

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -

11116/c 7



11 3733

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

العنوان:

**تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في تحقيق التنمية  
الاقتصادية في الدول النامية**

**دراسة قياسية للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2015/2004)**

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومالية دولية

إشراف الأستاذ:

قماش نجيب

إعداد الطالبتين:

- كريد نادية

- مريمش وردة



السنة الجامعية: 2016/2015

# شكر

بسم الله والصلاة والسلام على المصطفى

وخير السلام على أصحابه وآله أجمعين

نشكر الله المعطي المنان الواحد المستعان الذي جعل لنا الصعيب سهلا فأضاء لنا الطريق  
وأمدنا بإرادة العمل والتوفيق فقدمناه متواضعا ميسورا فنحمده سبحانه ولا نعصي عليه  
ثناءا.

وننتقدم بالشكر إلى :

المراحل المضيئة المعقدة في دربنا الدراسي والتي أنارت لنا بساتننا وعقولنا من أول  
مراحل الدراسة إلى يومنا هذا.

ونخص الذكر بجزيل الشكر وفائق الاحترام والتقدير إلى من أثار دروب بحثنا من خلال  
نصائحه وإرشاداته الأستاذ " قماش نجيب "

إلى كل من قدم لنا يد المساعدة من قريب أو من بعيد على إنجاز هذه المذكرة  
إلى كل من يحمل نبض العلم ليضيء به سبيل العلم.

نادية، وردة

الفهرس

	كلمة شكر
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
(أ-ث)	مقدمة عامة
	<b>الجانب النظري</b>
	<b>الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية</b>
06	تمهيد
07	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
07	المطلب الأول: نشأة تعريف الأسواق المالية
10	المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية ووظائفها
12	المطلب الثالث: شروط قيام الأسواق المالية وعوامل نجاح فعاليتها
15	المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية ومؤشراتها
15	المطلب الأول: الأسواق النقدية
20	المطلب الثاني: أسواق رأس المال
32	المطلب الثالث: مؤشرات قياس فعالية الأسواق المالية
35	المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية
35	المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية
37	المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية ومقوماتها
49	المطلب الثالث: مفهوم المعلومات وتحليلها
42	خلاصة
	<b>الفصل الثاني: التنمية الاقتصادية ودور الأسواق المالية في تحقيقها في الاقتصاديات النامية</b>
44	تمهيد
45	المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية
45	المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية
47	المطلب الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية
49	المطلب الثالث: متطلبات التنمية الاقتصادية ومعوقاتها

53	المبحث الثاني: نظريات التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها
53	المطلب الأول: نظريات التنمية الاقتصادية
58	المطلب الثاني: مؤشرات قياس التنمية الاقتصادية
62	المطلب الثالث: تمويل تمويل التنمية الاقتصادية
67	المبحث الثالث: مساهمة الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية
67	المطلب الأول: العلاقة بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية
70	المطلب الثاني: تأثير الأسواق المالية على مؤشرات الاقتصاد الكلي
71	المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية
75	الخلاصة
	الجانب التطبيقي
	الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر السوق المالي السعودي على التنمية الاقتصادية
77	تمهيد
78	المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي السعودي
78	المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي
80	المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالي السعودي
84	المطلب الثالث: متطلبات الإدراج في السوق المالي السعودي وأدواته
88	المبحث الثاني: تطور أداء السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015)
88	المطلب الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة للفترة (2004-2015)
89	المطلب الثاني: تطور مؤشر السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015)
92	المطلب الثالث: تقييم أداء السوق المالي السعودي من خلال مؤشرات أخرى للفترة (2004-2015).
94	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر السوق المالي السعودي على التنمية الاقتصادية
94	المطلب الأول: نموذج الانحدار المتعدد
100	المطلب الثاني: عرض متغيرات الدراسة
104	المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة
110	خلاصة
112	الخاتمة
116	قائمة المراجع
	الملخص

# قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
24	ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولية والسوق الثانوية	01
29	الفرق بين الأسهم والسندات	02
88	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي (2004 - 2015)	03
90	مؤشر شركات قطاع الطاقة والمرافق الخدمية	04
91	تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي (2004-2015)	05
92	تطور أداء السوق المالي السعودي للفترة (2004 - 2015)	06
101	تطور معدلات النمو الاقتصادي في السعودية للفترة (2004-2015)	07
101	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة ( 2004 - 2015)	08
102	تطور معدل دوران السهم في السوق المالي السعودي للفترة(2004-2015)	09
103	تطور القيمة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي	10
105	نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي خلال الفترة (2004-2015)	11
106	نتائج اختبار ستيودنت للنموذج المقدر	12

# قائمة الأشكال



الصفحة	العنوان	الرقم
16	مكونات السوق النقدي	01
23	مكونات أسواق رأس المال	02
101	يوضح تطور معدلات النمو الاقتصادي خلال الفترة (2004-2015)	03
102	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015)	04
103	تطور معدل دوران السهم في السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015)	05
104	تطور القيمة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي	06

مقدمة

يعتبر التمويل من الاحتياجات الأساسية في الحياة اليومية، وهو عصب الحياة لأي مؤسسة اقتصادية باعتبارها المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل المؤسسة، ومن ثم لا بد وأن يتوفر المال في الوقت المناسب وأيضاً بالقدر المناسب ولتلبية هذه الحاجة لا بد من الاستناد أو التوجه نحو النظام المالي .

تتمثل الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تحويل المال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات الأخرى ذات العجز المالي، ويتم هذا التحويل من خلال الأسواق المالية والمؤسسات المالية التي تجمع بين عارضي وطالبي الأموال.

لقد حظيت الأسواق المالية في الوقت الحديث وخاصة في ظل العولمة المعاصرة بمكانة كبيرة، وغدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي فهي مرآة حقيقية تنعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد فوجود سوق المال بما يتضمنه من سوق رأس المال وسوق النقد له أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية لتلبية احتياجات التمويل لتحقيق التنمية الاقتصادية وقد لوحظ في السنوات الأخيرة مدى تزايد اهتمام الدول النامية وإدراكها بأهمية الأسواق المالية إذا أرادت أن تلحق بالدول المتقدمة ومن بين هاته الأسواق نجد سوق المال السعودي والذي يعرف باسم "تداول" تعتبر أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعاً ذلك أنها أكبر الأسواق المالية في العالم العربي من حيث القيمة السوقية، حيث تمثل السوق السعودية وحدها نحو ثلث قيمة رؤوس أموال الأسواق المالية العربية مجتمعة وتعتبر السوق المالية السعودية من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة.

في هذا الصدد فإن إشكالية بحثنا تتلخص في السؤال الرئيسي التالي:

**ما مدى فعالية السوق المالي السعودي في تحقيق التنمية الاقتصادية؟**

للإجابة على جميع جوانب هذه الإشكالية نقوم بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما الدور الذي يلعبه السوق المالي في الاقتصاد السعودي؟
2. ما هو واقع التعاملات في السوق المالي السعودي؟
3. ما مدى مساهمة السوق المالي السعودي في تحقيق التنمية الاقتصادية؟

- فرضيات الدراسة

يتطلب تحليل الإشكالية محل الدراسة اختبار الفرضيات التالية والتي تعتبر كإجابة مبدئية على مختلف

التساؤلات المطروحة فيها:

1. للسوق المالي السعودي دور هام في تمويل الاقتصاد السعودي؛

2. يعتبر السوق المالي السعودي سوق نشط وذلك من خلال التطور في مؤشرات قياس أدائه؛
3. السوق المالي السعودي يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.

#### - أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في كون الأسواق المالية لها دور فعال في عملية التنمية الاقتصادية، إذ أنها تعتبر مصدرا من مصادر التمويل الذي تعتمد عليه الوحدات الاقتصادية في نشاطها وبالتالي تعتبر حتمية اقتصادية على الدول التي تريد أن تنمي اقتصادها.

#### - أهداف الدراسة

تعتبر التنمية الهدف الأساسي لكل من الدول النامية والمتقدمة على حد سواء غير أن هذا الهدف يحتاج إلى قنوات لجلب التمويل وبالتالي فالأسواق المالية تمثل عنصر أساسي يستطيع أن يلعب دورا إيجابيا في التمويل الاقتصادي، وتهدف هذه الدراسة إلى:

- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية للأسواق المالية؛
- معرفة متطلبات كفاءة الأسواق المالية؛
- إبراز الدور الهام الذي تلعبه الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية.

#### - حدود الدراسة

تشمل هذه الدراسة تحليل تأثير السوق المالي السعودي على التنمية الاقتصادية خلال الفترة 2004-2015.

#### - أسباب اختيار الموضوع

- إن دوافع وأسباب اختيار الموضوع تكمن في عدة أمور أبرزها مايلي:
- اعتبار الأسواق المالية أداة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية؛
  - إن هذا الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص وهو نقود ومالية دولية.

#### - منهج الدراسة

قصد الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضيات اعتمدنا على منهجين حتى نتمكن من جعل الدراسة متوافقة مع محاورها المختلفة، حيث يستند بدرجة أولى على المنهج الوصفي و التحليلي بهدف وصف وتحليل مختلف أبعاد الموضوع لكشف كل ما يتعلق بالمفاهيم المرتبطة بالأسواق المالية ومفهوم الكفاءة والتنمية الاقتصادية، وتحليلي بالتطرق إلى شرح وتفسير بعض

الإحصائيات والتطورات التي تمت معالجتها خلال الدراسة، هذا مع الاعتماد على المنهج القياسي لمعرفة مدى تأثير السوق المالي السعودي على تحقيق التنمية الاقتصادية.

#### - صعوبات الدراسة

من الصعوبات التي واجهتنا أثناء إعداد الدراسة هي تلك الصعوبات التي تواجه أي باحث في مجال الاقتصاد القياسي عند محاولته الربط بين التحليلات النظرية حول ظاهرة معينة من جهة وإسقاط ذلك قياسياً بواسطة الأدوات الإحصائية والرياضية المتاحة لديه من جهة أخرى، وهي المعطيات واختلافها بين الجهات الرسمية الصادرة عنها، رغم تماثل طرق القياس وهو ما أوقعنا في حالة من الارتباك في اختيار أيهما الأصح.

#### - الدراسات السابقة

تم إجراء مجموعة من الدراسات والأبحاث العلمية والأكاديمية لمتغيرات الموضوع خاصة من جوانبها النظرية وسنعرض أبرز الدراسات التي لها علاقة بموضوع هذا البحث وهي كما يلي:

➤ **وليد أحمد صافي:** الأسواق المالية والعربية، الواقع والآفاق، وهي عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، سنة 2003، حيث صيغت إشكالية هذه الدراسة كما يلي: هل يمكن الوصول إلى تكامل مالي بين الدول العربية؟ وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن تكامل الأسواق المالية العربية تواجه عدة عوائق حالت دون تحقيقه، ارتبطت بعضها بواقع الاقتصاديات العربية والأخرى ارتبطت بالأسواق المالية نفسها.

➤ **بوكساني الرشيد:** معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، وهي عبارة عن أطروحة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، سنة 2005-2006، حيث صيغت إشكالية الدراسة كما يلي: ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وماهي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وماهي سبل تطويرها قصد ترابطها؟ وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها أن عدم توفر الأطر التشريعية والتنظيمية الكلية أو الجزئية بما يتناسب مع التشريعات والتنظيمات لأسواق الأوراق المالية الفعالة يعتبر بمثابة عقبة أساسية في وجه تطوير هذه الأسواق، كما تعتبر هذه التشريعات والتنظيمات لأسواق الأوراق المالية حجر الزاوية لبناء وفعالية السوق، بالإضافة إلى توفير مناخ استثماري الذي يعتبر المقوم الرئيسي، ولا يخفى ما لهذه الأطر من أهمية في توفير الحماية اللازمة كحقوق المتعاملين وعلى تسهيل وسرعة المعاملات، ومع اشتراط أن تتميز هذه الأطر بالمرونة الكافية للتكيف مع المتغيرات المستجدة واستيعابها من خلال ضوابط تشريعية

وتنظيمية قادرة على دفع حركة السوق باستمرار، كما أن بعضها الآخر لا يزال في مرحلة الإنشاء، مما يستلزم انقضاء فترة زمنية مناسبة للإنشاء أولاً، وفترة زمنية أخرى للتنظيم وفترة ثالثة لكي يأخذ التنظيم فرصته في التطبيق والاستقرار.

#### - محتويات الدراسة

لغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة في البحث والأسئلة المتفرعة عنها ارتأينا تقسيم العمل بالكيفية التالية:

#### ➤ الجانب النظري: ينقسم إلى قسمين:

الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري للأسواق المالية وينقسم إلى ثلاثة مباحث، نتناول في المبحث الأول ماهية الأسواق المالية، ونبين في المبحث الثاني أقسام السوق المالية ومؤشراتها، كما نتطرق في المبحث الثالث إلى كفاءة الأسواق المالية.

أما الفصل الثاني تحت عنوان: التنمية الاقتصادية ودور الأسواق المالية في تحقيقها في الاقتصاديات النامية، وينقسم إلى ثلاثة مباحث نتناول في المبحث الأول ماهية التنمية الاقتصادية، أما المبحث الثاني فنبرز من خلاله نظريات التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها، والمبحث الثالث نبين من خلاله مساهمة الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية.

#### ➤ الجانب التطبيقي: انحصر الجانب التطبيقي في الفصل الثالث الذي جاء تحت عنوان: دراسة قياسية

لأثر الأسواق المالية على التنمية الاقتصادية في السعودية، وينقسم إلى ثلاثة مباحث، في المبحث الأول نتطرق إلى الإطار النظري للسوق المالي السعودي، أما المبحث الثاني فنبرز من خلاله أداء السوق المالي السعودي، والمبحث الثالث سنخصصه للدراسة القياسية لأثر السوق المالية على التنمية الاقتصادية في السعودية.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المبحث الثاني: أقسام السوق المالية ومؤشراتها

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية

**تمهيد:**

تعمل الأسواق المالية على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ أنها تمثل آلية لتحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية والتي تمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية.

تعمل الأسواق المالية من خلال وظيفتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية باستغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة إلى استخدامات إنتاجية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية، ومن ثم زيادة فرص العمالة وزيادة الدخل القومي، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية.

يتناول هذا الفصل الإطار النظري للأسواق المالية حيث سنتطرق إلى:

- المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية؛
- المبحث الثاني: أقسام السوق المالية ومؤشراتها؛
- المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية



## المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تقوم به من أنشطة، لذلك سنتناول في هذا المبحث عموميات حول الأسواق المالية في ثلاث مطالب، الأول نشأة ومفهوم الأسواق المالية والمطلب الثاني أهمية الأسواق المالية وشروط قيامها، أما المطلب الثالث فسنتناول فيه وظائف الأسواق المالية.

### المطلب الأول: نشأة وتعريف الأسواق المالية

ارتبطت نشأة الأسواق المالية بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها، ويوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تنتج عملية التبادل بين البائعين والمشتريين.

#### أولا: نشأة الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق وعلى حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية.

كانت الأسواق في القدم تقتصر على بيع وشراء سلع حقيقية، وأن وسائل وأساليب التعامل بها كانت تتم بطرق بدائية وبسيطة كالمقايضة، وبعد اكتشاف الأوراق النقدية استبدلت طريقة المقايضة بتبادل السلع بالنقود، وبعد أن تطورت وسائل الاتصال الحديث أصبح بإمكان البائع والمشتري أن يبيع ويشترى عبر وسائل الاتصال المختلفة، ومن هنا يتبين أن مفهوم السوق ومفهوم ما يتم التبادل في هذا السوق قد تغير فهذا الأخير أصبح لا يشكل شرطا أساسيا لعمليات البيع أو الشراء<sup>(1)</sup>. وإن كان المكان يعتبر مكملا أو شرطا يزيد من كفاءته وفاعليته.

أصبحت الأسواق التجارية في وقتنا الحاضر أسواق متخصصة، بعضها متخصصا ببيع وشراء الأوراق المالية ويطلق عليه السوق المالي، على الرغم من أن الأسواق المالية تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق

(1) جمال جويدان الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص16.

الأخرى، إلا أنها قد تطورت في الآونة الأخيرة بشكل كبير سواء من حيث التنظيم أو من حيث الإمكانيات والتسجيلات المتاحة للمتعاملين فيها، ويرجع ذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي يتم تبادلها في الأسواق.

وقد تزايد الدور الاقتصادي للأسواق المالية حيث أصبح يطلق عليها (البورصات) وبدرجة كبيرة أصبحت منتشرة في جميع أنحاء العالم<sup>(1)</sup>.

تقسم مراحل إنشاء السوق المالي إلى<sup>(2)</sup>:

- المرحلة الأولى: وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية ... الخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية، وكبير حجم هذه المشروعات التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، والتي أصبح الفرد يعجز عن تمويلها مما اضطر اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

- المرحلة الثانية: بدأت هذه المرحلة بظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية، في هذه المرحلة أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي، وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقا للقواعد وأوامر البنك المركزي، لذا أصبحت القروض التي تقدمها محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

- المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل، وأصبحت تقوم بعمليات إصدار السندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال وتمويل المشاريع المختلفة ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة.

- المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية والتجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

- المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية، وذلك لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية، وأصبحت الأسواق المالية تهتم بشراء وبيع الأوراق المالية طويلة الأجل.

(1) المرجع السابق، ص: 17.

(2) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص ص 10-11.

## ثانياً: تعريف الأسواق المالية

يعرف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الائتمان السائد في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه، أي أن السوق المالي يجمع عامل الطلب والعرض والوسيلة المناسبة التي يتحدد من خلالها سعر الورقة المالية<sup>(1)</sup>.

في الأسواق المالية يتم بيع وشراء الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية، كذلك يمكن اقتراض الأوراق المالية وإقراضها<sup>(2)</sup>.

لا تختلف الأسواق المالية عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث كونها موقع لانتقاء قيادي الطلب والعرض، فضلاً عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف السوق، إلا أن ما يميز الأسواق المالية هي طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل وهي تتضمن عرض وطلب لرؤوس الأموال وما يتيح ذلك من طبيعة خاصة للأطراف المؤثرة في مستويات التوازن<sup>(3)</sup>.

ويعرف أيضاً على أنه أداة عامة لتوفير وتقديم الأنشطة المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية، والتي تتلخص وظائفها الأساسية في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة<sup>(4)</sup>.

وقد عرّف أيضاً بأنه ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال، لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعّالة<sup>(5)</sup>.

يوجد سوق مالي أينما توجد الوسيلة التي تتيح لعملية التبادل، أن تتم فيه بين البائعين والمشتريين

(1) محمد مطر، إدارة الاستثمارات، طبعة 4، دار وائل للنشر، عمان، 2009، ص: 164.

(2) بريان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 07.

(3) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص: 19.

(4) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، السوق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 213.

(5) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية " تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان،

2004، ص: 110.

وبغض النظر عن كونها قد تمت من خلال لقاء مباشر بينهما أو بطريقة غير مباشرة<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: أهمية الأسواق المالية ووظائفها

للسوق المالي أهمية بالغة في النظام المالي والتي تقوم بتوفير التمويل وبالتالي تحقيق استثمار أفضل للموارد المالية.

#### أولاً: أهمية الأسواق المالية.

تكمن أهمية الأسواق المالية فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- نشر سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث أن مجرد عرض الأدوات الاستثمارية القابلة للتداول في الأسواق المعنية يساهم مباشرة في تحويل المدخرين إلى مستثمرين، وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها؛
- تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين وذلك عندما تمارس الأسواق المالية دوراً فاعلاً في رفع عوائد المدخرات، التي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم والسندات، وهنا كلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملائمة فإن الدور التحفيزي لهذه الأسواق بالنسبة للمدخرات يكون أكبر، وخاصة عندما يكتشف المدخرون بأن العوائد المتحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتيادي في الأجهزة المصرفية؛
- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل، كما ويلاحظ أيضاً وجود أسواق العملات الأجنبية التي يمكن لها أن تستكمل جانباً هاماً من الأسواق المالية، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار، فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير مهام الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها في تشغيل عملياتها الجارية؛
- يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبراتها، تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة؛

(1) محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 51.

(2) هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 84-86.

- ضمان التوازن من خلال الحفاظ على النمو المستقر لجانب هام من فوائد الأدوات الاستثمارية، والذي يمكن تحقيقه من خلال عمليات التحوط التي تمارسها إدارات الأسواق المالية، خاصة عندما توجه حركات المضاربة والحد من المبالغة في حركات الأسعار؛

- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد؛

- إن إلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمنان إلى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية.

### ثانيا: أهداف الأسواق المالية

تهدف الأسواق المالية إلى تحقيق الأهداف التالية<sup>(1)</sup>:

أ- تشجيع الادخار: تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم على مستوى مخاطر ملائم.

ب- المحافظة على الثروة وتنميتها: تعتبر الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيمة أو القوة الشرائية حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل، قيم بيعها، لاسيما وأن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمرور الزمن، بل إنها على العكس تولد أرباحا إلا في حالة الأزمات المالية فإن قيمتها ستتناقص.

ج- تسهيل الحصول على السيولة: إن الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

د- تسهيل الحصول على الائتمان: والمقصود به اقتراض النقود مقابل وعد الوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه كمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

و- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار: يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأحد الأساليب التالية:

- التأمين: توضع ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل السرقات وتأمين السيارات... الخ.

(1) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص 9-11.

- **التنويع:** أي تنويع مجالات وأوجه الاستثمار وهو أمر واضح، ومعناه أن لا يستثمر المستثمر أمواله في مجال واحد أو شركة واحدة وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنويع.
- **التحوط:** أي الدخول في العقود المستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل، فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن ويغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

ي- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية: وذلك عن طريق البنك المركزي، حيث يستعمل أسلوب عمليات السوق المفتوحة، والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يسحب جزءا من الكتلة النقدية من بين أيدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات الخزينة)، وبيعه بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية، وإذا أراد مكافحة الركود فيقوم بشراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى .

### المطلب الثالث: شروط قيام الأسواق المالية وعوامل نجاح فعاليتها

تبنى الأسواق المالية على مجموعة من الشروط تؤدي إلى قيامها ولنجاح فعالية هذه الأسواق يجب توفر مجموعة من العوامل.

#### أولاً: شروط قيام الأسواق المالية:

لكي تقوم الأسواق المالية يجب توفر مجموعة من الشروط تتمثل فيما يلي<sup>(1)</sup>:

أ- زيادة عدد المؤسسات المالية الموجودة في الدولة: تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد وتقوم المؤسسات بعمليات الإقراض إلى الأفراد والمستثمرين من أجل إنشاء شركات ومشاريع منتجة، وتعتبر هذه الشركات وهذه المشاريع جزءا هاما من عملية التنمية الاقتصادية والتي لا يمكن الاستغناء عنها في أي نظام اقتصادي، لذا فإن تشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص، والتي تتحول في النهاية إلى عمليات استثمارية منتجة، والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية في داخل الدولة.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 13، 14.

ب- تحويل المدخرات إلى استثمارات: يعتبر السوق المالي من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تحويل المدخرات المجمعة إلى استثمارات، حيث يعد السوق بمثابة سوق لاستثمار أموال الأفراد والمؤسسات والبنوك في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأسمال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية أو قروض تتمثل في السندات.

ج- ضرورة الاهتمام بالتنسيق بين الأنظمة والقوانين المالية المعمول بها في الدولة: ويرجع ذلك لتشجيع انتقال الأموال بين دولة وأخرى، مما يشجع ذلك على إقامة مشاريع مشتركة مساهمة يتم الاكتتاب بها، ومن أهم النظم والقوانين التي تتطلب تنسيق أسعار صرف العملات والنظم والقوانين الضريبية.

د- الاهتمام بوسائل الإعلام: إن تكوين الشركات أو طرح السندات لابد أن يصاحبه إعلان مناسب حتى يحظى كل مستثمر وكل مدخر بالفرصة التي قد يحتاجها لتوظيف أمواله، وللمحافظة على مصلحة صغار المدخرين فإنه لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى تكون لها صيغة جدية.

هـ- وجود حد أدنى للاستقرار السياسي داخل الدولة: تعتبر هذه النقطة من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال المحلية وتحويلها من الادخارات الخاصة إلى استثمارات متوسطة وطويلة الأجل، كما أنه يعتبر عاملاً مهماً لجذب رؤوس الأموال الأجنبية، وكذلك توفر التسهيلات للمستثمرين الأجانب وتحويل صافي أرباحهم إلى الخارج، وتحويل رأس مال المستثمر الأجنبي أيضاً عند نهاية الاستثمار إلى بلده.

### ثانياً: عوامل نجاح فعالية الأسواق المالية

لنجاح فعالية الأسواق المالية يجب توفر الشروط التالية<sup>(1)</sup>:

- توفير مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي؛
- توفر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي؛
- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة؛
- توافر التقنية المناسبة لربط الأسواق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة؛
- توافر الإفصاح عن المعلومات المالية وذلك بنشر الأسعار اليومية، كما تلتزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها، حتى يكون المستثمر على يقين من نشاط الشركة وتطورها؛

(1) المرجع السابق، ص ص 15، 16.

- توافر أوراق مالية سليمة قابلة للتداول وأن المعاملات بالسوق لا يشوبها غش أو نصب أو مضاربات وهمية، وأن يتم إتمام هذه الصفقات بسرعة ودقة وأن تتمتع بالمرونة الكافية لانتقال ملكية الأوراق المالية؛
- أن يتمتع السوق بالمنافسة الكاملة؛
- توفر المرافق العامة كالمواصلات والاتصالات والموقع الجغرافي الجيد للأسواق المالية؛
- وجود نظام ضريبي مقبول وقوانين لتشجيع الاستثمار لتمكين حصول المستثمرين على عائد معقول من استثماراتهم، وذلك عن طريق أسعار الفائدة أو الإعفاء الضريبي؛
- زيادة الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد؛
- رفض القيود على التداول أو الرقابة على الصرف.



## المبحث الثاني: أقسام الأسواق المالية ومؤشراتها

تتنوع الأسواق المالية بتنوع الأسس المستخدمة في تبويبها وتقسيمها، يقسم السوق المالي إلى سوق النقد للأموال قصيرة الأجل وسوق رأس المال للأموال طويلة الأجل، وهذا الأخير يقسم حسب طبيعة الإصدارات إلى سوق أولية عندما يكون الإصدار لأول مرة، وكلما يطرأ على هذه الإصدارات من تداول فإن السوق الثانوية تتولى مهمة مرونة تسيير تلك الإصدارات، وهذا ما سنتطرق إليه في المطلب الأول والثاني أما المطلب الثالث فسننتظر فيه إلى مؤشرات قياس فعالية الأسواق المالية.

### المطلب الأول: الأسواق النقدية

تمثل السوق النقدية مجال إصدار وتداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول قصيرة الأجل.

### أولاً: تعريف الأسواق النقدية

هي الأسواق التي يتم التعامل فيها بالأدوات قصيرة الأجل، حيث تمثل هذه الأدوات أوراق دين أو صكوك مديونية، مدون عليها بأن لحاملها أو لحائزها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق أن اقترضه لطرف آخر، هذه الأدوات تكون قابلة للتداول وأن تواريخ استحقاقها لا تزيد عن سنة<sup>(1)</sup>.

يعتبر السوق النقدي بمثابة آلية يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول لرؤوس الأموال القصيرة الأجل لفترة تقل عن سنة. ففي هذا السوق يتقابل عرض الأموال القابلة للإقراض قصيرة الأجل مع الطلب عليها<sup>(2)</sup>.

### ثانياً: مكونات الأسواق النقدية

يمكن أن تقسم الأسواق النقدية بدورها إلى<sup>(3)</sup>:

أ- السوق الأولية: وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة وبأسعار فائدة، تتعدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.

(1) عبد النافع الزرري، غازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 36.

(2) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص 119.

(3) المرجع نفسه، ص ص 93، 94.

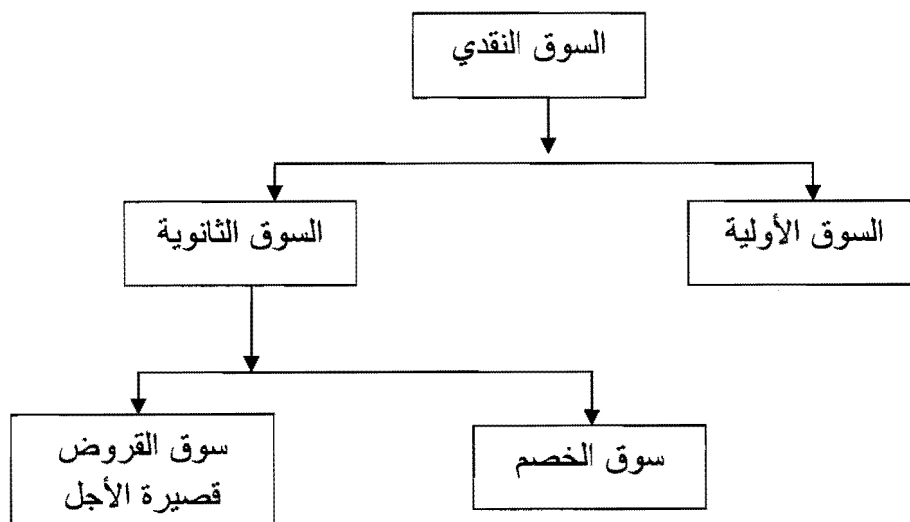
ب- السوق الثانوية: وهي التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل وبأسعار تتحدر حسب قانون العرض والطلب، ويتكون سوق النقد الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما: سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.

• سوق الخصم: هو السوق الذي يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل ومن أهمها: الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات والسندات الإذنية، القبولات المصرفية وأذونات الخزنة)، وهذه الأدوات وغيرها سيتم تناولها بالتفصيل لاحقاً.

• سوق القروض قصيرة الأجل: وتشمل هذه القروض جميع أنواع القروض التي تعقد لأجل قصير تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون قوامها الأساسي من المشروعات والأفراد من ناحية، والمصارف التجارية وبعض مؤسسات الاقتراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى.

وفيما يلي مخطط يوضح مختلف مكونات الأسواق النقدية:

الشكل رقم (01): مكونات السوق النقدي



المصدر: السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص 94.

### ثالثاً: أدوات الأسواق النقدية

تتوافر في سوق النقد مجموعة من الأدوات المالية التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها بخاصية القابلية للتسويق العالية، والمخاطرة تكون منخفضة وبأجل استحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة والأنواع المتاحة في سوق النقد وهي:

أ- **أذونات الخزنة:** وهي سندات دين تصدرها الحكومة لأجل تتراوح بين ثلاثة أشهر وسنة، وتقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق المصرف المركزي ويتقدم لخصمها جميع المتعاملين في سوق النقد، ويتم تداولها عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم، وقيمة هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها حين تدفع قيمتها الاسمية كاملة عند الاستحقاق.

وتكون هذه الأذونات صالحة أيضا لإعادة الخصم لدى المصرف المركزي في كل وقت، وعادة ما يتم إصدارها كل شهر بحيث يتم بالإصدارات الجديدة تعويض الإصدارات التي حلّ أجل استحقاقها<sup>(1)</sup>.

ب- **الكمبيالات:** وهي عبارة عن تسهيل ائتماني تستمد قوتها وقبولها من توقيعات الأفراد عليها، وهي بهذا الشكل وسيلة من وسائل الائتمان يتولى البنك التجاري تقديم خدمات متعددة لأصحابها، كأن يقوم بتحصيلها نيابة عنهم أو أن يخصصها لدين عن طريق شراء حقوق المستفيدين في هذه الأوراق مقابل عمولة معينة<sup>(2)</sup>.

ج- **الأوراق التجارية:** تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي تتراوح فترات استيفائها ما بين يوم واحد وتسعة أشهر، تكون هذه الأداة قابلة للتداول في الأسواق المالية مقابل عوائد معينة والتي هي عادة منخفضة مقارنة بأسعار الفائدة على القروض البنكية<sup>(3)</sup>.

د- **قرض فائض الاحتياطي الإلزامي:** يشير مصطلح فائض الاحتياطي إلى ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي التي تتجاوز نسبته الاحتياطي الإلزامي، ويمكن إقراض هذا الفائض لبنوك أخرى تعاني من عجز في الاحتياطي الإلزامي ويكون الإقراض لمدة يوم واحد، ويتم إدارة هذه العملية من قبل البنك المركزي الذي يلعب دور الوسيط وتلزم البنك المقترض بسداد قيمة القرض إضافة إلى الفوائد التي تتحدد وفقا للعرض والطلب<sup>(4)</sup>.

هـ- **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** وهي عبارة عن وثيقة تصدرها المصارف تثبت حق العميل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و 18 شهر ويسعر فائدة محدد أو عائم (حسب معدل أسعار الفائدة السائدة في السوق)، يمنح لحاملها هذه الأنواع من الشهادات الصادرة عن البنك.

(1) محمود يونس، كمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الناشر قسم الاقتصاد، الإسكندرية، 2005، ص 86.

(2) خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية " الطرق المحاسبية الحديثة"، طبعة 2، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2000، ص 155.

(3) عبد النافع الزرري، غازي فرج، مرجع سبق ذكره، ص 39.

(4) المرجع نفسه، ص 37.

تتميز هذه الأداة بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطر وارتفاع معدل العائد مقارنة بحسابات التوفير<sup>(1)</sup>.

و- اتفاقية إعادة الشراء: وهي اتفاقية تعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد وأسبوعين، وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من إحدى المصارف لفترة قصيرة جداً، على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الاذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة<sup>(2)</sup>.

ن- اليورو دولار: مصطلح اليورو دولار يعني ودائع الدولار في بنوك خارج الو. م أ وخاصة البنوك الأوروبية، وقد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفوائد على القروض التي تمنحها البنوك الأوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى إقبال الشركات المتعددة الجنسيات على الدولار، بسبب امتداد نشاطاتها إلى أوروبا وآسيا والشرق الأوسط ومناطق أخرى، بالإضافة إلى طلب الحكومات على الدولار وطلب البنوك الأمريكية الأم لمواجهة احتياجاتها من أجل تغطية الاحتياطي الإلزامي لدى البنك المركزي الأمريكي أو لأغراض السيولة<sup>(3)</sup>.

ي- القبولات المصرفية: هي إحدى أدوات سوق النقد وتعد من أدوات الدين تصدرها البنوك التجارية

وتستخدم غالباً في التعاملات التجارية الخارجية، والحالة الأكثر استخداماً في هذه التعاملات هي الاعتمادات المستندية، وهنا يطلب فتح اعتماد لدى البنك المتعامل معه، واستناداً على اتفاق سابقاً ما بين التاجر المصدر ومستورد البضاعة ويقوم البنك المستورد بفتح الاعتماد المستندي وبعد تسديد كافة ما يترتب على المستورد بخصوص هذا الاعتماد يتم تظهير المستندات من قبل البنك لصالح المستورد أي التوقيع على ظهرها وختمها<sup>(4)</sup>.

(1) دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 172.

(2) هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 143.

(3) عبد النافع الزرري، غازي فرج، مرجع سبق ذكره، ص 40.

(4) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص 283، 284.

## رابعاً: المؤسسات المالية العاملة في السوق النقدية

يتمثل المشاركون في سوق النقد من مقرضي ومقرضي الأموال، وفيما يلي عرض موجز لأهم المؤسسات العاملة في سوق النقد.

أ- البنوك التجارية: تعد البنوك من الوحدات الاقتصادية المهمة وتشكل ركيزة أساسية لأي نظام مالي وتعتبر أيضاً من أهم الجهات التي تقوم بدور مهم في عمل السوق النقدية، إذ تعد أهم مؤسسات انتقال الأموال بين وحدات الفائض ووحدات العجز في اقتصاد البلد التي تتم في هذه السوق. كما أن البنوك تعد إحدى أدوات الاستثمار لبعض المستثمرين من خلال حصولهم على الفوائد، نتيجة لإيداع أموالهم في هذه البنوك بودائع ثابتة أو ودائع توفير<sup>(1)</sup>.

ب- البنك المركزي: تعمل البنوك المركزية على إدارة السياسة النقدية في البلد، وذلك بتحكمها في كمية النقود في الاقتصاد، فهي صاحبة الحق في إصدار النقود اللازمة للسوق النقدي، وتعمل على توجيه الائتمان الممنوح من قبل البنوك التجارية كما ونوعاً، أي التأثير على حجم التسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك والتحكم في أسعار الفوائد، وعليه فالبنوك المركزية تعمل بشكل مباشر وغير مباشر في السوق النقدي من خلال إدارتها للسياسة النقدية للبلد<sup>(2)</sup>.

ج- مؤسسات الأعمال غير المصرفية: والتي تتمثل وظيفتها الرئيسية في تجميع المدخرات من أجل استثمارها بدون القيام بنشاط ائتماني، أي أن الادخارات يتم استثمارها من قبل هذه المؤسسات ولا يتم استخدامها في منح القروض، وإنما تستخدم لأغراض الاستثمار في نشاطات هذه المؤسسة، ولذلك فإنها بسبب ذلك لا تخلق نقوداً أو ائتماناً أو ودائعاً كما هو عليه الحال في المصارف التجارية، ومثال هذه المؤسسات شركات التأمين، وصناديق التوفير، ومؤسسات التقاعد وغيرها التي تؤدي دوراً مهماً في السوق النقدية في حالات ليست بالقليلة ومن قبل العديد من هذه المؤسسات<sup>(3)</sup>.

د- وزارة المالية (الخزينة العامة): تشارك وزارة المالية في عمليات السوق النقدي بطرق مختلفة، عن طريق إصدار أدوات الخزينة، والتي يتم تسويقها بواسطة البنك المركزي فهي تخلق أداة استثمارية رئيسية من

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 31.

(2) شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص 30.

(3) فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 109.

أدوات السوق النقدي، حيث أن الاستثمار في أدوات الخزينة من قبل المشاركين في السوق النقدي كالبنوك التجارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين وغيرها من المؤسسات، يوفر لها سيولة عالية ومردود جيد<sup>(1)</sup>.

هـ- شركات التمويل: وتقوم هذه الشركات بمهمة تمويل عمليات بيع السلع وبالذات السلع الاستهلاكية المعمّرة، ويتم ذلك عن طريق خصم كمبيالات البيع بالتقسيط التي يسحبها موزعو هذه السلع على المتعاملين معهم، ويتم الاعتماد في حصول شركات التمويل على الموارد التمويلية أساسيا على مواردها الذاتية، إضافة إلى القروض التي تحصل عليها هذه الشركات من البنوك التجارية<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثاني: أسواق رأس المال

إن أسواق رأس المال يجري التعامل فيها بالأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

### أولاً: تعريف أسواق رأس المال

هي الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، فهي الأسواق التي توفر مصادر الأموال اللازمة لتمويل الموجودات الثابتة<sup>(3)</sup>.

ويعرّف كذلك بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل، والتي تنفذ إمّا في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل<sup>(4)</sup>.

سوق رأس المال يتم فيه تداول الاستثمار طويل الأجل مثل: الأسهم، الخيارات والسندات المتوسطة والطويلة الأجل، التي قد يمتد أجلها إلى أكثر من 20 عاملاً<sup>(5)</sup>.

### ثانياً: مكونات أسواق رأس المال

تنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق مستقبلية وأسواق فورية وهي كالتالي:

(1) شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 30.

(2) فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص ص 109، 110.

(3) شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 39.

(4) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 73.

(5) طاهر جردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 31.

أ- **الأسواق المستقبلية:** وهي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل كأن تشتري أوراق مالية وتتعاقد عليها الآن، ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية تطول إلى عدة شهور، والهدف من هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلا، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شرائها خلال ذلك فيتعاقد على شرائها الآن وبسعر يتفق عليه الآن، ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضا ستم عند التسليم<sup>(1)</sup>.

ب- **الأسواق الفورية:** وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها بحيث يتم تنفيذ الصفقة أي تسليم الأدوات المالية المشتراة (الأسهم والسندات، أو العملات الأجنبية ... الخ) فورا، وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة<sup>(2)</sup>.

كما تعرف أيضا أنها الأسواق التي تتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتم تسليم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة أو السوق النقدية بأن يسدد فورا ثمن الأسهم المشتراة، أو أن يتخلى عن الأسهم التي في حوزته فور عقد الصفقة وإسلامه ثمنها<sup>(3)</sup>.

وتنقسم الأسواق الفورية بدورها إلى الأسواق الأولية والأسواق الثانوية:

- **الأسواق الأولية:** هي جزء من السوق المالية أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، التي تطرح لأول مرة للتداول بهذا تعرف بسوق الإصدارات، ولمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة تنتقل للسوق الثانوية. تكون العملية في هذه السوق على نوعين: مباشرة وغير مباشرة، فالمباشرة تتم عندما تبيع الشركة المصدرة الأسهم والسندات والأوراق المالية المصدرة للجمهور مباشرة، أما العمليات غير المباشرة فتتم ببيع تلك الأسهم والسندات إلى وسيط معين عادة ما يكون مؤسسة مالية مختصة<sup>(4)</sup>.

- **الأسواق الثانوية:** هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي تتم فيه تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها، لهذا تعرف هذه السوق بسوق الإصدارات القديمة، وعليه فإن

(1) زياد رمضان، مروان الشموط، مرجع سبق ذكره، ص 19.

(2) المرجع نفسه، ص 18.

(3) صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم النشر، دون بلد النشر، 2003، ص 15.

(4) محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومه، الجزائر، 2002، ص 55.

السوق الثانوية هي مكان لقاء الباعة والمشتريين لأوراق مالية سبق بيعها في السوق الأولية<sup>(1)</sup>. وتصنف السوق الثانوية طبقاً لصيغة تنظيمها إلى:

- ❖ **السوق المنظمة:** وتتميز هذه السوق بوجود مكان جغرافي مادي ملموس، تتوفر فيه الوسائل اللازمة لالتقاء وكلاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية مع بعضهم ويتم التعامل عادة عن طريق بيع المزايمة ويطلق عليه بسوق البورصة، ويقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية للشركات المسجلة في هذا السوق فقط، ويجري تداول الأوراق المالية بواسطة شركات مرخصة، وهناك قوانين وأنظمة من أجل تنظيم عملية التداول، وشروط وتعليمات المتعاملين في هذا السوق<sup>(2)</sup>.
- ❖ **السوق غير المنظمة:** يطلق على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية التي تتم خارج البورصة بالأسواق غير النظامية أو الأسواق الموازية، وفي مثل هذه التعاملات لا يشترط وجود مكان جغرافي لإجراء هذه العمليات، وغالباً ما يعوض عن هذا المكان المادي بشبكة واسعة من الاتصالات بين السماسرة والتجار والمشتريين والمستثمرين في المناطق المختلفة تعقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية عبر وسائل الاتصالات، ويتم الاتفاق بين أطراف المعاملات من خلال هذه الوسائل، أي لا يجرى عمليات تبادل الأوراق المالية عن طريق المزايمة كما هو الحال في الأسواق المنظمة، وعادة تكون الأوراق المالية التي يتم التعامل فيها في الأسواق غير النظامية هي الأوراق المالية غير المسجلة في أسواق البورصة<sup>(3)</sup>.

وهذه الأسواق بدورها تنقسم إلى:

- **السوق الثالث:** ويتمثل في بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة<sup>(4)</sup>.

(1) المرجع السابق، ص 59.

(2) عبد الله الطاهر، موفق علي جليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، طبعة 2، مركز يزيد للنشر، دون بلد النشر، 2006، ص 374.

(3) المرجع نفسه، ص 376.

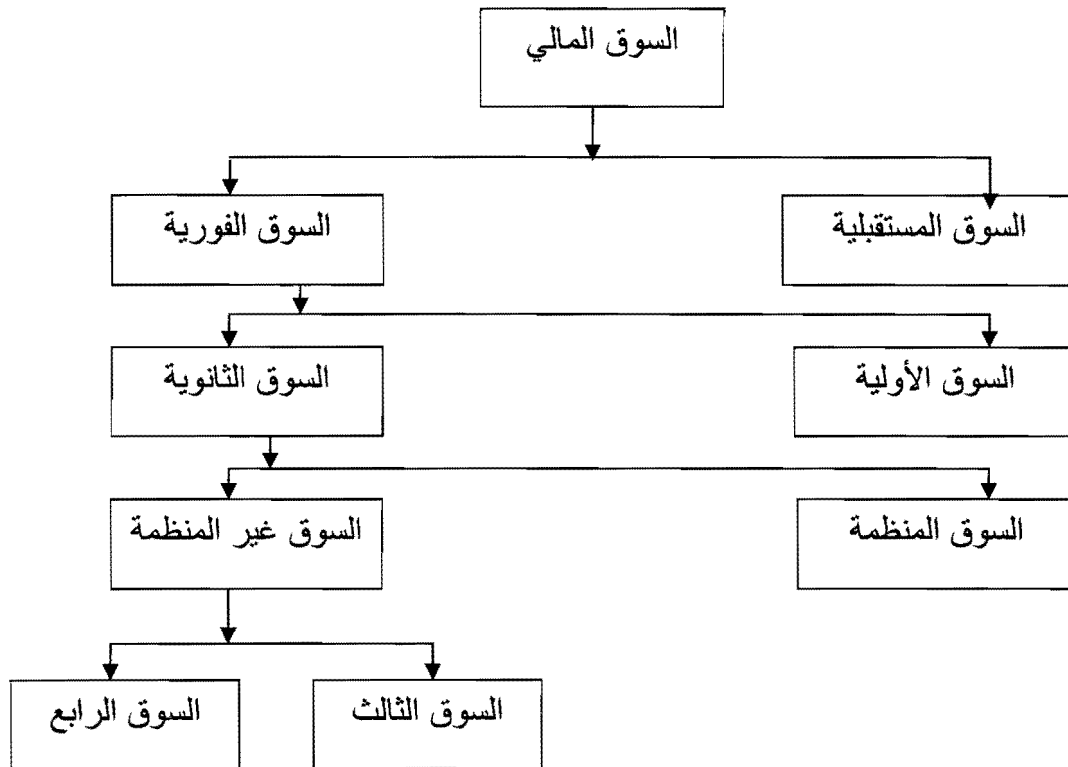
(4) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص ص 68، 69.



➤ **السوق الرابع:** حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية، بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها بأن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيها من خلال شبكة اتصال<sup>(1)</sup>.

وفيما يلي مخطط توضيحي لمختلف مكونات رأس المال:

الشكل رقم (02): مكونات أسواق رأس المال



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على عبد الله الطاهر وموفق علي خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، الطبعة 2، مركز يزيد للنشر، دون بلد النشر، 2006، ص 374-376.

وفيما يلي جدول يبين أهم الفروق التي استخلصت من دراسة تقسيمات سوق رأس المال.

الجدول رقم (01): ملخص لأهم الفروق بين السوق الأولية والسوق الثانوية

معايير التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
الوظيفة الأساسية	إصدار القيم المتداولة	تبادل القيم المتبادلة

<sup>(1)</sup> المرجع السابق، ص 69.

المتعاملون	المؤسسات، الدولة، الجمهور، المؤسسات المالية المختصة	المؤسسات المالية المختصة والجمهور
الأهمية بالنسبة للمستثمر	توظيف الادخار	توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة الموجودة في المحفظة المالية
المؤسسات المختصة في جمع الأموال	الخزينة العمومية، البنوك، صناديق الادخار، البريد ...	البنوك والمؤسسات المالية المختصة والوسطاء

المصدر: محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العملات المالية، دار هوم، الجزائر، 2002، ص 63.

### ثالثا: أدوات أسواق رأس المال

تتوفر في سوق رأس المال مجموعة من الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية، والتي تتميز بكونها طويلة ومتوسطة الأجل عكس أدوات السوق النقدية التي لا تتعدى مدتها عن السنة.

#### أ- الأسهم:

- تعريف الأسهم: للأسهم تعاريف نذكر منها:

\* السهم عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها في جزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحصل على كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة (1).

\* كما يعرف أيضا بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب ما يملكه من

أسهم وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم (2).

#### - أنواع الأسهم:

(1) السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 147.

(2) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 11.

- الأسهم العادية: وتمثل أداة الملكية في الشركة المساهمة العامة وهي عبارة عن "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث يمثل مشاركة في رأس المال في إحدى الشركات ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة الذي ساهم في رأس مالها، والذي يتكون من مجموع الحصص سواء أكانت حصة نقدية أو حصة عينية<sup>(1)</sup>.

تنقسم الأسهم العادية إلى الأنواع التالية:

- تقسيم الأسهم حسب الشكل: تقسم الأسهم حسب الشكل إلى<sup>(2)</sup>:

- الأسهم الاسمية: تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.
- الأسهم لحاملها: لا يذكر فيها اسم المساهم وإنما يذكر أنه لحامله، ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى أخرى.
- الأسهم الذاتية: تصدر لإن شخص معين أول مرة، ويتم تداولها بالتظهير ويشترط هذا النوع من الأسهم أن تكون قيمتها الاسمية قد دفعت بالكامل.

- تقسيم الأسهم حسب الحصة المدفوعة: وتنقسم إلى<sup>(3)</sup>:

- أسهم عينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات... الخ.
- أسهم نقدية: وهي أسهم يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.
- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي يدفع بعض قيمتها عينا والباقي نقدا.

وتوجد أنواع للأسهم العادية نذكر<sup>(4)</sup>:

(1) مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993، ص169.

(2) ضياء مجيد، البورصات "أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص ص 38، 39.

(3) فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "الأسس النظرية والعملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص82.

(4) المرجع السابق، ص 82.

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: أي تربط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين.
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: أي خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
- الأسهم العادية المضمونة: أي تعطي الحق لحاملها بالعودة إلى الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة.

- الأسهم الممتازة: وهي الأسهم التي توفر لحاملها مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع سنويا أو في أقسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسيير أصولها<sup>(1)</sup>.

وتقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية<sup>(2)</sup>:

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحا، لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب من الأسباب وذلك قبل إجراءها أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: ويقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا، وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية السهم الممتاز إلى الأسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، كذلك توفر لحاملها فرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقا لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل الشركة المصدرة إلى قابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء، وقابلية السهم الممتازة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار.

(1) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 213.

(2) المرجع نفسه، ص ص 214، 215.

- الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

يتمثل الفرق بين الأسهم العادية والممتازة في<sup>(1)</sup>:

- حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة والأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية؛

- هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز أن يحصل عليه ويحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية؛

- غالباً ما يكون حق التصويت الدائم لحملة الأسهم الممتازة؛

- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة.

ب- السندات:

- تعريف السندات: تعددت التعاريف المقدمة للسندات إلا أنها تؤدي إلى نفس المعنى وهي كالتالي:

- تعتبر السندات أداة تمويل تلجأ إليها الدولة وهيئاتها والمؤسسات الاقتصادية لجمع الأموال لتمويل مشاريعها، ويعرّف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقرض بدفع مبلغ معين من المال "القيمة الاسمية" إلى حامله بتاريخ معين، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معين<sup>(2)</sup>.

- كما أنه يعرّف إلى أنه دين لأجل طويل صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه الحق في الحصول على فوائد تسمى كوبونات وحق استرجاع قيمته عند حلول أجل الاستحقاق<sup>(3)</sup>.

أنواع السندات: تنقسم السندات إلى الأنواع التالي<sup>(1)</sup>:

- من حيث جهة الإصدار:

- حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

<sup>(1)</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 148.

<sup>(2)</sup> B- Laget, Les Nouveaux Outils Financiers, Top Edition, Paris, France, 1990, P 18.

<sup>(3)</sup> Lurance Gitman Et Michel Zoehmlc, Investissement Et Marché Financiers ·Pearsom Edition, France, 9 Edition, 2005, P 12.

<sup>(4)</sup> فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص ص 77، 78.

- غير الحكومية: تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها، وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

- من حيث مدة الأجل:

- قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.
- متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.
- طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.

- من حيث الشكل:

- باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.
- باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.

- من حيث الجنسية:

- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
- أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضاً في الداخل.
- دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

- من حيث الضمان:

- مضمونة: تعطي لحاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.
- غير مضمونة: لا يعطي لحاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها، وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

- من حيث طبيعة الفائدة:

- فائدة ثابتة: تكون الفائدة ثابتة طوال المدة.
- متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

- من حيث قابلية التحويل:

- قابلة للتحويل: يعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.
- غير قابلة للتحويل: لا تعطي لصاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

وفيما يلي جدول يوضح الفرق بين الأسهم والسندات:

**الجدول رقم (02): الفرق بين الأسهم والسندات**

الأسهم	السندات
- جزء من رأس مال الشركة	- دين على الشركة
- حامل السهم شريك في الشركة بقدر رأس ماله	- حامل السند دائن للشركة بقيمة السند
- ربح السهم متغير	- ربح السند ثابت
- حامل السهم له الحق في الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العمومية	- حامل السند ليس له الحق في الإدارة
- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة ولا يشترط أن يكون ما يدفعه هو ما يسترده، فهو قابل للزيادة أو النقصان.	- حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل
- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد سداد جميع الديون	- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو حالة التصفية

المصدر: محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 14.

ج- المشتقات:

- تعريف المشتقات المالية: المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التقاعد، أو من السلع أو مؤشرات الأسعار ويمكن استعمالها للتحوط أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية (1).

#### - أنواع المشتقات المالية:

تتمثل أهم أنواع المشتقات المالية فيما يلي: (2).

- العقود الآجلة: وهي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين، ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة ويتخذ أحد الطرفين في العقد الأجل مركزا طويلا، ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد ثم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر.

- العقود المستقبلية: وهي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معينة للعقد.

- عقود المبادلات: هو اتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات خلال مدة زمنية محددة سبق تحديدها، فالتبادل بالأساس هو استبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن السلعة مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر.

- الخيارات: هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها، تعطي لحاملها (المستثمر) حق خيار ممارسته أو عدم ممارسته شراء أو بيع ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق بسعر محدد ومتفق عليه مسبقا يسمى سعر التنفيذ أو سعر الممارسة، وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد.

(1) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 56.

(2) طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، جامعة عين الشمس، 2001، ص 12-16.



ولعقود الخيار أنواع تختلف باختلاف معيار التصنيف وهي كما يلي:

- من حيث موعد التنفيذ: ويقسم إلى نوعين وهما (1):

- **عقد الخيار الأمريكي:** قد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مقدما، على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.
- **عقد الخيار الأوروبي:** هو تماما مثل الأمريكي ما عدا أن التنفيذ غير مسموح به ولا يتم إلا في تاريخ انتهائه.

- من حيث طبيعة العقد (2):

- **عقد خيار الشراء:** إذا ما توقع مستثمر ارتفاع سعر سهم شركة معينة في الأسواق لسبب من الأسباب، فقد يبادر إلى شراء عقد أو مجموعة عقود خيار تعطيه الحق في شراء عدد من الأسهم لهذه الشركة في أو قبل تاريخ معين وسعر متفق عليه مسبقا ويكون ثمن العقد مبلغا رمزيا.
- **عقد حق خيار البيع:** يقوم المستثمر بحماية نفسه وذلك بالتحوط من خطر انخفاض أسعار الأوراق المالية، التي يملكها في السوق كما يقوم التاجر المصدر بالتحوط لحماية نفسه من خطر انخفاض أسعار صرف العملة التي سيقبض بها ثمن مبيعاته للخارج، وذلك بشراء عقد خيار بيع أي بيع عدد محدد من أسهم شركة معينة بسعر معين قبل أو في تاريخ محدد لطرف آخر هو محرر العقد، فإذا انخفض سعر سهم الشركة أو سعر صرف العملة في السوق إلى مستوى أقل من السعر المحدد في عقد الخيار، فإنّ حامل العقد يمارس حقه في البيع لمحرر العقد بسعر التنفيذ المتفق عليه وعلى محرر العقد أن يشتري بذلك السعر، أمّا إذا ارتفع سعر السهم أو سعر صرف العملة إلى أعلى من السعر المحدد فإنّ حامل العقد لن يمارس حقه وتكون خسارته عبارة عن ثمن شراء العقد.

### المطلب الثالث: مؤشرات قياس فعالية الأسواق المالية

لقياس درجة تطور وتنمية ومدى فعالية الأسواق المالية نستخدم عدة مؤشرات وهي (1):

(1) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 94.

(2) المرجع نفسه، ص ص 93، 94.

## أ- مؤشرات حجم السوق:

ثمة مؤشران لقياس حجم سوق الأوراق المالية وهما:

- نسبة رأس مال السوق: تمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، إذا أن هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار، أي قدرتها على حشد المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي نستثمر مواردها.
- عدد الشركات المدرجة: يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق، باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة قد يؤدي إلى زيادة درجة اتساع السوق وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، الأمر الذي قد ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الوطني.

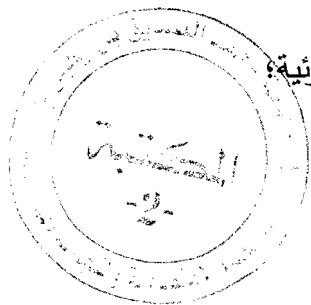
## ب- مؤشرات تركيز السوق:

يشير مؤشر درجة التركيز إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، إذ قد تسيطر في العديد من البلدان بضعة شركات على السوق، الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التركيز في السوق وتعد درجة التركيز المرتفعة أمراً غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على السوق.

وتقاس درجة تركيز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق.

## ج- مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي:

يعتبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق فعالية الأسواق المالية، حيث يعمل على توجيه الاستثمار وتأثيره في معاملات السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي ما يلي:



❖ مدى نشر المعلومات عن السوق بكل جوانبه سواء مؤشرات كلية أو جزئية؛

❖ مدى مرونة المعايير المحاسبية المطبقة؛

❖ توافر قوانين حماية الاستثمار والمستثمر؛

(1) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص ص 210-216.

- ❖ عدم وجود عوائق على الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال؛
- ❖ انخفاض درجة المخاطر.

وعليه فتوافر هذه المؤشرات في سوق الأوراق المالية، التي تعتبر من محددات الهيكل المؤسسي والتنظيمي دلالة على فعالية الأسواق المالية.

#### د- مؤشر كفاءة تسعير الأصول المالية:

يقصد بكفاءة التسعير أن يعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة المؤثرة على مستقبل المؤسسة المصدرة للورقة، وينبغي أن يتسم توافر المعلومات بالسرعة والدقة والتكلفة المنخفضة وتتبع الكفاءة على التخصيص الكفاء للموارد، بحيث يزداد الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات التي لها مستقبل اقتصادي متميز.

كما ترتبط كفاءة التسعير بكفاءة التشغيل التي تعني قدرة السوق على مواجهة الخلل في الأسعار بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة المعاملات.

#### هـ- مؤشرات عدم الاستقرار:

تشير درجة التذبذب إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في السوق، بمعنى آخر فإنها تشير إلى عدم استقرار السوق وتقاس درجة عدم استقرار السوق بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في أسواق الأوراق المالية، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي.

#### و- مؤشرات السيولة<sup>(1)</sup>:

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية وتزداد سيولة السوق عند توافر شروط ثلاثة هي:

- عمق السوق: بمعنى وجود أوامر تداول للأوراق المالية بشكل مستمر.
- اتساع السوق: بمعنى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية بالسوق.
- سرعة استجابة السوق: وتشير إلى قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب.

(1) أشواق بن قدور، التطور المالي والنمو الاقتصادي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص 47، 48.

ويوجد مؤشران يستخدمان لقياس سيولة سوق الأوراق المالية وهما:

- ✓ نسبة حجم التداول: تمثل هذه النسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، وتشير تلك النسبة إلى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد القومي، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني.
- ✓ معدل الدوران: يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق.

**المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية**

إن مفهوم الكفاءة العام مفهوم واسع ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو انجاز العمل بأقل ما يمكن من الجهد والوقت والتكلفة، وكلما كانت السوق ذات كفاءة تكون عملية الحصول على المعلومات سهلة من طرف المتعاملين.

لذا سنتناول في هذا المبحث كفاءة الأسواق المالية من ثلاثة مطالب، المطلب الأول مفهوم كفاءة الأسواق أما المطلب الثاني يتناول الصيغ المختلفة لكفاءة السوق ومقوماتها والمطلب الثالث مفهوم المعلومات وتحليلها.

### المطلب الأول: مفهوم كفاءة الأسواق المالية

سننتقل في هذا المطلب إلى تعريف السوق الكفاء والشروط الواجب توافرها حتى تكون السوق ذات كفاءة.

#### أولاً: تعريف كفاءة الأسواق المالية

تعني كفاءة أسواق الأوراق المالية أن أسعار الأسهم في جميع الأوقات تعكس جميع المعلومات المتاحة، وأن أي معلومات جديدة عن السهم ستعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق، وهذا يعني أن كفاءة الأسواق ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتوفر المعلومات والإفصاح عنها.

وبالتالي فإن أساس كفاءة السوق يكمن بسرعة الاستجابة للمعلومات المنشودة عن الورقة المالية أو عن السوق ككل، وباختصار يمكن القول بأن توفر الشفافية في المعلومات والإفصاح يعني وجود كفاءة السوق المالي وغيابها يعني غياب الكفاءة<sup>(1)</sup>، ويجب توفر في السوق المالي شرطين على الأقل حتى نقول أن السوق كفاء وهما<sup>(2)</sup>:

- أن الأسعار تعبر ويشكل واقعي عن المعلومات المتوفرة والمصرح بها عن الأوراق المالية؛
- أن تتوفر المرونة في السوق بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة بطريقة سريعة وفورية وحيادية تامة.

#### ثانياً: شروط كفاءة الأسواق المالية

(1) سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 223.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 73.

تتمثل شروط كفاءة الأسواق المالية فيما يلي (1):

أ- المنافسة الكاملة: وهذا يستوجب وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين مع وجود حرية البيع والشراء بالكميات التي يرغبون فيها وذلك لتقليل فرص الاحتكار.

ب- توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم بيعها وشراؤها: وفي الحقيقة فإن هذا الشرط هو نتيجة لتوفر الشرط الأول وبتوفير السيولة تتحقق الفرص أمام البائعين والمشتريين:

- بيع و / أو شراء الأسهم بالتكلفة المناسبة وبالوقت المناسب وبالسعر المناسبة؛
- كما تتحقق الاستمرارية في الأسعار التي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي تخفف من أخطار نشوء المضاربات.

ج- توفير وسائل وقنوات الاتصال الفعالة: يستطيع المتعاملون بواسطتها الحصول على أدق المعلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية عن طريق الإفصاح المالي والنشر في الصحف، وكذلك الحصول على معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه وعن مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والاطلاع من نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق.

د- أن يكون لسوق هيئة أو لجنة تشرف على حسن سير العمل في السوق: ويجب أن تكون:

- محايدة؛
- مكونة من أفراد ذوي خبرة؛
- تعاونها في أدائها مجموعات استشارية متخصصة؛
- تستمد سلطاتها من قوانين ولوائح تهدف إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين.

هـ- الإفصاح عن المعلومات الاقتصادية حول الشركات المدرجة: ويجب أن تكون تلك المعلومات:

- متعلقة بأداء تلك الشركات.
- تبين التطلعات المستقبلية للشركات؛
- أن تكون متوفرة لجميع المستثمرين في السوق.

(1) زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص ص 199، 200.

وعليه الشروط الكافية لوجود سوق مالية ذات كفاءة تتمثل في:

- ✓ وجود تكاليف معاملات منخفضة (معقولة)؛
- ✓ أن تكون المعلومات مجانية؛
- ✓ أن تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين في نفس السوق وأن يحصلوا على جميع المعلومات المتوفرة في نفس الوقت؛
- ✓ أن تكون توقعات المتعاملين في السوق متماثلة فيما يتعلق بتحركات الأسعار.

**المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية ومقوماتها**

لكفاءة السوق المالي صيغ مختلفة تصنف حسب طبيعة المعلومات وحتى تتحقق هذه الكفاءة يجب عليها أن تركز على مقومات.

**أولاً: الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية**

يمكن تصنيف كفاءة السوق في ضوء توفر طبيعة المعلومات ونوعيتها إلى<sup>(1)</sup>:

أ- أسواق ذات كفاءة ضعيفة: ويعني ذلك أن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات التاريخية المتاحة المتعلقة بالتداول كأسعار الأسهم وتحركاتها وأحجام التداول ونتائج أعمال الشركات والأرباح، وعليه فإن هذه الصيغة من الأسواق تفترض تماثل المعلومات عند المستثمرين، لذلك لا يستطيع أي منهم من تحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على المعلومات التاريخية.

ب- أسواق ذات كفاءة شبه قوية: وهي تلك الأسواق التي تستجيب أسعار أسهمها للمعلومات العامة، التاريخية والحالية المتاحة كالمعلومات التي تفصح عنها الشركات والتطورات والأحداث الاقتصادية والسياسية، وبهذه الحالة يمكن لبعض المستثمرين أن يحققوا أرباح غير عادية في البداية فقط، إذا استطاعوا تحليل البيانات والأحداث بسرعة قبل غيرهم من المستثمرين قبل استجابة الأسعار في السوق.

ج- أسواق ذات كفاءة قوية: وهي تلك الأسواق التي تعكس أسعار أسهمها كافة المعلومات بما فيها المعلومات الخاصة ومعلومات المطلعين، وبالتالي إذا استطاع المطلعون تحقيق أرباح غير عادية، فإن أسواق الأوراق المالية لا تعتبر أسواق ذات كفاءة قوية.

(1) سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص ص 228، 229.

ولكن يلاحظ على هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي، لما يتعرض هؤلاء المحللون إلى خسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة.

### ثانياً: مقومات كفاءة الأسواق المالية

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يجب أن تتوفر فيه خاصيتين وهما:

أ- **كفاءة التسعير**<sup>(1)</sup>: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وليس هذا فقط، بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتحملوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، لهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمراً صعباً في هذا السوق إلا أنه أيضاً غير مستحيل للأسباب التالية:

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظراً لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى ضعف كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته؛
- قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق الأرباح غير العادية، هذا السبب غير صحيح دوماً في السوق الكفاء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على المعلومات ويحققوا أرباحاً طائلة، لأن وسيلة الكسب المميز في أي مجال لما تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين تصبح غير فعّالة.

ب- **كفاءة التشغيل**: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين؛ أي لصناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مراد فيه ويتمثل الهامش أو المدى الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها.

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص ص 191، 192.



وباختصار يقصد بكفاءة التشغيل أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: مفهوم المعلومات وتحليلها

تعتبر المعلومات عن مجموع البيانات التي يحصل عليها متخذ القرار، وكلما كانت هذه البيانات صحيحة ومتوفرة في الوقت المناسب كلما كانت الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة.

#### أولاً: تعريف المعلومات

والمقصود بها المعلومات ذات العلاقة بالشركات التي أصدرت الأوراق المالية التي يتم التعامل بها و/ أو المعلومات ذات الطابع الاقتصادي أو السياسي التي تؤثر بشكل أو بآخر على السوق المالية<sup>(2)</sup>.

حيث يمكن تعريف المعلومات بأنها عبارة عن مجموعة البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، فالمعلومات تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأية حالة. وحتى تؤدي المعلومات دورها الكامل لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل: الدقة، الملائمة توفيرها في الوقت المناسب، التمويل والاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة ويعني أنها توفر المعلومات والبيانات لجمع المستثمرين بشكل متساوي<sup>(3)</sup>.

#### ثانياً: أنواع المعلومات

تتلخص أهم أنواع المعلومات في النقاط التالية<sup>(4)</sup>:

أ- المعلومات التاريخية: وهي أسعار الأسهم التي كانت سائدة خلال الفترة الماضية وحجم التعامل الذي كان سائداً بتلك الأسعار.

ب- المعلومات المنشورة: أي المعلومات المتوفرة لعامة المتعاملين في الأسواق ولعامة الناس، ويقصد بها جميع المعلومات ذات العلاقة بالأسهم والسندات والشركات التي أصدرتها وغيرها من الشركات والمعلومات

(1) ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 11.

(2) زياد رمضان مروان الشموط، مرجع سبق ذكره، ص 202.

(3) Lawrence Gitman , Michel Joehnk, Référence Déjà Excité, P 18.

(4) زياد رمضان، مروان الشموط، مرجع سبق ذكره، ص ص 203، 204.

ذات العلاقة بالاقتصاد الوطني والعالمي، وبالأوضاع السياسية الداخلية والخارجية والتي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً.

ج- المعلومات الخاصة: وهي المعلومات غير المنشورة والتي لا يعرفها إلى متخذوا القرار في الإدارات العليا للمشاريع أو الحكومة.

### ثالثاً: تحليل المعلومات

يتم تحليل المعلومات وفق التحليل الأساسي والتحليل الفني:

أ- التحليل الأساسي: التحليل الأساسي هو التحليل الذي يعتمد استخدام الأساليب العلمية للوصول إلى تقييم سعر السهم في السوق، بعد دراسة الظروف الاقتصادية العامة ومكونات الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي وتحليل القطاع الذي تنتسب إليه الشركة ثم تحليل سهم الشركة نفسها. وتساعد عملية التحليل الأساسي على فرضيات تقول أن أسعار الأوراق المالية مرآة للنشاط الاقتصادي على مستوى الاقتصاد الكلي أو على مستوى الاقتصاد القطاعي الذي تنتمي إليه الشركة وكذلك ظروف وطبيعة نشاط هذه الشركة<sup>(1)</sup>.

وعلى هذا الأساس يمكن أن تقسم التحليل الأساسي إلى ما يلي<sup>(2)</sup>:

- التحليل الاقتصادي الكلي: ويهدف إلى التعرف على الظروف الاقتصادية المحيطة وتوجهات الحكومة وأولوياتها من خلال تحليل طبيعة السياسة النقدية والتي تتمثل في ضبط عرض النقد ومدى تأثيره على نسبة الفائدة السائدة في الأسواق، من خلال تحديد الاحتياطات النقدية ونسبة إعادة الخصم والدخول في عمليات السوق المفتوحة. والسياسة المالية والمتمثلة بطبيعة الضريبة والإنفاق العام وكيفية تمويل العجز في الميزانية وإحصاءات الناتج المحلي الإجمالي ومعرفة هيكل أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ومدى احتمال حدوث الدورات الاقتصادية من كساد ورواج.
- التحليل الاقتصادي القطاعي: سوف تركز المؤشرات المستخدمة في عملية التحليل باتجاه دراسة الظروف العامة للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأداء القطاع وظروف المنافسة والمخاطر التكنولوجية المؤثرة على العمالة وطبيعة القوانين والتعليمات المرتبطة بهذا القطاع.

(1) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 243.

(2) المرجع نفسه، ص 244.

- التحليل على مستوى الشركة: فيشمل الاهتمام بإنتاجية الشركة وكفاءة الإدارة والمخاطر وكفاءة الأداء و الملاءة المالية ومقدار الأرباح ونسبة التوزيع.

ب- التحليل الفني: ونعني بالتحليل الفني<sup>(1)</sup>:

دراسة حركة أسعار الأسهم، حجم التداول واتجاهات السوق الماضية لتوقع اتجاهات الأسعار وكمية العرض والطلب في المستقبل.

فهو عملية اختبار ودراسة حركة السعر السابقة للتنبؤ بحركة السعر المستقبلية، سواء كان ذلك سهم أو مؤشر أو حتى سلعة متداولة؛ بعبارة أخرى التحليل الفني هو الطريقة المستخدمة لمعرفة قيمة ورقة مالية عن طريق دراسة إحصاءات حركة تداول هذه الورقة.

وهذه الطريقة في التحليل تركز على ثلاث فرضيات أساسية مستخلصة من فرضية الداو الشهيرة وهذه الفرضيات هي:

- أن الأسعار تخضع أو تتأثر تلقائياً بكل خبر أو معلومة مهما كان حجمها أو نوعها؛
- أن الأسعار غالباً لا تتحرك بصورة عشوائية؛
- الأهمية القصوى للمدخلين فقط ألا وهو الأسعار الحالية والأسعار السابقة، فهي لا تفسر بأي شكل من الأشكال أسباب حدوث التغيير بل ترصد فقط تفسير ما حدث وليس لماذا حدث ذلك.

وتحاول وسائل التحليل الفني التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على مؤشرات الأسهم في الأسواق أو على أسعار الأسهم في المستقبل، عن طريق دراسة سلوك هذه المؤشرات والأسعار في الماضي ومتابعة ظروف العرض والطلب على الأسهم في هذه الأسواق ومعدلات التعاملات فيها، ويستخدم المحللون الفنيون بيانات وإحصائيات عن قيم ومؤشرات الأسهم في الماضي في الأسواق التي يتابعونها للاستدلال منها على اتجاه تحرك هذه الأسواق في المستقبل صعوداً أو هبوطاً واستنتاج أي انحراف عن هذا الاتجاه.

**خلاصة:**

(1) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 162.

من خلال دراستنا لهذا الفصل تعرفنا على الأسواق المالية التي تلعب دورا هاما في توفير الموارد التمويلية للمشروعات الاستثمارية، التي لها عجز مع إيجاد قروض متاحة لتوظيف الأموال الفائضة، وبالتالي فإن الأسواق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

ومن خلال دراستنا وجدنا أن الأسواق المالية تنقسم إلى قسمين أسواق نقدية وأسواق رأس المال، وهذا الأخير يتكون من سوقين يرتبطان ارتباطا وثيقا وهما السوق الأولي والسوق الثانوي. تكمن أهمية السوق الأولي أو ما يسمى بسوق الإصدار والمكوّن من مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال. أما فيما يخص السوق الثانوي فيوفر السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولي، وعليه فإنه ما لم يوجد السوق الثانوي ما كان للسوق الأولي أن يؤدي دوره بكفاءة.

إن سوق المال الكفاء هو تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفير السيولة في السوق.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الأسواق المالية على  
التنمية الاقتصادية في السعودية

المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي السعودي.

المبحث الثاني: أداء السوق المالي السعودي.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر السوق المالي

السعودي على التنمية الاقتصادية.

**تمهيد:**

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة رؤوس أموال مجمعة، حيث أنه من غير الممكن أن تتحقق معدلات التنمية المنشودة في ظل غياب التكوينات الرأسمالية، وتبرز أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة، هذا بالإضافة إلى أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمارات والتي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة.

وسنتناول في هذا الفصل ثلاث مباحث هي:

**المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية؛**

**المبحث الثاني: نظريات التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها؛**

**المبحث الثالث: مساهمة الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية.**

## المبحث الأول: ماهية التنمية الاقتصادية

لقد كان من الطبيعي أن تبرز اختلافات بين الاقتصاديين والكتاب في تحديد مفهوم التنمية الاقتصادية، فكل ينظر لها بمنظاره الخاص وفي ضوء فلسفته السياسية وخلفياته الفكرية، ولقد تطور مضمون التنمية عبر الزمن وتوسعت مضامينه. ولتغطية هذا الموضوع من جوانبه المختلفة سوف نتناول في هذا المبحث مفهوم، أهداف، متطلبات ومعوقات التنمية الاقتصادية.

### المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية

لا يوجد مفهوم وحيد للتنمية الاقتصادية حيث اختلفت التعريفات فيما بين الكتاب والاقتصاديين، وأصبح مفهوم التنمية الاقتصادية من أكثر المفاهيم الاقتصادية انتشاراً وتشعباً، وقبل الدخول في تحديد مفهوم التنمية نقوم بتحديد تعريف للنمو الاقتصادي.

يمكن إعطاء تعريفين للنمو الاقتصادي وهما<sup>(1)</sup>:

- الزيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي، أو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بين فترتين P
- ارتفاع معدل الدخل الفردي ويعرف معدل الدخل الفردي على أنه الناتج القومي الحقيقي مقسوماً على عدد السكان في الدولة.

إنّ المفهوم الأول يقيس معدل النمو للاقتصاد عبر الزمن، أمّا الثاني فيشير إلى معدل أو متوسط النمو الحقيقي للدخل الفردي في مجتمع ما.

### أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية

يمكن إعطاء عدة تعاريف للتنمية الاقتصادية:

- يقصد بها الزيادة المستمرة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي خلال فترة زمنية معينة، ومعدل الزيادة هذا يقيس سرعة التنمية في مجتمع معين<sup>(2)</sup>.

(1) خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، طبعة 8، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 381.

(2) محمود الوادي وآخرون، الأساس في علم الاقتصاد، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 332.

- التنمية الاقتصادية تتمثل في تحقيق زيادة مستمرة في الدخل القومي الحقيقي وزيادة متوسط الفرد منه، هذا فضلا عن إجراء عديد من التغييرات في كل من هيكل الإنتاج ونوعية السلع والخدمات المنتجة، إضافة إلى تحقيق عدالة أكبر في توزيع الدخل القومي أي إحداث تغيير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء (1).

- كما تعرف التنمية الاقتصادية كسياسة اقتصادية طويلة الأجل لتحقيق النمو الاقتصادي، بأنها عملية يزداد بواسطتها الدخل القومي الحقيقي للاقتصاد، خلال فترة زمنية طويلة، وإذا كان معدل التنمية أكبر من معدل نمو السكان فإن متوسط دخل الفرد الحقيقي سيرتفع (2).

- تعرف التنمية الاقتصادية بأنها مجموعة الإجراءات والتدابير، الهادفة إلى بناء آلية اقتصادية ذاتية تتضمن زيادة حقيقية لدخل الفرد لفترة طويلة (3).

- هي الأداة أو الوسيلة التي تتمكن بها المجتمعات من أن تواجه عوامل تخلفها وتحقق عوامل تقدمها ورفعتها، حتى غدت هدفا مشتركا للمجتمعات المعاصرة كلها رغم اختلاف وسائل الوصول إليها وأساليب تحقيقها (4).

وبصفة عامة تعرف التنمية الاقتصادية بأنها عبارة عن التغييرات الهيكلية التي تحدث في الاقتصاد القومي بأبعادها المختلفة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتنظيمية، من أجل تحسين نوعية الحياة وتوفير حياة كريمة لجميع أفراد المجتمع (5).

#### ثانيا: الفرق بين التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي

أصبح الآن من السهل التمييز بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:

النمو الاقتصادي يشير إلى مجرد الزيادة الكمية في متوسط الدخل الفردي الحقيقي، الذي لا يرتبط بالضرورة بحدوث تغييرات هيكلية اقتصادية أو اجتماعية، والمفهوم العكسي للنمو الاقتصادي هو الركود الاقتصادي أو الكساد.

(1) محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 78.

(2) كامل البكري، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1988، ص 63.

(3) عبد الرحيم بوداقي، التنمية الاقتصادية، مديرية الكتب الجامعية، دمشق، 1977، ص 04.

(4) محمد شفيق، دراسات في التنمية الاقتصادية، دار الهناء لطباعة، الإسكندرية، دون سنة النشر، ص 12.

(5) عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية (تحليل جزئي وكلي للمبادئ)، الدار الجامعية، دون بلد النشر، 2001، ص 472.



أما التنمية الاقتصادية فهي ظاهرة مركبة تتضمن النمو الاقتصادي كأحد عناصرها الهامة، ولكنها تتضمنه مقرونا بحدوث تغيير في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والعلاقات الخارجية، بل ويمكن القول بأنّ التنمية تتمثل في تلك التغيرات العميقة في الهياكل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية للدولة، وفي العلاقات التي تربطها بالنظام الاقتصادي الدولي التي يكون من شأنها تحقيق زيادات تراكمية قابلة للاستمرار في الدخل الفردي الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن، إلى جانب عدد من النتائج الأخرى غير الاقتصادية والمفهوم العكسي للتنمية هو التخلف<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: أهداف التنمية الاقتصادية

للتنمية الاقتصادية أهداف عديدة تدور حول رفع مستوى معيشة السكان، وتوفير أسلوب الحياة الكريمة ولا ينظر إلى التنمية باعتبارها غاية في حد ذاتها، وإنما ينظر إليها على أنها وسيلة لتحقيق غايات أخرى، ومن الصعب تحديد أهداف معينة في هذا المجال نظرا لاختلاف ظروف كل دولة، واختلاف أوضاعها الاجتماعية والسياسية والاقتصادية ومن أهم هذه الأهداف ما يلي:

#### أولاً: زيادة الدخل القومي الحقيقي

تسطر الدول النامية الأولوية في أهدافها لزيادة الدخل القومي الحقيقي، ف نجد أنّ هذه الدول تعاني من الفقر وانخفاض مستوى معيشة سكانها، وتفاقم المشكلة السكانية والأوضاع الصحية والتعليمية المتدهورة، وتجاوز هذه الأوضاع لن يكون إلا بزيادة الدخل الحقيقي الذي يساعد في التغلب تدريجياً على جميع المشاكل التي تعاني منها الدول النامية غالباً، وخاصة إذا تحققت زيادة الدخل مع أحداث تغييرات عميقة وهيكلية في البنيان الاقتصادي، فالزيادة في الدخل القومي لأي بلد تحكمه بعض العوامل كمعدل الزيادة في السكان والإمكانيات المادية والتكنولوجيا الملائمة<sup>(2)</sup>.

#### ثانياً: رفع مستوى المعيشة

يعتبر تحقيق مستوى مرتفع للمعيشة من بين الأهداف الهامة التي تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها في الدول النامية، ذلك لأنه من المتعذر تحقيق الضروريات المادية للحياة من مأكّل وملبس ومسكن وغيره

(1) عصام عمر مندور، التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتغيير الهيكلي في الدول العربية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص ص 32، 33.

(2) إسماعيل عبد الرحمن، حربي عريقات، مفاهيم ونظم اقتصادية، دار وائل للنشر، عمان، 2004، ص 270.

وتحقيق مستوى ملائم للصحة والثقافة ما لم يرتفع مستوى معيشة السكان في هذه المناطق وبدرجة كافية لتحقيق مثل هذه الغايات (1).

إن تحقيق هذه الأخيرة لا يقف عند خلق زيادة في الدخل القومي فحسب، بل يجب أن ترتبط هذه الزيادة بتغيرات جذرية في هيكل الزيادة السكانية لأن زيادة السكان بنسبة أكبر من نسبة زيادة الدخل القومي تجعل من المتعذر تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من هذا الدخل ومن ثم انخفاض مستوى المعيشة.

### ثالثاً: تقليل التفاوت في الدخل والثروات

هذا الهدف من الأهداف الاجتماعية للتنمية الاقتصادية، حيث نجد في معظم الدول المتخلفة ورغم انخفاض الدخل القومي وانخفاض متوسط نصيب الفرد منه تفاوتاً كبيراً في توزيع الدخل والثروات إذ تحصل طبقة صغيرة من أفراد المجتمع على حصة كبيرة من هذه الثروة.

ومثل هذا التفاوت في توزيع الثروات والدخل يؤدي إلى إصابة المجتمع بأضرار جسيمة، حيث يعمل على ترده بين حالة من الغنى المفرط وحالة من الفقر المدقع، هذا بالإضافة إلى أنه غالباً ما يؤدي إلى اضطرابات فيما ينتجه المجتمع وما يستهلكه، وكلما زاد هذا الاضطراب كلما كبر الجزء المعطل في رأس مال المجتمع، ذلك أنّ الطبقة الميسورة التي تستحوذ على كل الثروات ومعظم الدخل، لا تتفق في العادة كل ما تحصل عليه من أموال بسبب صغر ميلها الحدي للاستهلاك وهي عادة تكتنز الجزء الأكبر مما تحصل عليه من دخول بعكس الطبقة التي يدفعها ارتفاع ميلها الحدي للاستهلاك إلى إنفاق كل ما تحصل عليه من أموال، حيث أن الجزء الذي تكتنزه الطبقة الميسورة يؤدي في الأجل الطويل إلى ضعف قدرة الجهاز الإنتاجي وزيادة تعطيل العمال، ولهذا يعتبر تقليل التفاوت في الدخل والثروات من بين الأهداف الهامة للتنمية الاقتصادية (2).

### رابعاً: تعديل التركيب النسبي للاقتصاد القومي

تسعى التنمية الاقتصادية إلى التقليل من سيطرة الزراعة على الاقتصاد وإفساح المجال للصناعة لتلعب دورها إلى جانب بقية القطاعات وذلك تضمن القضاء على التقلبات التي تصيب النشاط الاقتصادي القومي

(1) محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية "مفهومها، نظرياتها، سياساتها"، مؤسسة شهاب، الإسكندرية،

1994، ص ص 71، 72.

(2) كامل بكري، مرجع سبق ذكره، ص 71.

نتجت لسيطرة عليه أو على الأقل تضمن التخفيف من حدتها (1).

### المطلب الثالث: متطلبات التنمية الاقتصادية ومعوقاتها

إن تحقيق التنمية الاقتصادية لديه مستلزمات لقيامها ويقف أمام تحققها مجموعة من الصعوبات وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المطلب.

#### أولاً: متطلبات التنمية الاقتصادية

إن التنمية الاقتصادية تتطلب العديد من المتطلبات الضرورية لانجاز مهامها وتتمثل في:

#### 1- تراكم رأس المال:

يؤكد جميع الاقتصاديين على الأهمية الكبيرة لتراكم رأس المال في تحقيق التنمية الاقتصادية، وهذه العملية يتطلب وجودها توفر حجم مناسب من الإدخارات الحقيقية بحيث يتم من خلاله توفير الموارد لإغراض الاستثمار بدلا من توجيهها نحو مجالات الاستهلاك، وكذلك وجود قدر من الادخارات النقدية اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات، وأن يرافق ذلك وجود أجهزة تمويل قادرة على تعبئة المدخرات لدى الأفراد والجهات المختلفة.

إن جوهر تراكم رأس المال يكمن في أن مثل هذا التراكم يعزز من طاقة البلد على إنتاج السلع ويمكنه أن يحقق معدلا عاليا للنمو، والسلع الرأسمالية عدة أنواع قيمتها على شكل مصانع ومكائن وهناك استثمارات البنى التحتية والنوع الآخر هو الإنفاق على البحوث والتطوير وأخيرا هناك نفقات اجتماعية، ويمكن تعريف رأس المال بأنه ثروة تستخدم في إنتاج المزيد من الثروة، ويعتبر احد أهم عناصر الإنتاج والنمو، كون السلع الرأسمالية تساعد في توسيع الطاقات الإنتاجية في البلد لإنتاج كميات اكبر من السلع، ذلك لان زيادة حجم هذه السلع الرأسمالية تعمل على تعميق رأس المال أي توفر لكل عامل قدرا أكبر من رأس المال للعمل، وهذا مهم جدا للبلدان الأقل تطورا والتي تتميز بفائض العمل وان وجود رأس المال يشجع على التخصص وتقسيم العمل الذي يؤدي إلى زيادة الإنتاج والإنتاجية، وتتأكد أهمية رأس المال في البلدان النامية بالدفع إلى زيادة مستوى الاستثمار بالنسبة للإنتاج ويعتبر رأس المال هو الشرط الضروري ليكون البلد متقدما إضافة إلى تأسيس آليات اجتماعية واقتصادية كفؤة لزيادة مدخرات الأفراد، وينظر إلى رأس المال على انه أيضا الوسيلة

(1) محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، مرجع سبق ذكره، ص 78.

للتخلص من الحلقة المفرغة للفقر، حيث أن المستوى المنخفض للإنتاجية هو مصدر هذه الحلقة، وعلى كل فإن التأكيد على حاجة البلدان النامية إلى تراكم رأس المال يعتبر حقيقياً وفي محله.<sup>(1)</sup>

## 2- الموارد البشرية:

إن الموارد البشرية تعني القدرات والمهارات والمعرفة لدى الأفراد والتي تدخل كمستلزم في العملية الإنتاجية وللموارد البشرية أهمية كبيرة في عملية التنمية حيث أن الإنسان هو غاية التنمية وهو وسيلتها في نفس الوقت، فغاية التنمية منعكس في كون الهدف النهائي لها رفع مستوى معيشة الإنسان، حيث أن الإنسان هو وسيلة التنمية فإنه هو الذي يخطط وينفذ هذه العملية، وأن ثمار التنمية ناتجة عن النشاط الإنساني، ومن هنا تتبين أهمية الموارد البشرية في عملية التنمية الاقتصادية<sup>(2)</sup>.

## 3- الموارد الطبيعية:

تعرف الموارد الطبيعية بأنها العناصر الأصلية، التي تمثل هبات الأرض، والأمم المتحدة من جهتها تعرف الموارد الطبيعية بأنها أي شيء يجده الإنسان في بيئته الطبيعية والتي يمكن أن ينتفع بها، وقد اختلف الاقتصاديون حول أهمية الموارد الطبيعية في إطار عملية التنمية، فهناك من يرى أن الموارد الطبيعية تلعب دوراً أساسياً في عملية التنمية، بحيث يربطون بين تحقيق النمو بعض البلدان المتقدمة مثل إنجلترا وفرنسا وأمريكا، ووفرة الموارد فيها، في حين يرى الآخرون أن الموارد الطبيعية تلعب دوراً حاسماً في تحقيق عملية التنمية رغم أنها يمكن أن تساعد في ذلك وتيسره، ويعللون ذلك على أن هناك بعض البلدان استطاعت أن تحقق حالة تقدم رغم افتقارها النسبي للموارد الطبيعية، في الوقت الذي تمتلك فيه العديد من الدول المتخلفة موارد طبيعية وفيرة إلا أنها لم تستطع أن تحقق نجاحات في مجال التنمية الاقتصادية في الوقت الحاضر<sup>(3)</sup>.

## 4- التكنولوجيا:

تعرف التكنولوجيا على أساس أنها الجهد المنظم الرامي لاستخدام النتائج والأنشطة الإدارية، وذلك بهدف التوصل إلى أساليب جديدة يفترض فيها أنها أجدى للمجتمع وبشكل عام تتضمن التكنولوجيا العديد

(1) فليح حسين خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2002، ص 184-188.

(2) المرجع نفسه، ص 196.

(3) فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2007، ص 467.

من العناصر نذكر منها (1):

- براءات الاختراع والعلامات التجارية والمهارات التي تنفصل عن الأشخاص العاملين؛
- المعرفة التكنولوجية المجسدة في أشياء مادية وبصفة خاصة المعدات.

إن التقدم التكنولوجي يعني تغيرا في المعرفة الخاصة بالإنتاج أو التغيير في المنتج، وقد يعني ذلك تحسن في المنتج القديم أو ظهور منتج جديد وحيث أن التنمية تتطلب زيادة مستمرة في مقدار السلع والخدمات المنتجة، وهذا بدوره يتطلب توسيع الطاقات الإنتاجية للوحدات المنتجة، وعليه فإن تحقيق التنمية الاقتصادية يتطلب حصول تغيرات أو تقدم تكنولوجي من أجل توسيع الطاقات الإنتاجية وتشغيل هذه الطاقات، ومن هنا تتجلى أهمية التقدم التكنولوجي في التنمية الاقتصادية.

### ثانيا: معوقات التنمية الاقتصادية

يمكن تقسيمها إلى مجموعات على النحو التالي (2):

#### 1- المعوقات الاقتصادية:

من أهم العقبات الاقتصادية التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية ما يأتي:

- تبني أنظمة اقتصادية وسياسات وبرامج اقتصادية لا تتناسب والإمكانيات التي تتسم بها الدول النامية؛
- نقشي ظاهرة الاقتصاد المزدوج في البلدان المتخلفة ويقصد بذلك وجود قطاعين منفصلين عن بعضهما داخل الاقتصاد المحلي أحدهما متقدم والأخر متخلف وكلاهما شبه مغلق، أي انعدام الترابط الاقتصادي بين القطاعات الاقتصادية؛
- ندرة رؤوس الأموال وخاصة المستثمرة منها بالنسبة لعدد السكان وهجرة رؤوس الأموال بسبب انعدام البيئة الجاذبة للاستثمار في الدول النامية؛
- ضعف التخطيط وفشل الخطط الاقتصادية في تبني نماذج تنموية مناسبة لحالة الدول المتخلفة.

(1) المرجع السابق، ص ص468، 469.

(2) محمد أحمد الدوري، التخلف الاقتصادي، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1987، ص ص58، 60.

**2- المعوقات الاجتماعية:**

ومن أبرز هذه المعوقات:

- وجود أنظمة اجتماعية تاريخية معيقة للتنمية بل وتعتبر حاجزا أمامه؛
- محدودية التعليم وندرة المهارات الفنية والإدارية ، وعدم كفاءة الجهاز الحكومي للقيام بالنشاط الإنتاجي؛
- عدم العدالة في توزيع الدخل الوطني بين عناصره المكونة له.

**3- المعوقات الخارجية:**

ومن أهمها:

- سيطرة الشركات الاحتكارية الكبرى على السوق الدولية؛
- شروط التجارة الخارجية بالنسبة لهذه الدول؛
- اعتماد الدول المتخلفة على التخصص في تصدير سلعة أو مادة واحدة بشكل أخل بالتوازن القطاعي؛
- الاستغلال الاحتكاري للتكنولوجيا من فنون ومعدات إدارية؛
- خضوع حركة انسياب رؤوس الأموال إلى البلدان المتخلفة من قروض مساعدة ومنح هبات، إلى الاعتبارات السياسية التي تخدم بالدرجة الأولى اقتصاديات الدول المتقدمة المانحة؛
- الأنظمة السياسية التي ترتبط بعلاقات تبعية مع الدول المتقدمة وعدم وجود قيادة سياسية واعية ومخالصة للوطن، وإيمانها الكامل بأن التنمية الاقتصادية والاجتماعية الشاملة في جهد وطني في جميع مجالاته.

## المبحث الثاني: نظريات التنمية الاقتصادية ومصادر تمويلها

لقد ظهرت العديد من النظريات التي تعالج قضايا التنمية الاقتصادية في البلدان والمناطق المتخلفة، وذلك للتعرف على الأبعاد الحقيقية للتخلف الاقتصادي فيها. وسنتطرق في هذا المبحث إلى أهم هذه النظريات وكذا إلى مصادر تمويل التنمية الاقتصادية باعتبار التمويل عاملاً أساسياً في هذه العملية.

## المطلب الأول: نظريات التنمية الاقتصادية

لقد اهتم الكثير من المفكرين الاقتصاديين بموضوع التنمية وصاغوا لها العديد من النظريات التي سيتم تناولها في هذا المطلب.

## أولاً: نظرية الدفعة القوية

تتمثل هذه الفكرة النظرية في أن هناك حاجة إلى دفعة قوية أو برنامجاً كبيراً ومكثفاً في شكل حد أدنى من الاستثمارات، بغرض التغلب على عقبات التنمية ووضع الاقتصاد على مسار النمو الذاتي<sup>(1)</sup>.

وينطلق RODAN في تبريره للدفعة القوية من فرضية أساسية مفادها أن التصنيع هو سبيل التنمية في البلدان المتخلفة ومجال لاستيعاب فائض العمالة المتعطلة جزئياً أو كلياً في القطاع الزراعي، على أن تبدأ عملية التصنيع بشكل دفعة قوية من خلال توظيف حجم ضخم من الاستثمارات في بناء مرافق رأس المال الاجتماعي من طرق ومواصلات ووسائل نقل وقوى محركة، وتدريب القوى العاملة وهذه المشروعات الضخمة وغير القابلة للتجزئة، من شأنها أن تخلق وفرات اقتصادية خارجية تتمثل في توفير خدمات إنتاجية بتكلفة منخفضة ضرورية لقيام مشروعات صناعية ما كانت تنشأ دون توفر هذه الخدمات وإضافة إلى ذلك يتعين أيضاً توجيه حجم ضخم من الاستثمارات في إنشاء جبهة عريضة من الصناعات متكامل مشروعاتها لتحقيق التشابك الأفقي والرأسي، الأمر الذي يساعد على تخفيض تكاليف الإنتاج كما يقترح "Rodan" أن تتركز الاستثمارات في جبهة عريضة من الصناعات الاستهلاكية الخفيفة، بحيث تدعم بعضها بعض ويكسبها الجدوى الاقتصادية لإقامتها في آن واحد، مع مراعاة التوازن بين مشروعات البنية التحتية وبين الصناعات الاستهلاكية إلى جانب ضرورة الاستفادة من اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية واستيراد السلع الإنتاجية.

(1) عصام عمر مندور، مرجع سبق ذكره، ص 55.

ويؤكد الاقتصاديون المؤيدون لفكرة الدفعة القوية بأن الاستثمار على نطاق واسع سوف يؤدي إلى حصول زيادة سريعة في الدخل القومي ومن ثم زيادة في الميل الحدي للاادخار، وبالتالي ارتفاع حجم الادخار مع تصاعد مسار التقدم الاقتصادي وزيادة الاعتماد على الموارد المحلية، ويرى "Rodan" أن يكون للدولة دور بارز في عملية التخطيط وتنفيذ مشروعات التصنيع، فالسوق المحلية الضيقة والمحدودة لا تحفز المستثمر الخاص على الاستثمار في مشروعات صناعية تستخدم تكنولوجيات حديثة ذات طاقة إنتاجية كبيرة، كما أن المستثمر الخاص يبحث عن الربح الخاص وليس الربح الاجتماعي، وأن تدخل الدولة ضروري لضمان توفير الموارد المحلية<sup>(1)</sup>.

ثانياً: نظرية النمو المتوازن وغير المتوازن

أ- نظرية النمو المتوازن:

صاحب هذه النظرية هو "NURKSE" الذي ركز على مشكلة الحلقة المفرغة للفقر والناجمة عن تندي مستوى الدخل وبالتالي ضيق حجم السوق، مؤكداً أن كسر هذه الحلقة المفرغة لا يتحقق إلا بتوسيع حجم السوق، والذي لا يتحقق إلا بإنشاء جبهة عريضة من الصناعات الاستهلاكية يتحقق بينها التوازن مع التأكيد على ضرورة تحقيق قدر من التوازن بين القطاع الصناعي والقطاع الزراعي، وتحقيق التوازن بين الصناعات الاستهلاكية المحلية والصناعات الخارجية وفي النهاية تحقيق التوازن بين جهة العرض وجهة الطلب.

إن النمو المتوازن يتطلب التوازن بين مختلف صناعات سلع الاستهلاك، وبين صناعات السلع الرأسمالية والاستهلاكية، كذلك تتضمن التوازن بين الصناعة والزراعة.

إلى جانب "Nukse" فقد أيد هذه النظرية أيضاً كل من "Rodan" و"Arther Lewis" وغيرهم يفسرها كل على هواه. فعند البعض تعني النظرية أن الاستثمار يتم في وقت واحد في كل القطاعات الصناعية وعند آخرين تعني تنمية متوازنة بين الصناعة والزراعة معا<sup>(2)</sup>.

(1) مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، نظريات سياسات وموضوعات، دار وائل للنشر، الأردن، 2007، ص 88.

(2) محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسات نظرية وتطبيقية، الدار الجامعية، القاهرة، 2003،



## ب- نظرية النمو غير المتوازن

وترجع هذه النظرية إلى الاقتصادي "هيرشمان" حيث هاجم الإستراتيجية الأولى، والتي كانت تركز على إنماء مجموعة عريضة من الصناعات الاستهلاكية في آن واحد، نتيجة لقصور الموارد المالية في الدول النامية، ويرى "هيرشمان" بدلا من ذلك أنه يجب التركيز على عدد من الصناعات الرائدة التي لها القدرة على حث الاستثمار في الصناعات الأخرى. بمعنى إحداث خلل مقصود في توازن الاقتصاد القومي عن طريق توجيه الاستثمارات إلى عدد محدود من الصناعات الرائدة التي تقوم بدورها عملية النمو الاقتصادي في الاقتصاد القومي ككل، كما يرى "هيرشمان" أن عمليات اختيار هذه الصناعات يتوقف على مدى قدرتها على الحث على الاستثمار في المشروعات والصناعات الأخرى أي ما يعرف بالتعامل للأمام أو التكامل للخلف، فالتكامل للخلف يعني الاستثمار في مشروع ما يؤدي إلى زيادته في مشروع لاحق عليه<sup>(1)</sup>.

وفيما يلي الخطوط العريضة التي يجب أن تتضمن إستراتيجية التنمية الشاملة<sup>(2)</sup>:

- لا بد أن تضم ميادين العمل الحكومي؛
- تحديد المشروع الاجتماعي؛
- المشروعات الإنتاجية الحكومية في المجالات التي هي خارجة عن النشاط الاقتصادي الخاص؛
- التوجيه الحكومي والتخطيط لتشجيع التكامل والاندماج الاقتصادي بين القطاع العام والخاص؛
- تشجيع ومعاونة المستثمرين في الميادين كالتعليم، الصحة، الإسكان؛
- سياسة زراعية في المدى القصير، المتوسط والطويل تحدد الأهداف الإنتاجية؛
- سياسة مالية وتجارية ملائمة.

## ثالثا: نظرية أقطاب النمو والتغيير الهيكلي

## أ- نظرية أقطاب النمو:

كان الفرنسي "فرانسوا بيرو" وهو السباق في شرح هذه الفكرة والتي اعتمدها في ما بعد وطورها "هيرشمان" كأساس لنظرية النمو الغير متوازن، وبخصوص نظرية أقطاب النمو فيوضح "بيرو" بأن مراكز النمو تنشأ بشكل عام حول صناعة رئيسية محفزة، وتتمتع بأسواق تصريف مهمة وينتج عنها توزيع دخول

(1) مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 96-98.

(2) جمال الدين لعويصات، العلاقة الاقتصادية الدولية والتنمية، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر، 2000، ص ص 77-78.

مرتفعة يكون لها نتائج ايجابية، كما أن مراكز النمو هذه لا تتخذ فقط بالصناعة المحفزة، بل يجب أن تلعب دور المسيطر على المجال المحيط بها، غالبا ما يكون هذا المركز عبارة عن مدينة مجهزة بالوسائل والخدمات وبمراكز تجارية و إدارية.

والجدير بالذكر أن اختيار النشاط المحفز يتأثر بعوامل عديدة أهمها الثروات الطبيعية، الأيدي العاملة، حجم الوحدات المنتجة الواجب إحداثها وحجم الطلب الداخلي والخارجي<sup>(1)</sup>.

### ب- نظرية التغيير الهيكلي وأنماط التنمية

تركز هذه النظرية على الآلية التي تستطيع بواسطتها الاقتصاديات المختلفة تحويل هياكلها الاقتصادية الداخلية من هياكل تعتمد بشكل كبير على الزراعة التقليدية، إلى اقتصاد أكثر حداثة وتحضرا وتنوعا يحتوي على الصناعات المتنوعة والخدمات، حيث تستخدم هذه النظرية أدوات التحليل الكلاسيكي المحدث لنظرية أسعار توزيع الموارد والقياس الاقتصادي الحديث لوصف الكيفية التي يتم بها التمويل وهناك نموذجان هما:

نموذج "آرثر لويس" الذي يفترض وجود قطاعين الأول قطاع ريفي بحيث أن مستوى إنتاجية العمل فيه تقترب من الصفر، والقطاع الثاني حضري صناعي حديث تكون فيه إنتاجية العمل مرتفعة وأن أجور العمل فيه أعلى من القطاع الأول.

ونموذج "هوليس تشينري" للتحليلات التجريبية لأنماط التنمية فالأول يفترض وجود اقتصاد تسود ازدواجية اقتصادية، حيث يوجد فيه قطاع ريفي وقطاع حضري وارتفاع الأجور في هذا الأخير يؤدي بعمال القطاع الريفي للانتقال إليه، ويؤدي ذلك إلى توسيع الإنتاج وزيادة الأرباح التي يتم استثمارها في الصناعة، وهكذا سيتم انتقال العمال من الريف إلى المدينة وتحديث التنمية والتغيير الهيكلي في الاقتصاد والنموذج الثاني لـ "هوليس تشينري" فعملية التنمية هي تحول هيكل الإنتاج والذي يصاحبه حالة الارتفاع في معدل الدخل الفردي، فهناك تحول من إنتاج زراعي إلى إنتاج صناعي حيث يرتفع الناتج الصناعي في الناتج القومي الإجمالي، وهذه التحولات شملت التحول في الطلب الاستهلاكي على الغذاء والضروريات إلى الرغبات في الحصول على السلع المصنعة المختلفة والخدمات<sup>(2)</sup>.

(1) مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 100.

(2) المرجع نفسه، ص 101 - 107.

## رابعاً: نظرية مراحل النمو ونظرية التبعية الدولية

## أ- نظرية مراحل النمو:

حيث لخص "روستو" "نظرية المراحل" في كتابه "مراحل النمو الاقتصادي" الذي ظهر عام 1956، ويركز على المنهج التاريخي في تحليله.

وحسب روستو هناك خمس مراحل يمر بها المجتمع<sup>(1)</sup>:

- المجتمع التقليدي: إن أهم ميزة للمجتمع التقليدي هي ضعف مردود الأرض للهكتار الواحد، لأنه لا يملك من إمكانيات، التي تسمح له برفع إنتاجية للفرد الواحد فهو لا يقدر على استخدام التكنولوجيا الحديثة.
- مرحلة التهيؤ للانطلاق: في هذه المرحلة هو بداية استخدام التقدم التقني بصورة موسعة وفي كل المجالات، وهكذا يعمل على زيادة الاستثمارات خاصة في النقل والمواد الأولية، بالإضافة إلى ظهور البنوك وبعض المؤسسات الخاصة للادخار، فإن نمو كل هذه المؤسسات يمضي ببطء.
- الانطلاق: حيث تتميز هذه المرحلة بارتفاع الإنتاج الحقيقي للفرد، يمكن اعتبار هذه المرحلة بالثورة الصناعية حيث تتفوق فيها القطاعات الصناعية، وتتفوق في هذه المرحلة الطبقة المستخدمة لثقافة جديدة والصناعة المتطورة على الطبقة التقليدية، يرى "روستو" في هذه المرحلة انتقال معدل الاستثمار من 5% إلى 10% من الدخل الوطني، وكان هذا موجوداً في كندا قبل 1980 والأرجنتين قبل 1914 حيث كان الاستثمار يفوق 5% من الدخل الوطني.
- الرواج: وهي الفترة التي يطبق فيها المجتمع التكنولوجيا الحديثة ويصبح مستوى اقتصاده مستوي عالٍ، وتدخل العامل الماهر وتسمى مرحلة "النضوج" حيث حجم الاستثمارات يقدر بـ 10% إلى 20% من الدخل الوطني.
- الاستهلاك الواسع: يرتفع الدخل الحقيقي للفرد ويتغلب عدد سكان المدن على عدد سكان الريف، ويتغلب العمال الإداريين على العمال الآخرين، ويصبح التقدم التقني ليس هدفاً بل يصبح أمراً سهلاً وتسمى هذه المرحلة بالاكتمال.

(1) جمال لعويسات، مرجع سبق ذكره، ص ص 65، 66.

ب- نظرية التبعية الدولية<sup>(1)</sup>:

نتيجة الانفتاح بين نظرتي مراحل النمو والتغيير الهيكلي، حظيت هذه النظرية بتأييد كبير خلال السبعينات من القرن الماضي بين مفكري العالم الثالث، ونعتبر هذه النماذج امتداد للفكر الاشتراكي الجديد (النيو ماركسي) وتعتبر نماذج تشاؤمية مقارنة بنماذج التغيير الهيكلي.

وترى النظرية أنّ الدول المتخلفة محاصرة بمجموعة من العراقيل المؤسسية والاقتصادية سواء محلية أو دولية فضلا عن وقوعها في تبعية الدول الغنية وسيطرتها.

## المطلب الثاني: مؤشرات قياس التنمية الاقتصادية

تطرح فكرة التنمية ذاتها ضرورة القياس سواء لصياغة السياسات والخطط وتحديد الأهداف أو لتقييم النتائج، ونظرا للتحويلات الواسعة في مفهوم التنمية فإنّ المؤشرات بدورها عرفت تطورات هامة على محاور عدة، بدءا من مقاييس النمو الاقتصادي إلى المؤشرات الاجتماعية، وصولا إلى مؤشر التنمية البشرية.

ولكي يسمى متغير اقتصادي أو اجتماعي مؤشر تنمية عليه أن يمثل بعض العوامل التي تشكل عملية التنمية أو حالتها، ويمكن للمؤشر أن يشكل قياسا باعتبار أن الجانب الذي يقيسه هو هدف للتنمية أو عنصر من عناصرها، وعندما يكون الهدف أو العنصر غير قابل بذاته للقياس، فإنّ المؤشر يخدم بالدرجة الأولى الإشارة بأفضل ما يمكن لهذا الهدف أو العنصر، ومن أهم معايير أو مؤشرات التنمية الاقتصادية ما يلي:

أولا: الناتج الوطني<sup>(2)</sup>

إن الموارد الاقتصادية لا تصلح كما هي عليه لسد الحاجات وإشباع الرغبات، لذلك يجب تحويل هذه الموارد إلى منتجات قابلة لسد الحاجات وإشباع الرغبات ونشاط المجتمع هذا ما يطلق عليه الإنتاج وحصيلة هذا الإنتاج هو الناتج الوطني أو الدخل الوطني وتحليل الناتج الوطني نستخدم عادة بعض المفاهيم أهمها: الناتج الداخلي الخام وإجمالي الإنتاج الوطني.

(1) المرجع السابق، ص 70.

(2) ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية، طبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 13، 17.

**1- الناتج الداخلي الخام GDP:**

يمثل الناتج الداخلي الخام قيمة مجموع السلع والخدمات المنتجة داخل الحدود الوطنية للدولة بصرف النظر عن جنسية المنتج؛ أي أن الناتج الداخلي الخام هو رقم الأعمال لدولة ما، وتجدر الإشارة إلى أنه عندما يكون الناتج الداخلي الخام في ارتفاع وتزايد من سنة إلى أخرى موالية لها تكون في هذه الحالة بصدد التحدث عن النمو، حيث أن في أغلب النظريات الاقتصادية هذا النمو ضروري لتنمية وتطور أي دولة أما عندما تتخفف وتتراجع قيمة الناتج الداخلي الخام هذا يعني التخلف والتدهور الاقتصادي.

**2- الناتج الوطني الإجمالي GNP:**

يعتبر الناتج الوطني الإجمالي المقياس الأكثر استخداما في تحليل الناتج الوطني وهو عبارة عن القيمة النقدية للبضائع والخدمات النهائية المنتجة خلال فترة زمنية عادة تكون سنة، كما يعرف أنه عبارة عن قيمة جميع السلع والخدمات المنتجة والمعروضة في السوق خلال فترة زمنية معينة، ويمكن النظر إلى الناتج الوطني الإجمالي على أنه عبارة عن المجموع الكلي للناتج الجاري، ويعتبر من غير صالح الاقتصاد الوطني أن يكون الناتج الوطني الإجمالي عاليا جدا أو منخفضا جدا، لأن ارتفاعه يتسبب في ارتفاع معدلات التضخم، إذ حتى تتمكن المؤسسات الإنتاجية من تحقيق أعلى إنتاج ممكن يتطلب منها استخدام المزيد من عنصر العمل عن طريق استمالة العمال برفع أجورهم لإغرائهم للعمل لديها، إلا أن ارتفاع معدلات الأجور هذه تؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج ومن ثم انعكاسها على الأسعار التي ترتفع بدورها، وعلى ذلك يؤدي حجم الإنتاج الكبير إلى بروز حالة التضخم كما يعتبر من غير المرغوب فيه الإنتاج عند المستويات الدنيا، لأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى دحض معدلات البطالة وانخفاض دخول المستخدمين وما يترتب عليه من انخفاض المستوى المعيشي العام.

وبصفة عامة فإن مفهوم الناتج القومي الإجمالي مشابه لمفهوم الناتج المحلي الإجمالي، سوى أن الناتج المحلي الإجمالي يحسب قيمة السلع والخدمات المنتجة من المواد الموجودة محليا، بينما الناتج القومي الإجمالي يحسب قيمة السلع والخدمات المنتجة من الموارد المملوكة محليا.

## ثانياً: معدل النمو

يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة مستمرة ومستقرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، يوضح هذا المفهوم أن حدوث النمو الاقتصادي يرتبط بثلاثة عناصر أساسية تتمثل فيما يلي<sup>(1)</sup>:

1- تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني، ويقاس متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني كما يلي:  $\text{الدخل الوطني} / \text{عدد السكان}$ ، يتطلب حدوث هذه الزيادة أن يكون معدل الزيادة في الدخل الوطني أكبر من معدل الزيادة في عدد السكان أي:

$$\text{معدل الزيادة في الدخل} / \text{معدل الزيادة في عدد السكان} > 1$$

فإذا كانت النسبة تساوي الواحد، فهذا يعني أنه على الرغم من زيادة الدخل الوطني إلا أن نصيب الفرد منه يظل ثابتاً بسبب زيادة عدد السكان بنفس النسبة.

إذا كانت النسبة أصغر من الواحد، فهذا يعني أن متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني ينخفض رغم زيادة الدخل الوطني وذلك لأن النمو في عدد السكان يزيد عن معدل النمو في الدخل الوطني.

2- تحقيق زيادة حقيقية في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي أي تحقيق زيادة حقيقية في مقدرة الأفراد على شراء السلع والخدمات المختلفة ويقاس الدخل الحقيقي كما يلي:

$$\text{الدخل النقدي} / \text{المستوى العام للأسعار}$$

ولذلك فإن تحقيق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، يتطلب أن يكون معدل الزيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني أكبر من معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار (التضخم) ويعني ذلك حدوث زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني يتطلب أن يكون:

$$\text{معدل الزيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني} / \text{معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار} > 2$$

ويمكن قياس معدل النمو الاقتصادي في دولة ما عن طريق المعادلة التالية:

$$\text{معدل النمو الاقتصادي الحقيقي} = \text{معدل الزيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني} - \text{معدل الزيادة في المستوى العام للأسعار (التضخم)}$$

(1) عبد النعيم محمد مبارك، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 551.

3- تحقيق زيادة مستمرة ومستقرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي والزيادة المستمرة ومعناها يجب أن تكون ناتجة عن زيادة حقيقية في مستوى النشاط الاقتصادي أي أنها لا تحدث بسبب ظروف طارئة، ومن ناحية أخرى فهذه الزيادة لا بد وأن تكون مستقرة بمعنى أن تتعرض للتقلب الشديد في معدلها من فترة زمنية لأخرى.

### ثالثا: مساهمة الإنتاج الزراعي والإنتاج الفلاحي في الإنتاج الوطني

تعد نسبة مساهمة الإنتاج الصناعي في قيمة الناتج الوطني أحد معايير قياس التنمية نظرا لاقتران هذه الأخيرة بالتصنيع خاصة وأن البعض من الاقتصاديين قد ربط عملية التنمية الاقتصادية بعملية التصنيع فكلما زاد نصيب الإنتاج الصناعي من قيمة الناتج الوطني الإجمالي كلما كان ذلك مؤشرا جيدا على تقدم وتطور البلد.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يجب إهمال دور الفلاحة والإنتاج الفلاحي في عملية التنمية الاقتصادية وهذا راجع إلى وجود علاقة وثيقة ومتبادلة بين الصناعة والزراعة، فإذا نما الدخل الزراعي بعدالة فإن الصناعة ستمتع بسوق كبيرة واسعة لاستهلاك إنتاجها الذي قد يحقق لها اقتصاديات الحجم في الإنتاج والتسويق، كذلك الحال يجب أن يزود نمو الدخل بسبب التوسع الصناعي حافزا دائما للإنتاج الفلاحي والإنتاجية من خلال زيادة الطلب على الغذاء .

إن مشكلة الإنتاج الفلاحي لدى البلدان النامية، تتلخص في ضرورة رفع الإنتاج الفلاحي قصد مواجهة تزايد السكان وانتشار الزحف الديموغرافي من جهة، وضرورة رفع الإنتاج الفلاحي قصد تحرير إمكانات فائضة ماديا وبشريا لتغذية وتمويل التصنيع الذي يعتبر المفتاح الوحيد لطريق التقدم من جهة أخرى<sup>(1)</sup>.

### خامسا: مؤشر التنمية البشرية

إن النظر إلى التنمية من منظور التنمية البشرية يعني أساسا توسيع الخيارات الإنسانية وتتطوي هذه العملية على تكوين وتعزيز قدرات الإنسان، من خلال تنمية الموارد البشرية من حيث الصحة والتغذية الجيدتين والتعليم بما فيه اكتساب المهارات. وترتبط التنمية الإنسانية ارتباطا عضويا بحرية الإنسان الصحة

(1) فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي، دار الحداثة، لبنان، 1981، ص 421.

والتعليم فقلة المعرفة أو جمودها يعني الركود والتضاؤل في فرص التنمية، وقد أصبحت فجوة المعرفة وليست فجوة الدخل هي المحور الرئيسي لقدرات الدول في عالمنا المعاصر<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثالث: مصادر تمويل التنمية الاقتصادية

يعتبر التمويل عاملاً أساسياً في عملية التنمية الاقتصادية والتي يشكل الاستثمار جوهرها، ذلك لأنّ مفتاح التنمية في البلدان المتخلفة اقتصادياً هو الاستثمار وأنّ ذلك يحتاج إلى وجود ادخارات حقيقية. والتمويل يعتمد أساساً على المدخرات المحلية إلى جانب المدخرات الأجنبية، وكذا مؤسسات التمويل الدولية وهذا ما سيتم التطرق إليه.

#### أولاً: مصادر التمويل الداخلية

تعتبر المصادر الداخلية من أهم المصادر التي يجب على الدولة اعتمادها في عملية التمويل، ونعني بالمصادر الداخلية أنواع الموارد الحقيقية المتوفرة داخل الاقتصاد المحلي و هذه المصادر هي:

#### 1- مدخرات القطاع العائلي<sup>(2)</sup>:

يعرف بأنه ذلك الجزء من الدخل الذي لا ينفق على السلع الاستهلاكية والخدمات، أو هو الفرق بين الدخل الجاري والإنفاق الجاري، كما يعرفه البعض أيضاً بأنه الجزء من الدخل الذي لا ينفق ولا يخصص للاكتناز.

ومن المعروف أن قدرة الدول المتخلفة على تكوين الادخار قدرة محدودة، والسبب في ذلك هو انخفاض الدخل القومي بصورة يخصص معها الجزء الأكبر للاستهلاك، وتتمثل مصادر الادخار فيه فيما يلي:

- مدخرات التقاعد كأقساط التأمين والمعاشات؛
- الودائع في البنوك وصناديق التوفير؛
- الاستثمار المباشر في اقتناء الأراضي.

(1) منير العمش، تصحيح مسار التنمية في عالم متغير، مجلة البحث، ديسمبر 2003، من الموقع [http:// WWW.ALBAHT.COM](http://WWW.ALBAHT.COM)

(2) إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات - نماذج - استراتيجيات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 294.



**2- مدخرات قطاع الأعمال:**

ويقصد بها كافة المشاريع الإنتاجية التي تستهدف تحقيق الأرباح من مبيعاتها، والتي تشكل بدورها مصدرا للدخارات وتنقسم هذه المدخرات إلى نوعين وهما ادخارات قطاع الأعمال الخاص وادخارات قطاع الأعمال العام، فادخارات قطاع الأعمال الخاص تكون من طرف الأفراد والمؤسسات بينما ادخارات قطاع الأعمال العام تتكون من الضرائب، القروض... الخ<sup>(1)</sup>.

**3- التمويل المصرفي:**

حيث تقوم به المصارف والبنوك التي تعمل كواسطة بين أصحاب الفائض المالي "المدخرين" وأصحاب العجز المالي "المستثمرين"، حيث يمكنها أن توفر مدخرات تستعملها في تمويل استثمارات لذاتها أو لإعادة إقراض المستثمرين وتختلف البنوك بين بنوك تجارية، بنوك أعمال، بنوك عامة وبنوك متخصصة (زراعية، عقارية، صناعية)، وتختلف قروضها حسب طبيعة نشاطها<sup>(2)</sup>.

وبصفة عامة يمكن القول أن المصارف تقوم بتجميع مختلف المدخرات من القطاع العائلي وقطاع الأعمال والقطاع الحكومي، وإعادة توزيعها بهدف إنشاء نقود جديدة.

**4- الادخار الحكومي:**

يتحقق الادخار الحكومي بالفرق بين الإيرادات الحكومية الجارية والمصروفات الحكومية الجارية، فإذا كان هناك فائض اتجه إلى تمويل الاستثمارات وتسييد أقساط الديون (في حالة مديونية الحكومة)، أما إذا زادت النفقات الجارية عن الإيرادات الجارية أي في حالة وجود عجز فإنه يتم تمويله عن طريق السحب من مدخرات القطاعات الأخرى، أو عن طريق طبع نقود جديدة وتعمل الحكومات دائما إلى تنمية مواردها وإلى ضغط نفقاتها بغية تحقيق فائض توجهه إلى مجالات التنمية المستهدفة<sup>(3)</sup>.

**5- الادخار الجماعي:**

هي ادخارات تقتطع من دخل بعض الجماعات بطريقة إجبارية طبقا لقوانين معينة منها أرصدة صناديق

(1) جمال الدين لعويسات، مرجع سبق ذكره، ص 64.

(2) إسماعيل محمد بن قانة، مرجع سبق ذكره، ص 296.

(3) محمود يونس، أحمد رمضان نعمة الله، مقدمة في علم الاقتصاد، المكتب العربي الحديث، مصر، دون سنة النشر، ص 482.

التأمينات الاجتماعية بأنواعها المختلفة، ويحتل هذا النوع مكانة هامة في الدول النامية لأنه يقلل من حدة الاتجاهات التضخمية المتمثلة في ارتفاع الأسعار، كما يتميز هذا النوع من الادخار بمزايا مباشرة مثل خدمات الصحة والتعويضات والمعاشات (1).

## 6- التمويل التضخمي:

هو أسلوب تستخدمه السلطات العامة للحصول على تمويل إضافي عندما تعجز المصادر الإعتيادية للإيرادات العامة من تمويل النفقات العامة، ويكون بالاعتماد على إصدار نقود ورقية جديدة أو الإقتراض من البنك المركزي والبنوك التجارية، ويسمى بالتمويل التضخمي نتيجة لزيادة الإصدار النقدي لتمكين الوحدات الاقتصادية من الحصول على موارد إضافية عندما تعجز مواردها المستقلة في الإنتاج (2).

## ثانيا: مصادر التمويل الخارجية

إن قصور المدخرات المحلية عن تمويل كافة المشروعات للتنمية يؤدي بالدول النامية إلى اللجوء إلى مصادر خارجية لسد عجز المدخرات المحلية وتتمثل هذه المصادر في (3):

1- المنح والإعانات: تتمثل في تمويل موارد الدولة المانحة إلى الدولة النامية الممنوح إليها، وقد تكون هذه الموارد في شكل نقدي أو عيني والنقدي يكون في شكل عملات قابلة للتحويل والعيني في شكل سلع أو خدمات استهلاكية واستثمارية أو معونات فنية.

2- القروض: قد تكون القروض عامة أو خاصة بحسب مصادرها فيكون القرض عاما إذا كانت الجهة المانحة للقروض رسمية: حكومات، دول، وكالات عامة، هيئات رسمية تابعة لها، وتكون القروض العامة إما ثنائية أو متعددة الأطراف. أما القروض الخاصة فتمنحها جهات غير رسمية وهي قروض توصف بقصر أمدها وارتفاع معدلات الفائدة عليها، ولكنها تعد مصدر مهم في ظل عدم كفاية القروض الممنوحة من المصادر الرسمية.

3- الاستثمار الأجنبي: يتمثل في استثمار الموارد الأجنبية في رؤوس أموال مشروعات التنمية في الدول النامية، بهدف الاستفادة من التكنولوجيا التي ينقلها معها لدفع عجلة التنمية بها وهو نوعان:

(1) المرجع السابق، ص 298.

(2) عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 46.

(3) إسماعيل محمد بن قانة، مرجع سبق ذكره، ص ص 299، 300.

- استثمار أجنبي مباشر: أن يقوم المستثمر الأجنبي بامتلاك رأس المال للمشروع الإنتاجي، ويتولى إدارته أو مساهمته في رأس مال المشروع، وهو ما يمنحه الحق بالاشتراك في الإدارة مع الطرف الممثل للبلد.
- استثمار أجنبي غير مباشر: ويقتصر على قيام الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين المقيمين في دولة أجنبية على مجرد شراء أسهم المشروعات القائمة أو الاكتتاب في أسهم المشروعات المراد القيام بها كما لا يخول للمستثمر الأجنبي الحق في الإدارة.

بالإضافة إلى مصادر التمويل الخارجية السالفة الذكر توجد مصادر خارجية أخرى وهي:

- المؤسسات الدولية المانحة للائتمان: لقد أصبح للمؤسسات المالية أهمية كبيرة في مجال التمويل الدولي ولعل أهم هذه المؤسسات<sup>(1)</sup>:

1 - صندوق النقد الدولي: أنشأ صندوق النقد الدولي بموجب اتفاقية "بريتن وودز" سنة 1944م، وارتبط إنشاء الصندوق في الحاجة لانتشاء منظمة تشرف على النظام النقدي الدولي الجديد لمعالجة المشاكل النقدية والاقتصادية التي خلفتها الحرب العالمية الثانية.

وتتمثل أشكال القروض التي يقدمها الصندوق للدول الأعضاء فيما يلي:

- حقوق السحب العادية: يتمكن العضو في الصندوق من الاقتراض بقيمة مساهمته في الصندوق بالعملة الأجنبية مقابل دفع عملته الوطنية ويمنح هذا التسهيل لتصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات للدول الأعضاء.

- تسهيل التمويل التعويضي والطارئ: يقدم لتعويض الانخفاض المفاجئ لصادرات دولة معينة عضو في الصندوق كما يمنح هذا التسهيل لمواجهة أزمة طارئة ناتجة عن ارتفاع أسعار الواردات.

- تسهيل تمويل المخزون الاحتياطي: يقدم هذا التسهيل لمواجهة العجز في ميزان المدفوعات وذلك للمحافظة على مخزون الدول الاحتياطي من المواد الخام.

- تسهيلات التصحيح الهيكلي: هدف هذه التسهيلات تصحيح الهيكل الاقتصادي للدول الأعضاء التي تعاني مشاكل اقتصادية هيكلية ومشاكل مزمنة في موازين مدفوعاتها.

(1) يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، طبعة 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 51،49.

2- البنك الدولي: انشأ هذا البنك بمقتضى اتفاقية "بريتن وودز" عام 1945م والبنك الدولي هو توأم لصندوق النقد الدولي ومتم له، وقد تم إنشاء بعض المنظمات التابعة له لتكون معه ما يسمى بمجموعة البنك الدولي وهذه المنظمات هي:

أ. مؤسسة التمويل الدولية: وقد تم إنشاؤها سنة 1956 لتقويم التمويل للمشروعات الخاصة في الدول النامية.

ب. وكالة ضمان الاستثمار متعدد الأطراف: أنشأت سنة 1957 وتهدف إلى تقديم تأمين ضد المخاطر غير التجارية للمستثمرين.

ج. هيئة التنمية الدولية: وقد تم إنشاؤها سنة 1960 لتقديم القروض طويلة الأجل بشروط أكثر يسرا عن تلك التي يقدمها البنك الدولي.

د. البنك الدولي لتسوية منازعات الاستثمار: أنشأ سنة 1966 مهمته حل المنازعات عن طريق التحكيم.

تتضمن أهداف البنك ما يلي:

- تقديم القروض للدول الأعضاء أو المؤسسات الاقتصادية الخاصة القائمة في أراضيها، من الأرصدة الرأسمالية المتاحة في حالة عدم كفاية الاستثمارات الخاصة أو عدم توفير القروض اللازمة من مصادر أخرى بشروط مقبولة.
- تشجيع الاستثمارات الخاصة الأجنبية سواء بتقديم الضمانات اللازمة أو بالمشاركة بنصيب في القروض الأجنبية المقدمة للدول الأعضاء.
- توفير المعونات الفنية لإعداد وتنفيذ الخطط الاستثمارية والإنمائية والمساهمة في إعداد وتدريب الكوادر الفنية والإدارية التي تحتاجها الدول النامية عن طريق معهد التنمية الاقتصادية التابع للبنك.
- يقدم هذا البنك قروض طويلة الأجل للتنمية الاقتصادية خاصة في الدول النامية.

### المبحث الثالث: مساهمة الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في تطوير وتنمية الاقتصاديات الوطنية، فهي تعبر عن مدى تطور البلد أو تخلفه اقتصاديا، حيث تساهم هذه الأسواق في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية، سنتناول في هذا المبحث مساهمة الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية من ثلاثة مطالب، المطلب الأول سنتطرق فيه إلى العلاقة النظرية بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية، أما المطلب الثاني يكون حول التأثير المتبادل بين الأسواق المالية ومؤشرات الاقتصاد الكلي والمطلب الثالث سنتناول فيه دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

#### المطلب الأول: العلاقة النظرية بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية

إن مناقشة دور النظام المالي في النشاط الاقتصادي تولد عنه اختلاف حول الكيفية التي يمكن أن يساهم بها التطور المالي في التنمية، حيث أنه يمكن بشكل عام تصنيف الآراء حول العلاقة بين التطور المالي والحقيقي ضمن ثلاث مدارس أو فرضيات وهي:

##### أولاً: فرضيات الهيكلية المالية<sup>(1)</sup>

تعتمد وجهة نظر مدرسة البنيان الهيكلية على أن وجود شبكة واسعة من المؤسسات المالية وكذا تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية، بالإضافة إلى التوسع في أنشطة هذه المؤسسات سيكون له أثر ايجابي مهم على الادخار والاستثمار وبالتالي على التنمية.

وتعزى الفرضية سالفة الذكر إلى كل من Gurlly And Show و Goldsmith Raymond، الذين نادوا بتشجيع نمو وتوسيع مؤسسات النظام المصرفي وتنويع الأدوات المالية، وجعلها أكثر انتشارا بوصفه أنجع أسلوب لتحقيق النمو المالي، وأنّ هذا يدفع باتجاه تعزيز النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية، في حين يؤدي قصور التطورات المالية إلى إعاقة التنمية والنمو الاقتصاديين.

وقد عبر كل من Gurlly And Shaw في كتابهما "النقود في نظرية المال" عن أهمية وحساسية الدور الذي يلعبه القطاع المالي في تحقيق النمو والتنمية، وذهبا إلى أن نظاما ماليا متنوعا ومتطورا سيسمح

(1) خاطر طارق، مفتاح صالح، التأسيس النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي وأهم مؤشراتته في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، أبحاث اقتصادية وإدارية، الجزائر، العدد السادس عشر، 2014، ص ص 146، 147.

بتخصيص أكفاء للموارد ويؤدي إلى تحقيق النمو والتنمية. فالتطور المالي يسمح بتركيز أكبر للادخار داخل النظام المالي ويزيد من المنافسة بين الوسطاء الماليين، بفضل تنوع المؤسسات المالية ما يسمح بتخصيص أمثل للادخار نحو الاستثمار بفضل السوق.

وتعد الدراسة التي قام بها الاقتصادي Raymond Gold Smith من أبرز الأعمال التي بلورت الأفكار الأساسية الأولى لفرضيات الهيكلية المالية، والتي اختبر من خلالها العلاقة بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية لـ 35 دولة متقدمة ونامية. وذلك من خلال قياس مؤشر نسبة العلاقة المالية المتبادلة والتي تمثل نسبة إجمالي الأصول المالية إلى صافي الثروة القومية، باعتبارها أوسع مفهوم للقياس يمكن استخدامه لوصف الهيكل المالي والتنمية ضمن النطاق الوطني وهي تقيس كثافة الغطاء المالي للاقتصاد. ووجد أنه ومن خلال مسيرة التنمية الاقتصادية للدول محل الدراسة فقد نمت بنية النظام المالي بمعدلات أسرع من الناتج القومي والثروة القومية، بما يعني ارتفاع مؤشر نسبة العلاقة المالية المتبادلة وأن قيمة هذه النسبة في الدول النامية تقل عن نظيرتها في أوروبا ودول جنوب أمريكا.

### ثانياً: فرضيات الكبح المالي

من أبرز منظري هذا الاتجاه الاقتصاديان البارزان Shaw و McKinnon اللذان تمثل إضافتهما العلمية في هذا المجال الأعمال المؤسسة لنظرية التحرير المالي، حيث يقوم جوهر هذه الفرضية على الدعوة إلى تخفيف القيود والضوابط المفروضة على النظام المالي وأن تحرير أسعار الفائدة هو الحل لمشكلة انخفاض مستويات الادخار والاستثمار.

حيث يعرف التحرير المالي بأنه: «إلغاء القيود المفروضة على رؤوس الأموال وتحرير معدلات الفائدة وأسعار مختلف العمليات المالية وجعلها تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب في السوق، مع منح استقلالية أكبر للبنوك والمؤسسات المالية وتشجيع المنافسة بينها من خلال فتح القطاع أمام المؤسسات المالية الخاصة الوطنية والأجنبية»<sup>(1)</sup>.

وفقاً لنموذج Shaw و McKinnon فإن ظاهرة الكبح المالي تحدث من خلال القيود والضوابط المالية التي يتم فرضها على أسعار الفائدة وأسعار الصرف، بالإضافة إلى المعدلات المرتفعة لنسبة الاحتياطي القانوني في البنوك والتي يترتب على سوء تطبيقها تشويه لدور سعر الفائدة في الاقتصاد وخفض معدلات

(1) رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999، ص 73.

النمو، لذا يرى هذا النموذج أنه يتعين إزالة هذه الضوابط والقيود وترك الحرية لتفاعل قوى السوق من أجل تدعيم عملية التنمية الاقتصادية<sup>(1)</sup>.

وقد لاقت الأفكار التي صاغها Shaw و McKinnon تأييدا كبيرا من قبل العديد من الاقتصاديين والذين عملوا على وضع نماذج تدرس أثر التحرير المالي وتحرير معدلات الفائدة الحقيقية على الاستثمار والنمو، وهي الأعمال التي خلصت نتائجها إلى دعم الطرح القائل بإيجابية التحرير المالي على التنمية الاقتصادية.

كما اتجهت العديد من الدول وبالأخص النامية منها إلى تطبيق إجراءات التحرير المالي بشكل متزايد منذ سبعينيات القرن 20، بغية جني المكاسب المترتبة على تحرير أسعار الفائدة وإنعاش الاستثمار وتحقيق معدلات متصاعدة من النمو في الاقتصاد<sup>(2)</sup>.

### ثالثا: فرضيات مدرسة نماذج النمو الداخلي<sup>(3)</sup>

مع تطور الفكر التنموي ظهرت نظرية النمو الجديدة، والتي تمثل إطارا نظريا لتحليل النمو الداخلي أي النمو المستمر للنتائج والذي يتحدد من قبل النظام الخاص بعملية الإنتاج، وتهدف هذه النظرية أساسا إلى تفسير الاختلافات الحاصلة في معدلات النمو فيما بين البلدان المختلفة، وكذا تفسير الجزء الأعظم من النمو المتوقع وتبعا لهذه النظرة الجديدة في مجال النمو والتنمية، حاول بعض الاقتصاديين أن يدرسوا النظام المالي كمحدد وعامل من عوامل النمو الاقتصادي.

فقد توصل كل من Greenwood و Jovanovic من خلال تطبيق نموذج عام للتوازن، إلى أن زيادة ثقة المدخرين تجاه الوسطاء الماليين تزيد بصفة تلقائية من حجم المدخرات، في حين اهتمت دراسة قام بها GreenWood و SmithBruce بتطبيقهما لنموذج داخلي للنمو بالكيفية التي يساهم فيها الوسطاء الماليون في التخصيص الأمثل للمدخرات.

من جهتهما أوضح Benivenga و Smith دور هؤلاء الوسطاء في رفع كفاءة التخصيص للادخارات ودعم التراكم الرأسمالي، كما توصلا إلى أن زيادة حجم الادخار لدى الوسطاء الماليين له أثر فعال على دالة

(1) محمد عزت غزلان، اقتصاديات البنوك والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2002، ص 354.

(2) رمزي فواد ميخائيل أبو غزالة، اثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي بالأردن (حالة تطبيقية للفترة 1968-1988)،

ماجستير في الاقتصاد، الأردن، 1991، ص 27.

(3) مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001، ص ص 79، 80.

الإنتاج، ينشأ بفعل تخفيض مخاطر السيولة وإدارتها ومقدرة الوسطاء على تحويل المدخرات قصيرة الأجل إلى استثمارات طويلة والموائمة بينهما.

كذلك فإن الاقتصاديين Levine و King استخدموا نموذجا للنمو الداخلي في إيضاح الدور الإيجابي لمؤسسات النظام المالي، وقدرتها في الحصول على معلومات كافية عن كفاءة المشروعات قياسا إلى المدخرين الأفراد، وهي الميزة التي تتيح لهذه المؤسسات التعرف والتوجيه إلى تمويل الاستثمارات الأخرى اقتصاديا ومن ثم رفع معدل النمو والتنمية.

وفي نفس الاتجاه تقريبا استخدم Pagano نموذجا للاقتصاد المعلق وتوصل إلى أن وجود وساطة مالية كفؤة يسمح بتحويل المدخرات إلى استثمارات باستثناء جزء يتسرب بسبب المعوقات المؤسساتية في مرحلة الوساطة، وبهذا فإن المؤسسات الوسيطة بإمكانها التأثير على النمو والتنمية من خلال التقليل قدر الإمكان من حجم هذا التسرب، والذي من شأنه أن يرفع مستوى الإنتاجية الحدية لرأس المال.

#### المطلب الثاني: التأثير المتبادل بين الأسواق المالية ومؤشرات الاقتصاد الكلي

تمارس أسواق المال تأثيرها على التنمية الاقتصادية ويتجلى هذا التأثير في مؤشرات الاقتصاد الكلي وهذا ما سنتناوله في هذا المطلب.

#### أولاً: الناتج المحلي الإجمالي

مما لا شك فيه أن أسواق المال في الدول النامية تساعد في عودة رؤوس الأموال الوطنية المقترحة إلى الاستثمار المحلي، وهذا يسهم بصورة مباشرة في تحقيق التنمية المتواصلة فأسواق المال تتيح فرصا تجارية لا يمكن تجاهلها، وهذه الفرص حققت انجازات عظيمة في نمو اقتصاديات بعض الدول. فقد تمكنت بعضها من تحقيق زيادة في نمو الناتج المحلي وصل إلى ثلاثة أضعاف الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي للدول المتقدمة صناعيا، وتمكنت من كبح جماح العجز والتضخم وعمليات الخصخصة غير المدروسة.

إن زيادة النشاط الاقتصادي الحقيقي ونمو الناتج المحلي الإجمالي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم في سوق الأوراق المالية ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها<sup>(1)</sup>.

(1) مسعود علي نجي، ورقة بحثية بعنوان المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية بعنوان: دور

الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، بتاريخ 2005/12/11، جامعة الفاتح لينا، ص4، على الموقع HTTP//

: [www.sm.gov.ly/point/enconamy-ppt](http://www.sm.gov.ly/point/enconamy-ppt) 2



**ثانيا: سعر الصرف**

إن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية، ذلك أن سعر الصرف يعتبر من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي الكلي ومن تم أداء سوق الأوراق المالية، وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات، إن التحركات والتقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية. إن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتضمن أصولا مقومة بعملة أجنبية وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة، والتي يقصد بها تلك المخاطر والتقلبات التي تتعرض لها عوائد المحفظة الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة، وتختلف درجة التأثير باختلاف سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التقويم الكامل والربط الكامل<sup>(1)</sup>.

**ثالثا: السياسات النقدية وأسعار الفائدة**

تعتبر أسعار الفائدة أحد الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد، حيث يستخدمها المصرف المركزي في التأثير على عرض النقود، وتشير عدد من الدراسات إلى وجود علاقة بين السياسات النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أكدت على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي على أساس أن زيادة المعروض من النقود يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة، مما يشجع على الاستثمار ويؤدي ذلك بطبيعة الحال إلى زيادة لإنتاج وانخفاض البطالة وهذه الزيادة تزيد الأرباح، فيؤدي ذلك إلى زيادة أسعار الأسهم في أسواق المال<sup>(2)</sup>.

**المطلب الثالث: دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية**

إن للأسواق المالية دور كبير في دفع عملية التنمية الاقتصادية، والتطور الاقتصادي للبلد ويمكن ان نوجز هذه الأدوار فيما يلي:

(1) المرجع السابق، ص 6.

(2) محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة - دراسة حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، جامعة

سعد دحلب، الجزائر، 2007، ص 71.

**أولاً: دورها في زيادة الادخار**

تساهم أسواق رأس المال في البلدان النامية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي، حيث توفر مؤسسات الوساطة المالية الفرصة للمدخرين لتوزيع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطر والعائد والسيولة، ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات، وبالتالي توفر للشركات مصدراً خصباً لتمويل احتياجاتها على المدى الطويل<sup>(1)</sup>.

**ثانياً: دورها في علاج المديونية الخارجية**

إن أسواق الأوراق المالية الصناعية تعمل على جذب المدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محلياً، الأمر الذي يترتب عليه تجنب المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، والمتمثلة في زيادة مدفوعات الدين عند ارتفاع أسعار الفائدة الدولية، كذلك ينطوي الاستثمار الأجنبي في الأسهم على مشاركة المستثمرين الأجانب في تحمل المخاطر.

معنى ذلك أن الدول النامية التي تحمل على عاتقها دين ثقيل وفي محاولتها لتخفيض رصيد دينها الخارجي، فإنها تستطيع أن تقوم بعملية تحويل جزء من ديونها إلى أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية، وذلك من خلال قيام المستثمرين المحليين والأجانب بشراء التزامات الدول المدينة بالعملة الأجنبية بخصم في الخارج، بحيث يمكن بعد ذلك الحصول على مقابلها في شكل مشاركات أو أسهم بالعملة المحلية في مجالات إنتاجية وخدمية يتفق عليها، وكذلك تقوم البنوك التجارية بتحويل ديونها للدول النامية إلى استثمارات في الخارج<sup>(2)</sup>.

**ثالثاً: دورها في خلق السيولة**

قد تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، ولكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يملكونها إلى الأبد، وذلك في الوقت الذي لا يمكنهم فيه استرداد قيمتها من المنشآت التي أصدرتها طالما أن تلك المنشأة مستمرة في ممارسة نشاطها، ولكن أسواق الأوراق

(1) شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، 2002، ص 51.

(2) عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 120.

المالية تجعل الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية، لأنها تسمح للمستثمرين بالحصول على الأصول المالية وهي أسهم رأس المال وبيعها بسهولة ويسر، والأسواق التي تتحقق فيها السيولة تساعد بتسهيلها الاستثمارات الأطول أجلا والأكثر ربحية على تحسين تخصيص رأس المال وزيادة معدلات النمو الاقتصادي، فضلا عن ذلك يمكن للسيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية والتي من خلالها يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية، أن تؤدي إلى زيادة الاستثمار (1).

#### رابعا: إحكام الرقابة على إدارة الشركات

تزيد الأسواق المالية عالية السيولة من الحافز للحصول على المعلومات للاستفادة منها، مما يسهم في إحكام الرقابة على إدارة الشركات، وتقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتهم، وتنتج لهذا فهي تقوم بأداء دور في التوجيه الإداري للشركات والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المدراء يساعد على التوفيق بين مصالح المدراء ومصالح الملاك (2).

#### خامسا: دورها في تخصيص الموارد

بالنسبة لدور سوق الأوراق المالية في تخصيص الموارد، فإنه يقوم بدورين متميزين: إحداهما مباشر والآخر غير مباشر، ويعزى الدور المباشر إلى أن المستثمرين عندما يشترون أسهم شركة ما فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية يعلم بها المتعاملين في السوق هي التي يمكن إصدار المزيد من الأسهم بل وبيعها بسعر مرتفع تحقق حصيلة كبيرة للإصدار الأمر الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل، أما الدور غير المباشر فينتج من أن زيادة إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم الشركة يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين، ومن ثم تستطيع هذه الشركة الحصول على أموال إضافية بسعر فائدة منخفض (3).

#### سادسا: دورها في تخفيض تكلفة المعلومات وتسعيرها

تدفع الأسواق المالية الواسعة وعالية السيولة إلى حيابة المعلومات وتقدم أساليب الفرز والرصد، حيث تقوم البورصات بجمع المعلومات وتعميمها بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية، كما توفر مؤسسات

(1) المرجع السابق، ص 130.

(2) هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد

38، بنك الكويت الصناعي، 1999، ص 52.

(3) عمر صقر، مرجع سبق ذكره، ص 123.

التصنيف الائتماني البيانات والمؤشرات عن ملاءة المقترضين وجدوى المشروعات وفرص الاستثمارات المرعبة، الأمر الذي يساعد المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح، منتفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عملية البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها<sup>(1)</sup>.

#### سابعاً: دورها في استعادة رأس المال الهارب

إن عدم وجود فرص للاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية وغياب الثقة في المناخ الاستثماري، يعد من أسباب هروب رأس المال إلى الدول المتقدمة، وهنا يأتي دور الأسواق الصاعدة في عملية الجذب لاسترداد جزء من هذه الأموال الهاربة من خلال توفير بدائل استثمارية متعددة، ومع ارتفاع العائد بها يؤدي حتماً إلى عودة هذه الأموال والتقليل من فرصة هروبها إلى الخارج<sup>(2)</sup>.

#### ثامناً: دورها في تلطيف التقلبات الاقتصادية

هناك اختلاف بين الآثار الناجمة عن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية وتدفقات رأس المال مثل القروض عبر مراحل الدورة الاقتصادية، معنى ذلك أن الاقتراض من البنوك يساهم في تفاقم الدورة وذلك محاولة من البنوك في زيادة إقراضها أثناء مرحلة التوسع عن مرحلة الكساد، في حين أن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية له مكاسب وخسائر، يجعل المستثمر يحجم عن البيع أو الشراء في أوقات الانخفاض أو الارتفاع الشديد لأسعار الأسهم حتى يتجنب الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى آلية داخلية تلطف وتحد من تقلبات الدورة الاقتصادية<sup>(3)</sup>.

(1) شذا جمال الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 53.

(2) هالة حلمي السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 54.

(3) عمر صقر، مرجع سبق ذكره، ص 125.

## خلاصة:

تعتبر التنمية الاقتصادية عملية لرفع مستوى الدخل القومي يترتب تباعا على هذا ارتفاع في متوسط نصيب الفرد، وقد ظهرت عدة نظريات للتنمية الاقتصادية باعتبار موضوع التنمية مهم في أي دولة، حيث اهتم العديد من المفكرين بها وذلك بهدف التعرف على الأبعاد الحقيقية للتخلف الاقتصادي.

تتطلب عملية التنمية الاقتصادية العديد من المتطلبات من رأس المال وموارد بشرية وطبيعية إلى التكنولوجيا وتعتبر هذه المتطلبات ضرورية لإنجاز مهامها.

وتعتبر الأسواق المالية مساهما هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال الدور الفعال الذي تقوم به إذ تعتبر البيئة المناسبة لتمويل احتياجات الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في تمويل نشاطاتها الاقتصادية وبالتالي المساهمة في إنعاش نشاط هذه الوحدات مما يساهم بدوره في تنشيط الدورة الاقتصادية وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية.

الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر الأسواق المالية على

التنمية الاقتصادية في السعودية

المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي السعودي.

المبحث الثاني: أداء السوق المالي السعودي.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر السوق المالي

السعودي على التنمية الاقتصادية.

**تمهيد**

إن دراسة تفعيل الأسواق المالية خصوصا في وقتنا الحالي أصبح ضرورة حتمية لكل بلد، خصوصا دورها وتأثيرها على التنمية الاقتصادية، والسعودية كأي بلد تسعى إلى تطوير وتفعيل سوقها المالي من أجل مساهمته في التنمية الاقتصادية، إذ يعتبر السوق المالي السعودي من أكبر الأسواق المالية في المنطقة العربية.

ولمعرفة العلاقة الموجودة بين سوق رأس المال السعودي والتنمية الاقتصادية سنقوم بدراسة قياسية معتمدين على نموذج الانحدار المتعدد وذلك بتحديد أهم المتغيرات الأكثر تأثيرا على التنمية الاقتصادية. لذلك سنتناول في هذا الفصل ثلاثة مباحث وهي:

**المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي السعودي؛**

**المبحث الثاني: أداء السوق المالي السعودي؛**

**المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر السوق المالي السعودي على التنمية الاقتصادية.**

## المبحث الأول: الإطار النظري للسوق المالي السعودي

يعتبر سوق رأس المال السعودي التي تعرف باسم " تداول " أهم سوق على مستوى الدول العربية جميعها، ذلك لما تتميز به من رسملة سوقية كبيرة جعلها تحظى بمكانة بين الأسواق المالية الأخرى، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث حيث سنتناول ثلاث مطالب: المطلب الأول نشأة وتطور السوق المالي السعودي، أما المطلب الثاني الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالي السعودي، أما المطلب الثالث سنخصصه لمتطلبات الإدراج في سوق رأس المال السعودي وأدواته.

### المطلب الأول: نشأة وتطور السوق المالي السعودي

يعد سوق رأس المال السعودي من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة، وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى تاريخ هذه السوق.

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودية إلى عام 1932م، حيث أنشأت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصا في السبعينيات إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، ومع تطور عدد شركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم من خلال 32 مكتب وساطة أسهم، ولم تكن خاضعة لقوانين ونظم وكان عدد شركات المساهمة التي يجري تداول أسهمها في السوق 40 شركة بحجم رؤوس أموال مستثمرة 35 مليار سعودي، ولقد وضعت بعض الأنظمة والقواعد التي تحكم وتراقب سير عمليات التداول أقرتها اللجنة الوزارية المكلفة بشأن تنظيم تداول الأسهم في ديسمبر 1984. (1)

وأوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودية، وعلى ضوء ذلك تم إنشاء مكتب للمقاصة لمطابقة وموازنة طلبات البيع والشراء من البنوك المختلفة، وتم إدراج عدد من البنوك الوطنية لأداء وظيفة الوساطة في السوق من خلال الاتصالات المرتبطة بمؤسسة النقل السعودية.

شهد عام 1990 بداية تشغيل النظام الآلي لتداول الأسهم في المملكة عبر البنوك التجارية، وهو النظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر قفز بأعداد الصفقات والأسهم المتداولة والشركات المدرجة إلى أرقام

(1) هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم. 00: 14 A، Le 10/04/2016، <http://EMA.ORG.SA/IA/DEF.HTML>



كبيرة واستمر العمل به إلى حلول عام 2001، حيث تم استبداله بنظام "تداول" وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والتفويض، ويوفر نظام "تداول" سوقاً يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين هذين السعيرين مع إعطاء معلومات أخرى، خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة. ولقد لعبت البنوك التجارية دور الوسيط بين المستثمرين القائمين أو الراغبين في الدخول.<sup>(1)</sup>

وكانت مؤسسة النقد العربي السعودية الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 31 جويلية 2003، بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية، من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وبانعقاد مجلس الوزراء السعودي في 19 مارس 2007م، تم الموافقة على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية (تداول)"، ومن أهم أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، وبلغ رأسمال الشركة 1.2 مليار ريال مقسماً إلى 120 مليون سهم متساوية القيمة، وهي أسهم نقدية إكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة، وقضى القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة، وتسعى السوق السعودية إلى تحقيق عدة أهداف منها<sup>(2)</sup>:

أ- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية:

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية، مع ضمان جودة وعدالة السوق؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء؛
- تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

ب- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية:

- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛

(1) مساعد النمر، تداول (مجلة تداول لسوق الأسهم السعودية)، المملكة العربية السعودية، العدد 12، 2005، ص 4.

(2) السوق المالية السعودية، نبذة عن السوق. Http:// Www.Tadawel.Com.Le 10/04/2016, A 14m30.

- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهمتها.

### المطلب الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي للسوق المالي السعودي

لتطبيق أحكام نظام السوق المالية لابد من توافر مجموعة من اللوائح والقواعد والتعليمات، بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق، ونحاول في هذا المطلب التطرق إلى الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق السعودية من خلال:

#### 1- نظام السوق المالية السعودية:

صدر "نظام السوق المالية" بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/31م، ويهدف النظام إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة على أسس جديدة متطورة من شأنها تعزيز الثقة والجاذبية للسوق والمستثمرين بما يتضمن تعزيز الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالأوراق المالية، وتوفير العدالة في التعامل وحماية المتعاملين بالأوراق المالية في السوق، وقد وفر النظام مظلة ومرجعية نظامية متكاملة للسوق وتوضح الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق، وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح من خلال الفصل بين الدور الرقابي والإشرافي والدور التشغيلي للسوق من خلال استحداث مؤسسات جديدة للسوق ولجان للفصل في المنازعات.

عندما يشعر المستثمرون أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل والمساواة فإنهم يقبلون على الاستثمار فيها بكل ارتياح، وهذا يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية، وبتيح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد، أما إذا كان الاستثمار حكرا على فئة قليلة تسيطر على السوق وتتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركات قبل غيرها من الناس، فلن يكون هناك إقبال على الاستثمار في السوق المالية، وقد يعزف الكثير من المستثمرون عنها تماما، وهذا بدوره يقلص من مستويات النمو الاقتصادي<sup>(1)</sup>.

(1) السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية. 30: 10، A 11/04/2016، Le 11/04/2016، Www.Tadawel.Com

وتتمثل أهم ملامح التنظيم بالسوق المالية السعودية فيما يلي<sup>(1)</sup> :

- الإطار التشريعي ودور الجهة الرقابية على السوق في الإشراف والرقابة على السوق؛
- تنظيم عمل شركات الوساطة المالية وصناديق الاستثمار؛
- وضع قواعد خاصة بالإفصاح؛
- قواعد خاصة لكشف الاحتيال والتداول وبناء على معلومات داخلية؛
- العقوبات والأحكام الجزائية للمخالفات؛
- وجود دور فعال لصناديق الاستثمار.

## 2- البنية التنظيمية للسوق المالي السعودي:

وتتمثل أهم هيئات نظام سوق رأس المال السعودي فيما يلي<sup>(2)</sup>:

### أ- هيئة السوق المالية:

هي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة سوق رأس المال السعودي، وذلك منذ تاريخ 2003/07/31م بموجب "نظام السوق السعودية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30)، والذي بموجبه تشرف الهيئة على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق، ويتألف مجلس هيئة السوق المالية من خمسة أعضاء من أصحاب الخبرة والاختصاص، ويتم تعيينهم بناء على أمر ملكي، وهو يتألف من رئيس ونائبي رئيس وثلاثة أعضاء، وأهم وظائفه هي وضع اللوائح الداخلية للهيئة، وكيفية تعيين الموظفين والمستشارين والمدققين، وأي خبراء آخرين من أجل القيام بالمهام والوظائف المناطة بها.

### ب- شركة السوق المالية السعودية (تداول):

هي شركة مساهمة سعودية والتي تم تأسيسها وفقاً لنظام وأحكام نظام السوق المالية ونظام الشركات، ويتكون مجلس إدارة السوق المالية السعودية (تداول) من تسعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار من مجلس الوزراء، وتشمل عضوية المجلس ممثل عن وزارة المالية، وممثل عن وزارة التجارة والصناعة، وممثل عن مؤسسة النقد العربي السعودية وأربعة ممثلين عن شركات الوساطة المرخصة وممثلين اثنين عن شركات المساهمة

<sup>(1)</sup> هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية. 15: 11 A، Le 11/04/2016، Http:// Cma.ORG..

<sup>(2)</sup> هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية. 45: 12 A، Le 11/04/2016، Http:// Www.Tadawel.Com.

المدرجة، وتشمل أغراض الشركة وتوفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك وفقا لنظام السوق المالية وبما يحقق أهدافها الواردة فيه.

### ج- مركز إيداع الأوراق المالية:

نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز لإيداع الأوراق المالية، يكون بمثابة الهيئة الوحيدة في المملكة المرخص لها بممارسة عمليات الإيداع والتسوية والتحويل والمقاصة، وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق.

### د- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:

هي لجنة منشأة من قبل هيئة السوق المالية، تتكون من مستشارين قانونيين متخصصين يعينهم مجلس هيئة السوق المالية لفترة ثلاث سنوات قابلة للتحديد، وتختص لجنة الفصل في المنازعات بالنظر في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعاليمهما في الحق العام والحق الخاص.

### هـ- لجنة الاستئناف:

نص نظام السوق المالية أيضا على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، تتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات، أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار التي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أمام هيئة الاستئناف في غضون 30 يوما من تاريخ الأخطار بذلك، وتعد قراراتها بعد ذلك نهائية.

### 3- اللوائح التنفيذية للسوق السعودية:

تكمن أكبر مهمات هيئة السوق المالية في عملها على إيجاد سوق مالية منظمة، وعادلة، وشفافة، تحقق الحماية لجميع المستثمرين من كافة الممارسات غير النظامية، أو التي تتطوي على احتيال، أو غش، أو تدليس، أو تلاعب، ويعد إصدار اللوائح التنفيذية أمرا ضروريا لتنفيذ المهمات التي يجب على الهيئة القيام

بها، وهذه الضرورة جاءت بسبب أن نظام السوق المالية لم يضع نصوصاً تنظيمية لكل المهمات التنفيذية التي على الهيئة السعي للقيام بها، وقامت الهيئة بوضع العديد من اللوائح التنفيذية اللازمة لتنفيذ أحكام نظام السوق المالية، وتعد لائحة سلوكيات السوق اللائحة الأكثر اهتماماً بتنظيم نشاطات وسلوكيات المستثمر الفرد من بين اللوائح التي أصدرتها الهيئة كما نظمت لائحة الأشخاص المرخص لهم (العلاقة بين المستثمر والشخص المرخص له).

#### أ- لائحة سلوكيات السوق:

تهدف هذه اللائحة إلى حماية المتعاملين في السوق المالية من الممارسات والسلوكيات غير النظامية ومن أهم أنواع الممارسات المحظورة بناء على هذه اللائحة:

- التلاعب بالسوق؛
- التداول بناء على معلومات داخلية؛
- بث البيانات غير الصحيحة (الشائعات).

#### ب- لائحة الأشخاص المرخص لهم:

يعد القائمون بأعمال الأوراق المالية من مستشارين ماليين ووسطاء ووكلاء ومديري محافظ مسؤولون عادة عن غالب النشاط الاستثماري الذي يتم في السوق المالية، ولهذا السبب خصصت لائحة مستقلة تحدد الإجراءات والشروط اللازمة لحصولهم على الترخيص واستمرار صلاحيته، والقواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم بأعمالهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم، إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وأصول عملائهم، وعلاوة على المبادئ العامة التي حددتها اللائحة والمتعلقة بالترخيص ومعايير السلوك المرخص له، مثل ضوابط النزاهة المهنية والرقابة الداخلية والكفاءة المالية والإفصاح، فإن هناك مبادئ وضوابط أخرى مرتبطة بعلاقة المرخص له بالعمل أهمها ضرورة التزام المرخص له بما يلي:

- حماية أصول العملاء بتبني الاحترازمات الكافية لتوفير الحماية لهذه الأصول؛
- التواصل مع العملاء الأفراد، وذلك معاملتهم بإنصاف وعدل ومراعاة مصالحهم؛
- معالجة تضارب المصالح بالإنصاف بين المرخص له وبين عملائه الأفراد، أو بين عميل وعميل آخر؛

- اعتماد سياسات ونظم ملائمة لإدارة المخاطر؛

- التأكد من ملائمة ما يقدمه المرخص له من خدمات مشورة وإدارة للعميل المقدمة له هذه الخدمات.

كما قامت الهيئة بإصدار لائحتين تنفيذيتين منفصلتين لتنظيم إصدار الأوراق المالية هما لائحة "طرح الأوراق المالية" ولائحة "قواعد التسجيل والإدراج"، وفيهما حددت شروط المستشار المالي والتزاماته وشروط التسجيل والإدراج، وشروط التسجيل في القائمة الرسمية، وضوابط نشرات الإصدار، وغير ذلك من التفاصيل الدقيقة التي لم تكن موجودة في نظام السوق المالية، وبشكل مماثل أصدرت الهيئة لوائح تنفيذية لتنظيم أعمال الأوراق المالية وأخرى لتنظيم صناديق الاستثمار ... إلى غير ذلك.

### المطلب الثالث: متطلبات الإدراج في السوق المالي السعودي وأدواته

سنتطرق في هذا المطلب إلى كل من متطلبات الإدراج في سوق رأس المال السعودي، والأدوات الاستثمارية السائدة فيه.

#### أولاً: متطلبات الإدراج في السوق المالي السعودي

أصدرت هيئة السوق المالية قواعد ولوائح خاصة بالتسجيل والإدراج يجب الالتزام بها من قبل الشركات التي تسعى للإدراج في التداول، وتتضمن هذه القواعد المتطلبات الرئيسية التي يحتاج المصدر الالتزام بها قبل وبعد عملية الإدراج، وذلك بعد الحصول على موافقة مجلس الإدارة على إدراج الأوراق المالية للشركة وتتمثل هذه القواعد في<sup>(1)</sup>:

#### 1- تعيين المستشارين:

تتطلب هيئة السوق المالية تعيين مستشار مالي مستقل مرخص من قبلها لتقديم المشورة للشركة بشأن الالتزام بالقواعد واللوائح المختلفة الخاصة بهيئة السوق المالية، وهناك عدد من الشروط التي ينبغي على المستشار المالي التحقق من توافرها فيما يخص عملية الإدراج، كما يجب تعيين مستشار قانوني مرخص لمزاولة العمل في المملكة العربية السعودية.

#### 2- الشروط المتعلقة بالتسجيل والقبول والإدراج:

تتمثل الشروط الأساسية التي يلزم الوفاء بها من أجل الإدراج في السوق المالية السعودية في:

(1) دليل الإدراج، ص 33 على الموقع: Http : // Www.Tadawul.Com, Le 12/04/2016, A 17 :30.

- أ. يجب أن تكون الشركة شركة مساهمة سعودية، ماعدا الحالات التي تنطبق فيها أحكام الإدراج المزدوج؛
- ب. أن يكون مقدم الطلب مارس نشاط رئيسي لمدة ثلاثة سنوات تحت إدارة لم تتغير في مجملها تغيراً جوهرياً؛
- ج. ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 200 مساهم؛
- د. تمتلك قوائم مالية مدققة لثلاث سنوات على أن تكون الفترة الأخيرة فيها اقل من 6 أشهر على الأقل من تاريخ اعتماد نشرة الإصدار الخاصة بالشركة وتتطلع بأداء مالي قوي؛
- هـ. تمتلك فريق إدارة على قدر ملائم من الخبرة؛
- و. يجب أن لا تكون الشركة قد نفذت إعادة هيكلة مالية معينة خلال السنة؛
- ز. يجب أن يكون بحوزة الشركة رأس مال عامل كاف للعام القادم؛
- ح. يجب أن لا تقل القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة للأسهم المدرجة عن 10 مليون ريال سعودي؛
- ط. يجب أن لا تقل ملكية الجمهور من الأسهم عن 30%.

### 3- التسجيل والإدراج:

تقتضي عملية التسجيل والإدراج من المصدر بأن تكون الأوراق المالية المطروحة مغطاة من متعهد تغطية مرخصة من قبل هيئة السوق المالية، علاوة على ذلك يلتزم أن يقوم المصدر بالتشاور مع مستشاره المالي الوثائق المطلوبة مثل: طلب التسجيل ونشرة الإصدار وما إلى ذلك بما يتفق مع قواعد التسجيل والإدراج ويخضع قبول الإدراج لتقدير الهيئة بناء على امتثال المصدر للوائح هيئة السوق المالية.

### 4- الالتزام بقواعد التسجيل والإدراج:

يجب على المصدر أن يلتزم بقواعد التسجيل والإدراج وأن يقدم المعلومات والتوصيات إلى الهيئة عند الطلب وكذلك بإمكان المستشار المالي المعين من قبل المصدر المساعد في تزويد الهيئة بكافة المعلومات المطلوبة وكذلك التوضيحات.

### 5- الالتزامات المستمرة:

الشركات المدرجة مطالبة بالالتزام بقواعد التسجيل والإدراج وغيرها من القواعد واللوائح الخاصة بالهيئة باستمرار، من أجل ضمان الحفاظ على وضع الشركة المدرجة وتشمل الالتزامات الرئيسية متطلبات تتعلق

بالإفصاح عن التطورات الجوهرية والمعلومات المالية ضمن الفترات المالية المحددة، وكذلك الإعلانات والمنشورات ومهام مجلس الإدارة والإشعارات المتعلقة بالأوراق المالية وسداد الرسوم ونحو ذلك.

وتغطي قواعد التسجيل والإدراج أيضاً أحكاماً تتعلق برأس المال وخفضه، وتجدر الإشارة إلى أن الجوانب التي ذكرت أعلاه تهدف فقط إلى إعطاء نظرة عامة بشأن المتطلبات الرئيسية التي يتعين على المصدر الالتزام بها في سياق عملية الإدراج.

### ثانياً: الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق المالي السعودي

يعتبر سوق الأوراق المالية السوق الجامع لكل ما يطرح من أوراق مالية للجمهور سواء كان ذلك أسهماً (صكوك ملكية) أو دين، وهناك ثلاث أدوات للاستثمار متمثلة في الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار.

أ- السندات: تعتبر السندات قناة تمويلية هامة تستخدمها الحكومات والشركات والمؤسسات لتوفير السيولة اللازمة لتمويل مشروعاتها وبتكلفة منخفضة نسبياً، كما أنها تقدم حماية لمحفظة المستثمرين بإعطائهم القدرة على توزيع المخاطر بتوفير أدوات استثمارية ذات مخاطر أقل وعائد دوري آمن.<sup>(1)</sup>

ب- الأسهم: تمثل الأسهم ورقة ملكية في الشركة يحصل حاملها على عوائد رأسمالية من الأرباح النقدية الموزعة، التي تمثل نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة خلال فترة معينة (سنوية، نصف سنوية أو غيرها)، وذلك بعد إقرار الجمعية العمومية توزيع نسبة من الأرباح المحققة لحملة الأسهم، أو من أرباح على شكل أسهم للشركة ذاتها، أو من الفوارق السعرية في حال البيع ويتسم الاستثمار في الأسهم بارتفاع معدل العائد في المدى الطويل مع ارتفاع عنصر المخاطرة الذي يعني احتمال تعرض المستثمر لخسائر من رأس ماله المستثمر<sup>(2)</sup>.

ج- صناديق الاستثمار: عبارة عن محفظة تضم مجموعة من الاستثمارات المتنوعة أو المتخصصة في نوع أو أنواع محددة (أسهم، سندات، نقد)، ويلجأ المستثمرون إلى شراء الحصص من هذه الصناديق على تنوع الاستثمارات ومن تم تقليل المخاطر بسبب وفرة الأموال، ويعهد المستثمرون إلى الجهة التي تدير صناديق الاستثمار باتخاذ القرارات نيابة عنهم، ويشكل عام فان العائد على هذه الحصص يميل لأن يكون أكثر أماناً

(1) السوق المالية السعودية، الصكوك والسندات، من الموقع. Http:// Www.Tadawel.Com.Le 15/04/2016, A 14 :30.

(2) هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، من الموقع Http:// Www.CMA,ORG.Le 15/04/2016, A



مع وجود عائد يزيد على عائد السند، ويقلل من عائد السهم. وتمتاز المحافظ أو الصناديق الاستثمارية بشكل عام بالمزايا الآتية:

- **التنوع الجيد:** حيث ينتقي الصندوق الآليات الاستثمارية التي تلائم أهدافه ويستفيدون من مبدأ التنوع لتقليل المخاطرة.
- **الإدارة المتخصصة:** حيث يدار الصندوق عادة بفريق عمل متخصص، يتولى متابعة أداء الآليات الاستثمارية المدرجة بكفاءة تتفق وأهداف الصندوق.
- **السيولة:** حيث يمكن وبسرعة تحويل الوحدات المستثمرة في الصندوق إلى نقد.
- **تحقيق التنوع بأقل التكاليف:** حيث أن الوحدة في الصندوق تعني ملكية في أكثر من نوع من الآليات الاستثمارية المدرجة في الصندوق.

و عن أهم العوامل التي تدفع المستثمر للاستثمار في نوع معين من الأوراق المالية دون آخر، هو البحث عن استثمار يولد عائدا مرتفعا، ويكون على درجة من المخاطرة يستطيع المستثمر تحملها.

## المبحث الثاني: تطور أداء السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015)

سنخصص هذا المبحث لدراسة التطورات التي عرفها سوق رأس المال السعودي على مستوى عدد من المؤشرات، وهي مؤشر عدد الشركات المدرجة و المؤشر العام للسوق بالإضافة إلى مؤشرات أخرى.

### المطلب الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة للفترة (2004-2015)

يمكن تلخيص التطورات التي عرفتتها عدد الشركات المدرجة في سوق رأس المال السعودي من خلال معطيات الجدول التالي:

### الجدول (03): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي (2004 - 2015)

السنة	عدد الشركات المدرجة	معدل نمو عدد الشركات (%)	معدل النمو
2004	75	-	$100 \times \frac{t1-t0}{t0}$
2005	80	6,67	
2006	88	10	
2007	120	36,36	
2008	132	10	
2009	141	6,82	
2010	146	3,55	
2011	153	4,79	
2012	158	3,27	
2013	163	3,27	
2014	168	3,07	
Q <sub>3</sub> من 2015	174	3,57	

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي لسنوات 2010، 2015

## التعليق:

يقيس مؤشر عدد الشركات المدرجة مدى اتساع حجم السوق حيث أنّ زيادة عدد الشركات المدرجة يدل على زيادة الاستثمارات وهو الأمر الذي يساهم في زيادة كفاءة البورصة، بالنسبة للسوق المالي السعودي نلاحظ من خلال معطيات الجدول أنّ عدد الشركات المدرجة في تطور مستمر، حيث سجلت زيادة في معدل نمو الشركات من 6,67% سنة 2005 إلى 36,36% سنة 2007 لينتقل بذلك عدد الشركات في السوق المالي السعودي من 80 شركة سنة 2005 إلى 120 شركة سنة 2007، أي بزيادة قدرها 40 شركة، أمّا في السنوات الأخيرة فنلاحظ زيادة متواضعة في عدد الشركات المدرجة أي بمعدلات نمو منخفضة، وبالرغم من هذا التطور فإنّ عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي المقدر بـ 174 في الربع الثالث من سنة 2015 منخفض إذا ما قارناه بعدد الشركات المدرجة في بورصة الدول المتقدمة مثل بورصة نازداك الذي بلغ عدد الشركات فيها سنة 2014، 3200 شركة، إلاّ أنّه يعتبر مؤشر إيجابي يدل على أنّ السوق في اتساع مستمر بشكل يؤثر إيجاباً على زيادة حجم الاستثمارات.

## المطلب الثاني: تطور مؤشر السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015)

قبل التطرق إلى تطور مؤشر السوق المالية السعودية يجب أن نستعرض طريقة حساب المؤشرات على مستوى هذه السوق كما يلي: (1)

يتم حساب المؤشر العام ومؤشرات القطاعات للسوق المالية السعودية عن طريق ضرب قيمة المؤشرات في اليوم السابق مع نسبة التغير في القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات المشمولة في حساب المؤشرات، والمعادلة أدناه توضح آلية حساب المؤشر العام ومؤشرات القطاعات.

المؤشر: (مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم/مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق) × قيمة المؤشر لليوم السابق.

حيث:

- مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة: القيمة السوقية للشركة "أ" + القيمة السوقية للشركة "ب" + ... وهكذا لجميع الشركات المشمولة في المؤشر.

- القيمة السوقية للشركة "أ": (سعر آخر صفقة عادية لسهم الشركة "أ" × عدد الأسهم الحرة للشركة "أ").

- سعر آخر صفقة عادية للسهم هو سعر الصفقة التي تجاوزت قيمتها 15000 ريالاً سعودياً.

(1) www.Tadawul.com – sa.le 14/11/2015/ a : 19h :30.

## مثال: كيفية حساب مؤشر قطاع الطاقة والمرافق الخدمية

الشركات المشمولة في المؤشر: شركة الغاز والتصنيع الأهلية، الشركة السعودية للكهرباء.

الجدول رقم (4): يبين مؤشر شركات قطاع الطاقة والمرافق الخدمية

الشركة	الأسهم الحرة	سعر آخر صفقة عادية		القيمة السوقية للأسهم الحرة	
		اليوم	اليوم السابق	اليوم	اليوم السابق
الغاز والتصنيع الأهلية	50.541.564	27,00	26,20	1.364.622.228,00	1.324.188.976,80
السعودية للكهرباء	715.804.529	13,20	13,00	9.488.619.782,80	9.305.458.877,009
المجموع				10.813.242.010,80	10.629.647.853,8010

المصدر: موقع السوق المالي السعودي [http:// www.tadawel.com](http://www.tadawel.com). le12/04/2016 a14h

وعلى افتراض أنّ مؤشر القطاع لليوم السابق كان: 5000 نقطة فإنّ مؤشر القطاع اليوم:

$$= 5000 \times (10.629.647.853,80 / 10.813.242.010,80) = 5086,35 \text{ نقطة.}$$

وبالمثل يتم حساب المؤشر العام للسوق بنفس الطريقة أعلاه ولجميع الشركات المشمولة في المؤشر.

- بعد التعرض إلى طريقة حساب المؤشرات سنستعرض تطور أداء مؤشر السوق المالية السعودية من خلال معطيات الجدول التالي:

## الجدول (05): تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي (2004-2015)

السنة	قيمة المؤشر	نسبة التغير في المؤشر (%)
2004	8206,23	—
2005	16712,64	103,65
2006	7933,3	-52,53
2007	11176,0	40,87
2008	4803,0	-57,02
2009	6121,8	27,45
2010	6620,8	8,15
2011	6417,7	-3,07
2012	6801,2	5,97
2013	8535,6	25,50
2014	8333,3	-2,37
Q3 من 2015	7404,0	-11,15

المصدر: من إعداد الطالبات بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، 2010، 2015.

## التعليق:

يقيس المؤشر العام TASI اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الأجنبية Tadawul All Share Index في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق السعودي.

نلاحظ من خلال الجدول أن مؤشر السوق قد أغلق في نهاية عام 2004 على 8206,23 نقطة، بينما سجل سنة 2005 ارتفاعاً بنسبة 103,65% أما في سنة 2006 فقد عرف مؤشر سوق المال السعودي انهياراً مدوياً وانخفاضاً بنسبة 52,53% مقارنة بالنسبة السابقة ويرجع هذا الانخفاض الحاد إلى عدة أسباب لعل أهمها تضخم الأسعار غير المبرر خاصة أسعار أسهم شركات المضاربة.

كما سجل أيضاً مؤشر السوق انخفاضاً سنة 2008 بنسبة 57,02% وهذا راجع إلى تداعيات الأزمة العالمية لسنة 2008، بعد هذه السنة واصل مؤشر السوق المالية السعودية نموه في السنوات 2009،

2010 أين حقق 6121,8 و 6620,8 نقطة على التوالي بينما أغلق سنة 2011 عند مستوى 6417,7 نقطة منخفضاً بـ 203,02 نقطة عما كان في سنة 2010.

سجل أيضاً المؤشر سنة 2012 ارتفاعاً قدره 5,97% وفي سنة 2013 أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية تداول عند مستوى 8535,6 نقطة، مرتفعاً بنسبة 25,50% بينما سجل هذا المؤشر تراجعاً سنة 2014 قدره 2,37% .

المطلب الثالث: تقييم أداء السوق المالي السعودي من خلال مؤشرات أخرى للفترة (2004-2015).

يمكن تلخيص التطورات التي عرفها سوق رأس المال السعودي من خلال معطيات الجدول التالي:

الجدول رقم(06): تطور أداء السوق المالي السعودي للفترة (2004 - 2015).

المؤشر	2004	2005	2006	2007	2008	2009
القيمة السوقية (مليار ر.س)	1200	2900	1700	2247	926	1245
قيمة الأسهم المتداولة(م ر.س)	1773859	4138696	5261851	2557713	1962946	1264011
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	10298	12281	68515	57886	58831	56740
معدل دوران السهم (%)	154,44	170,77	429,23	131,46	212,37	105,78
عدد الصفقات	13319523	46607951	96095920	65665500	52135929	36458326
نسبة تعاملات الأجانب من التداول (%)	0	0	0	0	5,25	4,11
المؤشر	2010	2011	2012	2013	2014	Q3 من 2015
القيمة السوقية (مليار ر.س)	1325	1290	1690	1753	1813	1767
قيمة الأسهم المتداولة (مليون ر.س)	759184	1098836	1929318	1369666	2146512	1322851
عدد الأسهم المتداولة (مليون)	33255	48545	86006	52306	70118	49973
معدل دوران السهم (%)	57,27	86,46	137,87	78,61	118,74	79,83
عدد الصفقات	19536143	25546933	42105048	28967694	35761091	23576529
نسبة تعاملات الأجانب من التداول (%)	5,52	4,54	3,2	4,4	3,81	4,65

المصدر: من إعداد الطالبات اعتماداً على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي مؤسسة النقد العربي السعودي والموقع الرسمي للسوق المالي السعودي.

## التعليق:

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة السوقية للأسهم في تطور ماعدا معدل الانخفاض المسجل سنة 2006 وسنة 2008 بسبب الأزمة العالمية لكن بعد سنة 2009 بدأت بالتحسن والتطور، حيث سجلت في نهاية سبتمبر من 2015 قيمة 1767 مليار ريال سعودي، وهذا يعتبر مؤشر إيجابي يدل على تطور رأس المال السوق السعودي وهذا ما يدل على مقدرة السوق على تعبئة الادخار وزيادة الاستثمار أو زيادة الإصدارات الجديدة.

أما فيما يتعلق بأحجام التداول فقد انخفضت قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2007 بنسبة 51,4% لتبلغ حوالي 255.7713 مليون ريال مقارنة مع 5.261.851 مليون ريال خلال العام السابق، كما سجلت أيضا انخفاضا سنة 2008 بنسبة 23,3%، على العموم فهي تتغير ارتفاعا وانخفاضا وسجلت أعلى قيمة سنة 2006 بما قيمته 5.261.851 مليون ريال. كما نلاحظ أيضا بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة أنها سجلت ارتفاعا في أغلب سنوات الدراسة. أما بالنسبة لمعدل دوران السهم لسوق رأس المال السعودي ارتفع ارتفاعا كبيرا ومستمر في سنة 2004 إلى سنة 2006، لينخفض سنة 2007 ويعاود الارتفاع مرة أخرى سنة 2008، حيث نلاحظ أن معدل دوران السهم انتقل من 154,44% سنة 2004 إلى 429,23% سنة 2006، وهي نسبة مرتفعة تعكس سيولة سوق الأسهم السعودي لكن هذا المعدل تراجع في باقي السنوات. وأخيرا فيما يخص نسبة تداول الأجانب بالنسبة للتداول الإجمالي في السوق المالي السعودي فنلاحظ أنه قبل سنة 2008 النسبة 0% لم يكن بإمكان المستثمرين الأجانب الاستثمار في هذا السوق العملاق، ولكن بعد هذا التاريخ سمح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم المدرجة وفي البورصة ولكن عبر وسط سعودي ولهذا السبب نلاحظ خلال الفترة (2008-2015) استثمارات الأجانب جد ضعيفة.

### المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر السوق المالي السعودي على التنمية الاقتصادية

بعد التعريف بسوق رأس المال السعودي وتحليل أدائه، سيتم في هذا المبحث القيام بالتحليل القياسي لأثر لسوق رأس المال السعودي على التنمية الاقتصادية في السعودية بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، والذي يسمح بتحديد أهم المتغيرات الاقتصادية الأكثر تأثيراً على التنمية الاقتصادية وهذا لتمكين من اختيار النموذج المناسب لقياس أثر المتغيرات الاقتصادية على التنمية الاقتصادية ثم يتم تحليل هذه النتائج.

#### المطلب الأول: نموذج الانحدار المتعدد

نموذج الانحدار المتعدد هو عبارة عن تعميم لنموذج الانحدار البسيط، وهذا الأخير الذي يتميز بقصوره في اعتماده على متغير تابع واحد لتفسير ظاهرة معينة تابعة بينما في نموذج الانحدار المتعدد يصاغ نموذج إحصائي يضم المتغير التابع  $y$  ومجموعة من المتغيرات المفسرة  $x_1, x_2, \dots, x_n$  ويكتب شكله لعام كالتالي<sup>(1)</sup>:

$$y_t = a_0 + a_1x_{1t} + a_2x_{2t} + \dots + a_kx_{kt} + \varepsilon_t$$

حيث:  $t = 1, \dots, n$

$y_t$ : متغير مفسر في الفترة  $t$ .

$x_{1t}$ : المتغير المفسر الأول في الفترة  $t$ .

$x_{2t}$ : المتغير المفسر الثاني في الفترة  $t$ .

.....

$x_{kt}$ : المتغير المفسر رقم  $k$  في الفترة  $t$ .

$a_0, a_1, \dots, a_k$ : معالم النموذج.

$\varepsilon_t$ : متغير الخطأ (التشويش).

(1): Regis Bourbonnais, Économétries Manuel Et Exercices Corrigés, 7<sup>e</sup> Edition, Dunod, Paris, France, 2009, P47.



n: عدد الملاحظات.

ويمكن كتابة النموذج السابق في شكل مصفوفات على الشكل التالي:

$$y_1 = a_0 + a_1x_{11} + a_2x_{21} + \dots + a_kx_{k1} + \varepsilon_1$$

$$y_2 = a_0 + a_1x_{12} + a_2x_{22} + \dots + a_kx_{k2} + \varepsilon_2$$

.....

$$y_t = a_0 + a_1x_{1t} + a_2x_{2t} + \dots + a_kx_{kt} + \varepsilon_t$$

.....

$$y_n = a_0 + a_1x_{1n} + a_2x_{2n} + \dots + a_kx_{kn} + \varepsilon_n$$

فنكتب على الشكل:

$$y_{(n,1)} = x_{(n,k+1)(k+1,1)} + \varepsilon_{(n,1)}$$

$$\varepsilon = \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix} \quad a = \begin{bmatrix} a_0 \\ a_1 \\ a_2 \\ \vdots \\ a_k \end{bmatrix} \quad x = \begin{bmatrix} 1 & x_{11} & x_{21} & \dots & x_{k1} \\ 1 & x_{12} & x_{22} & \dots & x_{k2} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 1 & x_{1t} & x_{2t} & \dots & x_{kt} \\ \vdots & \vdots & \vdots & \dots & \vdots \\ 1 & x_{1n} & x_{2n} & \dots & x_{kn} \end{bmatrix} \quad y = \begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ \vdots \\ y_t \\ \vdots \\ y_n \end{bmatrix}$$

ولهذا النموذج جملة من الفرضيات:

- 1-  $\varepsilon_t \rightarrow N(0, \delta)$  تخضع للتوزيع الطبيعي بتوقع معدوم وتباين ثابت أي:
- 2- لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء أي:  $E(\varepsilon_t, \varepsilon_{t'}) = 0$ .
- 3- لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء وبين المتغير  $X_t$  و  $\varepsilon_t$  أي  $E(\varepsilon_t, x_t) = 0$ .

✓ تقدير معالم النموذج:

لتقدير معالم نموذج الانحدار المتعدد نستخدم طريقة المربعات الصغرى لدينا<sup>(1)</sup>:

$$y = xa + \varepsilon$$

$$\hat{y} = \hat{x}\hat{a}$$

$$e_i = y_i - \hat{y} = y - xa$$

$$\text{Min} \sum e_i^2 = \text{Min}(y - xa)'(y - xa) = \text{Min}S$$

ثم نقوم باشتقاق المعادلة بالنسبة لـ a فنحصل على شعاع المعالم المقدرة:

$$\hat{a} = (x'x)^{-1}x'y$$

حيث  $x'$  هو مقلوب المصفوفة  $x$ .

وبعد عملية التقدير نقوم باختبارات معنوية والتأكد من جودة النموذج حيث نبدأ باختبار المعنوية الكلية، ثم نقوم بالاختبار:

$$\begin{cases} H_0 : a_0 = a_1 = a_2 = \dots = a_n = 0 \\ H_1 : \exists a_t \neq 0 \end{cases}$$

حيث F: إحصائية فيشر

$$F(K, n - k - 1) = \frac{\hat{a}'x'y / k}{e'e / n - k - 1}$$

<sup>(1)</sup> جمال فروخي، نظرية الاقتصاد القياسي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 1992، ص 53.

أو الصيغة:

$$F(K, n-k-1) = \frac{R^2/k}{(1-R^2)/(n-k-1)}$$

حيث  $R^2$  هو معامل التحديد الإجمالي، وبحسب كالاتي:

$$R^2 = 1 - \frac{\sum e_i^2}{\sum_{t=1}^n (y_t - \bar{y})^2}$$

فإذا كانت  $F_c$  المحسوبة أكبر من قيمة  $F_t$  المجدولة وفقاً لدرجة من الثقة محددة ودرجات حرية

$(n-k-1, k)$  نقول أن النموذج معنوي وهناك على الأقل عامل واحد مستقل يمارس تأثيره على  $y$  وتقبل  $H_1$  أما في الحالة المعاكسة فنرفض  $H_1$  وتقبل  $H_0$ .

بعد التأكد من المعنوية الإحصائية للنموذج يتم الانتقال إلى اختبار معنوية كل متغير تفسيري على حدة، ولأجل هذا نستخدم إحصاء ستيودنت حيث نقوم بالاختبار التالي:

$$\begin{cases} H_0 : a_t = 0 \\ H_1 : a_t \neq 0 \end{cases}$$

$$T_c = \frac{\hat{a}_i - a_i}{S_{\hat{a}_i}} \text{ حيث } T$$

حيث:  $S_{\hat{a}_i}$  هو معلم التقدير غير المنحاز لانحراف العنصر القطري الواقع في السطر  $i$  والعمود  $j$  من المصفوفة  $(X'X)^{-1}$ .

ثم نقارن قيمة  $t_c$  مع القيم المجدولة لدرجة حرية  $(n-k-1)$  ولمستوى معنوية  $\alpha$ ،  $0 < \alpha < 1$ .

فإذا كانت قيمة  $T_c$  أكبر من قيمة  $T_t$  المجدولة نقول أن  $\hat{a}_i$  معنوي أما إذ كان العكس فنقول أن  $\hat{a}_i$  غير معنوي وينبغي إقصاء  $X_j$  من النموذج.

✓ اختبار فرضية انعدام الارتباط الذاتي بين الأخطاء<sup>(1)</sup>

نجد من جملة الفرضيات التي تعتمد عليها طريقة المربعات الصغرى فرضية انعدام الارتباط الذاتي بين الأخطاء. لذا نقوم باختبار للتحقق من وجود هذا الارتباط من عدمه فيجري اختبار دارين - واتسون (Durbin-Watson) للقيام بذلك.

حيث تنص فرضية العدم  $H_0$  على انعدام الارتباط الذاتي بين الأخطاء أي أن معامل الارتباط الذاتي بينها معدوم.

$$H_0 : \rho = 0$$

$$\text{الفرضية البديلة: } \rho \leq 0 \text{ أو } \rho \geq 0.$$

ثم تحسب قيمتها وفق العلاقة:

$$d^* = \frac{\sum_{t=1}^n (\bar{e}_t e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n e_t^2} = 2(1 - \rho) \quad ; \quad \rho = \frac{\sum_{t=2}^n e_t e_{t-1}}{\sum_{t=1}^n e_t^2}$$

وبعد حساب (d) نقارنها مع القيمتين المجدولتين ( $d_1$ ) التي تمثل الحد الأدنى لانعدام الارتباط الذاتي و ( $d_2$ ) التي تمثل الحد الأقصى، وذلك حسب عدد الملاحظات (n) وعدد لمتغيرات المستقلة في النموذج لكل مستوى من مستويات الدلالة  $\alpha$  (1% أو 5%) ويتم قبول أو رفض إحدى الفرضيتين حسب المخطط التالي الذي يوضح كافة الحالات الممكنة.

0			2			4
	$d_1$	$d_2$		$4-d_1$	$4-d_2$	
p>0	?	P=0	P=0	?	P<0	

<sup>(1)</sup> المرجع السابق، ص58

فقيمة  $d$  الوسيط هي (2) وعندما ينعدم الارتباط الذاتي يكون  $\rho = 0$ .

$$\begin{cases} H_0 : d = 2 \rightarrow \rho = 0 \\ H_1 : d \neq 2 \rightarrow \rho \neq 0 \end{cases}$$

ويتم قبول أو رفض  $H_0$  حسب الحالات التالية:

وجود ارتباط ذاتي موجب:  $0 < DW < d_1$

هناك شك في وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي:  $d_1 < DW < d_2$

استقلال الأخطاء:  $d_2 < DW < 4 - d_2$

هناك شك:  $4 - d_2 < DW < 4 - d_1$

وجود ارتباط ذاتي سالب:  $4 - d_1 < DW < 4$

✓ استخدام نموذج الانحدار المتعدد في التوقع<sup>(1)</sup>

بعد تقدير النموذج والتأكد من جودته، يتم استخدامه في التوقع حيث يعطى مجال ثقة التوقع بنسبة  $(1 - \alpha)\%$  بالعلاقة:

$$y_{t+h} = \hat{y}_{t+h} \pm \sqrt{\hat{\sigma}_\varepsilon^2 \left( X_{t+h} (XX')^{-1} X_{t+h}' + 1 \right)}$$

$$\text{أو بالعلاقة: } y_{t+h} = \hat{y}_{t+h} \pm T_{1-\alpha/2}(\hat{\sigma}_{\hat{y}})$$

حيث  $T_{1-\alpha/2}$  إحصاء ستودنت عند مستوى الدلالة  $\left(1 - \frac{\alpha}{2}\right)\%$  ودرجة حرية قدرها  $(n-k-1)$

<sup>(1)</sup> Regis Bourbonnais, OP.CIT,p49.

## المطلب الثاني: عرض متغيرات الدراسة

في هذا المطلب سيتم التعريف بمتغيرات الدراسة ثم إلى تطور هذه المتغيرات للفترة (2004-2015) وفي الأخير سنقوم بإدخال هذه المتغيرات في النموذج.

## أولاً: التعريف بمتغيرات الدراسة

شهد سوق رأس المال السعودي تطوراً خصوصاً في الآونة الأخيرة إلى جانب هذا التطور شهد الاقتصاد السعودي نمواً في الناتج المحلي الإجمالي.

المتغير التابع: معدل النمو الاقتصادي: والذي يقاس بمعدل نمو الناتج الإجمالي الداخلي الحقيقي، والذي يرمز له بالرمز  $pib$ .

المتغيرات المستقلة:

وتتمثل في:

- معدل دوران الأسهم: ويمثل عدد مرات انتقال السهم من مستثمر إلى مستثمر آخر خلال فترة زمنية معينة والذي يرمز له بالرمز  $tt$ .

- حجم الأسهم المتداولة بالنسبة إلى حجم الناتج المحلي: ويمثل قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق المالي مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، والذي يرمز له بالرمز  $vs$ .

- عدد الشركات المدرجة: وتمثل العدد الكلي للشركات المتواجدة في السوق المالي، والتي يرمز لها بالرمز  $ncm$ .

بعد التعرف على المتغيرات التي يحتويها النموذج القياسي يتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج، إذ يعد من أولى وأهم مراحل بناء النموذج القياسي وشكل الدالة هو كمايلي:

$$Pib = f(vs, tt, ncm)$$

ثانياً: تطور متغيرات الدراسة

1. تطور معدل النمو الاقتصادي: يمثل الجدول التالي تطور معدلات النمو الاقتصادي في السعودية

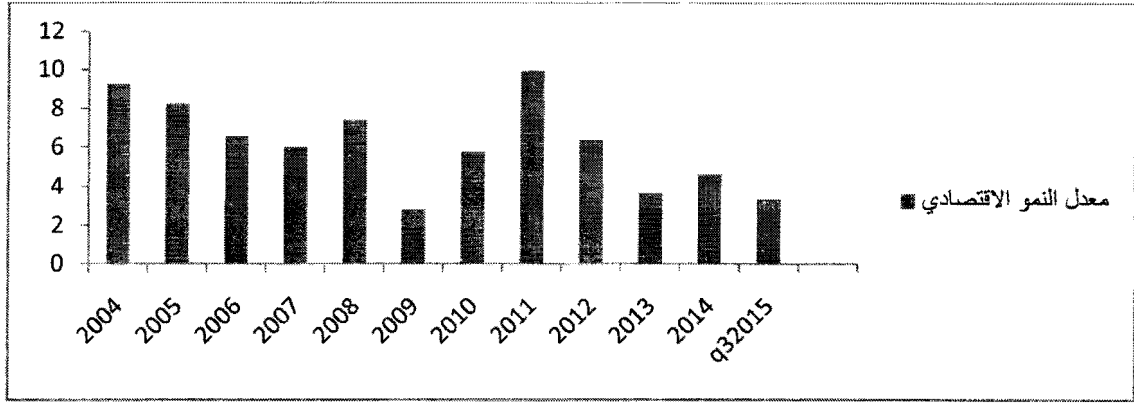
للفترة (2004-2015)

الجدول رقم (07): تطور معدلات النمو الاقتصادي في السعودية للفترة (2004-2015)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
%Pib	9.25	8.25	6.57	5.99	7.42	2.82	5.76	9.95	6.38	3.66	4.63	3.35

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على البيانات المالية للبنك الدولي

الشكل رقم(03): يوضح تطور معدلات النمو الاقتصادي خلال الفترة (2004-2015)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على معطيات الجدول أعلاه رقم (7)

التعليق:

من خلال الشكل البياني يتضح أن معدل النمو الاقتصادي عرف استقراراً في السنوات الأولى من الدراسة حيث بلغ سنة 2004 ما نسبته 9.25% ليصل سنة 2008 إلى 7.42%، وهذا راجع إلى ارتفاع أسعار النفط في هذه الفترة من جهة كذلك زيادة الاستثمارات من جهة أخرى ، وهذا ما أثر على معدل النمو في هذه الفترة في حين بلغ أدنى مستوى له سنة 2009 حيث بلغ 2.82% وهذا بسبب تداعيات أزمة 2008 ثم عاود التحسن والارتفاع سنوات 2010 إلى غاية 2012 وهذا راجع إلى خطط الإنقاذ التي أدت إلى تحسن في نمو الاقتصاد العالمي، ليعاود الانخفاض في السنوات الأخيرة حيث بلغ في الربع الثالث من سنة 2015 ما نسبته 3.35% وهذا راجع إلى انخفاض أسعار النفط وكذلك انخفاض في حجم الاستثمارات.

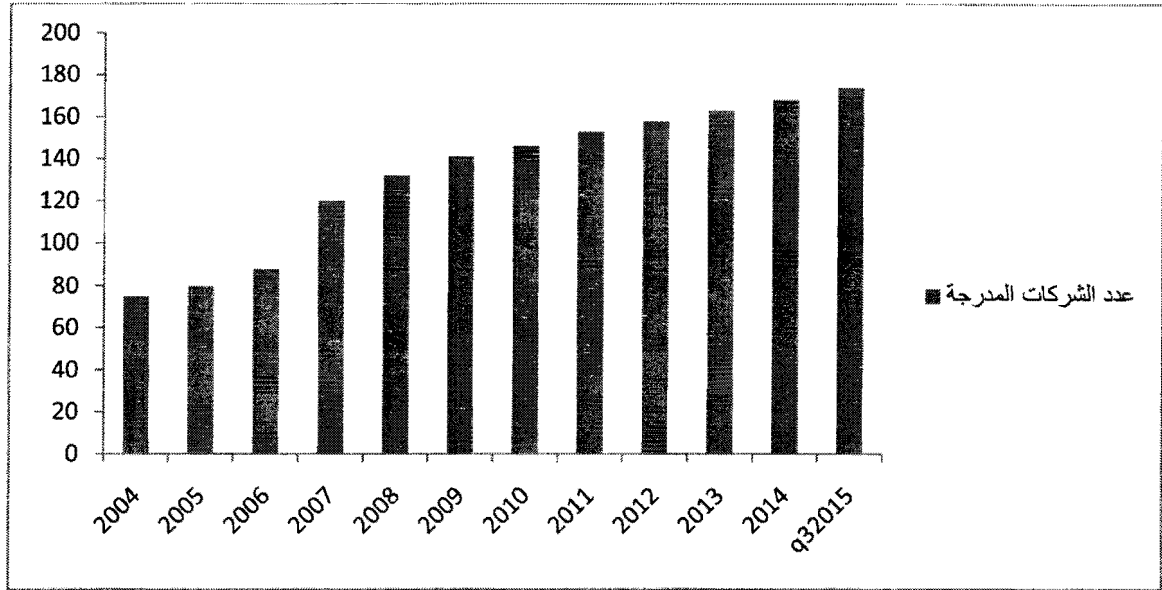
2. تطور عدد الشركات المدرجة: يمثل الجدول التالي تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015).

الجدول رقم(08): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة ( 2004-2015)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ncm	75	80	88	120	132	141	146	153	158	163	168	174

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي 2010، 2015.

الشكل رقم (04): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه رقم(8)

التعليق:

من خلال التمثيل البياني أعلاه يتضح أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي في ارتفاع مستمر طيلة فترة الدراسة حيث بلغ عدد الشركات المدرجة سنة 2004، 75 شركة في حين وصل في الربع الثالث من سنة 2015 إلى 174 شركة وهذا يدل على توسع السوق المالي السعودي وهذا ما يؤدي بدوره إلى زيادة فرص الاستثمارات وتنوعها .

3. تطور معدل دوران الأسهم: يمثل الجدول التالي تطور معدل دوران الأسهم في السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015).

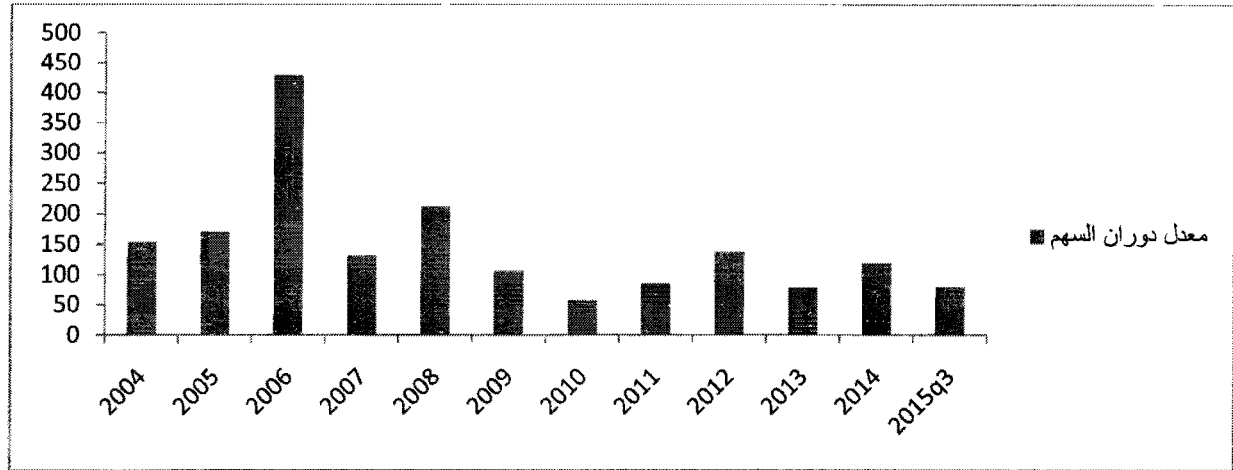
الجدول رقم(09): تطور معدل دوران السهم في سوق رأس المال السعودي للفترة(2004-2015)

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009
%tt	154.44	170.77	429.23	131.46	212.37	105.78
السنوات	2010	2011	2012	2013	2013	2015
%tt	57.27	86.45	137.87	78.61	78.61	79.83

المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي 2010:2015.



الشكل رقم(05): تطور معدل دوران السهم في سوق رأس المال السعودي للفترة(2004-2015)



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجدول أعلاه رقم(9).

#### التعليق:

من خلال التمثيل البياني يتضح أن معدل دوران السهم سجل تزايدا في السنوات الأولى من الدراسة ليصل ذروته سنة 2006 ليبلغ بذلك 429.23%، وهذا ما يعكس سيولة السوق المالي السعودي ثم عاود الانخفاض في السنوات الأخيرة للدراسة وهذا راجع إلى قلة المستثمرين الراغبين في الاستثمار ومن ثمة قلة عدد الصفقات .

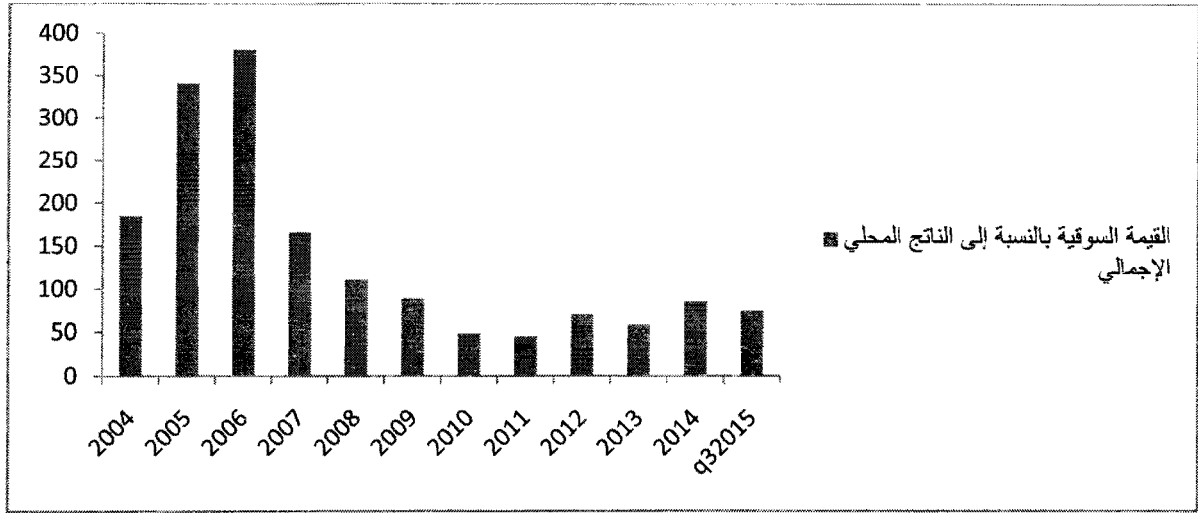
4- القيمة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي: يمثل الجدول التالي معدل تطور القيمة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في السوق المالي السعودي للفترة (2004-2015).

الجدول رقم(10): تطور القيمة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009
%vm	184.78	340.92	380.25	165.94	110.67	88.96
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015
%vm	48.19	44.52	70.64	58.68	85.26	74.53

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي 2010، 2015.

الشكل رقم (06): تطور القيمة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه رقم (10)

### التعليق:

من خلال الشكل البياني يتضح أن القيمة السوقية بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي عرفت ارتفاعاً مستمراً في السنوات الأولى من الدراسة حيث بلغت أعلى نسبة والمقدرة بـ 380.25% سنة 2006 وارتفاع الرسملة السوقية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي يدل على تطور أداء السوق المالي السعودي، وبدأ معدل القيمة السوقية في الانخفاض بداية من سنة 2007 لتصل أدنى نسبة لها سنة 2011 حيث قدرت بـ 44.52% وهذا بسبب تداعيات الأزمة والرسملة السوقية الصغيرة يعني فرص استثمارية صغيرة وهذا يدل أيضاً على عدم قدرة السوق المالي على تعبئة الادخار أو القيام بإصدارات جديدة.

### المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة

اعتمد تقدير نتائج متغيرات البحث على برنامج (Eviews8). باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية حيث تم استخدام عدة صيغ لتقدير النموذج القياسي، وبعد إدخال البيانات في هذا البرنامج، تظهر نتائج تقدير النموذج الخطي من خلال الجدول التالي:

## جدول رقم (11): نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي خلال الفترة (2004-2015)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GNERLOGNCM1	1.790559	0.644269	2.779213	0.0014
GNERLOGTT1	-0.495942	0.193460	-2.536458	0.0564
GNERLOGVS1	0.775834	0.327475	2.563141	0.0067
C	11.66434	4.159006	2.804598	0.0023
R-squared	0.564549	Mean dependent var		1.750194
Adjusted R-squared	0.401255	S.D. dependent var		0.404275
S.E. of regression	0.312822	Akaike info criterion		0.774839
Sum squared resid	0.782863	Schwarz criterion		0.936475
Log likelihood	-0.649036	Hannan-Quinn criter.		0.714996
F-statistic	3.457250	Durbin-Watson stat		2.418192
Prob(F-statistic)	0.000713			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على برنامج (Eviews8).

ووفقا للجدول رقم (11) كانت نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي لمعدل النمو الاقتصادي على النحو التالي:

$$\text{Log pib} = 11.66434 + 1.790559 \log \text{ncm} - 0.495942 \log \text{tt} + 0.775834 \log \text{vs} + 1$$

$$2.804598^* \quad 2.779213^* \quad -2.536458 \quad 2.369141^*$$

$$R^2 = 0.564549$$

$$N = 12$$

$$F = 30.457250$$

$$R^2 \text{ Adj} = 0.401255$$

$$DW = 2.418192$$

$$\text{Prob} = 0.000713$$

حيث أن:

\*: تمثل قيم إحصائية ل: T.

R<sup>2</sup> Adj: معامل التحديد المعدل.

R<sup>2</sup>: معامل التحديد.

N: عدد المشاهدات.

DW: إحصائية دارين واتسون.

F: إحصائية فيشر.

Prob: إحتمال الخطأ.

❖ الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج الخطي

سيتم دراسة النموذج من الناحية الإحصائية والاقتصادية كما يلي:

أولاً: الدراسة الإحصائية للنموذج

عند اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي المتعدد يتم الأخذ بمجموعة من المعايير القياسية وأخرى معايير إحصائية، وسيتم اختبار النموذج المقدر باستعمال معايير إحصائية والتي تهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج، حيث يتم اختبار معنوية المعلمات باستخدام إحصائية ستودنت أو اختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر ومعامل التحديد.

1- اختبار معنوية المعالم

تستخدم إحصائية ستودنت لتقييم معنوية معالم النموذج ومن ثم تقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع باختبار الفرضيات الخاصة بالمعلمات المقدر على النحو التالي:

H0:  $B_0 = B_1 = \dots = B_3 = 0$  فرضية العدم

H1:  $B_0 \neq B_1 \neq \dots \neq B_3 \neq 0$  الفرضية البديلة

يمكن توضيح نتائج اختبار ستودنت للنموذج من خلال الجدول الموالي الذي نوضح من خلاله القيم المحسوبة  $T_{CAL}$  للمعلمات المقدر والقيم الجدولية  $T_{TAB}$  وأدنى مستوى معنوية prob وذلك عند مستوى معنوية 5%.

القيمة الجدولية  $T_{TAB}$  نستخرجها من جدول ستودنت عند نفس مستوى المعنوية أي 5% وبدرجة حرية

وتساوي  $N-K-1$   $T_{N-K-1}^{\alpha} = T_{12-4-1}^{0.05} = 2.365$

جدول رقم(12): نتائج اختبار ستودنت للنموذج المقدر

المقدرات	المعاملات	T المحسوبة	T الجدولية	PROB
الثابت	$B_0$	2.804598	2.365	0.0014
VS	$B_1$	2.369141	2.365	0.0067
TT	$B_3$	2.536458	2.365	0.0564
NCM	$B_4$	2.779213	2.365	0.0023

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم(11)

\* سيتم أخذ  $T$  المحسوبة بالقيمة المطلقة في جميع مراحل الاختبار

✓ بالنسبة للثابت: نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{CAL}$  أكبر من القيمة الجدولية  $T_{tab}$  أي  $T_{tab} < T_{cal}$  وبهذا سنرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $B_0$  معنوي وحيث أن أدنى مستوى معنوية  $prob$  تساوي 0.0014 ما يدل على أنه يمكن قبول الثابت في النموذج بخطأ قدره 0.23% عند مستوى معنوية 5%.  
✓ بالنسبة لمعامل لوغاريتم حجم الأسهم المتداولة بالنسبة إلى حجم الناتج المحلي: نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{cal}$  أكبر من القيمة الجدولية أي  $T_{cal} > T_{tab}$ ، ولدينا أدنى مستوى معنوية يساوي 0.0067 أقل من 5%، ومنه نرفض فرضية العدم  $H_0$  ومنه يمكن القول أن حجم الأسهم المتداولة بالنسبة إلى حجم الناتج المحلي له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% وبالتالي فإن المتغير المستقل يؤثر على المتغير التابع.

✓ بالنسبة لمعامل لوغاريتم معدل دوران السهم: نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{cal}$  أكبر من القيمة الجدولية أي  $T_{cal} > T_{tab}$  ولدينا أدنى مستوى معنوية يساوي 0.0564 أكبر من 5% و عليه فإن المعامل ليس معنوي ومنه يمكن القول أن معامل معدل دوران السهم ليس له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% في تفسير معامل النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة، وبالتالي فإن المتغير المستقل لا يؤثر على المتغير التابع.

✓ بالنسبة لمعامل لوغاريتم معدل عدد الشركات المدرجة: نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $T_{cal}$  أكبر من القيمة الجدولية أي  $T_{cal} > T_{tab}$  ولدينا أدنى مستوى معنوية يساوي 0.0023 أقل من 5% و عليه فإن المعامل معنوي ومنه يمكن القول أن معامل معدل عدد الشركات المدرجة له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% في تفسير معامل النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة، وبالتالي فإن المتغير المستقل يؤثر على المتغير التابع.

## 2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

نستعمل معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر  $F$  لاختبار المعنوية الكلية للنموذج المتحصل عليه انطلاقاً من الجدول رقم ( ).

✓ معامل التحديد  $R^2$ : إن القيمة المتحصل لمعامل التحديد تقدر بـ 0.564549 حيث أن المتغيرات المفسرة تتحكم بـ 56.45% من التغيرات التي تحدث على النمو الاقتصادي، مما يدل على أن هناك ارتباط مقبول بين معدل النمو الاقتصادي والمتغيرات المفسرة أما الباقي تفسرها عوامل أخرى لم تدرج في النموذج.

✓ اختبار فيشر F: كما سبق وأشرنا، يهدف هذا الاختبار إلى دراسة معنوية الانحدار ككل من خلال الفرضيتين التاليتين:

- فرضية العدم: تنص على انعدام العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع أي:

$$H_0: B_0 = B_1 = \dots = B_3 = 0$$

- الفرضية البديلة: تنص على وجود على الأقل معامل من المعاملات التي يتضمنها النموذج

$$H_1: B_0 \neq B_1 \neq \dots \neq B_3 \neq 0 \quad \text{غير معدوم أي:}$$

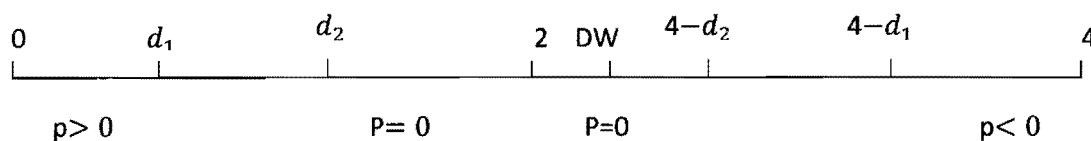
يتم مقارنة القيمة المحسوبة  $F_{cal}$  والمقدرة بـ 30.45 مع القيمة الجدولية  $F_{tab}$  حيث يتم استخراجها من جدول فيشر عند مستوى معنوية 5% و درجة الحرية للبسط والمقام كما هو مبين في العلاقة

التالية:

$$F_{K,N-K-1} = F_{4,12-4-1} = F_{4,7} = 4.12$$

ومنه نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $F_{cal}$  أكبر من القيمة الجدولية  $F_{tab}$  وعليه سنرفض فرضية العدم والتي تنص على أن كل المتغيرات المستقلة مساوية للصفر ما عدا الثابت، ونقبل الفرضية والتي مفادها أنه يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر ما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، إذن النموذج ككل له معنوية.

3- اختبار دارين واتسون DW:



يستعمل للتحقق من فرضية وجود ارتباط ذاتي من عدمه، حيث نلاحظ في هذا النموذج أن قيمة DW تقدر بـ 2.41 وهذا يعني عدم وجود ارتباط ذاتي أي  $P=0$  لأن  $d_2 < DW < 4 - d_2$  وهذا ما يوافق الفرضيات الأساسية التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى.

ثانياً: الدراسة الاقتصادية للنموذج

من خلال الجدول رقم (11) السابق نلاحظ مايلي:

➤ بالنسبة لمعامل لوغاريتم معدل دوران السهم: نلاحظ أن إشارته سالبة، أي أن العلاقة عكسية بين المتغير التابع وهو معدل النمو الاقتصادي والمتغير المفسر معدل دوران السهم، حيث إذا تغير معدل دوران السهم بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض معدل النمو الاقتصادي بـ 0.495942 وحدة أي أن معدل دوران السهم يؤثر سلباً على معدل النمو الاقتصادي، ويتم إقصاؤها من النموذج.

➤ بالنسبة لمعامل لوغاريتم عدد الشركات المدرجة: نلاحظ أن إشارته موجبة، أي أن العلاقة طردية بين المتغير التابع والمتغير المستقل أي بين معدل النمو الاقتصادي وعدد الشركات المدرجة، حيث إذا تغير عدد الشركات المدرجة بوحدة واحدة يتغير معدل النمو الاقتصادي بـ 1.790559 وحدة، إذن معامل عدد الشركات المدرجة له معنوية اقتصادية.

➤ بالنسبة لمعامل لوغاريتم حجم الأسهم المتداولة بالنسبة إلى الناتج المحلي: نلاحظ أن إشارته موجبة أي أن العلاقة طردية بين المتغير التابع وهو معدل النمو الاقتصادي والمتغير المستقل الذي يعبر عن حجم الأسهم المتداولة بالنسبة إلى الناتج المحلي، حيث أنه إذا تغير حجم الأسهم المتداولة بوحدة واحدة، فإن معدل النمو الاقتصادي سيتغير بـ 0.775834 وحدة أي أن هذا المعامل له معنوية اقتصادية.

من خلال الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج الخطي المقدر، نلاحظ أن كل من لوغاريتم عدد الشركات المدرجة ولوغاريتم حجم الأسهم المتداولة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي له معنوية اقتصادية وإحصائية.

## خلاصة

من خلال دراستنا لهذا الفصل حاولنا التعرف على سوق رأس المال السعودي من خلال التطرق إلى نشأته وإطاره التنظيمي والتشريعي وكذا شروط الإدراج فيه أهم أدواته، كما توصلنا من خلال دراسة أدائه إلى أن السوق المالي السعودي في تطور مستمر وذلك طيلة فترة الدراسة وهذا بالاعتماد على أهم مؤشرات من حيث الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة، بالإضافة إلى مؤشرات أخرى تعبر عن أدائه.

ومن خلال الدراسة القياسية التي استخدمنا فيها نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة طبيعة العلاقة بين سوق رأس المال السعودي والتنمية الاقتصادية توصلنا باستخدام برنامج eviews8 إلى أنه توجد علاقة طردية وأخرى عكسية لبعض مؤشرات هذا السوق على التنمية الاقتصادية.



الأختام

حاولنا في هذه الدراسة تقييم مدى فعالية الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في الدول النامية وباعتبار السعودية من بين الدول النامية ارتأينا النظر في الدور الذي يلعبه السوق المالي السعودي في تحقيق التنمية الاقتصادية.

لقد قمنا بتقسيم موضوع الدراسة إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي، تناولنا في الفصل الأول الأسواق المالية إذ تعتبر إحدى الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم وتسهيل للمنشآت إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

أما فيما يتعلق بالفصل الثاني فقد تم التركيز على التنمية الاقتصادية ومدى مساهمة الأسواق المالية في تحقيقها، إذ لها دور فعال خاصة في تمويلها حيث أصبح لزاماً على الدول الاهتمام بتطوير أسواقها المالية وتنشيطها وجعلها أكثر كفاءة وفعالية، باعتبار الأسواق المالية حالياً البيئة المناسبة لتمويل احتياجات الوحدات الاقتصادية التي تساهم في عملية التنمية الاقتصادية هذا ما يساعد الدول على الخروج من حالة التخلف الاقتصادي باعتبار الأسواق المالية هي مؤشر للحكم على تطور أو تخلف البلاد اقتصادياً.

أما فيما يخص الفصل الثالث فهو عبارة عن محاولة لمعرفة مدى تأثير السوق المالي السعودي على التنمية الاقتصادية في هذا البلد، إذ أن السوق المالي السعودي يعتبر من بين الأسواق المالية التي تسعى جدياً إلى التطوير إذ يعتبر سوقاً نشطاً من خلال مساهمته في عملية التنمية الاقتصادية إذ يتجلى نشاطه من خلال التطور في مؤشرات أدائه والذي تنعكس بصورة إيجابية على مؤشرات الاقتصاد الكلي.

#### اختبار الفرضيات

✓ اختبار الفرضية الأولى : للسوق المالي السعودي دور هام في تمويل الاقتصاد السعودي.

وقد أثبتت صحة هذه الفرضية إذ أن السوق المالي السعودي ومن خلال دراسة تأثير تطور مؤشرات تأثيراً إيجابياً على النمو الاقتصادي.

✓ اختبار الفرضية الثانية: يعتبر السوق المالي السعودي سوق نشط وذلك من خلال التطور في مؤشرات قياس أدائه.

وقد أثبتت صحة الفرضية فبالنظر إلى التطور في أهم مؤشرات هذا السوق نجد أنها تتطور من سنة إلى أخرى وهذا ما يدل على حيوية هذا السوق من جهة، وعلى فعاليته من جهة أخرى.

✓ اختبار الفرضية الثالثة: السوق المالي السعودي يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، فزيادة فرص الاستثمارات تؤدي إلى زيادة الناتج .

وقد أثبتت صحة الفرضية، فزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق المالي تؤدي إلى زيادة الرسملة السوقية وزيادتها تعني فرص استثمارية كبيرة وهذا ما يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي.

### نتائج الدراسة

✓ الأهمية الكبيرة للأسواق المالية ودورها الفعال في تنشيط الاقتصاد جعلها الركيزة الأساسية لكل بلد إلى درجة أن كل ما يؤثر عليها سلباً أو إيجاباً فهو ينعكس على البلد؛

✓ إن تحقيق عملية التنمية الاقتصادية لأي بلد يستلزم متطلبات لتحقيقها هذا لا ينفي وجود صعوبات سواء كانت معوقات داخلية أو معوقات خارجية ؛

✓ تعتبر الأسواق المالية مساهماً فعالاً في عملية التنمية الاقتصادية إذ تعتبر ممولاً للوحدات الاقتصادية مما يساهم بدوره في تنشيط الدورة الاقتصادية وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية؛

✓ يعتبر السوق المالي السعودي من بين الأسواق المالية النشطة في الدول النامية عامة والدول العربية خاصة وهذا انطلاقاً من تحليل أدائها بالاعتماد على مؤشرات سوقها المالي؛

✓ يساهم السوق المالي السعودي في عملية التنمية الاقتصادية فزيادة عدد الشركات المدرجة من جهة وزيادة حجم التداول من جهة أخرى وهذا ما يؤثر على الناتج السعودي.

### الاقتراحات والتوصيات

✓ توصي الدراسة صانعي القرار في المملكة العربية السعودية على متابعة الجهود في مجال دعم السوق المالي من خلال زيادة كفاءته وسيولته؛

✓ توصي الدراسة متخذي القرارات بزيادة نشر الوعي الثقافي لدى المواطن بالسوق المالي والاستثمار فيه، بهدف رفع مستوى الادخار وتوجيهه نحو الاستثمار؛

- ✓ ضرورة إلزام الشركات المدرجة في السوق المالي بمعايير الإفصاح المقررة قانوناً، ولن يتحقق هذا إلا بالعمل على رفع الوعي الاستثماري لدى إدارة هذه الشركات والهيئات المشرفة على السوق باستخدام حقها القانوني في أعمال اللوائح التنظيمية بشكل صارم؛
- ✓ توفير وتفعيل شركات الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية بهدف تقديم الخدمات للمستثمرين وخصوصاً صغار المستثمرين في السوق المالي؛
- ✓ جعل التعامل بأدوات السوق المالي أكثر جاذبية للمستثمرين، وذلك بالأخذ بأحدث التقنيات المستعملة.

### آفاق الدراسة

بعد تناولنا في هذه الدراسة موضوع تقييم مدى فعالية الأسواق في تحقيق التنمية الاقتصادية ومن خلال نقاط البحث والقصور الذي قد يظهر في دراستنا فإننا نرى آفاقاً للموضوع قابلة لأن تكون مواضيع للبحث والدراسة كالقيام بدراسة:

- ✓ دراسة كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية ومقارنتها بالأسواق المتقدمة؛
- ✓ سياسات تفعيل الأسواق المالية في الدول النامية.

# قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب باللغة العربية

- 1- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية " تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2004.
- 2- إسماعيل عبد الرحمن، حربي عريقات، مفاهيم ونظم اقتصادية، دار وائل للنشر، عمان، 2004.
- 3- إسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية (نظريات- نماذج- استراتيجيات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 4- أشواق بن قدور، التطور المالي والنمو الاقتصادي، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 5- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.
- 6- برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، مصر، 2005.
- 7- جمال الدين لعويسات، العلاقة الاقتصادية الدولية والتنمية، دار هومة للطباعة والنشر، الجزائر، 2000.
- 8- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 9- جمال فروخي، نظرية الاقتصاد القياسي، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، 1992.
- 10- خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية " الطرق المحاسبية الحديثة"، طبعة 2، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2000.
- 11- خالد واصف الوزني، أحمد حسين الرفاعي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، طبعة 8، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 12- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 13- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
- 14- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 15- رمزي زكي، العولمة المالية، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999.
- 16- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 17- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.

- 18- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- 19- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم، دار الريبة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 20- شقيري نوري موسى وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
- 21- شذا جمال الخطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر، عمان، 2002.
- 22 - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم النشر، دون بلد النشر، 2003.
- 23- ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية، طبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
- 24- ضياء مجيد، البورصات "أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
- 25- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، جامعة عين الشمس، 2001.
- 26- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 27- طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 28- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 29- عبد الرحيم بوداقي، التنمية الاقتصادية، مديرية الكتب الجامعية، دمشق، 1977.
- 30- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- 31- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، السوق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 32- عبد الله الطاهر، موفق علي جليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، طبعة 2، مركز يزيد للنشر، دون بلد النشر، 2006.
- 33- عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية (تحليل جزئي وكلي للمبادئ)، الدار الجامعية، دون بلد النشر، 2001.
- 34- عبد النافع الزرري، غازي فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
- 35- عبد النعيم محمد مبارك، مبادئ علم الاقتصاد، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 36- عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
- 37- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

- 38- عصام عمر مندور، التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتغيير الهيكلي في الدول العربية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 39- عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 40- فتح الله ولعلو، الاقتصاد السياسي، دار الحداثة، لبنان، 1981.
- 41- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 42- فليح حسين خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2002.
- 43- فليح حسن خلف، الاقتصاد الكلي، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2007.
- 44- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "الأسس النظرية والعملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 45- كامل بكري، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 1988.
- 46- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومه، الجزائر، 2002.
- 47- محمد أحمد الدوري، التخلف الاقتصادي، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1987.
- 48- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 49- محمد شفيق، دراسات في التنمية الاقتصادية، دار الهناء لطباعة، الإسكندرية، دون سنة النشر.
- 50- محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 51- محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية دراسات نظرية وتطبيقية، الدار الجامعية، القاهرة، 2003.
- 52- محمد عبد العزيز عجمية، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية "مفهومها، نظرياتها، سياساتها"، مؤسسة شهاب، الإسكندرية، 1994.
- 53- محمد عزت غزلان، اقتصاديات البنوك والمصارف، دار النهضة العربية، بيروت، 2002.
- 54- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 55- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 56- محمود الوادي وآخرون، الأساس في علم الاقتصاد، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 57- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 58- محمود يونس، أحمد رمضان نعمة الله، مقدمة في علم الاقتصاد، المكتب العربي الحديث، مصر، دون سنة النشر.



- 59- محمود يونس، كمال أمين الوصال، اقتصاديات نقود وبنوك وأسواق مالية، الناشر قسم الاقتصاد، الإسكندرية، 2005.
- 60- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، دار وائل للنشر، الأردن، 2001.
- 61- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية، نظريات سياسات وموضوعات، دار وائل للنشر، الأردن، 2007.
- 62- مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993.
- 63- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- 64- يونس أحمد البطريق، السياسات الدولية في المالية العامة، طبعة 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 65- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، طبعة 4، دار وائل للنشر، عمان، 2009.

#### ثانيا: الرسائل الجامعية

- 1- رمزي فؤاد ميخائيل أبو غزالة، أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي بالأردن (حالة تطبيقية للفترة 1968-1988)، ماجستير في الاقتصاد، الأردن، 1991.
- 2- محفوظ بصيري، دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في ظل العولمة - دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة سعد دحلب، الجزائر، 2007.

#### ثالثا: المجلات والرسائل البحثية

- 1- منير العمش، تصحيح مسار التنمية في عالم متغير، مجلة البحث، ديسمبر 2003، من الموقع
- 2- خاطر طارق، مفتاح صالح، التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي وأهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، أبحاث اقتصادية وإدارية، الجزائر، العدد السادس عشر، 2014.
- 3- مسعود علي نجي، ورقة بحثية بعنوان المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال ، ورقة مقدمة ضمن فعاليات الندوة العلمية بعنوان: دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، بتاريخ 2005/12/11، جامعة الفاتح لينا .
- 4- مساعد النمر، تداول ( مجلة تداول لسوق الأسهم السعودية)، المملكة العربية السعودية، العدد 12، 2005.

5- هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، سلسلة رسائل البنك الصناعي، العدد 38، بنك الكويت الصناعي، 1999.  
رابعاً: الكتب باللغة الفرنسية

1- Regis Bourbonnais, Econométries Manuel Et Exercices

Corriges, 7<sup>e</sup> Edition, Dunod, Paris, France, 2009.

2- B- Laget , Les Nouveaux Outils Financiers, Top Edition, Paris, France, 1990.

3- Lurance Gitman Et Michel Zoehmlc, Investissement Et Marché Financiers ,Pearsom Edition, France, 9 Edition, 2005.

خامساً: المواقع الالكترونية

1-[http:// www./sm.gov.ly/point/enconamy-ppt](http://www./sm.gov.ly/point/enconamy-ppt)

2-[http:// www.tadawel.com](http://www.tadawel.com).

3-[http:// www.ema.org.sa/ia/def.html](http://www.ema.org.sa/ia/def.html)

4-[http// : www.albaht.com](http://www.albaht.com)

## الملخص

تعتبر الأسواق المالية عصب الحياة الاقتصادية ومؤشر مدى تطور أو تخلف البلد اقتصاديا إذ تلعب دورا بارزا في عملية التنمية الاقتصادية من خلال تأثيرها في مختلف المتغيرات الاقتصادية.

تسعى البلدان النامية على غرار باقي البلدان إلى تطوير أسواقها المالية وجعلها أكثر فعالية وكفاءة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية فيها.

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تطور الأسواق المالية والتنمية الاقتصادية في المملكة العربية السعودية، حيث خلصت إلى وجود علاقة طردية بين أهم مؤشرات السوق المالي والتنمية الاقتصادية وذلك بالاعتماد على الأسلوب القياسي باستخدام معادلة الانحدار الخطي.

## الكلمات المفتاحية

الأسواق المالية، التنمية الاقتصادية، كفاءة الأسواق المالية، النمو الاقتصادي.

## Absract

Financial markets are vital to the economy and the index of evolution or the econommy's failure because it plays a leading role in the economic development process through their influence in various economic variables.

Developing countries, like other countries are seeking to develop their financial markets and make them more effective in contributing to economic development.

This study aims to highlight the relationship between the evolution of financial maekets and economic development in the Kingdom of Saudi Arabia, where it was concluded that there is a direct correction between the most impotent indicators of the financial market and development economic, and according to the standard method using the linear regression equation.

## Keywords:

Financial markets, economic development, efficiencyoof financial markets, economic growth.