الخطة السابعة الأولوية لتعزيز القوى البشرية ورفع كفاءتها عن طريق توفير التعليم والتدريب، كما ركزت على تحسين المهارات الفنية للعمال السعوديين وتمكينهم من التعامل بكفاءة، ومرونة مع التطورات التقنية في مختلف مجالات الإنتاج (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 06).

كذلك ركزت أهداف الخطة على المضي في تنفيذ سياسة التخصيص بهدف تعزيز الاستثمار المحلي والأجنبي، وخلق مناصب عمل وزيادة الإنتاجية والمنافسة، وكانت الأولوية الأخرى للخطة هي تطوير كفاءة الخدمات الحكومية للمواطنين، علاوة على ذلك حاولت الخطة تهيئة الاقتصاد الوطني للتعامل بكفاءة مع التغيرات في الاقتصاد العالمي، كذلك تضمنت أهداف الخطة بناء قاعدة علمية وتقنية بهدف تعزيز الابتكار والمبادرات، كما تم الاهتمام بتحسين الكفاءة لتعظيم إستخدام الموارد (وزارة التخطيط، 2010-2015، صفحة 06).

واصلت خطة التنمية السابعة في التركيز على قطاع تطوير الموارد البشرية حيث إستحوذ هذا القطاع على حوال 57.1% من إجمالي الإنفاق على قطاعات التنمية، وقد أقر مجلس الوزراء على الخطة السابعة بميزانية إجمالية قدرها 485.3 مليار ريال (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، صفحة 210).

وكما ذكرنا في المبحث السابق أولت الحكومة إهتماماً كبيراً لسوق الأوراق المالية، حيث لعبت دوراً هاماً في تعزيز برنامج الخصخصة وتوفير التمويل لتنمية الاقتصاد، وقد حدث تطور جذري للسوق المالية السعودية سنة 2003 بعد إصدار نظام السوق، الذي يعتبر الإطار التنظيمي للسوق وجعل عمليات التداول أكثر كفاءة، فضلاً عن موافقة مع أفضل الممارسات الدولية، إضافة إلى إنشاء هيئة السوق المالية، وعلى الرغم من الأداء الجيد للسوق المالية السعودية خلال هذه المرحلة إلا أن بنيتها التحتية تتطلب مزيداً من التطوير.

ثامناً. **خطة التنمية الثامنة 2005-2009**: شددت خطة التنمية الثامنة على عدد من الأولويات، أهمها تحسين مستوى المعيشة، وتوفير مناصب العمل للمواطنين، والتوسع النوعي والكمي في الخدمات التعليمية والاجتماعية والصحية، والتوسع في العلوم التطبيقية والتكنولوجية، وتشجيع المبادرات والابتكار، وشددت خطة التنمية الثامنة كذلك على مواكبة التغيرات الاقتصادية والتقنية، وتنويع القاعدة الاقتصادية وتحسين القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني، والانتقال نحو إقتصاد المعرفة، ورفع دور القطاع الخاص في الناتج المحلي الإجمالي، حيث أقر مجلس الوزراء على خطة التنمية الثامنة بميزانية إجمالية قدرها 863.9 مليار ريال (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، صفحة 210).

وعرفت خطة التنمية الثامنة إرتفاع في الإنتاجية، وتنوعاً كبيراً في مصادر الدخل القومي، ومساهمة أكبر للقطاع الخاص في الاقتصاد أي أنه حقق توقعاته، ومن ثم فإن منجزات الخطة الثامنة تشمل ما يلي: (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، الصفحات 204-210)

أ. إستمر الاقتصاد السعودي في التحسن خلال فترة خطة التنمية الثامنة خلال الأعوام الممتدة من 2005 إلى 2009، وخلال هذه الفترة سجل الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة) متوسط نمو بلغ نحو 3% مقارنة بنحو 3.7% خلال خطة التنمية السابعة، كما أن هذا المعدل أقل من نسبة 4.6% المستهدفة في الخطة، إلا أن هذا الأداء يستحق الثناء مع مراعاة الظروف التي نشأت عن الأزمة المالية العالمية.

ب. إنخفض متوسط مساهمة قطاع النفط في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي من حوالي 64% خلال خطة التنمية الأولى المنتهية بسنة 1974 إلى 30.4% خلال خطة التنمية الثامنة، في المقابل إرتفع متوسط نسبة مساهمة القطاع الخاص غير النفطي في الناتج المحلي للأسعار الثابتة من حوالي 17.4% في خطة التنمية الأولى إلى نحو 46% خلال سنوات خطة التنمية الثامنة المنتهية بعام 2009، حيث إرتفعت مساهمة القطاع الخاص غير النفطي في الناتج المحلي الاجمالي من 11.5 مليار ريال سنة 1970 إلى 482.7 مليار ريال سنة 2010، وإرتفعت نسبة الصادرات غير النفطية من إجمالي الصادرات من حوالي 0.3% سنة 1970 إلى 12.7% سنة 2010.

ج. إرتفع متوسط مساهمة الإنفاق الاستثماري في الناتج المحلي الإجمالي من حوالي 33.5 مليار ريال أو ما نسبته 11% من إجمالي الإنفاق إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال خطة التنمية الأولى، إلى حوالي 1415.1 مليار ريال أو 19.8% من إجمالي الإنفاق على الناتج المحلي الإجمالي خلال خطة التنمية الثامنة المنتهية بعام 2009، حيث يمكن أن تعزى الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال خطة التنمية الثامنة إلى إرتفاع مستوى الاستثمار، وبالتالي تحسن الإنتاجية في عدد من القطاعات، حيث بلغ متوسط النمو السنوي للاستثمار بموجب الخطة الثامنة حوالي 11.2% وهو معدل أعلى من المعدل المستهدف 10.7%، فيما سجل متوسط إستثمارات القطاع الخاص غير النفطي خلال خطة التنمية الثامنة نمواً بنسبة 10.2% مقارنة بالمعدل المستهدف 10.4%.

د. كما قدمت الحكومة السعودية خلال خطة التنمية الثامنة دعماً كبيراً للسوق المالية السعودية، نظراً لأهميتها في النهوض بالقطاع الخاص من خلال إتاحة الفرص الاستثمارية لكل من رأس المال السعودي والأجنبي، وكذلك نمو الشركات السعودية حيث نما عدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي من مليون سهم سنة 1985 إلى حوالي 33255 مليون سهم سنة 2010.

هـ. وبحلول نهاية عام 2008، مقارنةً بخمسة عشر سوقاً مدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، تمثل القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية ما نسبته 32% من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المصدرة في أسواق الأسهم العربية الأخرى، كما إستحوذت قطاع البنوك والخدمات المالية، وقطاع الصناعات البتروكيمياوية، وقطاع الاتصالات على ما يزيد عن 70% من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية، وسجلت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودية ما نسبته 52.4% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في أسواق الدول العربية (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2009، صفحة 101).

تاسعا. **خطة التنمية التاسعة 2010-2014:** على الرغم من الظروف الاستثنائية التي نتجت عن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، إلا أن الخطة التاسعة تنطلق من أساس متين حققته المنجزات التنموية خلال الفترة الماضية، التي بدورها أرسيت أسس إقتصادية متينة، ووفرت نقطة إنطلاق قوية لبيئة تنموية مواتية، كما وافق مجلس الوزراء على خطة التنمية التاسعة بميزانية إجمالية

قدرها 1.4 تريليون ريال أي بزيادة قدرها 67.2% عما تم رصده خلال خطة التنمية الثامنة، وترتكز الخطة التاسعة على خمس محاور أساسية نذكرها فيما يلي: (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، الصفحات 210-2011)

- أ. يهتم بتعزيز الجهود لتحسين المستوى المعيشي للمواطنين، من خلال زيادة دخل الفرد والقضاء على الفقر.
- ب. تطوير الطاقة البشرية المحلية ورفع مساهمتها في قوة العمل، وزيادة كفاءتها الإنتاجية من خلال تكثيف التدريب والتعليم.
- ج. تنمية متوازنة بين المناطق من خلال توفير التجهيزات الأساسية، ونشر جهود التنمية وثمارها بين مناطق المملكة المختلفة، بما يحقق التقارب بين مستويات التنمية، وتنمية القاعدة الإنتاجية لكل منطقة، تبعاً لمقوماتها التنموية وميزاتها النسبية.
- د. تطوير هيكل الاقتصاد السعودي عن طريق زيادة تنوع القاعدة الإنتاجية للاقتصاد الوطني، وزيادة مشاركة القطاع غير النفطي في الناتج المحلي الإجمالي.
- هـ. زيادة القدرة التنافسية للمنتجات الوطنية، خاصة في ظل تزايد إتجاهات العولمة، وزيادة قدرة الاقتصاد الوطني على إستقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية المباشرة.

وشهد الاقتصاد السعودي خلال فترة خطة التنمية التاسعة تطوراً على مستوى الاقتصاد، نوضح ذلك فيما يلي: (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2011، الصفحات 107-112، 210)، (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2015، الصفحات 96-97، 124-131)

- أ. إستمر الاقتصاد السعودي في التحسن خلال فترة خطة التنمية التاسعة خلال الأعوام الممتدة من 2010 إلى 2014، وخلال هذه الفترة سجل الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة) متوسط نمو بلغ 5.1% مقارنة بمعدل نمو الخطة المستهدف 5.2%، وإرتفع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من 62029 مليار ريال سنة 2010 إلى 90946 مليار ريال سنة 2014 وهو يمثل زيادة إجمالية قدرها 46.6%.
- ب. إرتفعت نسبة مساهمة الإنفاق الاستثماري في الناتج المحلي الإجمالي من حوالي 22.6% من إجمالي الإنفاق إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال سنة 2010 إلى 27.8% من إجمالي الإنفاق على الناتج المحلي الإجمالي خلال سنة 2014، حيث بلغ متوسط النمو السنوي للاستثمار بموجب الخطة التاسعة حوالي 5.35% وهو معدل أقل من المعدل المستهدف 10.4%، فيما سجل متوسط نمو إستثمارات القطاع الخاص غير النفطي نسبة 6.56% وهو معدل أقل من المعدل المستهدف 11.8%.
- ج. وإنخفضت مساهمة القطاع النفطي في الناتج المحلي الإجمالي من 52.4% سنة 2010 إلى 42.1% سنة 2014، وهو يمثل إنخفاض إجمالي قدره 19.6%، في المقابل إرتفعت مساهمة الناتج المحلي الإجمالي للقطاع الخاص غير النفطي من 29% سنة 2010 إلى 41.1% سنة 2014، وهو يمثل إرتفاع إجمالي قدره 41.72%، يعكس هذا الأداء القوي فعالية المحاولات المبدولة لتنوع قاعدة إنتاج الاقتصاد.
- د. شكلت القيمة السوقية للسوق المالية السعودية ما نسبته 40.4% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2014، وبلغت قيمة الأسهم المتداولة للسوق المالية السعودية خلال عام 2014 نحو 130.6 مليار دولار أمريكي، أي مانسبته 70.3% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الدول العربية المشاركة في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.

#### الفرع الثاني: رؤية المملكة لسنة 2030

في 25 أبريل 2016 تم إطلاق رؤية المملكة العربية السعودية كأحد أكبر برامج التحول الوطني عالمياً، وهي تشكل إستراتيجية شاملة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية في المملكة، والهدف العام لهذه الرؤية هو تحويل الاقتصاد من إعماده التقليدي

على النفط إلى إقتصاد أكثر تنوعاً، وتقوم على ثلاث محاور أساسية هي: المجتمع الحيوي (تعزيز المبادئ الإسلامية والهوية الوطنية، توفير حياة صحية)، والاقتصاد المزدهر(تطور وتنوع الاقتصاد، ارتفاع معدلات التوظيف )، والوطن الطموح(تحسين فاعلية الحكومة، تمكين المسؤولية الاجتماعية)، وأحد ركائزها الأساسية هو تحويل المملكة العربية السعودية إلى قوة إستثمارية عالمية (المملكة العربية السعودية، 2021، صفحة 13، 14)

وفي هذا الإطار يعد محور توفير إقتصاد مزدهر أحد الركائز الأساسية لرؤية المملكة، عن طريق توفير بيئة تطلق إمكانات و مستلزمات الأعمال وتوسع قاعدة الاقتصاد، وتوفر مناصب شغل لجميع السعوديين، وتسعى برامج الرؤية لتحقيق ذلك، و يعد برنامج تطوير القطاع المالي أحد البرامج التنفيذية التي تم إطلاقها سنة 2016 لتحقيق أهداف رؤية المملكة 2030، والذي يسعى إلى تطوير القطاع المالي ليكون قطاعاً مالياً فاعلاً في دعم وتمويل الاقتصاد الوطني، ويتمحور البرنامج في هيكلته على ثلاث ركائز رئيسية هي: (السوق المالية السعودية، 2018)

- **تطوير سوق مالية متقدمة:** يشكل توفير سوق مالية متقدمة الركيزة الأولى لبرنامج الريادة المالية، وهناك عدة أهداف فرعية تندرج تحت الركيزة الأولى في نطاق عمل السوق السعودية "تداول"، مثل تسهيل تعبئة رأس المال من الحكومة والقطاع الخاص، وتشمل جهود تداول في هذا الصدد دعم عملية خصخصة الكيانات العامة، الأمر الذي سيوفر العديد من الفرص الجديدة للمستثمرين.

- **تعزيز دور المؤسسات المالية في دعم نمو القطاع الخاص:** ومن بين الأهداف الفرعية التي تندرج ضمن نطاق عمل السوق السعودية "تداول" توفير منصة فعالة لتشجيع الاستثمار وتنويع قاعدة المستثمرين، وتشارك السوق السعودية "تداول" في تحقيق هذا الهدف من خلال جذب المزيد من المستثمرين الأجانب، وزيادة كفاءة عملية التداول، وتنويع فئات الأصول المتداولة عن طريق إضافة المزيد منها وفق خطط مدروسة.

- **تعزيز وتطوير القطاع المالي:** إن الهدف الثالث لبرنامج الريادة المالية هو توفير بنية تحتية آمنة وشفافة، إضافة إلى تحديث نموذج خدمات ما بعد التداول وإدارة المخاطر، وإنشاء مركز لمقاصة الأوراق المالية يمثل الطرف المقابل لجميع معاملات السوق.

وتتضمن رؤية المملكة 2030 العديد من الأهداف التي تساهم أنشطة السوق السعودية "تداول" في تحقيق العديد منها، ومن أهمها: (السوق المالية السعودية، 2018)

- زيادة حصة القطاع الخاص في الناتج المحلي الإجمالي من 40% إلى 65%.
  - رفع أصول صندوق الاستثمارات العامة من القيمة 600 مليار ريال سعودي إلى أكثر من 7 تريليون ريال سعودي.
  - زيادة مشاركة المنشآت الصغيرة والمتوسطة في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي من 20% إلى 35%.
- وحققت المملكة طموحات كبرى وأرقام قياسية خلال الخمس سنوات التي تلت إطلاق رؤية المملكة، في كل من عمليات التوظيف، وفتح الفرص الاستثمارية، وتحسين بيئة الأعمال، وإستحداث قطاعات جديد وتراجع نسبة الاعتماد على النفط، ومن أهم منجزات الرؤية ما يلي: (المملكة العربية السعودية، 2021، صفحة 90، 118)
- خلال هذه الفترة سجل الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة) متوسط نمو بلغ نحو 2.34% مع مراعاة الظروف التي نشأت عن أزمة كورونا ( المملكة العربية السعودية، 2020).

- ساهم تنوع تنمية الإيرادات بشكل هيكلي ومستمر، حيث إرتفعت الإيرادات غير النفطية بنسبة 222 بالمائة محققة 403 مليار ريال (107 مليار دولار) سنة 2020 مقابل 166 مليار ريال (44 مليار دولار) سنة 2015، كما سجل إرتفاع نسبة مساهمة القطاع غير النفطي في الناتج المحلي الإجمالي لتبلغ 59.3% بمبلغ يقدر بحوالي 1491 مليار ريال سنة 2020، مقابل 55.7% بمبلغ يقدر ب 1428 مليار ريال سنة 2016، وهذا مؤشر على تنوع الاقتصاد السعودي وتوفيره فرصا جذابة.
- إرتفعت مساهمة القطاع الخاص في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة لتبلغ 41.4% سنة 2020 مقابل ما نسبته 39% سنة 2016.
- إرتفعت الصادرات غير النفطية لتبلغ ما قيمته 204.4 مليار ريال سنة 2020، مقابل نحو 189.9 مليار ريال سنة 2015 ويعزى ذلك إلى برنامج الصادرات السعودية الذي أطلقه الصندوق السعودي للتنمية سنة 1999، وهذا دليل على جهود المملكة لزيادة القاعدة الإنتاجية، وتنويع الصادرات غير النفطية ورفع قدرتها التنافسية.
- إرتفع إجمالي الأصول العالمية لصندوق الاستثمارات العامة من 5 بالمائة إلى 31 بالمائة بين عامي 2016 و 2020، في حين تضاعف حجم الأصول التي يديرها الصندوق ثلاثة أضعاف تقريبا إلى ما يقرب من 1.5 تريليون ريال سعودي (400 مليار دولار) خلال الفترة ذاتها ( المملكة العربية السعودية، 2020)، ونمو قيمة الاستثمار الأجنبي المباشر في السعودية من 5.321 مليار ريال في عام 2017 إلى 17.625 مليار ريال في عام 2020، بنسبة إرتفاع وصلت إلى 331 بالمائة.
- إرتفاع أعداد المنشآت الصغيرة والمتوسطة من 447.749 منشأة في عام 2016 إلى 626.669 منشأة في عام 2020، وتقدمت المملكة إلى المرتبة 12 على مستوى العالم في مؤشر توفر رأس المال الجريئ ضمن أبرز المؤشرات الفرعية في الكتاب السنوي للتنافسية العالمية سنة 2020، وبأتي هذا الترتيب إنعكاسا لحرص الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة على خلق بيئة تشجع دخول منشآت جديدة إلى السوق، وتمكين المنشآت الصغيرة والمتوسطة من النمو والتوسع، وتوفير التمويل و الفرص الاستثمارية، وبالتالي رفع مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي.
- استطاعت المملكة جذب أكبر إستثمارات التقنية في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بصفقات تجاوزت مليار و 700 مليون دولار في قطاع الحوسبة وكمثال على ذلك الشراكة بين شركة فوغل وشركة أرامكو لاختيار المملكة مركز إقليمي للحوسبة، حيث إستحوذت المملكة على المركز التاسع في مؤشر القدرات الرقمية بحسب تقرير التنافسية من المنتدى الاقتصادي العالمي، وإحتلت المركز الثالث بين دول مجموعة العشرين في الاطار التنظيمي لتبني تقنيات الاعمال حسب المنتدى.
- تم إنضمام السوق المالية السعودية إلى أهم المؤشرات العالمية للأسواق الناشئة "MSCI" و "Standard and Poors" و "FTSE Russell"، وهو ما ساهم في عدة تطورات ذات علاقة بأهداف برنامج التطور المالي، حيث سهل على المستثمرين الأجانب الاستثمار في السعودية، حيث إرتفع عدد المستثمرين الأجانب المؤهلين بنسبة 415 بالمائة نهاية سنة 2020، من 453 مستثمرا سنة 2018 إلى 2334 مستثمر سنة 2020، ويعتبر إطلاق سوق المشتقات المالية سنة 2020 ضمن مبادرات برنامج تطوير القطاع المالي و السوق المالية.

#### المطلب الثاني: تطور مؤشرات النمو الاقتصادي في السعودية

نتطرق من خلال هذا المطلب إلى تحليل تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ومتوسط نصيب الفرد في المملكة من الناتج المحلي الإجمالي.



### الفرع الأول: تحليل تطور الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

يعتبر الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من أهم مؤشرات تطور القطاع الحقيقي للاقتصاد، ويستخدم كمتغير لقياس معدل النمو الاقتصادي، وقد جاءت معطياته ممثلة في الجدول الآتي:

جدول رقم(14:03):معدلات النمو الاقتصادي للفترة(1990-2020)

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة(تريليون ريال)	معدل النمو الاقتصادي	السنوات	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة(تريليون ريال)	معدل النمو الاقتصادي
1990	1.10	0.091	2006	1.78	0.028
1991	1.20	0.090	2007	1.81	0.016
1992	1.32	0.039	2008	1.93	0.066
1993	1.30	-0.015	2009	1.89	-0.062
1994	1.31	0.007	2010	1.98	0.047
1995	1.32	0	2011	2.18	0.101
1996	1.34	0.022	2012	2.30	0.055
1997	1.36	0.014	2013	2.36	0.026
1998	1.40	0.029	2014	2.44	0.033
1999	1.35	-0.035	2015	2.55	0.045
2000	1.42	0.051	2016	2.59	0.015
2001	1.40	-0.014	2017	2.57	-0.007
2002	1.37	-0.021	2018	2.63	0.023
2003	1.52	0.109	2019	2.64	0.003
2004	1.64	0.078	2020	2.53	-0.041
2005	1.73	0.054	-	-	-

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: البنك المركزي السعودي. (1990-2020). تقارير سنوية. متوفرة على الموقع:

<https://www.sama.gov.sa>

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معدلات النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، خلال الفترة من (1990-2020) شهدت تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، ولكن إجمالاً حققت إتحاداً تحديدي موجب، بلغت أقصاها سنة 2003 بنسبة 10% وأدناها سنة 2009 بنسبة 6%-.

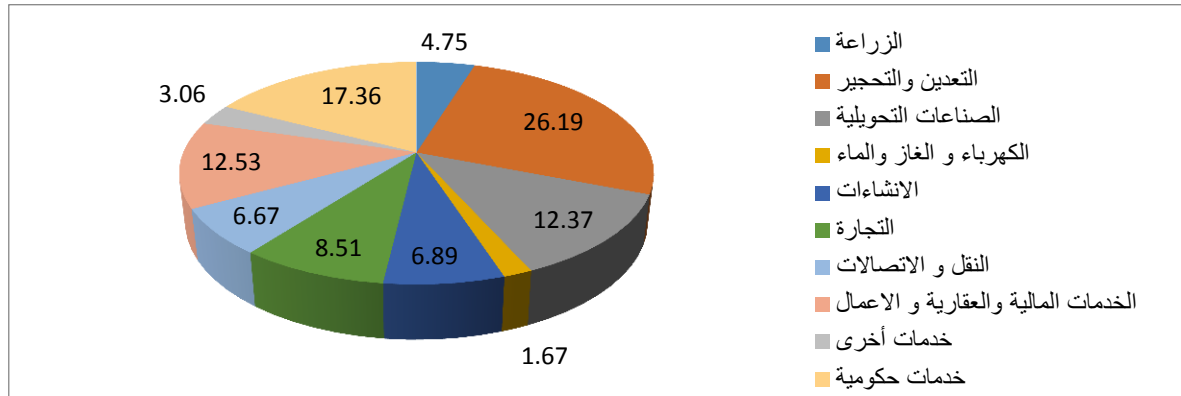
في سنة 2003 حقق الاقتصاد السعودي أداءً قوياً، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل أهمها الارتفاع المستمر في عوائد تصدير النفط، الأمر الذي ساهم في ارتفاع إيرادات الميزانية العامة وزيادة الإنفاق الاستثماري، وهو ساهم في إنتعاش الأنشطة الاقتصادية، وإضافة إلى زيادة الإنفاق الكلي على السلع والخدمات الاستهلاكية وزيادة الصادرات، وإستمرار برامج الإصلاح الاقتصادي والهيكلي، وتحسين فعالية القطاع الخاص في التنمية، وبالتالي تحقيق معدلات نمو عالية.

كما شهد الاقتصاد السعودي تحقيق معدلات نمو موجبة خلال الفترة من سنة 2003 إلى سنة 2008، نتيجة لتزايد دور القطاع الخاص في الاقتصاد المحلي، وتنامي دور القطاع المصرفي، وتعزيز البيئة الداعمة للاستثمار، وارتفاع تنوع القاعدة الإنتاجية، وتزايد مساهمة القطاعات غير النفطية في الناتج المحلي الإجمالي، وتحسين مناخ الاستثمار المحلي لجميع القطاعات الاقتصادية.

وفي سنة 2008 تمكن الاقتصاد السعودي من تحقيق نتائج إيجابية وذلك على الرغم من الصدمات الخارجية التي تعرض لها، المتمثلة في زيادة الأسعار العالمية للطاقة والسلع الأساسية وتداعيات الأزمة المالية العالمية، فقد حقق الناتج المحلي الإجمالي نمواً حقيقياً بلغت نسبته 4.4% ليبلغ نحو 848.5 مليار ريال مقارنة بنحو 812.4 مليار ريال في العام السابق، وقد جاء النمو الاقتصادي مدفوعاً بتحسّن أسعار النفط وزيادة الطلب المحلي مدفوعاً بزيادة الصادرات، إضافة إلى استمرار الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية التي إتخذتها المملكة، بهدف تنويع مصادر الدخل وتحقيق معدلات نمو اقتصادي عالية.

والشكل الموالي يبين الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي:

الشكل رقم(15:03): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2008.



المصدر: التقرير السنوي للبنك المركزي السعودي لعام 2008، ص 121، متوفر على الموقع: <https://www.sama.gov.sa>

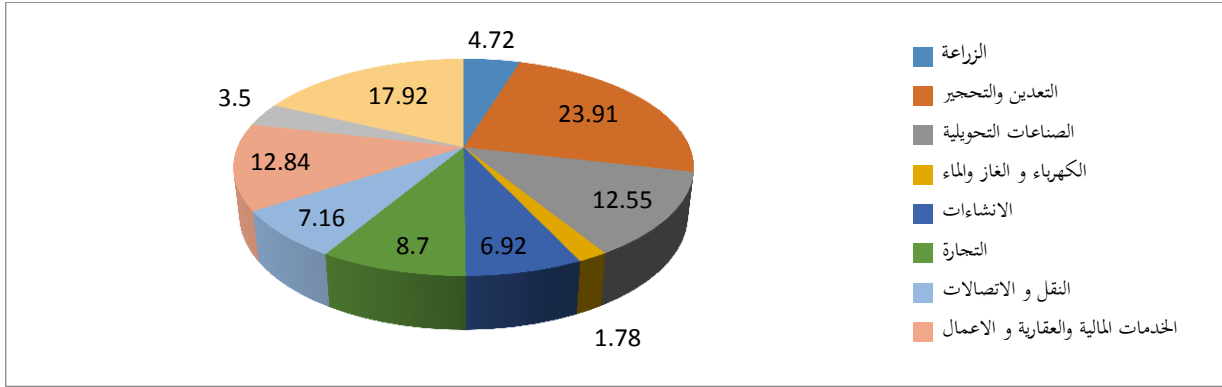
نلاحظ من الشكل أن القطاعات الاقتصادية المكونة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سجلت معدلات نمو بقيم متفاوتة، مع إستحواذ قطاعات التعدين والتحجير و الخدمات المالية والعقارية والأعمال والخدمات الحكومية والصناعات التحويلية على النسبة الأكبر، وتشكل هذه القطاعات ما نسبته 68.45% من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وسجلت أقصى نسبة في قطاع التعدين والتحجير بقيمة 26.19% من إجمالي الناتج المحلي، كما شهد قطاع الخدمات المالية والعقارية والأعمال وقطاع الخدمات الحكومية والصناعات التحويلية نسب معتبرة قدرت بـ 12.53%، و 17.36%، و 12.37% على التوالي.

وفي عام 2009 إنخفضت وتيرة النمو الاقتصادي بنسبة 6% مقارنة بالسنة السابقة، ويعود ذلك إلى تراجع وتيرة النشاط الاقتصادي نتيجة لإمتداد تأثيرات الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 2008 من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي، مما أدى إلى إنخفاض الطلب الاستهلاكي والاستثماري، وتراجع نشاط أبرز شركاء المملكة، وبالتالي تراجع الصادرات السلعية والإيرادات المتأتية من الخارج، إضافة إلى الإنخفاض الكبير في أسعار النفط.

والشكل الموالي يبين الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي:



الشكل رقم(16:03): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بأسعار الأساس الثابتة سنة 2009.



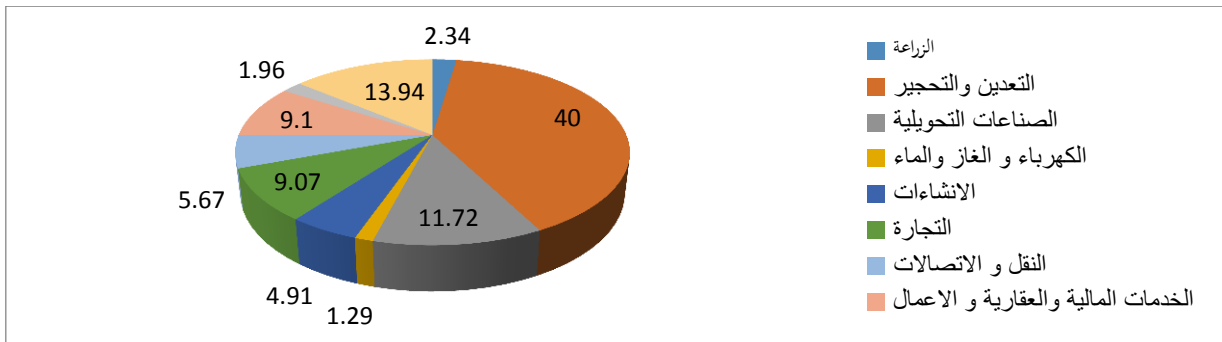
المصدر: التقرير السنوي للبنك المركزي السعودي لعام 2010، ص 122، متوفرة على الموقع: <https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الشكل أن معظم القطاعات الاقتصادية المكونة للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، سجلت معدلات نمو موجبة في حين سجل نشاط التعدين والتعدين إنخفاضاً نسبته 8.7% مقارنة بالعام السابق.

وقد إستمر بعدها معدل النمو الاقتصادي في الارتفاع طيلة الفترة من سنة 2010 إلى سنة 2014، وفي حدود مستويات منخفضة للنمو، وذلك مع تسارع تعافي الاقتصاد العالمي وتحسن أسعار النفط بعد الأزمة المالية العالمية، ومواصلة الاقتصاد نموه بشكل قوي نتيجة إستمرار الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية، وواصل الاقتصاد السعودي نموه خلال سنة 2015 على الرغم من تراجع أسعار النفط العالمية مستفيداً من المسار التنموي الذي إنتهجهته المملكة، والذي يهدف إلى تقليل الاعتماد على العوائد النفطية حيث سجل الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة نمواً نسبته 3.5% ليبلغ نحو 2520.8 مليار ريال مقارنة بالعام السابق، إذ سجلت معظم الأنشطة الاقتصادية الرئيسية معدلات نمو موجبة.

والشكل الموالي يبين الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2015:

الشكل رقم(17:03): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2015



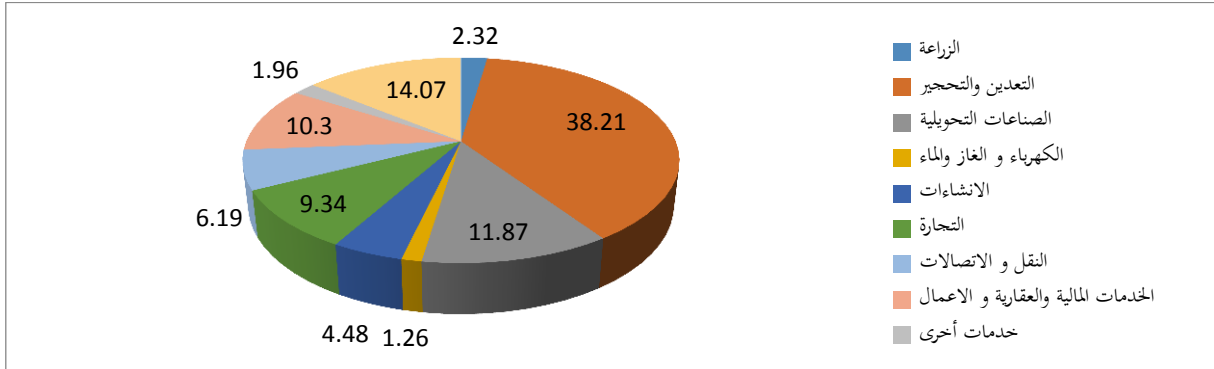
المراجع: التقرير السنوي للبنك المركزي السعودي لعام 2016، ص 112، متوفر على الموقع: <https://www.sama.gov.sa>

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مساهمة الأنشطة الاقتصادية الرئيسية في الناتج المحلي الإجمالي في عام 2015 سجلت نسب متفاوتة، وبلغت أقصى نسب لها في قطاع التعدين والتعدين بنسبة 40%، كما سجل قطاع الخدمات الحكومية نسبته 13.74%، كما نمى قطاع الخدمات المالية و العقارية و الأعمال بنسبة 9.1%.

فيما سجلت المملكة خلال سنة 2017 نمو سلبى في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة نسبته 0.86% ليبلغ نحو 2565.6 مليار ريال مقارنة بنمو إيجابي نسبته 1.67% في عام 2016، نتيجة لخفض إنتاج المملكة من النفط إنفاذاً للخفض المشترك والمتفق عليه مع عدد من الدول المنتجة للنفط، ليستمر الاقتصاد السعودي في تسجيل نمو إيجابي في الناتج المحلي الإجمالي

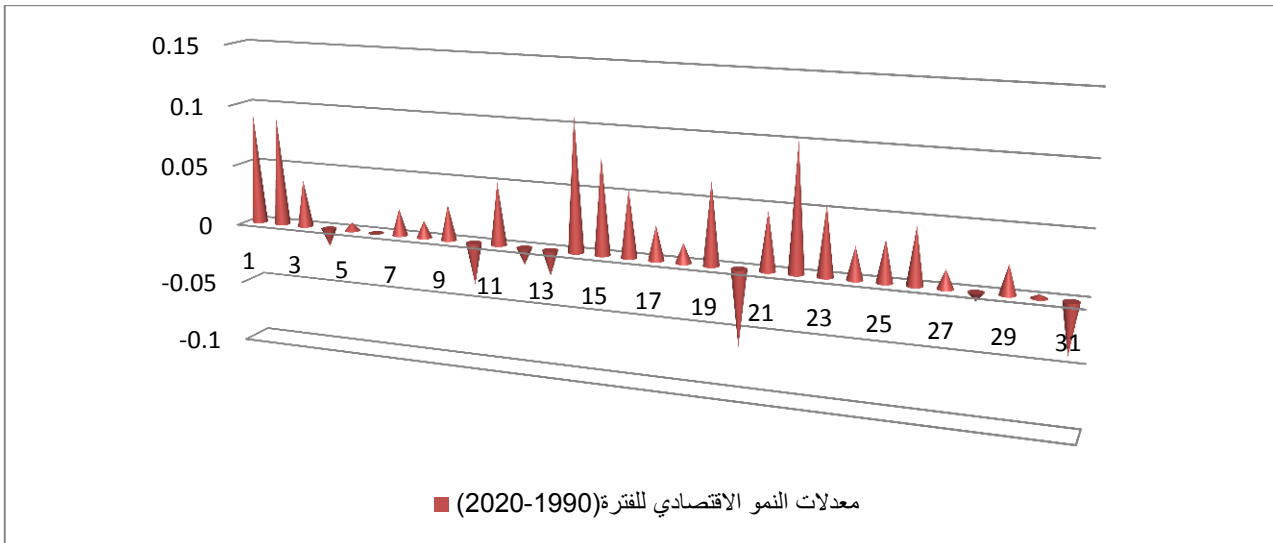
خلال السنوات 2018، 2019 بنسبة 2.43% و0.33% على التوالي، مستفيدا من حزم الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي وضعتها الحكومة لتحقيق تطلعات المملكة لسنة 2030، وشهد معدل النمو الاقتصادي تراجعاً خلال سنة 2020، ويعزى هذا الانخفاض إلى تسجيل القطاع النفطي إنكماش، بسبب تراجع إنتاج المملكة من النفط مع التراجع الكبير في الطلب العالمي على النفط، إضافة إلى انكماش معظم الأنشطة الاقتصادية غير النفطية نتيجة لتداعيات أزمة كورونا.

والشكل الموالي يبين الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2019: الشكل رقم (18:03): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية في الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأساس الثابتة في عام 2019



المرجع: التقرير السنوي للبنك المركزي السعودي لعام 2020، ص 147، متوفر على الموقع: <https://www.sama.gov.sa>. نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن القطاعات الاقتصادية المكونة للناتج المحلي الحقيقي سجلت معدلات نمو متفاوتة، بلغت أقصى نسبة لها في قطاع التعدين والتعجير بنسبة 38.21% وأدنى قيمة لها في قطاع الإنشاءات بنسبة 4.48%، وسجل كذلك قطاع الخدمات المالية والعقارية والأعمال والخدمات الحكومية نسب مرتفعة بقيمة 10.3% و14.07% على التوالي، ونشير إلى أن تحليل الناتج المحلي الإجمالي يمكن المستثمرين على إختيار القطاعات الاقتصادية والأوراق المالية المناسبة.

ويوضح الشكل الموالي تطور معدلات النمو الاقتصادي للفترة من 1990 إلى 2020: الشكل رقم (19:03): معدلات النمو الاقتصادي للفترة (1990-2020)



المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (14:03).

الفرع الثاني: تحليل تطور متوسط نصيب الفرد في المملكة من الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة): لدراسة تطور القطاع الحقيقي في الاقتصاد في المملكة العربية السعودية، إعتدنا على متغير متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (بالأسعار الثابتة)، وقد جاءت معطياته ممثلة بالجدول الآتي:

الجدول رقم(03:15):متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي للفترة(1990-2020)

السنوات	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (ريال)	نسبة التغير (%)	السنوات	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (ريال)	نسبة التغير (%)
1990	67897000	-	2006	72628000	0.07
1991	75578000	11.31	2007	71954000	0.92
1992	76273000	0.91	2008	74372000	3.36
1993	73197000	-4.03	2009	70812000	-4.78
1994	71783000	-1.93	2010	72235000	2
1995	70297000	2.07	2011	77077000	6.70
1996	70654000	0.50	2012	78776000	2.20
1997	70060000	-0.84	2013	78487000	-0.36
1998	70716000	0.93	2014	79079000	0.75
1999	66669000	-5.72	2015	80247000	1.47
2000	68820000	3.22	2016	79762000	-0.60
2001	66259000	-3.72	2017	77598000	-2.71
2002	62612000	-5.50	2018	78129000	0.68
2003	67630000	8.01	2019	77095000	-1.32
2004	70879000	4.80	2020	72748000	-5.63
2005	72682000	2.54	-	-	-

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البنك الدولي، المتوفر على الموقع:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KN>

يتضح من الجدول أعلاه أن تطور متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، حقق نمواً إيجابياً في معظم فترات الدراسة (1990-2020)، وشهدت الفترة من سنة 1990 إلى سنة 2001 تسجيل معدلات نمو متباينة، حيث إرتفع نصيب الفرد خلال سنتي 1991 و 1992 نتيجة لارتفاع الانفاق الحكومي والناتج المحلي الإجمالي، ليشهد بعدها نصيب الفرد انخفاضا خلال سنتي 1994 و 1999 وهذا نتيجة لتراجع أسعار النفط، وبالتالي تراجع إجمالي الناتج المحلي، لتشهد بعدها خلال الفترة من سنة 1996 إلى سنة 2002 معدلات نمو متباينة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

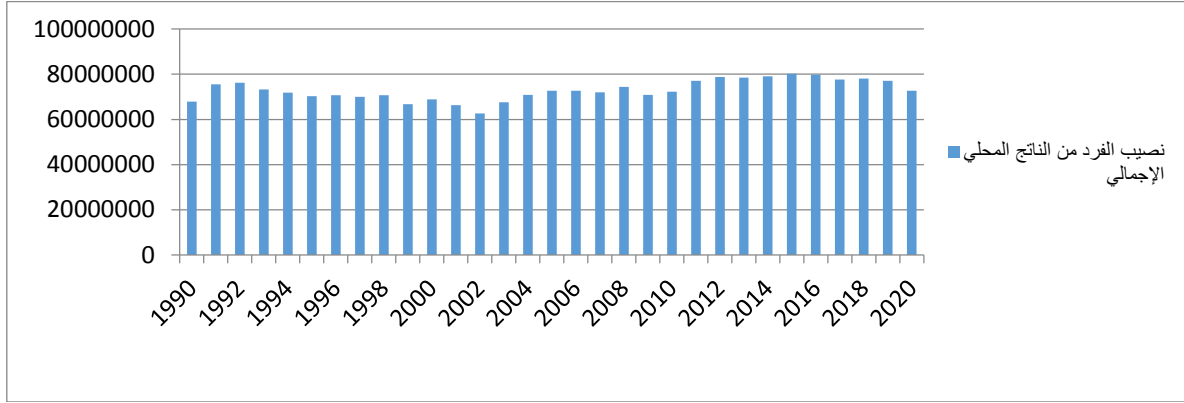
ويلاحظ أيضاً من الجدول أن الفترة من سنة 2003 إلى سنة 2008 شهدت تحقيق معدلات نمو موجبة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، حيث بلغ سنة 2008 ما قيمته 74372000 ريال وإرتفع نسبته 9.98% مقارنة بسنة 2003، ويعود ذلك إلى إستمرار الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية، التي إتخذتها الحكومة لتحقيق معدلات نمو إقتصادي جيدة.

ليشهد متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إنخفاضا سنة 2009 بمعدل 4.78% ليسجل قيمة 70812000 ريال مقارنة بالسنة الماضية، متأثراً بتبعات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ليواصل بعدها تحقيق معدلات نمو موجبة خلال الفترة من سنة 2010 إلى سنة 2015 مستفيداً من الإصلاحات الهيكلية والتنظيمية التي إتبعتها المملكة، ليشهد

إنخفاضاً ولكن بمستويات منخفضة خلال سنتي 2016 و 2017 بمعدلات 0.6%، 2.71%، على التوالي متأثر بإنخفاض أسعار البترول.

كما حقق نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إنخفاضاً سنة 2020، ويرجع ذلك لإنكماش الناتج المحلي الإجمالي وتسجيل إنخفاض في القطاعين النفطي وغير النفطي، نتيجة لتداعيات جائحة فيروس كورونا . ويوضح الشكل الموالي تطور متوسط نصيب الفرد في المملكة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة من 1990 إلى 2020:

الشكل رقم (20:03): متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (2020-1990)



المرجع: من إعداد الباحثة اعتماداً على الجدول (15:03).

### المطلب الثالث: تحليل تطور المؤشرات الاقتصادية الكلية

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى تحليل تطور بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية، والتي تمثل جزءاً مهماً جداً من الاقتصاد وكذلك تساهم في تحديد تطوره.

#### الفرع الأول: تطور معدل التضخم

يقاس التضخم في المملكة باستخدام الرقم القياسي العام لأسعار المستهلك (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2018، صفحة 81)، و يعتبر من المتغيرات الاقتصادية المهمة المرتبطة بحياة الأفراد اليومية، فمن خلاله يتم معرفة الاتجاه العام لأسعار السلع والخدمات بأسواق المملكة العربية السعودية، ولتحليل تطور معدل التضخم في السعودية نورد ما يلي:

الجدول رقم(16:03): تطور معدل التضخم في السعودية خلال للفترة1990-2020

السنوات	معدل التضخم(%)	السنوات	معدل التضخم(%)
1990	2.1	2006	2.21
1991	4.9	2007	4.17
1992	-0.08	2008	9.87
1993	1.06	2009	5.06
1994	0.56	2010	5.34
1995	4.87	2011	5.83
1996	1.22	2012	2.87
1997	0.06	2013	3.53
1998	-0.37	2014	2.24
1999	-1.33	2015	1.21
2000	-1.12	2016	2.07
2001	-1.12	2017	-0.84
2002	0.25	2018	2.46
2003	0.61	2019	-2.1
2004	0.52	2020	3.4
2005	0.48	-	-

المراجع: من إعداد الباحثة اعتماداً على بيانات البنك الدولي:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن تطور معدل التضخم في السعودية شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة(1990-2020)، حيث نلاحظ تسجيل رقماً قياسياً في المستوى العام للأسعار سنة 1991 بارتفاع نسبته 4.86%، وهو أكبر من الارتفاع البالغ نسبته 2.1% سنة 1990، و ذلك نتيجة لزيادة الإنفاق الحكومي على أثر حرب الخليج، وارتفاع حجم السيولة في الاقتصاد إضافة إلى زيادة أسعار الواردات، ليسجل بعدها تراجعاً في الضغوط التضخمية سنة 1992 بنسبة 0.08% ويعود ذلك إلى الفترة التي تلت حرب الخليج، وعودة استقرار الأوضاع الأمنية وتراجع الإنفاق العام، ليسجل سنة 1993 ارتفاعاً حيث أظهر المستوى العام لأسعار تكلفة المعيشة ارتفاع طفيف بنسبة 1.06%، وظل وضع الأسعار مستقراً بشكل ملحوظ خلال السنوات من سنة 1994 إلى سنة 1997، ليسجل انخفاضاً خلال الفترة من سنة 1998 إلى سنة 2001، حيث سجل الرقم القياسي العام لتكلفة المعيشة سنتي 2001 و 2000 انخفاضاً بين متساويين بنسبة 1.12% مقارنة بانخفاض نسبته 1.33% سنة 1999، و 0.37% سنة 1998، ويعزى ذلك إلى تخفيض الحكومة لاسعار بعض المرافق والخدمات، و انخفاض أسعار السلع الاستهلاكية.

لتشهد المملكة خلال الفترة من سنة 2002 إلى سنة 2020 ارتفاعاً في المتوسط العام للأسعار بإستثناء سنتي 2017 و 2019، ويرجع ذلك إلى عدة عوامل من أبرزها مواصلة الإنفاق الحكومي بوتيرة متصاعدة، وتزايد أسعار النفط إلى مستويات

غير مسبوق، وإرتفاع أسعار السلع في الأسواق العالمية، فيما سجل المستوى العام للأسعار سنة 2017 إنخفاضاً بنسبة 0.84% مقارنة بارتفاع نسبته 2.07% سنة 2016، ويعود ذلك إلى تراجع أسعار أغلبية السلع والخدمات المحلية، وتراجع أسعار الواردات، وكذلك عرف المتوسط العام لأسعار المستهلك انخفاضاً سنة 2019 بنسبة 2.1%، ويعود ذلك لانخفاض الأسعار العالمية للمنتجات والسلع التي تستوردها السوق السعودية.

**ثانياً- الإنفاق الحكومي:** تسعى المملكة العربية السعودية إلى رفع كفاءة الإنفاق الحكومي لتحسين نمو النشاط الاقتصادي، من خلال التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو القطاعات ذات الأولوية، وستتطرق فيما يلي إلى تطور الإنفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة 1990-2020:

الجدول رقم (17:03): تطور الإنفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة (1990-2020)

السنوات	نسبة الإنفاق الحكومي من الناتج المحلي الإجمالي (%)	نسبة التغير (%)	السنوات	نسبة الإنفاق الحكومي من الناتج المحلي الإجمالي (%)	نسبة التغير (%)
1990	82.22	-	2006	23.73	4.30
1991	36.79	55.25-	2007	24.37	2.69
1992	77.05	109.4	2008	21.03	-13.70
1993	36.34	52.83-	2009	29.51	40.32
1994	38.9	7.04	2010	27.26	-7.62
1995	29.8	23.39	2011	23.04	15.48-
1996	25.24	-15.30	2012	25	8.50
1997	29.12	15.37	2013	29.28	17.12
1998	35.6	22.25	2014	30.14	2.93
1999	27.2	-23.59	2015	35.05	16.29
2000	26.03	-4.30	2016	34.73	-0.90
2001	31.13	19.59	2017	34.46	-0.7
2002	28.4	-8.76	2018	34.92	1.33
2003	25.82	-9.08	2019	37.19	6.50
2004	23.7	-8.21	2020	40.97	10.16
2005	22.75	-4.01	-	-	-

المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي، متوفرة على الموقع:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/SE.XPD.TOTL.GB.ZS>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن تطور الإنفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة (1990-2020)، شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، بلغ ذروته سنة 1992 بتسجيله قيمة قياسية تقدر ب 77.05% وبمعدل ارتفاع يقدر ب 171.68% مقارنة بالسنة السابقة، ويرجع ذلك إلى ارتفاع الإنفاق الحكومي أثناء حرب الخليج الثانية، ليشهد

بعدها إنخفاضاً ملحوظاً بلغت ذروته سنة 1996 قيمة 25.24%، ويرجع ذلك إلى إرتفاع الأعباء المالية وعجز الموازنة، ليعود بعدها للإرتفاع لتبلغ قيمته 31.13% سنة 2001 نتيجة لإرتفاع أسعار النفط.

كما شهدت نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي سنة 2009 إرتفاعاً ملحوظاً بمعدل نمو يفوق 40% عن السنة السابقة بلغت قيمته 29.51%، نتيجة لزيادة الإنفاق خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، كما شهد الإنفاق الحكومي سنة 2015 إرتفاعاً بمعدل يفوق 16% عن السنة السابقة بلغت قيمته 35.05%، و هذا في ظل تراجع أسعار البترول والتحديات الاقتصادية و الإقليمية والدولية.

لتشهد نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في المملكة سنة 2020 إرتفاعاً بنسبة 10.16% مقارنة بالسنة السابقة، وارتفاع يقدر ب 6.50% سنة 2019، مقارنة بارتفاع نسبته 1.33% سنة 2018 مقارنة بالسنة السابقة، حيث خصص هذا الإنفاق لمواكبة مرحلة التحول التي تمر بها المملكة على كافة الأصعدة في إطار رؤية المملكة لسنة 2030.

#### الفرع الثالث: إجمالي تكوين رأس المال الثابت (الاستثمار الكلي)

يعتبر إجمالي تكوين رأس المال الثابت من المؤشرات الاقتصادية المهمة في الاقتصاد، حيث أن إرتفاع إجمالي الاستثمارات يساهم بشكل كبير في تسارع معدلات التنمية الاقتصادية، ولتحليل تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت نورد مايلي:

الجدول رقم(18:03): تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت في السعودية للفترة(1990-2020)

السنوات	إجمالي تكوين رأس المال الثابت(مليار ريال)	نسبة إجمالي الاستثمارات إلى الناتج المحلي الإجمالي	السنوات	نسبة التغير	إجمالي تكوين رأس المال الثابت(مليار ريال)	نسبة إجمالي الاستثمارات إلى الناتج المحلي الإجمالي	نسبة التغير
1990	83.25	0.16	2006	-	288.680	0.23	0.09
1991	100.48	0.2	2007	-0.25	368.687	0.29	0.26
1992	103.95	0.23	2008	0.15	444.499	0.3	0.03
1993	108.82	0.25	2009	0.08	414.452	0.32	0.06
1994	93.00	0.2	2010	0.2	483.921	0.31	-0.03
1995	103.31	0.2	2011	0	568.793	0.25	-0.19
1996	110.34	0.19	2012	0.05	614.906	0.27	0.08
1997	116.70	0.19	2013	0.05	662.455	0.26	-0.03
1998	126.31	0.23	2014	0.21	714.253	0.29	0.11
1999	130.46	0.22	2015	-0.04	731.253	0.34	0.17
2000	157.51	0.19	2016	-0.13	604.837	0.31	-0.08
2001	159.92	0.2	2017	0.05	589.49	0.29	-0.06
2002	162.86	0.2	2018	0	612.32	0.24	-0.17
2003	187.04	0.19	2019	-0.05	616.36	0.23	-0.04
2004	229.98	0.2	2020	0.05	544.25	0.26	0.13
2005	282.72	0.21	-	0.05	-	-	-

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي، متوفرة على الموقع:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.FTOT.KN>

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت في السعودية سجل تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال سنوات الدراسة ولكن إجمالاً سجل اتجاه تحديدي موجب، حيث سجل إجمالي تكوين رأس المال الثابت ما قيمته 83.25 مليار ريال سنة 1990 مقابل مليار ريال 544.25 سنة 2020 بارتفاع نسبته 553.7%، وهذا نتيجة للتنظيمات والحوافز التي اتخذتها المملكة من أجل تعزيز الاستثمار المحلي من خلال توفير الخدمات، والتسهيلات للمستثمرين وتنويع القاعدة الاقتصادية، في إطار برامج التنمية الخماسية ورؤية المملكة لسنة 2030.

ونلاحظ كذلك أن إجمالي تكوين رأس المال الثابت سجل ارتفاعاً بمعدلات منخفضة خلال الفترة من سنة 1990 إلى سنة 1993، حيث بلغ إجمالي تكوين رأس المال الثابت سنة 1993 قيمة 108.82 مليار ريال، مقارنة بقيمة 103.9 مليار ريال سنة 1992، و 100.48 مليار ريال سنة 1991، وذلك نتيجة للأوضاع التي سادت بعد إنتهاء حرب الخليج، ليتراجع إجمالي الاستثمارات سنة 1994 نتيجة لإنخفاض أسعار النفط.



كما شهد إجمالي تكوين رأس المال الثابت إرتفاعا ملحوظا خلال السنوات من 103.31 مليار ريال سنة 1995 إلى 444.49 مليار ريال سنة 2008، فيما سجلت مساهمة إجمالي تكوين رأس المال الثابت في الناتج المحلي الإجمالي نسبة 0.2% سنة 1995 ونسبة 0.3% سنة 2008، و ذلك نتيجة لإرتفاع الإنفاق الاستثماري والذي يعود للانتعاش الذي ساد في الاقتصاد السعودي خلال تلك المدة، بالإضافة إلى التعليمات التي إتخذتها المملكة من أجل تعزيز الاستثمار المحلي، ليشهد بعدها إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت في المملكة نموا سلبيا سنة 2009، حيث بلغ قيمة 414 مليار ريال مقارنة ب 444.5 مليار ريال سنة 2008، كما سجلت نسبة مساهمة إجمالي تكوين رأس المال الثابت من الناتج تراجعاً بقيمة 6%، وذلك نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ولكن سرعان ما تحسن مستوى إجمالي الاستثمارات الثابتة حيث حقق إرتفاع إيجابي خلال الفترة من سنة 2010 الى سنة 2015، ويعود ذلك إلى إرتفاع الاستثمارات في القطاع غير النفطي والاستثمارات في القطاع النفطي، لتشهد بعدها تراجعاً خلال سنتي 2016 و 2017، حيث إنخفضت قيمة الاستثمارات الكلية سنة 2016 بنسبة 17.3% مقارنة بالسنة السابقة، وسجلت سنة 2017 انخفاضا بحوالي 2.53% مقارنة بالسنة السابقة، وذلك نتيجة لحالة الانكماش التي يشهدها الاقتصاد السعودي نتيجة لانخفاض الإنفاق الاستثماري في أعقاب إنخفاض الإيرادات النفطية.

ليشهد بعدها إجمالي تكوين رأس المال الثابت ارتفاعاً خلال سنتي 2018 و 2019 بحوالي 3.87%، 0.7% على التوالي، فيما سجلت نسبة مساهمة إجمالي الاستثمارات في الناتج المحلي الإجمالي 0.24% سنة 2019، مقابل نسبة 0.23% سنة 2018، نتيجة للجهود التي بذلتها المملكة لزيادة حجم وكفاءة الاستثمارات في المملكة من أجل زيادة الناتج المحلي، التنوع الاقتصادي تماشياً مع رؤية المملكة لسنة 2030، ليتراجع بعدها إجمالي الاستثمارات سنة 2020 بمعدل 11.7% كنتيجة لحالة الانكماش التي يشهدها الاقتصاد السعودي نتيجة لتراجع الإنفاق الاستثماري في أعقاب أزمة كورونا.

**الفرع الرابع: الانفتاح التجاري:** تعبر نسبة الانفتاح التجاري على مدى أهمية التجارة الخارجية في الاقتصاد الكلي للبلد، ولقياس الانفتاح التجاري على العالم الخارجي نستعمل نسبة حجم التجارة السلعية (الصادرات + الواردات) إلى إجمالي الناتج المحلي، والجدول الموالي يوضح تطور الانفتاح التجاري على العالم الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في المملكة العربية السعودية:

الجدول رقم(19:03):تطور الانفتاح التجاري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي للفترة 1990-2020

السنوات	نسبة الانفتاح التجاري (%)	نسبة التغير (%)	السنوات	نسبة الانفتاح التجاري (%)	نسبة التغير (%)
1990	51.95	-	2006	74.58	1.98
1991	43.87	-15.55	2007	77.78	4.29
1992	60.95	38.93	2008	82.45	6
1993	53.09	-12.89	2009	67.08	-18.64
1994	48.74	-8.19	2010	67.77	1.02
1995	54.5	11.81	2011	73.93	9.08
1996	55.77	2.33	2012	73.91	-0.01
1997	53.91	-3.33	2013	72.86	-1.42
1998	46.83	-13.13	2014	68.25	-6.32
1999	48.65	3.88	2015	57.8	-15.31
2000	56.81	16.77	2016	34	-41.11
2001	53.84	-5.22	2017	51.75	52.20
2002	55.24	2.61	2018	54.85	5.99
2003	62.53	13.19	2019	52.3	-4.64
2004	67	7.14	2020	30.5	-41.68
2005	73.13	9.14	-	-	-

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي، متوفرة على الموقع:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/TX.VAL.MRCH.AL.ZS>

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة حجم التجارة الخارجية السلعية إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للانفتاح التجاري في الاقتصاد السعودي، كان متذبذباً بين الارتفاع والانخفاض في معظم فترة الدراسة (1990-2019)، ونلاحظ من الجدول أن نسبة الانفتاح التجاري سجلت معدلات متنامية بشكل ملحوظ خلال الفترة من سنة 2002 إلى سنة 2008، بلغت ذروتها خلال سنة 2008 بقيمة 82.45% وبارتفاع نسبته 49.25% مقارنة بسنة 2002، نتيجة لارتفاع قيمة الصادرات والواردات السلعية في المملكة، ويرجع ذلك إلى الإصلاحات الهيكلية والمؤسسية التي إتخذتها المملكة منها إنشاء عدد من الجهات التي تهدف إلى تنمية الصادرات السعودية غير النفطية وزيادة قدرتها التنافسية، وبالتالي تنويع القاعدة الاقتصادية وتقليل الاعتماد على النفط . وسجلت نسبة الانفتاح التجاري أدنى إنخفاض خلال السنوات 1991، 2009، 2016، 2020 بنسبة 15.55%، 18.64%، 41.11%، 41.68% على التوالي وهذا نتيجة لتراجع إجمالي قيمة صادرات وواردات المملكة السلعية، ويعزى الانخفاض إلى قيمة الصادرات النفطية نتيجة تراجع أسعار النفط، أما السلع غير النفطية ربما ذلك يعود لزيادة الطلب الداخلي على السلع القابلة للتصدير.

**سادسا - النظام المالي:** أنشأت المملكة العربية السعودية بنية تحتية تنظيمية ومالية جيدة قائمة على أساس معايير مالية دولية، حيث يقدم القطاع المالي في المملكة خدمات مالية متطورة جعلت منها وجهة إستثمارية جذابة، وساعدت في تعزيز النمو الاقتصادي، ويتكون النظام المالي في المملكة العربية السعودية من البنك المركزي (مؤسسة النقد العربي السعودي)، والبنوك التجارية، ومؤسسة الإقراض المتخصصة، وسوق الأوراق المالية، ونوضح ذلك فيما يلي:

أ. البنك المركزي السعودي: أسس البنك المركزي السعودي في سنة 1952، حيث يتولى المحافظة على الاستقرار النقدي والمالي في المملكة، بالإضافة إلى دعم النمو الاقتصادي، من خلال تميزه في أداء المهام التالية: (البنك المركزي السعودي)

- إصدار وإدارة العملة الوطنية (الريال السعودي).
- القيام بأعمال بنك الحكومة.
- إدارة إحتياطيات المملكة العربية السعودية من النقد الأجنبي.
- إدارة السياسة النقدية من أجل المحافظة على إستقرار الأسعار، وأسعار الصرف.
- تعزيز تطوير النظام المالي وضمان سلامته.
- الرقابة والإشراف على المؤسسات المالية .

نقدم فيما يلي أهم التطورات النقدية في المملكة خلال سنة 2019: (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2020، صفحة 60، 64، 66)

فيما يتعلق بأدوات السياسة النقدية عملت مؤسسة النقد السعودية في سنة 2019، على خفض معدل إعادة الخصم ليستقر عند نسبة 1.75%، كما إتصف النظام المالي في عام 2019 بتوفير السيولة في النظام المصرفي، وأبقت المؤسسة على متطلبات الإحتياطي النظامي على ودائع العملاء لدى المصارف دون تغيير عن العام السابق عند نسبة 4% للودائع لأجل والادخارية، و 7% للودائع تحت الطلب.

وبلغ عرض النقود بتعريفه الواسع (M3) والذي يتكون من النقد المتداول خارج البنوك، وإجمالي الودائع لدى البنوك إرتفاعا في عام 2019 بنسبة مقارنة بالعام السابق 7.1%، مسجلا ما قيمته 1.985 مليار ريال، وذلك نتيجة لزيادة صافي الإنفاق الحكومي المحلي المعتمد بغاية النهوض بالاقتصاد، و زيادة مطلوبات البنوك من القطاع الخاص والعام، كما عزز ذلك إنخفاض العجز في ميزان المدفوعات.

وتعتبر القاعدة النقدية المقياس الأضيق لحجم السيولة وتشتمل على النقد المتداول خارج البنوك، والنقد في صناديق البنوك، إضافة إلى ودائع المصارف والمؤسسات المالية العامة لدى مؤسسة النقد، وقد إرتفعت القاعدة النقدية بنسبة 4.2% في سنة 2019، فيما إرتفع المضاعف النقدي (هو نسبة عرض النقود (M3) إلى القاعدة النقدية) بنسبة 2.8% مقارنة بالسنة السابقة، وأيضا إرتفع متوسط أسعار الفائدة على الودائع بين البنوك السعودية لمدة ثلاث أشهر بنحو 18 نقطة أساس ليبلغ 2.63% في سنة 2019 مقارنة بـ 2.45% سنة 2018.

وفيما يخص تطورات سعر الصرف، حافظت مؤسسة النقد السعودي على تطبيق سياسة سعر الصرف الثابت للريال السعودي مقابل الدولار الأمريكي، حيث إستقر على سعر صرفه الرسمي البالغ 3.75، والذي يهدف إلى إستقرار سعر صرف الريال بما يحقق مصالح الاقتصاد السعودي.

ب. البنوك التجارية: بدأ النظام المصرفي مساره الحديث مع نشأة مؤسسة النقد العربي السعودي، وتمكن من تنمية قدراته المالية وموارده البشرية وإمكاناته التكنولوجية، كما ساعدت مؤسسة النقد في ذلك من خلال الرقابة و الإشراف على النظام المصرفي من أجل زيادة جدارته المالية والرقمي بمستوى خدماته المصرفية، وتعزيز دوره في تمويل الإنتاج والتجارة والاستثمار، وأظهرت البنوك التجارية أداء جيدا خلال سنة 2019، فقد إرتفع إجمالي موجوداتها بنسبة 9.7% (233 مليار

ريال) لـ 2631.1 مليار ريال، وتمت ودائعها المصرفية بنسبة 7.3%، وارتفعت أرباحها بنسبة 4.5% مقارنة بمستواها في العام السابق، يمكن أن يعزى ذلك إلى عدة عوامل لا سيما الزيادة في صافي الإنفاق الحكومي، علاوة على ذلك، كان هناك توسع كبير في استخدام التكنولوجيا المصرفية الحديثة، مثل الخدمات المصرفية عبر الهاتف والإنترنت في الأعمال التجارية سنة 2019، وهو ما أتاح لها خدمة الاقتصاد المحلي وعملائها من خلال تقديم هذه الخدمات الحديثة (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2020، صفحة 70).

ج. **مؤسسات الإقراض المتخصصة:** واصلت مؤسسات الائتمان المتخصصة في تقديم القروض التي تسهم في تحقيق أهداف التنمية في السعودية، حيث بلغ وسجل إجمالي القروض الممنوحة سنة 2019 نحو 27.1 مليار ريال بارتفاع نسبته نحو 78.28% مقارنة بالسنة السابقة، وبلغ حجم تسديدات القروض 20.93 مليار ريال بارتفاع نسبته حوالي 1.1% عن العام السابق، وبلغ رصيد إجمالي القروض القائمة نحو 236.45 مليار ريال بارتفاع نسبته 2.49% عن العام السابق (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2020، صفحة 43)، (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2021، صفحة 41) وتتضمن المؤسسات المالية المتخصصة في السعودية كلا من "صندوق التنمية العقاري" و "صندوق التنمية الصناعية" و "صندوق التنمية الزراعية" و "بنك التنمية الاجتماعية"، وتطرق إلى أهم تطوراتها المصرفية سنة 2019، فيما يلي: (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2020، صفحة 43)، (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2021، صفحة 41)

1. **صندوق التنمية الزراعية:** بلغ حجم القروض المعتمدة التي صرفها صندوق التنمية الزراعية في سنة 2019 نحو 1.44 مليار ريال وبإرتفاع نسبته حوالي 243% عن العام السابق، وبلغ حجم تسديد القروض نحو 683 مليون ريال وبإخفاض نسبته 21.6% عن العام السابق، ووصل إجمالي القروض القائمة بنهاية 2019 إلى حوالي 7.95 مليار ريال بارتفاع نسبته 8.9% عن العام السابق.

2. **صندوق التنمية الصناعية:** بلغت القروض المعتمدة التي قدمها صندوق التنمية الصناعية السعودي في سنة 2019 نحو 7 مليار ريال بإخفاض نسبته 25.5% عن العام السابق، وبلغ إجمالي تسديد القروض نحو 4.3 مليار ريال بإخفاض نسبته 8.51% عن العام السابق، وبلغ إجمالي القروض القائمة نحو 47.18 مليار ريال بإخفاض نسبته حوالي 10% عن العام السابق.

3. **صندوق التنمية العقارية:** بلغ حجم القروض المعتمدة التي قدمها صندوق التنمية العقارية في سنة 2019 نحو 7.72 مليار ريال وبإرتفاع نسبته نحو 157% عن العام السابق، فيما بلغ حجم تسديد القروض نحو 5.42 مليار ريال بإخفاض نسبته 11.14% عن العام السابق، وبلغ إجمالي القروض القائمة 156.86 مليار ريال وبإرتفاع نسبته 2.18% عن العام السابق.

4. **بنك التنمية الاجتماعية:** بلغ حجم القروض المعتمدة التي قدمها بنك التنمية الاجتماعية في سنة 2019 نحو 3.37 مليار ريال بإرتفاع نسبته 40.41% عن العام السابق، فيما بلغ حجم تسديد القروض نحو 8.16 مليار ريال بإخفاض نسبته 9.33% عن العام السابق، وبلغ إجمالي القروض القائمة 24.14 مليار ريال بإخفاض نسبته حوالي 10.26% عن العام السابق.

ولتحليل تطور مستوى المعروض النقدي بالمفهوم الواسع (M3) بالسعودية للفترة من 1990 إلى 2020، نورد ما يلي:

الجدول رقم(20:03):تطور المعروض النقدي (M3) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة1990-2020.

السنوات	المعروض النقدي (M3) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%)	السنوات	المعروض النقدي (M3) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%)
1990	43.08	2006	46.87
1991	43.88	2007	50.99
1992	42.73	2008	48.1
1993	45.55	2009	64.57
1994	46.14	2010	55.17
1995	44.97	2011	49.17
1996	43.58	2012	52.24
1997	43.83	2013	55.79
1998	51.29	2014	61.59
1999	49.74	2015	73.27
2000	44.34	2016	74.73
2001	47.95	2017	70.1
2002	53.65	2018	62.84
2003	51.14	2019	66.75
2004	50.01	2020	81.86
2005	44.65	-	-

المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي، متوفرة على الموقع:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FM.LBL.BMNY.CN>

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن تطور المعروض النقدي بمفهومه الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، ولكن إجمالاً حقق اتجاه تحديدي موجب خلال الفترة(1990-2020)، ونلاحظ من الجدول تسجيل أدنى معدلات نمو لنسبة المعروض النقدي من الناتج المحلي الإجمالي خلال السنوات1991، 2018، 2005 بقيمة 18.73%، 14.06%، 32.4% مقارنة بالعام السابق، والتي تعود إلى تراجع المعروض النقدي(M3) و يعود ذلك لتراجع نمو صافي الإنفاق الحكومي المحلي، تراجع نمو مطلوبات المصارف من القطاع الخاص والعام، إرتفاع التأثير السلبي لعجز ميزان المدفوعات. كما تم تسجيل أعلى معدلات نمو في المعروض النقدي (M3) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السنوات 2009، 2015 بمقدار 33%، 18.96% مقارنة بالعام السابق، حيث سجلت ماقيمته 64.57%، 73.27% على التوالي، وهذا راجع لإتساع المعروض النقدي(M3)، نتيجة لعدة أسباب أهمها استمرار مؤسسة النقد السعودية في إتباع سياسة نقدية توسعية والتي انتهجتها سعياً للتعامل مع تداعيات الأزمة العالمية في أواخر 2008 وكذلك تراجع أسعار النفط، نمو صافي الإنفاق الحكومي المحلي، النمو في مطلوبات المصارف من القطاع الخاص والمؤسسات العامة غير المالية، و تراجع أثر العجز في ميزان المدفوعات، وحظي النظام المالي سنة 2020 بمستويات سيولة عالية لتلبية متطلبات التمويل الداعمة لتعافي الأنشطة الاقتصادية جراء أزمة كورونا، وذلك نظراً لتدخل البنك المركزي من خلال دعم تمويل القطاع الخاص ودعم السيولة، حيث سجلت نسبة العرض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي إرتفاعاً بمعدل 22.36% مقارنة بالسنة السابقة.

أما فيما يخص تحليل تطور نسبة مساهمة الائتمان الخاص في الناتج المحلي الإجمالي، كمصدر للتوسع في السيولة بالمملكة العربية السعودية، فنورد الجدول الآتي:

الجدول رقم(21:03):تطور الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة1990-2019

السنوات	الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي(%)	السنوات	الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي(%)
1990	15.02	2006	33.72
1991	14.96	2007	37.07
1992	16.76	2008	37.68
1993	20.47	2009	45.63
1994	22.36	2010	39.16
1995	22.57	2011	34.1
1996	20.79	2012	36.34
1997	21.51	2013	40.22
1998	29.19	2014	44.29
1999	26.74	2015	55.92
2000	24.24	2016	58.11
2001	27.09	2017	53.97
2002	28.95	2018	55.04
2003	28.23	2019	58.9
2004	32.35	2020	67.13
2005	35.42	-	-

المراجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي، متوفرة على الموقع:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/FM.AST.DOMS.CN>

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن تطور الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، ولكن إجمالاً حقق اتجاه عام تحديدي موجب خلال الفترة(1990-2020)، ويلاحظ من الجدول أن نسبة مساهمة الائتمان الخاص في الناتج المحلي الإجمالي في السعودية سجلت أقصى تراجع خلال سنتي 1999، 2011 بمعدلات 12%، 9% على التوالي، وذلك لانخفاض معدلات الطلب على الائتمان الخاص.

كما شهدت نسبة مساهمة الائتمان الخاص في الناتج المحلي الإجمالي أقصى ارتفاع في السنوات 1998، 2009، 2015، 2020، بنسبة 35.70%، 21%، 26.25%، 14% ويعزى ذلك لدور البنك المركزي السعودي في تعزيز دور القطاع المصرفي وملاءته المالية، ورفي الخدمات المالية و المصرفية التي يقدمها للعملاء والأنشطة الاقتصادية المختلفة، كما شهد القطاع المصرفي توسعاً في استخدام التكنولوجيا المالية في تقديم الخدمات المصرفية، وبالتالي أصبحت المصارف التجارية قادرة بشكل أكبر على تمويل الاقتصاد المحلي، وتقديم خدمات مصرفية تناسب تطلعات العملاء.

المبحث الثالث: نمذجة قياسية لأثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة من(1990-2020)

بما أن مفهوم تطور سوق الأوراق المالية هو مفهوم متعدد الأوجه، ونظرا لعدم توفر بيانات كافية لبعض مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، تم استخدام مؤشر معدل الرملة البورصية حيث يعد أحد المؤشرات المهمة التي يعتمد عليها البنك الدولي في قياس العمق المالي للأنظمة المالية (الرفاتي، صافي، و الحامودي، 2017، صفحة 12)، وهو يقيس حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، والتي بدورها تعكس درجة تطور السوق، وكذلك يعتبر مؤشر لقياس سيولة سوق الأوراق المالية نظرا لأنه يعكس حجم السوق بالنسبة للاقتصاد، إضافة إلى استخدام مؤشر أداء البورصة كقياس لكفاءة السوق (ALGAEED, 2021, p. 400)، كونه يعكس تطور أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، ومن المتوقع أن يعكس أداء السوق المالية السعودية وضعية الاقتصاد الحقيقي.

سنقوم بإختبار تأثير مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من وجهة نظر القياس الاقتصادي، وإن الحكم على مدى مساهمة تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي تبقى مسألة تجريبية، تختلف نتائجها باختلاف البلد، وإختلاف الفترة وإختلاف المنهجية المتبعة في القياس الاقتصادي، وعليه سيتم في هذا المبحث قياس أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة(1990-2020).

#### المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة

سعيًا للإجابة على إشكالية البحث المطروحة سابقا وإختبار مدى صحة الفرضيات المقترحة، كان لزاما علينا تحديد المنهج المستعمل للوصول إلى نموذج نظري للدراسة، يبين الطريقة التي تم اللجوء إليها لتحليل وتقييم أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، وبالتالي سيتم التطرق أولا إلى منهج الدراسة، ثم سيتم التطرق في النقطة الثانية إلى النموذج النظري للدراسة.

#### الفرع الأول: مجالات ومنهج الدراسة

سننتظر في هذا الفرع بداية إلى مجالات الدراسة، ثم نتطرق إلى منهج الدراسة.

**أولا. مجالات الدراسة:** تتضمن مجالات الدراسة المجالين المكاني والزمني:

إقتصرت الدراسة على المملكة العربية السعودية للفترة من سنة 1990 إلى سنة 2020 أي على مستوى الاقتصاد السعودي، لمعرفة مدى مساهمة الإصلاحات المالية التي إتبعتها المملكة في تطوير السوق المالية السعودية في المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي، هذا الأخير الذي يعتبر أبرز محدداته تطور سوق الأوراق المالية.

**ثانيا. منهج الدراسة:** تعد منهجية الدراسة وإجراءاتها محورا أساسيا يتم عن طريقه إنجاز الجانب التطبيقي من الدراسة، ومن خلالها يتم تحديد البيانات المراد الحصول عليها من أجل القيام بالتحليل الإحصائي، للوصول إلى النتائج التي يتم تفسيرها في ضوء الأدبيات المرتبطة بالموضوع محل الدراسة، وبالتالي تحقيق وإنجاز الأهداف التي يسعى إليها البحث.

سوف نستعمل في هذه الدراسة منهجية حديثة لإختبار التكامل المشترك، تتمثل في نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية

المبتاطفة الذي تم وضعه من قبل Pesaran and al سنة 2001، حيث قام بدمج نماذج الانحدار الذاتي (Autogressive Models) ونماذج فترات الإبطاء الموزعة (Disturbuted Lag Models)، ويأخذ نموذج ARDL عدد كافي من فترات الإبطاء



الزميني ما يمكن من الحصول على نتائج أكثر كفاءة ودقة، (بخوش، 2022، صفحة 311)، كما يعد من أكثر النماذج ملائمة مع حجم العينة المستعملة في هذا البحث، والبالغة 31 مشاهدة ممتدة خلال الفترة من 1990 إلى 2020.

نموذج ARDL يمكننا من تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في الأجلين القصير والطويل، إضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وكذلك في هذه المنهجية يمكننا تقدير معاملات المتغيرات المستقلة في الأجلين القصير والطويل، ويتميز نموذج ARDL عن غيره من النماذج بما يلي: (بخوش، 2022، صفحة 321)

- قادر على التفرقة بين المتغيرات التوضيحية والمتعددة؛
  - أنه يساعد على التخلص من المشكلات المرتبطة بحذف المتغيرات ومشكلات الارتباط الذاتي؛
  - المقدرات الناتجة عن هذه الطريقة تكون غير متحيزة وكفؤة، لأنها تساعد في منع حدوث الارتباط الذاتي؛
  - يطبق فيما إذا كانت المتغيرات مستقرة في قيمها، أي متكاملة من الرتبة صفر (0) أو متكاملة من الرتبة (1) أو من الرتبة نفسها، ويجب أن لا يكون أحد المتغيرات متكاملًا من الرتبة (2) أو أعلى؛
  - يمكن تطبيقه في حالة ما إذا كان حجم العينة صغيرًا، وهذا على عكس معظم إختبارات التكامل المشترك التقليدية التي تتطلب أن يكون حجم العينة كبيرًا لكي تكون النتائج أكثر كفاءة؛
  - يأخذ عدد كافٍ من فترات التخلف الزمني، من أجل الحصول على أحسن مجموعة بيانات؛
  - يمكن هذا النموذج من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل؛
- هناك العديد من الدراسات التي قامت بإختبار العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي باستخدام نموذج (ARDL) منها دراسة (Rehman, M. Z، 2018) و (ALGAEED, 2021) وغيرها، والتي تم التطرق إليها في الفصل الثاني من الدراسة.

#### الفرع الثاني: النموذج النظري للدراسة

تتمحور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي: ما مدى تأثير تطور سوق الأوراق المالية على تحقيق النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020)؟ الفرضية الرئيسية المعتمدة للإجابة عن هذه الإشكالية تأتي اعتمادًا على الأدبيات الاقتصادية النظرية والتجريبية، التي تطرقت إلى هذه العلاقة على النحو الآتي: يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية إيجابًا خلال الفترة (1990-2020).

وهي تنقسم بدورها إلى فرضيتين فرعيتين يعالجهما القياس الاقتصادي عن طريق النموذج الذي سوف يتم العمل على إختباره، واللذان وردتا في المقدمة العامة للأطروحة، وهما:

- يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية إيجابًا في الأجل الطويل خلال الفترة (1990-2020).

- يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية إيجابًا في الأجل القصير خلال الفترة (1990-2020).

تم تحديد النموذج النظري في مخطط يجسد العلاقة بين ثلاث أنواع من المتغيرات: المعبرة عن تطور سوق الأوراق المالية،

والضابطة، والمتغير التابع، إنطلاقًا من العلاقة التالية:

$$PERCAP = f(SMD; CV)$$

أي أن النمو الاقتصادي (PERCAP) دالة لتطور سوق الأوراق المالية (SMD)، والمتغيرات الضابطة (CV) التي يعتقد أنها

تؤثر على النمو الاقتصادي حيث:

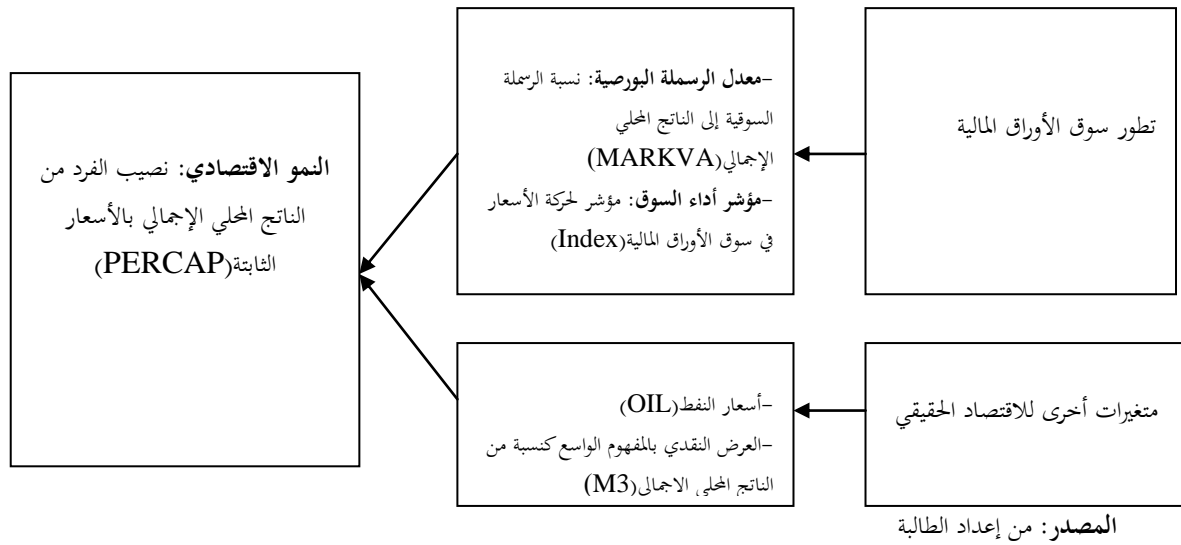


أولاً. المتغيرات المستقلة المعبرة عن تطور سوق الأوراق المالية: هي متغيرات مستقلة رئيسية والتي تعبر عن تطور سوق الأوراق المالية (SMD) وتمثلت في كل من: 1-معدل الرسملة البورصية (MARKVA): حيث يطلق على القيمة السوقية للأسهم المصدرة في سوق الأوراق المالية برسملة السوق أو الرسملة البورصية، ونستخدم في الدراسة الرسملة البورصية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعكس المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، وقد أستخدم هذا المؤشر من قبل (Rehman, M. Z, 2018) و (ALGAEED, 2021) ، 2-مؤشر أداء السوق (Index): هو رقم قياسي يعكس تطور الأسعار في سوق الأوراق المالية بالزيادة أو النقصان، وذلك إستنادا إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها، وغالبا ما يتم إختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق الأوراق المالية والتي يستهدف المؤشر قياسها (عاشوري و شنافة، 2021، صفحة 193)، وأستخدم هذا المؤشر في دراسات على السعودية من طرف (ALSHAMMARY, 2014) و (Samargandi, Fidrmuc, & Ghosh, 2014).

ثانيا. المتغيرات الضابطة (متغيرات مستقلة أخرى): ممثلة في 1-أسعار النفط (OIL): يعتمد الاقتصاد السعودي على النفط وتمتلك السعودية أحد أكبر الإحتياطيات النفطية في العالم، حيث يساهم قطاع النفط في الاقتصاد السعودي بأكثر من 76٪ من صادرات البلاد (البنك المركزي السعودي، 2021، صفحة 66)، نتيجة لذلك تلعب عائدات النفط دورًا حيويًا في جميع الأنشطة الاقتصادية الرئيسية في المملكة العربية السعودية، أستخدم في الدراسات المرتبطة بالدول المنتجة للنفط مثل: السعودية (ALSHAMMARY, 2014)، ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (Naceur, Ghazouani, & Omran, 2008) ، 2-المعروض النقدي بالمفهوم الواسع (M3) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي: ويعبر عن النقد المتداول خارج المصارف و إجمالي الودائع لدى المصارف، المهم هنا هو معرفة تأثير العرض النقدي (M3) على النمو الاقتصادي، و لقد أستخدم في دراسة مرتبطة بالسعودية من طرف (Samargandi, Fidrmuc, & Ghosh, 2014)..

ثالثاً. المتغير التابع: النمو الاقتصادي ممثلا في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (PERCAP)، وهو من بين أهم المؤشرات المعبرة عن تطور النشاط الاقتصادي في السعودية.

شكل رقم (21:03): النموذج النظري للدراسة



### المطلب الثاني: توصيف النموذج

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى إدارة بيانات الدراسة، وكذلك قياس المتغيرات، بالإضافة إلى صياغة النموذج القياسي المتعدد الانحدار الخاص بأثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية.

#### الفرع الأول: إدارة بيانات الدراسة وقياس المتغيرات

أولاً. إدارة بيانات الدراسة: بعد تشخيص التقارير الخاصة بالبنك المركزي السعودي (SAMA)، والسوق المالية السعودية (تداول) وهيئة السوق المالية السعودية (CMA)، وبيانات البنك الدولي (WB)، تبين أن جميع البيانات التي بحوزتنا والممتدة على الفترة (1990-2020) وجدت أنها تحتوي على معلومات كافية، أي لا توجد قيم مفقودة وتحتوي المعلومات اللازمة لإجراء التحليل الإحصائي، تم تشكيل بيانات الدراسة في شكل سلاسل زمنية موزعة على 31 عاماً، كما سيتم استخدام البرنامج الإحصائي (Eviews V10).

ثانياً. قياس المتغيرات: تتضمن هذه الدراسة ثلاث أبعاد يتضمن البعد الأول متغير واحد تابع، والبعد الثاني يتضمن متغيرين مستقلين رئيسيين، والبعد الثالث يتضمن متغيرين ضابطين (متغيرات مستقلة أخرى)، في الواقع سيتم قياس هذه المتغيرات على مقياس كمي، ونبين فيما يلي المتغيرات التي تقيس كل بعد بالإضافة إلى إسم وترميز المتغيرات المستخدمة لقياس هذه الأبعاد:

1. المتغير التابع: في هذا النموذج يتمثل في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (PERCAP)، البيانات الأساسية الخاصة به مأخوذة من البنك الدولي (WB).

2. المتغيرات المستقلة: سوف نستخدم النسب المئوية لقياس كل من معدل الرملة البورصية (MARKVA)، ومؤشر أداء السوق (INDEX) البيانات الخاصة بهما مأخوذة من موقع البنك الدولي، وموقع السوق المالية السعودية.

3. المتغيرات الضابطة (متغيرات مستقلة أخرى): كما نستخدم متغيرين ضابطين هما: أسعار النفط (OIL) المحسوب بسعر النفط الخفيف العربي، و المعروض النقدي بالمفهوم الواسع (M3)، وبياناتهما مأخوذة من قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية (البنك الدولي).

ويوضح الجدول رقم (26) ملخص المقاييس المستخدمة لقياس المتغيرات التابعة والمستقلة والضابطة.

جدول رقم (22:03): ملخص المقاييس المستخدمة لقياس المتغيرات التابعة والمستقلة والضابطة

البعد	المتغير	الرمز	المقياس
النمو الاقتصادي	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي	PERCAP	كمي قيمة (ريال سعودي)
تطور سوق الأوراق المالية	معدل الرملة البورصية	MARKVA	كمي نسبة مئوية (%)
	مؤشر الأداء العام	INDEX	كمي نقطة
متغيرات أخرى للاقتصاد الحقيقي	المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	M3	كمي (نسبة مئوية %)
	أسعار النفط	OIL	كمي قيمة (ريال سعودي)

المصدر: من إعداد الطالبة .

#### الفرع الثاني: صياغة النموذج القياسي

لقد تم إستعمال الاقتصاد القياسي لتقدير العلاقة بين المتغيرات المفسرة ممثلة في مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، والمتغير التابع ممثلاً في النمو الاقتصادي، إضافة إلى الاستعانة بمجموعة من الأدوات الإحصائية والقياسية، وذلك لبناء نموذج الانحدار

الذاتي للفحوات الزمنية المتباطئة، لتطبيق نموذج (ARDL) والوصول إلى نتائج أكثر كفاءة، يتطلب تنفيذ الخطوات التالية: (بخوش، 2022، صفحة 322)

- إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية، إختبار جذر الوحدة للاستقرار؛
- إختبار فترة الإبطاء المثلى قبل تقدير العلاقة في الأجلين القصير والطويل؛
- إختبار وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات بإستخدام إختبار الحدود (Boundes Test) ؛
- تقدير نموذج تصحيح الخطأ (تقدير نموذج الأجل القصير) ؛
- إجراء الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Test) للتأكد من عدم وجود مشاكل قياسية، وجودة نتائج التقدير المتحصل عليها من خلال الاختبارات التالية:

- الكشف عن الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية بإستخدام إختبار ( Breusch-Godfrey Serial ; Correlation LM
- إختبار التوزيع الطبيعي للبقايا بإستخدام إختبار (Jarque-Bera)؛
- إختبار الاستقرار الهيكلي لمعلمات النموذج المقدر في الأجلين القصير والطويل للتأكد من خلوه من تغيرات هيكلية عبر الزمن و التحقق من مدى استقرار المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، ويتم ذلك من خلال:
- ✓ إختبار المجموع التراكمي للبقايا التراجعية (Cumulative Sum Of Recursive Squares).
- ✓ إختبار المجموع التراكمي لمربعات البقايا التراجعية (Cumulative Sum Of Recursive Squares (Residuals).

محاولة قياس درجة تأثير مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، تم الاعتماد على بيانات سلاسل زمنية تمتد على الفترة (1990-2020)، وإستخدام نموذج قياسي متعدد الإنحدار، يكون فيه متغير النمو الاقتصادي متغير تابع، وبذلك تصبح الصيغة الرياضية للنموذج وفق المعادلة الآتية:

$$PERCAP = B_1 MARKVA_t + B_2 INDEX_t + B_3 M3_t + B_4 OIL_t + \varepsilon_t$$

حيث أن هي:  $t = 1, 2, 3, \dots, 39$ . وهي عبارة عن الزمن  $t$  في السلسلة الزمنية (1990-2020)، و  $B_1, B_2, B_3, B_4$  معاملات المتغيرات المستقلة.

#### المطلب الثالث: تقدير نموذج الدراسة

من خلال ما يلي تحاول الدراسة تطبيق منهجية ARDL، على إحصائيات متغيرات الدراسة المستهدفة.

#### الفرع الأول: دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية

يهدف هذا الإختبار إلى تجنب مشكلة الارتباط الزائف بين المتغيرات المستقلة والتابعة الناتجة عن عدم استقرار السلاسل الزمنية في تقدير النموذج القياسي، ولدراسة إستقرارية هذه السلاسل وتحديد درجة تكاملها يتم إستعمال إختبار Dickey-Fuller الموسع، ويتم إجراءه في ثلاث نماذج الأول بوجود حد ثابت فقط، النموذج الثاني بوجود حد ثابت وإتجاه عام، النموذج الثالث بدون وجود حد ثابت وإتجاه عام، وبالإستعانة ببرنامج (Eviews 10)، حيث كانت النتائج كما يلي:

جدول رقم(03:23):إختبارات جذر الوحدة للاستقرارية

$I(0)$  إختبار الاستقرارية عند المستوى

At Level I(0)						
	PERCAP	MARKVA	INDEX	M3	OIL	
t-Statistic	-1.9326	-0.4336	-2.2436	3.0497	-1.4737	وجود حد ثابت
<b>Prob.</b>	<b>0.3136</b>	<b>0.8907</b>	<b>0.1960</b>	<b>1.0000</b>	<b>0.5329</b>	
	n0	n0	n0	n0	n0	
t-Statistic	-1.9101	-1.2244	-3.1770	-2.6297	-1.4490	وجود حد ثابت
<b>Prob.</b>	<b>0.6244</b>	<b>0.8870</b>	<b>0.1080</b>	<b>0.2708</b>	<b>0.8246</b>	واتجاه عام
	n0	n0	n0	n0	n0	
t-Statistic	-1.9623	-0.5968	-2.2901	-0.6826	-1.4966	بدون حد ثابت
<b>Prob.</b>	<b>0.0490</b>	<b>0.4504</b>	<b>0.0235</b>	<b>0.4128</b>	<b>0.1236</b>	واتجاه عام
	**	n0	**	n0	n0	
إختبار الاستقرارية عند الفرق الأول $I(1)$						
I(1) AtFirstDiffence						
	d(PERCAP)	d(MARKVA)	d(INDEX)	d(M3)	d(OIL)	
t-Statistic	-5.5049	-5.5566	-7.9994	-4.8084	-4.4927	وجود حد ثابت
<b>Prob.</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0007</b>	<b>0.0013</b>	
	***	***	***	***	***	
t-Statistic	-5.4015	-5.8632	-7.8526	-5.5666	-4.4792	وجود حد ثابت
<b>Prob.</b>	<b>0.0007</b>	<b>0.0002</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0006</b>	<b>0.0067</b>	واتجاه عام
	***	***	***	***	***	
t-Statistic	-5.6682	-5.4410	-8.0429	-4.7914	-4.5706	بدون حد ثابت
<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	واتجاه عام
	***	***	***	***	***	

**Notes:** a: (\*)Significant at the 10% ; (\*\*)Significant at the 5% ; (\*\*\*) Significant at the 1% and (no) Not Significant

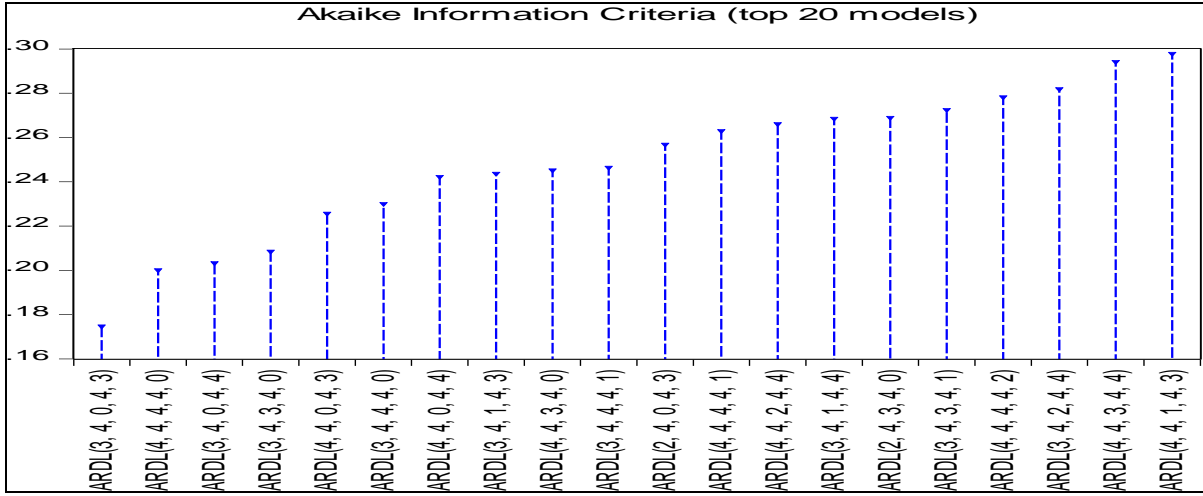
المراجع: من إعداد الباحثة بالإعتماد على: (مخرجات 10 Eviews)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن كل السلاسل غير مستقرة في المستوى  $I(0)$ ، بإستثناء مؤشر أداء السوق (INDEX) و نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (PERCAP) فهي مستقرة في صيغة (عدم وجود حد ثابت وإتجاه عام)، وهي تتضمن الفروق والقيم الاحتمالية أقل من 0.05، أما في الفرق الأول فجميع السلاسل مستقرة في كل الصيغ لأنها تتضمن الفروق والقيم الاحتمالية أقل من 0.05، وبما أن السلاسل تحتوي على مزيج من  $I(0)$  و  $I(1)$  فالطريقة الملائمة لدراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل هي مقارنة ARDL.

الفرع الثاني: تحديد فترات الإبطاء الزمنية المثلى للنموذج

قبل تقدير العلاقة طويلة الأجل وفق نموذج (ARDL) بين النمو الاقتصادي والمتغيرات المستقلة والضابطة المؤثرة فيه ينبغي تحديد فترة الإبطاء لهذه المتغيرات حيث تم ذلك من خلال معيار Akaike info criterion (AIC)، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم (22:03): نتائج تحديد فترات الإبطاء للنموذج



المصدر: اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

من الشكل أعلاه فإن فترة الإبطاء المثلى هي تلك الموافقة لأطول عمود على اليسار، وهذا يعني أن النموذج الأمثل هو ARDL(3, 4, 0, 4, 3)، كما يوضح الجدول رقم (24:03) فترات التباطؤ المثلى لكل متغير والمستخرجة من الشكل أعلاه.

جدول رقم (24:03): فترات التباطؤ المثلى لنموذج (ARDL)

المتغير	INDEX	M3	MARKVA	OIL	PERCAP
فترات التباطؤ المثلى	3	4	0	4	3

المصدر: اعتماداً على الشكل رقم (22:03)

ومنه وفقاً لنموذج (Pesaran & AL, 2001) تكون صياغة النموذج، وفق المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \Delta \text{PERCAP} = c + \sum_{i=1}^4 \beta_{1i} \Delta \text{PERCAP}_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{2i} \Delta \text{MARKVA}_{t-1} + \sum_{i=1}^3 \beta_{3i} \Delta \text{INDEX}_{t-1} \\ + \sum_{i=1}^3 \beta_{4i} \Delta \text{M3}_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{5i} \Delta \text{OIL}_{t-1} + \alpha_1 \text{PERCAP}_{t-1} + \alpha_2 \text{MARKVA}_{t-1} \\ + \alpha_3 \text{INDEX}_{t-1} + \alpha_4 \text{M3}_{t-1} + \alpha_5 \text{OIL}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

حيث:  $\Delta$  يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى،  $c$  الحد الثابت،  $t$  اتجاه الزمن،  $\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي،  $(\beta_4, \beta_3, \beta_2, \beta_1)$ :

معاملات العلاقة قصيرة الأجل (تصحيح الخطأ)،  $(\alpha_4, \alpha_3, \alpha_2, \alpha_1)$ : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

الفرع الثالث: إختبار التكامل المشترك (إختبار الحدود)

بعد تحديد النموذج المناسب نمر للخطوة الموالية، وهي إختبار علاقة التكامل المشترك أو إختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي كمتغير تابع، ومعدل الرسمة البورصية ومؤشر أداء السوق والمعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وأسعار النفط كمتغيرات مفسرة بإستعمال إختبار الحدود (Bound Test)، ويبين هذا النموذج على صياغة الفرضية التالية:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = 0$$

$$H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq 0$$

▪  $H_0$ : الفرضية الصفرية، التي تدل على أنه لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات

▪  $H_1$ : الفرضية البديلة، التي تدل على أنه يوجد تكامل مشترك بين المتغيرات

بعد ذلك يتم مقارنة إحصائية (F-Statistic) مع القيمة الحرجة (الحد الأعلى والأدنى) التي قدمها (Pesaran et al, 2001)، فإذا كانت إحصائية F أكبر من القيمة الحرجة العليا، فسيتم رفض الفرضية الصفرية المتمثلة في عدم وجود تكامل مشترك، مما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات والعكس، إذا كانت الإحصائية F أدنى من القيمة الحرجة الدنيا فلا يمكن رفض الفرضية الصفرية، مما يشير إلى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، كما أنه إذا كانت إحصائية F تقع بين القيمة الحرجة الدنيا والعليا، فإن العلاقة غير واضحة، ويعني ذلك عدم القدرة على إتخاذ القرار في وجود أو عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة (PESARAN, SHIN, & SMITH, 2001).

جدول رقم (25:03): نتائج اختبار التكامل المشترك للنموذج وفق اختبار الحدود Bounds Test

اختبار الحدود ARDL Bounds Test		
عدد المتغيرات K	القيمة	F-Statistic إحصائية
4	10.09720	
حدود القيم الحرجة		
الحد الأعلى I(I)	الحد الأدنى I(0)	مستوى العينة
3.09	2.02	10 %
3.49	2.56	5 %
4.37	3.29	1 %

المصدر: اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

بعد القيام بالاختبار وقياس إحصائية (F-Statistic) جاءت النتائج ضمن الجدول رقم (25:03) على النحو التالي: نلاحظ من خلال نتائج اختبار الحدود أن قيمة فيشر المحسوبة تساوي 10.09720، وهي أكبر من القيمة الحرجة الجدولية للحد الأعلى عن مستوى المعنوية 5%، وتبعاً لذلك يتم رفض الفرضية الصفرية، وتقبل الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي كمتغير تابع ومعدل الرسمة ومؤشر أداء السوق والمعروض النقدي وأسعار النفط كمتغيرات مفسرة. وجاءت نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي كمتغير تابع ومعدل الرسمة ومؤشر أداء السوق و المعروض النقدي وأسعار النفط كمتغيرات مفسرة خلال الفترة (1990-2020) على النحو التالي:

جدول رقم (26:03): نتائج تقدير النموذج في الأجل الطويل

المتغيرات	المعاملات	الخطأ المعياري	المحسوبة T(-t) (Statistic)	الاحتمال Prob
OIL	2.458724	0.499423	4.923128	0.0012
MARKVA	1.060585	0.318384	3.331147	0.0104
M3	-2.732745	0.733622	-3.725006	0.0058
INDEX	0.343821	0.291960	1.177632	0.2728
C	0.264868	0.188058	1.408441	0.1967

المصدر: إتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

من خلال الجدول رقم(26:03) نلاحظ أن كل من معدل الرسلة البورصية والمعروض النقدي وأسعار النفط يؤثرون معنويا في الأجل الطويل على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ونسب المعنوية على التوالي هي 0.0104، 0.0058، 0.0012 وهي أقل من مستوى المعنوية 5٪، بينما لا يوجد تأثير لمؤشر أداء السوق على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة المعنوية هي 0.2728 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5٪، كما أن قيمة الثابت (C) ليست ذات دلالة إحصائية ونسبة المعنوية هي 0.1967، وهي تمثل قيمة النمو الاقتصادي في حالة إنعدام تأثير المتغيرات التي تم إدراجها في النموذج وهي حالة إستثنائية من المستبعد حصولها في الواقع الاقتصادي، وإنطلاقا من تلك النتائج الموضحة في هذا الجدول يمكن كتابة معادلة الأجل الطويل للنمو الاقتصادي بدلالة معدل الرسلة البورصية، ومؤشر أداء السوق ومعدل التضخم وأسعار النفط بالصيغة الرياضية التالية:

$$EC = PERCAP - (2.4587 * OIL + 1.0606 * MARKVA - 2.7327 * M3 + 0.3438 * INDEX + 0.2649)$$

الفرع الرابع: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ:

أما نموذج تصحيح الخطأ، والذي يمكن من خلاله إستخلاص نتائج العلاقة قصيرة الأجل، فقد جاء ضمن الجدول رقم (31) على النحو التالي:

جدول رقم(27:03): نتائج نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL

المتغيرات	المعاملات	الخطأ المعياري	المحسوبة T(-t) (Statistic)	الاحتمال Prob
D(PERCAP(-1))	-0.335949	0.102477	-3.278285	0.0112
D(PERCAP(-2))	-0.232856	0.094961	-2.452130	0.0398
D(OIL)	0.154420	0.162855	0.948205	0.3708
D(OIL(-1))	-2.094530	0.299592	-6.991277	0.0001
D(OIL(-2))	-1.509830	0.273530	-5.519804	0.0006
D(OIL(-3))	-2.612698	0.324085	-8.061780	0.0000
D(M3)	-0.296025	0.162146	-1.825673	0.1053
D(M3(-1))	0.109556	0.177758	0.616321	0.5548
D(M3(-2))	0.571342	0.163238	3.500062	0.0081
D(M3(-3))	-1.040202	0.180290	-5.769602	0.0004
D(INDEX)	0.244968	0.063539	3.855397	0.0048

0.7018	0.396975	0.065194	0.025880	<b>D(INDEX(-1))</b>
0.0172	-2.996211	0.072262	-0.216514	<b>D(INDEX(-2))</b>
0.0000	-9.922080	0.063108	-0.626163	<b>CointEq(-1)*</b>

المصدر: إتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

من خلال الجدول رقم(27:03)، أظهرت نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل أن حد تصحيح الخطأ CointEq(-1) سالب (-0.62) ومعنوي عند المستوى 5%، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الخطأ الذي يظهر في الأجل القصير يعود إلى مستواه التوازني في الأجل الطويل بسرعة تعديل (62%) وتقدر ب  $\frac{1}{0.62} \approx 1.61$  سنة، وعليه يعد هذا النموذج صالح لتمثيل العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، كذلك تفسر النتائج الكيفية التي يتم بها تصحيح الأخطاء التي تظهر في الأجل القصير، والمدة التي تكفي للرجوع نحو الوضع التوازني.

#### المطلب الرابع: تحليل ومناقشة النتائج

قبل تحليل النتائج المتوصل إليها من الناحية الاقتصادية ينبغي قبل ذلك تقييمها إحصائيا وقياسيا، عن طريق فحص الاختبارات التشخيصية للتأكد من أن النموذج المقدر مقبول إحصائيا، والتأكد من عدم وجود مشاكل قياسية.

#### الفرع الأول: التقييم الإحصائي

جدول رقم(28:03): نتائج التقييم الإحصائي للنموذج المقدر

التقييم الإحصائي	
<b>R-squared</b>	<b>0.941764</b>
<b>Adjusted R-squared</b>	<b>0.883528</b>
<b>S.E. of regression</b>	<b>0.188263</b>
<b>Sum squared resid</b>	<b>0.460760</b>
<b>Log likelihood</b>	<b>16.64331</b>
<b>Durbin-Watson stat</b>	<b>2.333488</b>

المصدر: إتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

في إطار التقييم الإحصائي لنتائج تقدير النموذج الموضحة في الجدول رقم(28:03) يمكن القول أنه مقبول إحصائيا حيث يلاحظ أن قيمة معامل التحديد  $R^2=0.941764$ ، وهذا يدل على أن النموذج له مقدرة تفسيرية مقبولة تصل إلى حدود 94.17%، ما يعني أهم التغيرات في النمو الاقتصادي تفسر بنسبة 94.17% بدلالة المتغيرات التفسيرية (معدل الرسملة البورصية، مؤشر أداء السوق، نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي، أسعار النفط)، في حين تعزى النسبة الباقية 5.83% إلى عوامل أخرى ومتغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج، فضلا عن إنخفاض قيمة الخطأ المعياري (S.E.) والبالغة (0.188263).

#### الفرع الثاني: الاختبارات التشخيصية

بعد إجراء التشخيص لنموذج الدراسة المقدر تم التوصل إلى ما يلي:

أولا. إختبار الكشف عن الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين: من نتائج الجدول رقم(29:03) يتضح لنا أن قيمة (F-statistic) تساوي 0.180047 بإحتمالية تساوي 0.8396 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية أي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي لحد الخطأ العشوائي لدالة النموذج المقدر، كما تبين نتائج نفس الجدول ومن خلال



إستعمال نماذج (ARCH)، أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين حيث كانت قيمة (F-statistic) تساوي 0.195766 عند مستوى احتمالية يساوي 0.6621 أي أكبر من مستوى معنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية أي عدم وجود مشكلة عدم التباين.

جدول رقم (29:03): نتائج اختبار الارتباط الذاتي و مشكلة عدم ثبات التباين

#### Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

F-statistic	0.180047	Prob. F(2,6)	0.8396
Obs*R-squared	1.528680	Prob. Chi-Square(2)	0.4656

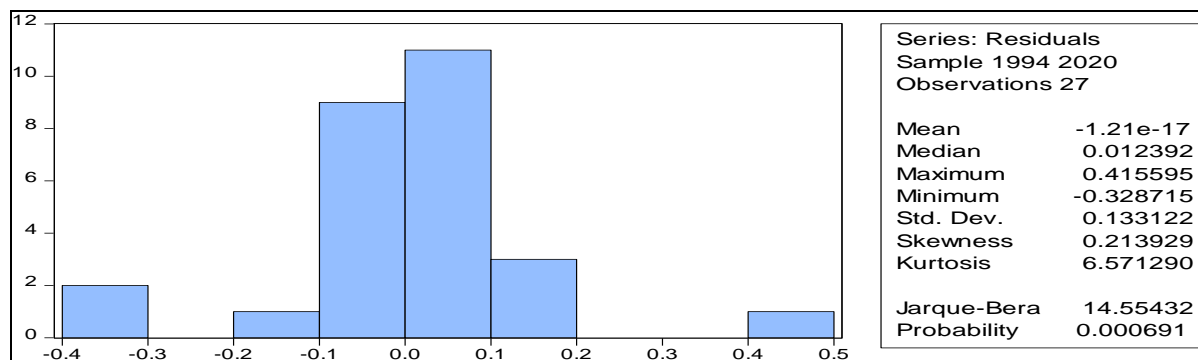
#### Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.195766	Prob. F(1,24)	0.6621
Obs*R-squared	0.210364	Prob. Chi-Square(1)	0.6465

المصدر: إتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

ثانيا. إختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية: جاءت قيمة (Jaque-Berra) ضمن نتائج الشكل رقم (23:03)، عند مستوى احتمالية يساوي 0,000691 وهي أقل من مستوى المعنوية 5٪، وبالتالي يتم قبول الفرضية القائلة بأن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

شكل رقم (23:03): نتائج إختبار التوزيع الطبيعي (Jaque-Berra)

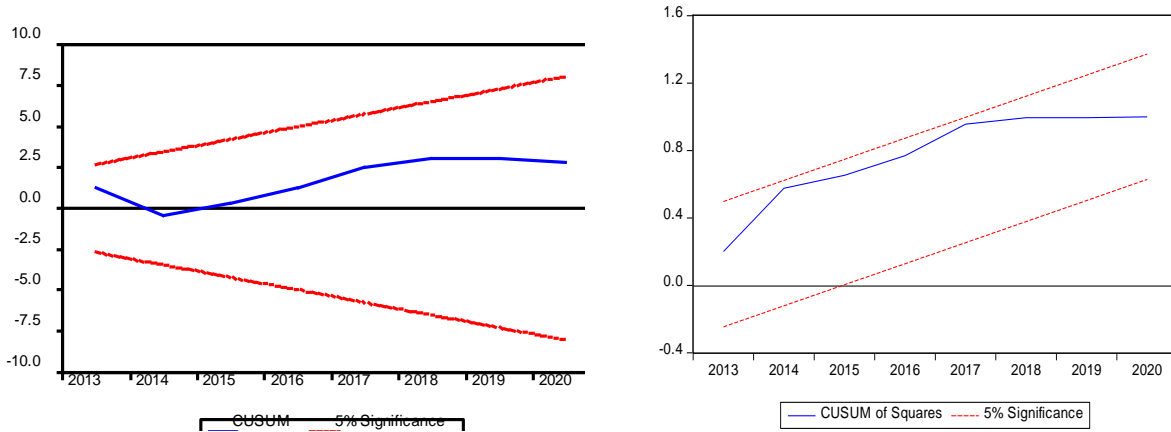


المصدر: إتمادا على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

ثالثا. إختبار الاستقرار الهيكلي لمعلمات النموذج المقدر:

يتحقق الاستقرار الهيكلي لمعلمات النموذج المقدر من خلال وقوع الخط البياني داخل الحدود الحرجة للحد الأعلى والحد الأدنى عند مستوى المعنوية، أما في حالة وقوع الخط البياني خارج الحدود الحرجة فإننا نقول أن هذا النموذج المقدر لا يتصف بالاستقرارية الهيكلية، وجاءت النتائج المتعلقة بهذا الاختبار على النموذج قيد الدراسة من خلال إختبار المجموع التراكمي للبواقي التراجعية (CUSUM)، وإختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي التراجعية (CUSUM SQ) على النحو التالي:

شكل رقم(24:03): نتائج إختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج المقدر



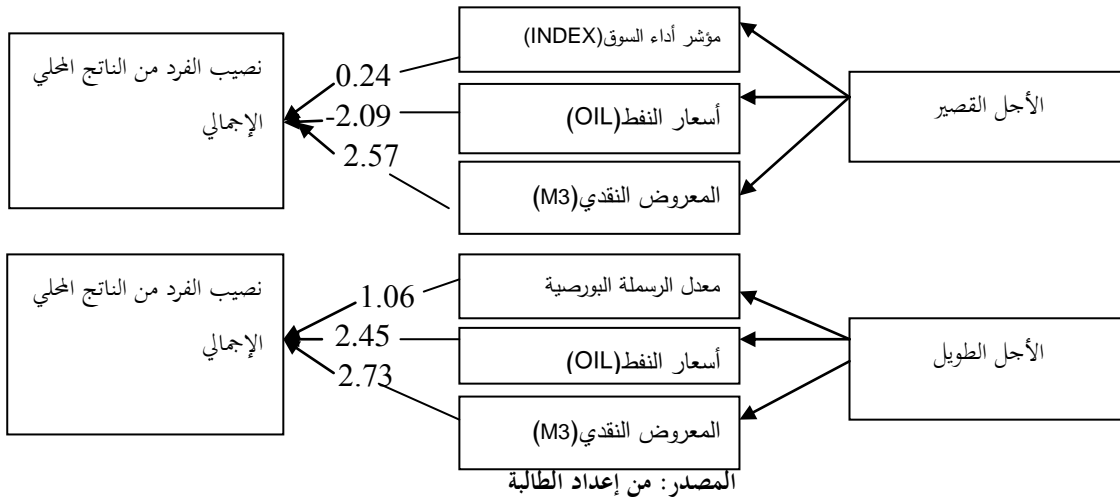
المصدر: اعتماداً على مخرجات البرنامج الإحصائي (Eveiws 10)

من خلال الشكل رقم(24:03) يتضح أن معاملات النموذج المقدر مستقرة هيكلية خلال الفترة محل الدراسة، حيث وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين (CUSUM) و(CUSUM SQ) بداخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

### الفرع الثالث: التحليل الاقتصادي لنتائج الدراسة

بعد التأكد من جودة النموذج المقدر وإجتيازه للاختبارات الإحصائية، وعدم وجود مشاكل قياسية ضمنه يمكننا المرور للخطوة الأخيرة المتعلقة بالتقييم الاقتصادي للنتائج التي تم التوصل إليها في تقدير العلاقة في الأجلين القصير والطويل بين النمو الاقتصادي و المتغيرات المفسرة له المتمثلة في معدل ربحية السوق ومؤشر أداء السوق (متغيرات مستقلة رئيسية)، والمعروض النقدي وأسعار النفط (متغيرات مستقلة أخرى "ضابطة")، حيث تبين لنا ما يلي

شكل رقم(25:03): النموذج التجريبي للدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة

### أولاً. نتائج الأجل القصير:

إنطلاقاً من جدول تصحيح الخطأ يمكن تفسير العلاقة قصيرة الأجل بين النمو الاقتصادي والمتغيرات المفسرة له، حيث يلاحظ أن مؤشر أداء السوق ومؤشر نسبة المعروض النقدي إلى الناتج المحلي الإجمالي يؤثران إيجابياً على النمو الاقتصادي في الأجل القصير عند مستوى المعنوية 5%، كما أن أسعار النفط تؤثر سلباً في الأجل القصير على النمو الاقتصادي، بينما أظهرت النتائج أن مؤشر معدل الربحية لا يؤثر على النمو الاقتصادي في الأجل القصير، ونوضح ذلك فيما يلي:

أ. أن مؤشر أداء السوق يؤثر طردياً على النمو الاقتصادي عند مستوى المعنوية 5%، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية التي ترى أن تطور أداء سوق الأوراق المالية يؤثر إيجابياً على النمو الاقتصادي، حيث أن الزيادة في مؤشر أسعار الأسهم في السوق ب 1% تؤدي إلى زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ب 0.24%، يمكن تفسير هذه النتيجة بأن ارتفاع مؤشر الأداء العام يؤدي إلى ارتفاع النمو الاقتصادي في السعودية، وهذا يشير إلى أن المستثمرون السعوديون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ينظرون إلى اتجاهات سوق الأوراق المالية من خلال مؤشر أداء السوق، وهذا يدل على انعكاس المعلومة بشكل آني وفعلي على أسعار الأوراق المالية، وهذا يعني أن السوق فيه نوع من الكفاءة، وبالتالي يتم انتقال أثر أداء السوق إلى النمو الاقتصادي من خلال قناة المعلومات، فنجد بأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية الذي يترافق مع ارتفاع في عوائدها الرأسمالية و الدورية) يؤدي إلى جذب المستثمرين للاستثمار في السوق، وبالتالي يرفع من تمويل المشروعات المدرجة في السوق، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع إنتاجها وبالتالي النمو الاقتصادي، تتفق نتيجة الدراسة مع دراسة (ALGAEED, 2021).

ب. مؤشر معدل الرسملة البورصية لا يؤثر على النمو الاقتصادي: وهذا راجع إلى قلة عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية مقارنة مع حجم الاقتصاد الكبير، وبالتالي نجد قلة عدد الأوراق المالية الجديدة المطروحة للتداول في السوق، وإنخفاض الأموال الموجهة من أصحاب الفائض المالي إلى المشروعات الاستثمارية، مقارنة بحجم إجمالي النشاط الاقتصادي في المملكة.

ج. المعروض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي المؤخر بفجوتين يؤثر إيجابياً على النمو الاقتصادي عند مستوى المعنوية 5%، حيث أن زيادة العرض النقدي بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ب 2.57% ويعزى ذلك إلى أن زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى زيادة وسائل الدفع لدى الأعوان الاقتصاديين، وهو ما يدفع بهم إلى زيادة معاملاتهم وبالتالي زيادة الطلب على السلع والخدمات، وهو ما يترجم في زيادة حركية النشاط الاقتصادي وإنتاج المؤسسات، وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي.

د. أسعار النفط المؤخرة بفجوتين تؤثر سلباً على النمو الاقتصادي عند مستوى المعنوية 5%، فإن ارتفاع أسعار النفط ب 1% يؤدي إلى إنخفاض النمو الاقتصادي ب 2.09%، هذا راجع إلى أن ارتفاع أسعار النفط قد يضر بشكل غير مباشر بالاقتصاد من خلال تأثيره على أسعار المنتجات النهائية المستوردة، فالمملكة تعتبر من المستوردين الأساسيين لمنتجات الدول المصنعة، ومن ثم فإن ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى ارتفاع أسعار هذه الواردات، فننشأ ضغوط تضخمية تؤثر سلباً على إقتصاد البلد.

ثانياً. نتائج الأجل الطويل:

أ. معدل الرسملة البورصية يؤثر معنوياً وإيجابياً على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل عند مستوى المعنوية 5%، وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية التي ترى أن لمعدل رسملة السوق تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي تحديداً فرضية العرض الرائد، حيث بلغت معلمته 1.0606%، أي أن ارتفاع معدل الرسملة السوقية ب 1% يؤدي إلى زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1.0606%، مما يدل على أنه يرتبط بعلاقة طردية مع النمو الإقتصادي، يمكن تفسير هذه النتيجة بأن زيادة الرسملة البورصية يساهم في النمو الاقتصادي في السعودية، حيث أن ارتفاع الرسملة البورصية يأتي إما من زيادة أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، أو زيادة إدراج المؤسسات لأوراق مالية جديدة سواء بغرض التوسع أو القيام بمشروعات جديدة،

بالنسبة لإحتمال إرتفاع الأسعار يظهر تأثيره على النمو الاقتصادي عن طريق قناة المعلومات، التي تعمل على التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، وهذا في حالة أن إرتفاع الأسعار راجع للأداء الجيد للمشروعات المدرجة في السوق، فيزيد من حصتها من الأموال المجمعة من السوق، ويزداد حجم إنتاجها، مما يؤدي إلى إرتفاع الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه، غير أن إتصاف أغلبية البورصات على مستوى العالم بالكفاءة الضعيفة، يجعل هذا الاحتمال مستبعد، وبالتالي فالإحتمال الثاني هو الأكيد حيث يتم إنتقال الأثر عن طريق قناة تعبئة المدخرات، وهذا نتيجة لإرتفاع عدد الأوراق المالية المتداولة في السوق وهذا لإدراج أوراق مالية جديدة، توجهت أموالها نحو توسيع مشروعات قائمة أو تمويل مشروعات جديدة، وهو ما أدى إلى إرتفاع حجم إنتاجها، مما ساهم في إرتفاع حجم الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه، كما تتوافق نتائج الدراسة مع دراسة (Rehman, M. Z, 2018) والتي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لمعدل رسملة السوق على الناتج المحلي الإجمالي، وموافقة أيضا لدراسة سامي مبارك (2015) حيث توصلت نتائج دراسته إلى الدور الإيجابي لتطور سوق الأوراق المالية على الاستثمار ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

أظهر الجانب التحليلي نمو مؤشر معدل الرسملة، حيث ساعدت إجراءات الهيئة العامة للسوق المالية على توسع السوق المالية السعودية، من خلال إرتفاع عدد الشركات المدرجة، وإدراج شركات ضخمة في السوق، وإرتفاع عدد المساهمين، والتوسع في خدمات الوساطة والاستشارات الاستثمارية، وتظهر فوائد هيئة السوق المالية في عدة مجالات: إمكانية تقليص الموارد السعودية المستثمرة في الخارج، وتطور قطاع الخدمات المالية، وتحسين ممارسات إدارة المخاطر، كما حققت السوق المالية السعودية بعض التقدم في الانفتاح على المستثمرين الأجانب عن طريق تسهيلات المبادلة، وتطوير الانفتاح والتوسع، وتدعم هذه النتائج رؤية المملكة لسنة 2030 التي إستهدف تطوير السوق المالية السعودية لتكوين سوق مالية متقدمة، تسهل جمع رأس المال من قبل الحكومة والقطاع الخاص من خلال دعم عملية حوصصة الكيانات المملوكة للدولة، وتشجيع الشركات الصغيرة والمتوسطة على الإدراج في السوق، إضافة إلى تقديم منصة فاعلة لتشجيع الاستثمار وتنوع قاعدة المستثمرين عن طريق زيادة كفاءة عملية التداول وجذب المزيد من المستثمرين الأجانب، وتوفير بنية تحتية آمنة وشفافة، وبالتالي المساهمة في دعم تنمية الاقتصاد الوطني.

كما أن إنضمام السوق المالية السعودية "تداول" إلى الأسواق الناشئة، وذلك عبر الانضمام إلى مؤشرات الأسواق المالية الناشئة MSCI و FTSE Russel يمثل تطور مهم للسوق المالية السعودية، أسهم في إنجاح الطرح الأولي لإكتتاب شركة أرامكو السعودية في عام 2019 بشكل خاص، وزيادة إتساع وعمق السوق المالية السعودية لتكون من بين أكبر عشر أسواق في العالم.

ب. مؤشر أداء السوق لا يؤثر معنويا على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل عند مستوى المعنوية 5 %، حيث بلغت معلمته 0.2728 % وهي أكبر من 5 %، وهو يشير إلى أن المستثمرون السعوديون عند إتخاذ قراراتهم الاستثمارية في المدى البعيد لا يعتمدون على مؤشر أسعار الأسهم، لأن إتخاذ قرارات الاستثمار في السوق المالي يتطلب دراسة يومية لتحركات الأسعار والعوائد في السوق. كما يرجع ذلك إلى طبيعة الاقتصاد السعودي، بإعتباره أكبر دولة منتجة ومصدرة للنفط في العالم، وبالتالي هو أكثر عرضة للصدمات النفطية، لذلك فإن أسعار أسهمها من المتوقع أن تتأثر بتقلبات أسعار النفط، وبالتالي التأثير على العائد المتوقع على الإستثمارات.

ج. أسعار النفط تؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل عند مستوى المعنوية 5 % وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية التي ترى أن إرتفاع أسعار النفط يؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي، حيث بلغت معلمته 2.4587 %، أي أن إرتفاع أسعار النفط ب 1 % يؤدي إلى زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2.4587 %، ويعود ذلك إلى أن

المملكة تعتبر من أكبر الدولة المصدرة للنفط على مستوى العالم، نتيجة لذلك فإن أي ارتفاع أسعار النفط يؤدي إلى ارتفاع الإيرادات النفطية، وهو ما يؤدي إلى الازدهار الاقتصادي، ارتفاع نصيب الفرد من الدخل، وهذا في ظل تراجع واردات المملكة من منتجات الدول المصنعة، نتيجة للإصلاحات التي إتبعتها المملكة لتحقيق التنوع الاقتصادي.

د. المعروف النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يؤثر سلباً على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل عند مستوى المعنوية 5 %، حيث بلغت معلمته 2.7327%، أي أن ارتفاع المعروض النقدي ب 1% يؤدي إلى تراجع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2.7327%، يعزى ذلك إلى أن زيادة العرض النقدي في الأجل الطويل يؤدي إلى ظهور ضغوط تضخمية، لا تظهر في الأجل القصير، مما يؤدي إلى تشييط النمو الاقتصادي.

وفي الأخير، ومن خلال نتائج الدراسة التي أثبتت وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، نستطيع القول أن السوق المالية السعودية تعتبر من محددات النمو الاقتصادي، وأن تطور هذه السوق يساهم في تحقيق النمو المستمر في المملكة.

### خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل تقييم أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، بداية تم التطرق إلى الإصلاحات التي إتبعتها المملكة إنطلاقاً من سنوات الثمانينيات، حيث تم سنة 1985 تأسيس السوق المالية السعودية كمؤسسة مستقلة ذات شخصية معنوية وإعتبارية، و إصدار نظام السوق المالي والذي يعتبر الاطار الذي تم من خلاله تنظيم عمل السوق، وصولاً إلى برنامج الريادة المالية الذي كان أبرز ركائزه توفير سوق مالية متقدمة، وعند تحليل مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة يتضح أن السوق السعودية حديثة من ناحية الإنشاء والتنظيم إلا أنها سريعة التطور خاصة في السنوات الأخيرة، وإنعكس ذلك في زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، وزيادة حجم التداول، وإرتفاع عدد المساهمين المحليين والأجانب، وعند تحليل مؤشرات النمو الاقتصادي يتضح أن الاقتصاد السعودي يتميز بهيمنة قطاع النفط، وضعف مساهمة القطاعات الأخرى.

وبعد تحليل مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ومن أجل توضيح تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، تم اللجوء إلى بناء نموذج قياسي من أجل معرفة حجم وقوة التأثير، وأظهر مؤشر معدل الرسملة السوقية تأثيراً إيجابياً على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، فالسوق المالية السعودية تساهم في تمويل النشاط الاقتصادي.

عند بناء نموذج قياسي لقياس أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة من (1990-2020)، تم إستخدام مؤشر معدل الرسملة البورصية، ومؤشر أداء البورصة كمتغيرات مستقلة رئيسية تعكس تطور سوق الأوراق المالية، كما تم إستخدام متغيرين ضابطين أسعار النفط، والمعروض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، بينما أستخدم كمتغير تابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وبعد دراسة الاستقرارية لمتغيرات الدراسة تم التوصل أن النموذج المناسب للتقدير هو نموذج ARDL.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ومؤشر معدل الرسملة البورصية، ومؤشر أداء البورصة وأسعار النفط والمعروض النقدي بالمفهوم الواسع كمتغيرات مفسرة، وأشارت نتائج الأجل القصير إلى وجود تأثير معنوي إيجابي ومؤشر أداء البورصة والمعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي على النمو الاقتصادي، بينما يوجد تأثير سلبي لأسعار النفط على النمو الاقتصادي، فيما لا يوجد تأثير لمعدل الرسملة البورصية على النمو الاقتصادي، بينما أشارت نتائج الأجل الطويل إلى تأثير معنوي وإيجابي لمعدل الرسملة البورصية وأسعار النفط على النمو الاقتصادي، وعدم وجود تأثير معنوي لمؤشر أداء البورصة على النمو، ووجود تأثير معنوي وسلبي للمعروض النقدي على النمو الاقتصادي، هذه النتيجة تؤكد على الدور الإيجابي للإجراءات والتشريعات التي إتخذتها المملكة، لتطوير وتحريم سوق الأوراق المالية وتعزيز مساهمتها في النمو الاقتصادي.

خاتمة

## الخاتمة:

لقي موضوع تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي إهتماماً متزايداً في الأدبيات الاقتصادية، نظراً لأن وجود سوق أوراق مالية متطورة تقدم وظائفها المالية بشكل جيد، سيساهم بصورة إيجابية في تصاعد نشاط القطاعات الحقيقية ومعدلات النمو الاقتصادي، وعملت المملكة العربية السعودية على إتخاذ العديد من الإجراءات والإصلاحات لتطوير سوق الأوراق المالية، أبرزها إصدار نظام السوق الذي يعتبر منعرج حاسم لإدارة وتنظيم السوق، وبرنامج تطوير القطاع المالي لسنة 2016 في إطار رؤية المملكة لسنة 2030، والذي إستهدف تطوير السوق المالية السعودية لتكوين سوق مالية متقدمة، تساهم في تحفيز الادخار والاستثمار والتمويل، وتنمية الاقتصاد الوطني وتنويع مصادر دخله.

لهذا جاءت هذه الدراسة لمعالجة الإشكالية الرئيسية والتي ركزت على التساؤل التالي "ما مدى تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020)؟"، وبغية الإحاطة بجوانب هذا الموضوع قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاث فصول، فصلين نظريين وفصل تطبيقي.

ركزت الفصول النظرية على عرض المرتكزات الفكرية لسوق الأوراق المالية من خلال التطرق لمفهوم سوق الأوراق المالية مكوناتها ووظائفها، وكذا عرض أدواتها الاستثمارية، ومفهوم السيولة والكفاءة في سوق الأوراق المالية، ثم التطرق لمفهوم تطور سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها ومحدداتها، ومعايير تصنيفها حسب درجة تطورها، بالإضافة إلى عرض المرتكزات الفكرية والنظرية للنمو الاقتصادي، ومن ثم التطرق إلى الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية التي تناولت علاقة تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي.

في المقابل ركز الفصل التطبيقي، أولاً: في الجانب التحليلي تم دراسة تطور السوق المالية السعودية والنمو الاقتصادي، حيث تم التطرق إلى إتجاهات تطور سوق الأوراق المالية في ضوء الإجراءات المنتهجة من قبل هيئة السوق المالية، ليتم بعدها تحليل مؤشرات تطور السوق المالية السعودية من حيث التقسيم القطاعي للسوق وعدد الشركات المدرجة، الرسملة البورصية، السيولة والاستثمار الأجنبي غير المباشر ومؤشر أداء السوق، ثم التطرق إلى واقع وإتجاهات النمو الاقتصادي في السعودية، حيث تم التطرق إلى الخطط الخمسية للتنمية التي إتبعها المملكة، ورؤية المملكة لسنة 2030، ثم تحليل مؤشرات النمو الاقتصادي في السعودية، ثانياً: في الجانب التقييمي جاءت الدراسة في هذا الجانب من أجل تقييم أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020) من وجهة نظر القياس الاقتصادي، تم إستخدام نموذج قياسي متعدد الانحدار، بحيث تم تشكيل بيانات على سلاسل زمنية تتضمن 31 مشاهدة خلال الفترة (1990-2020)، وتم التعبير عن تطور سوق الأوراق المالية كمتغير مستقل رئيسي بمؤشرات معدل الرسملة البورصية ومؤشر أداء البورصة، كما تم إستخدام أسعار النفط و المعروض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كمتغيرات مستقلة أخرى "ضابطة"، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وبعد إجراء إختبار الاستقرارية للتأكد من درجة تكامل المتغيرات تم التوصل إلى أن كل السلاسل غير مستقرة في المستوى (0) I بإستثناء مؤشر أداء السوق ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وأن جميع المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول، ليتم بعد ذلك تقدير النموذج الملائم للدراسة، حيث تم الاستعانة بتقنية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL)، بإستعمال برنامج Eviews إصدار 10.



## 1. عرض نتائج الدراسة النظرية

- يؤدي السوق المالي عن طريق مؤسساته دور أساسي في إنتقال الأموال داخل الاقتصاد، ويتم تحقيق التوافق بين الاحتياجات والقدرة التمويلية لمختلف القطاعات الاقتصادية من خلال الاعتماد على البنوك ويعرف بإقتصاد المديونية، أو على مستوى أسواق الأوراق المالية ويعرف بإقتصاد الأسواق المالية.
- تساهم سوق الأوراق المالية في توفير التمويل للمشاريع القائمة والجديدة من خلال الأدوات المالية كالأسهم والسندات، مما يترتب عليه إضافة جديدة للاقتصاد متمثلة في إرتفاع صافي الاستثمار، كما أن توفير السيولة وتحقيق الكفاءة، سوف يعمل على تسهيل النمو الاقتصادي وزيادته، نتيجة لانخفاض تكاليف المعاملات والمعلومات.
- يقصد بتطور سوق الأوراق المالية تحسن وتفعيل الطريقة التي يحقق بموجبها سوق الأوراق المالية وظائفه الأساسية لمواجهة إحتياجات الوحدات الاقتصادية، كما أن قيام سوق الأوراق المالية بهذه الوظائف يحتاج إلى تحسين الإطار التنظيمي للسوق، توفر الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي، درجة الانفتاح المالي، تنوع الأسواق والأدوات المالية.
- وتطور سوق الأوراق المالية هو مفهوم متعدد الأبعاد، ولتقييم تطور السوق ينبغي الإلمام بجميع المؤشرات التي تعكس جوانب تطوره المختلفة.
- نجد بأن هناك مجموعة من العوامل المؤثرة على تطور سوق الأوراق المالية، والتي تنقسم إلى عوامل مؤسسية، وعوامل متعلقة بمتغيرات الاقتصاد الكلي، وعوامل خارجية.
- يتم تصنيف أسواق الأوراق المالية حول العالم وفقاً لمعايير دولية تمنحها بعداً إقتصادياً وتطوراً وشفافية وأماناً، تأتي كل هذه المعايير و المؤسسات الدولية المتخصصة في تصنيف أسواق الأوراق المالية تبعا لدرجة تطورها لمساعدة جميع أنواع المستثمرين المؤسسيين، والأفراد لتحديد المخاطر المرتبطة بهذه الأسواق للحصول على صورة أوضح لتوقعات أسواق الأوراق المالية .
- النمو الاقتصادي هو هدف تسعى جميع الدول لتحقيقه، ويرجع تطور النمو أساسا إلى عوامل أو عناصر النمو التي كانت محل نقاش عبر نظريات النمو الاقتصادي، وبينت أهم الإسهامات الحديثة لنظريات النمو تأكيدها على إرتباط النمو الاقتصادي بالتطور المالي وتطور أسواق الأوراق المالية، وهذا إستنادا إلى قدرة أسواق الأوراق المالية على تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد، وتنوع المخاطر وتوفير السيولة للمشروعات الاستثمارية.
- برزت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي كمحور جدل فكري قائم بين الباحثين الاقتصاديين، وإختلفت الآراء حول إتجاه العلاقة السببية بينهما، والكيفية التي يمكن أن يؤثر من خلالها تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.
- فمن جانب الأدب النظري يمكن التمييز بين، فرضية العرض الرائد التي ترى أن التطور المالي شرط مسبق للنمو الاقتصادي، أي أن أسواق الأوراق المالية توفر التمويل اللازم لتحفيز النمو الاقتصادي، وهي تعبر عن وجهة نظر ( Schumpeter 1912) التي أيدها العديد من المدارس، أبرزها رواد المدرسة الهيكلية التي تؤكد على تأثير توسيع الهيكل المالي المتمثل في نوعية وكمية الأدوات والمؤسسات، والأسواق المالية على النمو الاقتصادي، كذلك قدم أنصار المدرسة الليبرالية الحديثة إنتقادا لسياسة الكبح المالي التي طبقت في أغلب الدول النامية والعربية، ونادو بإنتهاج سياسة التحرير المالي سيما ما تعلق بتحرير أسواق الأوراق المالية قصد إحداث تطور مالي يعمل على رفع معدلات النمو الاقتصادي، ومع بداية التسعينيات ظهرت نماذج النمو الداخلي، إعتبرت أن المؤسسات والأسواق المالية تظهر داخليا، لتقدم وظائفها بالشكل الذي يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، فأداء أسواق الأوراق المالية يؤثر على الوظائف التي تؤديها، وبتأثيرها هذا تؤثر السوق على معدلات النمو

الاقتصادي، وفي الجانب التجريبي أختبرت العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على نطاق واسع، وتم التوصل إلى نتائج متباينة إختلفت باختلاف المؤشرات المستخدمة لقياس تطور سوق الأوراق المالية، وكذا باختلاف الدول والفترات الزمنية المختارة للدراسة.

- أما فرضية تابع الطلب، فترى أن التطور المالي يعتبر مجرد نتيجة للنمو الحاصل في الجانب الحقيقي للاقتصاد، فمع توسع الأنشطة الاقتصادية تظهر منتجات وخدمات مالية أكبر في السوق، إستجابة لارتفاع الطلب على هذه الخدمات المالية وبالتالي حدوث التطور المالي، ومن رواد هذه الفرضية Robinson (1952) وأيدتها العديد من الدراسات النظرية والتجريبية.
- بينما تعبر فرضية السببية الثنائية (العرض الرائد، تابع الطلب) عن التأثير المتبادل بين المتغيرين، حيث يختلف إتجاه السببية باختلاف مراحل التنمية التي يمر بها البلد، وهي تعبر عن وجهة نظر Patric (1966) و Jung (1986) وأيدتها العديد من الدراسات التجريبية.
- وهناك الفرضية الحيادية أو المستقلة والتي تنظر إلى أن التطور المالي مستقل تماما عن النمو الاقتصادي، وهي تعبر عن وجهة نظر Lucas (1988) و Nasseuret Kugler (1998)، وتلقى القليل من التأييد في الدراسات التجريبية.
- وهناك جدل قائم حول نوعية تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، فمن جانب الأدب النظري تميز بين، إتجاه مؤيد للأثر الإيجابي لسوق الأوراق المالية على النمو (في شكل علاقة طردية)، ويجادل مؤيدو هذه النظرية بأن سوق الأوراق المالية تؤثر على النمو من خلال مجموعة من القنوات والتي تمثل الوظائف الأساسية للسوق، فالسوق حسنة التطور تؤدي إلى تعبئة المدخرات، وتوفير السيولة وتنويع المخاطر، وتحسين الحصول على المعلومات حول الشركات ومراقبة الشركات، وهذا بدوره يزيد من تراكم رأس المال ويحسن إنتاجية عوامل الإنتاج وهو ما يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي، وهي تعبر عن وجهة نظر Greenwood and Smith (1997) و Bencivenga et al (1992) و Laffont and (1988) و Tirole وغيرهم وأيدتها أغلبية الدراسات التجريبية.
- وبين باحثون آخرون أن سوق الأوراق المالية عبارة عن كازينو، ليس لها تأثير إيجابي وقد يكون لها تأثير سلبي على النمو الاقتصادي، يرى رواد هذه النظرية أن تطور سوق الأوراق المالية قد يعوق النمو الاقتصادي من خلال تأثيره السلبي على الادخار، وبنينا أن سوق الأوراق المالية تتسبب في حدوث التقلبات الاقتصادية، وأيد هذا الإتجاه القليل من الدراسات التجريبية، كما يرى باحثون آخرون أن سوق الأوراق المالية ليس لها تأثير على النمو الاقتصادي، وذلك يعبر عن وجهة نظر Mayer (1987) بين أنه حتى في أسواق الأوراق المالية المتطورة الأسهم لا تمثل مصدر هام لتمويل الشركات، وأيد هذا الإتجاه القليل من الدراسات التجريبية.

## 2. عرض نتائج الدراسة التحليلية

### 1.2. النتائج المتعلقة بتحليل تطور السوق المالية السعودية

- تستهدف المملكة العربية السعودية تطوير سوق الأوراق المالية بهدف تنويع مصادر الدخل بالاقتصاد الوطني، والخروج من قبضة النفط .
- مرت السوق المالية السعودية "تداول" بالعديد من المراحل، حيث ظلت السوق السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينيات، عندما أطلقت الحكومة برنامج التطوير السريع وأصلحت السوق والذي تم تنظيمه رسميًا في عام 1984، وفي عام 1985 تم إنشاء شركة تسجيل الأسهم السعودية، وكان أهم حدث لتطوير السوق الموافقة على "نظام السوق المالية" سنة 2003، الذي

أحدث نقلة نوعية في إعادة هيكلة وتنظيم سوق الأوراق المالية وإستكمال بنيته التحتية، ومن أرز ملامحه إنشاء أربع شركات تتولى تنظيم وتنفيذ عمليات السوق، تم إنشاء هيئة السوق المالية سنة 2003 وهي المسؤول الوحيد عن تنظيم السوق، وسنة 2007 تم إنشاء شركة السوق المالية السعودية وهي الجهة المخولة للعمل كسوق للأوراق المالية، وتم إنشاء شركة إيداع للأوراق المالية سنة 2016 تقوم بتنظيم إيداع وتسوية الأوراق المالية، وأنشأت شركة مقاصة للأوراق المالية سنة 2018 والتي تلعب دور الوسيط في عملية التداول لضمان إستكمال التسوية والحماية من مخاطر الطرف المقابل، وفي ظل رؤية المملكة لسنة 2030 شهدت السوق المالية السعودية العديد من الإصلاحات بهدف تطوير سوق مالية متقدمة تساهم في تمويل الاقتصاد، حيث يعتبر تطوير السوق المالية السعودية أحد الركائز الأساسية التي إستهدفتها المملكة لتنويع مصادر الدخل.

- تنقسم السوق المالية السعودية "تداول" إلى سوق مالية رئيسية وسوق مالية موازية (نمو)، السوق نمو هي سوق تهدف لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاؤها سنة 2017 بهدف إتاحة قناة جديدة للتمويل، ورفع الأوراق المالية المستهدفة للإدراج وتعميق السوق المالية السعودية، كما أن المملكة مكنت هذه الشركات من الإدراج مباشرة في السوق الرئيسية، بعد نموها وتطويرها لمصاف الشركات الكبرى.
- وفي إطار تقديم خدمات ومنتجات استثمارية جديدة طورت "تداول" سوقا لتداول الصكوك والسندات في المملكة في سنة 2009، ورغم أهمية السوق لعموم المستثمرين الأفراد والشركات إلا أن عمقه وإتساعه يشكل نسبة ضئيلة جدا من حجم وسيولة السوق المالية السعودية، وفي سنة 2020 شهدت السوق السعودية إطلاق سوق للمشتقات المالية في المملكة.
- أظهرت مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية أن السوق المالية السعودية شهد في السنوات الأولى للدراسة، حركات تصحيحية وتقلبات وتلاعبات في السوق وهذا راجع لعدة عوامل أهمها عدم إستكمال البنية التحتية للسوق، والأوضاع السائدة آن ذاك نتيجة للخروج من حرب الخليج، لتحسن مؤشرات تطور السوق بعد إنشاء هيئة السوق المالية سنة 2003، كما شهدت السوق تطورا ملموسا خلال السنوات الستة الأخيرة، كنتيجة للإجراءات والإصلاحات التي إتخذتها هيئة السوق المالية، إضافة إلى خطوات تطوير السوق المالية السعودية في إطار رؤية المملكة، تمثلت في زيادة عدد الشركات المدرجة، مما أدى إلى زيادة رصمة السوق وقيمة التداولات، وعدد المتعاملين في السوق سواءا كانوا محليين أو أجانب، كما شهدت السوق تطور للإطار المؤسسي والتنظيمي، فضلا عن إدخال تكنولوجيا المعلومات، والانفتاح التدريجي على العالم الخارجي.
- بينت نتائج تحليل مؤشر أداء السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة، أنها حققت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض في السنوات الأولى، لتحقق أداء جيدا خلال سنوات الألفية، حيث إرتفع مؤشر السوق المبني على الأسهم الحرة، إستجابة لمجموعة من الإصلاحات الهيكلية والمؤسسية التي تبنتها المملكة لتطوير وتنظيم السوق المالية السعودية، نتيجة للتداول الإلكتروني الذي سهل عمليات التداول ورفع كفاءة الوسطاء، كما أدت فوائض الإيرادات النفطية وإرتفاع السيولة المحلية إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في السوق السعودية وهو ما كان له بالغ الأثر في إرتفاع الأسعار.
- إستمرت السوق المالية السعودية في المحافظة على أداء جيد خلال فترة الألفية إلى غاية سنة 2006، أين إنهارت أسعار أسهم أغلبية الشركات فأسعار الأسهم لم تكن تعكس الوضعية الحقيقية للشركات، كما سجل أداء السوق المالية السعودية تراجعاً سنة 2008، نتيجة لتراجع أسعار الأسهم بسبب الأزمة المالية العالمية التي أثرت على كافة الأسواق المالية الدولية، مما إنعكس على مؤشرات الأداء للبورصات.

- ونجحت السوق المالية السعودية في إحراز تقدم كبير خلال السنوات الأخيرة من سنة 2016 إلى سنة 2020، حيث سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم قيمة 12.130.34 نقطة سنة 2020، ويعود ذلك إلى الإجراءات والمبادرات التي إتخذتها المملكة في إطار إنشاء قطاع مالي يتضمن سوق مالية متطورة، تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على مستوى عالمي.
- كما عرفت أحجام التداول تذبذبا بين إرتفاع وإنخفاض خلال فترة الدراسة، ولكن إجمالا حققت مستويات مرتفعة من السيولة خاصة في السنوات الأخيرة، وتفاوتت معدلات نموها من قطاع لآخر، وعموما نجد تركز التداولات في ثلاث قطاعات رئيسية وهي قطاع البنوك، قطاع التامين، قطاع المواد الأساسية، وبالتالي إستحوادها على النسبة الأكبر من حيث قيمة التداول وحجم التداول وعدد الصفقات المنفذة.
- شهدت السوق المالية السعودية ضعفا في نشاطها خلال السنوات الأولى للدراسة، حيث تطور معدل الدوران بنسب منخفضة، لتشهد بعدها تحسنا في نشاطها ووصل معدل الدوران إلى أقصى نسبة له خلال سنة 2006، نتيجة لإقبال المستثمرين على بيع أسهمهم لإنخيار السوق المالية السعودية، كما سجل معدل الدوران إرتفاعا ملحوظا خلال سنة 2020 نتيجة لإقبال المستثمرين لشراء الأسهم، كنتيجة لطرح شركة أراموكو في السوق المالية السعودية.
- وفيما يخص درجة تحرير السوق تبين إنخفاض نسبة ملكية الأسهم لغير السعوديين التي لم تتجاوز نسبة 8%، وذلك أن عمليات التحرير المالي تمت بشكل تدريجي في السوق المالية السعودية إنطلاقا من سنة 2006، بعد المساواة بين المواطنين السعوديين ومواطني دول مجلس التعاون الخليجي، وإمكانية السماح للأجانب المقيمين بالتداول في سوق الأسهم بشكل مباشر، كما أن السوق لم تشهد إلا مؤخرا السماح للمستثمرين الأجانب غير المقيمين بالاستثمار المباشر، وذلك إبتداء من سنة 2015.
- ومن أبرز سبل تطوير السوق المالية السعودي التي إتبعتها المملكة، تشجيع برامج الخصخصة وتخفيض القطاع الخاص للإدراج في السوق المالية السعودية، إصدار اللوائح الخاصة بحوكمة الشركات بهدف تعزيز الشفافية والإفصاح، تنوع الأدوات المالية، الانفتاح على العالم الخارجي، الاستخدام الواسع للتكنولوجيا.

## 2.2. النتائج المتعلقة بتحليل واقع النمو الاقتصادي في السعودية

- حقق الاقتصاد السعودي خلال فترة الدراسة معدلات نمو مستمرة، مع تحقيق تنوع إقتصادي من خلال إرتفاع معدلات نمو القطاعات غير النفطية وزيادة مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي مسجلة نسبة 55.7% سنة 2020، ونمو مساهمة القطاع الخاص في الناتج المحلي الإجمالي والذي سجل نسبة 41.8% سنة 2020، مع تقليل الاعتماد على النفط الخام كمورد للدخل، وهذا دليل على التحسن المستمر للاقتصاد السعودي في السير نحو تحقيق التطلعات و النمو المستمر.

## 3. عرض نتائج الدراسة القياسية (التقييمية):

- في الأجل القصير
- ✓ وجود أثر إيجابي لمؤشر أداء البورصة على النمو الاقتصادي عند مستوى المعنوية 5% وهذا يتفق مع وجهة نظر العرض الرائد، فعندما تزداد أسعار الأسهم في البورصة ب 1% يزداد النمو الاقتصادي ب 0.42%.
- ✓ عدم وجود تأثير معنوي لمعدل الرسملة البورصية على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية.

✓ يؤثر المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي إيجابيا على النمو الاقتصادي، بينما تؤثر أسعار النفط سلبا على النمو الاقتصادي.

✓ أظهرت نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل أن  $CointEq(-1)$  حد تصحيح الخطأ سالب (-0.62) ومعنوي عند المستوى 5% ويمكن تفسير هذه النتيجة بان الخطأ الذي يظهر في الأجل القصير يعود إلى مستواه التوازني في الأجل الطويل بسرعة تعديل (62%) وتقدر ب  $\frac{1}{0.62} \approx 1.61$  سنة، وعليه يعتبر هذا النموذج صالح لتمثيل العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.

#### • نتائج الأجل الطويل

✓ أشارت إلى وجود تأثير معنوي و إيجابي لمعدل الرسملة البورصية على النمو الاقتصادي عند مستوى المعنوية 5%، فزيادة معدل الرسملة البورصية بمعدل 1% يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي ب 1.06%، ويعزى التأثير الإيجابي لمعدل الرسملة البورصية على النمو الاقتصادي في السعودية إلى الخطوات والجهود التي إتخذتها المملكة لتعميق سوق الأوراق المالية، و تحسين قدرتها على تعبئة المدخرات، أي أن الأموال المجمعمة من السوق الأولي و الموجهة لتمويل المشروعات الاستثمارية، هو ما يساهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه.

✓ بينما أظهرت النتائج أن مؤشر أداء البورصة لا يؤثر معنويا على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل عند مستوى المعنوية 5%.

✓ و بينت أن أسعار النفط تؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل عند مستوى المعنوية 5%، حيث أن إرتفاع أسعار النفط ب 1% يؤدي إلى زيادة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2.45%، وهي نتيجة تعبر على حقيقة أن بقاء اعتماد الإقتصاد المملكة العربية السعودية على النفط، حيث تلعب عائدات النفط دورًا حيويًا في جميع الأنشطة الاقتصادية الرئيسية في المملكة.

✓ كما أشارت النتائج إلى أن المعروض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل عند مستوى المعنوية 5%، حيث أن إرتفاع المعروض النقدي ب 1% يؤدي إلى تراجع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2.7327%.

✓ أشارت النتائج إلى أن تطور السوق المالية السعودية يؤثر معنويا وإيجابيا على النمو الاقتصادي من خلال معدل الرسملة البورصية في الأجل الطويل، ومن خلال مؤشر أداء السوق في الأجل القصير.

#### 4. نتائج اختبار الفرضيات

- الفرضية الأولى: ساهمت الإجراءات والإصلاحات التي إتبعتها السعودية في تحسين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية. تعكس نتائج الدراسة التحليلية مساهمة الإجراءات التنظيمية والتشريعية التي إتخذتها المملكة في تحسين مؤشرات تطور السوق المالية السعودية. ومؤشر أداء السوق خلال فترة الدراسة، وهو ما يثبت صحة الفرضية الأولى.

- الفرضية الثانية: ساهمت البرامج التنموية التي إتبعتها المملكة في تحقيق نمو إقتصادي مستمر لعدة سنوات. تعكس نتائج تحليل تطور النمو الاقتصادي في السعودية خلال فترة الدراسة، أن خطط التنمية ورؤية المملكة لسنة 2030 وما إحتوته من برامج وأهداف حققت نمو إقتصادي متواصل، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

- **الفرضية الثالثة:** يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية إيجاباً في الأجل القصير خلال الفترة (1990-2020).

يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي بالسعودية إيجاباً في الأجل القصير خلال الفترة (1990-2020) فرضية قيادة العرض، هي فرضية صحيحة أكدتها نتائج الدراسة القياسية.

- **الفرضية الرابعة:** يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية إيجاباً في الأجل الطويل خلال الفترة (1990-2020).

يؤثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي إيجابياً في الأجل الطويل خلال الفترة (1990-2020) "فرضية قيادة العرض، هي فرضية صحيحة بناءً على نتائج الدراسة التقييمية التي توصلت إلى أثر طردي (إيجابي) لتطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، فزيادة معدل الرسملة البورصية بمعدل 1% يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بـ 1.06%، وهذا راجع بالأساس إلى تحسن دور سوق الأوراق المالية في أداء الوظائف الأساسية المتصلة بتراكم رأس المال وتحسين الإنتاجية، وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي.

**5. إقتراحات الدراسة:** في ختام هذه الدراسة نقترح جملة من الإجراءات التي من الممكن أن تسهم في رفع أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، وتتمثل فيما يلي:

- ينبغي تخفيض قيمة ملكية الجهات الحكومية وشبه الحكومية في سوق الأسهم السعودية، حيث أن طرح أسهم الشركات الكبرى للإكتتاب العام، وجعلها قابلة للتداول يزيد من إتساع وعمق السوق.
- ينبغي على واضعي السياسات تحديد الشركات الحكومية وإتخاذ الإجراءات اللازمة لخصوصتها وطرحها في البورصة.
- ينبغي إعادة النظر في لوائح الطرح والادراج للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات العائلية في السوق المالية، وهذا بهدف توسيع السوق المالية و دعم الإنتاج والصناعات المحلية.
- تشجيع الاندماج و الاستحواذ بين الشركات مما ينتج عنه كيانا قوية وقادرة على مواجهة الإضطرابات في السوق.
- ضرورة تعزيز التداول في سوق الصكوك والسندات، إلى جانب توفير سوق متقدمة للمشتقات تمكن المستثمرين من التحوط ضد المخاطر المحتملة.
- تعزيز دور الصناديق الاستثمارية في البورصة السعودية، بهدف رفع جاذبيتها للمستثمرين الصغار للاستثمار عن طريقها، حيث نجد أن تداولات الصناديق الاستثمارية في البورصة السعوية منخفض.
- ينبغي تخفيض دور الاستثمار الفردي في السوق، وتشجيع الاستثمار المؤسسي الذي يعتبر إستثماراً إستراتيجياً له أفق طويلة، وإقناع المستثمرين الأفراد للإستثمار عن طريق مؤسسات الوساطة المالية وشركات الاستثمار المرخص لها بالعمل في السوق، بحيث يتم تسليم مدخراتهم لهذه المؤسسات لتديرها نيابة عنهم.
- ينبغي أن يسعى واضعو السياسات إلى جذب الشركات الأجنبية للاستثمار في البورصة، وهو ما يساهم في رفع الكفاءة والفعالية في السوق، والاستفادة من الخبرات الفنية والاستثمارية المختلفة.
- ينبغي أن تقوم هيئة السوق المالية بمراقبة النشاط في السوق، وتعزيز الشفافية ورفع درجة جودة الإفصاح من الشركات المساهمة، وحماية حقوق المساهمين في السوق.
- ضرورة تعزيز التكنولوجيا المالية في تعاملات البورصة، عن طريق الرقمنة والابتكار وتحسين وظائف البورصة، بما يتوافق ومتطلبات أسواق الأوراق المالية المعاصرة.

**6. آفاق الدراسة**

تحيلنا النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة إلى مجموعة من المواضيع ذات الصلة، والتي تحتاج المزيد من البحث ومن أهمها:

- التأثير المتبادل بين سوق الأوراق المالية الإسلامية والنمو الاقتصادي في السعودية.
- أثر التكنولوجيا المالية وسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية.
- أثر الحوكمة وسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية.
- دور الشمول المالي في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية بالسعودية.

# المراجع



## المراجع:

## أولا. المراجع باللغة العربية:

## أ. الكتب:

1. إبراهيم نافع قوشجي. (2019). السوق المالية (مفهومها. مكوناتها. أدواتها. مؤشراتنا). حماة. سوريا.
2. الطيب الفكي أحمد الأزهرى. (2017). أسواق المال. عمان: دار الجنان.
3. أبو النصر عصام. (2005). أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الاسلامي. مصر: دار النشر للتوزيع.
4. الأكاديمية للتمويل والاقتصاد الإسلامي. (2019). الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب. ابحت المؤتمر الدولي الثاني للأكاديمية الاوربية.
5. أمين حواس. (2021). نماذج النمو الاقتصادي. الجزائر: مخبر تطوير المؤسسة الاقتصادية والاجتماعية.
6. للتمويل والاقتصاد الاسلامي. تركيا.
7. إلهام وحيد دحام. (2013). فاعلية أداء السوق المالي و القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي. القاهرة: المركز القومي للاصدارات القانونية.
8. أشواق بن قدور. (2013). تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي. عمان. الأردن: دار الراية.
9. بن إبراهيم الغالي. بن ضيف محمد غسان. (2019). الأسواق المالية الدولية-تقييم الأسهم والسندات-. الجزائر: دارعلي بن زيد.
10. جبار محفوظ. (2017). الأسواق المالية-مفاهيم أساسية-. الجزء الأول. الجزائر: دار هومه.
11. جبار محفوظ. (2017). الأسواق المالية-الأسواق و الأدوات المالية-. الجزء الأول. الجزائر: دار هومه.
12. جبار محفوظ. (2017). الأسواق المالية- إستراتيجيات التحوط والاستثمار-الجزء الثالث. الجزائر: دار هومه.
13. حسين عصام حسين. (2008). أسواق الأوراق المالية"البورصة". الأردن: دار أسامة.
14. دريد كامل آل شيب. (2004). مبادئ الادارة المالية. الأردن: دار المناهج.
15. رامي محمد كمال، أحمد حسن النجار، منصور علي القضاة، (2019). الصكوك وتطبيقاتها المعاصرة بديلا عن السندات التقليدية. الرياض.
16. سمير عبد الحميد رضوان. (2009). أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار و تجارة المشتقات و تحرير الأسواق دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية. القاهرة: دار النشر للجامعات.
17. شعبان محمد إسلام البراوي. (2001). بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية. دمشق: دار الفكر.
18. عبد الله خالد بن ريعان. (2020). سوق المال السعودية(نشأتها وأدائها وكفاءتها). المملكة العربية السعودية: مملكة الملك فهد الوطنية.
19. عبد اللطيف مصيطفي. محمد بوزيان. (2015). أساسيات النظام المالي و إقتصاديات الأسواق المالية. لبنان: مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع.
20. عاطف وليم أندراوس. (2008). أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها. مصر: دار الفكر الجامعي.
21. علي بن صب. محمد شيخي. (2017). الاقتصاد القياسي المالي و تطبيقاته في الأسواق المالية. عمان: دار ومكتبة الحامد.
22. علي توفيق الحاج. عامر علي الخطيب. (2009). إدارة البورصات المالية. عمان: دارالاعصار العلمي.
23. علي حاتم القرشي. (2017). إقتصاديات التنمية. العراق: حوض الفرات.
24. عبد الكريم قندوز. (2017). الخيارات والمستقبلات والمشتقات المالية الأخرى. لندن: EL-KUTUB.
25. عمر صقر. (2002). العولمة وقضايا إقتصادية معاصرة. مصر: الدار الجامعية.
26. عبد المقصود مبروك نزيه. (2007). صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضعي. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
27. عبد الحلیم شاهین. (2021). التطور التاريخي لنظريات النمو والتنمية في الفكر الاقتصادي. الكويت: المعهد العربي للتخطيط بالكويت

28. غازي فلاح المومي. (2013). إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. الأردن: دار المناهج.
29. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان. (2005). أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. المملكة العربية السعودية: كنوز إشبيليا.
30. محمد صالح الحناوي. إبراهيم العبد جلال. فريد نحال. (2007). تقييم الأسهم والسندات "مدخل الهندسة المالية". إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان: دار وائل.
31. محمد صالح الحناوي. (1998). تحليل وتقييم الأسهم والسندات -مدخل للهندسة المالية-. مصر: الدرا الجامعية
32. منير إبراهيم هندي. (2008). أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية- الأسهم و السندات-. مصر: منشأة المعارف.
33. منير إبراهيم هندي. (1993). الأوراق المالية وأسواق المال. مصر: كلية التجارة، جامعة طنطا.
34. محمد حسين وجدي. (1973). نشاط التصدير و الانماء الاقتصادي بالبلدان النامية مع دراسة خاصة لحالة الاقتصاد المصري. الاسكندرية: دار الجامعات المصرية.
35. نصر علي أحمد طاحون. (2003). شركة إدارة المحافظ المالية في مصر. مصر: دار النهضة العربية.
36. يوسف حسن يوسف. (2015). الأوراق المالية وسوق المال العالمي، عمان: مركز الكتاب الأكاديمي.
- ب. المقالات العلمية:**
1. أزهار عبد الصبار. (2014). أثر الجهاز المصرفي العراقي على النمو الاقتصادي و متطلبات معامل الاستقرار النقدي(2000-2012). مجلة الادارة والاقتصاد. 03(11).ص265-279.
2. إيمان عبد المطلب الحسن. (2011). مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية و أثرها على النمو الاقتصادي. مجلة تكريت للعلوم الاقتصادية و الادارية. 07(23).ص117-129.
3. إيمان محمد إبراهيم علي. (2021). دور رأس المال البشري في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة حالة بعض الدول العربية-. مجلة دراسات كلية التجارة. طنطا. 22(01).ص33-62
4. أحمد مير . (2020). تطور النظام المالي كأداة هامة و فعالة في التمويل و زيادة النمو الاقتصادي. المجلة الجزائرية للعلوم القانونية والسياسية و الاقتصادية. 57(02).ص311-324
5. أحمد مداني. (2014). صناعة التحوط ضد الأزمات المالية في أسواق الأوراق المالية دراسة السوق السعودية. مجلة الباحث الاقتصادي. 02(02).ص98-124
6. أمنة لعصامي. (2020). تأثير المتغيرات النقدية على مؤشر بورصة عمان للفترة(2000-2019) دراسة قياسية تحليلية باستخدام نموذج . مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. 19(01).ص317-334
7. أديب قاسم شندي. (2013). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية دراسة حالة العراق للأوراق المالية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية. ص154-173
8. إلياس سليمان. عبد الجليل مقدم. سعدية حمو. (2018). آليات و ضوابط إصدار الصكوك الاسلامية في السوق المالية السعودية. مجلة نور للدراسات الاقتصادية. 4(07).ص57-72.
9. أحمد بوراس. (1999). الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر. مجلة العلوم الاجتماعية والانسانية. 10(01).ص181-194.
10. توفيق عباس عبد عون المسعودي. غصون كاظم عبيد. (2018). السوق المالية أداة للتحوط من القطاع العام إلى القطاع الخاص دراسة تطبيقية لسوق مصر للأوراق المالية خلال الفترة(2000-2015). مجلة الادارة الاقتصادية. جامعة كربلاء. 07(28).ص178-203.
11. حسين قبلان. (2011). مؤشرات أسواق الاوراق المالية دراسة حالة سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. 11(11).ص91-110.
12. بلعابد منال. غفوري ليلي. (2022). تحليل أثر استخدام المشتقات المالية للتحوط:دراسة تطبيقية. مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية. 1(16).ص499-516

13. حليلة بنزاز. (2012). المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر). مجلة الشريعة والاقتصاد. 1(01). ص 135-162
14. بلقاسم بن علال. (2014). دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية - دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (1990-2010). مجلة البحوث الاقتصادية والمالية. 01(02). ص 277-304.
15. حنان بورعدة، عبد الناصر بوثلجة. (2016). قياس تطور النظام المالي وأثره على حجم النشاط الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية باستخدام نموذج VECM. مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية. 02(02). ص 48-75.
16. خلود كمال. سماح طلحي. (2021). أثر الاستثمار الأجنبي على حجم التداول في بورصة عمان. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية. 08(02). ص 17-39.
17. رشيد حفصي. (2020). تأثير مؤشرات أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في سلطنة عمان باستخدام نموذج خلال الفترة (1993-2016). دراسات العدد الاقتصادي. 01(01). ص 281-301.
18. حسن بلقاسم غسان. حسن رذاف المحجوج. (2012). أثر تحرير سوق رأس المال على التذبذب في سوق الأسهم السعودي. مجلة التنمية والاقتصاد السعودي. 14(02). ص 07-39.
19. رابع خوني. عيسى حجاب. (2016). مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي - دراسة حالة السوق المالي الأردني -. مجلة إقتصاديات الأعمال والتجارة. 01(01). ص 37-51.
20. رشيد حفصي. (2020). تأثير مؤشرات أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في سلطنة عمان باستخدام نموذج. خلال الفترة (1996-2016). دراسات العدد الاقتصادي. 01(01). ص 281-301.
21. جهرة شنافة. (2022). أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي دراسة قياسية للمملكة العربية السعودية باستخدام نموذج ARDL للفترة 1990-2020. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية و الإدارية. 09(01). ص 381-410.
22. جميلة الجوزي. صفية العمري. (2017). تأثير استخدام تكنولوجيا المعلومات و الاتصال على كفاءة الأسواق المالية الخليجية: دراسة بورصة الامارات . السعودية. الكويت. مجلة الاقتصاد الجديد. 08(02). ص 117-132.
23. دلال بوضياف. جهاد بن سمية. دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014). مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية. 06(06). ص 213-232.
24. زهرة بورحلة. (2021). قياس أثر التجارة الالكترونية على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2000-2019). مجلة دفاتر بودلكس. 10(01). ص 112-127.
25. زهير غراية. (2015). إختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية. مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية. 13(13). ص 37-46.
26. صالح سراي. نبيل بن مرزوق. (2020). دراسة إقتصادية تحليلية لأثر التضخم على مؤشر أداء السوق دراسة سوق عمان للأوراق المالية (1980-2015). مجلة بحوث الإدارة. 02(01). ص 69-80.
27. صباح فاضل. صبرينة طحكوش. (2016). أثر البحث والتطوير في النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر (1990-2014). مجلة معهد العلوم الاقتصادية. 20(02). ص 173-189.
28. طارق بن خليف. (2012). النمو الداخلي و أنشطة البحث والتطوير. مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية. 05(01). ص 231-246.
29. كنزة مجاهد. ناصر صلاح الدين غربي. (2016). تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي - دراسة حالة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. 11(01). ص 72-85.
30. عبد الله غالم. عبد الحفيظ خزان. (2016). أسواق الأوراق المالية -نشأتها، خصائصها، الوظائف الاقتصادية، أقسامها-. مجلة الاجتهاد القضائي. 8(11). ص 69-88.

31. عبير عموص. (2017). تأثير التطور في القطاع المالي الفلسطيني على النمو الاقتصادي في فلسطين (2008-2015). دائرة الأبحاث و السياسة النقدية. سلطة النقد الفلسطينية. ص1-50
32. عبد الجليل بوداح. إيمان خياري. (2016). الأسواق الناشئة وشبه الناشئة بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين. مجلة الأمير عبد القادر للعلوم الانسانية. 30(03). ص411-450
33. علي بوعبد الله. شريف بوقصبة. (2017). المحددات الاقتصادية للإستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق عمان (1994-2015). (47). ص119-146.
34. علي بوعبد الله. (2009). تطور الدور التمويلي للأسواق المالية في الدول العربية. مجلة الحقوق والعلوم الانسانية-دراسة إقتصادية-. الحلفة. 22(01). ص56-84
35. غفار دياف الرحمان، عبد المجيد عبيد حسن صالح، وأنس عبد القادر قاسم. (2021). الوساطة المالية بين التمويل المباشر وغير المباشر ودورها في النظام المالي، مجلة الرشد للتمويل الاسلامي. 01(01). ص71-96.
36. سفيان قعلول. خليل سائد. (2022). مصادر النمو في الدول العربية. صندوق النقد الدولي. ص01-28
37. سهام عيساوي. فطوم حوحو. (2017). تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة. إقتصاديات الأعمال والتجارة. 02(03). ص336-355.
38. محمد بن عيشوش. محمد حجاج. (2020). تأثير مؤشرات الاقتصاد الكلي على مؤشرات بورصة باريس دراسة قياسية بإستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL خلال الفترة (1987-2018). مجلة الاستراتيجية والتنمية. 05(10). ص218-237.
39. محمد براق. عبد الحفيظ عبد الحميد. (2016). أثر تغيرات السياسة النقدية على أسعار الأسهم في سوق مسقط لأوراق المالية. مجلة المعارف. 50(5). ص10-24
40. محمد بوبكر. هجيرة مكاوي. (2021). تحليل العلاقة الديناميكية بين الانفاق العام و النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2001-2019). مجلة دفاتر بوداكس. 10(01). ص199-218.
41. محمد الأمين بلهوشات. فوزي محيرق. علي قابوسة. (2020). أثر الائتمان المصرف على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية. 13(01). ص79-96.
42. محمد سعدي. (2016). واقع وأفاق أسواق المال بدول مجلس التعاون الخليجي (2003-2013). مجلة البشائ الاقتصادية. 02(07). ص80-94.
43. هيثم عبد الله سليمان. (2015). علاقة النمو بالإصلاح الاقتصادي في العراق بعد عام 2003. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. 21(81). ص278-298.
44. نجاة عيسى. (2014). دور سوق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية. مجلة الحقوق و العلوم الانسانية. 03(05). ص226-245.
45. نورين بومدين. (2013). منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية. مجلة تصدر عن كلية الاقتصاد بجامعة حسيبة بن بوعلي. الشلف. 5(01). ص119-147.
46. حسام مسعودي. (2013). أثر تطبيق التداول الالكتروني على أداءالسوق المالية السعودية. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية. 02(02). ص123-136.
47. هشام طلعت عبد الحكيم. عماد عبد الحسين دلول. (2016). نظام التداول الالكتروني و إنعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية -دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية-. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. 92(22). ص251-265.
48. كمال بن موسى. (2014). المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث. 03(03). ص37-48.
49. محمد عبد الكريم بوغزالة. (2015). التطور المالي في بلدان المغرب العربي ظل الانفتاح والتحرير المالي خلال الفترة (1990-2013). مجلة أداء المؤسسات الجزائرية. 04(02). ص125-140.
50. نوال بن عمارة. (2011). الصكوك الاسلامية ودورها في تطور السوق المالية تجرية السوق المالية الدولية -البحرين-. مجلة الباحث. 09(09). ص255-257.

51. سليمان بن بجمة. ربحان الشريف. (2017). مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية-دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودية للفترة 2007-2016. *Revue des sciences commerciales et de gestion*. 13(01). ص38-54.
52. شريف بدري توفيق البارودي. (2015). العوامل المؤثرة في إنشاء المحافظ المالية بحث تحليلي لعدد من المصارف الخاصة ببغداد. *مجلة العلوم الاقتصادية والادارية*. 21(08). ص361-409.
53. فاطمة الزهراء رايس. رابع حوي. (2022). قياس أثر الاستثمار الأجنبي المحفطي على القيمة السوقية في بورصة عمان خلال الفترة (1996-2020) باستخدام نموذج. *مجلة الاقتصاد الصناعي (حزراتك)*. 02(01). ص167-192.
54. غنية ساعد. جمال الدين سحنون. (2018). الأسواق الحدودية الخطوات التمهيديّة لدخول نادي الأسواق الناشئة حالة بورصة الكويت. *مجلة الاستراتيجية والتنمية*. 08(03). ص168-188.
55. كمال قسول. مصباح حراق. (2019). أثر إدراج صكوك التمويل الإسلامية في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا. *مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير*. 12(02). ص147-160.
56. كمال يوسف. سميرة عروسي. (2018). أثر تراجع أسعار الأسواق المالية الناشئة (2010-2016). *مجلة الحقيقة*. 17(03). ص446-476.
57. مليكة صديقي. عبد القادر بسبع. (2017). تحليل مؤشرات تنمية وإستقرار الأوراق المالية الناشئة. *مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية*. 01(02). ص85-103.
58. محمد الناصر حميدانو. (2014). نماذج النمو. *مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية*. 02(07). ص07-21.
59. محمد زكاري، علي نبيل بلوار. (2019). دراسة قياسية للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بالجزائر (1982-2017). *مجلة العلوم التجارية*. 18(02). ص93-103.
60. هالة حلمي السعيد. (2000). دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأوراق المالية. سلسلة رسائل بنك الكويت. رسائل بنك الكويت الصناعي. العدد (62).
61. يونس مفيد دنون. مثنى عبد الرزاق الدباغ. (2008). الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية. *مجلة تنمية الرادين*. 30 كلية الادارة والاقتصاد. جامعة الموصل. العراق. 30(91).
- ج. الرسائل الجامعية والأطاريح:
1. أمّنة بن دحمان. (2016). التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة (1989-2014). أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. تلمسان، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.
2. إسحاق أبكر عبد الله جماع. (2018). تحليل أداء أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي و الإبطاءات الموزعة. دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية (1995-2016). أطروحة دكتوراه في تخصص الفلسفة في الاقتصاد. جامعة السودان، السودان.
3. الحاج العمري. (2013). دراسة قياسية لأثر تكنولوجيا المعلومات والاتصال على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر (1995-2009). أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. الجزائر، جامعة الجزائر3.
4. بن عمر بن حاسين. (2013). فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-. أطروحة دكتوراه لكلية العلوم الاقتصادية. تلمسان، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.
5. بلال شيخي. (2014). تقييم الأصول المالية في الأسواق المالية الثانوية. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. بومرداس. جامعة أمحمد بوقرة. الجزائر.
6. بلقاسم بن علال. (2014). سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. تلمسان، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.

7. باريك، مراد؛ بن مريم، محمد. (2015). السوق المالي و نمو الاداء الاقتصادي في الجزائر. المؤتمر الدولي حول الاسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل اسلامي. يومي 17 و18 نوفمبر 2015 سكيكدة، جامعة 20 أوت 1955، الجزائر.
8. جهاد فيصل جهاد الجليحواوي. (2019). صناديق الاستثمار وإنعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية دراسة تجربة السعودية مع إمكانية تطبيقها في العراق خلال الفترة (2000-2017)، مجلة كلية الادارة والاقتصاد. جامعة كربلاء.
9. جهرة شنافة. (2018). أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي -دراسة حالة عمان للأوراق المالية- للفترة (1990-2016). أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. سطيف، فرحات عباس، الجزائر.
10. حسبية بليل. (2015). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ونماذج النمو الاقتصادي دراسة تحليلية قياسية حالة الجزائر. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. الجزائر، جامعة الجزائر3، الجزائر.
11. حاج موسى منصوري. (2018). كفاءة الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي-دراسة تحليلية قياسية لدول عربية مختارة خلال الفترة (2000-2016). أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية. ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
12. رفيق مزاهدية. (2015). الاتجاهات العشوائية و التكاملية في سلوك الأسعار في سوق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على التنوع الاستثماري. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. باتنة، الحاج الأخضر، الجزائر.
13. رشيد بوكساني. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. الجزائر، جامعة الجزائر3.
14. عبد القادر بن عيسى. (2012). أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2010). مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، الجزائر.
15. طارق خاطر. (2015). أهمية التطور المالي في تحقيق التنمية الاقتصادية. - دراسة تطبيقية وقياسية لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2013). أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. بسكرة، جامعة محمد خيضر، الجزائر.
16. صلاح الدين شريط. (2012). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر مع إمكانية تطبيقها على الجزائر. أطروحة دكتوراه في كلية العلوم الاقتصادية. الجزائر: جامعة الجزائر 3.
17. سهام شهني. (2009). علاقة الاستثمار بالنمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية للفترة (1970-2005). مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. الجزائر، جامعة الجزائر3.
18. سامية زياطي. (2004). ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الأسواق الناشئة: حالة الأسواق المالية العربية. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. الجزائر، جامعة الجزائر3.
19. شوقي جبار. (2019). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. أم بواقي، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر.
20. فاطمة بن شعيب. (2011). دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. تلمسان، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان.
21. علي بوعبد الله. (2015). أثر الأسواق المالية الناشئة على إستقرار أسعار الصرف في الدول العربية. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. بسكرة، جامعة محمد خيضر، الجزائر.
22. عبد الحفيظ خزان. (2014). تفعيل دور أسواق الأوراق المالية و أثرها على النمو الاقتصادي. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. تخصص الأسواق المالية والبورصات. بسكرة، جامعة محمد خيضر. الجزائر.
23. عبد الغفور دادن. (2015). تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي-دراسة حالة السوق المالي للإمارات العربية المتحدة (دي. أبو ظبي) والجزائر باستخدام نموذج متعدد العوامل خلال الفترة 2011-2013. أطروحة دكتوراه بكلية العلوم الاقتصادية. ورقلة. جامعة قاصدي مرباح. الجزائر.

24. عزدين حملة. (2019). الهندسة المالية ودورها في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة مع التطرق لبعض الدول الاسلامية. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. البويرة، جامعة أولكي محمد أولحاج، الجزائر.
25. كمال قسول. (2021). أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا، أطروحة دكتوراه في كلية العلوم الاقتصادية. ميله، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف. الجزائر.
26. كرم لوح. (2017). دور الصادرات الصناعية كمحفز لزيادة النمو الاقتصادي خارج قطاع المحروقات دراسة حالة الجزائر (1990-2013). أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. مستغانم، جامعة عبد الحميد بن باديس، الجزائر.
27. كريمة منصر. (2002). السوق المالي نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية-المغرب، تونس، الجزائر-. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. جامعة الجزائر3، الجزائر.
28. لعوج بن عمر. (2020). أثر التحرير المالي على الوساطة المالية -دراسة لعينة من 22 دولة نامية خلال الفترة من (1995-2017) باستخدام تحليل بيانات بانل. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. تلمسان، أبوبكر بلقايد، الجزائر.
29. محمد بن إبراهيم السحيباني. (2018). نظام التداول الالكتروني في سوق تورينثو المالية والسوق المالية السعودية دراسة مقارنة . بحث ضمن الأعمال العلمية لاجازة التفرع العلمي. كلية الاقتصاد والعلوم الادارية. المملكة العربية السعودية، جامعة الإمام محمد بن سعود الاسلامية.
30. مسعودي حسام. (2012). واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009. مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية. ورقلة. جامعة قاصدي مرياح. الجزائر.
31. ميلود وعيل. (2014). المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي في الدول العربية وسبل تفعيلها دراسة حالة الجزائر -السعودية- مصر دراسة مقارنة (1990-2010). أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. الجزائر، جامعة الجزائر.
32. وفاء القروص. (2019). أثر القروض المصرفية على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2009-2019). أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. تلمسان، جامعة بلقايد، الجزائر.
33. يوسف سيد . فرج سيد. (2018). دور السياسة المالية في تطوّر أداء أسواق المال-دراسة تجريبية سوق الخرطوم للأوراق المالية -خلال الفترة 1995-2015. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية. تخصص الفلسفة في الاقتصاد. السودان.
- د. المؤتمرات العلمية:**
1. عبد الحكيم ملياني. طارق شوقي. (2014). المشتقات المالية من أدوات التحوط والتغطية ضد المخاطر إلى مسببات للأزمة المالية. مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية-بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الاسلامية-. يومي 05 و 06 ماي 2014. جامعة فرحات عباس. سطيف. الجزائر.
2. محمد شايب. (2014). مميزات وآليات تداول الأسهم عبر الأجهزة الذكية والهواتف الذكية-حالة بعض الشركات والأسواق المالية العربية و سيتي أندكس البريطانية. مؤتمر دولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية-بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الاسلامية-. يومي 05 و 06 ماي 2014. جامعة فرحات عباس. سطيف. الجزائر.
3. المسعود كيسرى. الصديق طاهري. (2016). قراءة في ماهية التنمية الاقتصادية وأساليب قياسها الملتقى الثاني حول التنمية البديلة لقطاع المحروقات في الجزائر. برج بوغريج. جامعة البشير الابراهيمي. الجزائر.
4. عبد الكريم البشير. أبوعلي سمير دهماني. (2008). قياس أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي-دراسة حالة الجزائر-. ورقة بحثية مقدمة في منتدى الاقتصاديين المغاربة حول تطور نظريات النمو الاقتصاديين. الشلف. جامعة حسيبة بن بوعلي. الجزائر.
5. محمد بن بوزيان. سيدي محمد شكوري. التحرير المالي و أثره على النمو الاقتصادي-دراسة حالة الجزائر-. الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية. يومي 24-2504-2016. بشار، جامعة طاهري محمد، الجزائر.

## التقارير والمطبوعات:

1. مؤسسة النقد العربي السعودي. (1989-2021). التقارير السنوية. المملكة العربية السعودية. <https://www.sama.gov.sa>
2. السوق المالية السعودي. 2019. التقرير الاسبوعي لقيمة الملكية و القيمة المتداولة لسوق الاسهم. [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa).
3. السوق المالية السعودية. (2019-2020). التقرير السنوي للسوق المالية السعودية. [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa).
4. السوق المالية السعودية. 2019. قواعد الادراج. [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa).
5. السوق المالية السعودية. 2019. إجراءات تعليق تداول الأوراق المالية المدرجة وفقا لقواعد الادراج. [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa).
6. المملكة العربية السعودية. (2020). رؤية السعودية 2030. تاريخ الاسترداد 11 25, 2022، من [vision2030.gov.sa](http://vision2030.gov.sa).
7. المملكة العربية السعودية. (2021). إنجازات رؤية المملكة 2030 (2016-2020). المملكة العربية السعودية.
8. صندوق النقد الدولي. (2016). تقرير المملكة العربية السعودية.
9. هيئة السوق المالية. (2019). الاستثمارات المالية وأسواق الاسهم. [cma.org.sa](http://cma.org.sa).
10. هيئة السوق المالية السعودية. (2009، 2017، 2019). التقارير السنوية. ([cma.org.sa](http://cma.org.sa))
11. هيئة السوق المالية السعودية. (2017). لائحة حوكمة الشركات. [cma.org.sa](http://cma.org.sa).
12. هيئة السوق المالية السعودية. (2015). دليل المستثمر الأجنبي. تم الاسترداد من [cma.org.sa](http://cma.org.sa).
13. هيئة السوق المالية السعودية. (2017). فوائد إنضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية. [cma.org.sa](http://cma.org.sa).
14. هيئة السوق المالية السعودية. (2006). إختيار السوق المالية. [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa).
15. هيئة السوق المالية. (2020). قواعد طرح الاوراق المالية والالتزامات المستمرة. [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa).
16. هيئة السوق المالية السعودية. (2003). نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية. المملكة العربية السعودية. [cma.org.sa](http://cma.org.sa).
17. وزارة التخطيط. خطة التنمية التاسعة (2010-2015).

<https://www.mep.gov.sa/DocumentsLibrary/SeventhDevelopmentPlan>

ثانيا. المراجع باللغة الأجنبية:

أ. المقالات العلمية

1. ALOMAR, I. (2009). Ability of financial system to reduce poverty. *Research Center, College of Business and economics* (75), p. 12.
2. ALSHAMMARY, Meshaal J. (2014). Stock market development and economic growth in developing countries: Evidence from Saudi Arabia. *Corporate Ownership and Contro* , 11 (03), pp. 193-216.



3. ALTAEE, Hatem Hatef Abdulkadhim et AL-JAFARI, Mohamed Khaled. (2015). Financial development, trade openness and economic growth: A trilateral analysis of Bahrain. *International Journal of Economics and Finance* , 07(01), pp. 241-254.
4. AL-TAMIMI et al . (2002). Finance and growth: evidence from some Arab countries. *Journal of Transnational Management Development* , 07(02), pp. 3-18.
5. AL-TAMMAM, M. G. (2005). Causality between financial development and economic growth: The cases of Kuwait, Oman, and Saudi Arabia. Colorado State University.
6. ARCAND, J. L., BERKES, E., & PANIZZA, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth* , 20(02), pp. 105-148.
7. ATJE, R., & JOVANOVIĆ, B. (1993). Stock markets and development . *European Economic Review* , 2-3(37), pp. 632-640.
8. B. K Kapur. (1976). "Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies. *Journal of Political Economy* , pp. 777-795.
9. Beck, T., & Levine, r. (2002). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *NBER WORKING PAPER* (9082).
10. Berthélemy, JeanClaude; Varoudakis, Aristoméne A1994endogène, intermédiation financière et croissance 45737-750
11. Berthelemy, J. C., & Varoudakis, A. (1996). Economic growth, convergence clubs, and the role of financial development. *Oxford economic papers*, 48(2), 300-328.
12. Brown, J. R., Martinsson, G., & Petersen, B. C. (2017). Stock markets, credit markets, and technology-led growth. *Journal of Financial Intermediation*, 32, 45-59.
13. Bogdan, S., Bareša, S., & Ivanovic, S. (2012). MEASURING LIQUIDITY ON STOCK MARKET: IMPACT ON LIQUIDITY RATIO. *Tourism and Hospitality Management* , 18 (02), p. 183 ,193.
14. CAPASSO, S. (2008). Stock market development and economic growth. In : Domestic Resource Mobilization and Financial Development. *Palgrave Macmillan, London* , pp. 10-38.
15. CAPORALE, Guglielmo Maria, HOWELLS, Peter, et SOLIMAN, Alaa M .2005 . Endogenous growth models and stock market development: evidence from four countries . *Review of Development Economics* 0902166-167.
16. Chișu, Mihai. 2018. An incursion into capital markets from frontiermarkets to developed ones.Faculty of International Business and Economics. Bucharest, Romania
17. DEMIRGÜÇ-KUNT, A., & MAKSIMOVIC, V. (1995). Stock market development and firm financing choices. *World Bank Publications* .
18. DIOP, Thiémokho. 2013 . Développement financier et croissance économique: la structure financière joue-t-elle un rôle?

19. Ductor, L., & Grechyna, D. (2015). Financial development, real sector, and economic growth. *International Review of Economics & Finance* , 37, pp. 393–405.
20. El-Wassal, K. A. (2013). The Development of Stock Markets: In Search of a Theory. *International Journal of Economics and Financial Issues* , 03(03), pp. 606–624.
21. ESCHENBACH, F. (2004). Finance and growth: A survey of the theoretical and empirical literature. p. 02.
22. Gold Smith. (1969). « Financial Structure and Development ». *New Haven, Yale University Press* .
23. GREEN, KIRKPATRICK, MURINDE. (2015). How does finance contribute to the development process and poverty reduction? Finance and Development: Surveys of Theory. *Evidence and Policy* , pp. 1–26.
24. De Gregorio, J., & Guidotti, P. E. (1995). Financial development and economic growth. *World development*, 23(3), 433–448.
25. HASSAN, M. Kabir, SANCHEZ, Benito, YU, Jung-Suk. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of economics and finance* , 51(01), pp. 88–104.
26. ISLAM, IMd Rabiul; HABIB, Md Wahidul; KHAN, Md H.2004.A Time series analysis of finance and growth in Bangladesh.The Bangladesh Development Studies.111–128.
27. ISMAIL, F., AB-RAHIM, R., & PEI-CHIN. (2019). Nexus Between Financial Development and Economic Growth. *Academic Research in Business & amp* , pp. 26–44.
28. Jamel JOUINI.2021.Effects of the Interaction between Financial Development and Information and Communications Technology on Economic Growth in the Arab Region .*Arab Monetary Fund*
29. KAR, M., & PENTECOST, E. (2000). Financial development and economic growth in Turkey: further evidence on the causality issue. *Universitäts-und Landesbibliothek Sachsen-Anhalt* .
30. KARABIYIK, Can; TAŞKIN, Fatma Dilvin. 2016. The relationship between financial development and economic growth: evidence from BRICS countries and Turkey .*Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 0502116–133
31. Kemal, A. R., Qayyum, A., & Hanif, M. N. (2004). Financial development and economic growth: evidence from a heterogeneous panel of high income countries.
32. King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth :theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* , 03, pp. 513–542.

33. King and Levine. (1993). « Finance and Growth: Schumpeter May be Right ». *Quarterly Journal of Economics*, August, , 108 (03), pp. 717-737.
34. Kugler. Neusser . (1998). « Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OCDE Countries ». *the Reviews of Economics and Statistics* , pp. 638-646.
35. LEVINE, Ross . ZERVOS, Sara . (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review* , p. 537 ,558.
36. Levine, R., & Zervos, S. (1996). Stock market development and long-run growth. *The world bank economic review*, 10(2), 323-339.
37. LEVINE, Ross1996, Stock markets: a spur to economic growth,*Finance & Development* , 33(01).
38. Levine, R. (2003). *Stock market liquidity and economic growth: Theory and evidence* (pp. 3-24). Palgrave Macmillan UK.
39. Liang & Reichert.2007.Economic Growth & Financial Sector Development .*The International Journal of Business & Finance Research* 01
40. LUINTEL, K. B., & KHAN, M. (1999). A quantitative reassessment of the finance-growth nexus: evidence from a multivariate VAR. *Journal of development economics* , 60 (02), pp. 381-405.
41. Molho, L. (1986). Interest rates, saving, and investment in developing countries: a re-examination of the McKinnon-Shaw hypotheses. *International Monetary Fund Staff Papers* , pp. 90-116.
42. MOLLA AHMETOĞLU, Ebubekir and AKÇALI, Burçay Yaşar. (2019). The missing-link between financial development and economic growth: Financial innovation. *Procedia Computer Science* , 158, pp. 696-704.
43. Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297.
44. Naceur, B. S., Ghazouani, S., & Omran, M. (2008). « Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region? ». *Journal of International Money and Finance* , 36, pp. 673-693.
45. NELLOR, David CL2008 The rise of Africa's "frontier" markets*Finance & Development* 45031
46. P .Guidotti & J. Gregorio. (1995). Financial Development & Economic Growth. *World Development* , 23 (02), p. 435.
47. PESARAN, M. ..., SHIN, Y., & SMITH, R. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics* , 16 (03), pp. 289-326.

48. POPOV, Alexander .2018 .Evidence on finance and economic growth .Handbook of finance and development.
49. PRADHAN. R., ARVIN. M., BAHMANI. S., HALL. J., & NORMAN. N2017, "Finance and growth: evidence from the ARF countries" *The quarterly review of economics and finance* 66
50. R. Levine, N. Loayza, T. Beck. (2000). « Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes ». *Journal of Monetary Economics, August, , 46* (01), pp. 31-77.
51. Rehman, M. Z. (2018). Banking sector development, stock market development and economic growth evidence from Saudi Arabia. *22* (04), pp. 1-15.
52. ROBINSON, J. (1979). The generalisation of the general theory. In : The generalisation of the general theory and other essays. *Palgrave Macmillan, London* , pp. 1-76.
53. Rousseau, P. L., & Wachtel, P. (2001). Inflation, financial development and growth. *Economic theory, dynamics and markets: Essays in honor of Ryuzo Sato*, 309-324.
54. Samouel Béji. 2009. Le Développement Financier pour les Pays du Sud de la Méditerranée a l'Epreuve de la Mondialisation Financière", Thèse de Doctorat France Université Paris XIII-Nord .
55. Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, S. (2014). Financial development and economic growth in an oil-rich economy: The case of Saudi Arabia. *Economic modelling, 43*, 267-278.
56. Sarr, A., & Lybek, T. (2002). Measuring liquidity in financial markets.
57. Singh, A. (1997). Financial liberalisation of Stock Markets & Economic Development. *The Economic Journal* .
58. Speidell, L. (2011). Frontier markets equity investing: Finding the winners of the future. *CFA Institute Research Foundation M2011-2*.
59. STOLBOV, M. (2013). The finance-growth nexus revisited: From origins to a modern theoretical landscape. *Economics* , p. 07.
60. TOUNY, Mahmoud Abdel-Aziz2012Stock Market Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Some Arab Countries *المجلة العربية للإدارة* 3201177-197
61. Tsaurai, Kunofiwa. 2018. WHAT ARE THE DETERMINANTS OF STOCK MARKET DEVELOPMENT IN EMERGING MARKETS. University of South Africa.South Africa
62. Turunç, g. (1999). « Développement du Secteur Financier et Croissance économique: Le cas des Pays Emergents Méditerranéens ». *Revue Région et Développement* (10).
63. Yartey, C. A., & Adjasi, C. K. (2007). Stock market development in Sub-Saharan Africa: Critical issues and challenges.

64. World Federation of Exchanges. (2003). Statistical Definitions . Paris: Annual Report and Statistics.

ب. الرسائل الجامعية والأطاريح:

1. ALGHAMEDI, A., & MISFER, A. (2012). Assessing the impact of stock market development on economic growth in Saudi Arabia: An Empirical Analysis. Thèse de doctorat. Durham University.
2. BOUKARI, M. (2014). La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne, Thèse de doctorat, . , Université de Bordeaux.
3. ELSAYED, A. H. (2013). The relationship between financial system development and economic growth in the Egyptian economy. *University of Leeds*.
4. MAGHYEREH, A. I. (2001). Stock market development and economic growth: The Jordanian experience( Thèse de doctorat). Durham University.
5. SODJAHIN, W. R. (2005). Impact du développement des marchés boursiers sur la croissance économique au Canada.

ثالثا. مواقع إلكترونية:

1. إبراهيم بن صالح العمر. (2007). قدرة النظام المصرفي على الحد من ظاهرة الفقر - دراسة قياسية تجميعية على الدول النامية-. متوفرة على الموقع: [https://mpr.ub.uni-muenchen.de/18804/1/MPRA\\_paper\\_18804.pdf](https://mpr.ub.uni-muenchen.de/18804/1/MPRA_paper_18804.pdf) (2021-12-12).
2. إبراهيم عبد الرحمن القاضي. مؤشر الأسهم الماهية والأهمية والكيفية. متوفر على الموقع: <https://www.alriyadh.com> (2022-08-13).
3. السوق المالية السعودية. تعلم. تاريخ الاسترداد 02 10, 2021، من [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa).
4. السوق المالية السعودية. (2020). المشتقات المالية. تاريخ الاسترداد 02 2021, 01، من [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa).
5. السوق المالية السعودية. (2018). إستراتيجية العمل في السوق المالية السعودية. تاريخ الاسترداد 12 12, 2021، <http://annualreport2018.tadawl.com.sa>.
6. السوق المالية السعودية. 2019. هيكل قطاعات السوق الجديدة . تاريخ الاسترداد 02 01, 2021، من [saudiexchange.sa](http://saudiexchange.sa).
7. هيئة السوق المالية. (2003). نظام السوق المالي. تاريخ الاسترداد 02 01, 2021، من [cma.org.sa](http://cma.org.sa).
8. هيئة السوق المالية السعودية. (2019). صناديق الاستثمار. تاريخ الاسترداد 02 01, 2021، من [cma.org.sa](http://cma.org.sa).
9. جلال خشيب. النمو الاقتصادي. متوفر على الموقع: [www.alukah.net](http://www.alukah.net) (2021-11-20).
10. FTSE country classification process, 2018, <http://www.FTSE.COM>. / Product/ Downliads/ FTSE .contrey classification.paper.pdf

11. Indices, S&P Dow Jones. (2019). *S&P Dow Jones Indices. Country classification Methodology*. Récupéré sur <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/indexnews/announcements>.
12. MSCI index researeh(2019), MSCI market classification fromwork. disonble sur le web [http:// www.msci.com/ indexe](http://www.msci.com/indexe)
13. MSCI index researeh2019*MSCI market classification fromwork*.

الملاحق

الجدول رقم (01): إختبارات إستقرارية المتغيرات

**UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)**

Null Hypothesis: the variable has a unit root

		<u>At Level</u>				
		PERCAP	MARKVA	INDEX	M3	OIL
With Constant	t-Statistic	-1.9326	-0.4336	-2.2436	3.0497	-1.4737
	<b>Prob.</b>	<b>0.3136</b>	<b>0.8907</b>	<b>0.1960</b>	<b>1.0000</b>	<b>0.5329</b>
		n0	n0	n0	n0	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.9101	-1.2244	-3.1770	-2.6297	-1.4490
	<b>Prob.</b>	<b>0.6244</b>	<b>0.8870</b>	<b>0.1080</b>	<b>0.2708</b>	<b>0.8246</b>
		n0	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.9623	-0.5968	-2.2901	-0.6826	-1.4966
	<b>Prob.</b>	<b>0.0490</b>	<b>0.4504</b>	<b>0.0235</b>	<b>0.4128</b>	<b>0.1236</b>
		**	n0	**	n0	n0
		<u>At First Difference</u>				
		d(PERCAP)	d(MARKVA)	d(INDEX)	d(M3)	d(OIL)
With Constant	t-Statistic	-5.5049	-5.5566	-7.9994	-4.8084	-4.4927
	<b>Prob.</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0007</b>	<b>0.0013</b>
		***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-5.4015	-5.8632	-7.8526	-5.5666	-4.4792
	<b>Prob.</b>	<b>0.0007</b>	<b>0.0002</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0006</b>	<b>0.0067</b>
		***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-5.6682	-5.4410	-8.0429	-4.7914	-4.5706
	<b>Prob.</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***	***

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews V10)

الجدول رقم (02): نتائج إختبار التكامل المشترك وفق إختبار الحدود Bounds Test

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship			
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)	
Asymptotic: n=1000					
F-statistic	14.86340	10%	2.2	3.09	
k	4	5%	2.56	3.49	
		2.5%	2.88	3.87	
		1%	3.29	4.37	
Finite Sample: n=35					
Actual Sample Size	27	10%	2.46	3.46	
		5%	2.947	4.088	
		1%	4.093	5.532	



Finite Sample: n=30		
10%	2.525	3.56
5%	3.058	4.223
1%	4.28	5.84

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews V10)

الجدول رقم (03): نتائج تقدير النموذج في الأجل طويلة الأجل

#### Levels Equation

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OIL	0.921734	0.143933	6.403915	0.0031
MARKVA	-4.824432	1.500119	-3.216032	0.0324
INF	1.177011	0.152070	7.739949	0.0015
TRADRATE	1.461178	0.529148	2.761377	0.0508
C	-1.295452	0.367922	-3.521000	0.0244

$$EC = PERCAP - (0.9217 * OIL - 4.8244 * MARKVA + 1.1770 * INF + 1.4612 * TRADRATE - 1.2955)$$

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews V10)

الجدول رقم (04): نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ

ARDL Error Correction Regression

Dependent Variable: D(PERCAP)

Selected Model: ARDL(4, 4, 3, 3, 4)

Case 2: Restricted Constant and No Trend

Date: 07/25/22 Time: 05:18

Sample: 1990 2020

Included observations: 27

ECM Regression

## Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PERCAP(-1))	-0.057993	0.064432	-0.900075	0.4190
D(PERCAP(-2))	0.016650	0.071917	0.231510	0.8283
D(PERCAP(-3))	0.424196	0.062428	6.794972	0.0024
D(OIL)	0.595241	0.140154	4.247036	0.0132
D(OIL(-1))	-1.181249	0.169393	-6.973442	0.0022
D(OIL(-2))	-0.716539	0.109894	-6.520272	0.0029
D(OIL(-3))	-1.710332	0.149076	-11.47289	0.0003
D(MARKVA)	1.085384	0.092299	11.75944	0.0003
D(MARKVA(-1))	6.286030	0.480536	13.08130	0.0002
D(MARKVA(-2))	2.315732	0.264327	8.760860	0.0009
D(INF)	0.564296	0.066797	8.447920	0.0011
D(INF(-1))	-0.466672	0.078647	-5.933772	0.0040
D(INF(-2))	-0.314099	0.059925	-5.241517	0.0063
D(TRADRATE)	-0.948569	0.135026	-7.025095	0.0022
D(TRADRATE(-1))	-0.239486	0.151798	-1.577660	0.1898
D(TRADRATE(-2))	-0.573447	0.171217	-3.349229	0.0286
D(TRADRATE(-3))	1.154799	0.185029	6.241168	0.0034
CointEq(-1)*	-1.129139	0.079712	-14.16531	0.0001
R-squared	0.978698	Mean dependent var	-0.003706	
Adjusted R-squared	0.938462	S.D. dependent var	0.551639	
S.E. of regression	0.136844	Akaike info criterion	-0.905222	
Sum squared resid	0.168538	Schwarz criterion	-0.041331	
Log likelihood	30.22050	Hannan-Quinn criter.	-0.648342	
Durbin-Watson stat	2.992999			

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews V10)

الجدول رقم(05):نتائج إختبار الارتباط الذاتي و مشكلة عدم ثبات التباين

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.180047	Prob. F(2,6)	0.8396
Obs*R-squared	1.528680	Prob. Chi-Square(2)	0.4656

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.195766	Prob. F(1,24)	0.6621
Obs*R-squared	0.210364	Prob. Chi-Square(1)	0.6465

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي(Eviews V10)

## الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية خلال الفترة (1990-2020)، وذلك من خلال التعرف على تطور سوق الأوراق المالية في السعودية، مع تبين أهم إجراءات وإصلاحات تطويرها وتأثيرها على تحسين أدائها، لتدرس فيما بعد أثر هذا التطور على النمو الاقتصادي، حيث تم استخدام نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للتعبير على النمو الاقتصادي، كما تم استخدام معدل الرسملة البورصية ومؤشر أداء السوق للتعبير عن تطور سوق الأوراق المالية، وتم استخدام أسعار النفط والمعروض النقدي بالمفهوم الواسع نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغيرات مستقلة أخرى "متغيرات ضابطة"، وقد قمنا باستخدام منهجية نموذج الانحدار الذاتي ذات فترة الإبطاء الموزعة "ARDL" من أجل دراسة العلاقة التوازنية بين المتغيرات، وقياس أثر تطور السوق على النمو.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في السعودية، وأثر إيجابي لمؤشر أداء السوق على مؤشر النمو في الأجل القصير، ووجود أثر إيجابي لمؤشر معدل الرسملة البورصية على مؤشر النمو في الأجل الطويل، نتائج هذه الدراسة تؤكد على تطور و عمق سوق الأوراق المالية السعودية، وتعكس تحسن في ممارسة الوظائف الأساسية التي من شأنها تعزيز النمو الاقتصادي، الأمر الذي يدفع القائمين على السوق إلى توفير آليات تسمح بتطويرها وتوسيع دائرة نشاطها.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، نمو إقتصادي، نموذج ARDL ، السعودية.

## Summary

This study aims to address the impact of the development of the stock market on economic growth in Saudi Arabia during the period (1990-2020), by identifying the development of the stock market in Saudi Arabia, with an indication of the most important procedures and reforms for its development and its impact on improving its performance, to study later the effect of this development on the economic growth, where the per capita GDP at constant prices was used to express economic growth, and the stock market capitalization rate and the market performance index were used to express the development of the stock market, and oil prices and money supply were used in the broad sense relative to GDP total as other independent variables "control variables", and we used the methodology of the Autoregressive Distributed Lagging Period "ARDL" model in order to study the equilibrium relationship between the variables, and to measure the impact of market development on the growth.

This study concluded that there is a long-term equilibrium relationship between the stock market and economic growth in Saudi Arabia, and a positive impact of the market performance index on the growth index in the short term, and the presence of a positive impact of the stock market capitalization rate index on the growth index in the long term, the results of this study confirm the development and the depth of the Saudi stock market, and reflects an improvement in the practice of basic functions that would enhance economic growth, which prompts those in charge of the market to provide mechanisms that allow its development and expansion of its circle of activity.

**Keywords:** stock market, economic growth, ARDL model, Saudi Arabia.