



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



المرجع:/2020

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

قسم : علوم التسيير

الشعبة : علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

العنوان:

أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

دراسة حالة ماليزيا

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه (LMD) في علوم التسيير

إشراف الأستاذ(ة):

- أ.د. حراق مصباح

من إعداد الطالب(ة):

- قسول كمال

أعضاء لجنة المناقشة :

رئيسا	المركز الجامعي ميلة	أستاذ محاضراً	عقون شراف
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي ميلة	أستاذ التعليم العالي	حراق مصباح
عضوا	جامعة أم البواقي	أستاذ التعليم العالي	عياش زبير
عضوا	المركز الجامعي ميلة	أستاذ محاضراً	بن جدو سامي
عضوا	المركز الجامعي البيض	أستاذ محاضراً	بوسالم أبوبكر
عضوا	جامعة جيجل	أستاذ محاضراً	بولحية الطيب

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، وبفضله تنتزل الخيرات والبركات، ويتوفيقه تتحقق المقاصد والغايات، نحمده حمدا كثيرا طيبا مباركا على توفيقه لي في إتمام هذا البحث، والذي لا يسعني في نهايته إلا ان أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من اعانني على إنجازهِ على الوجه الذي تم به، وأخص بالذكر:

الأستاذ المشرف، الأستاذ الدكتور "حراق مصباح" الذي منحني شرف إشرافه على هذا العمل، وعلى ما قدمه لي من نصائح قيمة وتوجيهات نيرة وعلى تذكيره المستمر بضرورة تخصيص أكبر قدر من الوقت لإنجاز الاعمال المرتبطة بنيل شهادة الدكتوراه؛

الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مشقة تقييم ومناقشة هذا البحث؛

الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة التكوين في الدكتوراه بالمركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف-ميلة، على حرصهم الدائم على متابعة كل صغيرة وكبيرة تخص طالب الدكتوراه بالمركز؛

السادة موظفي المكتبة المركزية بالمركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف-ميلة، والمكتبة المركزية بجامعة حسية بن بوعلي-الشلف، على مساعدتهم لي في الحصول على المراجع المطلوبة، وأخص بالذكر السادة "بن صالح عبد الله"، "زروقي سفيان"، "مجامعية عزيز" و"خراشي حمزة".

إهداء

إلى الذي بذل من أجلنا كل ما يملك وزرع فينا بذور الاستقامة والجد والاجتهاد ولم يعيش ليبرى ثمرة تعبهِ،
إلى أبي رحمه الله؛

إلى التي ما فتئت تذكرني بمن جد واجتهد وحصل على درجة الماجستير والدكتوراه من معارفنا وأقربائنا،
إيماناً منها بقدراتي ورغبة منها في زرع بذور الغبطة في صدري حتى أسير على نفس الدرب، إلى أُمي
الحنون؛

إلى التي اهتمت بأولادي في أوقات انعزالي عنهم وانشغالي بخط كلمات هذا العمل في الساعات الطوال
من الليل والنهار، إلى زوجتي الغالية؛

إلى من يرون نجاحي من نجاحهم وفشلي من فشلهم، إلى إخوتي وأخواتي وولداي وابنتي حفظهم الله؛

إلى كل من يكون لي مشاعر الود والإخاء من زملائي في العمل وبالأخص زملائي في كلية الحقوق
والعلوم السياسية بجامعة الشلف، وأصدقائي من مرتادي مقهى النخلة بالعطاف؛

أهدي ثمرة جهدي هذا...

جمال بن محمد بن موسى بن ثابت بن الطيب بن أحمد، المكنى بـ "عبد الغني"

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
111	مقارنة مزايا السوق المنظمة بالسوق غير المنظمة	الجدول رقم (2-1)
116	مقارنة بين الاستثمار، المضاربة والمقامرة	الجدول رقم (2-2)
152	علاقة المعلومات المتداولة بكفاءة سوق الأوراق المالية	الجدول رقم (2-3)
175	أهم الفروقات بين تقنيي التوريد والتسويق	الجدول رقم (3-1)
222	أقاليم الاتحاد الفديرالي لماليزيا	الجدول رقم (4-1)
223	التركيبة العرقية والدينية لسكان ماليزيا حسب إحصائيات سنة 2010	الجدول رقم (4-2)
225	تراكم رأس المال الثابت في ماليزيا خلال الفترة (1990-2016)	الجدول رقم (4-3)
229	النمو السنوي حسب الصناعة في ماليزيا خلال الفترة (1965-1991)	الجدول رقم (4-4)
230	النمو السنوي حسب الصناعة في ماليزيا خلال الفترة (1991-2000)	الجدول رقم (4-5)
230	حجم تمويل المخططات الخماسية لدعم النمو الاقتصادي في ماليزيا	الجدول رقم (4-6)
231	لمحة عامة حول سياسات التنمية الاقتصادية في ماليزيا	الجدول رقم (4-7)
236	تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)	الجدول رقم (4-8)
238	تطور نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)	الجدول رقم (4-9)
256	مراحل المخطط الاول لتطوير سوق رأس المال الماليزي "CMP1"	الجدول رقم (4-10)
257	استراتيجيات المخطط الثاني لتطوير سوق رأس المال الماليزي "CMP2"	الجدول رقم (4-11)
259	تطور حجم تمويل سوق الأوراق المالية للاقتصاد الحقيقي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018).	الجدول رقم (4-12)

263	تطور عدد المشروعات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018).	الجدول رقم (4-13)
268	ترميز المتغيرات المستخدمة في الدراسة	الجدول رقم (4-14)
271	نتائج اختبار عدد درجات الإبطاء "k" المثلى المستخدمة في اختبار ADF	الجدول رقم (4-15)
272	نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع	الجدول رقم (4-16)
272	نتائج اختبار عدد درجات الإبطاء المثلى المستخدمة في سببية غرانجر	الجدول رقم (4-17)
273	نتائج اختبار السببية لگرانجر	الجدول رقم (4-18)
273	نتائج اختبار عدد درجات الإبطاء المثلى المستخدمة في نموذج VAR وفق منهجية تودا-يماموتو	الجدول رقم (4-19)
274	نتائج اختبار السببية وفق منهجية تودا-يماموتو	الجدول رقم (4-20)
276	نتائج تقدير نموذج $ARDL(1,2,3)$ الأمثل	الجدول رقم (4-21)
278	نتائج تقدير نموذج ECM وفقا لمنهجية ARDL	الجدول رقم (4-22)
279	نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل الطويل	الجدول رقم (4-23)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
80	المحددات غير المباشرة للنمو الاقتصادي	الشكل رقم (1-1)
83	محددات النمو الاقتصادي	الشكل رقم (2-1)
102	هيكل السوق المالي	الشكل رقم (1-2)
109	مخطط لسوق منظمة	الشكل رقم (2-2)
113	أقسام سوق الأوراق المالية	الشكل رقم (3-2)
131	آلية العمل بسجل الأوامر	الشكل رقم (4-2)
170	تقنية توريق الأصول المالية	الشكل رقم (1-3)
176	التمويل داخل النظام المالي	الشكل رقم (2-3)
189	العلاقة بين العائد والمخاطرة	الشكل رقم (3-3)
192	المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة	الشكل رقم (4-3)
196	مصفوفة استراتيجيات إدارة الخطر	الشكل رقم (5-3)
199	مردودية العقد الآجل	الشكل رقم (6-3)
214	السوق المالي والاقتصاد الحقيقي	الشكل رقم (7-3)
237	تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2001-2018)	الشكل رقم (1-4)
239	تطور معدل نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2001-2016)	الشكل رقم (2-4)
244	هيكل النظام المالي الماليزي	الشكل رقم (3-4)
245	حجم تمويل النظام المالي الماليزي للاقتصاد الحقيقي سنة 2018	الشكل رقم (4-4)
247	الهيئات الرقابية الرئيسية على النظام المالي الماليزي	الشكل رقم (5-4)
249	دور اللجنة الاستشارية الشرعية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية	الشكل رقم (6-4)
254	أقسام سوق الأوراق المالية في ماليزيا	الشكل رقم (7-4)

258	مخططات تطوير سوق رأس المال ضمن المخططات الاستشرافية للتنمية الاقتصادية في ماليزيا	الشكل رقم (4-8)
261	تطور رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018).	الشكل رقم (4-9)
264	تطور سيولة سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018)	الشكل رقم (4-10)
266	تطور درجة تمركز سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018)	الشكل رقم (4-11)

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
III	الشكر والتقدير
IV	الإهداء
VI	قائمة الجداول والأشكال
XI	فهرس المحتويات
18	ملخص الدراسة
ب	المقدمة العامة
93-32	الفصل الأول: الإطار النظري للنمو الاقتصادي
32	تمهيد
33	المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي
33	المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي
33	أولاً: التطور التاريخي لمفهوم النمو الاقتصادي
34	ثانياً: تعريف النمو الاقتصادي
36	المطلب الثاني: النمو والتنمية الاقتصادية
36	أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية
37	ثانياً: النمو والتنمية الاقتصادية
39	المطلب الثالث: النمو والتنمية المستدامة
40	أولاً: تعريف التنمية المستدامة
41	ثانياً: النمو والتنمية المستدامة
43	المبحث الثاني: نظريات النمو الاقتصادي
44	المطلب الأول: النظريات الأولى للنمو الاقتصادي
44	أولاً: النمو الاقتصادي في الفكر الكلاسيكي
49	ثانياً: النمو الاقتصادي عند شومبتر
51	المطلب الثاني: النمو الاقتصادي في الفكر الكينزي والنيوكلاسيكي
51	أولاً: نظريات النمو الكينزية
59	ثانياً: نظريات النمو النيوكلاسيكية
66	المطلب الثالث: النظريات الحديثة للنمو الاقتصادي

66	أولاً: فكرة عامة عن النمو الاقتصادي الداخلي
69	ثانياً: بعض النماذج الرياضية لنظريات النمو الاقتصادي الداخلي
76	المبحث الثالث: محددات النمو الاقتصادي ومؤشرات قياسه
77	المطلب الأول: العوامل المحددة للنمو الاقتصادي
77	أولاً: عوامل النمو الاقتصادي
79	ثانياً: المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي
83	المطلب الثاني: آلية تحديد معدل النمو الاقتصادي
83	أولاً: أثر دالة الإنتاج على النمو الاقتصادي
84	ثانياً: أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي
85	المطلب الثالث: مؤشرات قياس النمو الاقتصادي
85	أولاً: أهم المؤشرات المعبرة عن النمو الاقتصادي
88	ثانياً: آلية حساب معدل النمو الاقتصادي
93	خلاصة الفصل الأول
155-95	الفصل الثاني: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية
95	تمهيد
96	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
96	المطلب الأول: هيكل السوق المالي
96	أولاً: نشأة السوق المالي
98	ثانياً: تعريف السوق المالي
99	ثالثاً: أقسام السوق المالي
103	المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية
103	أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية
104	ثانياً: أقسام سوق الأوراق المالية
113	المطلب الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
113	أولاً: عارضوا وطالبوا الأوراق المالية
116	ثانياً: الوسطاء الماليون
119	ثالثاً: الهيئات الرقابية والتنظيمية
122	المبحث الثاني: آلية التداول في سوق الأوراق المالية
122	المطلب الأول: أوامر سوق الأوراق المالية

122	أولاً: مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية
123	ثانياً: الأشكال المختلفة لأوامر سوق الأوراق المالية
127	المطلب الثاني: آلية التسعير في سوق الأوراق المالية
127	أولاً: مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية
129	ثانياً: أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية
133	المطلب الثالث: التداول الإلكتروني الحديث باستخدام الخوارزميات
133	أولاً: نبذة تاريخية عن تطور تقنيات التداول
136	ثانياً: التداول الإلكتروني الحديث
140	المبحث الثالث: أسس تقييم أداء سوق الأوراق المالية
140	المطلب الأول: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
141	أولاً: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية
142	ثانياً: أنواع المؤشرات المعبرة عن سوق الأوراق المالية
147	المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية
148	أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
150	ثانياً: الأنواع المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
151	ثالثاً: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية
155	خلاصة الفصل الثاني
218-157	الفصل الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي
157	تمهيد
158	المبحث الأول: أدوات سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل المشروعات
158	المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية
158	أولاً: أدوات المديونية "السندات"
161	ثانياً: أدوات الملكية "الأسهم"
165	المطلب الثاني: التوريق كآلية لإدراج أدوات مالية مستحدثة في سوق الأوراق المالية
165	أولاً: توريق الأصول المالية
170	ثانياً: توريق الأصول الحقيقية
175	المطلب الثالث: دور الأدوات المالية التقليدية والمستحدثة في تمويل المشروعات
175	أولاً: دور الأدوات المالية التقليدية في تمويل المشروعات
178	ثانياً: دور تقنية التوريق في تمويل المشروعات

180	المبحث الثاني: دور سوق الأوراق المالية في اجتذاب الفوائض المالية
180	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي
180	أولاً: الادخار وعلاقته بالاستثمار
183	ثانياً: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي
185	المطلب الثاني: عائد ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية
185	أولاً: عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية
189	ثانياً: مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية
193	المطلب الثالث: المشتقات المالية كأدوات لإدارة مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية
193	أولاً: إدارة المخاطر
196	ثانياً: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر
201	ثالثاً: تطور سوق المشتقات المالية
202	المبحث الثالث: الآثار الإيجابية والسلبية لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
203	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي
203	أولاً : علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي
206	ثانياً : قنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي
208	المطلب الثاني: دور سوق الأوراق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي
208	أولاً: تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوفير التمويل اللازم للاستثمار
210	ثانياً: التخصيص الأمثل للموارد المالية
210	ثالثاً: تقويم أداء الاقتصاد الحقيقي
211	المطلب الثالث: دور سوق الأوراق المالية في كبح النمو الاقتصادي
212	أولاً: دور الاستثمار المالي في خلق الاقتصاد الوهمي
214	ثانياً: دور الأزمات المالية في كبح النمو الاقتصادي
218	خلاصة الفصل الثالث
281-220	الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا
220	تمهيد
221	المبحث الأول: دراسة تحليلية للنمو الاقتصادي في ماليزيا
221	المطلب الأول: التعريف بدولة ماليزيا ومقوماتها الاقتصادية
221	أولاً: نبذة مختصرة عن دولة ماليزيا

223	ثانيا: عوامل النمو الاقتصادي في ماليزيا
226	المطلب الثاني: مراحل تطور الاقتصاد الماليزي
226	أولا: التاريخ الاقتصادي لماليزيا
230	ثانيا: مخططات تحقيق النمو الاقتصادي في ماليزيا
235	المطلب الثالث: تطور النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)
235	أولا: تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)
237	ثانيا: تطور حجم الدخل الفردي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)
239	المبحث الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الماليزية
240	المطلب الأول: بنية النظام المالي في ماليزيا
240	أولا: أقسام النظام المالي في ماليزيا
245	ثانيا: الهيئات الرقابية الرئيسية في النظام المالي الماليزي
247	المطلب الثاني: التعريف بسوق الأوراق المالية الماليزية
248	أولا: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية
254	ثانيا: مخططات تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية
258	المطلب الثالث: تطور أداء سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018)
259	أولا: تطور أداء السوق الأولية
260	ثانيا: تطور أداء السوق الثانوية
266	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (1981-2018)
266	المطلب الأول: التعريفات الإجرائية والمنهجية المستخدمة
267	أولا: التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة
268	ثانيا: المنهجية القياسية المستخدمة
270	المطلب الثاني: تحليل العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة
270	أولا: دراسة الاستقرارية وتحديد درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيرات
272	ثانيا: دراسة العلاقة السببية وتحديد طبيعة المتغيرات
275	المطلب الثالث: تطبيق نموذج ARDL لدراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة
276	أولا: تقدير نموذج ARDL
277	ثانيا: تقدير العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل
281	خلاصة الفصل الرابع

283	الخاتمة العامة
299	قائمة المصادر والمراجع
319	الملاحق

ملخص الدراسة

ملخص الدراسة

أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

"دراسة حالة ماليزيا"

تعالج هذه الدراسة أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (1981-2018)، وذلك من خلال التعرف على هيكل سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مع إبراز أهم مخططات تطويرها ومدى تأثيرها على تحسين أدائها، لتدرس في الأخير أثر هذا الأداء على النمو الاقتصادي، حيث تم استخدام معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي المقوم بالأسعار الثابتة للتعبير عن النمو الاقتصادي، كما تم استخدام معدل الرسملة السوقية ومعدل حجم التداول للتعبير عن أداء سوق الأوراق المالية، وقد قمنا باستخدام منهجية غرانجر بصيغتها البسيطة والمتطورة من قبل تودا-يماوتو في تحليل العلاقة السببية واتجاهها، وذلك من أجل تحديد اتجاه التأثير وتمييز المتغيرات التابعة من المستقلة، ثم قمنا بعد ذلك باستخدام منهجية نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة "ARDL" من أجل دراسة العلاقة التوازنية بين المتغيرات، وقياس أثر أداء السوق على النمو.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وأثر طردي لمؤشر الرسملة السوقية على مؤشر النمو في الأجل القصير، نتائج هذه الدراسة سوف تدفع بالقائمين على سوق الاوراق المالية الماليزية إلى العمل على تطويرها وتوسيع دائرة نشاطها من أجل الرفع من الأداء الاقتصادي للدولة مستقبلا.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، نمو الاقتصادي، سببية غرانجر، نموذج ARDL، ماليزيا.

Abstract**The Impact of Stock Market Performance on Economic Growth****"Malaysia case study"**

This study deals with the impact of stock market performance on Malaysia's economic growth over the period (1981-2018), by exploring the structure of the stock market in Malaysia, highlighting the most important development plans and their impact on improving their performance, then, studying the effect of this performance on economic growth, gross domestic product growth expressed in constant prices has been used to express economic growth, the market capitalization rate and the trading volume rate were also used to express the performance of the stock market, we used the Granger methodology, in its simple and developed form, by Toda-Yamamoto to analyse the causality, in order to determine the direction of influence and to determine the dependent and independent variables, we then used the Auto Regressive Distributed Lag method "ARDL" to study the equilibrium relationship between the variables, and Measuring the impact of market performance on growth.

This study found a long-term equilibrium relationship between the stock market and economic growth, and a positive effect of the market capitalization index on the short-term growth index, the results of this study will prompt Malaysian stock market officials to work on developing and expanding their activities to increase the country's economic performance in the future.

Keywords: Stock Market, Economic Growth, Granger causality, ARDL Model, Malaysia.

المقدمة العامة

يعد النمو الاقتصادي أحد أهم المؤشرات المستهدفة في مخططات تحسين أداء كافة اقتصاديات دول العالم، فرغم تطور المفاهيم من النمو إلى التنمية فالتنمية المستدامة إلا أن النمو الاقتصادي ظل يحافظ على بعده الاستراتيجي وبقي يحظى باهتمام الباحثين وواضعي المخططات ومنفذي السياسات الاقتصادية، ولقد ربط الاقتصاديون القدامى من رواد المدرسة الكلاسيكية والكينزية إلى شومبيتر والنيوكلاسيك بين النمو الاقتصادي وعوامل الإنتاج من العمل ورأس المال والتطور التكنولوجي، واعتبروا التغير في هذه العوامل من المحددات الرئيسية لمعدلات النمو المحققة، وأن التأثير على النمو يمر حتما عبر التأثير على هذه العوامل، فظهرت بذلك محددات جديدة يمكنها التأثير على النمو بشكل غير مباشر، وذلك من خلال تأثيرها على عوامل الإنتاج.

ومن المحددات الحديثة التي يمكنها التأثير على النمو الاقتصادي بشكل غير مباشر نجد جملة من المحددات كرأس المال الفكري والبشري، درجة الانفتاح التجاري وكذلك التطور المالي، بحيث تتفاوت درجة تأثير هذه المحددات على النمو الاقتصادي بين مختلف دول العالم، كما يمكن إضافة محددات أخرى تؤثر في معدلات النمو الاقتصادي لبعض الدول دون غيرها، ومحددات تؤثر على النمو في فترات معينة ويزول تأثيرها مع مرور الوقت، فهذه المحددات تُذكر على سبيل المثال لا الحصر، وتتفاوت درجة تأثيرها من دولة إلى أخرى، كما تكمن أهمية دراستها في تحديد مواطن قوة الاقتصاد من أجل التأثير عليها مستقبلا للرفع من معدلات النمو والنهوض باقتصاد البلد.

وقد حظيت الأسواق المالية بقدر كبير من اهتمام الباحثين في محددات النمو، فهي تمثل الآلية التي يتم من خلالها استقطاب الفوائض المالية وتوجيهها نحو أصحاب العجز المالي، لتساهم بذلك في توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، حيث تعمل هذه المشروعات على إنتاج السلع والخدمات التي تشكل في مجملها حجم الناتج المحلي الإجمالي، والذي يعد أحد أهم المؤشرات المعبرة عن النمو الاقتصادي، فتغير حجم التمويل يغير من حجم وعدد المشروعات فيتغير معدل النمو، هذا التحليل خلق إجماعا لدى الكثير من الباحثين على أن التمويل يرتبط بقوة بمعدل النمو الاقتصادي.

تمثل سوق الأوراق المالية الشكل الحديث للسوق التمويلية، فهي تعمل على الربط المباشر بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض، وفق آليات وإجراءات متجددة باستمرار وبأسعار خدمية تنافسية إذا ما قارناها بالسوق التمويلية التقليدية ممثلة بالنظام البنكي، ففي سبيل استقطاب أكبر عدد من المستثمرين سواء من أصحاب العجز أو أصحاب الفائض، عملت سوق الأوراق المالية على تطوير آليات

التداول وإدراج أدوات مالية مستحدثة ساهمت حتى في استقطاب الأصول المالية للنظام البنكي، وذلك بغية الرفع من رسميتها السوقية واستحواذها على أكبر حصة في السوق التمويلية.

وقد قامت ماليزيا على غرار بقية دول العالم، بإنشاء سوق للأوراق المالية من أجل توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، وعملت على تطويرها وتحسين أدائها ضمن مخططات شاملة تستهدف في النهاية تحقيق معدلات محددة للنمو الاقتصادي، حيث يسعى القائمون على هذا الدولة إلى الوصول بها إلى مصف الدول المتطورة بحلول سنة 2020، وذلك من خلال تحقيق قفزات نوعية في معدلات النمو الاقتصادي، وأن هذا يمر حتما عبر تطوير شامل لكل القطاعات ومن ضمنها القطاع المالي، وأن تطوير هذا الأخير يستوجب خلق سوق للأوراق المالية قادرة على سد الفراغ التمويلي الذي قد يُخلفه النظام البنكي.

أولاً: مشكلة الدراسة

تعد العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي من أهم المواضيع التي استقطبت اهتمام الباحثين والاقتصاديين، حيث توصل معظمهم إلى أن تطور أداء الأسواق المالية يساهم في تحديد معدلات النمو الاقتصادي المحققة في أغلب دول العالم، ومع التوسع الكبير الذي شهدته هذه السوق، بحيث أصبحت تشتمل على عدت أقسام تختلف من حيث أدواتها وآليات التعامل فيها، صار من غير الممكن قياس أدائها بمجموعة محدودة من المؤشرات، وهو ما جعل من الضروري دراسة أثر كل قسم من أقسام هذه السوق على النمو الاقتصادي.

وقد شكلت العلاقة بين سوق الأوراق المالية كقسم من أقسام السوق المالي والنمو الاقتصادي قطبين رئيسيين، فمنهم من اعتبر أن أداء سوق الأوراق المالية يساهم في تحديد معدلات النمو الاقتصادي من خلال عدت قنوات، أما الفريق الثاني من الباحثين فقد اعتبر سوق الأوراق المالية مجرد نادي للمراهنة على تحركات أسعار الأوراق المالية خلال فترة معينة، ومن تصدق توقعاته يكسب الرهان ويحقق الأرباح من دون أن يكون لذلك أي تأثير على معدلات النمو المحققة، هذا التباين في الآراء، دفعنا لمعالجة هذا الموضوع بإسقاطه على ماليزيا، وذلك من خلال الإجابة على السؤال المحوري الذي قمنا بصياغته على النحو التالي:

هل يساهم أداء سوق الأوراق المالية في تحديد معدلات النمو الاقتصادي في ماليزيا ؟

وبناء على السؤال الرئيسي يمكن طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية على النحو التالي:

- هل تؤثر مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية على مؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا في الأجل القصير؟
- هل تؤثر مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية على مؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا في الأجل الطويل؟
- ماهي قنوات تأثير سوق الاوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا؟
- هل توجد علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات قياس أداء سوق الاوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

إجابة منا على السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية المترتبة عليه، وبناء على ما أسفرت عنه الدراسات السابقة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

1- الفرضية الرئيسية

- يساهم أداء سوق الأوراق المالية في تحديد معدلات النمو الاقتصادي في ماليزيا.

2- الفرضيات الفرعية

- تؤثر مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية على مؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا في الأجل القصير؛
- تؤثر مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية على مؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا في الأجل الطويل؛
- تؤثر سوق الاوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا من خلال قناتي التمويل والسيولة؛
- توجد علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات قياس أداء سوق الاوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا.

ثالثا: أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في إثراء الادبيات المتاحة وتقديم قيمة معرفية مضافة للمهتمين بأسواق الأوراق المالية ودورها الاقتصادي بشكل عام، كما أنها تسلط الضوء على واحدة من أكثر أسواق الاوراق المالية تطورا في البلدان النامية والمتمثلة في سوق الأوراق المالية الماليزية، وتكسر ما درج عليه الباحثون في التعامل مع هذه السوق، على انها سوق للمعاملات المالية الإسلامية، كما أن هذه الدراسة تتميز باستخدام منهجية نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة ARDL والتي

تعد حديثة نوعا ما، ونادرا ما تم استخدامها في معالجة مثل هذه المواضيع، أضف إلى ذلك أن النتائج التي تم التوصل إليها سوف تدفع بالقائمين على سوق الأوراق المالية الماليزية إلى العمل على تطويرها وتوسيع دائرة نشاطها من أجل الرفع من الأداء الاقتصادي للدولة مستقبلا.

رابعاً: أهداف الدراسة

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو محاولة معرفة مدى مساهمة المؤشرات التي تعكس أداء سوق الأوراق المالية في تحديد معدلات النمو الاقتصادي في ماليزيا، كما نسعى للوصول إلى مجموعة من الأهداف الفرعية نلخصها فيما يلي:

- تقديم فكرة حول الإسهامات الجديدة لنماذج النمو الاقتصادي، مع تسليط الضوء على أهم محدداته المباشرة وغير المباشرة؛
- تقديم فكرة عامة عن سوق الأوراق المالية، والوقوف على أحدث آليات التداول وأهم الأدوات المالية المتداولة فيها، والتي يستخدمها القائمون على أسواق الأوراق المالية العالمية من أجل اجتذاب أكبر عدد من المستثمرين؛
- التعرف على مخططات تطوير الاقتصاد الماليزي واستكشاف مدى تأثيرها في معدلات النمو الاقتصادي المحققة خلال الفترة (2000-2018)؛
- التعرف على هيكل النظام المالي الماليزي بما في ذلك هيكل سوق الأوراق المالية الماليزية وأهم التطورات الحاصلة خلال الفترة (2000-2018)؛
- استكشاف العلاقة السببية واتجاهها بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا، وذلك من أجل تحديد المتغير التابع أو المتأثر من المتغيرات المستقلة أو المؤثرة؛
- استكشاف قنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا؛
- التعرف على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية المحددة لمعدلات النمو الاقتصادي في ماليزيا.

خامساً: منهج الدراسة

بناء على الأسئلة الفرعية وفرضيات البحث، اخترنا أن نتبع مجموعة من المناهج العلمية المتوافقة مع طبيعة الدراسة، حيث اعتمدنا على المنهج الوصفي في معالجة الإطار النظري للنمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية والعلاقة النظرية الموجودة بينهما، كما قمنا بالمزج بين المنهجين الوصفي والتحليلي في إجراء الدراسة التحليلية للنمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية في ماليزيا.

أما الدراسة القياسية فقد استندنا فيها إلى الأساليب الرياضية والإحصائية للاقتصاد القياسي، وذلك من خلال استخدام منهجية غرنجر ومنهجية تودا-يماوتو المطورة من أجل دراسة العلاقة السببية بين المتغيرات، ومنهجية ARDL من أجل دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة.

سادسا: الحدود الزمانية والمكانية للدراسة

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في الاقتصاد الماليزي بشكل عام وسوق الأوراق المالية الماليزية بشكل خاص، أما بالنسبة للحدود الزمانية فقد تم الاعتماد على الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى غاية 2018 لتغطية الدراسة التحليلية لمتغيرات الدراسة، ونظرا لضرورة اشتغال الدراسة القياسية على أكثر من ثلاثين مشاهدة، فقد تم الاعتماد في هذا الإطار على الفترة الممتدة من سنة 1981 إلى غاية 2018.

سابعا: الدراسات السابقة

دراسة " Lei Pan & Vinod Mishra (2018), Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China"، مقال منشور في مجلة "Economic Modelling"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الصينية خلال الفترة (1991-2015)، واستخدمت منهجية نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة ARDL، من أجل دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة في الأجلين القصير والطويل، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات شهرية لرسملة سوق الأوراق المالية A ورسملة سوق الأوراق المالية B لقياس تطور سوق الأوراق المالية، على اعتبار أن الأوراق المالية موزعة على قسمين داخل السوق، سوق "شنغهاي A" الذي يتم فيه التعامل باليوان أو الرمينبي الصيني، وسوق "شينزهين B" الذي يتم فيه التعامل بالدولار الأمريكي، كما اعتمدت على بيانات شهرية أيضا لمؤشر الانتاج الصناعي لقياس معدل النمو الاقتصادي، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الاجل الطويل وتأثير عكسي صغير جدا يمكن تجاهله بين سوق الأوراق المالية A في شنغهاي ومعدل النمو الاقتصادي، وإلى عدم وجود أي علاقة بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الصيني في الاجل القصير؛

دراسة "جهرة شنافة (2018)، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)"، أطروحة دكتوراه بجامعة سطيف 1، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية الأردنية، وتم فيها دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة في الاجل الطويل باستخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، وأثر هذه العلاقة في الأجلين

الطويل والقصير باستخدام منهجية متجه تصحيح الخطأ VECM، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات سنوية لحجم إصدار الأسهم كمتغير عن السوق الأولية، ومؤشرات الرسملة السوقية، حجم التداول ومعدل الدوران كمتغيرات عن السوق الثانوية المنظمة (البورصة)، كما اعتمدت على معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي من أجل التعبير عن معدل النمو الاقتصادي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة، وإلى وجود أثر طردي للسوق الأولية على النمو الاقتصادي في الأجل القصير، وأثر طردي لمؤشر حجم التداول وعكسي لمؤشر معدل الدوران على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل؛

دراسة " Bilgehan Tekin & Erol Yener (2019), **The causality between economic growth and stock market in developing and developed countries: Toda-Yamamoto approach** "، مقال منشور في مجلة "Theoretical and Applied Economics"، أجريت هذه الدراسة على أسواق الأوراق المالية لكل من الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا كعينة عن الأسواق المتقدمة، دول البريكس (البرازيل، روسيا، الهند، الصين، جنوب إفريقيا) بالإضافة إلى تركيا كعينة عن الأسواق النامية، وذلك خلال الفترة (1998-2017)، واستخدمت منهجية تودا-ياماموتو من أجل دراسة العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل واستكشاف الاختلافات المحتملة بين الدول المتقدمة والدول النامية، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات فصلية لمؤشر مختار يقيس حالة السوق من أجل التعبير تطور سوق الأوراق المالية، والناتج المحلي الإجمالي للتعبير عن النمو الاقتصادي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية في الأجل الطويل في اتجاه واحد، وذلك من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في جميع الدول باستثناء ألمانيا، والتي تم فيها التوصل إلى وجود علاقة سببية في الاتجاهين؛ دراسة "دحماني نور الهدى (2015)، **سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر**"، أطروحة دكتوراه بجامعة عنابة، أجريت هذه الدراسة على عينة مختارة لبعض أسواق الأوراق المالية الناشئة وسوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (1999-2012)، وتم فيها دراسة العلاقة التوازنية في الأجل الطويل باستخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، والعلاقة السببية واتجاهها بين متغيرات الدراسة باستخدام نموذج تصحيح الخطأ ECM ونموذج الـ VAR، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات سنوية لمؤشرات الرسملة السوقية، حجم التداول ومعدل الدوران كمتغيرات عن سوق الأوراق المالية، كما اعتمدت على معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي من أجل التعبير عن معدل النمو الاقتصادي كمتغير تابع في نموذج أول، ونصيب الفرد من الناتج المحلي

الإجمالي من أجل التعبير عنه كمتغير تابع في نموذج ثاني، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة في بعض الأسواق وانعدامها في أسواق أخرى، كما توصلت إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه وأخرى ثنائية في أسواق الأوراق المالية الناشئة وإلى عدم وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر؛

دراسة "Ossama M.Badr (2015), **Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt**", مقال منشور في مجلة "International Journal of Trade"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (2002-2013)، وتم فيها دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل باستخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، والعلاقة السببية واتجاهها بالاعتماد على تقنية شعاع الانحدار الذاتي (VAR)، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات فصلية لرسملة السوق كمقياس لتطور سوق الأوراق المالية، وللنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغير داخلي والاستثمار الأجنبي المباشر كمتغير خارجي من أجل التعبير عن معدل النمو الاقتصادي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة، وأن اختبار السببية لا يشير إلى وجود علاقة سببية بين تطوير سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر؛

دراسة "Pradhan RP & All (2013), **The impact of stock market development on inflation and economic growth of 16 asian countries: a panel var approach**"، مقال منشور في مجلة "Applied Econometrics and International Development"، أجريت هذه الدراسة على أسواق الأوراق المالية لستة عشر دولة آسيوية، وذلك خلال الفترة (1988-2012)، وتم فيها دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل باستخدام اختبار غرانجر للتكامل المشترك، والعلاقة السببية واتجاهها بالاعتماد على تقنية الـ VAR، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات البائل السنوية لمعدل نمو الرسملة السوقية، حجم التداول ومعدل الدوران من أجل التعبير تطور سوق الأوراق المالية، ومعدل نمو مؤشر أسعار المستهلكين من أجل التعبير عن التضخم، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من أجل التعبير عن النمو الاقتصادي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة، وأن اختبار السببية يشير إلى وجود علاقة سببية باتجاه واحد من مؤشري الرسملة السوقية

وحجم التداول إلى مؤشري الناتج المحلي ونصيب الفرد من الناتج المحلي، وهو ما يعني ان تطور سوق الأوراق المالية يسبب النمو الاقتصادي؛

دراسة "حفيظ عبدالحميد (2016)، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه بجامعة عنابة، أجريت هذه الدراسة على الاقتصاد الأردني خلال الفترة (2006-2015)، وتم فيها دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة في الاجل الطويل باستخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، وأثر هذه العلاقة في الأجلين الطويل والقصير باستخدام منهجية متجه تصحيح الخطأ VECM، وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات شهرية لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، معدل الفائدة، حجم الكتلة النقدية M1، سعر الصرف، حجم النفقات العامة وحجم الإيرادات العامة كمتغيرات مستقلة تعبر عن المتغيرات الاقتصادية الكلية، أما من أجل التعبير عن أداء سوق الأوراق المالية، فقد تم استخدام مجموعة من النماذج، بحيث تم الاعتماد في كل نموذج على أحد مؤشرات أداء السوق، وتمثلت هذه المؤشرات في حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، الرسملة السوقية والرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الاجل الطويل بين متغيرات الدراسة في جميع النماذج المستخدمة، وإلى وجود تأثير عكسي للنمو الاقتصادي، الكتلة النقدية، النفقات العامة والإيرادات العامة على معظم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في الأردن، وأن هذه المؤشرات تستجيب بعد الشهر الأول للمتغيرات التي تحدث على المتغيرات الاقتصادية الكلية؛

دراسة "نور الهدى حفصاوي (2018)، دراسة العلاقة بين تطور النظام النقدي والمالي والنمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر ومصر (1990-2016)"، أطروحة دكتوراه بجامعة باتنة 1، أجريت هذه الدراسة على النظام النقدي والمالي في كل من مصر والجزائر، وتم فيها دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة في الاجل الطويل باستخدام اختبار جوهانسن للتكامل المشترك، وأثر هذه العلاقة في الأجلين الطويل والقصير باستخدام منهجية متجه تصحيح الخطأ VECM، وقد احتوت هذه الدراسة على ثلاثة نماذج تختلف من حيث طبيعة المؤشرات المستخدمة ودراسة الحالة، حيث تم استخدام بيانات سنوية لمتغيرات مستقلة، ضابطة وتابعة، تمثلت المتغيرات المستقلة في معدل السيولة المصرفية، مؤشر الائتمان المقدم للقطاع الخاص، أصول البنوك التجارية إلى إجمالي أصول النظام المصرفي، والتي تم دمجها في مؤشر واحد مركب، في النموذج الاول (دراسة حالة الجزائر) والثاني (دراسة حالة مصر)، مع إضافة مؤشري حجم التداول ومعدل الدوران للمؤشر المركب في النموذج الثالث (دراسة حالة مصر)، أما

المتغيرات الضابطة فتمثلت في مؤشري الانفاق الحكومي والاستثمار، والمتغير التابع تمثل في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة توازنية في الاجل الطويل بين متغيرات الدراسة في جميع النماذج المستخدمة، وإلى وجود تأثير طردي طفيف للمؤشر المركب للتطور النقدي والمالي على النمو الاقتصادي في الجزائر، وإلى تأثير عكسي لنفس المؤشر على النمو في مصر، وإلى تأثير طردي للمؤشر المركب ومؤشر الاستثمار على النمو الاقتصادي في مصر؛

ثامنا: التعقيب على الدراسات السابقة

من خلال استعراضنا للدراسات السابقة التي بحثت العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، تبين لنا وجود بعض الاختلاف في المؤشرات المعتمدة في التعبير عن المتغيرات، إلا أن أغلبها أجمعت على اختيار مؤشر الرسملة السوقية للتعبير عن تطور سوق الأوراق المالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للتعبير عن النمو الاقتصادي، كما لاحظنا وجود تباين كبير في النتائج التي تم التوصل إليها، سواء من حيث العلاقة التوازنية في الاجل الطويل بين المتغيرات او من حيث العلاقة السببية واتجاهها، وهو ما يعني أن هذه النتائج لا يمكن تعميمها، وان كل دراسة حالة تدعم ما تم التوصل إليه سواء في تأكيد أو نفي العلاقة.

كما لاحظنا أن بعض الدراسات السابقة قد اكتفت بدراسة العلاقة السببية من أجل إثبات الأثر بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، من دون دراسة طبيعة هذه العلاقة (طردية أو عكسية) وحجم هذا التأثير (قوي أو ضعيف)، والبعض الآخر تناول العلاقة التوازنية في الاجل الطويل، إلا أن جميعها قامت بتحديد المتغيرات المستقلة والتابعة إما بالاعتماد على الدراسات السابقة او بشكل عفوي ومن دون إثبات، ثم قامت بعد ذلك بدراسة العلاقة السببية واتجاهها من أجل تأكيد أو نفي فرضية العرض القائد (سوق الأوراق المالية تسبب النمو الاقتصادي) أو الطلب التابع (النمو الاقتصادي يسبب سوق الأوراق المالية).

تاسعا: اختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

جاءت هذه الدراسة لإثراء ما تم انجازه من الأبحاث المتعلقة بأسواق الأوراق المالية وآثارها على الاقتصاد الحقيقي بشكل عام، إلا أنها تتميز عن ما سبقها من الدراسات السابقة فيما يلي:

- استخدام اختبارات السببية من اجل تحديد المتغيرات التابعة من المستقلة، وعدم الاستناد في ذلك على وجهة نظر الباحث أو على الدراسات السابقة؛

- اعتماد منهجية حديثة (نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة ARDL) في دراسة العلاقة التوازنية بين المتغيرات، وتحديد طبعة ودرجة التأثير بينها، لتتضم بذلك إلى الدراسات القلائل التي اعتمدت هذه المنهجية؛
- تهتم هذه الدراسة بتحديد القنوات التي يمر من خلالها تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وهو ما تجاهلته أغلب الدراسات السابقة التي اطلع عليها الباحث؛
- دراسة سوق الأوراق المالية لماليزيا ومدى تطورها بشكل شامل، فكل الدراسات التي اطلع عليها الباحث والتي تناولت هذه السوق، تم فيها الاقتصار على سوق الصكوك أو سوق الأوراق المالية الإسلامية، وهو ما سمح لهذه الدراسة بسد الثغرة المعرفية لبقية أقسام السوق.

عاشرا: هيكل الدراسة

قسمنا هذه الدراسة إلى أربعة فصول كل منها يحتوي على ثلاثة مباحث، حيث خصصنا الثلاثة فصول الاولى للجانب النظري للموضوع، فتناولنا في الفصل الاول الإطار النظري للنمو الاقتصادي من خلال التطرق إلى ماهية النمو، النظريات المفسرة له، محدداته وأهم مؤشرات قياسه، والفصل الثاني خصصناه للإطار النظري لسوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا فيه للمفاهيم الأساسية لهذه السوق، آليات التداول فيها وأسس تقييم أدائها، كما قمنا في الفصل الثالث من هذه الدراسة بالربط بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وذلك من خلال تبيان دورها في تحقيق النمو، حيث تطرقنا لأدوات السوق ودورها في تمويل المشروعات الاستثمارية، ثم دور هذه السوق في اجتذاب الفوائض المالية، فالآثار الإيجابية والسلبية لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، ويمثل الفصل الرابع الجانب التطبيقي لهذه الدراسة، حيث قمنا فيه بإسقاط الجانب النظري على سوق الأوراق المالية الماليزية وأثر ادائها على النمو، وذلك من خلال إجراء دراسة تحليلية على النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية في ماليزيا، ثم القيام بإجراء دراسة قياسية لأثر أداء هذه السوق على النمو في ماليزيا خلال الفترة (1981-2018).

الفصل الأول

الإطار النظري للنمو الاقتصادي

تمهيد:

يعتبر النمو الاقتصادي مؤشرا هاما للأداء الاقتصادي للدول، فهو ظاهرة اقتصادية تعبر لنا عن مدى قدرة وسائل الانتاج المتاحة على خلق قيم مضافة، ورغم تغير الاهتمام نحو مفاهيم أوسع كالتنمية والتنمية المستدامة، إلا ان الرفع المستمر من معدل النمو لا زال يشكل هدفا تسعى من خلاله حكومات الدول إلى إظهار مدى نجاعة سياساتها الاقتصادية المتبعة.

وقد حاول الكثير من الاقتصاديين عبر الزمن دراسة ظاهرة النمو الاقتصادي وتحليلها، من خلال وضع نظريات ونماذج تفسر معدل النمو المحقق وتحدد العوامل المؤثرة فيه، وذلك بغية توفير أساس علمي للسياسات الاقتصادية الواجب اتباعها للتأثير على تلك العوامل والرفع من مستوى النمو، حيث ظهرت أولى هذه الأفكار في تحليلات سميث وريكاردو، لتظهر بعدها أفكار شومبيتر التي أحدثت ثورة على التحليلات السائدة آنذاك، وبقيت صالحة إلى يومنا هذا، وتدرجت هذه الأفكار والنظريات لتصل في التسعينيات إلى نظرية النمو الاقتصادي الداخلي، التي حاولت شرح الأداء الضعيف للعديد من البلدان النامية، رغم تطبيقها للحلول المقترحة في النظريات السابقة.

أجمعت نظريات النمو على اعتبار العمل، رأس المال والتطور التكنولوجي عوامل أساسية يجب على المخططين ومنفذي السياسات الاقتصادية الاهتمام بها من أجل الوصول إلى معدل النمو الاقتصادي المستهدف، كما قدمت مجموعة من الدراسات الاقتصادية محددات حديثة للنمو كرأس المال البشري، التطور المؤسسي وتطور الأسواق المالية، والتي تساهم في تحديد معدل النمو بشكل غير مباشر من خلال التأثير على العوامل الأساسية المحددة للنمو.

سنحاول في هذا الفصل الإلمام بالجوانب الأساسية لظاهرة النمو الاقتصادي، لنصل في الأخير إلى أهم محدداته ومؤشرات المستعملة في قياسه من خلال المباحث الآتية:

المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي

المبحث الثاني: نظريات النمو الاقتصادي

المبحث الثالث: محددات النمو الاقتصادي ومؤشرات قياسه

المبحث الأول: ماهية النمو الاقتصادي

تعتبر مشكلة النمو محور اهتمام العلوم الاقتصادية، فالنمو السكاني المستمر يتطلب توفير متطلبات معيشية بشكل متزايد، وقد تغيرت متطلبات الأفراد والحكومات من الشكل الكمي إلى الشكل نوعي، ثم انتقل الاهتمام بعد ذلك إلى الجانب البيئي وحقوق الأجيال القادمة، مما أدى إلى الانتقال من مفهوم النمو بشكله البسيط نحو مفاهيم أكثر شمولاً تجسدت في التنمية الاقتصادية والتنمية المستدامة.

المطلب الأول: مفهوم النمو الاقتصادي

يعد النمو الاقتصادي ظاهرة تعكس الأداء الاقتصادي للدول، ومدى صلاحية الإيديولوجيات والسياسات المتبعة، وقد نال حيزاً كبيراً لدى الاقتصاديين الذين سعوا للبحث عن السبل الكفيلة برفعه بما يتناسب مع مقدرات المجتمع.

أولاً: التطور التاريخي لمفهوم النمو الاقتصادي

كانت ظاهرة النمو الاقتصادي الخاصة الأساسية لتاريخ الإنسانية منذ منتصف القرن الثامن عشر، فهو يحوّل المجتمعات البدائية التقليدية ويحدد عملية إنشاء حضارة عالمية متجانسة، وقد تجاوز هذا النمو المستوى المعياري المادي للشخص العادي وغير تماماً الحياة اليومية، ولكنه أدى في نفس الوقت إلى إعاقة توازن القوى السياسية الدولية وخلق هوة اجتماعية بين أفراد الدولة الواحدة، وكان السبب الرئيسي في الصراعات داخل الدول وبين دول العالم الكبرى¹.

وكان يمثل النمو الاقتصادي زيادة سريعة ومستدامة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بما يعادل 1,5% سنوياً أو أكثر لمدة نصف قرن على الأقل، مع وجود تباين في خصائص هذا النمو وفي نسب عوامل الإنتاج والموارد المخصصة من دولة إلى أخرى، وكان معدل 1,5% سنوياً هو تقريباً معدل النمو المسجل في الخمسين سنة التي سبقت الحرب العالمية الأولى من قبل الخمسة عشر بلداً التي كانت تعد رائدة آنذاك، وبالرغم من وجود اختلافات كبيرة في معدلات النمو من منطقة إلى أخرى أو من مجموعة فرعية واحدة من السكان إلى أخرى داخل نفس البلد إلا أن البلد الواحد يعد وحدة واحدة للنمو الاقتصادي، وكانت تلعب الحكومات المركزية دوراً مهماً في القرارات التي تؤثر على النمو طويل الأجل². كان العديد من الاقتصاديين يعتبر أن مصطلحي النمو والتنمية مترادفين لبعضهما ولهما نفس المعنى الجوهري، حيث مر مفهوم التنمية الاقتصادية بعدة مراحل بداية بارتباطه بمفهوم النمو الاقتصادي إلى أن

¹ Richard A. Easterlin, *La Croissance Triomphante-une perspective historique sur le XXI^e siècle*, Editions Nouveaux Horizons, Paris, France, 2000, p 1.

² Ibid, p 35.

- وصل إلى مفهومه الجديد الذي أطلق عليه التنمية المستدامة، حيث انعكست ظروف الدول والأهداف المراد الوصول إليها على المفاهيم المختلفة للنمو، وتتمثل أهم هذه المراحل فيما يلي¹:
- **خلال عقدي الأربعينات والخمسينات** كان ينظر للتنمية على أنها ارتفاع مستوى دخل الأفراد، حيث أنها كانت مرادفا لمفهوم النمو الاقتصادي؛
 - **خلال عقد الستينات**، كانت تعني قدرة الاقتصاد الوطني على تحقيق زيادة سنوية في الناتج الوطني بحيث تكون اعلى من معدل زيادة السكان؛
 - **في مرحلة لاحقة**، أصبحت تعني "النهوض الشامل بالمجتمع بأسره" من خلال إشباع الحاجات الأساسية للفرد بالإضافة إلى تحقيق ذاتيته وشعوره الإنساني وتوفير حرية الاختيار، وقد ربط "آثر لويس Arthur Lewis" بين التنمية الاقتصادية وحرية الاختيار، حيث ان فائدة النمو ليس في كون الثروة تزيد سعادة الإنسان بل بما تؤديه هذه الثروة من زيادة في مجال اختياره الإنساني؛
 - **مع بداية الثمانينات**، شهدت الدول النامية تدهورا في مستوى الدخل الحقيقي لأسباب داخلية وخارجية، مما أدى إلى لجوئها للاقتراض الخارجي ومن ثم إلى استنزاف الكثير من مواردها الطبيعية للوفاء بالتزاماتها الخارجية، ونتيجة ذلك أصبح هناك اهتمام بمفهوم التنمية التي تعكس أبعاد بيئية وبشرية، مما أدى إلى زيادة الاهتمام بما يسمى بالتنمية المستدامة أو التنمية المتواصلة أو المستمرة، حيث أن اللجنة الدولية للتنمية والبيئة هي التي أصدرت تقريرا يأخذ بمفهوم جديد للتنمية أطلق عليه "التنمية المستدامة" والتي تعني تلبية حاجات الجيل الحالي دون استنزاف حاجات الأجيال القادمة.

ثانيا: تعريف النمو الاقتصادي

وردت عدت تعاريف للنمو الاقتصادي، نذكر منها:

التعريف الأول: «النمو الاقتصادي يعني ارتفاع النسبة المئوية للإنتاج العام محسوبا بالأسعار الثابتة، أي الارتفاع الحقيقي للدخل القومي، إذ يمكن للبلد الذي يعتمد اقتصاده على إنتاج وتصدير النفط والغاز والفحم والقهوة والحديد أن يحقق نمواً اقتصادياً عن طريق رفع إنتاج هذه المواد شريطة أن لا تنخفض أسعار هذه المواد في الأسواق العالمية»²؛

¹ منصوري الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الرابة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص ص 83-84.

² محمود علي الشراوي، النمو الاقتصادي وتحديات الواقع، دار عيداء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016، ص 46.

التعريف الثاني: «النمو الاقتصادي عبارة عن ظاهرة كمية تجسدها الزيادة في الكمية المطلقة للسلع والخدمات المنتجة»¹؛

التعريف الثالث: «النمو الاقتصادي هو عملية زيادة حجم الاقتصاديات الوطنية ومؤشرات الاقتصاد الكلي، وفي مقدمتها نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، بحيث يكون اتجاه الزيادة صعودي دون أن يكون خطي بالضرورة، مع وجود آثار إيجابية على القطاع الاقتصادي والاجتماعي»²؛

التعريف الرابع: وفقاً لـ "كوزناتس Kuznets"، «النمو هو في الأساس ظاهرة كمية، من هنا يمكننا تحديد النمو الاقتصادي للبلد من خلال تحديد الزيادة في عدد السكان وما ينتجه كل فرد»³؛

التعريف الخامس: يعرف "شومبتر Schumpeter" النمو الاقتصادي بأنه «عملية تدمير مبدعة تحدث ثورة مستمرة في البنية الاقتصادية من الداخل، وذلك من خلال تدمير العناصر القديمة وخلق عناصر جديدة باستمرار»⁴.

بناءً على التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

النمو الاقتصادي هو ظاهرة كمية تعبر عن مقدار الزيادة في حجم السلع والخدمات التي ينتجها الاقتصاد الوطني من خلال استخدامه للموارد المتاحة، ويتم التعبير عنه في العادة بالناتج المحلي الإجمالي أو بالدخل الوطني الإجمالي.

من المحتمل أن يكون تطور انتاج الفرد مسؤولاً بشكل كبير عن التأثير على الناتج المحلي الإجمالي للبلد ومستوى تحقيق الرفاه الاقتصادي، وعليه فإن قدرة الأفراد على الإنتاج يدفعنا باتجاه البحث عن المتطلبات المسبقة للنمو الاقتصادي والتي يلخصها السيد "أبراموفيتش" في مصطلح "القدرة الاجتماعية"، فعلى الرغم من صعوبة تحديدها ولا سيما قياسها، إلا أنه يمكن فهمها على أنها حالة تتسم بوجود مؤسسات سياسية، مالية، صناعية وتجارية، وفي ظل وجود قوة عاملة لديها التكوين الكافي، هذا كله يجعل من الممكن تعبئة رأس المال لاستيعاب واستغلال أقوى وأحدث التكنولوجيات في العملية الانتاجية من أجل الرفع من حجم الناتج المحلي الإجمالي، وعليه فمن وجهة النظر هذه، النمو ليس فقط ظاهرة

¹ Abdeljabbar Bsais, Modeles de croissance exogene, centre des publication universitaire, Tunis, Tunisie, 2007, p2.

² Alina-Petronela Haller, Concepts of Economic Growth and Development. Challenges of Crisis and of Knowledge, economy transdisciplinarity cognition journal, Vol 15, Issue 1, Romania : George Bacovia University Publishing House, 2012, p 66.

³ Marc montoussé, Théories économiques, éditions bréal, 2^e édition, Paris, France, 2008, p 65.

⁴ Idem.

تأخذ بعين الاعتبار زيادة الانتاج أو تطور إنتاج الفرد، ولكنه يثبت أنه مجال تحليل أكبر يمكن إرجاعه إلى العناصر التي تجعل هذا النمو الاقتصادي ممكناً¹.

المطلب الثاني: النمو والتنمية الاقتصادية

أدى تطور المجتمعات إلى السعي نحو تحسين الظروف المعيشية لجميع أفراد المجتمع، واختلفت السياسات المتبعة تبعاً لذلك وانتقلت من مجرد التفكير في رفع معدلات النمو الاقتصادي بما يحقق زيادة في متوسط الدخل الفردي إلى النظر في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية للدولة بما يحقق التنمية الاقتصادية.

أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية

وردت عدت تعاريف للتنمية الاقتصادية، نذكر منها:

التعريف الأول: «هي إجراءات وسياسات وتدابير معتمدة تتمثل في تغيير بنيان وهيكل الاقتصاد الوطني وتهدف إلى تحقيق زيادة سريعة ودائمة في متوسط دخل الفرد الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن بحيث يستفيد منها الغالبية العظمى من الأفراد»²؛

التعريف الثاني: «هي مجموعة الإجراءات والتدابير الاقتصادية والاجتماعية والثقافية، التي تهدف إلى تحقيق تغيير هيكلي في الكيان الاقتصادي لبناء آلية اقتصادية ذاتية تضمن تحقيق زيادة حقيقية في الناتج المحلي الإجمالي، ورفعاً مستمراً لدخل الفرد الحقيقي، كما تهدف إلى توزيع عادل لهذا الناتج بين طبقات الشعب المختلفة التي تساهم في تحقيقه»³؛

التعريف الثالث: «تتضمن التنمية الاقتصادية زيادة في الناتج المحلي الإجمالي وكذلك تنويعه، فضلاً عن التغيرات الهيكلية الفنية والمؤسسية التي يتم بها الانتاج»⁴؛

التعريف الرابع: «هي تحسن المستوى الفردي في مستويات المهارة، والكفاءة الانتاجية وحرية الابداع، والاعتماد على الذات وتحديد المسؤولية»⁵؛

¹ Ibid, p 3.

² منصور الزين، مرجع سبق ذكره، ص 82.

³ خبابة عبدالله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 24.

⁴ اسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية [نظريات-نماذج-استراتيجيات]، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 10.

⁵ أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013، ص 65.

التعريف الخامس: وفقاً لـ "ف.بيرو" «التنمية الاقتصادية هي مزيج من التغيرات العقلية والاجتماعية في مجتمع يجعله قادراً على إنماء إنتاجه الحقيقي بشكل تراكمي»¹.

وبناءً على التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

التنمية الاقتصادية هي عملية شاملة يتم من خلالها تنفيذ سياسات تم التخطيط لها مسبقاً، بهدف تغيير هيكل الاقتصاد الوطني، وذلك من أجل رفع وتنويع حجم الناتج المحلي الإجمالي، مع الحرص على التوزيع العادل له بين كافة أطياف المجتمع.

ثانياً: النمو والتنمية الاقتصادية

النمو الاقتصادي هو مفهوم له عدت معاني ودلالات، وكثيراً ما نميل إلى مقارنته بالتنمية الاقتصادية، لكن الفرق يصعب تحديده، حيث تقتصر فكرة النمو عموماً على معايير كمية بحتة، بينما تتضمن التنمية إلى جانب ذلك ظواهر نوعية (التعليم، التشغيل... إلخ)².

1- جوانب التفرقة بين النمو والتنمية

يفرق بعض الاقتصاديين بين النمو والتنمية في جوانب عديدة، حيث تؤكد السيدة "هيكس" بأن التنمية تشير إلى الدول النامية والنمو يشير إلى الدول المتقدمة، كما يفرق "شومبيتر" بين الاثنين بالقول بأن التنمية هي تغير غير مستمر وفجائي في الحالة المستقرة، بينما النمو هو تغير تدريجي ومستقر في الأمد الطويل، يحدث من خلال الزيادة العامة في معدل الادخار وفي عدد السكان، ويؤكد البروفيسور "بون" بأن التنمية الاقتصادية تتطلب وتتضمن نوعاً من التوجيه والتنظيم والقيادة لتوليد قوى النمو الاقتصادي والمحافظة عليها، وعليه فإن التنمية الاقتصادية هي عملية مقصودة ومخططة تهدف إلى تغيير البنيان الهيكلي للمجتمع بأبعاده المختلفة لتوفير الحياة الكريمة لأفراد المجتمع، ولهذا فإن التنمية أشمل وأعم من النمو إذ أنها تعني النمو زائد التغيير، والتنمية ليست ظاهرة اقتصادية فقط بل تتضمن إلى جانب ذلك مضمون اجتماعي³.

وبالرغم من أن كلا من مصطلحي النمو والتنمية يشيران إلى معدل الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة، إلا أن هناك فروقات أساسية بينهما، فالنمو الاقتصادي يشير إلى الزيادة المضطردة في الناتج المحلي الإجمالي لفترة طويلة من الزمن دون حدوث تغيرات مهمة

¹ Marc Montoussé, Dominique Chamblay, *100 Fiches pour comprendre les sciences économiques*, éditions bréal, 8^é édition, Paris, France, 2004, p 12.

² Marc montoussé, OP-Cit, p 65.

³ جابر أحمد بسيوني، محمد محمود مهدي، التنمية الاقتصادية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية، مصر، 2012، ص 44.

وملموسة في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية... الخ، بينما تعني التنمية الاقتصادية إضافة إلى ذلك حدوث تغيرات هيكلية مهمة وواسعة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والديمقراطية وفي التشريعات والأنظمة، وهناك اثنان من أهم التغيرات الهيكلية وهما¹:

- ازدياد الحصة الصناعية في الناتج المحلي الاجمالي مقابل انخفاض حصة الزراعة وزيادة نسبة السكان الذين يعيشون في المدن بدلا من الريف؛
- مشاركة السكان في العملية التنموية التي جلبت هاته التغيرات الهيكلية.

2- نقاط الاختلاف بين النمو والتنمية

إذا أردنا تلخيص نقاط الاختلاف فيما بين النمو والتنمية، نورد بعض الملاحظات التي تضيء جوانب عديدة من الموضوع²:

- إن النمو الاقتصادي هو محرك التنمية ككل، وبدون النمو الاقتصادي لا يمكن أن تحدث زيادة متواصلة ومستدامة في استهلاك الأسر المعيشية؛
- إن النمو تلقائي وتراكم كمي يجري مع مرور الزمن وباستمرار وينتج عن الحركة الدائمة للمجتمع، والتنمية بمفهومها العلمي تتحقق بفعل التحولات الجذرية التي تحصل في المؤسسات والبنى الاجتماعية والثقافية والسياسية والاقتصادية القائمة؛
- حققت العديد من البلدان النامية معدلات نمو قريبة من المعدل الذي يعتبره الخبراء معدلا مرغوبا في تحقيقه وهو 6%، ومع ذلك بقيت معدلات المعيشة فيها بلا تحسن، أما التنمية فهي العملية التي تهدف إلى رفع قدرة أفراد المجتمع في الاعتماد على أنفسهم فهي تفرض الاستقلال ضمنا؛
- يجسد النمو في الجوهر مفهوما كميا قابلا للقياس وينحصر في الميدان الاقتصادي إجمالا، أما مفهوم التنمية فيشمل التحولات الحاصلة في هيكل الاقتصاد والدولة ومواقع القوى الاجتماعية والسياسية وكذلك مجالات الحياة الأخرى؛
- تنطوي التنمية على أحكام لما يجب أن يتحقق في المجالات الاقتصادية وغير الاقتصادية، تتصل برفع القدرة الانتاجية وكفاءة أداء أفراد المجتمع.

¹ خبابة عبدالله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 37-38.

² محمد حسن دخيل، إشكاليات التنمية الاقتصادية المتوازنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009، ص ص

3- علاقة النمو بالتنمية

النمو والتنمية مفهومان متلازمان، فالنمو يؤدي إلى تنمية تعزز النمو، ولكن النمو غير المتوازن أو الذي لا يتم توزيع أرباحه بشكل جيد لا يؤدي إلى التنمية، فالنمو مطلوب ولكنه لا يؤدي دائما إلى تحقيق الثروة، وتتجسد علاقة النمو بالتنمية في النقاط التالية¹:

- لا يؤدي النمو الاقتصادي بالضرورة إلى زيادة في مستوى الدخل، فعندما يكون نمو السكان أكبر من نمو الإنتاج، تحدث الظاهرة العكسية (انخفاض مستوى الدخل) وهو حال العديد من البلدان النامية، حيث يقترح "A.Barrère" التفريق بين "النمو التصاعدي" الذي يكون فيه النمو الاقتصادي أكبر من النمو السكاني و"النمو التنازلي" الذي يكون فيه النمو الاقتصادي أقل من النمو السكاني؛
- لا يؤدي النمو الاقتصادي وإن كان تصاعديا بالضرورة إلى تحقيق الثروة، إذ يمكن أن يؤدي إلى إفقار البلد، فوفقا لـ "J.Bhgwati" "النمو المُفَقَّر" يتوافق مع الحالة التي تتدهور فيها شروط التجارة الخارجية، حيث تزيد أسعار المنتجات المصدرة بأقل من زيادة أسعار المنتجات المستوردة مما يلزم البلد لإنتاج وتصدير أكثر دون أن تكون قادرة على أن تشتري أكثر؛
- يناظر بعض الاقتصاديين في العالم الثالث بفكرة وجود تنمية من دون نمو، إذ يعتقدون أنه من الضروري أولاً تعديل المجتمع من الداخل والاستجابة لاحتياجاته قبل التفكير في تطوير الإنتاج؛
- يمكن أن تكون ثمار النمو سيئة التوزيع، بحيث لا يمكن تعميمها ويستفيد منها أقلية من السكان فقط، وهي حالة اقتصاديات دول العالم الثالث، الاقتصادات المفككة التي نجد فيها قطاعين مختلفين أحدهما حديث يستفيد من مزايا النمو والآخر متخلف لا يملك آفاق للتنمية؛
- قد لا يكون النمو مصدرا للتنمية المباشرة، في الحالة التي لا يكون فيها الإنتاج متاحا في السوق المحلية ويتم تصديره إلى الخارج، وهي حالة اقتصاديات بلدان جنوب شرق آسيا، ولكن رغم ذلك يقود هذا النوع من النمو إلى تنمية اجتماعية على المدى الطويل.

المطلب الثالث: النمو والتنمية المستدامة

استهدفت مختلف دول العالم الرفع المستمر لمعدلات النمو الاقتصادي وزيادة طاقتها الإنتاجية، وهو ما أدى إلى تآكل الموارد الطبيعية وأضر بالبيئة التي نعيش فيها، فبرزت بذلك التنمية المستدامة كمفهوم جديد لتحقيق نمو اقتصادي يحافظ على البيئة وعلى حقوق الأجيال القادمة.

¹ Marc Montoussé, Dominique Chamblay, OP-Cit, p 13.

أولاً: تعريف التنمية المستدامة

التنمية المستدامة تعني النمو الاقتصادي الذي لا يسبب نضوب الموارد مع مرور الوقت، وقد برزت التنمية المستدامة كفلسفة بيئية شاملة في المفاوضات الدولية التي جرت على مدار الأعوام والعشرين الماضية، ولا يزال معناها ومدى أهميتها لأفراد المجتمع غير واضح بالشكل المطلوب، إذ نجد لها تعريفات كثيرة ومتعددة، تتزايد وتتراكم عبر كل نقاش جديد في منشور عابر، حيث عثرت "ميركوت Murcott" سنة 1997 على 57 استخدام مختلف ومتناقض في بعض الأحيان لهذا المصطلح، وقد نشأ هذا التعدد في التعاريف بسبب الاختلافات الثقافية واختلاف الاحتياجات والحقوق الاقتصادية الحقيقية أو المتصورة للدول والمجتمعات¹.

ولذلك فرغم الالتزام الدولي اتجاه التنمية المستدامة ورغم أنها قد تبدو للوهلة الأولى واضحة إلا أنها قد عُرِّفت وفُهمت وطُبِّقت بطرق مختلفة جداً، مما تسبب في درجة عالية من الغموض حول معنى المفهوم الذي يعتبر من المفاهيم الصعبة والمراوغة والمخادعة، إذ تكمن مشكلة مفهوم التنمية المستدامة في تأثره بعلاقات القوة بين الدول وداخلها، وهذه الحقيقة تتطلب مراجعة نقدية للمفهوم، فمن الواضح أن علاقات القوة هي التي تصيغ المعاني واللغة التي يستخدمها الناس².

ومن بين التعاريف الواردة عن التنمية الاقتصادية المستدامة نذكر:

التعريف الأول: جاء في تقرير اللجنة الدولية حول البيئة والتنمية لسنة 1987 تعريف التنمية المستدامة بأنها « تلك التنمية التي تلبي احتياجات الأجيال الحالية من دون إعاقة مقدرة الأجيال المستقبلية في مقابلة احتياجاتها»³، وقد اكتسب هذا التعريف شهرة دولية في الوسط الاقتصادي؛

التعريف الثاني: إن أحد أفضل التعريفات العملية للملائمة للتنمية المستدامة يمكن أن يتمثل في «تحقيق الحد الأعلى من الكفاءة الاقتصادية للنشاط الإنساني ضمن حدود ما هو متاح من الموارد المتجددة وقدرة الأنساق الحيوية الطبيعية على استيعابه، مع ربطها باحتياجات الجيل الحالي والأجيال القادمة»⁴؛

¹ Anne E. Egelston, *Sustainable Development: a History*, Springer Science + Business Media Dordrecht, New York, USA, 2013, p 26.

² وسام درويش مصطفى، *استراتيجية التنمية الاجتماعية والاقتصادية*، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2016، ص 70.

³ أنطوان زحلان وآخرون، *النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة في الدول العربية*، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2013، ص 49.

⁴ وسام درويش مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 74.

التعريف الثالث: عرفها الميثاق الوطني للبيئة والتنمية المستدامة على أنها «التنمية التي بدونها تزداد خطورة التدهور البيئي واختلال التوازنات الطبيعية وتراجع الموارد الطبيعية وتفاقم مشاكل الصحة وتزايد حدة الفقر وتراجع مستوى نوعية الحياة»¹؛

التعريف الرابع: تعرف التنمية المستدامة بأنها «مجموعة من العمليات التي تهدف إلى تغيير السلوك الاستهلاكي للموارد المتاحة وكذا طرق الاستثمار مع توجيه التطورات التكنولوجية والمؤسسات من أجل ضمان حاضر ومستقبل البشرية وضمان الاحتياجات الإنسانية المختلفة»²؛

التعريف الخامس: ويرى "بيرس وباربييه Pearce et Barbier" أن التنمية المستدامة هي «تنمية طويلة الأجل»، أي تطور يتم فيه تعظيم رفاهية الأجيال الحالية بما لا يقلل من رفاهية أجيال المستقبل، وقد استشهدت منظمة التعاون والتنمية بهذا التعريف سنة 2001.³

بناء على التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

التنمية المستدامة هي عبارة عن نمو اقتصادي طويل الأجل، وهو ما يعني زيادة متواصلة ومستمرة في حجم الناتج المحلي الإجمالي، بالشكل الذي نحافظ فيه على البيئة وعلى حقوق الأجيال المتلاحقة في الموارد الطبيعية المتاحة.

ثانيا: النمو والتنمية المستدامة

كان الاعتقاد السائد حتى بداية السبعينات من القرن الماضي، أن النمو الاقتصادي لابد وأن يتم على حساب البيئة، وأنه لا يمكن الجمع بين هذين الأمرين، وأن أي تحسين في نوعية البيئة يعني إعاقة النمو الاقتصادي، كما أن أي نمو اقتصادي لابد وأن يتضمن إضرار بالبيئة وربما القضاء عليها وتدميرها⁴، وبداية من القرن الواحد والعشرين لم تعد زيادة الناتج المحلي الإجمالي مؤشرا رئيسيا للاقتصاد الكلي، كما

¹ بن حاج جيلالي مغراوة فتيحة، التنمية المستدامة بين الطرح النظري والواقع العملي: دراسة الاستراتيجية العربية المقترحة للتنمية المستدامة لما بعد عام 2015، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 6، العدد 11، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2017، ص 154.

² خنشول دنيا، واقع التنمية المستدامة في الجزائر: دراسة تحليلية خلال الفترة 1992-2015، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 5، العدد 1، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2018، ص 75.

³ ABBAS hirzellah et autres, Paradigme du Progrès: De la croissance économique au développement durable, revue les cahiers du POIDEX, vol 6, Number 10, Université de Mostaganem, Algérie, 2018, p 19.

⁴ محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية ومشكلاتها: مشاكل الفقر-التلوث البيئي-التنمية المستدامة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013، ص 112.

لم يعد النمو الاقتصادي الهدف الرئيسي للاقتصاد، إذ تغير التركيز على سياسة النمو الاقتصادي منذ الحرب العالمية الثانية من خلال نماذج مختلفة حتى تم الوصول إلى مفهوم التنمية المستدامة¹.

أدى الارتباط الوثيق بين البيئة والتنمية إلى ظهور مفهوم التنمية المستدامة وهي تنمية تهدف إلى الاهتمام بالعلاقة المتبادلة ما بين الإنسان ومحيطه الطبيعي وبين المجتمع وتنميته²، حيث نشأت التنمية المستدامة عن الحاجة إلى دمج احتياجات البلدان المتخلفة في السياسات البيئية الدولية، من خلال التوفيق بين الحماية البيئية والنمو الاقتصادي في المستقبل، فقد افترض المؤتمر البيئي الأول أن حماية البيئة ستؤخر بشكل كبير النمو الاقتصادي مما خلق معارضة واسعة من دول العالم، حيث سعت التنمية المستدامة في الأصل للتغلب على هذه المشكلة من خلال التركيز على السبل التي يمكن من خلالها تحقيق النمو دون ضرر بيئي، وقد اكتسب هذا المفهوم قوة سياسية تزايدت ببطء خلال الـ 15 سنة التي تلت مؤتمر ستوكهولم لسنة 1972، إلى أن روجت اللجنة العالمية للبيئة والتنمية (WCED) المنبثقة عن الأمم المتحدة لمفهوم جديد للتنمية المستدامة ظهر في تقريرها الموسوم بـ "مستقبلنا المشترك" والذي نشر في سنة 1987، حيث جاء فيه أن التنمية المستدامة هي "التنمية التي تلبي احتياجات وتطلعات الحاضر دون المساس بالقدرة على تلبية احتياجات المستقبل"، وعلى هذا النحو تتداخل التنمية المستدامة بين النمو الاقتصادي والعدالة الاجتماعية وحماية البيئة³.

يمكن للنمو الاقتصادي أن يعزز من إمكانية الحد من الفقر وحل المشاكل الاجتماعية من خلال زيادة الثروة الإجمالية للدولة، إلا أن التاريخ يقدم لنا عددا من الأمثلة التي لم يسمح فيها النمو الاقتصادي بتحقيق تقدم مماثل في التنمية الاجتماعية، ومن خلال الربط بين النمو الاقتصادي والقضايا الاجتماعية والبيئية، يميل الخبراء بمن فيهم الاقتصاديون إلى الاتفاق على أن النمو بهذا الشكل لا يمكن تحمله ولا يمكن أن يستمر على نفس المنوال لفترة طويلة بسبب ما يلي⁴:

- إذا تبين أن الخسائر البيئية والاجتماعية الناتجة عن النمو الاقتصادي أعلى من المنافع الاقتصادية (الدخل الإضافي الذي يكسبه غالبية السكان)، فإن النتيجة الإجمالية لرفاهية الناس تصبح سلبية، وبالتالي يصبح من الصعب الحفاظ على هذا النمو الاقتصادي سياسيا؛

¹ Alba Kruja, *Sustainable Economic Development, a Necessity of the 21st Century*, Mediterranean Journal of Social Sciences, vol 4, Number 10, Italy: MCSER Publishing, 2013, p 94.

² محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 112.

³ Anne E. Egelston, OP-Cit, p 26.

⁴ Tatyana P. Soubbotina, *Beyond Economic Growth: An Introduction to Sustainable Development*, World Bank Publications, WBI Learning Resources Series, 2é edition, Washington D.C, USA, 2004, p 8.

- النمو الاقتصادي نفسه يعتمد حتما على استغلال المقدرات الطبيعية والبشرية للمجتمع، وحتى يكون هذا الاستغلال مستداما، يجب الاعتماد على قدر معين من الموارد الطبيعية والخدمات التي تقدمها الطبيعة.

وقد اقترحت اللجنة العالمية للبيئة والتنمية "استراتيجية طويلة الأجل للتنمية المستدامة" من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التعاون بين الأمم والشعوب فيما يتعلق بالأهداف المشتركة حول تلبية احتياجات الفقراء مع "حماية البيئة وتعزيزها" فمستقبلنا المشترك يفرض علينا تعزيز التنمية على المدى الطويل ولو كان ذلك على حساب بعض أنظمة حماية البيئة، إذ يمكن قبول بعض التدهور البيئي إذا ساعد في تلبية الاحتياجات المشروعة لفقراء العالم¹.

يبرز تحليل العملية الاقتصادية في العديد من البلدان أن النمو الاقتصادي السريع قد تسبب في مشاكل خطيرة من وجهة نظر التنمية المستدامة مثل عدم المساواة الاجتماعية والإقليمية وافتقار كبير للبنية التحتية والبيئة الريفية، ونقص رأس المال الوطني وما إلى ذلك، فالتنمية المستدامة تسعى إلى زيادة فورية لرفاهية جميع السكان من دون المساس بمستوى الرفاهية في المستقبل القريب والبعيد، إذ يعد النمو الاقتصادي شرطا ضروريا إلا أنه غير كافٍ لتحقيق التنمية المستدامة².

يمكن تسمية النمو المستديم "بالنمو العادل والمتوازن"، وهذا يعني أن استمرار النمو إلى أجل غير مسمى يتطلب خلق توازن بين مصالح مجموعات سكانية مختلفة من نفس الجيل وفيما بين الأجيال المتلاحقة، على أن يتم ذلك في وقت واحد في ثلاثة مجالات رئيسية مترابطة اقتصادية اجتماعية وبيئية، إذ سيكون من المستحيل تحقيق هذه العدالة "بين الأجيال" إذا استمرت الأنشطة الاقتصادية لبعض المجموعات السكانية في تعريض رفاهية الأشخاص المنتمين إلى مجموعات سكانية أخرى للخطر، لذا فإن النمو المستديم يتمحور حول العدالة التي تعني تكافؤ فرص الرفاه³.

المبحث الثاني: نظريات النمو الاقتصادي

كان ولا يزال النمو الاقتصادي الشغل الشاغل للبشرية وأحد المواضيع العلمية التي نالت اهتمام العديد من الاقتصاديين، الذين حاولوا طرح أفكارهم وبلورتها في نظريات تفسر الأداء الاقتصادي للدول وتبين أسباب تقدمها أو تخلفها، وقد ظهرت أولى نظريات النمو في تحليلات الاقتصاديين الكلاسيك من أمثال آدم سميث ودافيد ريكاردو اللذين حاولوا تفسير الواقع الاقتصادي المعاش آنذاك، مع محاولة اقتراح حلول

¹ Anne E. Egelston, OP-Cit, p 27.

² Alba Kruja, OP-Cit., p 94.

³ Tatyana P. Soubotina, OP-Cit, p 9.

لأداء أفضل، وقد تطورت هذه النظريات مع مرور الزمن من خلال الانتقادات الموجهة من قبل الاقتصاديين المتلاحقين لمن سبقهم وطرحهم لأفكار ونماذج نمو جديدة.

المطلب الأول: النظريات الأولى للنمو الاقتصادي

سنستعرض في هذا المطلب الأفكار الأولى للنمو الاقتصادي والتي كانت نتاج تحليلات الاقتصاديين الكلاسيك للواقع الاقتصادي المعاش، لننتقل بعد ذلك للمساهمة الكبيرة التي قدمها "شومبيتر" في نظرية النمو والذي مازالت أفكاره صالحة إلى اليوم.

أولاً: النمو الاقتصادي في الفكر الكلاسيكي

كان تحليل ظاهرة النمو الاقتصادي سمة أساسية في عمل الاقتصاديين الكلاسيك، ممثلين بشكل رئيسي في آدم سميث، توماس مالتوس ودافيد ريكاردو، فعلى الرغم من اهتمام اقتصاديين آخرين بالنمو، إلا أن هؤلاء يعتبرون من أبرز المنظرين لظاهرة النمو الاقتصادي في ذلك الوقت، وقد كان اهتمام هؤلاء الاقتصاديين بمشكلات النمو الاقتصادي مرتبطاً بالظروف المعاشة في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر، فقد شهدت هذه الفترة حدوث تغيرات اقتصادية واجتماعية عكست ميلاد الثورة الصناعية وأدت إلى ظهور نظام الرأسمالية الصناعية، كما أن اهتمام الاقتصاديين الكلاسيك بالنمو الاقتصادي كان ينبثق أيضاً من الاهتمام الفلسفي بإمكانيات التقدم التي تعتبر شرطاً أساسياً للتطور المادي للمجتمع، فالغرض من التحليل هو تحديد القوى التي عززت هذا التطور أو أعاقته، وبالتالي توفير أساس علمي للسياسات المتبعة من أجل العمل على التأثير على تلك القوى¹.

1- تحليل آدم سميث

تمثلت الرسالة الأساسية في كتاب آدم سميث "ثروة الأمم" في أن الثروة لا تكمن في الذهب بل في التجارة، فتبادل الأشياء ذات القيمة يحقق ربحاً لطرفي التبادل مما يزيد من إجمالي الثروة، حيث يرى الاقتصاديون الكلاسيك أن الأسواق تنظم نفسها بشكل عام عندما تكون خالية من الإكراه، وقد أشار سميث إلى هذا بمصطلح "اليد الخفية" التي تدفع الأسواق نحو تحقيق توازنها الطبيعي عندما يتمكن المشترون من الاختيار بين مختلف البائعين، مما يؤدي بالمشروعات التي لا تنافس بنجاح إلى الفشل، حيث حذر سميث من مخاطر الاحتكار وشدد على أهمية المنافسة².

¹ Donald J. Harris, The New Palgrave Dictionary of Economics: The Classical Theory of Economic Growth, Macmillan Publishers Ltd, 2nd edition, London, United kingdom, 2008, p 115.

² Ilkhom Sharipov, Contemporary Economic Growth Models and Theories: a Literature Review, CES Working Papers journal, Vol 7, Issue 3, Romania : Alexandru Ioan Cuza University of Iasi, Centre for European Studies, 2015, p 761.

اعتبر آدم سميث أن العمل هو المصدر الوحيد للقيمة وبذلك تتحدد قيمة السلعة بكمية العمل المبذول في إنتاجها، وحاول من خلال هذا أن يقرر مسؤولية أي عنصر من عناصر الإنتاج عن النمو الاقتصادي وما هي السياسة الملائمة التي يمكن أن تتبع من أجل خلق الظروف الملائمة للنمو الاقتصادي السريع ومن هنا استطاع أن يعرض نموذج حركي يقوم على ثلاثة عناصر أساسية¹:

- التركيز على البحث في عملية تراكم رأس المال من خلال كيفية حدوثه والعوامل التي تتجمل فيه؛
- التركيز على نمو السكان حيث ربط النمو الاقتصادي بالنمو الديمغرافي؛
- التركيز على إنتاجية العمل وتأثيرها على النمو.

ربط آدم سميث الزيادة في ثروة الأفراد بتحسين إنتاجية عوامل الإنتاج (الأرض، العمل ورأس المال)، والتي تنعكس في نمو إنتاجية العمل وزيادة حجم رأس المال لكل عامل، وأولى اهتماما كبيرا بالنمو السكاني والاستثمار والاكتشافات الجغرافية التي ساهمت في نمو واسع النطاق، حيث يعتقد أن النمو السكاني محلي المنشأ ويعتمد على وسائل العيش المتاحة، كما يعتقد أيضا أن الاستثمار محلي المنشأ ويعتمد على العمل الدؤوب وتوفير المدخرات للرأسماليين، إذ كان يعتقد أن الفوائض المالية تمثل مجموع الاحتياطات المخصصة للأغراض الصناعية وليس للاستهلاك الشخصي، كما ربط بين نمو ناتج الأرض وبين الاستكشافات الجغرافية لأراضي جديدة والتحسينات التكنولوجية في خصوبة الأراضي الموجودة، وقد كانت القوة الرئيسية الدافعة التي تقف وراء زيادة الإنتاجية بالنسبة لسميث تكمن في تقسيم العمل وتحسين التكنولوجيا، بالإضافة إلى تحقيق التنافس في الاقتصاد الوطني، واعتقد أن الاقتصاد يمكن أن ينمو بسرعة بفضل التقدم التكنولوجي، الذي يعتبره جزء من تقسيم العمل، واعتبر التنافس عامل يساعد على إضفاء التوازن على النظام².

2- تحليل دافيد ريكاردو

كان دافيد ريكاردو من بين أكثر الاقتصاديين الكلاسيك نفوذا، وتعد نظرية الميزة النسبية من أهم ما قدمه، إذ تقترح هذه النظرية على الدولة وفي سعيها نحو النمو الاقتصادي أن تركز مواردها في الصناعات التي تكون لها فيها تنافسية أكثر على المستوى الدولي، وتتاجر مع الدول الأخرى للحصول على المنتجات الغير منتجة محليا، والتي تكون لها فيها تنافسية أقل، وقد جادل ريكاردو بفكرة وجود

¹ بوغزالة محمد نجلة، الوساطة المالية والنمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 139.

² Ilkhom Sharipov, Op-cit, p 762.

الأجور الطبيعية في السوق ويفترض أن إدخال تكنولوجيات جديدة يؤدي إلى انخفاض الطلب على عنصر العمل، استنادا إلى أشكال خاصة من الابتكارات التكنولوجية¹.

وقد اعتمد في تحليله لظاهرة النمو الاقتصادي على القطاع الزراعي، حيث قسم النظام إلى رأسماليين، ملاك أراضي وعمال، وهو يرى أن الأراضي الأكثر جودة يحصل ملاكها على ربح ولكن في حالة زيادة الطلب على المنتجات الزراعية يتوجه الملاك إلى الأراضي الأقل جودة والتي تتطلب عدد أكبر من العمال مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السلع الزراعية نتيجة زيادة النفقات المتغيرة (أجر العمال)، كما لا يغير إحلال رأس المال مكان العمل من الأمر شيئا، حيث يرى ريكاردو أن رأس المال عبارة عن مخزون عمل، واستخدامه في ظل غياب التطور التكنولوجي لن يؤدي إلى زيادة حجم الانتاج، وسوف تؤدي حالة نقص المنتج الزراعي وارتفاع أسعاره إلى إعادة توزيع الدخل في غير صالح الرأسماليين (زيادة الأجور وانخفاض الأرباح)، وبما أن الأرباح هي المحرك الرئيسي للنشاط الاقتصادي فهي مصدر للدخار والاستثمار، فإن انخفاضها يعني تباطؤ معدل تراكم رأس المال في النشاط الصناعي وبالتالي دخول الاقتصاد في حالة ركود، كما لم يهتم ريكاردو بالتطور التكنولوجي، إذ اعتبره ظاهرة عارضة وغير منتظمة واستثنائية².

3- تحليل توماس مالتوس

خالف مالتوس آدم سميث في نظريته للقطاع الصناعي كمصدر للنمو، كما خالف أيضا ريكاردو في نظريته للقطاع الزراعي كمصدر للنمو، فقد شدد مالتوس على أهمية تطور القطاعين معا لتحقيق النمو الاقتصادي، كما أن نظريته نصت على ضرورة زيادة رأس المال المستثمر في كلا القطاعين، وأكد على قانون تناقص الغلة في القطاع الزراعي حتى وإن تم الاعتماد على التوسع في رأس المال بدل العمل، إلا أن قطاع الصناعة حسبه يتمتع بتزايد الغلة نتيجة توفر الفرص المربحة لرؤوس الأموال وسهولة استخدام التطور التكنولوجي³.

حذر مالتوس في تحليله لظاهرة النمو الاقتصادي من الإفراط في الادخار، فهو لا ينكر الحاجة إلى الادخار من أجل تمويل العملية الاستثمارية وتحقيق النمو الاقتصادي غير أنه يقترح فكرة "الحل الأمثل للادخار"، إذ يعتقد أن الادخار إلى غاية مستوى معين هو أمر ضروري ومرغوب فيه لتمويل

¹ Idem.

² بوغزالة محمد نجلة، مرجع سبق ذكره، ص 140.

³ شتوان صونية، تحليل علاقة تمويل المؤسسات المبتكرة بالنمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015، ص 14.

العملية الاستثمارية، إلا أنه وبعد هذا المستوى فإن المزيد من الادخار يعني التخفيض من الاستهلاك ومن ثمة الطلب الفعال، حيث خلص مالتوس إلى أن الزيادة في الادخار عن المستوى الأمثل يجعل منه عبئا على النمو الاقتصادي، من خلال تخفيضه لمستوى الاستهلاك الكلي إلى درجة عدم تشجيع الاستثمار¹.

كانت لأفكار توماس مالتوس حول النمو الاقتصادي نظرة تشاؤمية اتجاه النمو السكاني، فهو يعتقد أن نمو السكان بشكل مطرد يزيد من متطلبات المعيشة ويؤدي إلى نضوب الأرض، ولتحقيق النمو الاقتصادي في ظل محدودية الموارد وتزايد الحروب والأوبئة والجوع والأمراض الجماعية في العالم، اقترح كبح النمو السكاني والعمل على توفير وسائل العيش من أجل حياة كريمة، وعلى الرغم من أن حسابات مالتوس لم تكن صحيحة تماما (فقد استخدم بيانات عن النمو السكاني في الولايات المتحدة الأمريكية، من دون الأخذ في الحسبان هجرة الأفراد من أوروبا إلى أمريكا، كما فشل أيضا في التنبؤ بمدى التقدم العلمي والتكنولوجي في مجال الزراعة)، إلا أن فكرته استخدمت لتحليل تناقص عوائد عوامل الإنتاج في القرن العشرين، في إطار نظرية توطين النمو السكاني².

4- تحليل جون ستيوارت ميل

ينظر جون ستيوارت ميل إلى النمو الاقتصادي كوظيفة للأرض والعمل ورأس المال، حيث يمثل العمل والأرض عنصرين رئيسيين للإنتاج في حين يعد رأس المال تراكمات سابقة لنواتج عمل سابق، ويتوقف معدل التراكم الرأسمالي على مدى توظيف قوة العمل بشكل منتج، فالأرباح التي تكتسب من خلال توظيف العمالة غير المنتجة مجرد تحويل للدخل، ومن متطلبات النمو الاقتصادي عند ميل نجد³:

- التحكم في السكان يعد أمرا ضروريا للنمو الاقتصادي؛
- تعتمد الأرباح على تكلفة عنصر العمل، ومن ثم فإن الأرباح تمثل النسبة ما بين الأرباح والأجور، فكلما ارتفعت الأرباح قلت الأجور؛
- إن الميل غير المحدود في الاقتصاد يتمثل في أن معدل الأرباح يتراجع نتيجة قانون تناقص الغلة في الزراعة وزيادة عدد السكان على وفق معدل مالتوس، وفي حالة غياب التطور التكنولوجي في الزراعة وزيادة معدل نمو السكان بشكل يفوق التراكم الرأسمالي، يصبح معدل الربح عند حده الأدنى وتحدث حالة من الركود؛

¹ بوغزالة محمد نجلة، مرجع سبق ذكره، ص 139.

² Ilkhom Sharipov, Op-cit, p 762.

³ وسام درويش مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 27.

- ميل من أنصار الحرية الاقتصادية، لذلك حدد دور الدولة في النشاط الاقتصادي عند حده الأدنى وفي حالات الضرورة فقط، مثل إعادة توزيع ملكية وسائل الإنتاج.

5- تحليل كارل ماركس

خالف كارل ماركس كل من سميت وريكاردو في فكرتهما حول النمو الاقتصادي، فبالنسبة له يعد فائض القيمة والذي يمثل الفرق بين قيمة السلعة المنتجة والأجور المدفوعة للعمال نظير إنتاج تلك السلعة هو محرك المجتمع الرأسمالي، كما يرى بوجود محددين لعملية تراكم رأس المال يجسدان طبيعة النظام الرأسمالي الذي يعمل على زيادة معدلات الأرباح من خلال تخفيض التكاليف، وذلك إما بتخفيض الأجور أو بزيادة عدد ساعات العمل مع المحافظة على نفس مستوى الأجور¹.

وقد جادل كارل ماركس في كتابه "رأس المال" على أن النمو الاقتصادي يتحقق من خلال تجسيد الملكية الجماعية أو العامة لوسائل الإنتاج، حيث أكد أن ثروة الرأسماليين تحققت من خلال استغلال فائض القيمة التي يخلقها العمال، فهو يرى أن الملكية الخاصة والسوق الحر من مسببات الفقر لملايين العمال، ولذلك ينبغي إلغاء الملكية الخاصة والعمل على تخطيط الاقتصاد الوطني وإدارته من قبل الدولة خدمة لمصالح أفراد المجتمع، وقد اعتقد أن النمو الاقتصادي سيكون حتميا بعد كسر التركيز المتزايد للثروة بيد الرأسماليين، وطرح فكرة الاشتراكية، لكن هذه الفلسفة لم تعد قابلة للتنفيذ بعد أن أظهرت التجربة التاريخية للاقتصاديات الاشتراكية تحسنا طفيفا في الظروف المعيشية للفقراء، كما أن انهيار الاتحاد السوفيتي سنة 1991 ونموذج التخطيط المركزي برهن على أن هذا النموذج لن يوفر حلا للفقر واللامساواة في المجتمع².

تنبأ ماركس بانتهاء الرأسمالية، إذ أكد أن الاقتصاد لا يمكن أن ينمو إلى الأبد بسبب الأزمة التي ترافق حالة فائض الإنتاج والاضطراب الاجتماعي³، فهو يرى أن حالة الكساد والأزمات تكون أكثر قوة كلما ارتفع معدل النمو، وقد خلص إلى أن النمو الاقتصادي هو ظاهرة غير مستديمة، كما اعتبر أن مصدر النمو هو قانون تزايد الغلة الموجودة في الصناعة وليس في الزراعة وأن التطور التكنولوجي هو عامل مهم في زيادة الإنتاجية ولكنه غير كاف لدفع عملية النمو الاقتصادي⁴.

¹ بوغزالة محمد نجلة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

² Giang Dang, Low Sui Pheng, *Infrastructure Investments in Developing Economies: The case of Vietnam*, Springer Publishing, New York, USA, 2015, p 15.

³ شتوان صونية، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁴ بوغزالة محمد نجلة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

أما الانتقادات الموجهة للنظرية الكلاسيكية فتمثلت في عدم قدرتها على توقع انتشار الثورة التكنولوجية، حيث ركزت وبصفة كبيرة على التراكم الرأسمالي في عملية النمو الاقتصادي، إذ أكدت على أهمية تحويل الفائض الاقتصادي إلى نواحي الاستثمار المنتجة لدفع عجلة النمو، كما يعاب عليها نظرة التشاؤم التي طغت على أفكار روادها حول النمو السكاني وقانون تناقص الغلة¹.

ثانياً: النمو الاقتصادي عند شومبيتر

يرى "جوزيف ألويس شومبيتر Joseph Alois Schumpeter" بأن النمو الاقتصادي يأخذ مكانة في بعض المجالات أخذاً سلساً، فقد كان متأثراً بالمدرسة النيوكلاسيكية باعتباره أن النظام الرأسمالي هو الإطار العام للنمو الاقتصادي، كما تأثر أيضاً بأفكار "مالتوس" فيما يخص تناقضات النظام الرأسمالي فهو يمقت الشيوعية، ورغم عدم دعوته لإلغاء الرأسمالية إلا أنه تنبأ بانتهاء النظام الرأسمالي ليحل محله النظام الاشتراكي وليس الشيوعي².

قدم شومبيتر مساهمة كبيرة في نظرية النمو، ويرجع هذا في المقام الأول إلى مقاله "نظرية التنمية الاقتصادية" الذي نشر لأول مرة سنة 1911، حيث قدم من خلاله شومبيتر مصطلح "الابتكار" والذي يساهم من خلاله صاحب المشروع في تحقيق النمو الاقتصادي، إذ ينطلق شومبيتر من حالة الاقتصاد المستقر والتي تعد التغيرات التي تحدث على مستواه لأسباب مختلفة (اكتشاف مفاجئ لمصادر توريد جديدة على سبيل المثال) بمثابة محرك لعملية النمو الاقتصادي، ولكن يبقى الابتكار السبب الرئيسي للنمو، فالقوة الدافعة للنمو في نظرية شومبيتر هي صاحب المشروع (رجل الأعمال والمقاول) المبدع والمبتكر، والذي لديه روح المبادرة والابتكار كما يتميز بإقباله على تحمل المخاطرة³.

خالف شومبيتر الكلاسيك في اعتبار تراكم رأس المال القوة الدافعة للنمو الاقتصادي، فقد اهتم كثيراً بالمستثمر المشجع للابتكار والذي اعتبره قائد العملية التنموية، فهو يرى في الابتكار والإبداع الصادر عن أصحاب المشاريع المحدد الرئيسي للنمو الاقتصادي، فمن خلاله يحصل صاحب المشروع على أرباح كبيرة تتجه نحو الانخفاض مع مرور الوقت، بسبب التقليد الذي يقوم به المنافسون، وتعتمد نظرية النمو الاقتصادي التي اقترحها شومبيتر على مجموعة من الافتراضات تتمثل في وجود الملكية الخاصة

¹ بدراوي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية: دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015، ص 57.

² نفس المرجع السابق، ص 58.

³ Ilkhom Sharipov, op-cit, p 763.

لوسائل الإنتاج، واتسام الأسواق بالمنافسة وكفاءة الأسواق المالية، فهذه الافتراضات من شأنها أن تعزز الابتكار وتساهم في خلق منتجات جديدة، وعلى فإن البلدان التي تفتقر إلى نظام ديمقراطي لا يمكنها أن تلبي هذه الشروط، وهو ما يعني أن نظرية شومبتر موجهة بالأساس إلى الدول الديمقراطية والمتطورة اقتصادياً¹.

كما يعتبر شومبتر الاحتكار أمراً إيجابياً، لأنه يتحقق من خلال تنفيذ توليفات جديدة من عوامل الإنتاج، كما يساهم في حدوث تغيرات ثورية في تكنولوجيا الإنتاج تؤدي إلى خلق منتجات جديدة، بدخول أسواق جديدة، إذ وصف ظاهرة النمو بأنها "تنفيذ لتوليفات جديدة" حددها على النحو التالي²:

- خلق سلع جديدة؛
- إدخال أساليب إنتاج جديدة؛
- فتح أسواق جديد؛
- فتح مصادر توريد جديدة للمواد الخام؛
- تنظيم جديد للصناعة.

لاحظ شومبتر من خلال تحليله للوقائع الاقتصادية في كتابه "دورات الأعمال Business cycles" أن الابتكارات تميل إلى التجمع في موجات، إذ تتزامن أطول ثلاث مراحل من هذه الموجات الصاعدة مع الثورة الصناعية الأولى، انتشار السكك الحديدية والتكنولوجيات التابعة لها، وصول الإنارة بالكهرباء والكيمياء الصناعية وبدايات صناعة السيارات في العقد الأخير من القرن التاسع عشر، وقد حدد شومبتر منبعين رئيسيين للابتكار، ففي كتابه "نظرية التنمية الاقتصادية The Theory of Economic Development" افترض بأن معظم الابتكارات تأتي من مشروعات صغيرة غالباً ما تكون فنية، ولكن في سنة 1942 ميز وجود مشروعات ضخمة وغالباً ما تكون احتكارية، تعمل كمحرك للنمو التكنولوجي من جهة بقوة الهدم الخلاق _ تعني من يعجز عن الابتكار يخرج من حلبة المنافسة _ ومن جهة أخرى بامتلاكها الموارد الإضافية الضرورية لتحقيق الانطلاقات التكنولوجية³.

¹ Lukasz Pietak, Review Of Theories And Models Of Economic Growth, Comparative Economic Research journal, Vol 17, Number 1, Poland : University of Lodz, 2014, p 50.

² Ilkhom Sharipov, op-cit, p 764.

³ شتوان صونية، مرجع سبق ذكره، ص 15.

لقد كانت إضافات شومبيتر للأدب الاقتصادي واضحة، إذ يضل تحليله لظاهرة النمو صالحا إلى يومنا هذا، فبفضل هذا التحليل فتح المجال لنظريات النمو في القرن العشرين، ورغم ذلك لا تعتبر نظريته متكاملة، وقد واجهت العديد من الانتقادات، وذلك لعدة أسباب نذكر منها¹:

- إعطاء أهمية مبالغ فيها لصاحب المشروع، فقد تفتقد وظيفة هذا الأخير مكانتها مع بزوغ جماعات من الخبراء والمتخصصين؛
- افتراض التمويل عن طريق الائتمان المصرفي ولكن القروض طويلة الأجل في الدول الرأسمالية لا تقدّمها البنوك، إنّما يتم تمويل الاستثمارات طويلة الأجل عن طريق الأرباح المحتجزة أو إصدار الأسهم والسندات؛
- عدم التعرض للعقبات التي يمكن أن تعرقل من عملية النمو كالنمو السكاني وتناقض الغلة وغيرها من العقبات والتي تعاني منها معظم الدول الأقل نموا.

المطلب الثاني: النمو الاقتصادي في الفكر الكينزي والنيوكلاسيكي

يرى رواد المدرسة الكينزية أن النظام الرأسمالي له مسار نمو متوازن بطبيعته إلا أنه غير مستقر، ومن ثم تأتي ضرورة تدخل الدولة للتأثير على النشاط الاقتصادي في الأوقات المناسبة حتي تضمن تعديل مسار النمو إلى الوضع المتوازن، وقد شكل هذا النوع من الممارسات الحافز الرئيسي لتطوير نظرية النمو النيوكلاسيكية بالاعتماد على ما يسمى بنموذج سولو للنمو، والذي يوضح أن الاستثمار هو العامل المؤثر في النمو الاقتصادي².

أولا: نظريات النمو الكينزية

استمد كينز منظوره الفكري لقضية النمو ومحدداته من مصدرين، أولهما عناصر نظرية النمو والتطور الاقتصادي، وما يتبعه من خلق هياكل جديدة كما هو الحال عند شومبيتر، أما المصدر الثاني فد تمثل في الأفكار الكينزية التي سادت في الفترة التي نشأ فيها هذا الإطار الفكري، فالفكر الكينزي اختلف مع الكلاسيك الأوائل في قانون ساي للأسواق وما يتضمنه من أن العرض يخلق الطلب الخاص به، وأن الأسواق تعمل بكفاءة وبأن آلية السعر قادرة علي إحداث التوازن في الأسواق، كما انصبّ اهتمام كينز على دراسة الأجل القصير، وذلك بإشارته إلي تأثير الزيادة في الدخل الناتجة عن الزيادة الإضافية

¹ بدراوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² هبة السيد محمد سيد أحمد، تحليل علاّقو سعر الفائدة بالنمو الاقتصادي: دراسة دولية مقارنة بالتركيز على الاقتصاد المصري، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الزقازيق، مصر، 2017، ص 59.

في الاستثمار، إلا أن "هارود ودومار" قد استكملا هذا التحليل وقاما بدراسة مدى تأثير الزيادة في الطاقة الانتاجية الناتجة عن النمو على رصيد رأس المال، وعليه فقد تمت صياغة نظرية كينز للنمو الاقتصادي في الأجل الطويل¹.

1- نظرية كينز

نتيجة عجز أفكار المدرسة الكلاسيكية عن تفسير أسباب الأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 1929، قام "كينز" بطرح أفكاره والتي وضعت أسس جديدة من شأنها معالجة عيوب النظام الرأسمالي ووضعه مجددا في سكة النمو الاقتصادي، فعلى عكس الكلاسيك الذين اهتموا بالاقتصاد الجزئي، من خلال محاولتهم خفض تكاليف الوحدة المنتجة لتعظيم أرباح الرأسماليين باعتبارها مصدرا لتراكم رأس المال، والذي يحرك النمو الاقتصادي، اهتم كينز بالاقتصاد الكلي من خلال وصفه لشروط محددة وجب تجسيدها على مؤشرات الاقتصاد الكلي من أجل تحقيق النمو، كما عرّف الطلب الفعال على أنه "الجزء المنفق من الدخل الوطني على الاستهلاك وتراكم رأس المال"، وعمل على إيجاد العلاقة بين زيادة الاستثمارات ونمو الدخل الوطني وهو ما سماه مضاعف الاستثمار، وأكد كينز على ضرورة توجيه النشاط الاقتصادي عن طريق تدخل الدولة، معارضا بذلك أفكار المدرسة الكلاسيكية، حيث اعتبر هذا الإجراء خطوة أساسية للوصول لحالة التشغيل الكامل².

تعمل نظرية النمو الكينزية على معالجة حالة عدم التوازن للاقتصاد الكلي، بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات الكلية، فقد صمم كينز نظرية تشرح التغيرات الحاصلة في مستوى النشاط الاقتصادي، حيث أثبت أن فترة الركود وارتفاع معدلات البطالة تؤدي إلى انخفاض الدخل، الاستهلاك، الادخار والاستثمار، وفي ظل بيئة تنعدم فيها قوة اقتصادية في السوق تعمل على زيادة حجم الطلب الكلي، ينبغي على الدولة أن تلعب هذا الدور من خلال استخدام أدوات السياسة المالية كالتخفيضات الضريبية أو الزيادة في حجم الإنفاق الحكومي من أجل تحفيز النشاط الاقتصادي، إذ يعتبر الطلب الفعال في نظرية كينز وبالتحديد التوسع في الطلب الفعلي الكلي، العامل الرئيسي الذي يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، فقد جادل كينز بأن الحل لأزمة الكساد العظيم يكمن في تحفيز الاقتصاد (الحث على الاستثمار) من خلال مزيج من نهجين هما³:

¹ نفس المرجع والصفحة سابقا.

² بوغزالة محمد نجلة، مرجع سبق ذكره، ص 142، بتصرف.

³ Ilkhom Sharipov, Op-cit, p 764.

- تخفيض أسعار الفائدة (السياسة النقدية): فتخفيض سعر الفائدة المحدد من قبل البنك المركزي لإقراض البنوك التجارية يرسل إشارة من الدولة للبنوك التجارية بتخفيض سعر الفائدة المستخدم في إقراض عملائها؛
- الاستثمار الحكومي في البنية التحتية (السياسة المالية): يضخ الاستثمار الحكومي في البنية التحتية دخلا في الاقتصاد من خلال خلق فرص العمل ويزيد من حجم الطلب مما يعالج آثار عدم التوازن. تدرس نظرية كينز النمو في الأجل القصير، حيث تعالج حالة الكساد التي يمر بها الاقتصاد، ويكمن جوهرها في ما يلي¹:
- تستند بشكل أساسي على الطلب الكلي، الذي يعتبره كينز المحدد الحاسم للنمو الاقتصادي المتوازن، لذلك توصي بزيادة حجمه؛
- يعتبر الاستثمار العامل الرئيسي للنمو الاقتصادي، فهو يزيد من حجم الدخل من خلال تأثير المضاعف، كما ينمو جنبا إلى جنب مع نمو الدخل تحت تأثير المضاعف، ولا تؤخذ بعين الاعتبار جميع عوامل الإنتاج الأخرى، كزيادة حجم العمل ومستوى استخدام رأس المال وتنظيم العملية الإنتاجية بشكل أفضل.

2- نظرية هارود ودومار

يتمثل الهدف الرئيسي من نظرية كينز في تحديد إمكانية اقتراب مستوى الإنتاج المحقق من مستوى الإنتاج المتوقع في الأجل القصير، وقد طور روي هارود وإيفسي دومار نموذج يسعى إلى تحقيق نمو اقتصادي مستدام (في الأجل الطويل)، من خلال توسيع النموذج الكينزي الذي يفترض عدم استقرار الاقتصاد الرأسمالي²، إذ يعد هاذين الاقتصاديين أول من أدخل الرياضيات في حساب معدلات النمو الاقتصادي، من خلال دراستين منفصلتين، فقد قام كلا الباحثين بمعالجة مسألة استمرار نمو الاقتصاد دون المرور بأزمات كساد متكررة³، حيث قاما بدراسة العلاقة بين التراكم الرأسمالي والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل معتمدين على فرضية ثبات معامل رأس المال، حيث توصلا إلى نظرة تشاؤمية تمثلت في صعوبة المحافظة على نمو اقتصادي مستديم مع التشغيل الكامل في الأجل الطويل⁴.

¹ Idem.

² Lukasz Pietak, Op-cit, p 52.

³ شتوان صونية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁴ بوغزالة محمد نجلة، مرجع سبق ذكره، ص 143.

صاغ "روي فوريس هارود" سنة 1948 في مقاله "نحو اقتصاد ديناميكي" نموذجاً للنمو، والذي يفترض وفق التحليل الكينزي إمكانية وجود عمالة غير مشغلة في عملية النمو، لأنه يرى أنه من الضروري التمييز بين ثلاثة معدلات للنمو تنتج عن محددات مختلفة¹:

- معدل النمو الفعلي وهو المُنجز حقيقة؛
- معدل النمو المضمون وهو الذي يحقق التوازن بين الادخار والاستثمار، إذ يتحدد الاستثمار بناء على توقعات المستثمرين، أما الادخار فيتحدد على حسب حجم الدخل، ونادراً ما يتطابق الاستثمار تماماً مع الادخار، مما يقلل من احتمال تساوي النمو الفعلي مع النمو المضمون الذي يحقق التوازن، ولكن حتى في حالة التساوي ليس هنالك ما يوحي بأن معدل النمو هذا يضمن التشغيل الكامل؛
- معدل النمو الطبيعي هو معدل نمو حالة التشغيل الكامل، وينتج عن النمو السكاني والتقدم التكنولوجي واللذان يعتبران متغيرين خارجيين عن المجال الاقتصادي، ولا توجد آلية تؤثر على النمو الفعلي حتى يضمن التشغيل الكامل.

ويكون النمو مستداماً في نموذج هارود إذا تساوت معدلات النمو الثلاث، إذ وصف هارود هذه الوضعية بـ "العصر الذهبي"، والتي تسمح بتحقيق التوازن للاقتصاد الكلي الذي يصل إلى مرحلة التشغيل الكامل، إلا أن هذا التوازن يتطلب تحديد حجم الادخار، الذي تصنعه دخول الأسر والاستثمارات التي هي في أيدي الرأسماليين، وهذا الأمر يصعب تحقيقه، فالادخار متغير خارجي يتحدد من خارج النموذج، ونفس الشيء بالنسبة للنمو السكاني الذي يتحدد وفقاً لديناميكية الطبيعة، أضف إلى ذلك أن هذا النموذج يفترض وجود نسبة ثابتة من رأس المال على العمل، وهو ما يعني عدم وجود إمكانية لاستبدال عوامل الإنتاج بعضها ببعض، وبالتالي لا توجد هنالك آلية لتحقيق التوازن بين معدلات النمو الثلاث².

يعتمد "إفسي دومار" على الاستثمار في النظام الاقتصادي، فهو يدرس جانبي العرض والطلب، حيث يؤدي الاستثمار من جانب العرض إلى الزيادة في الطاقة الإنتاجية أما من جانب الطلب فإن زيادته تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي بشكل مباشر وكذلك بفعل المضاعف لكن مشكلة النموذج تمثلت في إيجاد معدل النمو التوازني الذي يوفق بين الزيادة في الطلب الكلي والزيادة في الطاقة الإنتاجية³.

¹ Marc Montoussé, op-cit, p 74.

² Lukasz Pietak, OP-cit, p 52.

³ بوغزالة محمد نجلة، مرجع سبق ذكره، ص 143.

قدم دومار نموذج في مقاله "توسيع رأس المال، ومعدل النمو والعمالة" سنة 1946 الذي استند فيه في عملية التحليل على النظرية الكينزية للاستثمار وأثبت صعوبة تحقيق نمو اقتصادي مستدام، فالاستثمار له تأثيران هما¹:

- تأثير الطلب على الاستثمار ويطلق عليه أحيانا التأثير السابق، والذي يعني أنه حينما يقوم مشروع بالاستثمار فإن مشروع آخر يقوم بإنتاج السلع الاستثمارية، وعليه فإن تأثير الطلب يستند إلى مبدأ مضاعف الاستثمار الذي أبرزه "Kahn" سنة 1931 والذي يعتبر أن الاستثمار يحفز الزيادة في الطلب الكلي مما يؤدي إلى زيادة في الإنتاج، يتوقف حجمها على الميل الحدي للاستهلاك $(Y = I \frac{1}{1-c})$ ؛
- تأثير القدرة على الاستثمار وتسمى أحيانا بالتأثير اللاحق، والذي يسمح بزيادة حجم رأس المال _أي القدرة الإنتاجية_، وتأثير القدرة على الاستثمار يعتمد على المعامل (Y/K) الذي يشير إلى القدرة الإنتاجية لوحدة واحدة من رأس المال.

ويكون النمو الاقتصادي مستداما عندما يتساوى تأثير الطلب على الاستثمار مع تأثير القدرة على الاستثمار، أي عندما يتطور الطلب على الاستثمار بما يتماشى مع القدرة الإنتاجية²، حيث يعتبر دومار الاستثمار عاملا لخلق القدرات الإنتاجية، فهو عامل تطوير ضمن عملية إنتاج وتوريد السلع، وتحدد نظرية دومار الإيقاع الذي يجب أن ينمو به الاستثمار لضمان نمو الدخول، حيث تعتمد هذه الوتيرة بشكل مباشر على حصة الادخار من الدخل الوطني (الميل الحدي للادخار) ومتوسط كفاءة الاستثمار، ومن هنا تم التوصل إلى استنتاج هام للسياسة الاقتصادية، يقضي بأن التراكم المتزايد والمستمر لرأس المال، والذي يمثل نمو الاستثمار، يزود الاقتصاد بتوازن ديناميكي بين إجمالي الطلب وإجمالي العرض، ومن أجل الحفاظ على نمو مستدام للاستثمار، يمكن للدولة التأثير على حصة الادخار من الدخل الوطني أو معدل التقدم التكنولوجي، وهو ما يعني تحديد إنتاجية رأس المال³.

توصل دومار من خلال هذا التحليل إلى استنتاجات مشابهة لتلك التي توصل إليها هارود، وهو ما أدى إلى دمج نظريتهما في نظرية واحدة عرفت بنظرية هارود ودومار⁴، والنقطة المشتركة لنموذجي هارود ودومار هي تقديم فرصة وحيدة لتحقيق النمو الاقتصادي المستديم مع الإشارة إلى أنه لا توجد آلية اقتصادية لتجسيدها، فقد قدموا بذلك ظاهرة "حافة السكين" والتي تعبر عن طريق ضيق للغاية للنمو

¹ Marc Montoussé, Op-cit, p 75.

² Idem.

³ Ilkhom Sharipov, op-cit, p 765.

⁴ Ibid, p766.

المستديم، إذ يظل يعتمد على الصدفة، ووفق التقليد الكينزي يمكن أن تجسده قوة من خارج السوق (الدولة في هذه الحالة)¹، وقد أكد نموذج هارود ودومار على أن الاستثمار هو المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي، لذلك ستحتاج جميع الدول لرأس المال لتوليد الاستثمارات، وقد انتشر استخدام الدول النامية لهذه الاستراتيجية من أجل تحقيق النمو الاقتصادي المستديم في السنوات الأولى بعد الحرب العالمية الثانية، وذلك من خلال استخدام معدل نمو مستهدف يتيح لها تحديد معدل الادخار المطلوب، فإذا لم تكن المدخرات المحلية كافية لتمويل هذه العملية سيتم اللجوء إلى تعبئة المدخرات الأجنبية².

يكشف نموذج هارود ودومار عن مشكلتين، الأولى هي عدم وجود إمكانية لنمو الاقتصاد الرأسمالي بمعدل النمو المضمون مع العمالة الكاملة، فالنمو الاقتصادي يترافق على الدوام مع البطالة الغير طوعية، والثانية هي عدم وجود تقارب نحو التوازن في الاقتصاد الرأسمالي، وعليه فإن هارود ودومار وفي طريقتهم للبحث عن التوازن الديناميكي، أثبتا الطابع غير المستديم للنمو الاقتصادي³، وقد تعرضت هذه النظرية لمجموعة من الانتقادات نوجزها فيما يلي⁴:

- تحتاج هذه النظرية إلى شروط مسبقة لبناء التحليل، تتمثل بالأساس في اعتماد النمو الاقتصادي على نمو حجم الاستثمار في شكل دالة خطية، وأن النمو الاقتصادي لا يعتمد على النمو في استخدام اليد العاملة، كما لا تأخذ هذه النظرية بعين الاعتبار التقدم التكنولوجي؛
- يتم شرح حدود النظرية في ظل الظروف التاريخية، إذ يمكن أن تصف هذه النظرية بشكل مستفيض ظاهرة النمو الاقتصادي في سنة 1930 وفي فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، عندما كان النمو الاقتصادي يعتمد بشكل أساسي على نمو استخدام القدرات الإنتاجية، إلا أنه في الفترة الممتدة من خمسينات إلى سبعينات القرن الماضي، كان نمو الإنتاج يعتمد بشكل أساسي على التغيرات النوعية والتكنولوجية، والتي يُنظر لها في النظريات الكلاسيكية الجديدة للنمو الاقتصادي.

على الرغم من أن هارود ودومار كانوا على صواب فيما يتعلق بالدور المهم للاستثمار الذي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمعدل النمو الاقتصادي إلا أن هذا المحدد ليس الوحيد لتحقيق النمو في جميع دول العالم، حيث يكمن الضعف الرئيسي في هذه النظرية في فرضياتها التي تتسم بالبساطة، إذ تفترض وجود دالة إنتاج واحدة لجميع الدول، كما تفترض أن كل اقتصاد لديه نفس الشروط

¹ Marc Montoussé, op-cit, p 75.

² Giang Dang, Low Sui Pheng, op-cit, p 16.

³ Lukasz Pietak, Op-cit, p 52.

⁴ Ilkhom Sharipov, op-cit, p 766.

الضرورية لتحقيق النمو وسيمر بنفس المراحل، لكن مسار النمو الاقتصادي الذي سلكته الدول المتقدمة تاريخياً، ليس هو المسار الوحيد لتحقيق النمو، فهذا المسار هو في الواقع مسار غير خطي بدرجة كبيرة، إذ تتبع دول العالم مسارات نمو مختلفة، فقد تتخطى مراحل أو تصبح عالقة في مرحلة معينة أو حتى تتراجع¹.

3- نظرية روستو Rostow

جادل الاقتصاديون في فترة الخمسينيات وأوائل الستينيات بالفكرة التي تقول أن عملية التنمية عبارة عن سلسلة من المراحل التاريخية، ومن بين هؤلاء الاقتصاديين نجد روستو الذي روج لأفكاره في كتابه "مراحل النمو الاقتصادي"، حيث اعتقد أن النمو في كل مجتمع يمر بخمس مراحل²:

- **المرحلة الأولى:** يتوافق معها المجتمع التقليدي، إذ يكون فيها الإنتاج زراعي ومحدود، التبادل نادر والمجتمع طبقي؛
 - **المرحلة الثانية:** تتحقق فيها المتطلبات الأساسية للتنمية، فالزراعة تحقق ربحاً والعقلية تتغير، ويسعى الأفراد على نحو متزايد إلى إثراء أنفسهم؛
 - **المرحلة الثالثة:** تمثل مرحلة الإقلاع الاقتصادي "take off" وهي فترة قصيرة جداً لا تتجاوز 30 سنة ترتفع خلالها معدلات الاستثمار لتصل إلى أكثر من 10% من الإنتاج، وتدفع باتجاه نمو اقتصادي مرتفع وتكون مصحوبة بزيادة في عدم المساواة الاجتماعية؛
 - **المرحلة الرابعة:** تتجه فيها الدولة نحو النضج الاقتصادي وتضع أسس التنمية الاقتصادية والديموقراطية والاجتماعية، وتتميز هذه المرحلة بانتشار التقدم التكنولوجي في جميع القطاعات الاقتصادية لتستفيد منه معظم الطبقات الاجتماعية؛
 - **المرحلة الخامسة:** تمثل هذه المرحلة عصر الاستهلاك الشامل وهي آخر مرحلة، حيث يظهر فيها الاستهلاك الواسع للسلع المعمرة، وتتطور فيها الخدمات، وتتدخل الدولة بشكل أكبر في الحياة الاجتماعية والاقتصادية، بمعنى أنها تهتم أكثر بالرفاهية الجماعية؛
- وقد وصل إلى هذه النتيجة بناء على المسار التاريخي للبلدان المتقدمة في تلك الفترة، كما شدد على أن المرحلة الحاسمة في هذا المسار هي مرحلة الإقلاع، إذ أن الوصول إليها سوف يسمح حتماً بانتقال الدول النامية من دولة متخلفة إلى دولة متقدمة³.

¹ Giang Dang, Low Sui Pheng, op-cit, p 16.

² Marc Montoussé, Dominique Chamblay, Op-cit, p p 12-13.

³ Giang Dang, Low Sui Pheng, op-cit, p 15.

هذه المراحل ليست مراحل وصفية فقط، وليست طريقة لتعميم بعض الملاحظات الواقعية عن تتابع عملية التنمية في المجتمعات الحديثة، فهي تحمل منطق داخلي ومستمر، يكونون منها في النهاية نظرية عن النمو الاقتصادي، فقد ثبت أن الدول المتقدمة مرت جميعها بمرحلة الانطلاق نحو النمو المستدام، على عكس الدول المتخلفة التي مازالت في مرحلة التهيؤ للإقلاع، والتي تتطلب تعبئة الادخار المحلي والأجنبي لتمويل الاستثمار الكافي للتعجيل بالنمو الاقتصادي¹.

اعتمدت نظرية النمو الاقتصادي لروستو على تراكم رأس المال، فأكبر مشكلة واجهتها الدول الفقيرة في طريقها نحو التنمية تمثلت في الوصول لمرحلة الإقلاع، وقد اقترح روستو تجميع رأس المال كحل هذه المشكلة، وفي الحالات التي لا توجد فيها فرص لزيادة التراكم الرأسمالي الداخلي، سيكون من الضروري اللجوء للدعم الخارجي، ووفقا لروستو سوف تسمح عملية إعادة هيكلة الاقتصاد من الزراعة إلى الصناعة بنشر النمو الاقتصادي في جميع أنحاء البلاد، وفي سنة 1971 أضاف روستو مرحلة سادسة لمراحل التنمية الاقتصادية، سماها مرحلة الجودة، والتي تتميز بالتحسين المستمر في جودة السلع والخدمات المنتجة².

وقد وجهت مجموعة من الانتقادات لهذه النظرية نوجزها فيما يلي³:

- إن ديناميكية عملية النمو التي تقوم عليها هذه النظرية لا تعمل دائما، ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى أن حشد المزيد من الادخار لتمويل الاستثمار يعد شرطا ضروريا ولكنه غير كافي للتعجيل بعملية النمو الاقتصادي؛
- إن بعض الفروض الضمنية للنظرية والتي تلائم اقتصاديات الدول المتقدمة لا تنطبق على الدول المتخلفة لأنها نشأت في ظروف غير متشابهة؛
- تفترض هذه النظرية ضمنا وجود نفس الظروف ونفس التنظيم في الدول المتخلفة، والتي كانت على العكس من ذلك تحتاج إلى عوامل مكملة كاليد العاملة المدربة والقدرة على التخطيط والتنسيق الإداري الواسع للمشروعات التنموية؛
- لم تأخذ في الحسبان الحقيقة المعاصرة والمتمثلة في انتماء الدول المتخلفة لنظام دولي موحد معقد تعجز أمامه أفضل الاستراتيجيات الفكرية نتيجة القوى الخارجية التي تحول دون التحكم فيه.

¹ ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2006، ص 125.

² Lukasz Pietak, Op-cit, p 50.

³ ميشيل تودارو، مرجع سبق ذكره، ص 130.

ثانياً: نظريات النمو النيوكلاسيكية

يرتكز الفكر الكلاسيكي حول ظاهرة النمو الاقتصادي على الفكرة التي تقول أن التطور الاقتصادي للنظام الرأسمالي يعد سباقاً بين التقدم التكنولوجي والنمو السكاني، فإذا سبق التقدم نمو السكان تظهر موجة من النمو الاقتصادي، وهذا راجع لكون زيادة التقدم التكنولوجي يعمل على زيادة التشغيل والإنتاج والأجور، فتسود حالة من الانتعاش الاقتصادي تؤدي إلى زيادة النمو السكاني، هذا الأخير يساهم في إحداث موجة جديدة من الركود الاقتصادي، ثم النمو والانتعاش... وهكذا، كما تبرز النظرية اعتماد التقدم التكنولوجي على التراكم الرأسمالي، الذي يعتمد بدوره على حجم الأرباح واتجاهها¹.

يبدأ تحليل النماذج النيو كلاسيكية للنمو الاقتصادي بنموذج "سولو-سوان Solow - Swan"، فقد اقترح روبرت سولو سنة 1956 نموذج نمو اقتصادي طويل الأجل كرد على النتائج الغير مرضية التي توصل إليها هارود-دومار في نموذجهما، كما قدم النموذج الأمريكي تريفور سوان نموذجاً مماثلاً في نفس السنة، ودعا إلى تسمية النموذج بنموذج "سولو-سوان Solow-Swan"، وقد كان الهدف الرئيسي لهذا النموذج إبراز تحقيق الاقتصاد لنمو مستديم على المدى الطويل، فقد كان معدل نمو الدخل الفردي مساوياً لمعدل النمو السكاني، حيث تم حل الإشكال المحدد في نموذج هارود-دومار والمتمثل في عدم استقرار الاقتصاد واستحالة الوصول لحالة التشغيل الكامل، من خلال تقديم افتراض إحلال عوامل الإنتاج بعضها لبعض، والتي أدت بدورها إلى إزالة افتراض ثبات نسبة رأس المال من الإنتاج².

1- نظرية "روبرت سولو Robert Solow"

يبرز سولو في مقاله "مساهمة في نظرية النمو الاقتصادي" المنشور سنة 1956 الخطأ في نماذج ما بعد الكينزيين بتطبيقهم لفرضيات تحليل الأجل القصير من أجل دراسة الأجل الطويل، فمرونة مختلف المتغيرات تميز الأجل الطويل، وعليه فإن مشكلة "حافة السكين" لا يمكن أن تُطرح³، كما عارض مع مجموعة من الاقتصاديين تدخل الدولة في المجال الاقتصادي، وكان يعتقد بضرورة منح الحرية للمشروعات الكبيرة لتجسيد فرص نموها في ظل سوق تنافسي، من خلال استخدام جل مواردها المتاحة، وقد استند الأساس المنهجي لنظريته الجديدة إلى النظرية الكلاسيكية لعوامل الإنتاج، في الجانب المتعلق بالعمل ورأس المال والأرض كمعامل مستقلة مساهمة في العملية الانتاجية، بالإضافة إلى نظرية الإنتاجية الحدية التي ترى أن دخل ملاك عوامل الإنتاج تحدده المنتجات الهامشية لهذه العوامل، وقد انتقد منظرو

¹ هبة السيد محمد سيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 58.

² Lukasz Pietak, op-cit, p 53.

³ Marc Montoussé, op-cit, p 77.

النظرية النيوكلاسيكية للنمو، نظرية النمو النيوكينزية (نظرية هارود-دومار) في ثلاث نقاط رئيسية تمثلت فيما يلي¹:

- تركز نظرية النمو النيوكينزية على عامل تراكم رأس المال (الاستثمار) كعامل نمو وحيد متجاهلة بقية العوامل الأخرى، وبالأخص تلك المرتبطة بالتقدم التكنولوجي كتطور التعليم، المهارات وتحسين تنظيم الإنتاج... إلخ؛
 - نشأت نظرية النمو النيوكينزية على فكرة ثبات حصة رأس المال من الدخل، بينما تراعي النظرية النيوكلاسيكية حصة كل من عاملي رأس المال والعمل وتفترض قابلية التبادل بينهما من خلال تغيير معامل رأس المال، إذ يمكن تحقيق حجم معين من الإنتاج بالمعدات التكنولوجية المتاحة للعملية الإنتاجية من خلال توليفات مختلفة من عوامل الإنتاج؛
 - قلل الكينزيون الجدد من قدرة آلية السوق على إعادة حالة التوازن التلقائي للسوق، بينما يعتقد الاقتصاديون النيوكلاسيك أن نظام السوق التنافسي هو الوحيد القادر على تحقيق نمو اقتصادي مستديم، لذا عارضوا فكرة الإنفاق الحكومي التضخمي، معتبرين تدخل الدولة في الاقتصاد عامل يساهم في تجسيد حالة عدم التوازن.
- طرح سولو نظريته لأول مرة في مقاله "مساهمة في نظرية النمو الاقتصادي"، ثم طورها في مقاله المنشور سنة 1957 تحت عنوان "التغير التكنولوجي ودالة الإنتاج الكلي"، والذي حصل من خلاله على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1987، وقد انطلق سولو من الافتراض القائل بأن الشرط الضروري لتوازن النظام الاقتصادي هو معادلة حجم الطلب الكلي لحجم العرض الكلي، إذ يتم تحديد العرض الكلي في نظريته بالاعتماد على دالة الإنتاج كوب-دوغلاس، التي تعبر عن الاعتماد الوظيفي بين حجم الإنتاج وحجم عوامل الإنتاج وتوليفاتها المستخدمة في العملية الإنتاجية، وتكشف نظرية سولو عن ترابط ثلاثة مصادر رئيسية للنمو الاقتصادي هي²:
- **رأس المال (الاستثمار):** حيث توضح النظرية أن معدل الادخار هو العامل الرئيسي في تحديد مستوى كثافة رأس المال، إذ يوفر معدل الادخار الأعلى، مخزوناً أكبر من رأس المال (أي نمو الاستثمار)، مما يسمح بتحقيق حجم أعلى من الإنتاج؛
 - **العمل:** يعتبر سولو أن النمو السكاني هو أيضاً أحد أسباب استدامة النمو الاقتصادي في الحالة التي يكون فيها الاقتصاد مستقراً، ولكن إذا لم يقترن النمو السكاني بزيادة في حجم رأس المال

¹ Ilkhom Sharipov, op-cit, p 767.

² Ibid, p p 767-768.

(الاستثمار)، فإن هذا سوف يؤدي حتما إلى انخفاض في حجم رأس المال لكل عامل، حيث توضح نظرية سولو أن البلدان ذات معدلات النمو السكاني المرتفعة لديها نسبة رأس المال إلى العمل منخفضة، مما يعني انخفاض مستوى الدخل؛

- **التقدم التكنولوجي:** تشير النظرية النيوكلاسيكية للنمو الاقتصادي إلى أن التقدم التكنولوجي لا يعني استبدال اليد العاملة بالآلات، بل يعني التغيرات النوعية في العملية الانتاجية كرفع المستوى التعليمي للعمال مثلا، ويعتبر سولو أن التقدم التكنولوجي هو الشرط الوحيد للنمو المستديم لمستويات المعيشة. يسمح استخدام دالة الإنتاج كوب-دوغلاس بتجاوز مشكلة "حافة السكين"، فالنمو الاقتصادي هو في الواقع مستديم بالضرورة لأن مرونة أسعار عوامل الإنتاج (أجر العمل وفائدة رأس المال) تسمح بتحقيق التشغيل الكامل، إذ أن وجود فائض في عرض العمل (نتيجة العوامل الديموغرافية مثلا) من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض الأجور، الأمر الذي يدفع المشروعات إلى تشغيل المزيد من اليد العاملة، مما يعني الحصول على مزيج إنتاجي أقل كثافة من رأس المال، وفي الواقع إن استبدال العمل برأس المال هو الذي يسمح بتحقيق النمو الاقتصادي مهما كان مدى وحجم النمو السكاني في سبيل ضمان التشغيل الكامل، وبالتالي فإن استخدام الدالة النيوكلاسيكية للإنتاج يقدم دليلا على أن النمو الاقتصادي متوازن بشكل طبيعي على عكس ما أثبتته هارود ودومار¹.

يؤكد سولو على ضرورة الأخذ بعين الاعتبار عامل البواقي في نظرية النمو، حيث يدخله في شكل عامل الوقت الذي يمثل التقدم التكنولوجي، والذي يعتبره كعامل خارجي يأتي من معطيات خارجية ويؤثر على النمو (قدرة الابتكار على سبيل المثال)، فنموذج سولو يقدم نمو مستديم يحقق التشغيل الكامل، لأن كثافة رأس المال ومقدار رأس المال يتعدَّان على حسب حجم العمل، فالنمو يعتمد إذن على عاملان رئيسيان هما مقدار العمل من جهة (والذي يعتمد في حد ذاته على معدل النمو السكاني)، والتقدم التكنولوجي من جهة أخرى، والنمو يكون مستديما، ولكنه يتحدد بفعل عوامل خارجية مستقلة عن المجال الاقتصادي².

2- نظرية كالدور Kaldor، "روبنسون Robinson" و"باسينيتي Passinetti"

حاول الاقتصاديون الذين تجمعوا حول مدرسة كامبردج للاقتصاد علاج الرؤية المتشائمة المنبثقة من نموذج هارود ودومار، حيث قدم "نيكولاس كالدور Nicolas Kaldor" و"لويجي باسينيتي Luigi Pasinetti" في نماذجهما التوزيع الوظيفي للدخل بين الأرباح والأجور، وأثبتا وجود إمكانية للنمو

¹ Marc Montoussé, op-cit, p 77.

² Idem.

الاقتصادي مع التشغيل الكامل، وقد حافظا على افتراض وجود نسبة ثابتة من رأس المال، وتخلوا عن افتراض وجود معدل ادخار ثابت، كما قدم كالدور وباسينييتي مستويات مختلفة من الادخار تتميز بها مختلف الفئات الاجتماعية، بحيث يكون لكل فئة معدل ادخار خاص بها، فقد كان هذا الأخير أكبر لدى أصحاب رأس المال منه لدى العمال، وقد اعتبروا أن الادخار متغير داخلي مما يسمح بإيجاد طريق نحو النمو الاقتصادي المستديم، حيث وجدوا أن هذا الأخير لا يعتمد على ظاهرة "حافة السكين"¹.

فوفقا لكالدور يميل الأشخاص لادخار الأجور بدرجة أقل بكثير من ميلهم لادخار الأرباح، ومن هنا لم يعد حجم الادخار متغير مستقل مع وجود احتمال ضئيل لتساويه مع حجم الاستثمار لتحقيق معدل النمو المضمون، ولكن متغير مُعدّل لا يعتمد فقط على مستوى الدخل الإجمالي بل على هيكل توزيعه أيضا، وعليه يؤكد كالدور على أن معدل الاستثمار ومعدل الادخار هما دوال في حصة الأرباح من الدخل الوطني، فإذا كان مستوى الادخار لا يكفي لتغطية النفقات الاستثمارية للمشروعات، فإن تغيير هيكل توزيع الدخل لمصلحة الأرباح يسمح بتحقيق التوازن، إذ يمكن تحقيق هذا التغيير في هيكل توزيع الدخل من خلال آليات السوق، ففي الحياة العملية إذا كان الادخار أقل من الاستثمار المخطط للمشروعات، يكون الاقتصاد حينئذٍ في حالة فائض في الطلب الإجمالي مقارنة بالعرض (المشروعات ترغب في الاستثمار لتلبية الطلب إلا أنها لا تملك القدرة على ذلك)، هذا الوضع يخلق ارتفاع في مستوى الأسعار مما يؤدي إلى ما لم تتغير الأجور الإسمية إلى ارتفاع الأرباح، وهذه الظاهرة تعمل على تغيير هيكل توزيع الدخل على النحو الذي يزيد من حجم الادخار، وهذه الآلية تشتغل أيضا في الحالة التي يكون فيها الاستثمار أقل من الادخار².

وقد قام الاقتصادي الإيطالي لويجي باسينيتي في سنة 1962 بتطوير نموذج كالدور، حيث أظهرت نتائجه أن حجم الادخار في الاقتصاد يرتبط ارتباطا وثيقا بمعدل الربح المحقق من قبل أصحاب رأس المال، وهذا يعني أن باسينيتي يكون قد توافق مع كالدور في أن النمو يعتمد على الربح المحقق من قبل أصحاب رأس المال، حيث وصل كالدور إلى هذه النتيجة من خلال تقديم افتراض بعدم وجود ادخار للعمال، في حين أن باسينيتي لم يكن مضطرا لتقديم هذا الافتراض³.

¹ Lukasz Pietak, op-cit, p 52.

² Marc Montoussé, op-cit, p 76.

³ Lukasz Pietak, op-cit, p 52.

ويعتبر روبنسون أن الاستثمار (الذي يسمى تراكم رأس المال) والأرباح تتفاعل بشكل متناسق تقريبا، فالربح ينتج تراكم رأس المال وهو الوسيلة الرئيسية لتمويل الاستثمار والدافع الرئيسي له، ومن ناحية أخرى يعتمد معدل الربح بشكل مباشر على الاستثمارات السابقة، وعليه فإن التفاعل بين هذين المتغيرين هو ما يسمح بتحديد مسار نمو اقتصادي مستديم، إذ يجب أن يكون تأثير الربح على الاستثمار متوافقا مع تأثير الاستثمار على الربح، أي أن يكون معدل الربح المتولد عن معدل الاستثمار هو ما يؤدي على وجه التحديد إلى توليد نفس معدل الاستثمار، وبما أن العلاقة بين الاستثمار ومعدل الربح تعتمد بشكل مباشر على هيكل توزيع القيمة المضافة، فإن النمو يكون مستديما إذا تمكنت المشروعات من فرض هيكل توزيع الدخل الذي يجعل طرفي السببية (الاستثمار والربح) متوافقين¹.

3- نظرية آرثر لويس Arthur Lewis وسايمون كوزنتس Kuznets

تعتبر نظرية "آرثر لويس" الحاصل على جائزة نوبل في منتصف الخمسينات من أشهر نظريات النمو التي ركزت على التغير الهيكلي لاقتصاديات الدول التي يعيش أفرادها على حد الكفاف، حيث أصبح نموذج القطاعين نظرية عامة في عملية التنمية القائمة على فائض العمل في دول العالم الثالث خلال الستينات وأوائل السبعينات، إذ تتكون الاقتصاديات المتخلفة في ظل هذه النظرية من قطاعين هما، القطاع الزراعي التقليدي الذي يعيش أفرادها على حد الكفاف والذي يتسم بالإنتاجية الحدية الصفرية لعنصر العمل، حيث وصف لويس هذه الوضعية بوجود فائض في عنصر العمل يمكن سحبه للقطاع الصناعي والذي يمثل القطاع الثاني في نموذج لويس، من دون أن يكون لذلك أي خسائر في ناتج القطاع الزراعي مع تحقيق إنتاجية عالية في القطاع الصناعي الحضري الحديث، وترتكز نظرية لويس على فرضين خاصين بالقطاع الزراعي هما²:

- وجود فائض في عنصر العمل بمعنى أن الإنتاجية الحدية لعنصر العمل تساوي الصفر؛
- يشارك جميع عمال القطاع الزراعي في الناتج بالتساوي، لذلك يتحدد أجر العامل في هذا القطاع بالإنتاجية المتوسطة لعنصر العمل وليس بالإنتاجية الحدية.

تعامل لويس مع مشكلة البلدان الفقيرة التي لديها وفرة في اليد العاملة، إذ تشارك مع الرؤية الشاملة للاقتصاديين الكلاسيك حول ظاهرة النمو، لكنه لم يكن متفقا على الدوام مع تشخيصاتهم ونتائجهم، حيث يفترض النموذج الذي اقترحه لويس، الحفاظ على مستوى معيشة منخفض على المدى القصير من أجل

¹ Marc Montoussé, op-cit, p 76.

² ميشيل تودارو، مرجع سبق ذكره، ص ص 131-133.

تعزيز حجم الادخار الذي سيسمح بزيادة حجم رأس المال، هذا الأمر سيؤدي على المدى الطويل إلى نمو حجم الدخل، كما يشير نموذج لويس إلى توسع فجوة الدخل بين البلدان على المدى القصير كشرط أساسي لتحقيق معادلة مستويات الدخل على المدى الطويل¹.

طور كوزنتس دعما نظريا لنظرية لويس تسمى "منحنى كوزنتس"، حيث أكدت الدراسات وجود تباينات اقتصادية في المراحل الأولى من النمو، فقد كان هذا التباين أكبر عندما بدأ بالتخلي عن الزراعة من أجل الصناعة نظرا لتركز عوامل الإنتاج في المراكز الصناعية، مع ميل هذا التباين إلى الاختفاء، كما لاحظ كوزنتس وجود ارتباط إيجابي بين النمو وتزايد نسبة السكان في المناطق الحضرية من إجمالي عدد السكان، ومع ذلك تحتوي نظرية لويس على افتراضات يصعب قبولها، إذ لا يمكن تأجيل مشكلة الفقر إلى أجل غير مسمى، فتحقيق زيادة في تراكم رأس المال عن طريق الحد من الاستهلاك من شأنه أن يؤثر بشكل كبير على الطبقة الفقيرة من السكان².

بالرغم من بساطة نظرية القطاعين اللويس وتطابقها تقريبا مع التجارب الفعلية التي مر بها النمو الاقتصادي للدول المتقدمة، إلا أن فرضيات هذه النظرية لا تتناسب مع الواقع الاقتصادي والمؤسسي لأغلب الدول المتخلفة، مما جعلها عرضة لمجموعة من الانتقادات تمثلت فيما يلي³:

- تفترض النظرية _ضمنيا_ تناسب الزيادة في تحول اليد العاملة من القطاع الزراعي إلى القطاع الصناعي مع معدل تراكم رأس المال في هذا القطاع، فكلما زاد التراكم الرأس مالي زاد معدل نمو القطاع الصناعي وزاد الطلب على عنصر العمل، ولكن ماذا لو أعيد استثمار أرباح الرأسماليين في استخدام أجهزة وآلات حديثة كثيفة رأس المال وموفرة لعنصر العمل؟ فهذا من شأنه أن يوجه الزيادة في الناتج بالكامل إلى أرباح للرأسماليين، بينما تظل مستويات الدخل والتشغيل كما هي دون تغيير، أضف إلى ذلك وجود احتمال توظيف أرباح الرأسماليين خارج الاقتصاد المحلي، وهو ما لن يحدث أي تحسن في الرفاهية الكلية للمجتمع؛

- تفترض النظرية _ضمنيا_ وجود فائض مستمر لعنصر العمل في القطاع الزراعي ووجود تشغيل كامل بالقطاع الصناعي، وهنا تشير معظم الدراسات إلى أن هذا الفرض هو على العكس تماما مما يحدث في الواقع، ففي أغلب الدول المتخلفة توجد بطالة مرتفعة في المناطق الحضرية التي تعتبر صناعية وبطالة منخفضة في المناطق الريفية التي تعتبر زراعية؛

¹ Lukasz Pietak, op-cit, p 50.

² Idem.

³ ميشيل تودارو، مرجع سبق ذكره، ص 137.

- تفترض النظرية بقاء مستوى الأجور الحقيقية في القطاع الصناعي ثابتاً بقدر ما يستمر فائض العمل في القطاع الزراعي، مع أننا نشاهد ارتفاع مستمر لمستوى الأجور في المناطق الحضرية الصناعية في كافة دول العالم حتى وإن كانت هناك بطالة مرتفعة في القطاعات الأخرى للاقتصاد الوطني.
 - كما وجهت مجموعة من الانتقادات للنظرية النيوكلاسيكية بشكل عام تمثلت فيما يلي¹:
 - تجاهلت النواحي الأخرى التي لا تقل أهمية في تحقيق النمو الاقتصادي، كالنواحي الاجتماعية والثقافية والسياسية وركزت فقط على النواحي الاقتصادية؛
 - اهتمت بالمشكلات الاقتصادية في المدى القصير دون الإشارة إلى ما قد يحدث على المدى الطويل؛
 - افترض الحرية التجارية الخارجية أمر يصعب تطبيقه مع وجود التدخل الحكومي والحوافز التجارية، خاصة بعد أزمة الثلاثينات من القرن العشرين؛
 - يعتقد رواد هذه النظرية بأن معدلات النمو الاقتصادي ومستويات الأجور للعمال بالنسبة لكل فرد في كل دول العالم سوف تكون متقاربة وهوما يعد أمراً صعب التحقيق.
- أضف إلى ذلك أن اعتبار التطور التكنولوجي محدد خارجي في نموذج النمو الاقتصادي لنظريات النمو النيوكلاسيكية ثغرة تعكس مدى التكاسل الفكري، إذ أن التطور التكنولوجي على المدى الطويل محدد مهم جداً لأي اقتصاد، والقول بأن نظرية النمو الاقتصادي تنتظر إليه كمحدد خارجي أمر غير مرضي تماماً، فالكل يعلم أن هناك جانب داخلي للتطور التكنولوجي، إذ من المؤكد أن جزءاً من التطور التكنولوجي يتحقق بفعل دوافع اقتصادية².
- يتمثل القاسم المشترك لنظريات النمو النيوكلاسيكية في نظرتها للنمو الاقتصادي كظاهرة تتحدد وفقاً لعوامل خارجية كمعدل النمو السكاني ومعدل التطور التكنولوجي للمجتمع وحجم الطلب الكلي، كما تعتبر المدرسة النيوكلاسيكية أن النمو الاقتصادي عبارة عن عملية مترابطة ومتوافقة وذات تأثير إيجابي متبادل، حيث يؤدي نمو قطاع معين إلى نمو القطاعات الاقتصادية الأخرى، وقد ظهرت نظريات النمو الحديثة لتناقض هذا التوجه من خلال فكرة النمو الداخلي، والتي رجحت أن النمو المستديم يتحدد من داخل العملية الانتاجية وليس من خارجها، إذ يعتبر رواد هذه النظرية أن كل من التقدم التكنولوجي أو

¹ بدراوي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 58.

² روبرت صولو، نظرية النمو، ترجمة ليلي عبود، مراجعة محمد دويدار، مركز دراسات الوحدة العربية: المنظمة العربية للترجمة، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، 2003، ص 213.

التراكم المعرفي و رأس المال البشري هي القوى الدافعة للنمو الاقتصادي، وذلك من خلال أثر المعرفة والتعليم والتدريب على إنتاجية عنصر العمل وزيادة عنصر رأس المال البشري داخل الاقتصاد الوطني¹.

المطلب الثالث: النظريات الحديثة للنمو الاقتصادي

إن الوهم الذي غلف النظريات النيوكلاسيكية يجب التحرر منه بغرض تحقيق النمو الاقتصادي، هذا ما كان هاجس الاقتصاديين خلال السبعينات والثمانينات، حيث زادت حدة ديون العالم الثالث مع ازدياد عدم قدرة النظرية التقليدية على تفسير التفاوت في الأداء الاقتصادي بين الدول، لذا فإن نظرية النمو الحديثة تمدنا بالإطار النظري لتحليل النمو الداخلي للنتائج المحلي الإجمالي الذي يتحدد بالنظام الذي يحكم العملية الإنتاجية، وليس عن طريق قوى من خارج النظام².

أولاً: فكرة عامة عن النمو الاقتصادي الداخلي

برز النمو الداخلي أو نظرية النمو الجديدة في التسعينيات لشرح الأداء الضعيف للعديد من البلدان النامية، والتي طبقت سياسات على النحو المنصوص عليه في النظريات النيوكلاسيكية، فبخلاف نموذج سولو الذي يعتبر التطور التكنولوجي عامل خارجي، يشير نموذج النمو الجديد إلى أن التطور التكنولوجي لم يكن متساوياً ولم ينتقل بشكل خارجي في معظم البلدان النامية³.

إن الطريق المفيد والواضح للتفرقة بين نظرية النمو الداخلي والنظرية النيوكلاسيكية هو أن نتعرف على العديد من نظريات النمو الداخلي التي نستطيع أن نعبر عنها بهذه المعادلة البسيطة $Y=AK$ ، والتي يمثل فيها A عامل مؤثر على التكنولوجيا، كما تشتمل K على رأس المال المادي والبشري، ومن الملاحظ عدم وجود تناقص للعوائد على رأس المال في هذه المعادلة، وهو ما يسمح بوجود إمكانية للاستثمار في رأس المال المادي والبشري، يمكن أن تحدث الوفورات الخارجية والتحسينات الانتاجية التي تزيد من المكاسب الخاصة مرة أخرى بكمية كافية لتعويض تناقص العوائد⁴.

شهدت نظريات النمو نوعاً من التجديد في الفترة الممتدة من أواخر الثمانينيات إلى أوائل التسعينات، حيث اعتبرت النظريات القديمة للنمو أن للنمو محددات خارجية (تمثلت على العموم في

¹ هبة السيد محمد سيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 62-64، بتصرف.

² وسام درويش مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 43.

³ Giang Dang, Low Sui Pheng, op-cit, p 21.

⁴ ميشيل تودارو، مرجع سبق ذكره، ص 155.

نمو القوى العاملة والتطور التكنولوجي)، فقد افترضوا أن النمو لا يغذى نفسه من خلال عملية تراكمية، إلا أن دراسة الفروقات بين نمو مختلف مناطق العالم والأزمات الاقتصادية المختلفة، أظهر على العكس من ذلك أن النمو ليس ظاهرة طبيعية، ولدمج هذه النتائج ضمن النظريات المختلفة للنمو قامت مجموعة من الاقتصاديين ببناء نظرية النمو الداخلي، وقد وجد بعض الكينزيين الجدد والليبراليين الجدد أنفسهم ضمن هذه النظريات الجديدة، والتي كان يمثلها بشكل رئيسي "بول رومر Paul Romer" الذي يعد أول من أطلق مصطلح "النمو الداخلي" سنة 1986 و"روبرت لوكاس Robert Lucas" الذي يعتبر زعيم الاقتصاديين الكلاسيكيين الجدد، هؤلاء الاقتصاديون يرفضون التدخلات الدورية للدولة ولكنهم يقبلون بإمكانية تعزيزها للنمو على المدى الطويل، وتستخدم نظريات النمو الداخلي أدوات تحليل النظرية الليبرالية وتعلق أهمية كبيرة على التأثيرات الخارجية، وهم يشيرون أيضا إلى تحليلات "شومبيتر Schumpeter"، كما تركز على أمرين أساسيين هما¹:

1- عامل البواقي هو عامل داخلي

تميزت النظريات الجديدة للنمو في اعتبار البواقي التي تم حصرها بشكل عام في التقدم التكنولوجي عاملا داخليا على عكس سولو الذي اعتبر أن البواقي عامل خارجي، فهذا العامل المتبقي قد حصل في الواقع نتيجة للنمو بحد ذاته وهو يفسر الوجه التراكمي للنمو، إذ يتسبب النمو في تراكم عامل البواقي الذي يؤدي بدوره إلى النمو، وقد وجد هذا التحليل عند شومبيتر حين أكد على أن الابتكارات المتطورة تنتج عن التحسينات التي جرت على الابتكارات السابقة، فالابتكار بالنسبة لشومبيتر لا يعتمد في المقام الأول على اكتشاف الباحث ووضع قيد التنفيذ من طرف المهندس، وإنما يعتمد على المستثمر "صاحب المشروع" الذي يعد أساس العملية الابتكارية، إذ يحصل من خلاله المستثمر على عائد مؤقت نظير تقليد عمله الابتكاري، وكلما تم تقليد عمله بسرعة كلما وجب عليه خلق ابتكارات جديدة إذا ما أراد الاحتفاظ بعائده، ويؤكد شومبيتر على أن هذا السعي وراء تحقيق الربح هو ما يفسر السباق نحو التقدم التكنولوجي الذي يفسر بدوره ظاهرة النمو الاقتصادي، ففي هذا الإطار من التحليل يعتبر التقدم التكنولوجي ظاهرة اقتصادية داخلية.

2- التخلي عن فرضية تناقص الإنتاجية الحدية

يمثل قانون تناقص الغلة إحدى فرضيات دالة الإنتاج النيوكلاسيكي، وهو يعبر عن تناقص الإنتاجية الحدية لكل عامل من عوامل الإنتاج، ومن المعلوم أن ظاهرة تناقص الغلة تعمل على إضعاف النمو

¹ Marc Montoussé, op-cit, p 78.

على المدى الطويل لأننا سوف نكون بحاجة إلى المزيد والمزيد من المدخلات لتحقيق مكاسب إنتاجية أضعف شيئاً فشيئاً، إلا أن نظرية النمو الداخلي ترفض هذا الافتراض وتفتقر أن الإنتاجية الحدية لعوامل الإنتاج ثابتة كما أن النمو يمكن أن يكون ظاهرة ذاتية التغذية.

تعتبر نظرية النمو الجديدة التقدم العلمي والتكنولوجي عامل نمو داخلي المنشأ يحدث نتيجة أسباب داخلية، فقد افترض الاقتصاديان الأمريكيان بول رومر وروبرت لوكاس ولأول مرة في النماذج الرياضية والاقتصادية الرسمية، أن الابتكارات التكنولوجية القائمة على الاستثمار تساهم في التطور التكنولوجي وفي تطور رأس المال البشري، وتتشابه نماذج النمو الداخلية مع نماذج النمو النيوكلاسيكية إلى حد ما، حيث تكمن أوجه الاختلاف في الافتراضات والاستنتاجات الأولية لكل منهما، فحسب نموذج سولو ليس في مقدور الدولة إحداث تأثير طويل الأجل على معدل النمو الاقتصادي من خلال استخدام أدوات السياسة المالية (مثل التغييرات في الضرائب والإنفاق الحكومي)، وينحصر تأثيرها على معدل النمو من خلال التأثير على معدل الادخار، كما لاحظ رومر وجود قصور في نظرية النمو النيوكلاسيكية في الجانب الخاص بتقديم المشورة للسياسيين القائمين على شؤون الدولة، إذ لم يكن مهماً من الناحية النظرية ما تقوم به الدولة في ظل التغيير التكنولوجي والنمو السكاني الخارجيين، وتتغلب نظرية النمو الداخلية على هذا القصور في النظرية النيوكلاسيكية، من خلال رفضها للفرضية النيوكلاسيكية المتعلقة بتناقص الإنتاجية الحدية لرأس المال، كما ترفض إمكانية تأثير حجم الإنتاج على جميع النواحي الاقتصادية، وغالباً ما تركز على التأثير الإيجابي للعوامل الخارجية على ربحية الاستثمار، والتي تعد بمثابة شرط مسبق ذو أهمية كبيرة¹.

يتمثل الإسهام الأساسي لنظرية النمو الداخلي في التأكيد على أن الأفكار والمعارف تختلف جذرياً عن السلع الأخرى، وترتبط جوهرياً بوجود غلة متزايدة، وهذا ما سمح لهم بالقول أن تراكم المعرفة وعلى عكس تراكم رأس المال المادي يمكنها أن تتولد ذاتياً (لا تخضع لقانون الغلة المتناقصة على المدى الطويل)، ومن أجل إثبات هذه الرؤية استخدم أصحاب نظرية النمو الداخلي طريقتين، ففي الطريقة الأولى تم الإبقاء على فرضية المنافسة الكاملة والتسليم بأن الغلة المتزايدة مرتبطة بإنتاج أفكار خارجية تماماً، وقد أثمرت هذه الطريقة عن ظهور عدد كبير من النماذج عرفت بنماذج الجيل الأول أو نماذج "AK"، أما في الطريقة الثانية فقد تم التخلي فيها عن فرضية المنافسة

¹ Ilkhom Sharipov, op-cit, p 769.

الكاملة، والأخذ بالفرض القائل بأن إنتاج الأفكار وتراكم المعرفة هو نتيجة المجهودات المسخرة للبحث عن أفكار جديدة، وهذا يعني وجود منافسة تكنولوجية بين المؤسسات على مستوى أسواق تتميز بسيادة المنافسة غير الكاملة، وقد انبثق عن هذه الطريقة نماذج الجيل الثاني أو ما يسمى بالنماذج الشومبيترية (نسبة لشومبيتر) الذي كان سباقا في ربط الابتكار بالنمو الاقتصادي¹.

ثانيا: بعض النماذج الرياضية لنظريات النمو الاقتصادي الداخلي

1- نظرية بول رومر Paul Romer

انطلق "بول رومر Paul Romer" من مبدأ أن الغلة المتناقصة يعتبر مميّزا سيئا للاقتصاد الحالي، إذ بين بأنه انطلاقا من الآثار الجانبية الخارجية يمكن الحصول على غلة ثابتة أو حتى متزايدة وهو ما يعتبر مصدرا للتطور التكنولوجي، كما يعتبر بأن المحدد الأساسي لنمو مستدام على المدى الطويل يكون سببه الاستثمار في التكنولوجيات الجديدة، أين تكون الغلات متناقصة، فاستثمار من هذا النوع لا يرفع من مستوى المعرفة، فتزايد المستوى المعرفي لن يكون ملكية خاصة للمشروع، لأن إنشاء معارف جديدة عبر مشروع ما قد يرفع من إنتاج مشروعات أخرى منافسة، وبالتالي فإن المعرفة تعطي إنتاجية حدية متزايدة والتوسع في الإنتاج بسبب تحسن المستوى المعرفي والذي يعطي ما يسمى الغلة المتزايدة².

قدم بول رومر نموذج آخر للنمو الداخلي، فقد أدخل رأس المال الخارجي في دالة الإنتاج النيوكلاسيكية، إذ تتميز دالة الإنتاج بفضل هذه العملية بزيادة العوائد على نطاق جميع عوامل الإنتاج والعوائد الثابتة لحجم رأس المال، حيث يضع هذا الافتراض الأساس النظري لوجود نمو اقتصادي داخلي، ومع ذلك فإن تحقيق النمو الاقتصادي في نموذج رومر وفقا لدالة الإنتاج الجديدة يتطلب شروط معينة، بحيث يجب أن يكون حجم العوامل الخارجية كبيرا وإلا فإن الاقتصاد سينمو وفقا لدالة كوب-دوغلاس³.

بنى رومر نموذج النمو الخاص بنظريته بناء على عدة فروض أهمها⁴:

- الانتاجية الحدية لرأس المال تنمو دون قيود وبمعدل متزايد خلال الزمن نظرا لإمكانية تزايد معدل الاستثمار ومعدل العائد على رأس المال؛

¹ شتوان صونية، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² بدرأوي شهناز، مرجع سبق ذكره، ص 63.

³ Lukasz Pietak, op-cit, p 55.

⁴ هبة السيد محمد سيد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 65.

- التغير التكنولوجي متغير تابع يتحدد من داخل النشاط الاقتصادي بواسطة عوامل عديدة، مثل تراكم المعرفة الذي تقوم به الوحدات الاقتصادية التي تسعى لتحقيق الأرباح وتكون قادرة على تحمل المخاطر، أو عن طريق تراكم رأس المال البشري؛
- الاكتشافات والتكنولوجيا هي عوامل انتاج تختلف عن عوامل الانتاج التقليدية، وأطلق عليها اسم عوامل الانتاج غير التنافسية في الاستخدام.

تعد "المعرفة" أحد العوامل الرئيسية في نظرية النمو الداخلية لبول رومر، إذ يفترض أن المعلومات التي توفرها الاختراعات والاكتشافات متاحة للجميع ويمكن استخدامها في نفس الوقت، كما تفترض نظرية رومر ثبات القيمة الإجمالية لرأس المال البشري خلال الفترة الزمنية المحددة، بحيث من الممكن فقط إعادة توزيعه بين مجالي الإنتاج والبحث والتطوير (أنشطة البحث والتطوير) وفقا لدالة تفضيلات المستهلك، وتتمثل الفكرة الأساسية لنظرية رومر في "وجود تبادل بين استهلاك اليوم والمعرفة التي يمكن استخدامها لتوسيع الاستهلاك غدا" فقد صاغ الفكرة على أنها "تكنولوجيا بحث" تنتج "المعرفة" من استهلاك الماضي، وعليه، فإن معدل النمو الاقتصادي في نظرية رومر يعتمد بشكل مباشر على قيمة رأس المال البشري، إذ تركز النظرية على مدى الحصول على المعرفة الجديدة، وهذا يعني أن أنشطة البحث والتطوير تؤثر على الاقتصاد بشكل مباشر من خلال تطبيق وتطوير أفكار جديدة، كما أن وجودها يعد شرطاً ضرورياً (ولكن غير كافي) لتحقيق النمو الاقتصادي لأنها توفر تراكم رأس المال البشري، وتشير نظرية رومر إلى أن البلدان التي تتمتع بتراكم أكبر في رأس المال البشري سيكون لديها معدلات نمو اقتصادي أعلى، وسوف يساهم تطوير التجارة الدولية الحرة أيضاً في زيادة النمو وفقاً لهذه النظرية، حيث أن تبادل المنتجات يوسع حدود النظام الاقتصادي مما يؤدي إلى زيادة إجمالي رأس المال البشري¹.

كان منظرو النمو الداخلي بحاجة إلى مفاهيم جديدة للإلمام بطبيعة التكنولوجيا، ولهذا فقد أدخل رومر مفهوم الفكرة التي تتحول فيما بعد إلى معرفة، إذ تعد الفكرة برأيه هي أصل كل ابتكار، وقد سلم رومر بأن الأفكار لها كيان اقتصادي مثلها مثل السلع تماماً (لديها قيمة)، ولكن بمواصفات تميزها بصورة جذرية عن السلع التقليدية الخاصة أو العامة أو الاثنين معاً، إذ يمكننا تلخيص هذه المميزات في ثلاث عناصر هي²:

¹ Ilkhom Sharipov, op-cit, p 770.

² شتوان صونية، مرجع سبق ذكره، ص 33.

- **المعرفة هي سلعة يصعب التحكم بها تولد تأثيرات خارجية**، أي أنها عبارة عن سلعة لا يمكن أن تكون حصرية، كما يصعب التحكم بها بطريقة خاصة، فالمعلومات والمعارف قد تتسرب باستمرار من الكيانات التي أنتجتها، فتكون مفيدة لمعاملين آخرين دون أن يتحملوا تكاليف البحث والتطوير، حيث تستخدم المراجع الاقتصادية المصطلح العام "تأثيرات خارجية إيجابية" للإشارة إلى هذا التأثير الإيجابي في الغير، والذي يصعب شكليا الحصول على تعويض منهم، فهذه التأثيرات الخارجية تظهر أن المعرفة المنتجة من عنصر ما، تفيد الآخرين دون أن تضمن الصفقات التجارية الطوعية شفافية التنسيق التجاري وفاعليته؛
- **المعرفة هي سلعة غير تنافسية**، بما أنها تعتبر مورد من الموارد التي يمكن أن تستخدم في عملية إنتاج أفكار جديدة دون أن تستهلك، وبالتالي تصنيفها على أنها غير قابلة للنفاذ لأن المعرفة لا تتلف عند الاستخدام، فاستخدام معرفة موجودة من قبل وكيل إضافي لا يفترض إنتاج نسخة إضافية، إذ أن العناصر الاقتصادية لا تتنافس على استهلاكها، ولخاصية عدم التنافسية هذه بعدان، يتمثل أولهما في كون العنصر الاقتصادي يمكنه اللجوء إلى مرات لا متناهية، دون أن يكلفه ذلك شيئا بغية إنتاج عمل ما، أما البعد الثاني فيتمثل في كون (العنصر الاقتصادي) عدد لا متناهي من العناصر بوسعها استخدام المعرفة ذاتها دون أن يحرم أحد منها؛
- **المعرفة هي سلعة تراكمية**، من حيث أن كل معرفة قد تكون العامل الأساسي في إنتاج معارف جديدة، بمعنى آخر ليست المعرفة سلعة استهلاكية فقط بل هي كذلك وبالأخص سلعة إنتاجية قادرة على توليد سلع جديدة تكون بحد ذاتها قابلة للاستخدام إلى ما لا نهاية.

2- نظرية روبرت لوكاس Robert Lucas

يعتبر تراكم رأس المال البشري في نظرية روبرت لوكاس عملية اقتصادية قوية تتطلب موارد معينة، وهو ما يسبب تكاليف بديلة، فهو يرى أن الأفراد يختارون بين طريقتين في عملية تخصيص الوقت، إما أن يشاركوا في الإنتاج الحالي أو أن يساهموا في تراكم رأس المال البشري، إذ يحدد تخصيص الوقت بين هاتين الطريقتين البديلتين معدل النمو الاقتصادي، فعلى سبيل المثال، يؤدي انخفاض الوقت المستغرق في الإنتاج إلى انخفاض في الناتج الحالي للمنتج، ولكن يؤدي الاستثمار المتسارع في الموارد البشرية في نفس الوقت إلى نمو إنتاجية المنتج، أي أن هذه النظرية تتميز بإدراج عامل التعلم ورأس المال البشري في دالة الإنتاج¹.

¹ Ilkhom Sharipov, op-cit, p 770.

تستند نظرية لوكاس للنمو الاقتصادي إلى مجموعة من الفرضيات نوجزها فيما يلي¹:

- يتكون الاقتصاد من قطاعين فقط، يتخصص أولهما في إنتاج السلع والخدمات انطلاقاً من رأس المال المادي وجزء من رأس المال البشري، في حين يتولى القطاع الثاني تكوين رأس المال البشري الذي لم يستعمل في القطاع الأول، حيث يتراكم رأس المال البشري بإنتاجية حدية تكون ثابتة على الأقل؛
- ينتج رأس المال البشري من تلقاء نفسه، كما أن اختصاص الفرد والزمن المخصص للدراسة يحددان وتيرة تراكم رأس المال البشري، بالإضافة إلى افتراض تماثل جميع أفراد مجتمع الدراسة؛
- يقسم الفرد وقته بين العمل وتراكم رأس المال؛
- لتراكم رأس المال البشري أثران، أحدهما داخلي يتجلى في زيادة دخل الفرد وآخر خارجي يتمثل في الوفرة الخارجية.

يُميز لوكاس بين نوعين من رأس المال، رأس المال المادي المستخدم في عملية الإنتاج ورأس المال البشري الذي يؤثر على نمو إنتاجية كل من رأس المال المادي والبشري، إذ يمكن أن يكون لفرد معين رأس مال بشري يساوي H ينتج مرتين أكثر من السلع التي ينتجها رأس مال بشري يساوي $H/2$ ومرتين أقل من فرد ذو رأس مال بشري يساوي $H/2$ ، كما يأخذ لوكاس في الحسبان وجود تزايد لعوائد عوامل الإنتاج، من خلال الإشارة إلى مفهوم "كينيث أرو Kenneth Arrow" "التعلم بالممارسة"، والذي أشار إليه رومر من قبل، إلا أن رومر يعتبر تراكم رأس المال المادي هو مصدر العوامل الخارجية، بينما يحدده لوكاس بتراكم رأس المال البشري، والذي يستخدمه في شرح الاختلافات الموجودة في معدل النمو الاقتصادي بين الدول، فالبلدان التي تتميز بانخفاض مستوى رأس المال البشري تنمو ببطء أكثر من البلدان التي لديها مستوى مرتفع من رأس المال البشري².

كما يرى لوكاس أن لتراكم رأس المال البشري أثر خارجي أيضاً، فإذا قام فرد معين بعملية تجميع رأس المال البشري، فإن فرداً آخر يكون أكثر إنتاجية عند أي كمية جمعتها من رأس المال البشري، وهو ما جعله يضيف أثر خارجي H' ، والفتحة المضافة لحرف H تشير إلى أن هذه الكمية من رأس المال البشري يجب أن تضاف لأي فرد يسعى إلى تعظيم قدراته، وعليه فإن لوكاس يعتبر

¹ شتوان صونية، مرجع سبق ذكره، ص 46.

* التعلم بالممارسة تعني قدرة العمال على تحسين إنتاجيتهم من خلال تكرار نفس النوع من العمل بشكل منتظم، حيث تزيد الإنتاجية من خلال الممارسة.

² Lukasz Pietak, op-cit, p 55.

أن تراكم رأس المال البشري يزيد من حجم الانتاج ليس فقط بطريقة مباشرة، وإنما كذلك عبر الوفورات الخارجية¹.

وتأتي داخلية النمو الاقتصادي في نظرية لوكاس من أمرين، أولهما هو اعتبار توزيع الوقت بين العمل وتراكم رأس المال مسألة داخلية، والأمر الثاني إذا ما كان تغيير توزيع الوقت أمراً كافياً لتغيير معدل نمو عناصر الانتاج، فإنه سيؤدي بطبيعة الحال إلى تغيير معدل نمو الانتاج².

3- نظرية روبرت بارو Robert Barro

ركز بارو على رأس المال العام والذي يتراكم من خلال الإنفاق الاستثماري العام، وتحدث عن ملكية السلطات العامة للبنى التحتية، فقد أدخل لأول مرة رأس المال العام في النمو الاقتصادي، حيث بين أن الإنفاق العام عامل مهم للنمو الداخلي، وشدد على أهمية البنية التحتية واستثمار الدولة فيها مما يؤدي إلى تحسين إنتاجية مشروعات القطاع الخاص، فالواقع يثبت أن النمو الاقتصادي مرتبط بمدى تطور البنى التحتية، حيث يولد استثمار الحكومة فيها زيادة في العائدات على المدى الطويل ويلغي بذلك قانون تناقص الغلة للمشروعات الخاصة³.

اعتبر بارو أن البنى التحتية الممولة من طرف الدولة تمثل مصدر آخر للنمو الداخلي، فهي ترفع من الإنتاجية الحدية لرأس المال الخاص، وتؤدي إلى إدخال وفورات خارجية إيجابية، إذ يفترض بارو أن النفقات العمومية عبارة عن استثمار عمومي بعيد عن المنافسة وغير محصور، لذا اقترح صيغة رياضية على شكل دالة الانتاج لكوب-دوغلاس ذات الغلة الثابتة لعوامل الإنتاج، فمن أجل مشروع i تكون⁴:

$$Y_i = A_i K_i^\alpha L_i^{1-\alpha} G^{1-\alpha} \dots\dots\dots (1-1)$$

حيث Y_i , K_i , L_i تمثل على التوالي الإنتاج، مخزون رأس المال الخاص واليد العاملة للشركة، بينما G تمثل النفقات العمومية الكلية على البنى التحتية لتصبح دالة الانتاج لبارو على المستوى الكلي كالتالي⁵:

¹ روبرت صولو، مرجع سبق ذكره، ص 218.

² نفس المرجع السابق، ص 220.

³ عتو الشارف، اجري خيرة، محددات النمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2011، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 5، العدد 8، جامعة مستغانم، الجزائر، 2015، ص 144.

⁴ رواسكي خالد، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في إقليم شمال إفريقيا والشرق الأوسط: دراسة قياسية للفترة (2001-2011)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013، ص 43.

⁵ نفس المرجع السابق، ص 44.

$$Y = AK^{\alpha}L^{1-\alpha}G^{1-\alpha} \dots\dots\dots(1-2)$$

وفي دراسة أخرى لمحددات النمو الاقتصادي في عدد كبير من دول العالم للفترة ما بين 1960 و1995 وجد بارو أن من محدّدات النمو المهمة مخزون رأس المال البشري في البلدان وخصائص سكانها، فقد بين أن النمو مرتبط إيجابيا بالمستوى الأولي لمتوسط سنوات التحصيل المدرسي من المستويين الثانوي والعالي للذكور البالغين، وفسر ذلك بأن العمال ذوي التعليم العالي يتحكمون في التكنولوجيات الجديدة ويؤدون دورا مهما في نشرها، الأمر الذي يشكل عنصرا رئيسيا في عملية التنمية وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي¹.

استخدم بارو في دراسته هذه مجموعة من المتغيرات تمثلت في معدل الالتحاق بالمدارس والثانوية، معدل الإلمام بالقراءة والكتابة، نسبة الإشراف، معدل الوفيات ومعدل الخصوبة، كما استندت لافتراضات النماذج النيوكلاسيكية التي تميل إلى أن معدل النمو الاقتصادي للفرد في أي بلد يميل إلى الارتباط عكسيا بمستوى دخل الفرد، وقد أظهرت نتائج هذه الدراسة أن معدلات الالتحاق بالمدارس الابتدائية والثانوية كانت لها آثار إيجابية على النمو الاقتصادي خلال الفترة 1960-1985، كما كان تأثير معدل الإلمام بالقراءة والكتابة سلبيا عند إدخال المتغيرات الأخرى في النموذج، وكان لمتغيري الخصوبة والوفيات معاملات سلبية بشكل ملحوظ، بالإضافة إلى أن تأثير معدل الالتحاق بالمدارس الابتدائية والثانوية له تأثير سلبي على الخصوبة وإيجابي على الاستثمار، ومن أهم النتائج المهمة التي تم تسليط الضوء عليها هي أن العلاقة بين متوسط معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة 1960-1985 لا ترتبط بشكل كبير بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لعام 1960 ($R^2=0,09$)، وهو ما يتوافق مع نماذج لوكاس وريبيلو².

4- نظرية ريبيلو (1991) Rebelo

إن المشكل المطروح في النظريات الكلاسيكية للنمو استبعادها لإمكانية النمو في المدى الطويل الناتج عن مبدأ الغلة المتناقصة، والخاصية الأساسية لنظريات النمو الداخلي هي غياب الغلة المتناقصة لرأس المال، والذي يتميز بخاصية التراكم التلقائي، وقد تعددت نماذج النمو الداخلي في

¹ بصدار زولبخة، المتغيرات المؤسسية، رأس المال البشري والنمو الاقتصادي في الجزائر: محاولة تقييم، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة معسكر، الجزائر، 2016، ص 72.

² Rezine Okacha, *Capital Humain, Education et Croissance Economique : une Approche Economique*, Thèse de Doctorat, département Sciences Economiques, Université de Tlemcen, Algérie, 2015, p 62.

دراسة المتغيرات المؤثرة على النمو في الأجل الطويل، وكان أبسطها نموذج ريبيلو الذي يعرف بنموذج AK، وعلى خلاف النماذج الأخرى يعتبر هذا النموذج التقدم التكنولوجي متغيراً داخلياً، كما يعتمد على دالة الانتاج ذات غلة الحجم الثابتة في رصيد رأس المال، كما توضحه المعادلات التالية¹:

$$Y = AK \dots\dots\dots(1-3)$$

حيث: A ثابت ويشير إلى التطور التكنولوجي، K يمثل رأس المال و Y يمثل حجم الانتاج.

وباعتبار ثبات عدد السكان، يُكتب تراكم رأس المال على النحو التالي:

$$K = SY - \delta K \dots\dots\dots(1-4)$$

حيث: S يمثل معدل الادخار.

وباعتبار A متغير ثابت، سيتم التعبير عن معدل نمو الدخل كما يلي:

$$y = Ak \rightarrow y = A(sY - \delta K) \rightarrow \frac{y}{Y} = As - \frac{\delta AK}{Y} \rightarrow \frac{y}{Y} = AS - \delta \dots\dots(14)$$

كما يتم التعبير عن معدل نمو رأس المال بقسمة معادلة تراكم رأس المال على K، وذلك على النحو

التالي:

$$\frac{k}{K} = \frac{sAK}{K} - \frac{\delta K}{K} \rightarrow \frac{k}{K} = sA - \delta = GR \dots\dots\dots(1-5)$$

حيث GR يمثل معدل النمو الاقتصادي.

يتبين من معادلتنا معدل نمو الدخل ومعدل نمو رأس المال أن معدل نمو رأس المال يساوي معدل نمو الانتاج، وأن معدل النمو دالة متزايدة في معدل الادخار، كما أن الانتاجية الحدية لرأس المال ثابتة، بمعنى أن رأس المال يتراكم بغلة ثابتة وفق ريبيلو، وهو ما يعطي تفسيراً للنمو الاقتصادي في الأجل الطويل².

ربط بعض أصحاب نظرية النمو الداخلية التطور التكنولوجي بإنتاج المعرفة، إذ تؤكد نظرية النمو الداخلية على أن النمو الاقتصادي يتحقق من خلال زيادة العوائد الناتجة عن استخدام المعرفة بدلاً من العمل ورأس المال، وتقول هذه النظرية أن ارتفاع معدل العوائد يتآكل إلى حد كبير كما هو متوقع في نموذج سولو بسبب انخفاض حجم الاستثمار الإضافي في رأس المال البشري (التعليم)، البنية التحتية وفي أنشطة البحث والتطوير، كما تختلف المعرفة في نفس الوقت عن السلع الاقتصادية الأخرى بسبب إمكانية نموها الغير محدودة، إذ يمكن إعادة استخدام المعرفة أو الابتكار بدون تكلفة إضافية، وهو ما

¹ جبهة شناعة، مرجع سبق ذكره 2018، ص 229.

² نفس المرجع السابق، ص 230.

يعني تحقيق الاستثمار في خلق المعرفة لنمو اقتصادي مستديم، أضاف إلى ذلك إمكانية خلق المعرفة لفوائد غير مباشرة للمشروعات الأخرى بمجرد حصولها عليها، رغم هذا فشلت الأسواق في إنتاج ما يكفي من المعرفة نظرا لعدم حصول الأفراد على جميع المكاسب المرتبطة بخلق معرفة جديدة من خلال استثماراتهم الخاصة، وهو ما يعني ضرورة تدخل الدولة من خلال سياساتها الاقتصادية من أجل التأثير على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، فنماذج النمو الجديدة تعزز دور الحكومة والسياسات العامة في الاستثمارات التكميلية الخاصة بتكوين رأس المال البشري وتشجيع الاستثمارات الخاصة الأجنبية في الصناعات كثيفة المعرفة مثل برامج الكمبيوتر والاتصالات السلكية واللاسلكية¹.

على الرغم من أن نظرية النمو الداخلية تساعد في تفسير الاختلاف في معدلات النمو لمختلف دول العالم، إلا أنها تعرضت لمجموعة من الانتقادات بسبب تجاهلها لأهمية الهياكل الاجتماعية والمؤسسية، بالإضافة لمحدودية قابلية تطبيق افتراضاتها، فعلى سبيل المثال نجد أنها تتعامل مع الاقتصاد الوطني على أنه مشروع واحد ولا تسمح بإعادة توزيع العمل ورأس المال داخل الاقتصاد من خلال عملية التغيير الهيكلي، وعلاوة على ذلك نجد أن هناك العديد من العوامل الأخرى التي توفر حوافز للنمو الاقتصادي تفقر إليها البلدان النامية مثل ضعف البنية التحتية، وعدم كفاءة الهياكل المؤسسية وأسواق رأس المال وأسواق السلع، لذلك سيحتاج صانعو السياسة في هذه البلدان إلى إيلاء اهتمام دقيق لجميع العوامل التي تحدد هذه المتغيرات وتأثيراتها على معدل النمو الاقتصادي².

المبحث الثالث: محددات النمو الاقتصادي ومؤشرات قياسه

تثير مشكلة النمو الاقتصادي مسألة القوى المحركة له، إذ تعتبر بعض المتغيرات الاقتصادية عوامل أساسية في العملية الإنتاجية وتساهم بشكل مباشر في تحقيق النمو، في حين تؤثر متغيرات أخرى بشكل غير مباشر في النمو الاقتصادي، من خلال تأثيرها على عوامل الإنتاج، حيث ساهمت نظريات النمو والدراسات الحديثة المتعلقة بهذا المجال في إبراز متغيرات عديدة تساهم ولو بالقدر القليل في تحديد معدل النمو الاقتصادي المحقق.

¹ Giang Dang, Low Sui Pheng, op-cit, p 21.

² Idem.

المطلب الأول: العوامل المحددة للنمو الاقتصادي

حدد الاقتصاد الكلاسيكي الحديث في النصف الأول من القرن العشرين ثلاثة عوامل للنمو الاقتصادي هي الأرض، رأس المال، العمل، حيث كان هذا كافياً لشرح أسباب النمو الاقتصادي في البلدان الرأسمالية، فكلما استخدمت هذه العوامل زاد النمو الاقتصادي، كما أشار "سولو" Solow في عام 1957 إلى التقدم التكنولوجي كمصدر للنمو في الاقتصاد الأمريكي، ومن ناحية أخرى ميز الأستاذ "سالا مارتين" Sala-i-Martin في عام 2001 ثلاث عوامل تساهم في تحديد النمو الاقتصادي هي تراكم رأس المال المادي والبشري والتعليم، تنوع المؤسسات ومدى ملائمتها للاقتصاد، حرية حركة رأس المال والتكنولوجيا والأفكار والاستثمار الأجنبي والتدفق الحر للمعلومات، فمن خلال هذه الآراء يمكن ملاحظة الخلاف في تحديد عوامل النمو، حيث أشار "مارتين" إلى عدة عوامل في حين ضيق "سولو" المشكلة على التطوير التكنولوجي¹.

أولاً: عوامل النمو الاقتصادي

بشكل عام توجد عوامل يجب توفرها عند مباشرة عملية النمو الاقتصادي، كما يمكن إضافة بعض العوامل التحفيزية للعملية التنموية.

1- العوامل الأساسية للنمو الاقتصادي

وهي عوامل تلازم المخططين ومنفذي العملية التنموية باستمرار وهي²:

- **العمل:** والذي يعد العنصر المحوري في عوامل الإنتاج، ويتوفر هذا العامل بشكل كبير في البلدان النامية إلا أن عدم الاستغلال الأمثل له خفض من مستوى الإنتاج، ويرتبط العمل بتراكم رأس المال البشري المرتبط بدوره بمستوى التعليم والتدريب والكفاءة، فالكفاءة والخبرة شرطان لابد منهما لكي تستطيع العمالة التعامل مع طرق ووسائل الإنتاج الحديثة، ويتوزع العمل بين العمل المادي والمتمثل في أعداد العاملين المشكلين لعرض العمل، والقدرات الإدارية والتنظيمية والمتمثلة في المجموعة التي تعمل على تنظيم استخدام عنصر العمل؛

¹ Lukasz Pietak, *op-cit*, p p 45-46.

² أنظر:

- وسام درويش مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص ص 23-24؛
- محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 87-88؛
- مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية: نظريات وسياسات وموضوعات، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص ص 134-143.

- **رأس المال:** يمكن تعريف رأس المال على أنه ثروة تستخدم لإنتاج المزيد من الثروة، والقصد هنا وسائل الانتاج المناسبة كما ونوعا، ويعتمد عرض رأس المال على مستوى الادخار الذي يشكل الفرق بين الدخل والانفاق، إذ يتطلب زيادة رأس المال المادي ضرورة زيادة معدلات الادخار والتخلي عن بعض الاستهلاك الحالي من أجل إنتاج السلع الرأسمالية التي تسمح باستهلاك مستقبلي أكبر، ويمكن أن نميز بين نوعين من رأس المال، هما رأس المال المالي والذي يمثل الأموال السائلة التي توجه لشراء الأسهم والسندات أو تقرر للبنوك من أجل استخدامها في تمويل العملية الإنتاجية، ورأس المال المادي الذي يتكون من رأس المال الثابت والمتمثل في المصانع والمباني والمعدات...، ورأس المال المتداول والمتمثل في المواد الأولية والسلع الوسيطة والنهائية...، بالإضافة إلى نوع آخر من رأس المال يدعى رأس المال الاجتماعي وهو ما يعرف بالبنى التحتية؛

- **التطور التكنولوجي،** هناك العديد من التعريفات لمفهوم التكنولوجيا، ورغم الاختلاف الجزئي أو اللفظي أحيانا فيما بينها فإنها تتفق على أن التكنولوجيا تعني باختصار "معرفة كيفية القيام بالإنتاج"، وبطبيعة الحال فإن هذه المعرفة الفنية تستند على المعرفة العلمية التي تستند على النظرية العلمية وعلى التجارب (التعلم بالممارسة) التي ترفع من قدرة المجتمع على تطوير أساليب أفضل للعملية الإنتاجية، فعوامل الانتاج (العمل ورأس المال) بحاجة إلى انواع عديدة من التكنولوجيا لكي تنتج العديد من السلع والخدمات، ففي الدراسة التي قام بها "دينسون Denison"، وجد بأن عاملي العمل ورأس المال قد ساهما في نصف النمو الاقتصادي المحقق في الولايات المتحدة الأمريكية وأن النصف المتبقي يعود لتحسن تكنولوجيا الإنتاج والإدارة والتنظيم، كما أن النمو المحقق في بريطانيا خلال الثورة الصناعية كان سببه الرئيسي التطور التكنولوجي لقاء دور ثانوي لتراكم رأس المال؛

- **الموارد الطبيعية،** تعرف الموارد الطبيعية بأنها العناصر الأصلية التي تمثل هبات الأرض الطبيعية، كما تعرفها الأمم المتحدة على انها أي شيء يجده الإنسان في بيئته الطبيعية ويمكن أن ينتفع به، ويساهم توافر الموارد الطبيعية بصورة فعالة في تحقيق النمو الاقتصادي، إلا أن هذا لا يعتبر شرطا ضروريا، إذ يعد هذا العنصر من العوامل المساعدة، فهناك من الدول التي لا تمتلك الثروات الطبيعية لكنها عملاق اقتصادي كاليابان، بينما معظم الدول العربية تضم كميات هائلة من الثروات الطبيعية لكنها مازالت نامية.

2- العوامل المحفزة للنمو الاقتصادي

يمكن إضافة بعض العوامل التحفيزية للعملية التنموية نوجزها فيما يلي¹:

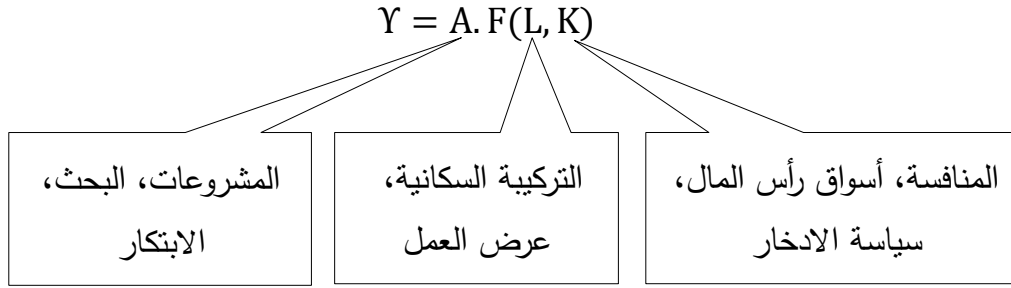
- **الربح والطلب:** تعتبر المشروعات المساهم الرئيسي في معدل النمو الاقتصادي المحقق من خلال الزيادة في حجم انتاجها، ويتطلب هذا الأخير (زيادة الإنتاج) زيادة في حجم الاستثمارات والذي يتوقف بدوره على تحقيق الأرباح في السنوات السابقة أو الحصول على تمويل من خارج المشروع، وبالمقابل تتطلب هذه الزيادة في الإنتاج زيادة مقابلة لها في حجم الطلب سواء كان داخلي أو خارجي مع وجود فرص لتحقيق الأرباح؛
- **النمو الاقتصادي السابق (النمو يحقق النمو):** يعتمد تحقيق النمو الاقتصادي بشكل كبير على وجود فرص لتحقيق الأرباح ووجود طلب يمتص حجم الزيادة في الإنتاج، وهذان العاملان (الربح والطلب) يعتمدان بدورهما على النمو الاقتصادي المحقق سابقا مما يشكل لنا "دائرة فاضلة virtuous circle"، أي أن النمو يولد النمو ويجعل منه ظاهرة تراكمية؛
- **الاعتماد على النمو الواسع أو النمو المكثف:** فالنمو الاقتصادي يعتمد على كيفية استخدام عوامل الإنتاج في العملية الإنتاجية، حيث نميز في هذا الإطار بين النمو الواسع وهو المُحقق نتيجة استخدام عدد كبير من عوامل الإنتاج، والنمو المكثف وهو المُحقق نتيجة زيادة إنتاجية عوامل الإنتاج، والتي تتجسد عن طريق استخدام التطور التكنولوجي (الأتمتة على سبيل المثال) وتنظيم أفضل للعمل.

ثانيا: المحددات الحديثة للنمو الاقتصادي

يساهم رأس المال، العمل والتطور التكنولوجي بشكل مباشر في تحديد معدل النمو الاقتصادي، كما تساهم متغيرات كلية أخرى في تحديد معدل النمو الاقتصادي بشكل غير مباشر من خلال التأثير على العوامل الأساسية المحددة للنمو، فالأسواق المالية مثلا تساعد على الرفع من مخزون رأس المال من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار مما يؤدي في النهاية إلى الرفع من حجم الناتج المحلي الإجمالي.

¹ Marc Montoussé, Dominique Chamblay, OP-Cit, p p 18-19.

الشكل رقم (1-1): المحددات غير المباشرة للنمو الاقتصادي



Source : Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, OP-cit, p 495.

وقد ساهمت بعض الدراسات الحديثة في إبراز مجموعة من المحددات الغير مباشرة للنمو الاقتصادي نوجز أهمها في ما يلي:

1- رأس المال البشري

يلعب رأس المال البشري الذي يقاس بمعدلات التحصيل المدرسي دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي، وخاصة في مرحلة التعليم الثانوي والتعليم العالي أين يكون تأثيره أقوى، إذ تزيد سنة إضافية من التعليم في هذه المراحل في معدل النمو الاقتصادي بنسبة 1,2% سنويا في المتوسط، ويمر هذا التأثير بالكامل تقريبا من خلال تحسين جودة رأس المال البشري وليس من خلال نسبة الاستثمار¹.

وقد أكدت نظرية النمو الداخلي في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات على الارتباط الوثيق بين التعليم والنمو، كما أظهرت النظرية النيوكلاسيكية أن زيادة رصيد رأس المال البشري بمرة واحدة يؤدي إلى ارتفاع في معدل النمو الاقتصادي بمرة واحدة أيضا، كما نظر رومر إلى رأس المال البشري كعامل مساعد للبحث والتطوير، أما لوكاس فيعتبره كعامل من عوامل الإنتاج (مثل رأس المال والعمالة غير الماهرة)، فتراكم المعرفة لدى الأفراد سواء بالتحصيل المدرسي أو عن طريق التعلم بالممارسة، يدعم إنتاجية عنصري العمل ورأس المال، اللذان يعتبران القوة الدافعة للنمو الاقتصادي²، وقد أبانت دراسة "ميلميستر وروشات Meulemeester & Rochat" عن وجود علاقة سببية جرّانجر من التعليم العالي إلى التنمية الاقتصادية في كل من اليابان، المملكة المتحدة، فرنسا والسويد، كما أشارت دراسة "أستيريو وأجيوميرجياناكيس Asteriou & Agiomirgianakis" إلى وجود

¹ M.S. Oosterbaan & all, The Determinants of Economic Growth, Springer Sci-ence + Business Media, 1st edition, New York, USA, 2000, p 5.

² Daniel Stefan Armeanu & all, Empirical Study towards the Drivers of Sustainable Economic Growth in EU-28 Countries, Sustainability, vol 10, Number 1, Switzerland: Molecular Diversity Preservation International MDPI, 2018, p 3.

علاقة إيجابية طويلة الأجل بين معدلات الالتحاق بالتعليم الابتدائي والثانوي والعالي والنتائج المحلي الإجمالي للفرد في اليونان¹.

2- المشروعات

تشير انتاجية عوامل الانتاج بشكل عام إلى كل ما يساهم في رفع كفاءة عنصري العمل ورأس المال، وقد ارتبط نموها بشكل رئيسي بالتقدم التكنولوجي، ويمثل النظام القانوني والاجتماعي والقواعد التنظيمية للأنشطة الإنتاجية_ والتي يمكن تصنيفها ضمن مصطلح عام "المشروعات" _ من أهم محددات التقدم التكنولوجي، وقد عرف "نورث North" الحائز على جائزة نوبل سنة 1993 المشروعات بأنها "قواعد اللعبة في المنظمة، أو القيود التي فرضها الأشخاص لتحكم التفاعلات بين الأشخاص"².

وقد بحث الاقتصاديون بانتظام منذ أواخر التسعينيات العلاقة بين المشروعات والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل، حيث بينت دراسة لـ"لابورتا La Porta وآخرون" حول دور التقليد القانوني في تحقيق النمو الاقتصادي، أن دولا مثل فرنسا ومستعمراتها السابقة والتي تعتمد القانون المدني الموروث عن القانون الروماني والذي يعيق روح المبادرة ويخلق مشروعات اقتصادية أقل مرونة، سوف يعمل على تباطؤ الاقتصاد، وعلى العكس من ذلك، فإن دولا مثل المملكة المتحدة ومستعمراتها السابقة التي تعتمد على الاجتهاد القانوني، سوف تكتسب مشروعات أكثر مرونة وحماية أفضل لحقوق الملكية الفكرية مما يعمل على تسارع الاقتصاد وتحقيق التنمية³.

3- الانفتاح التجاري

تطورت نظريات النمو ونظريات الانفتاح كل على حدى، ف نماذج الانفتاح نادرا ما أخذت النمو الاقتصادي بعين الاعتبار، كما تم بناء نماذج النمو في اقتصادات مغلقة، ولم يتم دراسة العلاقة بين النمو والانفتاح بشكل منهجي من قبل علماء النظريات، إلا أن بعض الدراسات الحديثة توصلت إلى وجود علاقة قوية بين النمو الاقتصادي والانفتاح التجاري⁴.

وتشير الدلائل العملية إلى أن الانفتاح لا يشجع النمو فحسب، بل يؤدي أيضا حدوث تقارب بين الدول الغنية والفقيرة، ففي الاقتصادات المفتوحة تنمو الدول الأكثر فقرا بشكل أسرع من الدول الغنية،

¹ Idem.

² Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, Politique économique, éditions De Boeck, 2^e édition, Bruxelles, France, 2010, p 488.

³ Ibid, p 489.

⁴ Ibid, p 482.

بينما لا يوجد مثل هذا الاتجاه بين الاقتصادات المغلقة، ورغم ذلك نجد أن البلدان الفقيرة غالبا ما تكون ضمن فئة الاقتصادات المغلقة¹.

4- البنية التحتية

تؤدي البنية التحتية دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال ربط الأسواق وتوفير طرق السلع والعمال، فوفقا للمنتدى الاقتصادي العالمي يعتبر وجود بنية تحتية أكبر وأكثر فاعلية أمرا لتنشيط الاقتصاد، فهي تتيح أساليب النقل الفعالة للمقاولين لإيصال سلعهم وخدماتهم إلى السوق، تساعد على نقل العمال إلى الوظائف الأكثر ملاءمة لمؤهلاتهم، أضف إلى ذلك أن شبكات الاتصالات القوية تتيح التدفق السريع للمعلومات، مما يعزز الكفاءة الاقتصادية الكلية².

وفي هذا الإطار كشفت دراسة "مارازو وآخرون Marazzo & all" على أن التغير الإيجابي لشبكة الطرق بمسافة كيلومتر واحد يسبب تغير إيجابي في الناتج المحلي الإجمالي، بينما كشفت دراسة "برادهان وباجشي Pradhan & Bagchi" عن وجود سببية ثنائية الاتجاه بين النقل البري والنمو الاقتصادي في الهند، ووفقا لدراسة "هو وآخرون Hu & all" تؤدي الزيادة بنسبة 1% في حركة المسافرين جوا إلى زيادة بنسبة 0,943% في الناتج المحلي الإجمالي³.

5- الأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية في اقتصادات السوق وظيفتين أساسيتين تتمثلان في إدارة أنظمة الدفع والوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين، ويؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى إضعاف قيمة العملة ليس فقط من حيث كونها مخزن للقيمة ولكن أيضا كوسيلة للدفع، وهو ما يدفع المجتمعات في الغالب إلى التحول نحو طرق بديلة للدفع كالمقايضة أو العملات الأجنبية، وبالتالي تجاوز النظام المالي المحلي، كما قد يسبب الضغط الائتماني تبعات أخرى إذا اختار المتعاملون الاقتصاديون الاحتفاظ بأرصدة نقدية أصغر بسبب ارتفاع التكاليف، وقد تؤدي حالات الشح الائتماني بدورها إلى عدد أكبر من حالات الإفلاس وانخفاض في مستويات الإنتاج⁴.

قام العديد من الاقتصاديين في فترة التسعينات بتركيز أبحاثهم على دراسة العلاقة بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، ومن أهم هذه الدراسات نجد دراسة كل من "كينج وليفين King & Levine" سنة 1993 ودراسة "لوزايا، ليفين وبيك Loayza, Levine & Beck" سنة 1999 ووصلوا

¹ M.S. Oosterbaan & all, OP-cit, p 6.

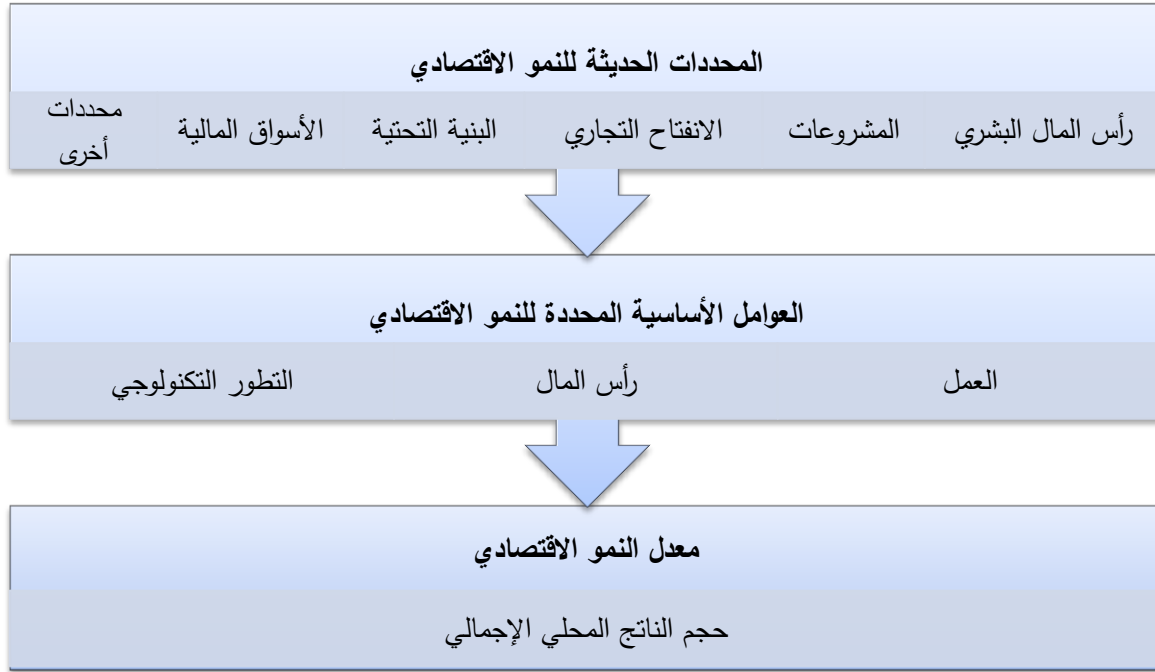
² Daniel Stefan Armeanu & all, Op-cit, p 5.

³ Idem.

⁴ M.S. Oosterbaan & all, OP-cit, p 8.

إلى وجود علاقة إيجابية بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، حيث يعمل تطور السوق المالي _الذي يمر في الغالب عبر التحرير المالي_ على زيادة تنويع المنتجات المالية ويساهم في دخول رؤوس الأموال الأجنبية، مما يؤدي إلى الرفع من أداء المشروعات وبالتالي الرفع من درجة الأداء الاقتصادي للبلد¹.

الشكل رقم (1-2): محددات النمو الاقتصادي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات السابقة.

المطلب الثاني: آلية تحديد معدل النمو الاقتصادي

سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على الآلية التي تعمل من خلالها عوامل الإنتاج الأساسية والمتمثلة في العمل، رأس المال والتطور التكنولوجي على تحديد معدل النمو الاقتصادي.

أولاً: أثر دالة الإنتاج على النمو الاقتصادي

مصطلح دالة الإنتاج جاء من التحليل النيوكلاسيكي الذي يعتبر أن مستوى الإنتاج يعتمد على كمية وإنتاجية عوامل الإنتاج (المدخلات inputs) والمتمثلة في العمل ورأس المال، وتفترض هذه الدالة أن غلة عوامل الإنتاج متناقصة، وأن عاملي الإنتاج (العمل ورأس المال) بديلين تامين لبعضهما، وعليه يمكن على الدوام اختيار مزيج إنتاجي آخر يختلف من حيث كثافة رأس المال، وقد صاغ "جيمس كوب James

¹ بدروي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 67.

Cobb و"بول دوغلاس Paul Douglas" دالة الإنتاج الشهيرة والمستوحاة من الفكر النيوكلاسيكي في عام 1928 (ومن هنا جاء اسم كوب-دوغلاس) والمتمثلة فيما يلي¹:

$$Y=f(K,L) \text{ \& } Q=K^{\alpha} \times L^{1-\alpha} \dots\dots\dots(1-6)$$

Y يمثل حجم الإنتاج L يمثل مقدار العمل و K يمثل مقدار رأس المال.

α و $1-\alpha$ متغيرين حيث: $\alpha+(1-\alpha)=1$ & $0<\alpha<1$

تعبّر قيم α و $(1-\alpha)$ عن الكثافة الرأسمالية للمزيج الإنتاجي.

لنفترض أن عدد العمال وحجم رأس المال قد تضاعف في الاقتصاد، فمن المفروض أن حجم الإنتاج سيرتفع إلى الضعف تقريباً، فمن الناحية العملية سيتم استنساخ كمية الإنتاج الإضافية من قبل عوامل الإنتاج المضافة (العمل ورأس المال) بنفس الطريقة الأصلية، حيث تسمى هذه الخاصية بـ "غلة الحجم المستقرة" والتي تعني أن مضاعفة عوامل الإنتاج سوف يؤدي إلى مضاعفة الإنتاج²:

$$2Y=F(2K,2L) \dots\dots\dots(1-7)$$

وبشكل عام لكل قيمة x:

$$xY=F(xK,xL) \dots\dots\dots(1-8)$$

غلة الحجم تتعلق بأثر زيادة رأس المال والعمل في نفس الوقت على الإنتاج، فزيادة كمية معينة من عامل رأس المال سوف تؤدي إلى زيادة في حجم الإنتاج، والزيادات الإضافية بنفس الكمية السابقة من عامل رأس المال على مراحل متتالية سوف تؤدي إلى زيادات أقل شيئاً فشيئاً في حجم الإنتاج، توصف هذه الخاصية بـ "غلة رأس المال المتناقصة" والتي تنطبق على بقية المدخلات (inputs)، فالزيادة المتتالية في حجم العمل عند مستوى معين من رأس المال سوف يؤدي إلى زيادات أقل شيئاً فشيئاً في حجم الإنتاج، ونقول أن هناك أيضاً "غلة عمل متناقصة"³.

ثانياً: أثر التطور التكنولوجي على النمو الاقتصادي

تصف دالة الإنتاج كوب-دوغلاس حالة التوازن ولكنها تبدو غير قادرة على تفسير مدى النمو، وهو ما أشار إليه "روبرت م. سولو Robert M. Solow" بضرورة إضافة عامل ثالث لعوامل الإنتاج يمثل البواقي في دالة كوب-دوغلاس في شكل عامل الوقت الذي يعبر عن التطور التكنولوجي، وقد توصل "جون جاك كاري Jean-Jacques Carré" و"بول دوبوا Paul Dubois" و"إدموند مالينفود

¹ Marc Montoussé, OP-Cit, p p 66-67.

² Olivier Blanchard et d'autres, Macroéconomie, éditions pearson, 6^e édition, Montreuil, France, 2013, p 59.

³ Ibid, p 60.

Edmond Malinvaud إلى نفس النتيجة التي توصل إليها "سولو" في دراسة أجروها على الاقتصاد الفرنسي، الذي بلغ فيه متوسط معدل النمو السنوي للإنتاج 5% بين عامي 1951 و 1969 ؛ حيث يفسر يفسر نمو حجم العمل ورأس المال 2,6% فقط من الـ 5%¹.

بالعودة إلى دالة الإنتاج وبإضافة عامل الزمن نجد أن حجم الإنتاج Y_t يرتبط بعوامل الإنتاج المتمثلة المتمثلة في رأس المال K_t والعمل L_t بالإضافة إلى A_t الذي يمثل الانتاجية الاجمالية لعوامل الإنتاج، التي تعبر عن تأثير التطور التكنولوجي على إنتاجية رأس المال والعمل، فإذا كانت الدالة F لها عوائد ثابتة، فإن زيادة انتاجية عوامل الإنتاج بنسبة 5% تعادل زيادة بنفس النسبة في حجم عوامل الإنتاج المتمثلة في رأس المال والعمل، حيث تكتب دالة الإنتاج بالمعادلة التالية²:

$$Y_t = A_t F(K_t, L_t) \dots\dots\dots(1-9)$$

وبقسمة طرفي المعادلة على L نجد:

$$\frac{Y_t}{L_t} = \frac{A_t}{L_t} F\left(\frac{K_t}{L_t}, \frac{L_t}{L_t}\right) = \frac{A_t}{L_t} F\left(\frac{K_t}{L_t}, 1\right) \dots\dots\dots(1-10)$$

ووفق المعادلة رقم (1-10)، تتوقف الزيادة في حجم الإنتاج لكل عامل (انتاجية العمل) على الانتاجية الاجمالية لعوامل الإنتاج A_t/L_t وتغير حجم رأس المال لكل عامل K_t/L_t ، والذي يقيس كثافة رأس المال في العملية الإنتاجية، إذ يعد هذا التحلل أداة قوية لفهم النمو، حيث يمكن أن يحدث نمو حجم الإنتاج إما من خلال مضاعف انتاجية عوامل الإنتاج أو من خلال زيادة كثافة رأس المال (أي احلال رأس المال للعمل في العملية الإنتاجية)³.

المطلب الثالث: مؤشرات قياس النمو الاقتصادي

يتطلب تحقيق النمو الاقتصادي الزيادة في حجم الإنتاج والذي يتحول عند بيعه إلى دخل، وعليه فإن قياس النمو الاقتصادي يتعلق أساسا بقياس حجم الإنتاج أو الدخل، اللذين يتم حسابهما من خلال مجموعة من المؤشرات.

أولا: أهم المؤشرات المعبرة عن النمو الاقتصادي

يستخدم الباحثون أنواع مختلفة من المؤشرات للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي المحقق من أهمها نذكر:

¹ Marc Montoussé, OP-Cit, p 68.

² Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, OP-Cit, p 453.

³ Ibid, p 457.

1- الناتج المحلي الإجمالي والناتج الوطني الإجمالي

يمثل الناتج المحلي الإجمالي القيمة الإجمالية للمخرجات النهائية لجميع السلع والخدمات خلال سنة واحدة داخل حدود البلد، أما الناتج الوطني الإجمالي فهو عبارة عن الناتج المحلي مضافا إليه الدخل الذي يتلقاه الأفراد المقيمين في البلد من الخارج مطروحا منه الدخل المحول لغير المقيمين¹.

أ- الناتج المحلي الإجمالي (GDP)

يقيس قيمة الثروة المنبثقة عن عوامل الإنتاج المقيمة في الأراضي الوطنية بغض النظر عن جنسيتهم، وذلك من خلال جمع القيم المضافة التي تم إنشاؤها في الاقتصاد، حيث تمثل القيمة المضافة المساهمة الإنتاجية للمشروع الاستثماري والتي يتم قياسها بحساب الفرق بين قيمة الإنتاج النهائي وقيمة السلع والخدمات المستخدمة في العملية الإنتاجية (الاستهلاكات الوسيطة)، فحساب مجموع القيم المضافة يجنبنا حساب نفس المنتج عدة مرات².

الناتج المحلي الإجمالي = المجموع الخام للقيم المضافة + الضريبة على القيمة المضافة + الرسوم الجمركية - إعانات الاستيراد.

الناتج المحلي الإجمالي = الناتج المحلي الإجمالي الغير مُسوق + الناتج المحلي الإجمالي المُسوق
ويمثل الناتج المحلي الإجمالي الغير مُسوق القيم المضافة للإدارات العمومية (الدولة) أو الخاصة (مثل الجمعيات)، والتي تقدم خدمات مجانية أو شبه مجانية (بمبلغ رمزي) للمجتمع، أما الناتج المحلي الإجمالي المُسوق فيضم فقط القيم المضافة التي تقدمها فروع السوق من جميع المتعاملين باستثناء الهيئات الإدارية³.

ب- الناتج الوطني الإجمالي (GNP)

يقيس مجموع دخل عوامل الإنتاج المقيمة في البلد بغض النظر عن مكان نشاطهم الاقتصادي سواء كان داخل البلد أو خارجها، وهو أقل استخداما من الناتج المحلي الإجمالي⁴.

الناتج الوطني الإجمالي = الناتج المحلي الإجمالي + دخل عوامل الإنتاج المحصل من بقية دول العالم - دخل عوامل الإنتاج المدفوع إلى بقية دول العالم.

¹ Tatyana P. Soubotina, Op-cit, p 12.

² Marc Montoussé, Dominique Chamblay, Op-cit, p 78.

³ Idem.

⁴ Idem.

نظريا يجب أن يتساوى GDP مع GNP، فنفقات شخص ما هي إلا دخل شخص آخر، إذ يجب أن تتساوى مجموع النفقات مع مجموع الدخل، فعندما يتم احتساب النفقات المقدمة أو الدخل المحصلة من قبل مواطني الدولة في معاملاتهم مع الدول الأجنبية تكون النتيجة هي GNP، وعندما تُستثنى هذه النفقات أو الدخل تكون النتيجة هي GDP، إلا أننا قد نجد أن GNP أقل بكثير من GDP إذا كان جزء كبير من الدخل المحصل داخل بلد ما يتدفق إلى أشخاص أو مشروعات أجنبية، مثل أن يكون لمواطني أو مشروعات بلد ما كميات كبيرة من أسهم وسندات مشروعات أو حكومات بلدان أخرى وحصلوا على دخل منهم، في هذه الحالة يكون GNP أكبر من GDP، فعلى سبيل المثال كان GNP لسنة 1994 في شيلي أقل بنسبة 5% من GDP، وفي المملكة العربية السعودية GNP تجاوز GDP في نفس السنة بنسبة 7%، ولكن لا تختلف هذه المؤشرات الإحصائية بالنسبة لمعظم البلدان إلا بشكل ضئيل¹.

2- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP Per Capita)

يمكن أن يكون GDP و GNP بمثابة مؤشرات لقياس حجم اقتصاد البلد، ولكن للحكم على مستوى التنمية الاقتصادية لأي بلد يجب تقسيم هذه المؤشرات على عدد السكان، إذ يبين لنا GDP Per Capita، الكمية التقريبية للسلع والخدمات التي يمكن لكل شخص شراؤها خلال السنة، إذا تم تقسيم الدخل بالتساوي، حيث يسمى المؤشر في هذه الحالة بنصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي (GDP Per Capita)².

يقيس GDP Per Capita حجم إنتاج الفرد في بلد ما ويقاس GDP Per Capita دخل الفرد المقيم في البلد، وقد يختلف هذان المؤشران اختلافا كبيرا عندما يحصل الأفراد المقيمون على دخل من رأس المال أو العمل من خارج حدود البلد (وبالخصوص مدخرات المهاجرين)، أو عندما يستفيدون من المساعدات المالية الدولية، ويعتبر GDP Per Capita مؤشر مناسب لقياس متوسط مستوى المعيشة، لأنه يمثل القيمة المضافة التي تم خلقها داخل البلد، والتي يتم توزيعها بعد ذلك على نحو منصف بشكل أو بآخر³.

¹ Tatyana P. Soubotina, OP-Cit, p 13.

² Idem.

³ Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, Op-cit, p 439.

3- الدخل الوطني والدخل الفردي

الناتج المحلي الإجمالي هو مجموع الدخل الموزع في اقتصاد البلد خلال فترة زمنية معينة، ولقد تطرقنا للناتج المحلي الإجمالي من زاوية الإنتاج، كما يمكننا التطرق إليه من جانب الدخل، حيث الدخل المتاح بعد خصم الاستهلاكات الوسيطة فيما يلي¹:

- جزء من هذا الدخل تجمعه الدولة على شكل ضرائب على المبيعات (ضرائب غير مباشرة)؛
 - يوزع جزء آخر في تسديد أجور العمال، ويسمى هذا الجزء بدخل العمل؛
 - الجزء المتبقي يذهب إلى خزائن المشروعات، ويسمى بدخل رأس المال.
- وعليه فإن القيمة المضافة من زاوية الدخل هي مجموع الضرائب الغير مباشرة ودخل رأس المال والعمل.

وتتمثل أهم المؤشرات المستخدمة في هذا الإطار فيما يلي²:

- **الدخل الوطني**: يتحول الإنتاج عند بيعه إلى دخل مما يجعل من عملية قياس الدخل الوطني بمثابة قياس لحجم الإنتاج بشكل غير مباشر، ويمثل الدخل الوطني بأسعار السوق الناتج الوطني الإجمالي مخصوماً منه الاهتلاكات، أي أنه يمثل الإنفاق المخصص لإعادة بناء رأس المال المستهلك والمتقادم جراء العملية الإنتاجية، والذي يتوافق مع قيمة رأس المال الذي سيتم إنشاؤه مستقبلاً؛
- **الدخل الفردي**: تكمن أهمية قياس الدخل الفردي في معرفة العلاقة بين نمو الانتاج وتطور السكان، ويعتبر هذا المؤشر مقياس عيني للنمو، أي يقيس النمو المحقق على مستوى كل فرد من حيث زيادة ما ينفقه، كما يمكن أيضاً قياس النمو من خلال قياس القدرة الشرائية لدولار واحد في بلد ما مثلاً ومقارنته بالقدرة الشرائية لنفس المقدار أي دولار واحد ببقية الدول، ومن ثم ترتيب الدول الأكثر نمواً وفق أكبر قدرة شرائية.

ثانياً: آلية حساب معدل النمو الاقتصادي

باعتبار النمو الاقتصادي ظاهرة كمية في الأساس فإن دراسته تثير مشاكل في القياس، إذ يعد من الضروري أولاً اختيار مؤشر يفسر الجهد الإنتاجي للبلد، حيث يستخدم على العموم GDP أو GNP لقياس الكمية الإجمالية للسلع والخدمات المنتجة في الاقتصاد خلال فترة محاسبية، والتي

¹ Olivier Blanchard et d'autres, OP-Cit, p 25.

² Marc Montoussé, Dominique Chamblay, OP-Cit, p 79.

تكون في معظم الأحيان سنة¹، وتتطلب عملية حساب معدل النمو الاقتصادي باستخدام أحد المؤشرات المعبرة عنه الالتزام بما يلي:

1- تقييم معدل النمو الاقتصادي بالأسعار الثابتة

يتم تقييم GDP (أو GNP) بواسطة العملة النقدية، وبالتالي فمن الواجب النظر فيما إذا تم تصحيح الآثار التضخمية للنقد أم لا، كما تتطلب المقارنات الدولية أن يتم تقييمهما بنفس العملة النقدية والتي تكون في الغالب الدولار الأمريكي وفقا لسعر صرف السوق*، ومع ذلك فإذا اعتبرنا أن تكاليف المعيشة غير متساوية من بلد إلى آخر، فمن الأفضل استخدام سعر الصرف الحقيقي المحسوب بأسلوب تعادل القوة الشرائية** (Purchasing power parity PPP)².

وقد يكون الفرق جوهريا بين الأرقام المتحصل عليها عند احتساب GDP (أو GNP) بأسلوبي تعادل القوة الشرائية وبسعر الصرف المعمول به، فعندما نأخذ مثال المقارنة بين الهند والولايات المتحدة الأمريكية نجد أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة يفوق بنحو 14 مرة مثيله في الهند عند اعتماد أرقام تعادل القوة الشرائية، بينما يصل إلى 36 مرة عند اعتماد أرقام سعر صرف السوق، وإذا نظرنا إلى ترتيب الدول الغنية لسنة 2010 حسب نصيب الفرد من الناتج نجد أن قيمة هذا الأخير في الولايات المتحدة تمثل 115% من قيمته في ألمانيا عند اعتماد أرقام سعر الصرف و129% عند اعتماد أرقام تعادل القوة الشرائية، فمع أرقام تعادل القوة الشرائية نجد أن الولايات المتحدة الأمريكية تحتل المرتبة الأولى في العالم³.

يتم التعبير عن GDP (أو GNP) الإسمي بالأسعار الجارية، ففي أوقات التضخم لا ينمو الناتج الإسمي بسبب خلق الثروة فقط، بل ينمو أيضا بسبب ارتفاع الأسعار، كما يُعبر عن GDP (أو GNP) الحقيقي بالأسعار الثابتة والتي تمثل في الغالب أسعار السنة الأولى خلال فترة معينة، حيث تعتبر هذه

¹ Abdeljabbar Bsais, OP-Cit, p 4.

* يتم تقييم الناتج المحلي الإجمالي وفقا لسعر صرف السوق من خلال تقييمه بالعملة المحلية ثم يتم تحويل القيمة المحسوبة إلى الدولار الأمريكي وفق سعر الصرف السائد في السوق الدولية إما باستخدام السعر في نهاية الفترة أو متوسط السعر خلال الفترة.

** يتم تقييم الناتج المحلي الإجمالي حسب تعادل القوة الشرائية باستخدام سعر الصرف الذي يمكن من خلاله تحويل مبلغ من العملة المحلية إلى الدولار الأمريكي لشراء نفس السلة من السلع والخدمات من السوقين الأمريكي والمحلي.

² Marc Montoussé, Dominique Chamblay, p p 78-79.

³ Olivier Blanchard et d'autres, Op-cit, p 48.

السنة سنة الأساس، ويكون في هذه الحالة خالي من الآثار التضخمية، ويصبح نموه بسبب خلق الثروة فقط¹.

ولحساب التغيير الحاصل في الكميات فقط والمُعبر عن خلق الثروة الحقيقية، فإننا نقيس الإنتاج بالأسعار الثابتة، فنختار سنة مرجعية عادة ما تكون السنة الأولى، ونُقيّم الكميات مع أسعار سنة للسنوات المختلفة، فحساب GDP بالأسعار الجارية (من دون تحديد أثر التغيير الحاصل في الأسعار) يكون من خلال العلاقة التالية²:

$$GDP_j = \sum_{i=1}^n p_{ij} \cdot q_{ij} \dots (1-11)$$

حيث q_{ij} هي كمية المنتجات i في السنة j ، n عدد المنتجات، p_{ij} هي سعر المنتجات i في السنة j ، GDP_j قيمة الناتج المحلي الإجمالي في السنة j بالأسعار الجارية. ومن أجل تحديد تأثير الأسعار وتسجيل التغيير الفعلي في حجم الاقتصاد، نقوم بحساب GDP بالأسعار الثابتة من خلال تقييم الكميات المنتجة على مدار السنوات المختلفة بأسعار سنة الأساس، وفق العلاقة التالية³:

$$GDP_j = \sum_{i=1}^n p_{i0} \cdot q_{ij} \dots (1-12)$$

حيث p_{i0} هي سعر المنتجات i في سنة الأساس، GDP_j قيمة الناتج المحلي الإجمالي في السنة j بالأسعار الثابتة.

2- طريقة حساب معدل النمو الاقتصادي

مصطلح "الأسعار الثابتة" هو مقياس لحجم اقتصادي بالقيمة الحقيقية، وبما أن هذا الحجم يتطور مع مرور الوقت، فإن قياس هذا التطور يستلزم استخدام معدل النمو، فبالنسبة للحجم x الذي يتطور بين فترتين $t = 0$ و $t = 1$ ، يكون في معدل النمو g_x يساوي⁴:

$$g_x = \frac{x_{t1} - x_{t0}}{x_{t0}} = \frac{x_{t1}}{x_{t0}} - 1 \dots (1-13)$$

فيمكن تعريف معدل النمو الاقتصادي بشكل أكثر دقة على أنه انحدار خطي بسيط لسلسلة زمنية، وبناء على هذا التعريف فإننا نميز حالتين⁵:

أ- الحالة التي يكون فيها التغيير في معدل النمو دوري

ففي هذه الحالة يكون لدينا من المعادلة (13-1):

¹ Marc Montoussé, Dominique Chamblay, OP-Cit, p 79.

² Abdeljabbar Bsais, OP-Cit, p 5.

³ Idem.

⁴ Ibid, p 6.

⁵ Ibid, p p 7-8.

$$x_{t_1} = x_{t_0} + g_x x_{t_0} = x_{t_0}(1 + g_x)$$

$$x_{t_2} = x_{t_1} + g_x x_{t_1} = x_{t_1}(1 + g_x) = x_{t_0}(1 + g_x)(1 + g_x) = x_{t_0}(1 + g_x)^2$$

⋮

$$x_{t_n} = x_{t_0}(1 + g_x)^n$$

وبإدخال اللوغاريتم الطبيعي لطرفي المعادلة يصبح لدينا:

$$\log x_{t_n} = \log x_{t_0} + t \log(1 + g_x) \dots\dots\dots(1-14)$$

ب- الحالة التي يكون فيها التغير في معدل النمو مستمر

هنا نقوم باشتقاق المتغير x_t على الزمن لحساب تغيره مع مرور الوقت، أي dx/dt ، وبالتالي فإن

معدل النمو g هو التغير النسبي للمتغير x_t وهو:

$$g = \frac{\frac{dx_t}{dt}}{x_t} \rightarrow g = \frac{d}{dt} \log x_t \rightarrow \log x_t = g \cdot t + \log A \dots\dots\dots(1-15)$$

حيث يمثل A ثابت التكامل؛

كما يمكننا كتابة المعادلة (1-15) كما يلي:

$$x_t = A \cdot e^{gt} \dots\dots\dots(1-16)$$

لما يكون $t=0$ يكون $A=x_0$ حيث

$$x_t = x_0 \cdot e^{gt} \dots\dots\dots(1-17)$$

المعادلة (1-17) تمثل الحالة التي يكون فيها معدل النمو يتغير بصفة دورية، حيث يعكس المسار

الزمني للمتغير x_t .

نلاحظ أن الانتقال إلى اللوغاريتم يقودنا نحو معادلة أسية لخط مستقيم.

ويبدأ هذا الأسلوب على وجه التحديد من المشاهدة الإحصائية للقيم (قيم GDP) سنة تلو أخرى،

حيث يكون الزمن على المحور الأفقي (المتغير التابع) ويكون لوغاريتم GDP على المحور العمودي

(المتغير المستقل) فنحصل على سحابة من النقاط، فإذا كان معامل الاتجاه أسي، فإننا سننتقل إلى

معادلة شبه لوغاريتمية بخط مستقيم ميله معدل النمو الاقتصادي g ، وميزة هذه الطريقة أنها تأخذ بعين

الاعتبار كل المشاهدات على طول الفترة المختارة، في حين أن طريقة معدل النمو الدوري تأخذ قيم بداية

ونهاية الفترة بحيث يكون متوسط معدل نمو GDP هو معدل النمو الاقتصادي السنوي.

ورغم الاعتماد الواسع على هذه المؤشرات لقياس النمو الاقتصادي إلا أن ذلك لم يمنع من وجود

بعض المآخذ عليها نوجزها فيما يلي¹:

¹ Marc Montoussé, Dominique Chamblay, OP-Cit, p 79.

- وجود بعض المبالغة في حساب مؤشرات النمو الاقتصادي فهي لا تأخذ في الحسبان الآثار الخارجية السلبية للنشاط الاقتصادي كالتلوث البيئي مثلا، والذي يحدث نتيجة ممارسة النشاط الاقتصادي إلا أنه لا يُحتسب كتكاليف إضافية ولا يتم خصمه عند حساب المؤشرات؛
- كما تتجلى أيضا هذه المبالغة في قياس المؤشرات حينما نجد أنها تتضمن بعض المنتجات التي تعتبر منتجات معالجة للآثار السلبية التي يحدثها النشاط الاقتصادي كبناء حائط مضاد للضجيج في المصانع المسببة للضجيج؛
- استبعاد العمل المنزلي من النشاط الاقتصادي عند حساب المؤشرات، فرغم اعتبار الخدمة الذاتية للعائلات كالصناعات اليدوية والبستنة ورعاية الأطفال مصادر خالقة للثروة وتخصص لها ساعات عمل تزيد بـ 17% عما هو مخصص للعمل مدفوع الأجر إلا أنها تستثنى من النشاط الاقتصادي؛
- استبعاد الاقتصاد الموازي والذي يسمى كذلك بالاقتصاد غير الرسمي والذي يعتبر خلاق للثروة من النشاط الاقتصادي، حيث يسعى أصحابه للتملص من أي التزامات قانونية والتهرب من دفع الضريبة، ويشكل هذا الاقتصاد ما يعادل 10% إلى 20% من حجم الناتج المحلي الإجمالي.

خلاصة الفصل الأول

تطرقنا في بداية هذا الفصل لمفهوم النمو الاقتصادي الذي يُعد مؤشراً هاماً لقياس الأداء الاقتصادي للدول، إذ يبين لنا مدى نجاعة الخطط والسياسات الاقتصادية المتبعة، كما عرجنا على بعض المفاهيم المرتبطة بالنمو والتمثلة في التنمية الاقتصادية والتنمية المستدامة، والتي تُعبر عن نظرة جديدة للأداء الاقتصادي الجيد، حيث يجب أن ينعكس هذا الأداء في استفادة أغلب فئات المجتمع والأجيال المتلاحقة من النمو.

وقد حاول العديد من الاقتصاديين تفسير ظاهرة النمو الاقتصادي من أجل إيجاد الأساس العلمي للخطط والسياسات الواجب اتباعها للرفع من معدل النمو، حيث ظهرت أولى هذه الأعمال في تحليلات الاقتصاديين الكلاسيك، ثم جاء من بعدهم الاقتصادي النمساوي "شومبيتر" الذي قدم لنا مصطلح "الابتكار" على اعتبار أنه المحدد الرئيسي للنمو، وتوالى من بعد ذلك الأفكار والنظريات لتضع بين أيدينا مجموعة واسعة من العوامل المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.

وتبين لنا من خلال هذه الدراسة النظرية للنمو الاقتصادي أن الناتج المحلي الإجمالي GDP يُعد من أكثر المؤشرات استخداماً في التعبير عن النمو، كما يُعد العمل، رأس المال والتطور التكنولوجي عوامل أساسية تساهم في تحقيق النمو بشكل مباشر، تساعد في ذلك محددات أخرى تساهم في تحقيق النمو بشكل غير مباشر من خلال تأثيرها على العوامل الأساسية للنمو، حيث تعد الأسواق المالية من بين هذه المحددات.

سنتطرق في الفصل الثاني من هذه الدراسة إلى سوق الأوراق المالية باعتبارها أحد أركان السوق المالي، والذي يدخل ضمن المحددات المساهمة في النمو بشكل غير مباشر، حيث سنتطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية وموقعها من السوق المالي، مع التعرّيج على آليات التعامل فيها وأهم مؤشرات قياس أدائها.

الفصل الثاني

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تمهيد:

تمثل سوق الأوراق المالية أحد أهم القنوات التمويلية للمشروعات الاستثمارية، فهي تعمل على ربطهم بأصحاب القدرات التمويلية من خلال مجموعة من الأدوات المالية طويلة الأجل المطروحة للاكتتاب في أسواقها الأولية، كما تمنح فرصة للمكتتبين بتسييل أوراقهم المالية في أسواقها الثانوية، فنقدم بذلك خدمة متكاملة، حيث توفر التمويل اللازم للاستثمار وتساهم في توظيف المدخرات.

فأصحاب الفوائض المالية يسعون إلى توظيف مدخراتهم باستثمارها في شراء الأوراق المالية، إلا أنهم يرغبون كذلك في تسهيلها وقت حاجتهم إلى النقود، لذا عملت سوق الأوراق المالية إلى وضع آليات للتداول يتم من خلالها إعادة بيع الأوراق المالية المكتتب فيها في السوق الأولي بأسرع وقت وبأسعار قريبة من أسعار شرائها، كما عملت على تطوير هذه الآليات من أجل تحسين أدائها واجتذاب شرائح أكبر من المتعاملين.

ويتم استخدام مجموعة من المؤشرات لقياس أداء سوق الأوراق المالية، من أجل مقارنته سواء مع أسواق الأوراق المالية المنافسة أو مع أداء نفس السوق في السنوات الماضية، والغرض الأساسي من عملية التقييم هو العمل على التطوير الذاتي وتحسين الأداء في المستقبل، كما يستخدمها بعض الباحثين لقياس أثر هذا التطور في الأداء على متغيرات الاقتصاد الكلي والخروج بتوصيات تصوب أداء القائمين على التخطيط وتنفيذ السياسات الاقتصادية بشكل عام.

سنحاول في هذا الفصل الإلمام بالجوانب الأساسية لسوق الأوراق المالية، لنصل في الأخير لأهم

مؤشرات قياس أداء السوق، وهذا من خلال المباحث الآتية:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: آلية التداول في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: أسس تقييم أداء سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية أحد أركان السوق المالي، فهي تمثل الآلية التي يتم من خلالها التداول الفوري للأدوات المالية طويلة الأجل، حيث تساهم من خلال هذا الدور في القيام بمجموعة من الوظائف تلبي بها متطلبات المتعاملين، مستخدمة في ذلك مجموعة متكاملة من الهيئات الرقابية والتنظيمية، وبالإستعانة بمجموعة واسعة من الوسطاء الماليين.

المطلب الأول: هيكل السوق المالي

يمثل السوق المالي الآلية التي يتم من خلالها التعامل على الأدوات المالية بصنفيها القصيرة والطويلة الأجل، وسواء كان هذا التعامل فوراً أو مؤجل التنفيذ، فهي تعد أصل سوق الأوراق المالية، وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على تاريخ نشأة وتطور السوق المالي، تعريفه وأقسامه المختلفة.

أولاً: نشأة وتطور السوق المالي

إن تاريخ انشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى خلقها ارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل مختلف دول العالم، مما أدى إلى إنشاء مهنة الصرافة، ففي زمن الإمبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى، ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات، ونتيجة إلى التبادل التجاري الواسع مع الشرق، تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصرافة والصرافين في إيطاليا¹، إذ يذكر التاريخ الاقتصادي أن أشهر وأهم الأسواق المالية التي عُرفت في العالم والتي كان يتم التعامل فيها على أدوات مالية قصيرة الأجل، كانت في "البندقية"، "جنوة" و"فلورنسيا" في إيطاليا، حيث شهدت هذه المنطقة نشاطاً تجارياً هائلاً في تلك الفترة، وكانت تمثل مركز اتصال بين الشرق الأقصى وأوروبا².

خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر وفي أعقاب تطور التجارة العالمية وفتح طرق تجارية جديدة، ومع بداية ظهور المشروعات الكبيرة، التي كانت تحتاج إلى استثمار رأسمالي كبير من أجل الانطلاق أو النمو، ظهرت الحاجة للتمويل الخارجي، فحجم الأهداف يتجاوز القدرات المالية للفرد أو الأسرة التي كانت تمثل المصدر الرئيسي للتمويل في ذلك الوقت، حيث قامت هذه المشروعات الكبرى

¹ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 34.

² خبابة عبدالله، الاقتصاد المصرفي: النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 136.

باجتذاب المستثمرين من خلال دعوتهم للمشاركة في تملك المشروع بما يتناسب مع مساهماتهم، مقابل الحصول على فوائضهم المالية، وهو ما شكل ورقة ميلاد الأسهم¹.

وقد تطورت الأدوات المالية طويلة الأجل وفق قناتين، الأولى من خلال المشاركة في المشروع، والثانية من خلال إقراض المشروع، وواجهت عقبة وحيدة تمثلت في عدم القابلية للتداول، فأصحابها لم يكن في استطاعتهم التنازل عليها إلى طرف ثالث، إلى أن اعترفت المحاكم الإنجليزية بقابلية التنازل عنها للغير وذلك عام 1436، كما نالت هذا الاعتراف بعد ذلك بقليل في بقية أنحاء القارة الأوروبية².

إن الحديث عن الأسواق المالية يدفعنا للتفكير أولا وقبل كل شيء في أسواق منظمة ومتواجدة في أماكن محددة، والمقصود هنا "البورصة"، وهي عبارة عن أماكن مخصصة لتداول الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، والتي تشكل اليوم جوهر السوق المالية³، إذ يعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي تم فيه إنشاء أول سوق مالي تحت هذا المسمى (البورصة)، وانتقل إلى مدينة ليون بفرنسا عام 1639م ثم إلى باريس ولندن وأمستردام⁴، فنتيجة لوجود حاجة ملحة لمكان مادي لممارسة تجارة الأصول المالية، أنشأ في هولندا التصميم الأصلي لأول مكان رسمي لتداول الأصول المالية وذلك في القرن السابع عشر، وانتشر هذا التصميم في مختلف أنحاء أوروبا وعبر المحيط الأطلسي، وأصبحت عمليات بيع وشراء الأوراق المالية نشاطا يوميا ومستمرًا، يتم في أماكن مخصصة لذلك⁵.

اتخذت الأسواق المالية في البداية شكل الأماكن المادية التي يلتقي فيها سماسرة البورصة، وتطورت تدريجيا لتصل إلى الفضاء المالي الذي تتمتع به اليوم، فقد شهدت تغييرات كبيرة منذ نهاية الثمانينات، حيث انتقلت من نظام المزاد العلني إلى نظام مزاد مؤتمت بالكامل ومحوسب، الأمر الذي كان له تداعيات معلوماتية مهمة حول آلية عملها، فقد تم تقليص حجم الأوراق المالية المادية (لم تعد مستندات مادية) وتم توسيع ساعات العمل في السوق بشكل كبير، وهو ما يفسر الزيادة الكبيرة في حجم التداول اليومي، فالأسواق أصبحت مفتوحة لفترة أطول، كما أصبح التبادل فوريا تقريبا، وهو ما لم يكن متاحا من قبل، حيث كان يتعين على المستثمرين التنقل إلى الوسطاء الموجودين فعليا في السوق⁶.

¹ Julien Derveeuw, Simulation multi-agents de marchés financiers, Doctoral Thesis, IT department, University of Lille, France, 2008, p 6.

² Pierre-Cyrille Hautcoeur, Marchés financiers et développement économique: une approche historique, La Découverte: Regards croisés sur l'économie, Vol 1, N 3, Paris, France, 2008, p 161.

³ Ibid, p 159.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 34.

⁵ Nathalie Oriol, Sébastien Duchêne, Too fast, Too furious: Une réflexion historique et contemporaine sur l'emballage des marchés financiers, Bulletin de la société informatique de France: Informatique et société, Number 12, Grenoble, France, 2018, p 49.

⁶ Julien Derveeuw, Op-cit, p 7.

ثانياً: تعريف السوق المالي

السوق لغة هي موضع البياعات، وسميت بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات، والسوق بمعناها الحرفي الذي استقر في الأذهان وسيطر على الأفهام هي المكان الذي تساق إليه السلع من أجل أن تباع وتشتري، فالمكان في هذا التعريف هو أحد أركان السوق وشرط أساسي لقيامه، وهو ما ينطبق على المجتمعات البدائية التي عرفت نظم المقايضة، ولكن مع تقدم المجتمعات وتطور سبل التواصل، اتسع مفهوم السوق ليشمل كل النطاق الجغرافي الذي يحصل من خلاله الاتصال بين البائعين والمشتريين بوسيلة أو بأخرى، وتتحدد من خلاله الأسعار¹.

ويرجع غموض مصطلح "الأسواق المالية" إلى حد كبير إلى المسافة بين المفهوم والواقع التاريخي، فمن الناحية النظرية، تتضمن الأسواق المالية جميع الآليات التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية بحرية، سواء كان ذلك بين المقرض والمقترض (السوق الأولية) أو بين حاملي هذه الأدوات (السوق الثانوية)²، فالأسواق المالية هي الفضاء الذي يتم فيه تداول مختلف الأوراق المالية، أين يلتقي موردو ومقترضو الأموال، وعادة ما يشكل الموردون الأطراف التي توفر الأموال في شكل استثمار، والذي يكون في شكل استثمار فردي، جماعي، مؤسسي أو مشروعات استثمار، فأى طرف لديه فائض مالي مخصص للاستثمار هو المورد، في حين أن المقترضين هم ببساطة الأطراف التي تقترض الأموال من الموردين بصيغ مختلفة، بغية توظيفها بشكل احترافي يهدف إلى تحقيق الربح، فالأسواق المالية هي إما محور التنمية الاقتصادية أو السبب الرئيسي لتخلف الأمة³.

وقد وردت عدت تعاريف للسوق المالي نذكر منها:

التعريف الأول: يتمثل السوق المالي في «المكان المخصص المنظم، أو الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة ووفقاً لضوابط ونظم محددة بالقانون، ويتميز بتوفير وسائل الاتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول من خلالها»⁴؛

¹ سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي: دراسات في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، فريجينا، الولايات المتحدة الأمريكية، 1996، ص 24.

² Pierre-Cyrille Hautcoeur, Op-cit, p 159.

³ Alya Itani, Reasoning Methods for Merging Financial Technical Indicators, Doctoral Thesis, Department: Image and Information Processing, University of Rennes, France, 2014, p 12.

⁴ أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2017، ص 19.

التعريف الثاني: ويعرف على أنه «عبارة عن جميع الموارد المالية للبلد، والتي تكون في حركة مستمرة نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب عليها من قبل مختلف الكيانات الاقتصادية»¹؛

التعريف الثالث: كما يعرف على أنه «عبارة عن تنظيم يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وقد تكون ببساطة عبارة عن شبكة حاسوبية وهاتفية، أي أن وجوده يكون افتراضي»²؛

التعريف الرابع: ويمكن تعريفه كذلك «بالإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال لغرض الاستثمار، عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توافر قنوات اتصال فعالة»³؛

التعريف الخامس: «لا يوجد سوق مالي بل أسواق مالية، فهي تتشكل بمجموعة من الأسواق يتم من خلالها تنظيم مقابلة العرض بالطلب على التمويل في وسائل الإعلام المختلفة»⁴.

بناء على التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

الأسواق المالية هي الآلية التي يتم عبرها الربط بين أصحاب الفوائض المالية الراغبين في توظيفها وأصحاب العجز المالي الباحثين عن تمويل مشروعاتهم الاستثمارية، ويتم ذلك من خلال بيع وشراء الأوراق المالية أو الأصول المالية، إما من خلال وسطاء أو بشكل مباشر بين البائع والمشتري.

ثالثاً: أقسام السوق المالي

يمكن التمييز بين الأقسام المختلفة للسوق المالي وفق عدت معايير، حيث تعتمد التقسيمات وفق كل معيار على الخصائص المنفردة لكل قسم من السوق، وباعتماد على معيار استحقاق الأدوات المالية المتداولة، نجد أن السوق المالي ينقسم إلى قسمين، يتم في القسم الأول الذي يسمى السوق النقدي تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل (التي يكون تاريخ استحقاقها الأصلي أقل من سنة واحدة)، أما في القسم الثاني الذي يسمى سوق رأس المال، فيتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل⁵، كما يرى البعض أنه

¹ Ainagul Amangeldinovna Adambekova & Regina Ernstovna Andekina, Financial Market and its Definitions: Transformation of Scientific Concepts, World Applied Sciences Journal, Vol 27, N 13, Pakistan, 2013, p 15.

² مصطفى يوسف كافي وآخرون، أسواق مالية ونقدية، دار الإصدار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2017، ص 41.

³ عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية: دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016، ص 21.

⁴ Jérémy Morvan, Marchés et instruments financiers, Dunod, 3e Edition, Paris, France, 2017, p 4.

⁵ Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, Traduit par Christian Bordes et d'autres, Pearson France, 10e edition, Montreuil, France, 2013, p 39.

في ظل هذا التقسيم يمكن إضافة معيار زمن تنفيذ الصفقة، حيث نجد في هذا الإطار سوق فورية يجري فيها تسوية الصفقات في الحال وتسمى سوق الأوراق المالية، وسوق آجلة يجري فيها تأجيل التنفيذ إلى تاريخ محدد في المستقبل وتسمى سوق المشتقات المالية¹.

1- السوق النقدي

السوق النقدي هو القسم قصير الأجل من سوق أسعار الفائدة، كما يمثل في نفس الوقت باب الولوج إلى هذا السوق وقد يكون مركز عدم استقراره، وهو الوسيلة الوحيدة لنقل تأثيرات السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي²، ويتمثل السوق النقدي في الآلية التي يتم من خلالها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها، أي أنها تحقق الأمان للمستثمرين وتوفر لهم حاجاتهم من الأدوات المالية قصيرة الأجل بهدف استغلال الفائض النقدي قصير الأجل أو الحصول على تمويل يحقق السيولة اللازمة لتشغيل المشاريع³.

وبشكل عام يختلف تحديد المدى القصير من مؤسسة إلى أخرى ومن نشاط إلى آخر، إلا أن حده الزمني غالباً ما يكون سنة واحدة، ولكن يمكن أن يصل في بعض الأحيان إلى سنتين أو حتى ثلاث سنوات، ورغم ذلك فإن الإحصائيات الخاصة بحجم المعاملات المالية في السوق النقدي، تظهر بوضوح أن الجزء الأكبر من هذه السوق يتكون من المعاملات المالية التي تكون مدتها أقل من شهر واحد⁴.

تختلف تصنيفات السوق النقدي على حسب درجة تطور السوق، ومن أشهر تقسيماتها نجد⁵:

- **سوق القروض قصيرة الأجل:** تبرم في هذه السوق القروض قصيرة الأجل بين الأفراد أو المشروعات من ناحية والبنوك التجارية من ناحية أخرى؛
- **سوق الخصم:** ويتم فيها خصم الأوراق التجارية ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل كالكمبيالات وأذون الخزانة، حيث تمنح هذه السوق فرصة للأفراد والمشروعات لخصم أوراقهم التجارية لدى البنوك التجارية وبيوت الخصم مقابل معدل خصم معروف.

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن، 2010، ص 30.

² Éric Chardoillet et d'autres, L'essentiel des marchés financiers: Front office, post-marché et gestion des risques, Groupe Eyrolles, Paris, France, 2010, p 153.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁴ Éric Chardoillet et d'autres, Op-cit, p 154.

⁵ عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار: دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2016، ص 15.

2- سوق رأس المال

هي سوق الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تزيد مدة استحقاقها عن سنة واحدة، وقد تتجاوز أحيانا 25 سنة، وأغلب المتعاملين فيه هم من المشروعات الانتاجية وشركات الاستثمار والتأمين والبنوك المتخصصة، بالإضافة إلى الوحدات الاقتصادية ذات النشاط المالي كالحكومة والأفراد الراغبين في منح التمويل مقابل الحصول على أصول مالية تولد إيرادا¹.

وتعرف بأنها سوق الأموال طويلة الأجل، وهو الإطار الذي من خلاله تلنقي وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة عن طريق الاكتتاب الأسهم والسندات، وتتجلى أهميته في إضفاء العمق للأوراق المالية والمرونة النسبية في تسيلها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة التداول، كما يتيح فرصة تمويلية لمختلف المشروعات تساعد على النمو والتطور².

يتم تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل أكثر بكثير من الأدوات المالية طويلة الأجل، وبالتالي فإن السوق النقدي غالبا ما يكون أكثر سيولة من سوق رأس المال، كما تتقلب الأوراق المالية قصيرة الأجل بشكل أقل عموما من الأوراق المالية طويلة الأجل، مما يجعلها من ضمن الاستثمارات الأكثر أمانا، ونتيجة لذلك نجد أن المشروعات والبنوك وحتى الأفراد تستخدم السوق النقدي على نطاق واسع من أجل تحقيق عوائد على أموالهم التي تكون متاحة لفترات زمنية قصيرة، وعلى العكس من ذلك نجد أن الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال، يمتلكها الوسطاء الماليون في العادة، مثل شركات التأمين أو صناديق التقاعد، والتي يكون لديها مقدار أقل من عدم اليقين بخصوص احتياجاتها المالية المستقبلية³.

تنقسم سوق رأس المال حسب معيار زمن التنفيذ إلى سوق حاضرة يتم فيها تنفيذ الصفقة مباشرة بعد إتمام عقدها، ويطلق عليها سوق الأوراق المالية، وسوق آجلة يتأجل فيها تنفيذ الصفقة إلى تاريخ مستقبلي يتحدد وقت إبرام العقد، ويطلق عليها سوق العقود المستقبلية أو سوق المشتقات المالية⁴.

- **سوق الأوراق المالية (سوق حاضرة):** تشير سوق الأوراق المالية إلى تلك الأسواق التي تؤدي فيها عمليات البيع والشراء إلى تسوية فورية للصفقة، وذلك من خلال إتمام التسوية النقدية وتسليم الأصول

¹ حيدر عباس عبدالله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016، ص 28.

² عيسوي سهام، الأدوات المالية المشتقة: أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها-بورصة Euronext-Paris، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2017، ص 32.

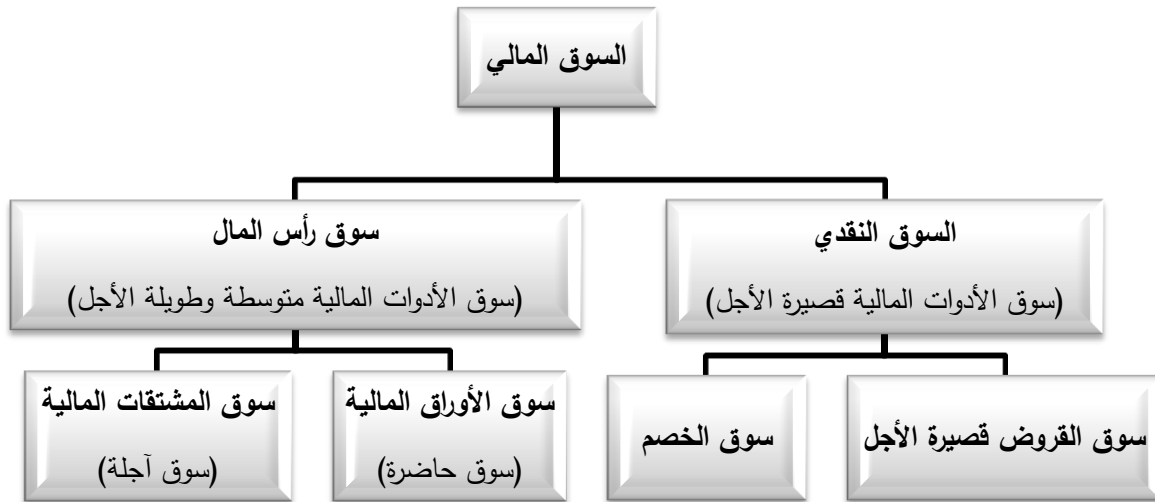
³ Frederic Mishkin, Op-cit, p 39.

⁴ بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014، ص 4، بتصرف.

المالية وقت عقد الصفقة، حيث يتم فيها التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل والمتمثلة في الأسهم والسندات ووحدات صناديق الاستثمار القابلة للتداول، والاستراتيجيات الممكن استخدامها في هذه السوق محدودة، ففي حالة حدوث حركة تصاعدية في سعر الورقة المالية، يمكن للمستثمرين شراء الأوراق المالية على أمل إعادة بيعها بسعر أعلى في المستقبل، لكن في حالة حدوث حركة هبوطية في سعر الورقة المالية، لا يكون لدى المستثمرين إلا إمكانية الانسحاب من السوق لتجنب الخسائر، فمن المستحيل الاستفادة من انخفاض الأسعار في هذه السوق¹؛

- **سوق المشتقات المالية (سوق آجلة):** تعد سوق المشتقات المالية أحدث أنواع الأسواق المالية الدولية، إذ بدأ التعامل بأدواتها بعد التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية وبالأخص في الجانب المتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، فقد أنشأت هذه الأسواق للتحوط من مخاطر تقلبات تلك الأسعار²، وتشير سوق المشتقات المالية إلى تلك الأسواق التي يتم فيها تأجيل تسوية الصفقات المبرمة على الأصول المالية المدرجة في الأسواق الفورية، إلا أن تسليم الأصل يكون في تاريخ لاحق، وعلى عكس سوق الأوراق المالية، يمكن من خلال هذه السوق استخدام استراتيجيات مختلفة للاستفادة من ارتفاع أو انخفاض أو استقرار الأسعار³.

الشكل رقم (2-1): هيكل السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات الواردة سابقاً

¹ Jérémy Morvan, Op-cit, p 5.

² نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، عمان، الأردن، 2015، ص 119.

³ Jérémy Morvan, Op-cit, p 5.

المطلب الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية

تمثل سوق الأوراق المالية أحد أشكال تطور السوق المالي، إذ احتفظت بأهم أدواره المتمثلة في الربط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض المالي، إلا أنها تميزت عنه بالافتقار على استخدام مجموعة محددة من الأدوات المالية، ومن أجل التعرف عليها بشكل مستفيض، سنتطرق في هذا المطلب للتعريف الواردة بشأنها ولأهم أقسامها.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية

وردت عدت تعريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

التعريف الأول: تتمثل سوق الأوراق المالية في «ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه»¹؛

التعريف الثاني: وتُعرّف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن «السوق التي يتم فيها التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً، على نحو تشكل به إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي»²؛

التعريف الثالث: كما تُعرّف أيضاً على أنها «تلك الأسواق التي يتم من خلالها ربط الأشخاص الذين لديهم رأس مال ويريدون استثماره مع أولئك الذين يحتاجون إلى الأموال لأغراض إنتاجية، حيث يتم ذلك عن طريق خلق وبيع الأدوات المالية في السوق الأولية، مع خلق سيولة لهذه الأدوات المالية بإتاحة فرصة إعادة بيعها في السوق الثانوية»³؛

¹ حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر، فلسطين، 2010، ص 15.

² طارق إبراهيم محمد أحمد أبو شوك، معوقات الإدراج في بورصة قطر: البواعث والحلول (2016)، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، جامعة الجزيرة، السودان، 2016، ص 19.

³ He Weiping, The Regulation of Securities Markets in China, Nature America Inc: Palgrave Macmillan, New York, USA, 2018, p 1.

التعريف الرابع: ويمكن تعريفها بـ «الآلية التي يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي»¹؛

التعريف الخامس: هي «الإطار الذي تلتقي من خلاله الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات الطويلة الأجل سواء من خلال الاكتتاب الأولي للأداة المالية، أو من خلال عمليات المتاجرة بأدوات السوق»².

بناء على التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

تتمثل سوق الأوراق المالية في الآلية التي يتم من خلالها ربط أصحاب الفوائض المالية الذين لديهم رغبة في توظيف أموالهم مع أصحاب العجز المالي الذين يبحثون عن تمويل مشروعاتهم الاستثمارية، ويتم ذلك باستخدام الأوراق المالية كأداة أو سلعة يتم التعامل عليها بيعا وشراء في السوق الأولي بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض، مع إتاحة فرصة إعادة بيعها في السوق الثانوي، حيث يمكن لأصحاب الفوائض المالية تداولها فيما بينهم.

ثانيا: أقسام سوق الأوراق المالية

تختلف أقسام سوق الأوراق المالية على حسب معايير التصنيف المستخدمة، إذ يمكن تمييز أقسامها عن طريق الأدوات المالية المتداولة فيها³، كما يمكن تمييزها عن طريق الجهات الفاعلة في تداول الأوراق المالية، حيث نجد السوق الأولي والذي يمثل السوق الأساسي الذي يتم فيه خلق أدوات مالية جديدة، والسوق الثانوي الذي يمثل سوق الأدوات المالية المستعملة أي التي تم التعامل بها من قبل، كما يمكن أيضا تصنيف أسواق الأوراق المالية وفقا لدرجة تنظيمها، فالأسواق الخاضعة للتنظيم هي الأسواق التي يتفاوض فيها المتعاملون وفقا للوائح المصممة في هذا الشأن من أجل تسهيل وتأمين التداول⁴.

وعليه يمكننا إبراز أهم أقسام سوق الأوراق المالية وفق معايير التصنيف المذكورة آنفا وفقا لما يلي:

¹ أحمد رجراج، أسواق الأوراق المالية الخليجية: تقييم الأداء وتحديات المرحلة الزاهنة، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013، ص 16.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

³ Patrick S.collins, Regulation of Securities, Markets, and Transactions: a Guide to the New Environment, John Wiley & Sons Inc, New Jersey, USA, 2011, p 4.

⁴ Jérémy Morvan, Op-cit, p 6.

1- أسواق السندات وأسواق الأسهم

تنقسم سوق الأوراق المالية وفقا لطبيعة الأدوات المالية المتداولة فيها إلى قسمين هما:

أ- سوق السندات

توفر موارد مالية طويلة الأجل للمشروعات والحكومات عن طريق التوجه مباشرة إلى المستثمرين، فهي قناة مباشرة لجمع المدخرات تتناسب الهيئات الحكومية لأنها تركز أساسا على التمويل الغير تضخمي، والمشروعات لأنها تغطي عجز مواردها الذاتية، وتزداد أهمية هذه السوق في البلدان التي تعاني من مشاكل تنموية نظرا لقدرتها على تنويع مصادر التمويل والتخلص تدريجيا من التمويل النقدي الذي ينطوي على مساوئ عديدة¹.

ب- سوق الأسهم

وجدت أسواق الأسهم كأسواق بديلة لأسواق السندات، وتتميز بخصائص وسمات فريدة، فأسواق الأسهم تختلف عن أسواق السندات في جوانب عديدة تأتي في مقدمتها، المطالبة بالحقوق وتاريخ الاستحقاق، حيث نجد أن سوق السندات يتمتع فيها حملة السندات بفترة محددة للمطالبة بالحقوق ولها تاريخ استحقاق محدد، على خلاف سوق الأسهم التي تمثل سوق تملك، مما يعني أن حملة الأسهم يتمتعون بمطالبة دائمة بالحقوق وبدون تاريخ استحقاق².

على عكس سوق السندات التي تكون في الغالب أسواق غير منظمة، فإن سوق الأسهم غالبا ما يتم تنظيمها من قبل بورصة القيم المنقولة، فبموجب اللوائح الحكومية لمعظم دول العالم، فإن أي مشروع يرغب في الرفع من رأس ماله عن طريق بيع أسهمه للجمهور، يتطلب منه ذلك الإدراج في البورصة³.

2- أسواق أولية وأسواق ثانوية

تنقسم سوق الأوراق المالية وفقا للجهات الفاعلة في تبادل الأوراق المالية إلى قسمين هما:

أ- سوق أولية

تعرف السوق الأولية أو ما يسمى بسوق الإصدارات بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها (الأسهم)، أو بين المقرض والمقترض (السندات)، فهي سوق تتجمع فيها المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل عن طريق إصدار أوراق مالية لم تكن

¹ ربحان الشريف، الزبير بولحبال، سوق السندات والاستقرار المالي: التجربة الآسيوية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية،

المجلد 4، العدد 4، جامعة الوادي، الجزائر، 2013، ص 78.

² Syed Aun R. Rizvi & all, Public Finance and Islamic Capital Markets: Theory and Application, Nature America Inc: Palgrave Macmillan, New York, USA, 2016, p 52.

³ Ibid , p 53.

موجودة أو متداولة من ذي قبل¹، والهدف الأساسي من التداول في هذه السوق هو الحصول على رأس المال الأساسي للمشروعات أو زيادة رأس مالها لأجل تمويل أنشطة جديدة تحت التأسيس أو توسيع الأنشطة القائمة حالياً، ويتم تداول الأوراق المالية بهذه السوق بصورة مباشرة من خلال الاتصال بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات مالية، أو بصورة غير مباشرة من خلال الوحدات المتخصصة بإصدار وتسهيل تداول هذه الأوراق (الوسطاء)، حيث تلعب بنوك الاستثمار دوراً كبيراً كوسيط وأحياناً كمتعهد للإصدارات الجديدة للمشروعات وتسويقها للمستثمر، وتأتي أهمية السوق الأولية من مساهمتها في زيادة تكوين رأس المال الثابت على مستوى الاقتصاد الوطني².

والسوق الأولية ليست معروفة لدى عامة الناس، وهذا راجع لعمليات البيع الأولية للأوراق المالية للمكتتبين، التي لا تجرى في الأماكن العامة، بل يتم تنظيمها في الغالب من قبل البنوك الاستثمارية (أو بنوك الأعمال) لصالح الجهة المصدرة، فالإكتتاب* يضمن بيع هذه الأوراق المالية بسعر معين، حيث يتم بيعها للمستثمرين بالتراضي وللجمهور من خلال عملية الطرح الأولي العام " IOP, initial public offering"³.

توجد في بعض أسواق الأوراق المالية سوق رمادية "grey market"، تكون مخصصة للمستثمرين المؤسسيين (البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين وإعادة التأمين، بنوك الادخار، صناديق التقاعد وصناديق المعاشات...)، وهي سوق مضاربة بحتة تسبق السوق الأولية، حيث يتم فيها تداول ملكية الأوراق المالية لبضعة أيام بعد خلق الورقة المالية وقبل الإدراج الرسمي لها، وتعتبر السوق الرمادية اختباراً جيداً لمدى جودة المصدر من قبل السوق، كما تعكس مقدار الأموال التي من المحتمل أن يحصل عليها المستثمرون مقابل الإكتتاب في هذه الأوراق المالية⁴.

¹ حيدر عباس عبدالله الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 51.

* يمثل مجموعة من الأنشطة يشار إليها اصطلاحاً باسم الإكتتاب "underwriting".

³ Frederic Mishkin, Op-cit, p 36.

⁴ Roland Portait, Patrice Poncet, Finance de Marché : Instruments de Base, Produits Dérivés, Portefeuilles et Risques, Editions Dalloz, Paris, France, 2008, p 39.

ب- سوق ثانوية

السوق الثانوية هي سوق مالية يتم فيها تداول أوراق مالية تم إصدارها من قبل¹، فهذه السوق يتم فيها تداول الأوراق المالية لمشروعات قائمة بالفعل، وأهم ما يميزها هو توفير عنصر السيولة للأوراق المالية²، من خلال بيعها وشرائها بين حاملتها ومستثمرين آخرين، وتتحدد أسعارها من جديد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب، والتي يمكن أن تلتقي بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة، فالسوق الثانوية توفر الآلية اللازمة لتداول الأوراق المالية _المكتتب فيها في السوق الأولية_ بين المستثمرين، فتوجد بذلك السيولة اللازمة لتحويل الأوراق المالية إلى نقد³.

توجد علاقة قوية بين السوق الأولية والسوق الثانوية، فقد يحجم المستثمرون عن دخول السوق الأولية إذا لم تتوفر لديهم القدرة على تصريف الأوراق المالية المكتتب فيها وتحويلها إلى نقد، وقت ما رغبوا في ذلك، كما تلعب الأسواق الثانوية دوراً محورياً في تسعير الإصدارات الجديدة، من خلال الأسعار السائدة فيها، والتي كانت نتاج تفاعل قوى العرض والطلب، التي تعبر عن نظرة المستثمرين اتجاه المشروعات القائمة أو القطاع الذي ينشط فيه المشروع ولو كان مشروعاً جديداً أو حتى المناخ الاستثماري بشكل عام، سواء كان ذلك على المستوى الوطني أو الدولي.

إن تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي لا ينجم عنه زيادة في رأس مال المشروعات، فبائع الورقة المالية هو من يحصل على قيمتها وليس المشروع المصدر لها، إلا أن سماح السوق الثانوية للمستثمرين باستبدال أوراقهم المالية بالنقد يجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً، ولذلك فإن كفاءة السوق الأولية تأتي من كفاءة وفعالية السوق الثانوية، فانخفاض حجم التداول في هذه السوق يعني إمكانية احتفاظ حملة الأوراق المالية بها إلى حين فترات استحقاقها والاكتماء بتلقي الأرباح الموزعة، مما يخفض من حجم الأموال المتاحة لدى المستثمرين للاكتتاب في الإصدارات الجديدة التي تتم في السوق الأولية، ولذلك يعمل القائمون على أسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم على تحفيز عمليات التداول خدمة للاقتصاد الحقيقي وسعيًا نحو رفع مستوى النمو الاقتصادي⁴.

¹ Frederic Mishkin, Op-cit, p 37.

² خباياة عبدالله، الاقتصاد المصرفي: النقود-البنوك التجارية-البنوك الإسلامية-السياسة النقدية-الأسواق المالية-الأزمة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 146.

³ طارق إبراهيم محمد أحمد أبو شوك، مرجع سبق ذكره، ص 22، بتصرف.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 53.

3- أسواق منظمة وأسواق غير منظمة

تنقسم سوق الأوراق المالية الثانوية وفقا لدرجة تنظيمها إلى قسمين هما:

أ- سوق منظمة (البورصة)

السوق المنظمة أو البورصة والتي يطلق عليها في بعض المعاجم العربية "المِصْفَق" * هي سوق مختلفة عن غيرها من الأسواق، إذ لا تُعرض فيها السلع ولكن تُعرض فيها بيانات عن أسعارها، وتتم فيها عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بحيث لا تُعقد فيها الصفقات بشكل مباشر بين المستثمر البائع للورق المالية والمستثمر المشتري لها، وإنما يتم ذلك حصرا من خلال وسطاء مؤهلين للعمل في هذه السوق يطلق عليهم اسم "السماسرة brokers"¹.

تجمع البورصات المؤسسية بين مشتري وبائعي الأوراق المالية في مكان واحد قد يكون مكان حقيقي أو افتراضي²، وتتسم بتداول الأوراق المالية فيها في شكل حِزَم موحدة المعايير من حيث طبيعة الورقة المالية، كميتها، تاريخ استحقاقها إن أمكن، أوقات وأيام التعامل عليها، السلطة المختصة في حل النزاع إن وجد....، حيث نجد في هذا الصدد أن السوق المنظمة تكون أكثر توجيه ومراقبة من السوق الغير منظمة (السوق خارج البورصة Over-The-Counter market)، وتتوسط "غرفة المقاصة Clearing House" عمليات التداول بين مشتري وبائع الورقة المالية، حيث يقبل المتعاملون بالحِزَم الموحدة في مقابل الحصول على مزيد من السيولة ومزيد من الأمان، إذ غالبا ما تكون مخاطر التداول منخفضة نتيجة تدخل غرفة المقاصة³.

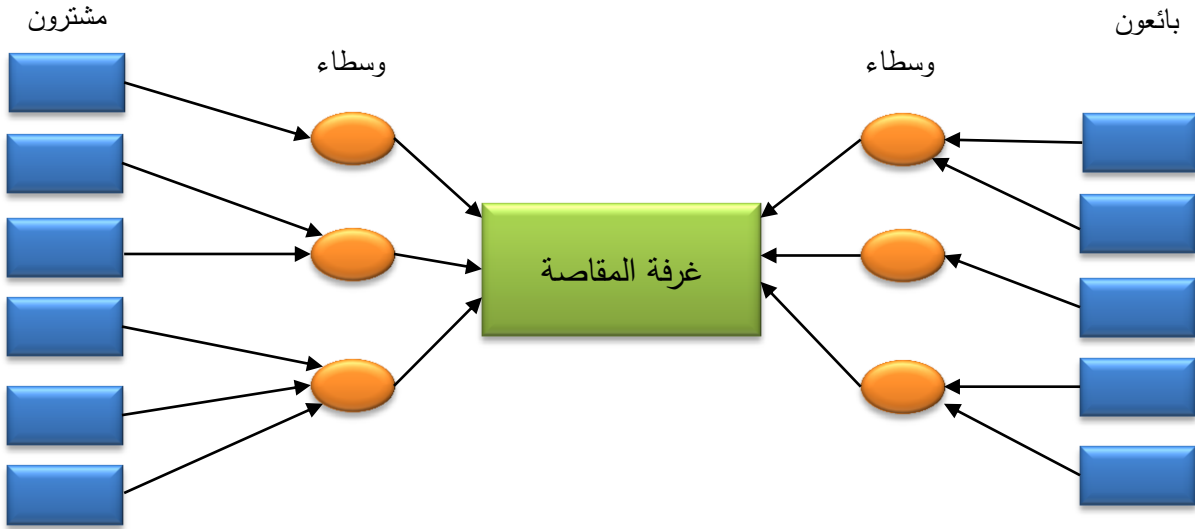
* مشتقة من كلمة صفقة.

¹ نسرین عبدالحمید نبیه، البورصة: (ماهيتها-تاريخها-مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2012، ص ص 65-70، بتصرف.

² Frederic Mishkin, Op-cit, p 38.

³ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 34.

الشكل رقم (2-2): مخطط لسوق منظمة



Source : Roland Portait, Patrice Poncet, **Finance de Marché : Instruments de Base, Produits Dérivés, Portefeuilles et Risques**, Editions Dalloz, Paris, France, 2008, p 35.

تمثل غرفة المقاصة حجر الزاوية في السوق المنظمة، وهي تتعامل حصريا مع الوسطاء المعتمدين لدى البورصة والذين يطلق عليهم "الأعضاء" أو "الوسطاء المعتمدون" أو "أعضاء المقاصة" أو "سماسرة البورصة" أو "شركات السمسرة" على حسب الحالة، حيث يكون صافي مركز الوسيط من الأوراق المالية معدوما عند كل لحظة، مما يعني أنه يبيع كل الأوراق المالية التي يشتريها من أجل الحصول على مثل هذه النتيجة، ويتحدد سعر التداول عند مستوى التوازن، فمن أجل الدخول أو الخروج من السوق المنظمة يجب على المتعاملين _ سواء كانوا أفرادا أو مشروعات أو مؤسسات مالية _ المرور عبر الوسطاء مثلما يوضحه الشكل رقم (2-2)، حيث تحتفظ غرفة المقاصة بحسابات هؤلاء الوسطاء، بينما يحتفظ كل وسيط بحسابات عملائه ويكون مسؤولا عن إدارتها، وبذلك يمنح هذا النظام درجة عالية من الأمان للمتعاملين (من حيث مخاطر التخلف عن السداد)، نظرا لأن الطرف المقابل في أية معاملة تجسده غرفة المقاصة التي تقدم ضمانات أكثر من أي متعامل¹.

¹ Ibid, p 35.

ب- سوق غير منظمة (موازية)

تسمى هذه السوق بسوق التراضي أو "السوق خارج البورصة (OTC Over-The-Counter)"، حيث يُستخدم هذا الاصطلاح على عمليات تداول الأوراق المالية التي تتم خارج السوق المنظم، سواء كانت هذه الأوراق مسجلة أو غير مسجلة في البورصة، إذ لا يوجد مكان محدد لإجراء عمليات التداول¹، فهي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، حيث تديرها بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية ذات الانتشار الجغرافي الكثيف، وتشكل فيها عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير، التي تتم عبر شبكات الاتصالات الالكترونية التي تضمن التواصل في كل الاوقات ويتلشى من خلالها عنصر المكان والزمان، كما تمكن المستثمرين من اختيار أفضل الأسعار².

ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق بعقود خاصة تُحرر وفقا لتقديرات اطراف التعاقد، ومن دون تدخل أي طرف ثالث فيما يخص طبيعة وكمية الورقة المالية، سعرها، توقيت التعاقد ووقت سريانها، إذ لا يتدخل أي كيان قانوني في عملية التعاقد، فهاته العقود تتمتع بأقصى درجات المرونة، بحيث يمكن لطرفي العقد إرفاق "تدابير إضافية" تصف احتياجاتهما بدقة³.

يلعب تجار الأوراق المالية "Dealers" (نوع خاص من الوسطاء سيتم التطرق إليهم لاحقا) دورا مهما في الأسواق غير المنظمة، فهم يتولون إتمام عمليات بيع أو شراء مجموعة واسعة من الأوراق المالية لأي شخص يقبل بأسعارهم، إذ يقومون بعرض سعر البيع وسعر الشراء لكل ورقة مالية بحيث يشكل الفرق بين السعرين هامش ربح الوسيط، بشكل مستمر على شاشات العرض المتوفرة عبر الشبكات الالكترونية، فيتمكن بذلك كافة المتدخلون في السوق من معرفة كافة الأسعار، مما يساهم في تحديثها باستمرار، فنظام التشغيل هذا، يخلق تنافسية أكبر في هذه الأسواق، ويحدد أسعارا لا تختلف إلا قليلا عن أسعار الأسواق المنظمة⁴.

تلعب الأسواق الغير منظمة دورا حيويا بالنسبة للأوراق المالية الأكثر تداولاً، وهو ما ينطبق على سندات الحكومة الفيدرالية الأمريكية، التي يعد حجم تداولها أكبر من حجم تداول جميع الأوراق المالية

¹ أنظر:

- دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 57؛

- عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² عزيزة بن سميثة، مرجع سبق ذكره، ص 76.

³ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 34.

⁴ Frederic Mishkin, Op-cit, p 38.

المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE)، حيث يتم تداول هذه السندات في السوق الغير منظمة من قبل 40 صانع سوق متخصص¹.

الجدول رقم (2-1): مقارنة مزايا السوق المنظمة بالسوق غير المنظمة

نوع السوق	المرونة	السيولة	الأمان
سوق منظمة		×	×
سوق غير منظمة	×		

Source : Roland Portait, Patrice Poncet, **Finance de Marché : Instruments de Base, Produits Dérivés, Portefeuilles et Risques**, Editions Dalloz, Paris, France, 2008, p 35.

رغم ما يبرزه الجدول رقم (2-1) من تمتع السوق المنظمة من مزايا السيولة والامان، وتمتع السوق غير المنظمة من مزايا المرونة، إلا أن الواقع قد يخالف ذلك على الإطلاق، بحيث قد نجد أسواق غير منظمة تتمتع بسيولة عالية جدا وذلك في ظل الظروف العادية (خارج أوقات الأزمات)².

يتم إدراج أسهم المشروعات الكبيرة في الوقت الحالي عموما في الأسواق المنظمة مثل بورصة نيويورك (NYSE) أو يورونيكتست (Euronext)، وفي الولايات المتحدة مثلا يتم إدراج أسهم العديد من المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الأسواق الغير منظمة مثل بورصة ناسداك*، وفي أوروبا وعلى الرغم من التطورات الكبيرة التي حدثت على مدار العشرين سنة الماضية، لا تزال أسواق الأسهم تسمح بإدراج عدد قليل من المشروعات الصغيرة والمتوسطة³.

4- أسواق ثالثة وأسواق رابعة

تنقسم سوق الأوراق المالية الثانوية الغير منظمة وفقا لأطراف التعامل إلى قسمين هما:

أ - سوق ثالثة

هي قطاع من السوق غير المنظمة، تديره بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، إلا أن التعامل فيها يجري على الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق (الأسواق المنظمة)، وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها وسرعة تنفيذها، حيث يمكن التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها الوسيط كما يمكن الاستفادة من تخفيضات مغرية، وتكون بيوت السمسرة في هذه السوق على استعداد دائم لشراء أو بيع الأوراق المالية وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، مما يجعل منها أسواقا مستمرة،

¹ Ibid, p 39.

² Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 34, Adapté.

* وهو اختصار "الجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية بنظام التسعير الآلي" (NASDAQ National Association of Securities Dealers Automated Quotation System).

³ Frederic Mishkin, Op-cit, p 39.

حيث تنافس بيوت السمسرة في هذه السوق المتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما عملاء هذه السوق فهم من المؤسسات المالية الكبرى كصناديق التقاعد والبنوك التجارية، وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة¹.

ب- سوق رابعة

هو سوق التعامل المباشر بين المشروعات الكبيرة المُصدرة للأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكات اتصال إلكترونية وهاتفية حديثة²، ونظرا لطبيعة المتعاملين في هذه السوق والمتمثلين في كبار المستثمرين الذين يتمتعون عادة بالخبرة العالية وبالإمكانات الكبيرة، فإن طلب المشورة عند اتخاذ قرار البيع أو الشراء يكون في حدود ضيقة جدا، وهو ما يفسر غياب الوسطاء في هذا النوع من الأسواق³.

وفي الأخير وبالنظر إلى أغلب أسواق الأوراق المالية العالمية، يمكننا القول أن البورصة أو السوق المنظمة والتي تمثل السوق الثانوي للأوراق المالية يتم فيها تداول وتسعير أكبر قدر من الأوراق المالية الموجودة، كما أن أهم البورصات العالمية والمتمثلة في بورصة نيويورك، طوكيو، لندن ويورونيكس تختص بالأساس في تداول الأسهم، كما تشهد هذه البورصات العريقة منذ مدة طويلة منافسة شرسة من قبل الأسواق غير المنظمة وبالأخص في الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك من خلال ابتكار أنظمة بديلة للتسعير مثل نظام "Chi- χ " في أوروبا ومنصات التداول الإلكتروني المبتكرة من قبل بنوك الاستثمار وبيوت السمسرة⁴.

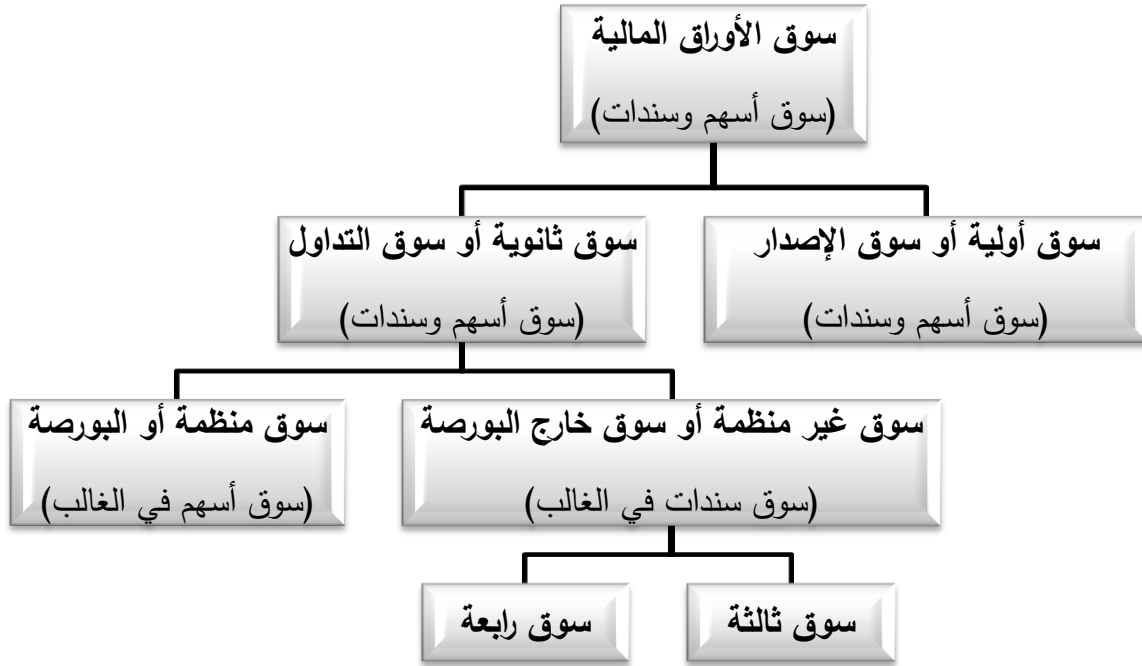
¹ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 40.

² بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص 7.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 58.

⁴ Frederic Mishkin, Op-cit, p 37.

الشكل رقم (2-3): أقسام سوق الأوراق المالية



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات الواردة سابقا

المطلب الثالث: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

ينقسم المتعاملون في سوق الأوراق المالية على فئتين رئيسيتين هما عارضوا وطالبوا الأوراق المالية، حيث يكفي من الناحية النظرية تواجدهما لقيام السوق، إلا أن واقع أسواق الأوراق المالية العالمية أثبت صعوبة إتمام المعاملات من دون وجود أطراف أخرى مساعدة تتجلى في الوسطاء الذين يقومون بالربط بين هاتين الفئتين والهيئات الرقابية والتنظيمية والتي تعمل على تنظيم ومراقبة عمل هاته الأطراف.

أولا: عارضوا وطالبوا الاوراق المالية

يشكل أصحاب الاحتياجات التمويلية مع التجار أو المضاربين جانب العرض على الأوراق المالية، حيث تقوم الفئة الأولى بإصدار أوراق مالية وطرحها للتداول لأول مرة في السوق الأولية، أما الثانية فتعمل على تحقيق الأرباح من خلال إعادة بيع الأوراق المالية التي قامت بشرائها إما من السوق الأولية أو الثانوية، كما يشكل أصحاب القدرات التمويلية جانب الطلب على الأوراق المالية سواء من خلال الاكتتاب فيها على مستوى السوق الأولية ويطلق عليهم في هذه الحالة بأصحاب الاستثمار الحقيقي، أو من خلال إعادة شرائها من السوق الثانوية ويطلق عليهم في هذه الحالة بأصحاب الاستثمار المالي، ويندرج عارضوا وطالبوا الاوراق المالية ضمن الفئات التالية:

- **المستثمرين الأفراد أو الجمهور:** وهم مجموع الأفراد الذين يريدون الاستثمار في سوق الأوراق المالية سواء بطريقة مباشرة أو من خلال اللجوء إلى صناديق الاستثمار¹، وتساهم هاته الفئة بنسبة 80% من مجموع الأموال المستثمرة في السوق الأمريكية، وما بين 20% إلى 30% في كل من المملكة المتحدة، اليابان، فرنسا وألمانيا²؛
- **المستثمرين المؤسسين أو هيئة الاستثمار (Institutional Investorss):** يوجد العديد من أشكال المستثمرين المؤسسين مما خلق صعوبة في إيجاد تعريف جامع لـ "المستثمر المؤسسي"، والسمة المشتركة التي تجمعهم هي أنهم ليسوا أشخاصا طبيعيين، فهم منظّمون في شكل كيانات قانونية تختلف في هيكلها من مستثمر إلى آخر، إذ يمكن أن نجدها في شكل مشروع مساهمة كشركات الاستثمار المقفلة أو في شكل شركات ذات مسؤولية محدودة كشركات الأسهم الخاصة كما يمكن أن تتأسس بموجب قانون خاص كصناديق الثروة السيادية، وقد يتمتع المستثمر المؤسسي باستقلالية تامة كما قد يكون جزءا من مجموعة أو مجموعة مشروعات كبرى كصناديق الاستثمار المشتركة التي غالبا ما تكون تابعة للبنوك وشركات التأمين، إذ نجد المستثمر المؤسسي مرادفا في كثير من الأحيان "للمستثمر الوسيط" الذي يدير ويستثمر أموال الآخرين وهو ما ينطبق على المؤسسات المالية المصرفية (البنوك التجارية وبنوك الاستثمار) والغير مصرفية (شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الضمان الاجتماعي...)؛³
- **الوحدات الإنتاجية:** هي تلك الوحدات التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات لأغراض الاستهلاك وإنتاج السلع الرأسمالية التي تستخدم لإنتاج خدمات أو سلع أخرى، حيث تحتاج هذه الوحدات لمصادر تمويلية كما تعد في حد ذاتها مصدرا من مصادر الادخار، فهي تدخل سوق الأوراق المالية كبائعة للأوراق المالية من أجل تلبية احتياجاتها التمويلية، كما قد تدخلها كمشتري للأوراق المالية من أجل توظيف الأموال الفائضة⁴؛

¹ بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط استراتيجية الخصخصة: دراسة لواقع التجربة المغربية، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 48.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 60.

³ Serdar Çelik, Mats Isaksson, Institutional investors and ownership engagement, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2, N 105, Paris, France, 2014, p 96.

⁴ عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص 30، بتصرف.

- **الجمعيات والاتحادات والمنظمات الطوعية:** ترغب الجمعيات والاتحادات والمنظمات الطوعية وبعض المؤسسات الدينية كالمساجد في كثير من الأحيان في استثمار أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية للاستفادة من عائداتها¹؛
- **الهيئات الحكومية:** تقوم بعض الهيئات الحكومية المركزية أو المحلية بإصدار صكوك أو سندات من أجل تلبية عجز الموازنة العامة أو إنشاء مشروعات حيوية، كما يعتبر البنك المركزي من بين المشاركين الفاعلين في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال قيامه بعمليات السوق المفتوحة على السندات الحكومية، حيث يقوم ببيع أو شراء هذه السندات للتخفيف من حدة التضخم أو الكساد². يُصنف عارضوا وطلبوا الأوراق المالية وفق معيار الهدف من التعامل الذي يعتبر الموجه الرئيسي الرئيسي لعملياتهم في البيع والشراء إلى أربعة فئات رئيسية هي³:
- **المستثمرون:** وهم نوعان، مستثمر داخلي هدفه الرئيسي السيطرة على المشروع من خلال امتلاك عدد كاف من الأسهم، ليأتي بعد ذلك هدف تحقيق الأرباح في المرتبة الثانية، ومستثمر عادي هدفه الرئيسي تحقيق الأرباح في الأجل الطويل، بالإضافة إلى تحقيق عائد جاري؛
- **المضاربون المحترفون:** هدفهم الاستفادة من فروقات أسعار الأوراق المالية من خلال متابعة تحركاتها بصفة مستمرة، مع التنبؤ باتجاهاتها مستقبلا، باستخدام تقنيات التحليل الفني والأساسي؛
- **المضاربون الهواة أو المقامرون:** هدفهم الاستفادة من فروقات أسعار الأوراق المالية بطريقة غير محسوبة ومن دون الاهتمام بدراسة العوامل المؤثرة عليها، وعادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيقهم لخسائر فادحة؛
- **المتآمرون:** هدف هذه المجموعة التحكم في أسعار الأوراق المالية وتوجيه السوق نحو الصعود أو الهبوط من خلال استخدام وسائل مصطنعة للتأثير على الأسعار، ويتميز هؤلاء باستحواذهم على موارد مالية ضخمة تمكنهم من تحقيق أهدافهم.

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 61.

² قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص 20، بتصرف.

³ يحي أزغار، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس: أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2017، ص 30.

الجدول رقم (2-2): مقارنة بين الاستثمار، المضاربة والمقامرة

المقامرة	المضاربة	الاستثمار	
قصيرة جدا	قصيرة	طويلة	المدة الزمنية
مرتفع جدا	مرتفع	منخفض	الإقبال على المخاطرة
كبير جدا وفي فترة زمنية قصيرة جدا	كبير وفي فترة زمنية قصيرة	صغير، مستمر وعلى فترة زمنية طويلة	العائد المتوقع
غير مدروسة	مدروسة	مدروسة	دراسة العملية

المصدر: حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم: دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية وفلسطين)، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 46، بتصرف.

ثانيا: الوسطاء الماليون

تنقسم أعمال الوساطة وفقا لقانون تداول الأوراق المالية لعام 1934 في الولايات المتحدة بين الإلتجار والسمسرة، إذ يُعرّف هذا القانون السمسار بأنه «أي شخص يعمل على تنفيذ المعاملات على الأوراق المالية لحساب الآخرين»، أما تاجر الأوراق المالية فيُعرفه بأنه «أي شخص يعمل في مجال بيع وشراء الأوراق المالية لحسابه الخاص، سواء بواسطة سمسار أو من دونه»، فعلى عكس السمسار الذي يلعب دور الوكيل، يلعب التاجر دور الطرف المقابل في صفقات زبائنه، ويقوم الأشخاص بهاتين الوظيفتين كعمل تجاري¹، ويندرج مختلف أصناف الوسطاء تحت هاذين الصنفين وفق ما يلي:

1- الوسطاء السماسرة "Brokers"

يعملون نيابة عن أطراف ثالثة ومن دون اتخاذ أي موقف، فهم ليسوا في وضع شراء أو بيع الأوراق المالية²، وإنما يقومون بمقابلة طلبات المشترين بعروض البائعين ولا يتعاملون لحسابهم الخاص، كما لا يشاركون مباشرة في سيولة السوق، لكنهم يساهمون فيها بشكل غير مباشر من خلال الربط بين المتعاملين مقابل حصولهم على عمولة سمسرة (ثابتة و/أو متغيرة) يتحملها كلا الطرفين (البائع والمشتري)³.

¹ Eva R. Porras, *Bubbles and Contagion in Financial Markets: Models and Mathematics*, Macmillan Publishers Ltd: Palgrave Macmillan, Volume 2, London, United Kingdom, 2017, p 9.

² Jérémy Morvan, Op-cit, p 6.

³ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 36.

ومن أهم السماسرة الذين يندرجون تحت هذه الفئة نجد:

- **سماسرة الخدمة الكاملة "Full Service Brokers"**: يقدمون مجموعة متنوعة من الخدمات وأهمها خدمة الاستشارات وتزويد المستثمرين بالمعلومات المتواترة عن الأوراق المالية واتجاهات السوق، مع قيامهم بإدارة حسابات عملائهم¹؛
- **سماسرة الخصم "Discount Brokers"**: يقدمون حد أدنى من الخدمة لعملائهم والتي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع والشراء، ويتناسب مقدار العمولة التي يحصلون عليها مع حجم الخدمة المقدمة²؛
- **وكلاء بيوت السمسرة "Agents brokerage houses"**: يحملون عضوية البورصة ويعملون كوكلاء أو أجراء لأحدى بيوت السمسرة، كما قد يعملون لحسابهم الخاص، حيث يتلقون الأوامر من العملاء ويقومون بتنفيذها داخل البورصة³؛
- **سماسرة الصالة "Floor Brokers"**: هم سماسرة مسجلين في البورصة ويدفعون رسوم عضويتهم من أموالهم الخاصة، ولا يعملون كالسماسرة الوكلاء لحساب بيت سمسرة معين، بل يقدمون خدماتهم لمن يطلبها، وخلال فترات ذروة النشاط يقدمون خدماتهم للسماسرة الآخرين* من خلال تنفيذ المعاملات نيابة عنهم مقابل جزء من العمولة، مما يقلل من احتمال اختناق السوق ويزيد من حجم المعاملات⁴؛
- **سماسرة الطلبات الكبيرة**: يتعاملون في الصفقات التي لا يقل حجمها عن 10000 ورقة مالية (سهم على وجه التحديد)، وهم يعملون في العادة في بيوت السمسرة الكبيرة التي تملك رأس المال اللازم وشبكة اتصالات قوية تمكنها من الوصول لكبار العملاء، وتكون عمولة هذه الصفقات صغيرة نظرا للوفرات في التكاليف الناجمة عن ضخامة الصفقة⁵.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 137.

² عبو عمر، مرجع سبق ذكره، ص 34.

³ شيخي بلال، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية: الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011، ص 57.

* لهذا يسمون بسماسرة السماسرة.

⁴ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 64.

⁵ نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2015، ص 23.

2- الوسيطاء التجاري "Dealers"

يعملون لحسابهم الخاص، من خلال شراء الأوراق المالية ممن يعرضها للبيع وإعادة بيعها لمن يطلبها، حيث تنتهي معاملاتهم بصافي مركز غير معدوم (في الأجل القصير)، وتظهر هذه المعاملات في ميزانيتهم في جانب الأصول والخصوم، لذلك فهي تؤثر بشكل مباشر على سيولة السوق، ولو كان ذلك بشكل هامشي، وبشكل عام تكون أسعار بيعهم "bid price" في المتوسط أكبر من أسعار شرائهم "ask price"، ويمثل الفرق بينها النتيجة التي يتحصلون عليها، وتجدر الإشارة إلى أن التاجر يقوم في معظم الحالات بدور السمسار أيضا¹.

يلتزم التجار بشكل دائم بلعب دور الطرف المقابل في الصفقة وفق حد أدنى من حجم الأوراق المالية تحدده سلطات السوق، لذلك فمن المحتمل أن يسيروا "عكس" تحرك السوق، مما يشكل لهم موقفا شديدا الخطورة^{**}، يغطونه بهامش ربح مرتفع، والذي يعد مقياس لدرجة السيولة في السوق، فكلما كان أصغر حجما كان السوق أكثر سيولة².

ومن أهم تجار الأوراق المالية الذين يندرجون تحت هذه الفئة نجد:

- **التجار أو الديلرز "Dealers"**: ينشطون بشكل عام في الأسواق غير المنظمة، ويملكون مخزونات كبيرة من ورقة مالية معينة، ولفترات زمنية طويلة نوعا ما، حيث يقومون بتسعير الأوراق المالية للخروج بسعر البيع وسعر الشراء لكل ورقة مالية، من أجل عرضه على المتعاملين وتنفيذ الصفقات لمن يقبل بأسعارهم³؛
- **تجار الصالة "Floor Dealers"**: يطلق عليهم اسم المضاربون أو التجار المسجلون في البورصة، فهم يتشابهون مع سماسرة الصالة في الدفع والتسجيل، غير أنهم يختلفون عنهم في عملهم لحسابهم الخاص فقط، إذ يتصيدون فرص البيع والشراء لتحقيق الأرباح والتي عادة ما تأتي نتيجة التسعير الخاطئ للمنافسين⁴؛

¹ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 36.

^{**} إذا اتجه أغلب المتعاملون نحو الدخول إلى السوق من خلال شراء الأوراق المالية، نتيجة توقعهم اتجاه الأسعار نحو الارتفاع، فسيكون التجار بائعون صافون، مما يعرضهم لمخاطر ارتفاع الأسعار.

² Idem.

³ Salih N. Neftci, Principles of Financial Engineering, Elsevier Inc: Elsevier's Science & Technology, Second Edition, California, USA, 2008, p 27, Adapted.

⁴ شيخي بلال، مرجع سبق ذكره، ص 58.

- **تجار الطلبات الصغيرة:** هم التجار الذين يقومون بشراء كميات كبيرة من الأوراق المالية من أجل بيعها بكميات صغيرة لمن يرغب في ذلك¹؛
- **صناع أو ماسكوا السوق "Market makers":** ينشطون في الأسواق المنظمة أين يقومون بتشكيل سوق للأوراق المالية من خلال توفير مخزون كافٍ منها مع إعلان أيام محددة للتسليم، حيث يلتزمون بتنفيذ صفقات البيع والشراء بأسعارهم المعلنة والتي تكون نتاج عملية التسعير التي يقومون بها، مع الإشارة إلى أن صناع السوق لا يقومون بتخزين عدد كبير من الأوراق المالية، كما لا يحتفظون بها لفترات زمنية طويلة²؛
- **المتخصصون "Specialists":** يملكون عضوية البورصة ويتخصص كل واحد منهم في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة منها، على أن لا يتعامل أكثر من متخصص واحد في نفس الورقة المالية، ويجمع المتخصص بين وظيفتي السمسرة والإتجار بحيث يعمل بطريقة تحقق الأداء المنتظم للبورصة، ففي حالة زيادة عرض ورقة مالية معينة يعتمد المتخصص إلى تخفيض هامش الربح كما يعمل على شراء المعروض في محاولة منه لتحقيق التوازن، والعكس في حالة زيادة الطلب، فهم لا يسعون لتحقيق الأرباح بقدر سعيهم لضبط إيقاع حركة السوق، ونظرا لخطورة هذا الدور تنسم شروط عضويتهم بقدر كبير من التشدد³.

ثالثا: الهيئات الرقابية والتنظيمية

تعمل سوق الأوراق المالية ضمن نطاق هياكل تنظيمية خاصة وفي ظل هيئات رقابية عامة تحكم التعامل داخل السوق، وقد تختلف هذه الهيئات من حيث عددها أو مسمياتها على حسب قوانين وضوابط الدول، إلا أن وظائفها متماثلة وتشتمل في العادة على أربعة هيئات⁴ هي:

1- أجهزة التشريع والتخطيط الحكومية

تشتمل على الأجهزة الحكومية المناط بها إصدار القوانين والتشريعات الخاصة بالأسواق حتى يطمئن المتعاملون فيها، كما تعمل على وضع السياسات الخاصة بتطوير السوق وتحفيز المشروعات المدرجة فيه، ويأتي في مقدمة هذه الأجهزة مجلس الوزراء، الوزارات المعنية بالشأن الاقتصادي، البنك المركزي، وزارة العدل، هيئة السجل التجاري وغيرها من الجهات الحكومية المعنية بأمر الأسواق بشكل عام، وهنا

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 65.

² Salih N. Neftci, Op-cit, p 27.

³ نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 22.

⁴ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 47؛

لابد من التأكيد على أن التوجه العام لأسواق الأوراق المالية العالمية يسير نحو تقليص دور الأجهزة الحكومية وحصره في الإطار التشريعي والرقابي وترك أمور الإدارة والتنظيم للقطاع الخاص، حيث نجد أن العديد من البورصات عبارة عن شركة مساهمة عامة أو مؤسسة لا تهدف للربح¹.

2- هيئات الرقابة والإشراف

تعني الرقابة بصفة عامة التحكم أو التوجيه، وفي سوق الأوراق المالية يُقصد بها التحكم في أو توجيه سلوك المتعاملين على الأوراق المالية، وذلك عن طريق وضع الأطر والضوابط المنظمة للتعامل، وتحديد قواعد السلوك الواجب اتباعها ومعاينة من يخالفها².

تعد هيئة الأوراق المالية الجهة التي تُشرف على تجارة الأوراق المالية وتديق في منشورات الإصدار، إذ تتولى مهمة قبول أو رفض أية مستندات تتعلق بالأوراق المالية المسجلة كما تراقب نشاط السوق، حيث تتأكد من سلامة جميع عمليات البيع والشراء اليومية وأنها تمت بطرق سليمة وفي إطار شروط السوق الكفؤ، ومن مهامها تنظيم وتنمية السوق مع الحفاظ على استقرارها وحماية المتعاملين وأعضاء السوق كالمساسة والمشاركين، كما تسهر على تحقيق مجموعة من الأهداف الأساسية تتمثل فيما يلي³:

- عدالة جميع مؤشرات السوق وأسعار الأوراق المالية؛
- تفعيل شروط التدقيق الداخلي على جميع أنشطة السوق ومن ضمنها تعاملات المستثمرين المقربين من بعض المشروعات؛
- تطبيق العقوبات على المخالفين لأنظمة السوق.

3- الأجهزة التنفيذية

والمقصود هنا سوق الأوراق المالية المنظمة أو البورصة، حيث تقوم هذه الهيئة بالعمل الفني المتعلق بالتداول وتضع اللوائح والضوابط الخاصة بقاعة التداول ونظمها التشغيلية⁴، وتدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية تتمحور حولها وفق ما يلي⁵:

¹ نفس المرجع والصفحة سابقا.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 150.

³ نفس المرجع السابق، ص ص 151-152.

⁴ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 48.

⁵ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008، ص ص 59-60.

- **لجنة أو مجلس إدارة البورصة:** تتكون من سماسرة منتخبين، ولها مكتب مكون من رئيس ونائب وامين صندوق، ويتفرع عنه لجان فرعية، حيث تكون في مجملها مجلس إدارة البورصة والذي يختص بضمان السير الحسن للبورصة؛
- **الجمعية العامة:** تتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة؛
- **اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:** تختلف من بورصة إلى أخرى إلا أنها غالباً ما تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات المتعلقة بالتعامل على الأوراق المالية؛
- **هيئة التحكيم:** تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم، وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة؛
- **مجلس التأديب:** يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقاً للقوانين والأنظمة القائمة؛
- **مندوب الحكومة:** يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها، وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

4- هيئة الحفظ والإيداع المركزي

المقصود بإيداع الأوراق المالية توثيق ملكية الأوراق المالية المسجلة مع البيانات الخاصة بالكيانها، ويُعتبر مركز الإيداع مؤسسة ذات نفع عام لا تهدف إلى تحقيق الربح، ويتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري، وتكون العضوية في هذا المركز إلزامية على شركات المساهمة، حيث يقوم هذا المركز بتسجيل وحفظ الأوراق المالية ونقل ملكيتها من خلال عمليات المقاصة وتسوية المعاملات¹. يعتبر نظام الإيداع المركزي دعامة لإحلال التعامل على الأوراق المالية المادية بقيود دفترية محل التعامل بالصكوك الورقية، حيث يخصص النظام حساباً لكل مستثمر يسجل به ما يملكه من أسهم وسندات، إذ يمكن للمستثمر التعرف على رصيده من الأوراق المالية من خلال كشف الحساب²، وعادة ما تنشأ وحدات بغرض القيام بمهام تسجيل وحفظ وإيداع الأوراق المالية المختلفة، وقد تكون ضمن الهيكل

¹ سيف إبراهيم المصاروة، تداول الأوراق المالية: الحماية الجزائية-دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 67.

² حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 71.

التنظيمي للسوق، كما قد تنشأ مراكز إيداع منفصلة عن السوق للقيام بهذه المهام، وقد تقوم في بعض الحالات بتوزيع الأرباح المستحقة بعد استلامها من الجهة المصدرة للورقة المالية، وأثبتت التجارب أن مراكز الإيداع المستقلة أفضل وأكثر كفاءة ومهنية من المراكز الملحقة بسوق الأوراق المالية¹.

يهدف نظام الإيداع المركزي للأوراق المالية إلى تجميع الأوراق المالية وحفظها مركزياً، والتعامل عليها من خلال قيود دفترية أو إلكترونية وليس من خلال صكوكها الورقية، حيث يُفتح حساب أوراق مالية لكل مودع يُقيد فيه ما يملكه من أوراق مالية، وعند قيام المودع ببيع بعض أوراقه المالية فإن ذلك يتم عن طريق النقل من رصيد حسابه إلى رصيد حساب المشتري، دون الحاجة إلى تسليم وتسلم الصكوك المادية للأوراق المالية محل العملية، مع الإشارة إلى أن المركز لا يتعامل مع مالكي الأوراق المالية بشكل مباشر وإنما مع الجهات المصدرة للأوراق المالية والتي تمتلك العضوية في هذا المركز².

المبحث الثاني: آلية التداول في سوق الأوراق المالية

تعد الأوامر وسيلة التواصل بين مختلف المتعاملين في سوق الأوراق المالية، كما يتم من خلالها تحديد الأسعار السوقية لمختلف الأوراق المالية وفق نظامي التسعير بالتثبيت والتسعير المستمر، وقد كان يتم في البداية تحرير الأمر على الورق وإرساله إلى الوسيط من أجل تنفيذه، ومع تطور وسائل الاتصال تطورت تقنيات التداول حتى أصبحت تستخدم الأوامر الإلكترونية المبرمجة بالخوارزميات والمرسلة عبر شبكات الألياف البصرية، مما ساهم في اختزال الوقت وتطور أداء السوق.

المطلب الأول: أوامر سوق الأوراق المالية

يجري التداول في السوق الثانوية عبر الوسطاء سواء كانوا أعضاء في السوق المنظمة أو المنتظمين في إطار جمعيات كالجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية بنظام التسعير الآلي "ناسداك"، إذ يتم تنفيذ الصفقات بإصدار أوامر واضحة من العميل إلى وسيطه وبشكل يزيل الغموض من تنفيذ الأمر ويزيد من كفاءة الوسيط في الحصول على أفضل العروض لصالح عميله³.

أولاً: مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية

تُعرّف أوامر سوق الأوراق المالية بأنها « عبارة عن تفويض ممنوح للوسيط من أجل تنفيذ معاملة شراء أو بيع أدوات مالية⁴»، وتحمل هذه الأوامر معلومات تتعلق بنوع العملية _شراء أو بيع_ واسم

¹ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 48؛

² سيف إبراهيم المصاروة، مرجع سبق ذكره، ص 69؛

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 107.

⁴ Jérémy Morvan, Op-cit, p 11.

وكمية الورقة المالية محل التفاوض، ومعلومات خاصة تبين مدة صلاحية الأمر والشروط المتعلقة بسعر تنفيذ الصفقة¹.

ويتضمن الأمر حجم طلبية الشراء أو البيع والتي تأخذ الأشكال التالية²:

- طلبية دائرية "Round Lot" والتي تشمل المائة سهم أو مضاعفاته (200 سهم، 300 سهم...)
 - طلبية كسرية "Odd Lot" والتي تشمل الكميات التي تقل عن المائة (من سهم واحد إلى 99 سهم)؛
 - المزيج، وهي الطلبية التي تشمل طلبية أو طلبيات دائرية وطلبية كسرية (353 سهم مثلاً).
- مع الإشارة إلى أن الأسواق المنظمة الكبيرة _مثل بورصة نيويورك "NYSE" _ تمنع الأوامر الكسرية لصغرها وصعوبة حساب الهوامش فيها رغم تطور البرامج المعلوماتية التي تقلل من أثر ذلك³.
- بعد صدور أمر الشراء أو البيع من العميل إلى الوسيط يقوم هذا الأخير بإدخال الأمر إلى نظام التداول الإلكتروني الذي يقوم بمقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع المدخلة إليه، وتنفيذ عقود التداول إلكترونياً، بعدها يتم تزويد مركز إيداع الأوراق المالية بملف التداول الإلكتروني لتسوية كافة المعاملات المنفذة في السوق في ذلك اليوم⁴.

يخضع تنفيذ الأوامر لقاعدتين أساسيتين، الأولى متعلقة بالسعر والثانية بالتسلسل الزمني وفق ما يلي⁵:

- يتم تنفيذ أمر الشراء الذي يتضمن أعلى سعر ممكن قبل جميع أوامر الشراء التي تتضمن أسعار أقل، ويتم بالمقابل تنفيذ أمر البيع الذي يتضمن أقل سعر ممكن قبل جميع أوامر البيع التي تتضمن أسعار أعلى؛
- يتم تنفيذ الأوامر المتماثلة على حسب ترتيب وصولها (الأمر الذي يصل أولاً، يُنفذ أولاً).

ثانياً: الأشكال المختلفة لأوامر سوق الأوراق المالية

تقبل أعمال الوساطة النموذجية التعامل بأنواع مختلفة من الأوامر الصادرة عن العملاء، كما تساهم في صياغة أنواع أخرى منها من أجل مساعدة العملاء على توضيح رغباتهم، إذ نجد في هذا الصدد أكثر من مائة نوع من الأوامر _من دون احتساب الأنواع الرئيسية_ في مختلف البورصات وأنظمة التداول

¹ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 261.

² مصطفى يوسف كافي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 188.

³ نفس المرجع والصفحة سابقاً.

⁴ سيف إبراهيم المصاروة، مرجع سبق ذكره، ص ص 75-76؛

⁵ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 261.

الموازية، حيث تتضمن هذه الأوامر أنواعا مصممة خصيصا للتعامل عالي التردد " High-Frequency Trading HFT" (سننطرق إليه لاحقا) وأخرى للحماية من استراتيجيات HFT وأوامر مصممة للتنفيذ عند افتتاح السوق وإغلاقه، والبعض الآخر يهدف إلى مراقبة السوق الذي سيتم فيه تنفيذ الأمر¹، وتتمتع الانواع المختلفة للأوامر بمزايا وقيود متفاوتة، حيث يفرض العميل على الوسيط وبشكل عام، ثلاثة قيود رئيسية يمكن تخفيفها وفقا لأهداف المتعاملين، وتتمثل هذه القيود فيما يلي²:

- **السعر:** يستهدف المتعامل تنفيذ أوامر الشراء أو البيع بأفضل الأسعار، إلا أنه قد يُصدر أوامر لا تتضمن أي قيود على الأسعار من أجل ضمان تنفيذها بشكل فوري؛
- **الزمن:** يستهدف المتعامل تنفيذ أوامر الشراء أو البيع في الوقت المناسب، كما قد يستهدف إلغائها في حالة عدم تنفيذها؛
- **الكمية:** يستهدف المتعامل تنفيذ أوامر الشراء أو البيع بالكمية المحددة، وفي حالة عدم توفرها لدى الطرف المقابل في الصفقة، قد يستهدف بعض المتعاملين التنفيذ الجزئي لأوامرهم، مع تنفيذ رصيده لاحقا أو إلغاء عملية تنفيذ هذا الرصيد.

وعليه يمكن تقسيم أوامر سوق الأوراق المالية وفق ما يلي:

1- الأوامر المتضمنة لقيود سعرية

هي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل لعقد الصفقة هو الفيصل في مباشرة تنفيذ الأمر من عدمه، ومن أهم أنواعها الشائعة الاستخدام نذكر:

- **الأمر المحدد "Limit order":** يتقيد الوسيط في عملية تنفيذ هذا الأمر بالسعر المحدد من قبل العميل، إذ يشار فيه صراحة لسعر التنفيذ "Limit Price"، ففي أمر الشراء يجري التنفيذ بسعر أقل من السعر المحدد أو مساوي له، بينما يجري التعامل في أمر البيع بسعر أعلى من السعر المحدد أو مساوي له³؛
- **الأمر بأفضل سعر:** يهدف من خلاله المتعامل إلى الوصول إلى الحد الأدنى لسعر الشراء والحد الأقصى لسعر البيع، ويمنح للمتعامل إمكانية تحسين مركزه إلا أنه يعرضه لخطر التنفيذ الجزئي

¹ John L. Teall, *Financial Trading and Investing*, Elsevier Inc: Academic Press, 2nd Edition, London, United Kingdom, 2018, p 14.

² Jérémy Morvan, Op-cit, p 11.

³ مصطفى يوسف كافي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 190، بتصرف.

للأمر، كما أنه لا يتمتع بالأولوية في التنفيذ، فتحديد أفضل سعر يكون من بين أوامر الأطراف المقابلة الغير منفذة، على عكس الأمر السوقي الذي لديه الأولوية في التنفيذ¹؛

- **الأمر بسعر السوق**: لا يتضمن هذا الأمر قيودا سعرية، فإذا ظهر في سجل الأوامر عند افتتاح السوق، يصبح أمرا محدد بسعر الافتتاح ويتم يتم تنفيذه بالكمية المتاحة عند هذا السعر، ويأتي في الأولوية بعد الأمر السوقي والأمر المحدد بسعر أعلى من سعر الافتتاح في أمر الشراء وأدنى منه في أمر البيع، وإذا لم يتم تنفيذ الأمر أو تم تنفيذه بشكل جزئي فسيظل في سجل الأوامر كأمر محدد بسعر الافتتاح²؛

- **الأمر بسعر الافتتاح**: هنا يتم تنفيذ الصفقة بأول سعر يتم به تسعير الورقة المالية في السوق³؛

- **أمر الإيقاف "Stop order"** أو **أمر إيقاف الخسائر "stop loss order"**: يحدد هذا الأمر السعر الذي يباشر عنده الوسيط عملية الشراء لأمر الشراء في حالة السوق الصعودي، أو السعر الذي يباشر عنده الوسيط عملية البيع لأمر البيع في حالة السوق الهبوطي، ليصبح الأمر عند هذا السعر أمرا سوقيًا، فهذا الأمر يتم استخدامه بشكل خاص للتصدي للتغير الكبير في الأسعار، فبمجرد أن يتجاوز سعر أحد الأصول العتبة المحددة مسبقا يتم تشغيل الأمر بهدف الحد من الخسائر، وتعد هذه الميزة مفيدة إذا تم استخدامها على نطاق ضيق، إلا أن الخسائر قد تكون مضاعفة إذا تم استخدامها على أوسع نطاق، إذ يؤدي تنفيذ عدد كبير من أوامر الإيقاف إلى تغذية حالة التغير في الأسعار (الانخفاض في حالة البيع والارتفاع في حالة الشراء)، وهو ما حدث خلال الأزمة المالية العالمية 2008⁴.

2- الأوامر المتضمنة لقيود زمنية

هي الأوامر التي يكون فيها الوقت الذي يحدده العميل لعقد الصفقة هو الفيصل في مباشرة تنفيذ الأمر من عدمه، ومن أهم أنواعها الشائعة الاستخدام نذكر:

- **الأمر المحدد بأسبوع أو شهر "week or month order"**: هو الأمر الذي ينتهي بنهاية الأسبوع فإذا صدر الأمر في أي يوم من أيام الأسبوع فإنه يظل ساري المفعول إلى نهاية الأسبوع، وكذلك الأمر الذي مدته شهرا حيث ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه الأمر⁵؛

¹ Jérémy Morvan, Op-cit, p 11.

² Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 261.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 139.

⁴ Jérémy Morvan, Op-cit, p 11.

⁵ قط سليم، مرجع سبق ذكره، ص 33، بتصرف.

- الأمر اليومي "Day order": هو أمر يتم إلغاؤه إن لم يُنفذ قبل نهاية اليوم¹؛
- الأمر السوقي "Market order": لا يتضمن هذا الأمر قيودا على الأسعار، وإنما يمنح الأولوية لتنفيذها بأسرع وقت، مما يعرضها لخطر التنفيذ الجزئي لها في حالة عدم توافر الطرف المقابل على الكمية المحددة²؛
- الأمر المفتوح "Open Order" أو الأمر الساري حتى يتم إلغاؤه "Good till canceled order": يسعى الوسيط إلى تنفيذ هذا الأمر ما لم يتم إلغاؤه من قبل العميل³؛
- أمر التنفيذ الفوري أو الإلغاء "Immediate or cancel order": يتم تنفيذ الأوامر الفورية بأقصى كمية متاحة لحظة وصولها وإلغاء الكمية الغير المنفذة⁴.

3- الأوامر المتضمنة لقيود كمية

- هي الأوامر التي تكون فيها الكمية التي يحددها العميل لعقد الصفقة هي الفيصل في مباشرة تنفيذ الأمر من عدمه، ومن أكثرها استخداما نجد:
- أمر الكل أو العدم "Fill or kill order": لا يتم تنفيذ هذا الأمر إلا فقط إذا توفرت كامل الكمية المحددة، وفي حالة عدم توفر ولو جزء منها يتم إلغاء الأمر⁵.

4- الأوامر المتضمنة لأكثر من قيد

- يمكن أن نجد بعض الأوامر التي يلزم فيها العميل وسيطه الالتزام بأكثر من قيد، ومن أكثر هذه الأوامر شيوعا نجد:
- الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية معينة: هو الأمر الذي يحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، فهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن⁶.

5- الأوامر الخاصة

- هي أوامر تحمل قيود خاصة يعبر من خلالها العميل عن المسلك الواجب اتباعه من قبل الوسيط في عملية مباشرة تنفيذ الأمر، ومن أهم أنواعها الشائعة الاستخدام نذكر:

¹ John L. Teall, Op-cit, p 14.

² Jérémy Morvan, Op-cit, p 11.

³ John L. Teall, Op-cit, p 14.

⁴ Idem.

⁵ Jérémy Morvan, Op-cit, p 12.

⁶ قط سليم، مرجع سبق ذكره، ص 34.

- أمر مُقَسَّط: يحمل عبارة "X ورقة مالية في Y سوق"، ويطلب من خلاله العميل تقسيط أو تقسيم عملية شراء أو بيع كمية X من الأوراق المالية على عدد Y من جلسات التداول، وذلك لتجنب الضغط على الأسعار الذي تحدثه الأوامر المتضمنة لكميات كبيرة¹؛
- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال أو الأمر المطلق "Discretionary Order": بموجب هذا الأمر يمنح العميل الحرية الكاملة للوسيط في تنفيذ امر التعامل بدون أي قيود سعرية أو زمنية أو كمية، بل يمنحه الحرية حتى في اختيار نوعية الورقة المالية محل الصفقة²؛
- الأمر المقيد: يتضمن عمليتين متعاكستين (شراء ثم بيع) يتم تنفيذهما خلال نفس جلسة التداول، بشرط تنفيذ العملية الأولى قبل الشروع في تنفيذ العملية الثانية، ويتجسد ذلك بعبارة "أولاً، ثم" بحيث يسبق عملية البيع عملية الشراء مع ضمان توفر الأموال اللازمة لهذه الأخيرة³؛
- الأمر الغير مُعَقَّد "Not held order": الوسيط غير ملزم بتنفيذ هذا الأمر ولكنه يسعى للحصول على أفضل سعر لعميله⁴.

المطلب الثاني: آلية التسعير في سوق الأوراق المالية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية ونظامي التسعير بالتثبيت والتسعير المستمر والذي يجري من خلالهما تحديد السعر السوقي لمختلف الأوراق المالية المتداولة في السوق.

أولاً: مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية

المقصود بالتسعير في اصطلاح المتعاملين في سوق الأوراق المالية هو تحديد السعر الذي تلتقي عنده أوامر البيع وأوامر الشراء، والذي يتم عنده تنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر، ليتم تدوينه على لوحة أسعار التداول⁵.

وواقع التداول في أسواق الأوراق المالية يكشف وجود العديد من أسعار التداول خلال اليوم الواحد، والسؤال المطروح هو: ما هو السعر الأكثر تمثيل لجلسة التداول؟ فسعر الافتتاح يسمح بتداول عدد كبير

¹ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 263.

² الطاوس حدادوي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر: حالة الجزائر، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2017، ص 100.

³ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 263.

⁴ John L. Teall, Op-cit, p 14.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، السعودية، 2005، ص 565.

من الأوراق المالية إلا أنه يعتمد جزئياً على الأوامر المرسلة في اليوم السابق والتي لم يتم تنفيذها، فهي لا تمثل بشكل كامل جلسة اليوم، وخلال جلسة اليوم الواحد يوجد العديد من أسعار التداول، مما يجعل من الصعب اختيار سعر بعينه على أنه الأكثر تمثيل للجلسة، كما لا يمكن اختيار أعلى سعر ولا أدنى سعر كسعر ممثل للجلسة، فما يبقى لدينا سوى سعر الإغلاق الذي يظهر لنا كأكثر الأسعار تمثيلاً للجلسة، فهو يسمح بتنفيذ عدد كبير من الأوامر ويتحدد بالكامل استناداً للأوامر المرسلة خلال الجلسة، غير أنه لم يسلم بدوره من بعض الانتقادات¹.

يمكن اعتماد العديد من التعريفات التي تحاول تحديد سعر التداول أو السعر السوقي للجلسة الذي يعكس تفاعل قوى العرض والطلب، حيث تُعرفه على أنه²:

- **الأسعار التي تُنفذ بها المعاملات**، يحتوي هذا التعريف على عيبين، أولهما يكمن في تعريف السعر لحظة تنفيذ المعاملات فقط، إذ لا يمكن من خلاله تحديد السعر في وقت مستمر، بل يُعبر فقط على سعر آخر معاملة نُفذت، والعييب الثاني يكمن في أن المعاملات تُنفذ بالتناوب، مما يُولد اختلافات كبيرة في أسعار التنفيذ خلال فترات زمنية قصيرة؛
- **المتوسط المتحرك لأسعار المعاملات**، هو السعر المتوسط المرجح بالكميات والذي يقيس الأسعار بواسطة حجم المعاملات، وغالباً ما يتم استخدام هذا السعر كمعيار لاستراتيجيات التنفيذ الخاصة بالوسطاء، والتي تقارن أداء الوسطاء بأداء السوق، فإذا كانت أسعار تنفيذ المعاملات للوسيط أقل من هذا السعر بالنسبة لأوامر الشراء وأكبر من هذا السعر بالنسبة لأوامر البيع يكون أداء الوسيط أفضل من أداء السوق والعكس بالعكس؛
- **مركز النطاق السعري السبريد* "spread" أو منتصف السعر "mid-price"**، والذي يمثل الفرق بين الأسعار المقترحة لأوامر البيع والأسعار المقترحة لأوامر الشراء، والتي تكون مقيدة في سجل الأوامر لذلك اليوم، إذ يتجنب هذا التعريف الكثير من الضوضاء، ويستخدم غالباً في الممارسات العملية، وقد يكون من الأفضل استخدام أسعار المعاملات المُنفذة؛
- **السعر المحسوب من سجل الأوامر**، وهو متوسط سعر أوامر البيع وأوامر الشراء مرجحة بكمياتها، إذ يُستخدم هذا التعريف في الغالب لأغراض التنبؤ، لأنه يحتوي _من حيث المبدأ_ على معلومات حول

¹ Jérémy Morvan, Op-cit, p 10.

² Jonathan Donier, Agents hétérogènes et formation des prix sur les marchés financiers, Thèse de doctorat, Département Mathématiques générales, université pierre et marie curie - Paris VI, France, 2016, p p 27-28.

* السبريد "Spread" هي كلمة انجليزية تستخدم في الأسواق المالية للإشارة إلى النطاق الموجود بين سعر العرض وسعر الطلب.

تطور أسعار المعاملات في المستقبل، فعلى سبيل المثال إذا كان هناك عدد كبير من أوامر الشراء مع عدد قليل من أوامر البيع، فمن المتوقع أن ترتفع أسعار المعاملات في المستقبل القريب.

ثانياً: أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية

تعتمد أنظمة التسعير على سيولة الأوراق المالية، حيث يكون التسعير مستمراً بالنسبة للأوراق المالية الأكثر سيولة، في حين يتم تداول الأوراق المالية الأقل سيولة بنظام التسعير بالتثبيت¹.

تشير السيولة في سوق الأوراق المالية إلى قدرة الورقة المالية على الانتقال بين المتعاملين من دون حدوث تغير كبير في سعرها، حيث يمكن تداول الأوراق المالية السائلة بسرعة وبتكاليف معاملات منخفضة وفي أي وقت، مع حدوث تغير طفيف في أسعارها، وتزيد درجة السيولة في الأسواق التي تضم عدد كبير من المتعاملين النشطين وقيود ضئيلة على التداول، كما تعتبر فروق نطاق الأسعار (سعر البيع-سعر الشراء) مؤشرات سريعة للسيولة، حيث تشير الفروق الضيقة إلى أن حجم التداول لن يؤثر بشكل كبير على الأسعار، وبشكل عام يمكن وصف السيولة في سوق الأوراق المالية على النحو التالي²:

- توجد دائماً أسعار عرض وأسعار طلب للمتعامل الذي يرغب في شراء أو بيع كميات صغيرة على الفور؛
- الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء (النطاق السعري) يكون صغير على الدوام؛
- يمكن للمستثمر الذي يباشر عملية شراء أو بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية _في ظل عدم وجود معلومات خاصة_ أن يتوقع اتمام تنفيذ العملية على مدى فترة زمنية طويلة وبسعر لا يختلف كثيراً _في المتوسط_ عن سعر السوق الحالي؛
- يمكن للمستثمر شراء أو بيع كمية كبيرة من الأوراق المالية على الفور، ولكن بعلاوة أو خصم يعتمد على حجم الطلبية.

1- نظام التسعير بالتثبيت

التسعير بالتثبيت هو طريقة لتحديد أسعار الأوراق المالية من خلال مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء المُرسلة إلى السوق بأسعار محددة وذلك مرة واحدة أو أكثر خلال الجلسة، وقد يسمح هذا النظام بتحديد سعر (تثبيت فردي) أو سعرين (تثبيت مزدوج) أو أكثر (تثبيت متعدد) لكل جلسة، حيث يتم تجميع

¹ Jérémy Morvan, Op-cit, p 9.

² John L. Teall, Op-cit, p p 14-15.

الأوامر دون تنفيذها، وسعر التثبيت هو السعر الذي يسمح بتنفيذ أكبر قدر من الأوامر، كما قد تتكرر هذه العملية عدة مرات خلال الجلسة¹.

تسمى الأسواق التي تعمل بهذا النظام بالأسواق المسيرة بالأوامر "Call Markets"، وهي في الغالب أسواق منظمة يتم فيها التداول في أوقات محددة مسبقاً²، وقد سميت بهذا الاسم نظراً لعدم وجود أسعار محددة، بل يعتمد التسعير على عرض وطلب المتعاملين، كما يتم تحيينه وفقاً لتقلبات أوامر هؤلاء، ومن ضمن الأسواق التي تعمل بهذا النظام نجد سوق أورونكست "Euronext"، سوق نيويورك لتداول الأسهم "NYSE" وسوق الأسهم في لندن³.

يتم التداول وفق هذا النظام بطرق مختلفة من أهمها:

- **التسعير بالمناداة:** تتم هذه العملية بالتقاء الوسطاء وجها لوجه في صالة التداول، حيث ينادي أصحاب العرض بصوت عال بما لديهم من أوراق مالية مستعملين ألفاظ وإشارات متعارف عليها للتعبير عن استعدادهم للبيع، وب نفس الطريقة ينادي أصحاب الطلب للتعبير عن استعدادهم للشراء، حيث يتم خلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به، وعادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأوراق المالية النشطة⁴؛
- **التسعير بالاعتراض أو المقارنة:** يتم من خلالها التدوين في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية وحدود الأسعار المعروضة، ويحدد الموظف أو الوسيط المختص سعر التوازن⁵؛
- **التسعير بالإدراج:** تعتبر هذه الطريقة كتابية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية، ويوضع الدرج تحت تصرف السمسار المتخصص في التعامل بتلك الورقة، والذي يقوم بمتابعة الأوامر المدرجة وتحديد سعر التنفيذ⁶؛

¹ Jérémy Morvan, Op-cit, p 10.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم العالي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 29.

³ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 36.

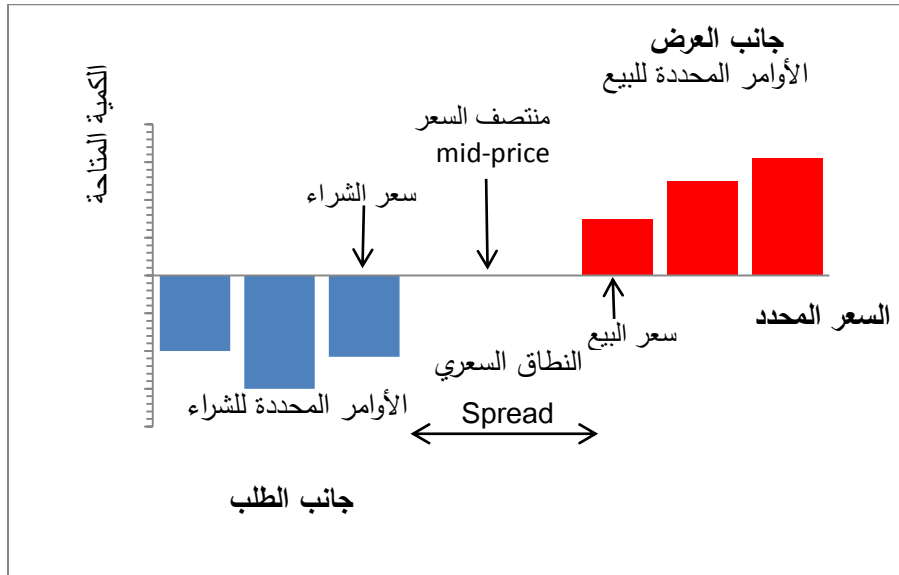
⁴ عزيزة بن سميثة، مرجع سبق ذكره، ص 142.

⁵ نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 26.

⁶ عزيزة بن سميثة، مرجع سبق ذكره، ص 142.

- **التسعير بالمطابقة:** يتم العمل بهذه التسعيرة عندما يلتقي لأحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلق أحدهما بالبيع وآخر بالشراء و بنفس الكمية، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني، و هذا بعد أن يتأكد الوسيط من عدم وجود عرض أكثر ملائمة¹؛
- **التسعير بالصندوق:** هي شبيهة إلى حد ما بطريقة التسعير بالإدراج، غير أنه يتم اللجوء إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالأوراق المالية التي تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن نطاق التعامل العادي، ويكمن جوهرها في تركيز كافة أوامر البيع والشراء في صندوق واحد موجود لدى سلطات السوق وليس في درج تابع للسماسر المتخصص، بعد ذلك يتم إحصاء تلك الأوامر وفحصها لتحديد سعر التوازن².

الشكل رقم (2-4): آلية العمل بسجل الأوامر



Source : Jonathan Donier, **Agents hétérogènes et formation des prix sur les marchés financiers**, Thèse de doctorat, Département Mathématiques générales, université pierre et marie curie - Paris VI, France, 2016, p 27.

يمثل الشكل رقم (2-4) رسم تخطيطي يوضح آلية العمل بسجل الأوامر، حيث يمثل المحور العمودي الكمية المتاحة عند كل سعر، وتمثل كل أمر شراء أو بيع مستطيل يتناسب مع الكمية المحددة فيه، ويتم ترتيب الأوامر حسب لحظة الوصول، كما يتم تنفيذ الأوامر التي لها نفس السعر حسب لحظة الوصول³.

¹ سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 33.

² عزيزة بن سميثة، مرجع سبق ذكره، ص 142.

³ Jonathan Donier, Op-cit, p 27.

2- نظام التسعير المستمر

التسعير المستمر هو طريقة لتحديد أسعار الأدوات المالية من خلال المقابلة المستمرة لأوامر البيع وأوامر الشراء المرسلة إلى السوق¹.

تسمى الأسواق التي تعمل بهذا النظام بالأسواق المسيرة بالأسعار أو الأسواق المستمرة "Continuous Markets"، وهي في الغالب أسواق غير منظمة، يمكن أن يجري فيها التداول في أي وقت، وبما أن الأوامر تأتي بصورة عشوائية فإن الأسعار تكون متفاوتة إلى حد ما²، يلعب الوسطاء التجار وخاصة صناع السوق والمتخصصون دورا رئيسيا في هذه الأسواق من خلال عرض النطاق سعري "Spread" (سعر البيع وسعر الشراء) الذي يساعد في عملية التسعير، ومن ضمن الأسواق التي تعمل بهذا النظام نذكر سوق ناسداك "NASDAQ" ونظيرتها في لندن سوق سيالك "SEAQ"³.

يتم التداول في هذا النظام وفق ما يلي⁴:

- **مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة:** يتم تجميع أوامر البيع والشراء قبل افتتاح جلسة التداول في النظام الآلي للسوق، والذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري بحسب أوامر البيع وأوامر الشراء على الأوراق المالية، ولا يتم التداول في هذه المرحلة، كما تتضمن هذه المرحلة الأوامر المحددة التي تشارك في تحديد سعر الافتتاح النظري وأوامر السوق التي تخضع لهذا السعر؛
- **مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة:** إن عملية التبادل تبدأ بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء، وما دامت الأوامر مستمرة على مدار اليوم، يتولى النظام الآلي باستمرار تخزين جميع الأوامر في ذاكرته ويقوم بالبحث دون توقف على مقابلة أوامر البيع بأوامر الشراء، ويتم تنفيذ العمليات بعد توجيه الأوامر إلى النظام الآلي، مع الأخذ بعين الاعتبار نوع الأمر، ففي الأوامر المحددة يتم التنفيذ وفقا لقاعدة أول أمر داخل أول أمر ينفذ، وبالتالي فإن عملية تنفيذ الأوامر المحددة تتم بالأولوية، وهذا مع مراعات السعر، أما الأوامر بسعر السوق، فليست لها الأولوية في

¹ Jérémy Morvan, Op-cit, p 9.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 29.

* SEAQ هو نظام الإدراج الإلكتروني الذي أنشأته بورصة لندن في عام 1986، وهو الأول من نوعه في أوروبا، والذي يحدد ويعرض أسعار 3500 ورقة مالية من جميع البلدان، حيث أدى نجاح بورصة ناسداك الأمريكية إلى قيام بورصة لندن بإنشاء SEAQ، وهو أول نظام تداول إلكتروني دولي في أوروبا.

³ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 37.

⁴ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص ص 33-34.

التنفيذ، ويتم تنفيذها بعد افتتاح الجلسة، إذ تصبح خاضعة لسعر أفضل عرض إذا تعلق الأمر بالشراء و سعر أحسن طلب إذا تعلق الأمر بالبيع؛

- **مرحلة ما قبل إقفال الجلسة:** قبل دقائق من إقفال الجلسة يتم تجميع الأوامر على أن لا يتم تداول أي منها، ويتم بعد ذلك تحديد سعر نظري للإقفال بحسب أوامر البيع وأوامر الشراء، وعند انتهاء جلسة التداول يتم تحقيق التعاملات بسعر الإقفال، أما التعاملات التي لم يتم تحقيقها فترحل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنتهي مدة صلاحية الأوامر، وتدرج في دفتر أوامر الافتتاح لليوم الموالي، كما يمكن للجنة القائمة على إدارة السوق أن توقف التداول مؤقتاً إذا ما رأت تقلبات حادة في الأسعار.

واقع أسواق الأوراق المالية يُظهر وجود ما يسمى بالأسواق المختلطة، والتي يتواجد فيها الوسطاء السماسرة مع الوسطاء التجار، مع عدم هيمنة أي فئة على الأخرى في عملية خلق السيولة في السوق، بل يساهم كل منهما في جانب من مستوى السيولة الموجود، فعلى سبيل المثال نجد أن بعض أسواق الأسهم تمنح تراخيص تسمح بتدخل المتخصصون في إطار "عقود تنشيط السوق" لضمان قدر معين من السيولة لأسهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة¹.

المطلب الثالث: التداول الإلكتروني الحديث باستخدام الخوارزميات

سوف نحاول من خلال هذا المطلب سرد التطور التاريخي لتقنيات التداول في سوق الأوراق المالية مع التركيز على التداول الإلكتروني باستخدام الخوارزميات وأهم تقنياته المستخدمة لحد الآن في أسواق الأوراق المالية المتطورة.

أولاً: نبذة تاريخية عن تطور تقنيات التداول

مرت آليات التداول في سوق الأوراق المالية بتطورات كبيرة أدت إلى انتقال العملية من التسجيل والتسوية اليدوية والإعلان عن أسعار الأوراق المالية بأسلوب المناداة إلى الاعتماد الكامل على التكنولوجيا المتقدمة في كل الإجراءات، بداية من تسجيل الأوامر ووصولاً إلى إجراء التسويات الفورية بصورة إلكترونية كاملة، وأصبحت العملية برمتها لا تستغرق إلا أجزاء من الثانية².

¹ Roland Portait, Patrice Poncet, Op-cit, p 37.

² هشام طلعت عبدالحكيم، عماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية: دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 92، بغداد، العراق، 2016، ص 253.

أدت التطورات المتلاحقة لتقنيات التداول في أسواق الأوراق المالية المتطورة إلى الانتقال من الاجتماع المادي للمتعاملين في قاعة التداول إلى الاجتماع الإلكتروني من خلال سجل الأوامر الإلكتروني، إذ أصبح الوسطاء يمارسون عملهم انطلاقاً من محطات طرفية من الحواسيب متصلة بالحواسيب المركزية لمختلف أسواق الأوراق المالية العالمية، وقد اقترنت هاته التقنية بطرق جديدة للتفاوض تتسم بما يلي¹:

- سرعة أعلى في انتقال ومعالجة الأوامر؛
 - سرعة أعلى في نشر المعلومات المتعلقة بعمليات التداول؛
 - تطور أكبر لمنصات التداول؛
 - الاعتماد بشكل أكبر على أتمتة الأوامر باستخدام الخوارزميات.
- وقد ساهم التطور التقني بشكل عام وتطور أجهزة الاتصال بشكل خاص في تطوير تقنيات التداول إلى أن وصلت إلى ما هي عليه اليوم من التداول باستخدام الخوارزميات.
- وفيما يلي أهم المحطات التي ساهمت في الوصول إلى مرحلة التداول بالخوارزميات²:

1- جذور التداول بالخوارزميات (1860-1970)

يعد التداول بالخوارزميات حديثاً مقارنة بتاريخ ظهور أسواق الأوراق المالية، ويمكن أن ترجع أصوله إلى جهاز "البنتيليجراف pantélégraphe" الذي يسمح بنسخ الوثائق وإرسالها عبر مسافات بعيدة (تقنية شبيهة بتقنية الفاكس)، فقد تم استخدام هاته التقنية خلال الفترة 1867-1870 لإرسال الأوامر عبر مسافات بعيدة بعد تحريرها على أوراق معالجة بـ "يوديد البوتاسيوم" تسمح بظهور التوقيع على شكل رسم بني اللون، وقد أدى التطور في تقنيات التواصل الذي أصبح يتم عبر التليفون ثم الفاكس، إلى تطور مماثل في تقنيات التداول من خلال ربط الجهات الفاعلة في عمليات التداول بهاته الأجهزة المبتكرة من أجل الرفع من سرعة معالجة وتنفيذ الأوامر.

2- مرحلة أتمتة التداول (1970-1990)

اعتمد التداول في هذه المرحلة على التقنية المعلوماتية في ظل ظهور أولى أجهزة الحاسوب وشاشات عرض المنحنيات، ولم تكن أتمتة التداول "automated trading" تتم في البداية من خلال آلات ذاتية التحكم، ولكن من خلال وضع أدوات تعمل على النشر الآلي للمعلومات لفائدة مشتري وبائعي الأوراق

¹ Fany Declerck, Laurence Lescourret, Dark Pools et Trading Haute Fréquence: une Évolution Utile?, Association d'économie financière: Revue d'économie financière, Vol 4, N 1120, Paris, France, 2015, p 113.

² Victor Lebreton, le Trading Algorithmique, Available on: <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/0810/0810.4000.pdf> consulted in: 22/09/2019, at 16:00.

المالية، بالإضافة إلى أتمتة الأوامر داخل قاعة التداول، وهو ما يعني بالضبط "حوسبة قاعة التداول"، وقد سمحت هاته الحوسبة بإجراء حسابات وعمليات تحكيم مُمنهجة على الأوراق المالية والمؤشرات باستخدام تقنيات سميت آنذاك بـ "برامج التداول"، والتي زادت من استجابة قوى العرض والطلب، وساهمت في انهيار بورصة NYSE في 19 أكتوبر 1987 في الولايات المتحدة*، فقد ساهمت المعلومات المقدمة لجميع المتعاملين وفي نفس الوقت في خلق حركية لجمهور المتعاملين وتغيرات واسعة النطاق في أسواق الأوراق المالية العالمية.

3- مرحلة التداول بالخوارزميات (1990-2010)

في بداية هذه الفترة شرعت قاعات التداول في أتمتة واسعة النطاق من أجل تقديم نظام تسعير مستمر مع توفير القدرة على إدارة أكبر قدر من المعاملات، وفي سنة 1997 تم تصميم شبكة الاتصالات الالكترونية* ECN "Electronic Communication Network" التي تمثل مركز معلوماتي يربط المتعاملين بالوسطاء ويسمح لهم بإجراء معاملات محوسبة، فأجهزة حاسوب هذا النظام تعمل على مدار 24 ساعة يوميا وتساهم في خلق سوق مؤتمت، حيث يمكن لجميع الجهات الفاعلة المرخص لها اللوج لهذه الشبكة، الاتصال والتداول في الأسواق المنظمة أو غير المنظمة.

هذه التقنية الجديدة للتداول المقدمة من طرف شبكة الاتصالات الالكترونية ECN سمحت بالانتقال من "برامج التداول" التي كانت سائدة من قبل إلى "التداول بالخوارزميات"، فقد أصبح بإمكان أجهزة الحاسوب في وقتنا الحالي إجراء العمليات الحسابية في وقتها الفعلي**، وقد انغمست جميع الأطراف الفاعلة في السوق من متعاملين، وسطاء، مهنيين، الباحثين من المؤسسات المالية الكبرى وأساتذة الجامعات في عملية تطوير تقنيات التداول، وذلك بالعمل على التحكم في عمليات صنع القرار مع التحكم كذلك في تكاليف المعاملات، فحجم البيانات ينمو باستمرار مما يتطلب ردود أفعال صارمة وإجراء عمليات التحليل بشكل مستمر، وهذا يستلزم انصراف المتعامل نحو مزيد من المراقبة مع ترك العمليات

* خسرت بورصة NYSE في هذا اليوم 22.6% من قيمتها، وهي ثاني أكبر خسارة يومية بعد الانهيار الذي عرفته البورصة الأيسلندية في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008.

* ENC عبارة عن نظام إلكتروني يسهل عمليات تداول المنتجات المالية خارج الأسواق التقليدية وبتكاليف منخفضة جدا، ويستخدمه الوسطاء وشركات التداول من أجل الوصول إلى أكبر شريحة من المتعاملين.

** نظام الوقت الفعلي في علم الحواسيب، هو النظام القادر على التحكم في العمليات بسرعة تتكيف مع العملية التي يتم التحكم فيها، فأنظمة الحواسيب الحديثة تختلف عن نظيرتها التقليدية في أخذ القيود الزمنية بعين الاعتبار، أي أنها تقدم النتيجة الدقيقة في الوقت المحدد.

البسيطة للخوارزميات، التي يعمل الباحثون باستمرار على تطويرها لتصبح لديها القدرة على اتخاذ القرار بطريقة آلية.

إن فكرة التداول الإلكتروني ليست بالفكرة الجديدة، فقد اقترح بلاك عام 1971 مراحل أتمتة الأسواق المالية في إطار شبكة من الاتصالات الإلكترونية تدار بواسطة محطات طرفية من الحواسيب المربوطة بحاسوب مركزي، من أجل تخفيف الضغط على المتخصصين وصناع السوق، وبعبارة أخرى فإن الابتكارات والابداع في تكنولوجيا الاتصال هو محور تركيز أتمتة عمليات تداول الأوراق المالية، وتعد ناسداك رائدة في إحلال التداول الإلكتروني محل التداول التقليدي¹.

ثانياً: التداول الإلكتروني الحديث

يُنظر إلى التداول الإلكتروني كنظام يتكون من مجموعة من المحطات الطرفية المحوسبة، ترتبط فيما بينها وبين الحاسوب المركزي بخطوط اتصال ذات سرعة عالية، حيث يتم إدخال الأوامر الكترونياً عبر المحطات الطرفية وإرسالها إلى الحاسوب المركزي لغرض إجراء عمليات التداول ومقابلة الأطراف مع بعضها، فهو آلية لتسهيل تنفيذ الصفقات عبر أنظمة اتصال متطورة تُستعمل لإرسال الأوامر من قبل الوسطاء وتثبيتها في شكل عروض وطلبات يتم تنفيذها وفق قواعد تنتهي بالمقاصة وتسوية الصفقة، لتتحول بعد ذلك إلى معلومات تنشر عبر شاشات العرض الخاصة بالوسطاء المرخص لهم بولوج النظام².

1- مفهوم التداول الإلكتروني الحديث

يختلف البعض في تحديد مفهوم التداول الإلكتروني، فمنهم من يؤكد أن التداول الإلكتروني يعني استخدام الحواسيب الإلكترونية والتقنيات الأخرى في عملية بيع وشراء الأسهم دون الحاجة لحضور المستثمر إلى مبنى السوق، بل يتم ذلك عن طريق تحويل وسيط يقدم له المعلومات اللازمة، والقسم الآخر يشير إلى أن التداول الإلكتروني يعني القيام بتجارة الأوراق المالية عبر الأنترنت، والتي تمكن المتعامل من تسير استثماراته بنفسه عبر الويب انطلاقاً من منزله أو مكتبه³.

يمكن تقسيم نظام التداول الإلكتروني إلى أربعة مكونات رئيسية وفق ما يلي⁴:

¹ جبار صحن عيسى سماري، استعمال التداول الإلكتروني وتأثيره في تحسين أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 86، بغداد، العراق، 2016، ص 533.

² نفس المرجع والصفحة سابقاً.

³ هشام طلعت عبدالحكيم، عماد عبد الحسين دلول، مرجع سبق ذكره، ص 253.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 255.

- **نظام توجيه الأوامر:** يحدد نظام توجيه الأوامر من يحق له إدخال أمر في النظام، ونوع الأوامر المقبولة، وكيفية تجميع الأوامر في سجل الأوامر، ومن ثم إعدادها لمرحلة التنفيذ؛
- **نظام معلومات:** يوفر نظام المعلومات وضع العروض والطلبات القائمة، وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها، وعادة ما تعرض محتويات سجل الأوامر للمتداولين في صورة عروض مرتبة تنازليا وطلبات مرتبة تصاعديا، وتختلف أنظمة التداول فيما بينها من حيث حجم المعلومات التي تسمح للمتداولين بالاطلاع عليها، ومن حيث سرعة نشرها، كما قد تزود بعض الأنظمة المتداولين بمعلومات أخرى عن تاريخ المشروعات المصدرة للورقة المالية وبياناتها المالية وآخر الإعلانات المتعلقة بها، وربما زودت المتداولين ببرامج إضافية تساعدهم على اتخاذ القرار المناسب؛
- **نظام تنفيذ الأوامر:** يحدد هذا النظام الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأوامر إلى صفقات، ويجب أن تحدد هذه الآلية ما إذا كان سيتم تنفيذ الأوامر من خلال سوق التسعير بالثبیت أم سوق التسعير المستمر، والقواعد التي تحكم أولوية التنفيذ، وتستخدم معظم الأسواق آلية سوق الثبیت لافتتاح السوق أو استئنافه بعد توقف طارئ، ثم تكون سوقا مستمرة بعد ذلك، أخذا بأولوية السعر ثم الوقت، وعادة ما يطلب كبار المستثمرين (مثل المؤسسات المالية) آلية خاصة لتنفيذ أوامره التي تكون في العادة بأحجام كبيرة؛
- **نظام تسوية ونقل الملكية:** يمكن أن تكون التسوية في هذا النظام آنية، فيكون وقت التنفيذ هو وقت نقل الملكية، ولكن في العادة تأخذ إجراءات التسوية من يوم إلى يومين كما قد تستغرق وقتا أطول.

2- مزايا نظام التداول الالكتروني الحديث

تلعب عملية أتمتة التداول في سوق الأوراق المالية دورا مهما في تحسين أداء السوق، مما دفع بعموم أسواق الأوراق المالية العالمية، سواء المتطورة منها أو الناشئة، إلى السير نحو التحول من آليات التداول التقليدية ذات الطبيعة المادية في مقابلة أطراف الصفقة، إلى آلية التداول الالكتروني لتنفيذ الأوامر المتدفقة من أطراف عدة بدقة وشفافية عاليتين، وذلك باستخدام أنظمة محوسبة مزودة بتقنيات وبرمجيات تعزز من الميزة التنافسية للأسواق من جهتين، الأولى ميزة أثر الوساطة من خلال ربط أطراف متعددة من المتعاملين بقاعدة بيانات مركزية، تسمح لهم بمقارنة العروض واستبعاد الغير مناسب منها بسهولة وبسرعة فائقة وبدون كلفة، والثانية ميزة أثر التكامل، حيث يستخدم جميع الأطراف تكنولوجيا المعلومات بشكل مكثف وعبر أنظمة اتصال سريعة تحكم العلاقة بين المتعاملين في السوق¹.

¹ جبار صحن عيسى سماري، مرجع سبق ذكره، 532.

- ويمكن إيجاز أهم النقاط الإيجابية التي يحققها استخدام نظام التداول الإلكتروني في سوق الأوراق المالية وفق ما يلي¹:
- السرعة الفائقة في إنجاز عمليات البيع والشراء ومن أي مكان يرتأيه المتعامل، من دون الحاجة إلى الحضور لمبنى السوق؛
 - الحصول على المعلومات الضرورية عن الأوراق المالية المتداولة في مختلف الأسواق في أي لحظة، مما يساعد في اتخاذ القرار الصائب حسب تقدير المتعامل؛
 - التداول الفوري استنادا للمعلومات المتحصل عليها من خلال شبكة الاتصال، ومراقبته المستمرة للأسعار، كما يمكن تكرار التداول في نفس اليوم، وذلك لما يتميز به هذا النظام من سرعة فائقة في التسوية والمقاصة؛
 - الرفع من عدد المتعاملين ومن حجم التداول، فضلا عن اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية مع الرفع من سيولة السوق.

3- التداول الإلكتروني في أسواق الأوراق المالية المتطورة

عملت أسواق الأوراق المالية المتقدمة على خلق بيئة تنظيمية تسمح بانتشار أنظمة مختلفة للتداول الإلكتروني، حيث صدرت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2005 ضوابط نظام السوق الوطنية "Regulation National Market System (Reg NMS)"، كما صدر في أوروبا عام 2007 قانون "markets in financial instruments directive (MiFID)"، والتي سهلت دخول العديد من المنصات الحديثة للتداول الإلكتروني كمنصة "Multilateral Trading Facility MTF"، وقد سمحت هذه المنصات بخلق بيئة تنافسية وابتكارية قوية، مما ساهم بشكل خاص في تخفيض تكاليف المعاملات، ولكن في مقابل ذلك أدى دخول هذه المنصات الجديدة إلى بروز تعقيدات في سوق الأوراق المالية، فقد أصبح بالإمكان تنفيذ الأوامر على أكثر من منصتين مختلفتين في

¹ هشام طلعت عبدالحكيم، عماد عبد الحسين دلول، مرجع سبق ذكره، 254.

* Reg NMS هي عبارة عن مجموعة من القواعد التنظيمية التي أقرتها هيئة الأوراق المالية الأمريكية بهدف تطوير سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة.

** MIFID هي عبارة عن مجموعة من القواعد التنظيمية تصدر في الجريدة الرسمية للاتحاد الأوروبي وتهدف إلى تطوير قطاع الخدمات المالية في منطقة الأورو.

*** MTF هي عبارة عن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية يديرها الوسطاء، وذلك من خلال عرض أفضل أسعار البيع والشراء للأوراق المالية التي تتضمنها الأوامر الغير منفذة في سجل الأوامر.

أوروبا وعلى أكثر من أربعة في الولايات المتحدة، وغالبا ما يتم تنفيذ الأوامر خارج الأسواق المنظمة مثل الصناديق المظلمة "Dark Pools"، كما يمكن تنفيذها على منصات التداول عالي التردد "Traders Haute Fréquence THF"¹.

أ- التداول عالي التردد "Traders Haute Fréquence THF"

التداول عالي التردد هو أحد فروع التداول بالحواسيب، فبخلاف التداول التقليدي الذي يتطلب وجود متداول بشري ومزاد وهاتف وقاعة تداول، يعتمد التداول بالحواسيب THF على عمل مهندسين رفيعي المستوى، من أجل برمجة خوارزميات فعالة يتم تنفيذها بحواسيب عالية الأداء، ويمكن تعريف الخوارزمية على أنها «مجموعة من القواعد التشغيلية التي تسمح بحل مشكلة ما، بعدد محدود من العمليات التي يمكن ترجمتها إلى برنامج قابل للتنفيذ بواسطة الحاسوب»، حيث يتم استخدام الخوارزميات في سوق الأوراق المالية عبر مختلف مراحل عملية التداول، وذلك من خلال تحليل بيانات السوق، تنفيذ استراتيجيات التداول المناسبة، تخفيض التكاليف، تنفيذ المعاملات... الخ وبالتالي فإن التداول بالحواسيب هو شكل من أشكال التداول الذي يعتمد على التحليل الكمي وأحدث أساليب الإحصاء والاقتصاد القياسي، كما يستخدم أحدث تقنيات البرمجة الحاسوبية والاتصال الإلكتروني، فالخوارزمية عبارة عن برنامج إلكتروني يهدف إلى تحرير الأوامر وتوجيهها وتنفيذها في سوق الأوراق المالية².

يهدف التداول عالي التردد إلى مراقبة المعلومات وإجراء المعاملات قبل المتعاملين الآخرين، حيث تسمح هذه التقنية للمتداول بأن يكون الأول في السوق، فاستخدام هذه التقنية لا تجعله سريعا بل الأسرع، ويتحقق ذلك من خلال إرسال عدد كبير من الأوامر بكميات صغيرة (أمر بمائة إلى مائتي وحدة) وبسرعة متزايدة تقترب من النانو الثانية، فهي أسرع مليون مرة من الملي ثانية "ms"، مما يعني أن وقت رد الفعل لاتخاذ القرار لم يعد بالإمكان تحقيقه وفق طرق التداول التقليدية، فرمشة العين تتطلب 350 ميلي ثانية ونحن نحتاج 650 ميلي ثانية على الأقل لاتخاذ قرار بناء على حالة معينة، ومن بين مليون أمر صادر في ثانية واحدة يتم تغيير أو إلغاء 95% منها، فمن السمات الرئيسية للتداول عالي التردد إلى جانب سرعته العالية، يمنحنا هذا النظام نسبة منخفضة جدا لعدد الصفقات المبرمة مقارنة بعدد الأوامر الصادرة، وتكمن الأهمية الاقتصادية لنظام التعامل عالي التردد في حصته السوقية التي بلغت ذروتها عام

¹ Fany Declerck, Laurence Lescourret, Op-Cit, p 114.

² Daniel Stéphane, Trading Haute Frequence et Manipulation de Cours, Thèse de Ma-gistère, Département Juriste d'Affaires, Université Panthéon-Assas - Paris II, France, 2012, p 11.

2009 حين وصلت إلى 60% من حجم معاملات بورصة NYSE و30% من حجم المعاملات في أوروبا، إلا أن هذه الحصة آخذة في الانخفاض¹.

ب- الصناديق المظلمة "Dark Pools"

هي عبارة عن منصات تداول غير مكشوفة، تختلف في آلية عملها عن أسواق الأوراق المالية المنظمة التقليدية والتي يطلق عليها اسم "الأسواق المرئية Lit Markets"، فعلى خلاف هاته الأخيرة التي تلتزم بعرض الأوامر الغير منفذة، لا تلتزم منصات التداول غير المكشوفة بعرض هذه الأوامر التي تكون في الغالب بأحجام كبيرة حتى لا تؤثر في الأسعار، وقد اجتذبت هذه الميزة ما يقارب الـ 40% من حجم تداولات بورصة NYSE، فهي تُرى على أنها تمنح حماية أكبر للمتداولين².

تم إنشاء أولى الصناديق المظلمة Dark Pools في الثمانينيات، وكانت عبارة عن منصات وساطة بسيطة جدا تسمى بشبكات التقاطع crossing networks، حيث كانت تقوم بمطابقة أوامر الشراء مع أوامر البيع في أوقات محددة من اليوم من خلال الاستعانة بأسعار تنفيذ الأوامر في السوق المنظمة، وقد اقتصر التعامل فيها في البداية على المستثمرين المؤسسين الذين يرغبون في استقطاب مبالغ مالية كبيرة مجهولة الهوية، وفي مواجهتها للنجاح المتنامي لمنصات التداول عالي التردد، عملت الصناديق المظلمة على استقطاب المتداولين الأفراد لخلق المزيد من السيولة³.

المبحث الثالث: أسس تقييم أداء سوق الأوراق المالية

تعد كفاءة سوق الأوراق المالية أحد أهم الأهداف النظرية التي تسعى أسواق الأوراق المالية إلى الاقتراب منها، فمن خلالها يتم تحقيق هدف التخصيص الأمثل للموارد المالية والذي يحسن من الاداء الاقتصادي للدول، ورغم سعيها الحثيث لتحسين أدائها، لم تستطع أسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم الخروج من المستوى الضعيف للكفاءة، فأصبحت تهتم بتحسين ادائها من خلال تحسين مجموعة من المؤشرات التي تقيس مستوى الأداء وتعكس حركة الأسعار في السوق.

المطلب الأول: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

يستخدم الباحثون والاقتصاديون مجموعة من المؤشرات من أجل تقييم أداء مختلف أسواق الأوراق المالية عبر العالم والتعرف على تحركات أسعار الأوراق المالية فيها، وعليه سوف نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على مفهوم هذه المؤشرات وأنواعها المختلفة.

¹ Fany Declerck, Laurence Lescourret, Op-Cit, p p 114-115.

² Thomas Clarke, High Frequency Trading and Dark Pools: Sharks Never Sleep, Informa UK Limited: Law and Financial Markets Review, Vol 8, N 4, London, United Kingdom, 2014, p 346.

³ Fany Declerck, Laurence Lescourret, Op-Cit, p p 116-117.

أولاً : مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية

تستخدم مؤشرات سوق الأوراق المالية لقياس الأداء الكلي للسوق ونتائج الاستثمار فيه، وهي مفيدة في البحوث المالية واكتشاف العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الحقيقي وأداء السوق، وتختلف هذه المؤشرات من حيث أسلوب حسابها والمتغيرات المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وعادة ما يتم حساب المؤشر في المرحلة الأولى لتأسيس السوق لتتم مقارنته بالتغيرات الحاصلة فيه مستقبلاً، حيث يتم التعرف من خلاله على حركة الأسعار واتجاهاتها، كما يستخدم كمعيار لتقييم أداء الأسواق ومدي اتسامها بالكفاءة¹. يستخدم الباحثون مجموعة من المؤشرات لقياس أداء سوق الأوراق المالية بشكل عام أو أداء قسم خاص من السوق من أجل التعرف على مستوى نشاطه وتحديد السبل الكفيلة بتطويره، كما يتم استخدام مجموعة أخرى من المؤشرات تساعد المستثمرين في التعرف على الحالة العامة للسوق واتجاهات أسعار الأوراق المالية من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة.

وقد وردت عدت تعاريف لمؤشرات سوق الأوراق المالية، نذكر منها:

التعريف الأول: يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية «قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة، الملاحظة، التتبع والقياس للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيسي سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة»²؛

التعريف الثاني: يُعرف مؤشر سوق الأوراق المالية على أنه «قيمة رقمية تعكس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية من حيث الأسعار وحجم التداول، إذ يتم تحديد قيمته في البداية "قيمة الأساس" ليتم مقارنتها بعد ذلك بقيمه عند فترة زمنية أخرى، فهو يعتبر مقياساً شاملاً للسوق»³؛

التعريف الثالث: المؤشر هو «عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية باستخدام معدلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات أداء السوق»⁴.

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 90.

² جاب الله عادل رياض، متطلبات تطوير السوق المالي الجزائري للتكيف والاندماج مع الأسواق المالية العالمية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2017، ص 41.

³ بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص 64.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 90.

التعريف الرابع: كما يمكن تعريف المؤشر على أنه «تقنية تسمح بإعطاء نتيجة رقمية باستعمال علاقة تبرز تطور مقدارين عبر الزمن (كميات أو أسعار)، وتستعمل هذه النتيجة للتعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع معين أو محفظة مالية بصورة خاصة، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو سوق مالية أخرى»¹.

التعريف الخامس: هو «مقياس للحركة العامة لسوق رأس المال يتألف على الأغلب من مجموعة الأوراق المالية التي تعكس حالة السوق بكاملها، ويفترض أن يرتفع السوق ككل عند ارتفاع المؤشر، وعند انخفاضه ينخفض السوق ككل»².

بناء على التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي:

مؤشر سوق الأوراق المالية عبارة عن تقنية تسمح بإعطاء قيمة رقمية تُستخدم لقياس التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية بهدف التعرف على أداء سوق الأوراق المالية و/أو تحركات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه بما يعبر عن حالة السوق.

ثانياً: أنواع المؤشرات المعبرة عن سوق الأوراق المالية

تنقسم المؤشرات المعبرة عن سوق الأوراق المالية إلى نوعين رئيسيين، النوع الأول يقيس أداء السوق ويعبر عن مدى قيامه بأدواره، أما النوع الثاني فيقيس حالة السوق ويعبر عن الحالة السائدة فيه.

1- مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

تعكس مؤشرات قياس الأداء مدى تطور سوق الأوراق المالية، ومدى منافستها للمصادر التمويلية الأخرى في اجتذاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وتوجيهها الأمثل لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، بما يحقق مستويات مرتفعة ومستقرة للنمو الاقتصادي، ومن بين أهم المؤشرات المستخدمة في قياس أداء سوق الأوراق المالية نذكر ما يلي:

¹ بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

² بشار ذنون محمد الشركجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية: دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89، الموصل، العراق، 2008، ص 75.

أ- مؤشرات قياس حجم السوق

تقيس هذه المؤشرات مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل المشروعات الاستثمارية التي تنشط داخل الاقتصاد الوطني، أو بتعبير آخر يمكننا القول أنها تقيس مدى مساهمة السوق في تحقيق النمو الاقتصادي، وتنقسم بين مؤشرين اثنين ها:

- مؤشر الرسملة السوقية

المقصود بالرسملة السوقية لمجموع الأوراق المالية المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، فهي تشير إلى إجمالي القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المدرجة في السوق تبعا للسعر السوقي لهذه الأوراق¹، وتعد مقياسا جيدا لقياس حجم السوق كما يمكن أخذها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي فتسمى معدل الرسملة السوقية وتصبح تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد لتعكس لنا مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في حجم الناتج المحلي الإجمالي المحقق².

الرسملة السوقية = القيمة السوقية لمجموع الأوراق المالية المدرجة في السوق.....(1-2)

$$\text{معدل الرسملة السوقية} = \frac{\text{الرسملة السوقية}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} \times 100 \dots\dots\dots (2-2)$$

يعتبر مؤشر الرسملة السوقية مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق، سواء من حيث زيادة عدد الأوراق المالية و/أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات، وهو ما يعني ارتفاع حجم النشاط الاقتصادي³.

كما يستخدم مؤشر معدل الرسملة السوقية لقياس مدى مساهمة سوق الأوراق المالية في حجم الناتج المحلي الإجمالي المحقق، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع الحصة السوقية لسوق الأوراق المالية في السوق التمويلية وذلك من خلال اعتماد جزء كبير (من حيث الحجم) من المشروعات الاستثمارية على سوق الأوراق المالية لتلبية احتياجاتها التمويلية.

¹ يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2012، ص 36.

² جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2018، ص 53.

³ سليم جابو، مرجع سبق ذكره، ص 52.

- مؤشر عدد المشروعات

يشير إلى عدد المشروعات المقيدة في سوق الأوراق المالية والتي يتم تداول الأوراق المالية الصادرة عنها¹، ويعكس هذا المؤشر التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية بصورة عامة، وخاصة من حيث انتعاش ثقافة الاستثمار المالي في هذه السوق، إلا أنه غير كافي إذا لم يتم استخدام مؤشر القيمة السوقية، حيث يمكن أن يكون عدد المشروعات كبيرا غير أن إجمالي القيمة السوقية لتلك المشروعات يعد صغيرا، كما أنه كلما زاد هذا المؤشر دل ذلك على اتساع حجم السوق².

ب- مؤشرات قياس سيولة السوق

تطرقنا سابقا إلى مفهوم السيولة في سوق الأوراق المالية، ويتم قياسها وفق مؤشرين هما:

- مؤشر حجم التداول

يمثل هذا المؤشر قيمة الأوراق المالية التي تم تداولها في السوق خلال فترة زمنية معينة بمختلف الأسعار، ومن خلاله يمكن دراسة احتمالات هبوط أو صعود السوق في المستقبل القريب³، كما يمكن استخدام مؤشر معدل التداول الذي يقاس من خلال قسمة مجموع الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، فيعكس بذلك مستوى السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر الرسملة السوقية، فقد تكون الرسملة السوقية كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا⁴.

حجم التداول = القيمة الإجمالية لمجموع الأوراق المالية المتداولة في السوق.....(2-3)

معدل التداول = $\frac{\text{حجم التداول}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$(2-4)

يعكس هذا المؤشر دور سوق الأوراق المالية في توفير السيولة للاستثمارات، إذ يشير ارتفاعه إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وبتكاليف منخفضة⁵، مما يشجع أصحاب القدرات التمويلية على الاستثمار المالي ويساهم في رفع حجم الرسملة السوقية.

¹ مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي الإسلامي والتقليدي: دراسة قياسية لمؤشري LQ45 والبيورصة إندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، المركز الجامعي ميله، الجزائر، 2017، ص 99.

² سناء مرابطي، أثر تداول منتجات الهندسة المالية على كفاءة سوق رأس المال: دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2018، ص 29.

³ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 148.

⁴ عبو عمر مرجع سبق ذكره ص 58.

⁵ جهرة شناعة، مرجع سبق ذكره، ص 57.

- مؤشر معدل الدوران

يمثل هذا المؤشر قيمة الأوراق المالية التي تم تداولها في السوق مقسوماً على حجم الرسملة السوقية، فهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق ذات الرسملة المالية الصغيرة ومستوى السيولة المرتفعة ينخفض فيها مؤشر معدل التداول بينما يرتفع فيها مؤشر معدل الدوران¹، وهو ما يعني سهولة الدخول والخروج من السوق رغم أن مؤشر معدل التداول يبين عكس ذلك، مما يعني أن هذا المؤشر هو مؤشر مكمل لمؤشر معدل التداول.

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{حجم التداول}}{\text{الرسملة السوقية}} \dots\dots\dots (5-2)$$

يستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر الرسملة السوقية من خلال تبيان مستوى نشاط السوق، فمن الممكن أن تكون السوق كبيرة الحجم ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض².

ت- مؤشر قياس تقلبات عائد السوق

يقيس هذا المؤشر مدى التذبذب في عوائد الأوراق المالية من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة زمنية معينة، ويحسب بالعلاقة التالية³:

$$TV = \frac{(R_m - \bar{R})}{N} \dots\dots\dots (2-6)$$

حيث:

TV: درجة التقلب في العائد؛

R_m : العائد الإجمالي السنوي للأوراق المالية المتداولة في السوق؛

$\bar{R}$: متوسط العائد الإجمالي للأوراق المالية المتداولة في السوق؛

N: عدد السنوات.

¹ بصيري محفوظ، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية: دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 2001-2015، مجلة معارف: قسم العلوم الاقتصادية، المجلد 11، العدد 21، جامعة البويرة، الجزائر، 2016، ص 89.

² مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية: دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص 151.

³ سناء مرابطي، مرجع سبق ذكره، ص 30، بتصرف.

القيمة المرتفعة لهذا المؤشر تدل على وجود آثار سلبية لسوق الأوراق المالية على الاقتصاد الحقيقي نظرا لما يحدثه من هزات على ثقة المتعاملين بالأداء الاقتصادي، كما يفقدون الثقة في الأسعار السوقية للأوراق المالية مقارنة بقيمتها الحقيقية أو العادلة، أما انخفاض قيمته فتزيد من ثقة المتعاملين في أداء سوق الأوراق المالية وتدفعهم نحو المزيد من الولوج للسوق¹.

ث- مؤشر قياس درجة تمركز السوق

درجة التمرکز تعني ما إذا كان سوق الأوراق المالية مركزا على عدد محدود من المشروعات المقيدة في السوق أو موزعا على عدد كبير منها، ويمكن قياسه من خلال قسمة الرسملة السوقية للأوراق المالية لأكبر عشر مشروعات مقيدة بالسوق على إجمالي الرسملة السوقية، وذلك للوقوف على مدى سيطرة المشروعات الكبيرة على السوق².

$$\text{درجة تمرکز السوق} = \frac{\text{الرسملة السوقية لأكبر عشرة مشروعات مقيدة في السوق}}{\text{إجمالي الرسملة السوقية}} \dots\dots\dots (7-2)$$

تعد القيمة المرتفعة لهذا المؤشر أمرا غير مرغوب فيه³، لأنها تعني أن السوق يتأثر بدرجة كبيرة بأداء المشروعات الكبيرة أو باتجاه التعامل على أوراقها المالية، مما يعني أن السوق يفتقر إلى التنوع.

2- مؤشرات قياس حالة سوق الأوراق المالية

هذه المؤشرات عبارة عن أرقام إحصائية تُستخدم للتعرف على الاتجاهات السوقية المتمثلة في حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية ككل، فهي تُستخدم كمقاييس للحركة العامة في السوق، ويتم حسابها بمجموعة من الأوراق المالية تكون مُثَلَّة لكافة الأوراق المالية المتداولة في السوق، فيكون بذلك ارتفاعها أو انخفاضها يعني بالضرورة ارتفاع أو انخفاض الأسعار في سوق الأوراق المالية ككل، وعادة ما تقوم أسواق الأوراق المالية بحساب هذه المؤشرات ونشرها عبر الشاشات المخصصة للعرض⁴.

ظهرت هذه المؤشرات لأول مرة في نهاية القرن التاسع عشر على يد "داو Daw" وشريكه "جونز Johns" المتعاملين في بورصة نيويورك "NYSE"، وتطورت وازدادت أهميتها عبر الزمن، حيث استخدمت في أسواق الأوراق المالية كوسيلة تعكس اتجاه الأسعار في سوق الأوراق المالية، ويعتبر مؤشر "داوجونز" أول مؤشر لقياس حالة السوق تتم صياغته على مستوى العالم، حيث ظهر لأول مرة عام

¹ جهرة شنافة، مرجع سبق ذكره، ص 61، بتصرف.

² سناء مرابطي، مرجع سبق ذكره، ص 30، بتصرف.

³ جهرة شنافة، مرجع سبق ذكره، ص 61.

⁴ أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 148.

1984، وقد عرفت المؤشرات قفزة نوعية في فترة الثمانينات من القرن الماضي، إذ انتقلت من مجرد أداة تعكس اتجاه الأسعار في السوق إلى أداة من الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال، وأصبح يتم التعامل عليها كالتعامل على بقية الأدوات المالية الأخرى، وقد شهدت سنة 1990 أولى بدايات هذا التداول¹.

يمكننا التمييز بين ثلاثة أنواع من هذه المؤشرات وهي:

- **مؤشرات عامة:** تهتم بحالة السوق ككل، بمعنى أنها تقيس اتجاه السوق بمختلف قطاعاته الاقتصادية، فهي تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأوراق المالية المتداولة، وأن جميع القطاعات الاقتصادية ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي، ومن بين هذه المؤشرات نذكر مؤشر "داوجونز" ومؤشر "ستاندر أند بور S&P500"²؛
- **مؤشرات قطاعية:** تقتصر هذه المؤشرات على قياس سلوك أسعار الأوراق المالية لقطاع معين من الاقتصاد، كقطاع الصناعة مثلاً أو قطاع النقل أو الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن بين هذه المؤشرات نجد مؤشر "داوجونز للصناعة" ومؤشر "ستاندر أند بور للخدمات المالية"³؛
- **مؤشرات الأسواق الفرعية:** إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أوراق مالية لمشروعات متوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها الأسعار فيها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق لتداول أوراق مالية لمشروعات صغيرة⁴.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية مصنعا للإسقاطات المستقبلية للمعلومات التي يوفرها الاقتصاد الحقيقي، فالسعر السوقي للورقة المالية ما هو إلا حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناء على المعلومات المستلمة، فكفاءة السوق تعني الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الأوراق المالية بشكل دائم وسريع وغير متحيز، فلا يتمكن بذلك أي متعامل من استغلال معلومات غير متاحة لتحقيق أرباح غير عادية، فالقوة الحقيقية التي تقود السوق إلى الكفاءة تتوقف على مدى قدرة المتعاملين على التسعير

¹ عزيزة بن سميّة، مرجع سبق ذكره، ص 154.

² جبهة شناعة، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ عزيزة بن سميّة، مرجع سبق ذكره، ص 157.

⁴ بركنو قوسام، دراسة قياسية لتغير مؤشر البورصة: دراسة حالة مؤشر Nasdaq وDaw jons 1980-2010، رسالة

ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص 16.

الجيد، وعلى مدى توفر المعلومات بالشكل المطلوب، وعليه سنحاول التعرف من خلال هذا المطلب على مفهوم الكفاءة، متطلباتها، أنواعها ومستوياتها.

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني استجابة أسعار الأوراق المالية فيها بسرعة وبدون تحيز للبيانات والمعلومات الجديدة المتاحة لجميع المتعاملين في نفس الوقت وب نفس النوعية والكمية وبكلفة منخفضة، بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين تسعير الورقة المالية، وهو ما يضمن حدوث تغيير فوري في السعر عاكساً بذلك ما تحمله المعلومات، فالمعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض مما يجعل حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعوداً مع الأنباء السارة وهبوطاً مع الأنباء السيئة التي تصل إلى السوق فجأة وبدون سابق إنذار¹.

أما عدم الكفاءة فتعني أن الأسعار في السوق لا تستجيب على وجه السرعة للمعلومات الجديدة، وأن هناك بيانات ومعلومات عن مشروعات تتداول أوراقها المالية في السوق يمتلكها قسم من المتعاملين دون الآخر، مما يؤدي إلى اختلاف عمليات تقييم الأوراق المالية فيما بين المتعاملين لاختلاف المعلومات المتاحة لكل متعامل، فيكون هناك تسعير صحيح وتسعير خاطئ، يدفع هذا الخلل في التسعير إلى اختلاف سعر التوازن (السعر السوقي) للورقة المالية عن السعر الذي يجب أن تكون عليه الورقة المالية (السعر الحقيقي) في فترة معينة، وعند وصول المعلومات والبيانات التي تم حجبها سابقاً عن بقية المتعاملين إلى جميع المتعاملين، يتجه السعر السوقي إلى التساوي مع السعر الحقيقي للورقة المالية، فيتمكن حينها أصحاب التسعير الصحيح من تحقيق أرباح غير عادية².

كما يمكن الإشارة إلى أنه حتى ولو توافرت المعلومات والبيانات بالشكل المطلوب لجميع المتعاملين إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة أن يتصف السوق بالكفاءة، وذلك راجع لعدم قدرة بعض المتعاملين على التحليل الجيد للمعلومات المتاحة مما يؤدي إلى التسعير الخاطئ للأوراق المالية .

فالمقصود بكفاءة أسواق الأوراق المالية هو مدى قدرتها على تقييم الورقة المالية بقيمتها الحقيقية، فيكون السعر السوقي للأوراق المالية المتداولة داخل السوق هو السعر العادل لها، مما يؤدي إلى توجيه الموارد المتاحة إلى المجالات الأكثر ربحية.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 38، بتصرف.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره ، ص70، بتصرف.

ولكي يحقق سوق الأوراق المالية هدفه المنشود في الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ينبغي أن تتوفر فيه سمتان أساسيتان هما:

1- كفاءة التشغيل

ويطلق عليها أيضا الكفاءة الداخلية وهي مقدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكاليف سمسرة عالية، ودون أن يتاح للوسطاء التجاري فرصة تحقيق هامش ربح مغالى فيه، ويمكن قياس كفاءة التشغيل بعدد الأوامر الغير منفذة، وبالفتره المستغرقة بين إصدار الأمر وتنفيذه¹.

2- كفاءة التسعير

ويطلق عليها أيضا الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات، وتتحقق عندما يحصل جميع المتعاملين في السوق على المعلومات والبيانات الجديدة بالسرعة المطلوبة وفي نفس الوقت، وأن تنعكس هذه المعلومات على الأسعار في اللحظة ذاتها التي تصل فيها، مما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة حقيقية تعكس كافة المعلومات المتاحة، فيكون السعر السوقي للورقة المالية في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمتها الحقيقية²، وهو ما يدفع السوق إلى تخصيص الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب السوق دورين أساسيين هما³:

- **الدور المباشر:** فالمشروعات الناجحة تكون لها فرص استثمار واعدة، وتصل أخبارها إلى المتعاملين فترتفع أسعار أوراقها المالية وتصبح أكثر سيولة، مما يمنح المشروع القدرة على زيادة رأسماله بطرح أوراق مالية جديدة؛
- **الدور الغير مباشر:** إن إقبال المتعاملين على شراء الأوراق المالية للمشروعات الناجحة يعطي ضمان أكثر للمقرضين، مما يرفع من الطاقة الاستيعابية على الاستدانة لدى هذه المشروعات وبتكلفة منخفضة نسبيا.

¹ عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 191.

² مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة بسكرة، الجزائر، 2010، ص 186.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 33.

ثانيا: الأنواع المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن أن نميز حسب مثالية الكفاءة بين نوعين من الكفاءة هي:

1- الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية

ونقصد بها مثالية السوق من حيث المعلومات والمتعاملين وتكاليف الصفقات، فالسوق الكفؤ هو الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين التغير في سعر الورقة المالية، ولتحقيق الكفاءة الكاملة يتطلب توفر مجموعة من الشروط أهمها¹:

- عدم وجود قيود في التعامل داخل السوق، حيث باستطاعة أي متعامل بيع أو شراء أي كمية من الأوراق المالية مهما صغر حجمها وبدون أي تكاليف أو ضرائب؛
 - إتاحة جميع المعلومات لجميع المتعاملين في ذات اللحظة وبدون تكاليف؛
 - يتعامل في السوق عدد كبير من المتعاملين بينهم مسافة حقيقية وتتوفر لديهم أموال للتعامل؛
 - أن يتصف جميع المتعاملين بالرشادة وأن يكون هدفهم من الاستثمار تعظيم ثرواتهم.
- تعد هذه الشروط افتراضية لأن الواقع التطبيقي والتنظيمي والتشريعي للتعاملات في الأسواق المالية لا يحقق مثل هذه الشروط بأي حال من الأحوال.

2- الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

من غير المنطقي أن لا يكون هناك فاصل زمني بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وبين تغير الأسعار، وهذا يعني أن القيمة السوقية للورقة المالية ستختلف حتما عن قيمتها الحقيقية لبعض الوقت، غير أنه في ظل الكفاءة الاقتصادية يكون الفارق بين القيمة السوقية للورقة المالية وقيمتها الحقيقية ضئيلا، فتحول بذلك تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من التكاليف دون قدرة أي متعامل على تحقيق أرباح غير عادية خاصة في الأجل الطويل².

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره ، ص76.

² لعجالي زكية، الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص 32.

ثالثا: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

توجد علاقة قوية بين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية والمعلومات بشكل عام، فكفاءة السوق هي كفاءة معلوماتية بالدرجة الأولى، ولهذا قسم الباحثون أسواق الأوراق المالية من حيث مستوى الكفاءة إلى عدت صور متفاوتة على حسب قدرتها على تحقيق التعديل الدقيق والسريع في أسعار الأوراق المالية تبعا لما يتكشف عنه من معلومات¹.

1- الحركة العشوائية للأسعار

تعتبر ظاهرة الحركة العشوائية للأسعار الأساس الذي يمكن من خلاله الحكم على كفاءة سوق الأوراق المالية، ففي دراسة أقامها الرياضي الفرنسي «لويس باشوليه» على سوق السلع، وجد أن الأسعار فيها تتبع حركة عشوائية، ونفس هذه النتيجة تم التوصل إليها من قبل العديد من الباحثين في المجال المالي، حيث أثبتوا أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتبع حركة عشوائية، وبالتالي لا يمكن لمجموعة من المتعاملين تحقيق أرباح على حساب الآخرين، على اعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها معكوسة في سعر الورقة المالية، وأي معلومة جديدة تصل إلى السوق تعدل توقعات المتعاملين فيتغير السعر، وحتى توقعات المتعاملين بشأن بعض المشروعات ونتائجها تكون معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة، وبالتالي فإن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض، وتبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي إلى السوق في نمط عشوائي².

فالسعر الحالي يعكس جميع المعلومات المتاحة مع التوقعات المستقبلية السائدة في الفترة الحالية، أما السعر في فترة مستقبلية فإنه يعكس المعلومات المتوفرة عن تلك الفترة مع التوقعات السائدة عن ظروف مستقبلية أيضا في تلك الفترة، وبالتالي فلن يكون هذا السعر المستقبلي مرتبطا بالسعر الحالي على اعتبار أن المعلومات التي تؤثر عليه تأتي في نمط عشوائي، ومنه يمكن القول أن السوق يتبع حركة عشوائية³.

2- المعلومات المتداولة في سوق الأوراق المالية

يمثل سوق الأوراق المالية مصدرا مهما لجمع الأموال طويلة الأجل لتمويل النشاط الاقتصادي، كما يمثل كذلك مصدرا لتبادل المعلومات، من خلال عمله كمنصة أو منتدى لتبادل المعلومات المتعلقة

¹ الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص 113.

² شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، عدد 10، جامعة سطيف، الجزائر، 2010، ص 142.

³ نفس المرجع والصفحة سابقا.

بالأصول الحقيقية، فالأوراق المالية يمكن اعتبارها بمثابة رموز لمعلومات للأصول الحقيقية للمشروعات المصدرة لها، وتتجم ظاهرة عدم تناسق المعلومات لدى مختلف المتعاملين في سوق الأوراق المالية عندما يكون لدى أحد أطراف صفقة معينة، معلومات جوهرية ومهمة عن هذه الصفقة أكثر من الطرف الآخر، وهو ما يضع الطرف الأقل حيازة للمعلومات في وضعية غير ملائمة ومع مواجهة مخاطر إضافية¹.

إن المعلومات المتداولة في السوق تكون على ثلاث أشكال هي²:

- **المعلومات التاريخية:** وتشمل كافة البيانات التاريخية عن أسعار الأوراق المالية، في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية؛
 - **المعلومات العامة:** هي البيانات والمعلومات الحالية عن الظروف والبيئة الاقتصادية العامة، أو ظروف القطاع الذي ينتمي إليه المشروع، أو ظروف المشروع نفسها؛
 - **المعلومات الخاصة:** وهي عبارة عن معلومات داخلية عن المشروع، والتي لا تكون متاحة إلا لفئة معينة من كبار الموظفين أو المتعاملين مع المشروع.
- وعليه فإن أشكال ومستويات الكفاءة تتناسب مع مدى إتاحة هذه المعلومات لجميع المتعاملين في سوق الأوراق المالية.
- في ضوء ذلك يمكن تقسيم مستويات الكفاءة إلى ثلاثة، يرتبط كل مستوى منها بنظام معين من المعلومات كما يلي:

الجدول رقم (2-3): علاقة المعلومات المتداولة بكفاءة سوق الأوراق المالية

شكل السوق / المعلومات	تاريخية	حالية عامة	داخلية خاصة
الضعيف	X		
شبه القوي	X	X	
القوي	X	X	X

المصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 83.

¹ Yoke Yue Kan, Capital market offenses in Malaysia, Emerald Publishing Limited: Qualitative Research in Financial Markets, Vol 10, N 2, bingley, England, 2018, p 173.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره ، ص 80.

3- المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر الكفاءة أمراً نسبياً وليس مطلقاً، ولقد وضع الباحثون المتخصصون وفي مقدمتهم المفكر الانجليزي "يوجين فاما" في عام 1971 نظرية بشأن فرضيات كفاءة السوق تضمنت ما يلي:

أ- فرضية المستوى الضعيف (معلومات تاريخية)

تقضي فرضية المستوى الضعيف لكفاءة الأسواق أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق تعكس كافة المعلومات التاريخية السابقة للأوراق المالية، وعليه لا يمكن لأي متعامل تحقيق عوائد غير عادية انطلاقاً من تحليله لهذه المعلومات لأنها معكوسة في السعر¹، وأنه لا يمكن التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلاً بالاعتماد على المعلومات التاريخية، لأن التغيرات السعرية المستقبلية مستقلة تماماً عن حركة الأسعار في الماضي، وهو ما يعرف بالحركة العشوائية للأسعار، فلا توجد علاقة بين الأسعار السابقة والأسعار المستقبلية للأوراق المالية، وعليه تنحصر فرصة المتعامل في الحصول على عوائد غير عادية بإحدى الطريقتين التاليتين²:

- تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن المشروع، القطاع الذي ينشط فيه، والبيئة الاقتصادية العامة، بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المتعاملين الآخرين، وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات، والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وتحقيق أرباح أكثر من غيرهم، مستغلين قلة المعرفة وبطئ المتعاملين الآخرين؛
- حصول المتعامل على معلومات داخلية خاصة، غير منشورة عن المشروع وغير متاحة للمتعاملين الآخرين.

يتضح من مضمون الكفاءة بالشكل الضعيف أن قواعد التحليل الفني وأدواته غير قادرة على اكتساح السوق وتحقيق المتعاملين لعوائد غير عادية، لأن جميع المتعاملين في السوق قد حصلوا على المعلومات التاريخية والتي لا تحقق أي ميزة معلوماتية لمتعامل على آخر³.

¹ شوقي بورقبة، مرجع سبق ذكره ، ص 143.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره ، ص 84.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره ، ص 47.

ب- فرضية المستوى شبه القوي (معلومات تاريخية + معلومات حالية عامة)

تكتسب سوق الأوراق المالية مستوى الكفاءة شبه القوي، عندما تنعكس جميع المعلومات التاريخية والمعلومات الحالية العامة والمتاحة للجميع، بشكل كامل وسريع بالأسعار السوقية¹، وعليه فإن هذه البيانات والمعلومات، لا تمنح أي ميزة لعموم المتعاملين لتحقيق أرباح غير عادية نتيجة قيامهم بالتحليل الأساسي للمعلومات المتاحة، ويبقى السبيل الوحيد للحصول على أرباح غير عادية هو الاطلاع على بعض المعلومات الخاصة غير المنشورة عن المشروع، كبعض القرارات الإدارية المتخذة من قبل القائمين على المشروع، والتي لها تأثير على واقعه الحالي والمستقبلي².

فهذه السوق تسمح بنشوء ظاهرة احتكار المعلومات والإتجار بها، والتي تعني قيام بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية بشراء المعلومات من موظفي المشروع، واستخدامها في قرارات البيع أو الشراء من أجل تحقيق أرباح غير عادية.

ت- فرضية المستوى القوي (معلومات تاريخية + معلومات حالية عامة + معلومات خاصة)

إن فرضية المستوى القوي للكفاءة تعني أن هذه السوق توفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواء كانت تاريخية، حالية عامة أو داخلية خاصة، وعليه لا يمكن لأي مستثمر مهما امتلك من الخبرة والمهارة في عملية التحليل والاستنباط والاستقراء، من الحصول على إيرادات غير عادية، لأن الأسعار السائدة في السوق معادلة تماما لقيمتها الحقيقية، ولن تتحرف عنها مستقبلا، وهذا سيؤدي إلى تحييد دور المحللين الماليين³.

¹ نفس المرجع والصفحة سابقا.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره ، ص 86.

³ نفس المرجع السابق، ص ص 86-87.

خلاصة الفصل الثاني

تطرقنا في بداية هذا الفصل لمفهوم سوق الأوراق المالية التي تمثل سوق للتمويل بالنسبة لأصحاب العجز المالي وسوق لتوظيف المدخرات بالنسبة لأصحاب الفائض المالي، حيث يتم الربط بينهما في هذه السوق من خلال الاكتتاب في الأوراق المالية الصادرة لأول مرة في السوق الأولية، كما تسمح بتحويل هذه الأوراق إلى نقود عبر السوق الثانوية وذلك إما بالولوج إلى السوق المنظمة التي لها مكان مخصص يتم فيه التداول وفق شروط وإجراءات نمطية، أو بالتوجه إلى السوق الغير منظمة والتي تُمنح فيها مرونة أكبر للمتعاملين، في تحديد شروط وإجراءات تسهيل الأوراق المالية وعقد الصفقات التي يرونها مربحة؛ تعتمد عملية تداول الأوراق المالية في السوق على الأوامر التي يتم إرسالها عبر الوسطاء، فالسعر السوقي أو سعر التداول يتحدد من خلال قوى العرض والطلب المجسدة في أوامر البيع وأوامر الشراء، وذلك باستخدام نظام التسعير بالثبوت و/أو التسعير المستمر، وفي سبيل تحسين أدائها وزيادة تنشيط السوق، عملت أسواق الأوراق المالية المتطورة على استخدام تقنيات جديدة للتداول تعتمد على الخوارزميات، مما ساهم في تقليص الوقت المخصص للتعامل مع الأمر، من لحظة إرساله إلى لحظة تنفيذه أو إلغائه إلى أقل من الجزء من الثانية.

تبين لنا من خلال هذا الفصل أن مؤشر الرسملة السوقية يُعد من أفضل المؤشرات المُعبّرة عن أداء سوق الأوراق المالية، فهو يمثل حجم الأموال المستقطبة نحو السوق ويعكس وزن سوق الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني، كما يمكن تدعيمه ببعض المؤشرات الأخرى كمؤشر حجم التداول الذي يعكس درجة سيولة السوق.

سنتطرق في الفصل الثالث من هذه الدراسة، إلى الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي باعتبارها ركن من أركان السوق المالي، إذ يعتبر هذا الأخير أحد محددات النمو وفق ما تم عرضه سابقاً، حيث سنتطرق إلى الدور التمويلي لأدوات السوق والآثار الإيجابية والسلبية لهذه السوق على النمو.

الفصل الثالث

دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

تمهيد:

يعد التمويل الهدف المحوري الذي وجدت من أجله أسواق الأوراق المالية عبر العالم، والتي عملت بهذا الخصوص على استخدام مجموعة من الأدوات المالية للربط بين عارضي التمويل، أو المدخرين أصحاب الفوائض المالية، أو المستثمرين في السوق المالي من جهة وبين طالبي التمويل، أو المشروعات أصحاب العجز المالي، أو المستثمرين في الاقتصاد الحقيقي من جهة أخرى، وقد تم في البداية استخدام مجموعة من الأدوات المالية التقليدية، ليتم فيما بعد ابتكار أدوات مالية مستحدثة تلبي رغبات المتعاملين في السوق، تم إدراج أشهرها وأكثرها استخداما من خلال تقنية التوريق.

يتمثل الاستثمار المالي في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية بغية الحصول على العائد، ولا يخلو هذا الاستثمار من المخاطر التي تزيد كلما زاد حجم العوائد المتوقعة، وقد عملت سوق الأوراق المالية على توفير مجموعة من أدوات إدارة المخاطر، تساعد المستثمرين المتحفظين على نقل المخاطر لمن له الرغبة في تحملها والذي يُفترض أن تكون له القدرة على ذلك، حيث ظهرت المشتقات المالية كأدوات سحرية لإدارة المخاطر تمكن المستثمرين من التعامل على صفقات ضخمة بتكاليف صغيرة أو معدومة، ونتج عن ذلك زيادة حجم الاقتصاد المالي وابتعاده شيئا فشيئا عن الاقتصاد الحقيقي.

يؤثر أداء سوق الأوراق المالية من الناحية النظرية على معدلات النمو الاقتصادي المحققة، فداء السوق لدورها المحوري والمتمثل في حشد الأموال اللازمة لتمويل العملية الإنتاجية، بالإضافة إلى توجيه هذه الأموال نحو المشروعات الأنجح والاكثَر إنتاجية، يرفع من حجم الناتج المحلي الإجمالي ويحفز النمو الاقتصادي، كما يمكن أن تتسبب سوق الأوراق المالية في كبح هذا النمو، وهو ما أظهرته الازمات المالية التي شهدتها مختلف دول العالم، والتي امتد تأثيرها على الاقتصاد الحقيقي وكانت سببا رئيسيا في تباطؤ الاقتصاد.

سنتناول في هذا الفصل الاستثمار في الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية باعتباره المحطة الأولى لتمويل الأنشطة الاقتصادية، لنصل في الأخير لدوره في تحقيق النمو الاقتصادي وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: أدوات سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل المشروعات

المبحث الثاني: دور سوق الأوراق المالية في اجتذاب الفوائض المالية

المبحث الثالث: الآثار الإيجابية والسلبية لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

المبحث الأول: أدوات سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل المشروعات

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد البدائل التمويلية التي قد تلجأ إليها الشركات التي لديها عجز في تمويل أنشطتها الاقتصادية، وذلك من خلال إصدار أسهم و/أو سندات وبيعها لأصحاب الفوائض المالية، ومع تطور أسواق الأوراق المالية عبر العالم، تم استحداث أدوات مالية جديدة تلبي رغبات المتعاملين وتستقطب زبائن جدد، حيث تم استخدام تقنية التوريق لإدراج أدوات مالية جديدة سواء من خلال تسديد الديون أو تصكيك الأصول الحقيقية.

المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية المتداولة في سوق الأوراق المالية

سننتظر من خلال هذا المطلب للسندات باعتبارها أدوات مالية تمثل حق مديونية على المشروعات المصدرة لها، بالإضافة إلى الأسهم التي تعتبر صك ملكية يثبت حق حامله في تملك جزء من المشروع المصدر له.

أولاً: أدوات المديونية "السندات"

تسمى أدوات الدين في سوق الأوراق المالية بالسندات والتي تمثل التزاما بدفع المال، كما تخضع للشروط والأحكام التي تضعها الهيئة المصدرة ويصفها المستند بهذا الخصوص، وتمثل الأموال المجمعة من بيع السندات ديناً على الهيئة المصدرة لها، ويتم تحديد القيمة السوقية لسندات الدين والتي قد تشهد تقلبات وفقاً لمدى احترام المصدر لالتزاماته المتعلقة بالدفعات المالية الواجب دفعها لحملة السندات في المستقبل¹، وللسندات تاريخ استحقاق يفوق السنة الواحدة، أما أدوات الدين قصيرة الأجل والتي لها تاريخ استحقاق يقل عن 12 شهراً فتدخل ضمن أدوات السوق النقدي².

يمثل الاكتتاب بالسندات عقد استدانة بين مُقترض واحد والعديد من المقرضين، لذلك يتم تقسيم القرض إلى عدت فئات متساوية القيمة، كل فئة هي التزام دين لدى المقرض على المقترض، حيث يتمتع المقرض من خلال هذا العقد بحق الحصول على الفوائد بالإضافة إلى مبلغ القرض عند تاريخ الاستحقاق، كما يلتزم المقترض أو مُصدر السند بدفع الفوائد ومبلغ القرض³.

يتضمن السند مجموعة من المعلومات هي⁴:

- اسم المُصدر؛

¹ Patrick S.collins, Op-cit, p 4.

² Lukasz Snopek, Guide Complet de Construction et de Gestion de Portefeuille, Maxima Laurent du Mesnil, 2e Edition, Paris, France, 2016, p 52.

³ Pierre Devolder et d'autre, Mathématiques Financières, Pearson Education France, Montreuil, France, 2012, p 130.

⁴ Franck Moraux, Finance de Marché, Pearson Education France, Paris, France, 2010, p 92, Adapté.

- رقم تعريف السند (*ISIN و/أو **CUSIP)؛
- القيمة الاسمية للسند، وهي القيمة النقدية المعلنة التي يفترضها المصدر من المكتب، والتي سيتم سدادها عند حلول تاريخ الاستحقاق؛
- عملة السند، وهي العملة النقدية التي يستخدمها المقرض والمقترض في عمليات التسوية؛
- قسائم السند أو كوبونات المحتملة (مبلغ الفائدة، شكلها، تاريخ دفع أول قسيمة فائدة)، وهو مقدار الفائدة التي يتلقاها حامل السند بانتظام، حيث يمكن أن تكون هذه الفائدة ثابتة، عائمة أو متغيرة مع الإشارة إلى المؤشر أو المتغير الذي سيتم الاعتماد عليه في تحديد السعر العائم أو المتغير للفائدة.
- وتتميز بعض السندات عن غيرها باحتوائها على بعض الخيارات التفضيلية، كما تختلف السندات بشكل عام فيما بينها في بعض الخصائص والسمات مما يجعلها تتوزع على أنواع مختلفة، وبالاعتماد على مجموعة من معايير التصنيف يمكننا أن نميز أهم أنواع السندات المتداولة في سوق الأوراق المالية وفق ما يلي:

1- أنواع السندات وفق معيار العائد

تتفرع السندات وفق هذا المعيار إلى:

- **سندات بمعدل كوبون ثابت:** هي السندات التي يتم فيها دفع معدل فائدة ثابت؛
- **سندات بمعدل كوبون متغير:** هي السندات التي يتم فيها دفع معدل فائدة متغير عبر الزمن ومرتبطة بمعدل مرجعي، كدفع الليبور بالإضافة لمعدل ثابت (مثل $LIBOR + 2\%$)¹؛
- **السندات المرتبطة بالتضخم:** بعض السندات تمنح للمستثمرين فيها تدفقات نقدية مرتبطة بمعدل التضخم، ويتعلق هذا الارتباط بالكوبون وبرأس المال المسدد عند حلول تاريخ الاستحقاق، وذلك بدفع القيمة الإسمية للتدفق النقدي مضافا إليها مؤشر أسعار مرجعي²؛

* ISIN هو رقم التعريف الدولي للأوراق المالية International Securities Identification Number وهو رمز مكون من حرفين كرمز للدولة أو لجنسية السند بالإضافة لعشرة أرقام (مثال 1-049580485-US)، تضعه مؤسسة وكالات الترميز العالمية "ANNA"، بهدف إعطاء رمز دولي واحد لكل ورقة مالية، يتم التعامل به في التداولات المحلية والدولية.

** CUSIP هو رمز تضعه لجنة الإجراءات الموحدة لتعريف الأوراق المالية Committee on Uniform Securities Identification Procedures مكون من تسعة أرقام/أحرف (مثال P50838259)، ويهدف إلى تعريف الأوراق المالية وتسهيل عمليات المقاصة.

¹ Lukasz Snopek, Op-Cit, p 52.

² Didier Marteau, Les Marchés de Capitaux, Armand Colin, 2e Edition, Paris, France, 2016, p 101.

- **سندات صفرية:** تباع هذه السندات بأقل من قيمتها الاسمية، على أن تُسدّد كاملة عند حلول تاريخ الاستحقاق¹، فسمّة هذه السندات تتمثل في غياب الكوبون مع وجود معدل فائدة ضمني، يُدفع مرة واحدة عند حلول تاريخ الاستحقاق.

2- أنواع السندات وفق معيار السداد

تتفرع السندات وفق هذا المعيار إلى:

- **سندات ذات الاهتلاك الثابت:** هي السندات التي يتم فيها رد رأس المال الكلي المُقترض خلال فترات متعددة تكون سنوية على العموم، وذلك بتوزيع السندات على مجموعات متسلسلة أو تقسيم القيمة الاسمية للسند على أقساط متساوية، وتسديد القسط أو مجموعة من السندات كل سنة²؛

- **سندات ذات القسط الثابت:** وهي السندات التي يتم فيها سداد جزء من القيمة الاسمية مع مبلغ الكوبون في التاريخ المحدد لدفع هذا الأخير³؛

- **سندات أبدية:** هي سندات لها مدة حياة غير منتهية ولا يتم تسديد قيمتها الاسمية، وتتضمن في مقابل ذلك معدل كوبون مرتفع، ويتمثل الهدف الأساسي من الاستثمار فيها في إعادة بيعها بسعر أعلى نتيجة ارتفاع القيمة الحالية لتدفقاتها المالية المستقبلية عن القيمة الاسمية للسند⁴.

3- أنواع السندات وفق معيار احتوائها على حق تفضيلي

تتفرع السندات وفق هذا المعيار إلى⁵:

- **سندات قابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يتمتع فيها المُصدر بحق سدادها قبل حلول تاريخ استحقاقها وبقيمة محددة مسبقاً؛

- **سندات قابلة للإرجاع:** هي السندات التي يتمتع حاملها بحق استرجاع قيمتها قبل حلول تاريخ استحقاقها وبقيمة محددة مسبقاً؛

- **سندات قابلة للتحويل:** هي السندات التي يتمتع حاملها بحق تحويلها إلى أسهم على حسب طرق التحويل المحددة، وتعد هذه السندات أقل شيوعاً في الحياة العملية.

4- أنواع السندات وفق معيار الجهة المصدرة وعملة الإصدار

تتفرع السندات وفق هذا المعيار إلى:

- **سندات حكومية (السيادية):** وهي السندات التي تصدرها الحكومة أو الجماعات المحلية؛

¹ Lukasz Snopek, Op-Cit, p 52.

² Pierre Devolder et d'autre, Op-Cit, p 151.

³ Ibid, p 154.

⁴ Didier Marteau, Op-Cit, p 106.

⁵ Lukasz Snopek, Op-Cit, p 53.

- **سندات المشروعات:** وهي السندات التي تصدرها المشروعات العامة او الخاصة؛
- **سندات أجنبية:** هي السندات التي تصدرها جهة أجنبية بالعملة المحلية؛
- **سندات دولية:** هي السندات التي تصدرها جهة أجنبية بعملة تختلف عن العملة المحلية.

5- أنواع السندات وفق معيار الجودة

- تقوم وكالات تصنيف مستقلة بناء على المعلومات العامة والخاصة والتحليل المالي الصارم، بتقييم الملاءة المالية للجهات المُصدرة للسندات بشكل مستمر، لتقوم بعد ذلك بتصنيفها بما يتوافق مع قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه حملة السندات، وعليه نجد وفق هذا المعيار نوعين رئيسيين للسندات هما¹:
- **سندات عالية الجودة:** وهي سندات تحمل تصنيف مرتفع ويحبذها المستثمر المحافظ؛
 - **سندات رديئة:** وهي سندات تحمل تصنيف منخفض ويحبذها المضاربون، وتتميز باحتوائها على معدل كوبون مرتفع كتعويض عن حجم المخاطرة المصاحب لها، كما تقع ضمن السندات الغير مرغوب فيها نظرا لملاءتها المالية السيئة للغاية.

ثانيا: أدوات الملكية "الأسهم"

- تسمى أدوات الملكية في سوق الأوراق المالية بالأسهم، والتي تمثل حق المشاركة في الدخل المتولد عن ممتلكات المشروع، وعلى غرار السندات تخضع الأسهم للشروط والأحكام التي تضعها الهيئة المصدرة للسهم ويصفها المستند بهذا الخصوص، وتمثل الأموال المجمعة من بيع الأسهم رأس مال دائم للجهة المصدرة، كما يعتبر حملة الأسهم ملاكا للكيان المصدر لها، ويتم تحديد القيمة السوقية للأسهم_والتي قد تشهد تقلبات_ وفقا للأرباح المتوقعة تحقيقها من قبل الجهة المصدرة في المستقبل².
- وتشكل _بعد عملية الاكتتاب_ التزامات نحو المشروع المُصدر للأسهم، تتمثل في حصول حملة السهم على نوعين من الحقوق، اولهما هو المشاركة في إدارة المشروع من خلال حق التصويت في الجمعية العامة، أما الثاني فيتمثل في الحصول _بعد قرار الجمعية العامة_ على حصة من صافي الأرباح المحققة تسمى "الأرباح الموزعة dividend"³.
- تمثل الأسهم أحد أهم مصادر التمويل طويلة الأجل للمشروعات، وتسمى مجموع أسهم المشروع المُصدرة في السوق الأولية بـ "الأسهم القائمة"، أما الأسهم المتداولة في السوق الثانوية والتي غالبا ما تشكل جزء صغير من الأسهم القائمة فتسمى بـ "الأسهم القائمة"⁴.

¹ Pierre Devolder et d'autre, Op-Cit, p 135, Adapté.

² Patrick S.collins, Op-cit, p 5.

³ Robert Cobbaut et d'autre, la gestion de portefeuille: Instruments, Stratégie et Performance, De Boeck Supérieur, 2e Edition, Paris, France, 2015, p 18.

⁴ Didier Marteau, Op-cit, p 15.

تتفرد الأسهم باحتواء السهم الواحد منها على قيم سعرية مختلفة نوجزها فيما يلي:

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يُنص عليها في عقد التأسيس¹، وهي لا تمثل أي قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين، إلا أن المشروع المصدر لها، لا بد له وأن يلتزم بها عند الرفع من رأس ماله وإصداره لأسهم جديدة²، وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن تخفيض هذه القيمة من خلال عملية اشتقاق الأسهم³، وذلك بتفتيت الأسهم القائمة مما يترتب عنه زيادة عدد الأسهم التي يتكون منها رأس مال المشروع، من دون الزيادة في قيمة رأس المال؛
 - **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق الأولي (عند الإصدار)، وعادة ما تكون أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية⁴؛
 - **القيمة الدفترية:** وتمثل قيمة الأصول في سجلات المشروع بعد طرح الالتزامات⁵، وتحسب القيمة الدفترية بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم القائمة أو المُصدرة وفق العلاقة التالية⁶:
- $$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{صافي الموجودات}}{\text{عدد الأسهم المُصدرة}} - \frac{\text{الديون بمختلف أنواعها}}{\text{عدد الأسهم المُصدرة}} \dots (1-3)$$
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة النقدية المدفوعة نظير اقتناء السهم عند نقطة زمنية محددة، إذ تتحدد هذه القيمة نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب على السهم في سوق الأوراق المالية، وتتصف بعدم الاستقرار كما يُنظر إليها على أنها سلسلة من التقلبات حول القيمة الحقيقية للسهم⁷؛
 - **القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يحصل عليها حامل السهم عند تصفية المشروع؛
 - **القيمة الحقيقية:** يدرك المتعاملون في سوق الأوراق المالية أن القيمة الاسمية لا تمثل التقييم الحقيقي للسهم ولا القيمة الدفترية أيضاً، وأن القيمة الحقيقية للسهم تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة تملك السهم⁸، فهي تمثل القيمة العادلة للسهم، والتي يحاول المحلل المالي تحديدها، إذ تتساوى مع القيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية التي تتسم بالكفاءة التامة.

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 8.

² الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص 82.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 181.

⁵ نفس المرجع والصفحة سابقاً.

⁶ الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص 82.

⁷ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 161.

⁸ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

تتفرع الأسهم إلى عدت أنواع، حيث يتصف كل نوع بسمات خاصة به، كما يولد حقوق معينة لحامله، ورغم صعوبة الفصل بين الأنواع المختلفة للأسهم نظرا لتشارك بعضها في نفس السمات والحقوق، إلا أنه يمكننا عرض أهم أنواع الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وفق ما يلي:

1- أنواع الأسهم وفق معيار طريقة تداول السهم

تتفرع الأسهم وفق هذا المعيار إلى:

- **أسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا يتم فيها تحديد اسم المساهم، وهي في الغالب أسهم مشروعات مسعرة ومدرجة في السوق المنظمة¹؛
- **أسهم إسمية:** وهي الأسهم التي يكون فيها المساهم معروفا لدى المشروع المصدر للسهم، حيث يتم تحديد اسمه في قائمة المساهمين، ونجد هذا النوع من الأسهم في المشروعات الغير مدرجة في السوق المنظمة، والتي تكون جميع أسهمها إسمية².

2- أنواع الأسهم وفق معيار حقوق المساهم

تتفرع الأسهم وفق هذا المعيار إلى:

- **أسهم عادية:** وهي الأسهم التي يتمتع حاملها بالحقوق العادية لحامل السهم، من دون ميزة خاصة مقارنة ببقية المساهمين سواء في الأرباح أو في الأصول³؛
- **أسهم ممتازة:** هي الأسهم التي يتمتع حاملها بحقوق تفضيلية، فقد تتمتع بعض الأسهم الممتازة بحق تصويت واحد أو أكثر، والبعض الآخر قد يستفيد حاملها من توزيعات أرباح أكثر مما يجنيه حملة الأسهم العادية وهكذا⁴، فالأسهم الممتازة هي التي يتمتع حاملها بحق أو حقوق إضافية تفوق ما يتمتع به أصحاب الأسهم العادية⁵.

3- أنواع الأسهم وفق معيار حصة المساهم

تتفرع الأسهم وفق هذا المعيار إلى:

- **أسهم نقدية:** هي الأسهم التي يحصل عليها المساهم مقابل تقديم حصته في رأس مال المشروع نقدا، حتى ولو لم يدفع كامل قيمتها لحظة الاكتتاب⁶؛

¹ Pierre Devolder et d'autre, Op-cit, p 276.

² Idem.

³ عزيزة بن سميثة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

⁴ Pierre Devolder et d'autre, Op-cit, p 276.

⁵ عزيزة بن سميثة، مرجع سبق ذكره، ص 90، بتصرف.

⁶ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 117، بتصرف.

- أسهم عينية: هي التي يحصل عليها المساهم مقابل دفع أصول حقيقية أو مالية من دون النقود؛
- أسهم مجانية: يصدرها المشروع عند الرفع من رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة¹.
- 4- أنواع الأسهم وفق معيار هدف المساهم من الاستثمار
تتفرع الأسهم وفق هذا المعيار إلى:
 - أسهم متميزة (Blue Chips): هي أسهم المشروعات العريقة ذات التاريخ العريق في توزيع الأرباح بدون توقف، فالعائد مضمون لديها ولفترات زمنية طويلة إذ تتميز بضخامة رأسمالها وتحقيق الأرباح حتى في فترات الركود الاقتصادي²؛
 - أسهم الدخل: هي أسهم المشروعات المتميزة بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدل أكثر من المتوسط مقارنة بالمشروعات الأخرى، وبفضلها المستثمرون الراغبون في الحصول على دخل نقدي جاري، فهي تناسب بشكل كبير المستثمر المحافظ³؛
 - أسهم النمو: هي على عكس أسهم الدخل لا يتوقع المستثمر فيها الحصول على توزيعات أرباح موزعة في نهاية السنة وبشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك ارتفاعا كبيرا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة، هذه الأسهم تكون عادة لمشروعات تتعامل بمنتجات ذات تكنولوجيا متطورة⁴؛
 - أسهم دورية: هي الأسهم التي ترتبط فيها الأرباح بالدورات الاقتصادية، ففي مرحلة الرواج والنمو الاقتصادي المرتفع تتحقق الأرباح لحملة هذه الأسهم، والعكس في حالة الركود وتباطؤ معدلات النمو الاقتصادي، وأحسن مثال على ذلك أسهم مشروعات البناء وإنتاج السيارات⁵؛
 - أسهم دفاعية: على عكس الأسهم الدورية لا تتأثر هذه الأسهم بالدورات الاقتصادية، فهي أسهم مشروعات تنتج سلعاً أساسية، لا يتأثر إنتاجها بالدورات الاقتصادية سواء في حالة الرواج أو الكساد فالطلب عليها يكون ثابت ومستقر لحد ما، كإنتاج القمح مثلاً⁶؛
 - أسهم المضاربة: هي الأسهم التي لها أرباح جارية ضعيفة أو معدومة ولكن من المحتمل أن تحقق أرباحاً رأسمالية ضخمة، إذ تتميز بارتفاع درجة المخاطر عند التداول واحتمال تحقيق أرباح أو خسائر

¹ عزيزة بن سميحة، مرجع سبق ذكره، ص 90.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 182.

³ عزيزة بن سميحة، مرجع سبق ذكره، ص 87.

⁴ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زايد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 159.

⁵ عزيزة بن سميحة، مرجع سبق ذكره، ص 88.

⁶ بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص 158.

غير عادية وسريعة، مثل المشروعات حديثة التأسيس أو ذات التكنولوجيا المرتفعة والاختراعات الجديدة والمتجددة، كمشروعات أجهزة الهاتف النقال وأجهزة الكمبيوتر¹.

بمرور الوقت يمكن انتقال السهم من صنف إلى آخر نتيجة انتقال المشروع المصدر له من مرحلة إلى أخرى، فعلى سبيل المثال تمر المشروعات عموماً بثلاث مراحل رئيسية، مرحلة النمو المتسارع ثم مرحلة الاستقرار، فمرحلة تباطؤ النمو، لذلك يدخل سهم المشروع خلال المرحلة الأولى ضمن فئة أسهم النمو أو أسهم المضاربة، ثم ينتقل خلال الفترة الثانية إلى فئة أسهم الدخل.

المطلب الثاني: التوريق كآلية لإدراج أدوات مالية مستحدثة في سوق الأوراق المالية

يعتبر التوريق آلية تم اللجوء إليها لإدراج الأصول الغير سائلة ضمن الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث تم في البداية توريق الأصول المالية الغير سائلة والمتمثلة بالأساس في الديون، ثم انتقلت التجربة إلى توريق الأصول الحقيقية وهو ما يُعرف بالتصكيك الإسلامي.

أولاً: توريق الأصول المالية

قبل ظهور الأوراق المالية كانت هنالك سوق ثانوية متنامية لتداول القروض، إلا أن هذه العملية كانت باهظة الثمن ومعقدة بسبب عدم توحيد عقود القروض وعدم تناسق المعلومات، وفي حالة عدم وجود ميزات صريحة لعقد إعادة بيع القروض تحمي المشتري، فإن بائعي القروض يعملون على بيع القروض الرديئة والاحتفاظ بالقروض عالية الجودة².

أصبح التوريق نموذجاً لبيع القروض والطريقة المفضلة لتحويل المخاطر لدى الكثير من المستثمرين العالميين على مدار العقود الأربعة التي سبقت أزمة 2008، حيث تم خلال هذه الفترة توريق ثلثي قروض الرهن العقاري في الولايات المتحدة، وما بين 30% و 75% من قروض المستهلكين، وبحلول عام 2007، تم توريق أكثر من نصف قروض الطلاب وبطاقات الائتمان في الولايات المتحدة الأمريكية³.

1- نشأة التوريق

التوريق فن تمويلي جديد ظهر في نطاق ما يعرف بالهندسة المالية، ويرجع الكثير من الباحثين فترة ومكان ظهوره إلى سبعينيات القرن الماضي بالولايات المتحدة، حيث كانت تقوم وكالات خاصة بتجميع

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 185.

² Solomon Y Deku, Alper Kara, *Securitization: Past, Present and Future*, Springer International Publishing AG: Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2017, p 8.

³ Bonnie G. Buchanan, *Securitization and the Global Economy: History and Prospects for the Future*, Nature America Inc: Palgrave Macmillan, New York, USA, 2017, p 2.

قروض الرهون العقارية في محفظة واحدة ليتم توزيعها بعد ذلك، وامتد مجال تطبيق هذه التقنية على أصول أخرى بعد عشرية من الزمن، خاصة مع تفجر أزمة المديونية الخارجية سنة 1982¹.

وعلى خلاف ما ذكرناه يرى عدد من الباحثين أن التوريق ليس ظاهرة حديثة نسبيا كما يعتقد كثيرون، وإنما تعود جذورها إلى أوائل القرن الحادي عشر في أوروبا لتنتقل بعد ذلك إلى الولايات المتحدة وتصل إلى ما وصلت إليه اليوم، وقد وصفها مختلف الأدبيات في سياق نموذج مكون من خمس مراحل، تتمثل أولها في الابتكار والتوسع، حيث تتجح عمليات التوريق وتزيد من ثقة المستثمرين في السوق، مما يؤدي إلى المرحلة الثانية والمتمثلة في جنون المضاربة، أين يصبح السوق أكثر خطورة وتعقيدا، وفي المرحلة الثالثة تصل فيه إلى الذروة وتبدأ بالسقوط، حيث تتفجر الفقاعة وينخفض حماس المستثمرين اتجاه المنتجات المورقة وتصل إلى المرحلة الرابعة التي تتميز بالتشاؤم وعدم الثقة، واتجاه عموم المستثمرين نحو منتجات أكثر جودة من خلال سلوك الجموح، ويصبح سوق الأوراق المالية في هذه الحالة أقل سيولة، ليتجه نحو المرحلة الأخيرة التي تمثل مرحلة الأزمة والسعي نحو ابتكار حلول مالية جديدة².

مثلت العديد من الابتكارات المالية عبر التاريخ ردود أفعال على الأزمات المالية المعاشة، وهو ما ينطبق تماما على تقنية التوريق الحديثة، التي جاءت كرد فعل على أزمة الكساد العظيم الذي ضرب العالم سنة 1929، ففي الولايات المتحدة الأمريكية ساهمت الأزمة في ارتفاع معدلات البطالة مما أدى إلى عجز كبير في سداد القروض السكنية، وترتب على ذلك حبس الرهون العقارية، وقد أدى هذا إلى ظهور أزمة إسكان وانهيار العديد من المقرضين الخواص على غرار البنوك التجارية، شركات التأمين على الحياة وبنوك التوفير، والذين مثلوا في ذلك الوقت مصدر تمويل للرهن العقاري، فقد تردد هؤلاء في منح القروض مما دفع بالحكومة الأمريكية سنة 1934 إلى اعتماد برنامج التأمين على الرهن العقاري من خلال "الإدارة الفدرالية للإسكان Federal Housing Administration FHA"، وذلك بهدف حلحلة سوق الإسكان³.

يعتمد التوريق الحديث على مجموعة من الأصول المؤلدة للتدفقات النقدية بدلا من أصل واحد، إذ تتيح هذه العملية تحويل محفظة الأصول المالية (القروض) إلى أوراق مالية قابلة للتداول تسمى "الأوراق المالية المدعومة بالأصول asset-backed security ABS"، لها بطاقات تعريف

¹ فرج شعبان، التوريق وأزمة الرهن العقاري والبدائل المطروحة في ظل أساليب التمويل الإسلامي، مجلة رؤى اقتصادية،

المجلد 3، العدد 5، جامعة الوادي، الجزائر، 2013، ص 62.

² Bonnie G. Buchanan, Op-cit, p 49.

³ Solomon Y Deku, Alper Kara, Op-cit, p 58.

مخاطر مختلفة عن الأصول الأساسية الأصلية، وتعتبر القروض العقارية الأصل المالي التقليدي المستخدم في عمليات التوريق، ومع تطور سوق الأوراق المالية، توسعت المجموعة لتشمل قروض السيارات، مديونيات بطاقات الائتمان، قروض الطلاب، قروض المشروعات، محفظة السندات وديون أخرى، كما أصبح بالإمكان أيضا إعادة توريق الأوراق المالية المدعومة بالأصول ABS، وللتوريق ثلاثة خصائص مميزة هي¹:

- خلق مجموعة من الأصول المرغوب فيها إما بسبب طابعها النقدي أو المركب؛
- عزل المخاطر الائتمانية للأصول الأساسية من المنشئ، من خلال تحويلها إلى آلية للإفلاس المتباعد؛
- إصدار مجموعة من الحقوق المجزأة _ مع مستويات مختلفة من الأولوية _ مدعومة بالأصول الأساسية.

2- أطراف عملية توريق الأصول المالية

تتم عملية التوريق عن طريق تشكيل مجموعة من الأصول المالية المتجانسة _ التي لها نفس الطبيعة _ في محفظة مالية، ثم التنازل عنها لمؤسسة التوريق (SVP)، التي تقوم بتحويل هذه الأصول بضماناتها إلى سندات، ثم إصدارها بقيمة إجمالية تعادل قيمة الديون محل التوريق، وبيعها للمستثمرين من أجل الحصول على السيولة²، وتتطلب عملية التوريق هذه تدخل عدت أطراف هي:

أ- المؤسسة المالية المتنازلة عن الديون

تسمى أيضا المؤسسة المبادرة لعملية التوريق أو المنشئ، وهي مؤسسة مالية معتمدة تحوز ديونا مرهونة بضمانات وترغب في التنازل عن جزء منها أو كلها باستعمال تقنية التوريق³، حيث تقوم بتجميع ديون متجانسة مدعومة بضمانات كافية، بحيث يصبح تحصيلها مصدر سداد السندات المصدرة، ويتمثل دورها في عملية التوريق، في تملكها للأصل ثم بيعه أو نقله لمؤسسة التوريق، كما تقوم أحيانا بتحصيل مستحقات الأوراق المالية نيابة عن مؤسسة التوريق⁴.

¹ Ibid, p 8.

² سناء مرابطي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

³ كسال سامية، دور نظام توريق القروض الرهنية في تمويل الترقية العقارية، الملتقى الوطني حول إشكالات العقار الحضري وأثرها على التنمية في الجزائر، مخبر الحقوق والحريات في الأنظمة المقارنة، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 17 و18 فيفري 2013، ص 214.

⁴ مكدال سعدية، دور عملية التوريق كأداة مالية حديثة لتطوير تمويل البنوك والمؤسسات المالية لقطاع السكن في الجزائر، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية، المجلد 13، العدد 1، جامعة تيزي وزو، الجزائر، 2018، ص 153.

ب- مؤسسة التوريق

تسمى شركة ذات غرض خاص "Special Purpose Vehicle SPV" وهي متخصصة في شراء القروض من البنوك لتأخذ مكانها باعتبارها دائن في مواجهة المدين الأصلي، ويمكن للبنك ذاته (المنشئ أو المتنازل عن الديون) أن ينشئ هذه المؤسسة خصيصا لتوريق قروضه، بحيث تعتبر تابعة له ولكن لها ميزانية ودّمة مالية مستقلة¹، وتكون أنشطتها محددة تبعا لموضوعها، والهدف من خلقها هو عزلها عن خطر القرض للمؤسسة المتنازلة، فعندما تقوم هذه الأخيرة ببيع محفظة قروضها إلى "SPV" يتم سداد القيمة نقدا وبسعر يقل عادة عن القيمة الاسمية للأصل المراد توريقه، حتى تتاح فرصة تحقيق الربح لـ "SPV"، بحيث تقوم هذه الأخيرة بالافتراض من أي بنك بهدف سداد قيمة الأصل لتقوم بعد ذلك بإصدار سندات جديدة وبيعها لمستثمرين جدد، على أن يراعى تساوي القيمة الاسمية لإجمالي السندات الجديدة مع القيمة الأصلية للأصل المورق، وأن تتوافق تواريخ التدفقات النقدية لها مع تواريخ التدفقات النقدية للأصل المورق².

توجد ثلاثة أشكال رئيسية لهيكل "SPV" هي³:

- **كيان إطفاء "Amortising Structures"**، تقوم بتحصيل الفوائد وأقساط القرض من أصحاب القروض التي تم توريقها، ثم تقوم بتسديد الكوبونات مع القيمة الاسمية للسندات عند حلول تاريخ الاستحقاق وهذا لحملة الأوراق المالية، فعائدات "SPV" هنا يتم توجيهها بالكامل للمستثمرين إلى أن يتم إطفاء الأوراق المالية بالكامل؛
- **كيان دوار "Revolving Structures"**، يختص في توريق الديون ذات تاريخ الاستحقاق القصير نسبيا والذي يتراوح ما بين ثلاثة إلى أربعة أشهر، مثل ديون بطاقات الائتمان وقروض السيارات، فهذه القروض تُسدد بشكل سريع نسبيا، مما يخلق مشكلة عدم تطابق تواريخ تحصيل الإيرادات مع دفع المستحقات لدى "SPV"، التي تطرح سندات بتاريخ استحقاق يزيد عن السنة، مما يفرض عليها التنبؤ بتدفقاتها النقدية المستقبلية، حيث تستخدم أقساط الديون في الحصول على أصول مالية جديدة في حين تستخدم فوائد الديون في تسديد كوبونات السندات؛

¹ بن عبد الفتاح دحمان، بن موسى كمال، التوريق وموقعه في الأزمة المالية العالمية المعاصرة، مجلة الحقيقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 10، العدد 19، جامعة أدرار، الجزائر، 2011، ص 321.

² بن علقمة مليكة، دور عمليات التوريق المصرفي في إدارة مخاطر القروض المصرفية، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 5، العدد 1، جامعة الجلفة، الجزائر، 2019، ص 202.

³ Solomon Y Deku, Alper Kara, Op-cit, p p 12-14.

- صندوق ائتمان "Master Trusts"، يستخدمها المنشئ أو المتنازل من أجل تنفيذ عمليات توريق متعددة باستخدام نفس "SPV"، حيث يقوم بنقل مجموعة كبيرة جدا من الديون إلى "SPV" تتجاوز قيمة السندات المُصدرة، فهذا الكيان مرن نسبيا حيث يتيح إصدار العديد من السندات بشكل متزامن أو متسلسل بالاستناد إلى مجموعة كبيرة من الديون، وتتم هذه العملية من خلال قيام المنشئ بنقل الأصول المالية بشكل مستمر إلى "SPV"، التي تقوم بدورها بإصدار السندات وفقا لحجم طلب المستثمرين.

ت- وكالات التصنيف الائتماني

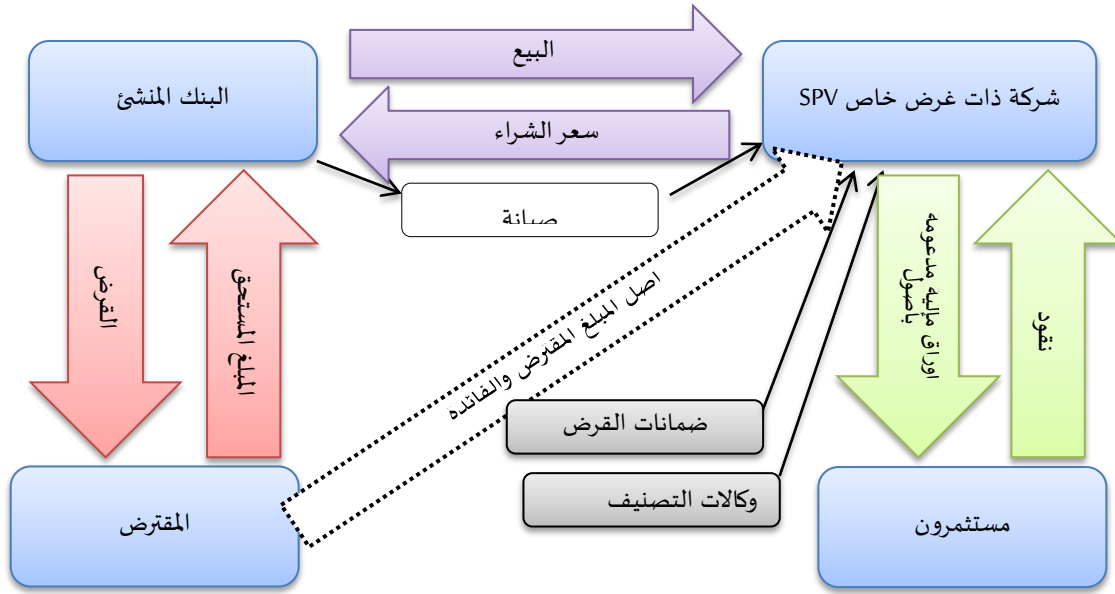
وهي الجهة التي تقوم بعملية تقييم المخاطر الائتمانية للأوراق المالية من أجل مساعدة المستثمرين على اتخاذ قراراتهم، ويرتكز هذا التقييم على الأصل الضامن لتلك الأوراق المالية، حيث تقوم وكالات التصنيف بدراسة ما يلي¹:

- تقييم الهيكل المقترح للتوريق؛
 - تقييم النسبة المتوقعة لعدم السداد والخسارة لمحفظة القرض؛
 - مراجعة الوضع الائتماني للجهات الخارجية من أطراف عملية التوريق؛
 - تقييم المخاطر التشريعية المختلفة.
- تمر عملية التوريق عبر خمس مراحل²:
- يقوم المنشئ بتأسيس "SPV" وتجميع الأصول المالية محل التوريق على حسب درجة تجانسها ونقلها إليها؛
 - تُصنف السندات الناتجة عن عملية التوريق إلى فئات على حسب درجة جودتها ثم تُباع للمستثمرين؛
 - تقوم "SPV" بتمويل شراء الأصول محل التوريق بعائدات بيع السندات؛
 - تستخدم إيرادات الفوائد من الأصول محل التوريق لتسديد الكوبونات للمستثمرين؛
 - تستخدم جميع أقساط القيمة الإسمية للأصول الأساسية محل التوريق لسداد القيمة الإسمية للسندات عند حلول تاريخ الاستحقاق.

¹ شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية: الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015، ص 47.

² Solomon Y Deku, Alper Kara, Op-cit, p 10.

الشكل رقم (3-1): تقنية توريق الأصول المالية



Source : Solomon Y Deku, Alper Kara, **Securitization: Past, Present and Future**, Springer International Publishing AG: Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2017, p 10.

ثانياً: توريق الأصول الحقيقية

يستلزم وجود الأسواق المالية في المقام الأول شرعة الائتمان، من خلال إيجاد مخرج للحظر الديني المفروض على الربا، والتي شكلت عقبة كبيرة للمجتمعات الغربية في العصور الوسطى (وفي بعض الدول الإسلامية في وقتنا الحالي)، وقد ازدهر الائتمان قصير الأجل آنذاك بفضل اختراع سند الصرف الذي يخفي عنصر الربا شكلاً (من منظور رجال الدين المسيحيين في تلك الفترة)، والذي ساهم في توفير النقد الأجنبي وسهل عملية تسوية المعاملات المالية فيما بين أفراد الدول المختلفة¹، وعليه، فإن السعي نحو تنشيط أسواق الأوراق المالية في الدول الإسلامية استوجب ابتكار أدوات مالية مشابهة للسندات، ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال توريق الأصول الحقيقية مع تسمية مخرجات هذه العملية بالصكوك الإسلامية.

تتم هيكلة الصكوك بطريقة مشابهة لهيكلة الأوراق المالية المدعومة بالأصول (ABS)، وما هو توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، فالتوريق الإسلامي يمر عبر مرحلتين، يتم في المرحلة تحديد مكونات محفظة الأصول المراد توريقها، والتي يجب أن تكون أصول حقيقية مثل السلع أما المرحلة الثانية فتتطلب نقل ملكية الأصول المراد توريقها وفق عملية بيع "حقيقية"، تتم بموجبها الأصول من ميزانية المنشئ وظهورها ضمن أصول ميزانية مؤسسة التوريق، بالإضافة إلى ضرورة

¹ Pierre-Cyrille Hautcoeur, Op-cit, p 160.

التدفقات النقدية المستقبلية للصكوك الناتجة عن عملية التوريق، من الفوائد الربوية نظرا لحرمة الربا في الإسلام¹، وقد اتفق الفقهاء على تسمية عمليات التوريق في الإطار الإسلامي بالتصكيك لسببين²:

- كلمة تصكيك مشتقة من كلمة صكوك، وهي تمثل البديل الإسلامي لكلمة سندات، التي تعني ضمينا التعامل بالفائدة الربوية المحرمة؛
- كلمة التوريق في الفكر المالي التقليدي قائمة بصفة أساسية على مكون الديون التي ينهى الإسلام عن بيعها.

إن فكرة التصكيك الإسلامي بمفهومه الحديث لم تتعدى ثلاثة عقود، وكان لمجمع الفقه الإسلامي** دورا أساسيا في تخريجها بضوابط متماشية مع تطورها³، فالتصكيك أو التوريق وفق القواعد المالية الإسلامية لا يختلف كثيرا عن المفهوم التقليدي من الناحية الفنية، لكنه يخضع لمجموعة ضوابط شرعية لا بد أن يدور في فلكها، فلا يجوز شرعا بيع ما لا تملك كما لا يجوز توريق الديون وتداولها بعوائد، نظرا لحرمة بيع الديون في الإسلام بالإضافة لاشتغال القروض على ربا صريح⁴.

1- خصائص الصكوك الإسلامية

- تتشابه تقنية التصكيك الإسلامي مع تقنية توريق الأصول المالية في بعض الإجراءات المتعلقة بالهيكل والإصدار، إلا أن منتجات التصكيك الإسلامي يجب أن تتوافق مع مجموعة من الشروط المنصوص عليها بوضوح في الشريعة الإسلامية والمتمثلة فيما يلي⁵:
- تحديد طبيعة الأصول المورقة بوضوح، والتي يجب أن تكون أصول حقيقية من غير النقود بجميع أشكالها (ذهب، فضة...) مع ضرورة وجود سبب حقيقي لإجراء عملية التصكيك؛
 - احتواء منتجات عملية التصكيك على عائد كتعويض للمستثمرين على المخاطر التي تتضمنها؛
 - عدم استخدام الأصول المورقة في أنشطة محرمة وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛

¹ Bonnie G. Buchanan, Op-cit, p 187.

² بباس منيرة، التوريق بين الواقع العملي والتكليف الشرعي: دراسة حالة ماليزيا، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 4، العدد 1، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2017، ص 370.

^{**} مجمع الفقه الإسلامي عبارة عن هيئة علمية إسلامية منضوية تحت منظمة رابطة العالم الإسلامي، مكونة من مجموعة مختارة من فقهاء الأمة الإسلامية وعلمائها، يهدف إلى تقديم الحلول للمسائل المعاصرة في شتى مجالات المعرفة الفقهية والثقافية والعلمية والاقتصادية.

³ نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2001-2015، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016، ص 69.

⁴ أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 71، بتصرف.

⁵ Bonnie G. Buchanan, Op-cit, p 188.

- انتقال حقيقي لملكية الأصول المورقة من المنشئ إلى مؤسسة التوزيع ثم إلى المستثمرين؛
 - عدم هيكلة منتجات عملية التصكيك بما يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
 - استخدام التأمين التكافلي عوض التأمين التقليدي إن لزم الأمر؛
 - عدم تداول منتجات عملية التصكيك بما يتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- تجدر الإشارة إلى أن العديد من رجال الدين في العالم الإسلامي يرون عدم توافق العديد من منتجات عملية التصكيك مع أحكام الشريعة الإسلامية، إلا أن هذا لا ينفي تميز هذه المنتجات بسمات منفردة تجعلها تختلف عن بقية الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

2- أنواع الصكوك الإسلامية

نتج عن عمليات التصكيك أنواع مختلفة من الأوراق المالية سميت بالصكوك الإسلامية، تصدر بقيم متساوية وتمثل حصة شائعة* في ملكية الأصل المورق، ويمكن تصنيفها وفق معيارين رئيسيين، أولهما يتعلق بأنواع العقود في المعاملات المالية الإسلامية والثاني يتعلق بطبيعة الأصول المورقة.

أ- صكوك قائمة على عقود الإيجار

وتنقسم إلى:

- **صكوك ملكية الأصول المؤجرة**، يصدرها مالك أصل مؤجر أو موعود باستجاره وهو المنشئ، كما يمكن أن يصدرها وسيط مالي ينوب عنه (مؤسسة التوزيع)، وبعد بيعها واستقاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب، يصبح الأصل المورق مملوكا لحملة الصكوك ولهم حق الاستفادة من ريع تأجير¹؛
- **صكوك ملكية منافع الأصول**، يصدرها مالك الأصل أو معيد الاستجار من الباطن برضا المالك، خلال فترة الإيجار، أو كليهما، وذلك بغرض تمليك المنفعة _دون الأصل_ لحاملي الصكوك من خلال تأجير الخدمة لهم خلال فترة معينة هي فترة صلاحية الصك، فيحق لهم بذلك ريع الأصل².

ب- صكوك قائمة على عقود البيع

وتنقسم إلى:

* حصة شائعة هي حق ملكية لاثنتين أو أكثر في شيء لا تتعين حصة أحدهم في جزء معين منه.

¹ رابح خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوزيع التقليدي، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 4، العدد 1، جامعة باتنة، الجزائر، 2014، ص 121.

² يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها: الاستثمار-الصناديق الاستثمارية-الأوراق المالية والتجارية، دار التعليم الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 7.

- **صكوك السلم**، يشير بيع السلم إلى عقد يتم بموجبه تقديم دفع الثمن على أن يتم تسليم السلع المحددة مستقبلاً¹، ويتم إصدار صكوك السلم لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح بذلك سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك²؛
- **صكوك الاستصناع**، يصدرها الصانع أو المتعهد أو وكيل أي منهما كمنتج موصوف في الذمة، ويحصل على قيمة الصكوك ثم يباشر بتصنيع المنتج بحسب المواصفات، ويقوم بتسليمه خلال المدة المتفق عليها، ويمكن للمتعهد أن يتفق مع الصانع على صيغة تمويلية مختلفة مثل الدفع بالأقساط، ويصبح حملة الصكوك هم ملاك المنتج المستصنع³؛
- **صكوك المربحة**، يشير عقد المربحة إلى بيع السلع بسعر يشتمل على هامش ربح متفق عليه بين الطرفين، ويُتشرط ذكر سعر الشراء والتكاليف الأخرى وهامش ربح البائع في لحظة عقد البيع⁴، وصكوك المربحة يصدرها التاجر أو وكيله بغرض شراء سلعة ما ثم بيعها بمربحة معلومة، ويكون حملة الصكوك هم ملاك السلعة وثمن بيعها بالمربحة⁵؛
- **صكوك البيع بالثمن الآجل**، يشير عقد الثمن الآجل إلى بيع السلع الذي يتم على أساس تأجيل دفع الثمن مستقبلاً، والذي يتضمن هامش ربح متفق عليه بين الطرفين⁶، وصكوك البيع بالثمن الآجل تثبت ملكية حملة الصكوك غير المقسمة للأصل، بما في ذلك الحقوق الناشئة عن العقد الأساسي⁷.

ت- صكوك قائمة على عقود المشاركة

وتنقسم إلى:

- **صكوك الشركة**، وتطرح لجمع مبلغ معين من المال تمثل حصة في رأس مال مشروع مثل الأسهم، ولكنها تختلف عنها في كونها مرتبطة بمدة ومشروع محددين، ولحملة الصكوك الحق في ملكية جزء من صافي أصول المشروع والأرباح إن تحققت، كما يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية⁸؛
- **صكوك المضاربة أو المقارضة**، هي عقد تقاسم الأرباح بين المضارب الذي يمثل المسير الإداري أو رجل الأعمال وهو الطرف المنشئ، وأصحاب رأس المال أو الطرف الممول للاستثمار وهم حملة

¹ Ahcene Lahsasna and All, Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules, Springer International Publishing Ag: Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2018, p 271.

² أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 83.

³ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 9.

⁴ Ahcene Lahsasna and All, Op-cit, p 270.

⁵ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 10.

⁶ Ahcene Lahsasna and All, Op-cit, p 270.

⁷ Ibid, p 218.

⁸ بياس منيرة، مرجع سبق ذكره، ص 372.

الصكوك، فالمضاربة تكون بين طرفين أحدهما يبذل ماله والآخر يبذل جهده لاستثمار هذا المال في أنشطة غير محددة مسبقاً، فإذا تحقق الربح، سيتم تقاسمه بينهما وفقاً للنسبة المتفق عليها مسبقاً، أما في حالة حدوث خسائر فسيحملها بالكامل أصحاب رأس المال وهم حملة الصكوك، في حين يخسر المضارب وهو المنشئ جهده وعمله ما لم يُفرط أو يخن¹؛

- **صكوك الوكالة بالاستثمار**، يصدرها وكيل استثماري وتمثل مشروعات أو أنشطة يتم فيها تعيين الوكيل بالاستثمار كمضارب يقوم بإدارة الاستثمار نيابة عن حملة الصكوك، في مقابل حصوله على أجر أو نسبة من رأس المال المستثمر حتى ولو تحققت الخسارة²؛
 - **صكوك المزارعة**، يصدرها مالك أرض يرغب في تمويل زراعتها على أساس عقد المزارعة واقتسام المحصول بين مالك الأرض ومن يقوم بزراعتها بأمواله وهم حملة الصكوك، وتحدد نشرة الإصدار مواصفات الأرض ومساحتها ونوع المحصول المطلوب زراعته مع التكلفة وطريقة تقسيم المحصول بين المنشئ وحملة الصكوك³.
 - **صكوك المساقات**، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمر وفق ما حدده العقد⁴؛
 - **صكوك المغارسة**، يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس⁵.
- وقد ساهمت الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار أنواع حديثة من الصكوك نذكر منها:
- **صكوك قابلة للتحويل**، هي صكوك لها ميزات إضافية للمستثمرين تمكنهم من تحويلها إلى أسهم عادية، فهي تمنح لحملتها خيار وليس التزام تحويلها إلى أسهم أي مشروع آخر يملكه المصدر⁶؛
 - **صكوك هجينة**، هي صكوك ناتجة عن عملية توريق أصول مختلطة، أي الذي يتم على محفظة مختلطة من الأصول، والتي تتكون من الذمم المدينة الناتجة عن عقد المرابحة والأصول الحقيقية كالتالي نجدها في الإجارة، وقد تم خلق هذا النوع من الصكوك تلبية لطلب السوق⁷.

¹ Ahcene Lahsasna and All, Op-cit, p 68.

² يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 11، بتصرف.

³ نزار سناء، مرجع سبق ذكره، ص 88.

⁴ نور الدين كروش، مريم سرارمة، التصكيك الإسلامي والتسديد: دراسة مقارنة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 4، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2017، ص 656.

⁵ رابح خوني، ابتسام ساعد، مرجع سبق ذكره، ص 124.

⁶ Ahcene Lahsasna & All, Op-cit, p 57.

⁷ Ibid, p 64.

الجدول رقم (3-1): أهم الفروقات بين تقني التوريق والتصكيك

التصكيك الإسلامي	توريق الأصول المالية
• توريق أصول حقيقية مدرة للدخول؛ • التدفقات تكون على أساس الأرباح المحققة؛ • إصدار أوراق مالية تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية دون الخروج عن القوانين الوضعية؛ • يساهم في نمو الاقتصاد الحقيقي.	• توريق ديون مدرة للفوائد؛ • العوائد تكون على أساس تغيرات أسعار الفائدة؛ • إصدار أوراق مالية تتوافق مع المعايير والقوانين الوضعية؛ • يساهم في نمو الاقتصاد المالي.

المصدر: بوطورة فضيلة وآخرون، التورق الإسلامي كبديل شرعي لأحد منتجات الهندسة المالية التقليدية (التوريق التقليدي)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، العدد 1، جامعة الجلفة، الجزائر، 2019، ص 248، بتصرف.

المطلب الثالث: دور الأدوات المالية التقليدية والمستحدثة في تمويل المشروعات

يجري تدفق الأموال نحو طالبي التمويل وفق قناتين رئيسيتين، إحداها غير مباشرة وتتم عن طريق الوسطاء، وذلك من خلال حفظ ودائع التمويل الأصلية للمقرضين لدى الوسطاء الماليين (وخاصة البنوك)، الذين يقرضونها لطالبي التمويل، والأخرى عبارة عن تمويل مباشر يحصل عن طريقها المقترضون على الأموال مباشرة من المقرضين من خلال بيع الأوراق المالية الخاصة بهم في سوق الأوراق المالية¹.

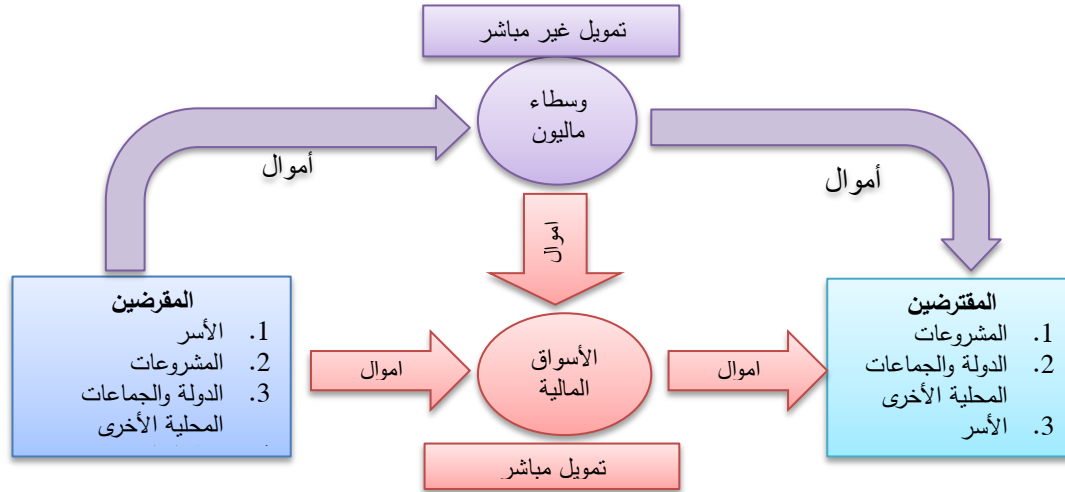
أولاً: دور الأدوات المالية التقليدية في تمويل المشروعات

تتمثل الميزة الرئيسية لسوق الأوراق المالية، والتي تميزها عن باقي أقسام السوق المالي في "الوصول المباشر" لمصادر جمع الأموال، فعلى عكس التمويل المصرفي، أين يقرض البنك وحدات العجز من الودائع التي يتلقاها من وحدات الفائض، يمكن لوحدة العجز الوصول مباشرة إلى وحدات وحدات الفائض عن طريق إصدار أسهم أو سندات للاكتتاب في سوق الأوراق المالية².

¹ Frederic Mishkin, Op-Cit, p 32.

² Syed Aun R. Rizvi & All, Op-cit, p 47.

الشكل رقم (3-2): التمويل داخل النظام المالي



Source : Frederic Mishkin, Monnaie, **banque et marchés financiers**, Pearson France, 10e edition, Montreuil, France, 2013, p 32.

فسوق الأوراق المالية تمثل الشكل الحديث للسوق التمويلية، حيث تعمل من خلالها المشروعات على استقطاب الفوائض المالية التي يسعى أصحابها لتوظيفها بما يضمن لهم دخل دوري ورأسمالي، واستخدام هذه الفوائض في تمويل عمليات النمو والتوسع أو حتى إنشاء مشروعات جديدة، وتتم هذه العملية من خلال طرح الأوراق المالية للمشروع للاكتتاب العام أو الخاص.

1- التمويل بالأسهم

تعتبر حقوق الملكية والديون من أهم البدائل التمويلية للمشروعات الاستثمارية، ويمثل التمويل الملكية حصة في المشروع المصدر لها، ويتم استخدامها في جمع الأموال إما عن طريق عرض المشروع للاكتتاب أو من خلال استخدام أرباح السنة السابقة واستثمارها كأرباح محتجزة، ويعتبر بالأسهم تمويلاً دائماً بطبيعته، حيث من النادر أن تسدد المشروعات قيمة الأسهم المُصدرة، إذ تواجه العملية قيوداً قانونية في معظم البلدان¹.

يسهل على مشروعات المساهمة الوصول إلى رأس المال الخارجي لتمويل نموها، كما يمكن لأصحابها أو مؤسسيها بيع جميع أسهمهم أو جزء منها وتنويع محفظتهم، ففي العادة يتم تجميع الخاصة اللازمة لتأسيس مشروع اقتصادي من رجال الأعمال أو من عائلاتهم، وبعد إنشاء المشروع أجل الاستفادة من فرص النجاح، يصبح من الضروري توفير التمويل اللازم لعملية النمو، من خلال إعادة ضخ رأس مال إضافي للمشروع، ويوجد القليل من أصحاب المشروعات أو عائلاتهم من يملك

¹ Moorad Choudhry & All, Capital Market Instruments: Analysis and Valuation, Macmillan Publishers Limited: Palgrave Macmillan, 3rd Edition, London, England, 2010, p 4.

الموارد اللازمة لتمويل عملية النمو، على عكس ما كان عليه الوضع في القرن التاسع عشر، لذلك يتطلب الأمر إيجاد مصادر جديدة لتمويل النشاط الاقتصادي وهو ما تجسد من خلال أدوات الملكية أو الأسهم¹.

ولا تستطيع المشروعات الغير مسعرة الوصول إلى الأسواق المالية المنظمة، مما يجعل الدعوى العامة للادخار من الجمهور أمرا مستحيلا، ويصبح بإمكانها فقط فتح الاكتتاب الخاص، وهو ما يعني عرض الأسهم الجديدة على عدد قليل من المستثمرين كالشركاء، صناديق الاستثمار، البنوك، شركات التأمين، وما إلى ذلك².

أما عندما يقرر المؤسسون فتح رأس مال المشروع للجمهور من خلال إدراجه في البورصة، فإنهم يكونوا قد وافقوا بذلك على تخفيف نسبة ملكيتهم للمشروع مقابل الحصول على أموال جديدة، كما يصبح المشروع مسعرا مما يمكنهم من معرفة القيمة السوقية للأسهم، فعلى سبيل المثال، قام مشروع "ريال نتورك Real Networks" المختص في إصدار برامج "ريال بلاير Real Player" برفع رأس ماله أربعة مرات، فبعد أن تأسس المشروع سنة 1993 برأس مال قدره 1 مليون دولار، تمكن بعد طرحه لأسهم جديدة من الوصول لـ 56 مليون دولار كقيمة سوقية للمشروع، وذلك خلال أربع سنوات، أصبحت بعدها نسبة مؤسسي المشروع من رأس ماله تقدر بـ 55% بعد أن كانت 100% عند التأسيس، إلا أن حصتهم هذه صارت تساوي أكثر من 30 مليون دولار بعد أن كانت 1 مليون دولار³.

2- التمويل بالسندات

يمثل التمويل بالديون قرض مالي للمشروع من قبل مقرض أو مجموعة مقرضين، ويعد معيار الاستحقاق من أكثر الطرق شيوعا لتصنيف الديون، فبالنسبة للتمويل بالديون على المدى القصير تعتمد تعتمد المشروعات على القروض قصيرة الأجل وعلى السحب على المكشوف، أما بالنسبة للتمويل بالديون بالديون على المدى الطويل فإنها تعتمد على القروض البنكية و/أو إصدار السندات التي يتم شراؤها من قبل المستثمرين⁴.

فالتمويل بالسندات هو ببساطة إصدار المشروع لسندات دين يتم بيعها للمستثمرين الذين يلعبون دور دور المقرض، وفي الحالات البسيطة يتلقى هذا الأخير عائد ثابت على شكل "قسمة فائدة coupon" تدفع سنويا، ويسترجع رأس ماله المدفوع عند تاريخ استحقاق السند، كما يمكن تداول هذه

¹ Jonathan Berk et d'autre, *Finance d'entreprise*, Pearson Education France, 3é édition, Montreuil, France, 2014, p 885.

² Ibid, p 886.

³ Ibid, p 891.

⁴ Moorad Choudhry & All, Op-cit, p 4.

السندات في السوق الثانوية، مع العلم ان متوسط مدة احتفاظ المستثمرين بالسندات في محافظهم المالية اقل بكثير من تاريخ الاستحقاق الأولي¹.

تزداد أهمية التمويل بالسندات في حالة تدني النتائج وتدهور أداء الاقتصاد وعدم قدرة البنوك على منح قروض جديدة، استجابة لإجراءات السياسة النقدية في الحد من الائتمان من أجل كبح التضخم، حيث يتم تجزئة القرض إلى عدة أجزاء، بحيث يمكن للأفراد شراء السندات نظرا لانخفاض ثمنها، مع وجود درجة ضمان مهمة في الحصول على الفائدة والحق في أصول المشروع في حالة التصفية، ويلجأ المشروع للتمويل بالسندات للأسباب التالية²:

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي (المتاجرة بالملكية)؛
- محدودية التكلفة؛
- الميزة الضريبية؛
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة؛
- إمكانية تسديدها قبل تاريخ الاستحقاق يؤدي إلى تحقيق مرونة للمشروع بتعديل هيكله المالي؛
- تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت ولا يرغبون في المخاطرة.

ثانيا: دور تقنية التوريق في تمويل المشروعات

تستخدم المشروعات بمختلف أنواعها (المشروعات الإنتاجية، التجارية والمؤسسات المالية...) تقنية التوريق من أجل التمويل أو إعادة التمويل، ويتم ذلك من خلال تحويل الأصول غير السائلة سواء كانت أصول مالية (توريق الديون) أو أصول حقيقية (التصكيك الإسلامي) إلى أصول سائلة يمكن تداولها في سوق الأوراق المالية.

1- التمويل باستخدام تقنية توريق الأصول المالية

شهدت أسواق التمويل الدولي خلال السنوات الماضية وحتى يومنا هذا، نموا ملحوظا كما ونوعا الذمم المدينة أو الديون القابلة للتوريق التي طرحتها مؤسسات مالية وغير مالية، لاسيما البنوك ومشروعات البيع بالتجزئة، حيث أصبحت تقنية التوريق وسيلة أساسية لدى هذه الجهات لزيادة حجم سيولتها المالية من خلال تحويل الأصول الغير سائلة إلى أصول سائلة، وقد تطورت أسواق التوريق الدولية مع تطور أنواع الأصول المورقة لا سيما تلك التي تتصل بقطاع تمويل المستهلك، بالإضافة

¹ Didier Marteau, Op-Cit, p 89.

² محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 2، العدد 1، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2011، ص 301.

تطور أنواع المشروعات المشاركة في الأسواق، وقد شقت تقنية التوريق طريقها من خلال مسايرة التبدل الحاصل منذ الثمانينات في أسلوب التمويل الدولي، حيث تم التحول وبشكل متسارع من صيغة القرض المصرفي التقليدي إلى صيغة الأوراق المالية لا سيما السندات منها، وهكذا أصبح القرض المصرفي مجرد جسر تمويلي مؤقت، إلى أن تسمح السوق للمقترض بتأمين احتياجاته التمويلية عبر السندات الدولية وغيرها من إصدارات الأوراق المالية¹.

وليس غريبا أن نجد أكثر من ثلثي القروض المحلية وحوالي سبعة قروض السيارات، وما يقارب ربع مقبوضات بطاقات الائتمان المتداولة في الولايات المتحدة الأمريكية قد تم توريقها، ذلك أن لتقنية التوريق أهمية بالغة على مستوى القروض التجارية التي تقدمها البنوك والمشروعات التجارية محليا ودوليا، كما أن له ذات الأهمية على مستوى القروض الرسمية وهي تلك القروض التي تكون الحكومات أو إحدى المؤسسات التابعة لها طرفا فيها أو ضامنة لها، حيث تجد الدول الدائنة في بيع ديون دول العالم الثالث وسيلة لتجنب مخاطر هذه الديون².

وبالإضافة لدور التوريق في تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة على شكل سندات قابلة للتداول، فإنه يحقق كذلك قيمة مضافة من خلال عمليات التخصيص التي تمر بها مراحلها المختلفة ما بين منشئ القرض وممول له وحامل للمخاطرة وقائم على خدمته، وهو ما يستتبع بالضرورة تعدد الهيئات العاملة في نطاقه والتي تتسع من خلالها دائرة النشاط الاقتصادي على مستوى الدول³.

2- التمويل باستخدام تقنية توريق الأصول الحقيقية

تمر تقنية توريق الأصول الحقيقية أو التصكيك الإسلامي بمراحل يتم من خلالها تحديد حجم الأصول الاستثمارية أو الفرص الاستثمارية المطلوب تمويلها، من خلال تقدير تكلفتها الاستثمارية ثم تحويلها إلى صكوك بالحجم والأجل والشروط المناسبة للتمويل الاستثماري المطلوب، ثم توزيع هذه الصكوك إلى فئات وآجال وشروط إصدار تتناسب فئات مستهدفة من المدخرين، وطرحها للاكتتاب العام، العام، ويمكن تحليل الأنشطة التي تمولها الصكوك على المستوى الرسمي إلى⁴:

¹ سعيد سيف السيوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل الحديث: دراسة وصفية تحليلية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد 1، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2019، ص 52.

² نفس المرجع السابق، ص 69.

³ نفس المرجع والصفحة سابقا.

⁴ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 261.

- أنشطة تمويلية، أي تقديم التمويل للمشروعات، كميا (كما في المضاربة) أو جزئيا (كما في المشاركة)، أو لتوفير أصول تنتهي عند آجال محدد (التمويل بالإيجار)، أين نجد طرفا يقدم المال وطرفا يتحمل الإدارة؛
- أنشطة تجارية، أي القيام بالإتجار في السلع بأنواعها وتقليبها بالبيع والشراء لتحقيق الربح (كما في المربحة والسلم والاستصناع)، أين نجد طرفا واحدا يقدم التمويل ويتحمل المخاطرة.

المبحث الثاني: دور سوق الأوراق المالية في اجتذاب الفوائض المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد البدائل الاستثمارية لأصحاب الفوائض المالية، حيث يعتمد هؤلاء على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية من أجل الحصول العوائد التي تدرها هاته الأوراق، وتكتنف هذه العملية مجموعة من المخاطر التي تزيد كلما زاد حجم العوائد المتوقعة، كما يمكن لهؤلاء المستثمرين استخدام المشتقات المالية لنقل المخاطر لمن يرغب في تحملها.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى علاقة الادخار بالاستثمار الذي ينقسم إلى استثمار مالي يجسده توظيف الفوائض المالية في سوق الأوراق المالية، وآخر حقيقي يتمثل في توظيف الاموال في الأصول الحقيقية والتي ينتج عنها عملية تراكم رأس المال.

أولا: الادخار وعلاقته بالاستثمار

تبدو العلاقة بين الادخار والاستثمار علاقة مزدوجة، فهي تعتبر علاقة تمويلية تتجسد في تمويل الادخار للاستثمار من أجل تحقيق النمو الاقتصادي، كما تعتبر من ناحية أخرى علاقة إنتاجية كون الادخار هو مصدر الاستثمار، إضافة إلى أن المدخرات تتحول من رأس مال نقدي إلى رأس مال أو حقيقي كالمباني والآلات والمعدات، وما إلى ذلك من سلع إنتاجية تُسهم في إنتاج سلع أخرى، إلى أن التكوين الرأسمالي الثابت في كل اقتصاد إنما يعتمد على الاستثمار الذي ينشطه والادخار يعتبر شرطا ضروريا له، كما أن نجاح السياسة الاستثمارية وتحقيق أهدافها، يعتمد على توفر سياسة ادخارية ذات كفاءة في ضوء العلاقة القائمة بينهما¹.

ولفهم العلاقة بين الادخار والاستثمار سنتطرق لبعض أفكار المدارس الاقتصادية في هذا

التأثر بالعلاقة بين الادخار والاستثمار في الفكر الكلاسيكي

¹ أحمد سلامي، العلاقة بين الادخار والاستثمار في الجزائر: مقارنة اقتصادية قياسية في الفترة 1970-2016، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، المركز الجامعي تمنراست، الجزائر، 2019، ص 441.

ركز رواد المدرسة الكلاسيكية على متطلبات النمو الاقتصادي، واهتدوا إلى فكرة الفائض الاقتصادي المتمثل في الادخار، وحاولوا إيجاد العلاقة التي تربط الادخار بالاستثمار، وأقاموا عليها تحليلهم المعروف بنظرية تكوين رأس المال¹، وهم يؤسسون رؤيتهم للعلاقة بين الادخار والاستثمار على ما ذكره آدم سميث من أن كل ما يدخر سنويا فإنه كذلك يستثمر سنويا، وينظرون إلى الادخار على أنه صورة أخرى من صور الإنفاق على شراء السلع الاستثمارية، أي أن كل ادخار يتحول بالضرورة إلى استثمار².

فالادخار في النظرية الرأسمالية الكلاسيكية هو القوى الشرائية السائلة والمتوفرة، والتي استبعد استعمالها في الاستهلاك، بقصد استخدامها في إنتاج المواد واللوازم الاستهلاكية، والمواد الأولية والسلع الرأسمالية المستخدمة في العملية الانتاجية، وهو ما يعتبر عملية استثمار يترتب عنها بناء طاقات إنتاجية جديدة أو إحداث تراكم رأسمالي³.

2- العلاقة بين الادخار والاستثمار عند شومبيتر

تختلف معالجة شومبيتر للادخار والاستثمار عن معالجة الاقتصاديين الكلاسيك، ففي النظام الكلاسيكي كان قرار الاستثمار والادخار يتمان عن طريق طبقة واحدة هي الطبقة الرأسمالية، وبالتالي فإن المصدر الرئيسي للاستثمار هو الادخار الذي يأتي من الأرباح فقط، بينما في نظرية شومبيتر، فنجد أنه يعرف الادخار على أنه استهلاك في المستقبل أو استثمار، ومن ثم فإن الطبقة العاملة شأنها شأن الطبقة الرأسمالية تقوم بالادخار، وأخذ من الكلاسيكيين الجدد تأثير معدل الفائدة، فمع ارتفاعه سيرتفع الجزء المدخر من الدخل (الأجور والأرباح)، هذا بالإضافة إلى أنه كلما ارتفع الدخل يرتفع تبعاً له الادخار⁴.

3- العلاقة بين الادخار والاستثمار في الفكر الكينزي

اتخذ الفكر الاقتصادي الكينزي شكلاً مغايراً لما كان عليه الفكر الاقتصادي الكلاسيكي، ولعل أهم ما أهتم به كينز هو اعتبار الادخار دالة في الدخل لا في سعر الفائدة، وأن الأشخاص الذين يقومون يقومون بالادخار هم ليسوا نفس الأشخاص الذين يقومون بالاستثمار، كما لا يرى أن زيادة الادخار

¹ خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظة المالية، الجندرية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016، ص 7.

² أحمد سلامي، محمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1970-2011، مجلة الباحث، المجلد 8، العدد 13، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013، ص 121.

³ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 7.

⁴ بودريالة فايزة، إشكالية تحويل الادخار إلى استثمار في الاقتصاديات الريفية: حالة الجزائر 2000-2014، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 65.

ستؤدي إلى خفض معدلات الفائدة فزيادة الاستثمار، لأنه يعتبر أن معدل الفائدة يتحدد بالطلب على النقود وعرضها، كما أن زيادة الاستثمار تتوقف على الكفاية الحدية لرأس المال، أي مقدار الأرباح التي تخلفها الأموال المستثمرة ومعدل الفائدة، وكان منطلق كينز في هذا التنظير الجديد، هو تفسير ما حدث خلال أزمة الكساد العظيم في الثلاثينات، فقد انخفض سعر الفائدة ولم ينخفض الادخار، ولم يزد الاستثمار على النحو الذي يحقق الخروج من الأزمة¹.

ويرى كينز أن الادخار والاستثمار يكونان وبالضرورة مقدارين متساويين، ذلك لأنه بالنسبة لجماعة معينة ليس الادخار والاستثمار سوى مظهرين مختلفين لشيء واحد، والواقع أن هذه المساواة بينهما ليست مبنية على التوازن التلقائي الذي يتحقق كنتيجة لحرية الحياة الاقتصادية وعدم تدخل الدولة كما ذهب إليه الكلاسيكيون، ولكنها مبنية على حد تعريف كينز لكل من الادخار والاستهلاك، والادخار والاستثمار، كما ركز كينز على الدخل كعامل أساسي في تحقيق المساواة بين الادخار والاستثمار، فنقص الاستثمار يؤدي إلى نقص الدخل، وبالتالي يؤدي إلى نقص الادخار، مما يجعله يتعادل مع الاستثمار².

4- العلاقة بين الادخار والاستثمار في الفكر المعاصر

يُعتبر الادخار والاستثمار في الاقتصاد النقدي المعاصر من التدفقات، فالفرق بين تيارتي تدفقات الدخل والاستهلاك يشكل الادخار، أما الاستثمار فهو عملية تحويل الادخار إلى رأس مال ثم إلى منتجة للسلع والخدمات الاستهلاكية والرأسمالية، وإن تعادل أو تطابق الادخار والاستثمار المرغوبين يعني أن الادخار هو نفسه الاستثمار، فهذين العنصرين يتحققان من خلال أطراف مختلفة في تتنوع اهدافها وتتعدد دوافعها، فالاستثمار والادخار هما نظرتان مختلفتان لنفس الشيء³.

يمكن أن تكون الكميات الكلية للادخار المستقبلي والاستثمار المستقبلي مختلفة، ولكن يبقى والاستثمار السابقين متساويين، فالادخار والاستثمار المخططين أو المستقبليين، يخطط لهما مختلفة من الفئات تخضع كل واحدة إلى تأثير متغيرات معينة⁴، حيث نجد أن الادخار يتم أساسا بواسطة القطاع العائلي، بينما يتم الاستثمار بواسطة قطاع الأعمال، وعدم تتبع سياسات اقتصادية

¹ أحمد سلامي، محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص 122.

² أحمد سلامي، مرجع سبق ذكره، ص 442.

³ خلادي إيمان نور اليقين، دور الادخار العائلي في تمويل التنمية الاقتصادية: حالة الجزائر، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص 72.

⁴ بودريالة فايزة، مرجع سبق ذكره، ص 68.

سليمة من شأنه أن يقلل من حجم الاستثمار اللازم لتحقيق النمو الاقتصادي، ورغم اختلاف الاقتصاديين في تحديد طبيعة العلاقة بين الادخار والاستثمار، إلا أننا نجد أن هنالك إجماع على أهمية تمويل الادخار للاستثمار من أجل تحقيق النمو الاقتصادي¹.

ثانياً: الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي

ينقسم الاستثمار وفقاً لطبيعته إلى استثمار حقيقي يتجسد من خلال توظيف الأموال في الأصول الحقيقية والمتمثلة في المباني، الأراضي، الآلات، المواد الأولية...، واستثمار مالي يتجسد من خلال توظيف الأموال في شراء وبيع الأصول المالية المتمثلة بالأساس في الأوراق المالية.

والمقصود بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل سلعة أو خدمة، أما الأصل المالي فليس له قيمة اقتصادية في حد ذاته، وإنما يمنح لمالكه حق المطالبة بالعائد الذي تُدرُّه الأصول الحقيقية المملوكة للمشروع الاستثماري المصدر للأصل المالي، وبشكل عام، فإن جميع مجالات الاستثمار المتعارف عليها فيما عدا الأوراق المالية تُعتبر استثمارات حقيقية، لذا يُطلق عليها البعض الاستثمار في غير الأوراق المالية، كما يُطلق عليها آخرون مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات².

1- الاستثمار الحقيقي أو استثمار المشروعات

يشمل الاستثمار الحقيقي جميع الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، أي زيادة طاقته الإنتاجية، كسواء الآلات والمعدات وإنشاء المصانع الجديدة، ويعتبر الاستثمار الاستثمار حقيقياً متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي له علاقة بالطبيعة والبيئة وله كيان مادي ملموس، كما يترتب عنه منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المجتمع³.

فالاستثمار الحقيقي هو ذلك التيار من الإنفاق الاستثماري الذي يقوم به المنظمون ورجال الأعمال الأعمال والمشروعات في الاقتصاد القومي، من أجل شراء وتكوين أو إنتاج الأصول الإنتاجية والسلع الرأسمالية الجديدة بمختلف أنواعها، و/أو زيادة المخزون من المواد الأولية و/أو السلع الوسيطة و/أو السلع النهائية، خلال فترة زمنية محددة، وبالتالي فهي الاستثمارات التي من شأنها توفير الحق في حيازة

¹ خلافي إيمان نور اليقين، مرجع سبق ذكره، ص 72.

² مصطفى يوسف كافي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 16، بتصرف.

³ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 52.

حيازة أصول حقيقية أو الحصول على أصول مادية ملموسة تساهم في زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، فهي ذات قيمة اقتصادية، كما أن استخدامها يترتب عنه منافع اقتصادية إضافية¹.

2- الاستثمار المالي أو الاستثمار في الأصول المالية

السوق المالي هو أحد الأركان الفرعية للنظام الاقتصادي، إذ يمارس وظيفة مزدوجة، فهو يعمل أولاً وقبل كل شيء على خلق فرص استثمارية للأعوان الاقتصاديين الذين لديهم دخل أعلى من نفقاتهم الاستهلاكية، وبمعنى أوسع يعمل السوق المالي على خلق بنية فعالة لمركزية المدخرات المتاحة للاستثمار، ثم يعمل بعد ذلك على تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المالية المُجمَّعة، من خلال التمييز بين المشروعات الفاعلة في النظام الفرعي للإنتاج عن بقية المشروعات، وذلك بإتاحة التمويل للمشروعات التي لها أفضل الاحتمالات لخلق الثروة في المستقبل².

يتجسد الاستثمار المالي من خلال استخدام الفوائض المالية _من أرباح المشروعات والمدخرات المحلية والأجنبية_ في شراء الأدوات المالية، الأمر الذي يقوي من مركز المشروعات المصدرة للأدوات المالية، وقد ينعكس ذلك في تحسين انتاجيتها، فالاستثمارات المالية عبارة عن حقوق تنشأ عن معاملات مالية بين الأفراد والمشروعات، ويتم التعبير عن هذه الحقوق بوثائق ومستندات تسمى الأصول المالية، التي تمنح لصاحبها الحق في مطالبة الجهة المصدرة بقيمتها وعوائدها على حسب طبيعة التعاقد، فالأصل المالي يمنح لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للمشروع المصدر له، ومن ناحية أخرى يترتب على الأصول المالية قيمة مضافة، فالأموال المجمعة عملية طرح الأصول المالية تُستخدم في شراء أصول حقيقية لاستعمالها في خلق منافع جديدة على شكل سلع وخدمات³.

يمكن تعريف الاستثمار المالي بأنه "شراء تكوين رأسمالي موجود"، وهذا يعني شراء حصة في مال (سهم) أو حصة في قرض (سند)، تعطي لمالكها الحق في المطالبة بالأرباح أو الفوائد الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة، وما يحدث في السوق المالية الثانوية من عمليات بيع للأوراق المالية لا يعدو أن يكون عملية نقل ملكية أصل مالي، حيث يتخلّى البائع عن ملكيته لذلك

¹ سعيداني سعاد، دور الاستثمار في تحقيق التنمية، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2016، ص 6.

² Robert Cobbaut et d'autre, Op-Cit , p 18.

³ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 54-55.

الأصل مقابل حصوله على النقود التي يتخلى عنها مشتري الأصل، فخلال عملية التبادل هذه لا تنشأ أي منفعة اقتصادية إضافية أو قيمة اقتصادية مضافة للناتج المحلي الإجمالي¹.

المطلب الثاني: عائد ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية

يحدث الاستثمار المالي نتيجة سعي أصحاب الفوائض المالية لتحقيق العوائد، كما يتعرضون نظير ذلك لمجموعة من المخاطر، وعليه، سنتناول في هذا المطلب عائد ومخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية باعتبارها أحد أوجه الاستثمار المالي.

أولاً: عائد الاستثمار في سوق الأوراق المالية

يسعى المستثمر من وراء توظيف أمواله في الأصول المالية إلى الحصول على عائد، والذي قد يكون في شكل دخل جاري عبارة عن فوائد أو توزيعات أرباح و/أو أرباح رأسمالية تأتي نتيجة ارتفاع قيمة الأصول المالية المُستثمر فيها، فهي تمثل الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع في السوق الثانوية، وتحقيق هذا الهدف يتطلب الإحاطة بمجمل خيارات الاستثمار المالي المتاح قبل اتخاذ القرار الاستثماري.

1- مفهوم العائد

يمثل العائد المقابل الذي يطمح المستثمر للحصول عليه في المستقبل نظير استثمار أمواله، أو هو ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل تضحيته بالاحتفاظ بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثمار هذه الأموال لفترة زمنية معينة².

العائد = الثروة في نهاية الفترة - الثروة في بداية الفترة (2-3)

يمثل عائد الورقة المالية أو محفظة الأوراق المالية مقياس نسبي للتعويضات الإجمالية لأصحابها لأصحابها والمحسوبة في تاريخ معين يمثل فترة الاحتفاظ بها، ويأخذ في الحسبان ما يلي³:

- الربح أو الخسارة في رأس المال نتيجة الاحتفاظ بالأوراق المالية؛

- الدخل الفعلي المدفوع خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية.

يسترشد المستثمرون في سوق الأوراق المالية بمعدلات العوائد التاريخية للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، فهي تُستخدم في الغالب لتقدير معدلات العائد والمخاطر المتوقعة للأصول المالية، المالية، فلو افترضنا أن الاستثمار كان في بداية السنة وتم تحصيل العوائد في نهاية السنة، فإن العائد

¹ مصطفى يوسف كافي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 17-18.

² شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 143.

³ Franck Moraux, Op-Cit, p 3.

العائد التاريخي هو التغير الحاصل في ثروة المستثمر نتيجة التدفقات النقدية، حيث تسمى مدة الاستثمار بفترة الاحتفاظ ويسمى العائد بـ "عائد فترة الاحتفاظ"¹.

$$\text{معدل عائد فترة الاحتفاظ} = \frac{\text{قيمة الاستثمار في بداية الفترة}}{\text{قيمة الاستثمار في نهاية الفترة}} \dots (3-3)$$

فإذا كانت هذه القيمة أكبر من الواحد فإن هذا يعني حدوث زيادة في ثروة المستثمر، أما إذا كانت هذه القيمة أقل من الواحد فإن هذا يعني انخفاض في ثروة المستثمر².

يمكن حساب المعدل السنوي للعائد المتحصل عليه خلال فترة زمنية معينة وفق طريقة الوسط الهندسي ويسمى في هذه الحالة بـ "متوسط العائد الهندسي"، كما يمكن حسابة وفق طريقة الوسط الحسابي ويسمى في هذه الحالة بـ "متوسط العائد الحسابي"، وتتم العملية الحسابية باستخدام العلاقة التالية³:

$$GAR = [(1 + R_1) \times (1 + R_2) \times \dots (1 + R_t)]^t - 1 = [\prod_{i=1}^n (1 + R_{t_i})]^{\frac{1}{t}} - 1 \dots (3-4)$$

حيث $R_1, R_2, \dots, R_t$ هي معدلات العائد خلال السنوات 1، 2، ...، t.

$$AAR = \frac{\sum_{i=1}^{i=n} R_i}{n} \dots (3-5)$$

حيث $\sum R_i$ هو مجموع العوائد السنوية خلال الفترة n.

تعتبر طريقة الوسط الحسابي أقل استخداماً لأنها تعطينا نتائج مضللة في حالة وجود قيم شاذة، ويفضل المختصون في مقابل ذلك استخدام طريقة الوسط الهندسي، التي أصبحت تمثل النموذج المتعارف عليه في حساب معدل العائد.

2- أنواع العائد

يعمل المستثمر في سوق الأوراق المالية قبل اتخاذ قراره الاستثماري على تحديد معدل العائد الذي يطلبه نظير التنازل عن سيولته النقدية في الوقت الحالي، كما يعمل على تقدير قيمة العوائد المتوقع تحقيقها خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية، ليقوم في الأخير في نهاية فترة الاحتفاظ بمقارنة عوائده المحققة مع ما تم تقديره.

مما سبق يمكن تمييز ثلاثة أنواع رئيسية من العائد وهي:

¹ Rajesh Kumar, Valuation:Theories and Concepts, Elsevier Inc: Academic Press, 1st edition, London, United kingdom, 2016, p 48.

² Idem.

³ Ibid, p 49.

- **العائد المحقق أو الفعلي:** وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من اقتنائه أو بيعه لأوراق المالية، وبذلك فهي قد تكون عوائد دورية أو عوائد رأسمالية أو مزيجا منها، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي، ويتطلب الأمر لحساب العائد المتولد من الاستثمار معرفة التغيير في السعر، أي الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، والتدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، فلو أخذنا على سبيل المثال الأسهم العادية فيجب معرفة التغيير في السعر بين لحظتين زمنيتين، وكذلك توزيعات الأرباح التي تمت خلال تلك الفترة¹؛

- **العائد المتوقع:** وهو الاحتمال غير الأكيد للتدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن الاستثمار، ويتم التوصل إليه إذا كان الاستثمار قائما من خلال المتوسط الحسابي أو الهندسي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي حصلت في الماضي لنفس الأصل المالي، أما إذا كان الاستثمار جديدا، فإنه سوف يتم احتساب العائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة باحتمال حصولها على أرض الواقع في المستقبل²؛

- **العائد المطلوب:** يستند المستثمر عند مباشرة عملية الاختيار بين البدائل الاستثمارية على معيار مرجعي يحدد له بدل التضحية باستهلاكه الحالي، ويتمثل ذلك في معدل العائد الخالي من الخطر، والذي هو عبارة عن المعدل المؤكد الحصول عليه ولا يحتمل أي درجة من درجات عدم التحقق، بالإضافة إلى بدل المخاطرة والتي هي عبارة عن المقدار الذي يطلبه المستثمر ثمنا للمخاطر المنتظمة التي يتوقعها نتيجة اختياره لهذا الاستثمار أو ذاك، وبصيغة أخرى هو عبارة عن العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل التضحية بالاستهلاك الحالي³.

فالمحددات الرئيسية لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار هي معدل العائد الحقيقي الخالي من المخاطر، التضخم المتوقع خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية، وعلاوة المخاطرة التي تحددها حالة عدم اليقين من حجم العوائد المُتَوَقَّع تحقيقها، وبالنسبة لمعدل العائد الحقيقي الخالي من المخاطر فهو سعر الفائدة الحقيقي الذي يعكس القيمة الزمنية للنقود، في ظل افتراض عدم وجود تضخم وعدم تأكد بخصوص التدفقات النقدية المستقبلية من الاستثمار، ويتم تحديد سعر الفائدة الحقيقي على حسب التفضيل الزمني للأفراد فيما يتعلق باستهلاك الدخل وتشكيلة الفرص الاستثمارية المتاحة في الاقتصاد،

¹ نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات: العدد الاقتصادي، المجلد 9، العدد 2، جامعة الأغواط، الجزائر، 2018، ص 54.

² فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

³ نفس المرجع السابق، ص 39.

الاقتصاد، ويتم تحديد فرص الاستثمار بدورها من خلال معدل النمو الاقتصادي الحقيقي، كما يتم تحديد حجم المخاطر للقيمة الاسمية للفوائد من خلال معدل العائد الحقيقي الخالي من المخاطر للفوائد، معدل التضخم المتوقع، البيئة النقدية وظروف سوق رأس المال، وتعتبر أذون الخزانة بشكل عام استثمار مجاني يوفر سعر فائدة حقيقي خال من المخاطر، وقد كان متوسط معدلات العائد السنوي لأذون الخزانة الامريكية لجميع الأشهر خلال الفترة 1926-2012 هو 3,55% بينما كان المعدل الحقيقي 0,52%، وهذا في ظل متوسط معدل تضخم سنوي يعادل 3,04%¹.

يتوقف القرار الاستثماري على مدى قبول المستثمر للعائد المتوقع بالمقارنة بالعائد المطلوب، فكل مستثمر عائد مطلوب طبقاً لتقديراته الخاصة ورغباته، ومدى فهمه لطبيعة الاستثمار وطبيعة الفرص الاستثمارية المتاحة امامه، وكلما كان العائد المتوقع، والذي تم حسابه طبقاً لاحتمالات حدوثه، قريباً من العائد المطلوب، كلما كان المستثمر أكثر قبولاً للدخول في هذا الاستثمار². وعلى العموم يجب على المستثمر في سوق الأوراق المالية تقدير القيمة الحقيقية للاستثمار بمعدل العائد المطلوب ومقارنته مع السعر السائد في السوق، فإذا كانت القيمة الحقيقية المقدرة أكبر من سعر السوق، ينبغي على المستثمر مباشرة عملية الاستثمار³.

3- علاقة العائد بالمخاطرة

العائد والمخاطرة مفهومان متلازمان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، وعلى العموم فإن المستثمر يتعرض إلى نوع من المخاطر تتباين درجتها وقوتها وفقاً لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الاداة الاستثمارية وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر والناجمة عن رغبته في تحقيق عائد عملية الاستثمار في أصل معين، فالعلاقة طردية بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة، ولذلك المبادلة بين العائد والمخاطرة ودرجتها وتحليلها جوهر القرار الاستثماري بشكل عام، وقد نشأ عن هذه العلاقة الطردية من التلازم أنه لا يمكن دراسة العائد بمعزل عن المخاطر⁴.

فالعلاقة بين المخاطرة الواجب قبولها والعائد المتوقع جوهرية بالنسبة لكافة قرارات الاستثمار والإقراض الحديثة، وقد يبدو من الواضح أنه كلما زادت المخاطرة المتصورة للاستثمار كلما زاد معدل العائد المطلوب للتعويض عن تلك المخاطرة⁵.

¹ Rajesh Kumar, Op-Cit, p 50.

² الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

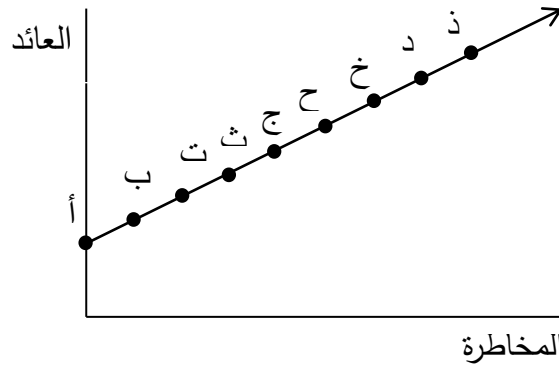
³ Rajesh Kumar, Op-Cit, p 50.

⁴ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 143.

⁵ فرج عباس خير الله، إدارة المخاطر المالية، دار أمجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016، ص 19.

وتشير الدراسات التي تناولت التوزيعات الاحتمالية للعوائد أن المشروعات ذات المخاطر الكلية والمنتظمة العالية تميل أيضا إلى ان يكون متوسط معدلات العائد لديها مرتفعا أيضا، فالمستثمرون يحتاجون إلى معدلات عائد مرتفع حتى يكون ذلك حافزا لهم على الاستثمار في الأصول المحفوفة بالمخاطر، حيث أن الحصول على أي شيء له مقابل، فالمستثمرون الذين يرغبون في كسب معدلات عوائد مرتفعة يجب أن يتحملوا مخاطر عالية¹.

الشكل رقم (3-3): العلاقة بين العائد والمخاطرة



المصدر: شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية: الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015، ص 151.

ثانيا: مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية

تعتبر المخاطر جزءا لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي، بل وأصبحت صفة ملازمة للاقتصاديات المعاصرة، وهذا التلازم بين النشاط الاقتصادي والخطر يجعل التخلص من الخطر بشكل نهائي أمرا غير ممكن، لكن ذلك لا يعني بالضرورة عدم إمكانية التعامل معها وفق مجموعة من السياسات والاستراتيجيات التي تجعل آثارها ونتائجها متحكمًا فيها إلى حد بعيد².

1- مفهوم المخاطرة

المخاطرة المحتملة هي عبارة عن التقلبات في العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة المحسوبة³، فهي تتعلق بعدم تأكد المستثمر من الحصول على العائد المتوقع الذي قد يتحقق أو لا يتحقق، وتستخدم نظرية الاحتمالات لحساب إمكانية تحقيق هذا العائد، فعلى الرغم من التقدم العلمي الذي يمكن المحللين الماليين

¹ نفس المرجع والصفحة سابقا.

² عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط وإدارة المخاطر في التمويل الإسلامي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015، ص 25.

³ فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

من التقدير الدقيق للعائد المحتمل، إلا أن هذا العائد يبقى منتظر وغير مؤكد، ويتوقف على كثير من العوامل التي ترجع إلى الظروف الاقتصادية ذات الصلة بهذا الاستثمار¹.

فمخاطر الأصول المالية ترتبط بكفاءة الأسواق المالية التي يتم تداولها فيها، وطبيعة البيانات والمعلومات المتوفرة عنها، وتختلف المخاطر حسب طبيعة الورقة المالية، فمخاطر الأسهم مثلا تختلف عن مخاطر السندات².

يمكن تعريف المخاطرة على أنها احتمالية عدم تحقيق عائد أو احتمالية توقع خسائر رأسمالية، أو هي عدم التأكد من العائد من حيث حجمه، انتظامه أو توقيت الحصول عليه أو هذه الثلاثة مجتمعة معا، أو هو التباين بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة³.

يتم قياس المخاطرة بدلالة التغيرات في العوائد وتستخدم أدوات إحصائية لقياسها، وتتأثر قيمة الأصول المالية بعناصر أخرى مثل السياسات الاقتصادية والنقدية والمالية والقطاعية وسعر الفائدة، بالإضافة إلى السياسات الداخلية بكل مشروع مصدر لهذه الأوراق المالية⁴.

يعد التباين والانحراف المعياري للعائدات المتوقعة أحد أفضل المقاييس المعروفة للمخاطر، فلقد سابقا أن المخاطرة تعني تقلب العوائد، وعليه فإن قياسها يستلزم قياس مقدار تقلب العائد الفعلي عن العائد المتوقع خلال فترة زمنية معينة، ومن بين مقاييس التقلب الأكثر استخداما نجد التباين والانحراف المعياري الذي يمثل الجذر التربيعي للتباين⁵.

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n P_i \times (R_i - E(R_i))^2} \dots \dots \dots (3-6)$$

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n P_i \times (R_i - E(R_i))^2 \dots \dots \dots (3-7)$$

حيث: δ : الانحراف المعياري؛ δ^2 : التباين.

كما يعد معامل الاختلاف مقياسا آخر لحساب المخاطر، وهو مقياس نسبي لمعرفة المخاطر التي يتعرض لها استثمار معين، فهو يعطي حجم المخاطر لكل وحدة واحدة من وحدات العائد، وهو أساس جيدا للمقارنة بين البدائل المختلفة في الحالات التي يكون فيها العائد المتوقع متساوي بين هذه البدائل، ويُحسب معامل الاختلاف من المعادلة التالية⁶:

¹ الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 168.

³ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 143.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 168.

⁵ Rajesh Kumar, Op-Cit, p 52.

⁶ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 150.

$$Cv = \frac{\delta}{E(R_i)} \dots\dots\dots(3-8)$$

بالإضافة إلى ما سبق، يمكن استعمال بعض المقاييس الأخرى للمخاطرة والمتمثلة فيما يلي¹:

- **مدى التغير**، والذي يتم حسابه من خلال الفرق بين أكبر قيمة للعائد المتوقع وأدنى قيمة؛
- **متوسط الفرق المطلق**، وهو المتوسط الحسابي للفروق المطلقة لكل قيمة من العائد مع المتوسط الحسابي للعائد المتوقع؛
- **احتمال عائد سالب**، وهو النسبة المئوية لاحتمال تحقق الخسارة؛
- **شبه التباين**، وهو الفرق بين مربعات انحراف قيم العائد الأقل من العائد المتوقع عن العائد المتوقع نفسه، إذ يتجاهل هذا المقياس العوائد التي تفوق العائد المتوقع، كما يجعل من الصعب مراعاة الارتباطات الموجودة بين عوائد الأوراق المالية المختلفة؛
- **الخطر السالب أو الجانب السالب من المخاطرة "Downside Risk"**، وهو احتمال تحقق عائد يقل عن قيمة مقدمة يتم تحديدها من قبل المستثمر، فإذا كانت هذا القيمة تساوي الصفر، يُطلق عليه غالبا "احتمال الخراب"؛
- **القيمة المعرضة للمخاطرة "Value at risk VAR"**، والتي يتم الحصول عليها بطريقة معاكسة للطريقة السابقة، فبدلا من تحديد احتمال خسارة قيمة مقدمة مسبقا، يتم تحديد قيمة الخسارة التي تكون مشروطة بالمعلومات الاحتمالية المتاحة، والتي لا يتم تجاوزها إلا باحتمال P (5% على سبيل المثال)، وتستخدم هذه الطريقة بشكل أساسي لتصور خطر وضعية معقدة.

2- تصنيف المخاطرة

ترتبط المخاطرة عموما بعدم اليقين المرتبط بالأحداث المستقبلية، وعلى الرغم من أن كثيرا من المستثمرين والمقرضين يجرون تقييمات ذاتية (غير موضوعية) للمخاطرة، فقد قام الأكاديميون بوضع مقاييس إحصائية تنتمي للمفهوم العام المعروف بنظرية "بيتا"، ووفقا لهذه النظرية فالمخاطرة الكلية المرتبطة بالاستثمار تتكون من مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة².

- **المخاطر المنتظمة**: تعود لذلك الجزء من التباين بين العوائد المحققة والعوائد المتوقعة، والذي يحدث بسبب عوامل تؤثر على أسعار عدد كبير من الأصول بوجه عام، ولا يقتصر تأثيرها على مشروع أو قطاع معين³؛

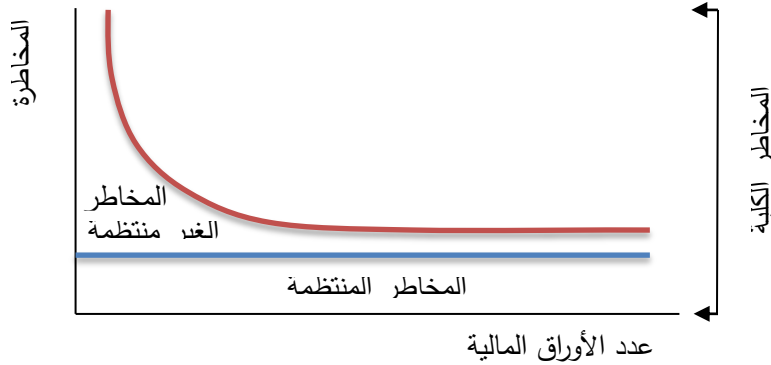
¹ Robert Cobbaut et d'autres, Op-Cit, p 49.

² فرج عباس خير الله، مرجع سبق ذكره، ص 19.

³ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 152، بتصرف.

- **المخاطر الغير منتظمة:** هي عبارة عن المخاطر المتبقية التي تنفرد بها ورقة مالية معينة، أو هي ذلك الجزء من المخاطرة الكلية التي تنفرد بها منشأة أو صناعة ما¹، فهي تؤثر على عدد قليل من الأصول، لذلك تعرف باسم المخاطر الفردية أو الخاصة بالمشروع والتي يمكن تجنبها بالتنوع².

الشكل رقم (3-4): المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة



المصدر: شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية: الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015، ص 153.

3- مصادر المخاطرة

توجد بيئة الأعمال العديد من المخاطر التي تؤثر على حجم العوائد المحققة من قبل المشروعات، وينتقل هذا التأثير إلى حملة الأوراق المالية فتتخفص قيمتها السوقية كما تتسبب في تقلب عوائدها، ويمكن تصنيف مصادر المخاطرة على حسب نوعها وفق ما يلي:

أ- مصادر المخاطر المنتظمة

وتتمثل في التقلبات التي تشهدها المتغيرات الكلية سواء كانت اقتصادية، اجتماعية أو سياسية، ولعل من أهمها نذكر:

- **مخاطر السوق،** وهي المخاطر الناجمة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية للأوراق المالية³، والتي تكون نتيجة أحداث غير متوقعة وصلت معلوماتها إلى السوق⁴؛
- **مخاطر سعر الفائدة،** وهي مخاطر قابلية تباين العائد الناتج عن تغيرات في مستوى أسعار الفائدة، وتؤثر على كل الأوراق المالية بدرجات متفاوتة ولكن بنفس الطريقة⁵؛

¹ فرج عباس خير الله، مرجع سبق ذكره، ص 20.

² Rajesh Kumar, Op-Cit, p 51.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط وإدارة المخاطر في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

⁴ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 154.

⁵ فرج عباس خير الله، مرجع سبق ذكره، ص 21.

- مخاطر التضخم أو مخاطر القوة الشرائية، وهي حالة عدم التأكد من مستقبل القوة الشرائية للمبالغ المُتوقع استلامها من استثمار معين، نتيجة الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار¹.

ب- مصادر المخاطر الغير المنتظمة

تساهم بعض المتغيرات الاقتصادية الجزئية والمتعلقة بالمشروع المُصدر للورقة المالية أو القطاع الذي ينتمي إليه المشروع في تذبذب عوائده، ومن أهم هذه المتغيرات نذكر:

- مخاطر الإدارة، وهي التي تتسبب فيها إدارة المشروع المُصدر للورقة المالية وتحدث تباينات فريدة وغير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين²؛

- مخاطر الصناعة، وهي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو صناعة معينة، دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع³؛

- مخاطر الرافعة المالية و/أو التشغيلية، تتعلق مخاطر الرافعة المالية بزيادة اعتماد المشروع على التمويل بالديون على حساب حقوق الملكية، وهو ما يخلق تباين في عوائد حملة الاسهم يزيد مع زيادة استخدام المشروع للرافعة المالية⁴، أما مخاطر الرافعة التشغيلية فتتعلق بزيادة اعتماد المشروع في العملية الإنتاجية على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة⁵.

المطلب الثالث: المشتقات المالية كأدوات لإدارة مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى إدارة مخاطر الاستثمار بشكل عام، ثم نسلط الضوء على المشتقات المالية كأدوات لإدارة المخاطر في سوق الأوراق المالية، مع الإشارة إلى تطور أسواقها باعتبارها إحدى العوامل المساهمة في انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي.

أولاً: إدارة المخاطر

لقد اتضح لنا من خلال ما سبق أن المخاطر عبارة عن احتمال حدوث الأشياء على غير ما هو متوقع، وأنها كانت ولا تزال سمة ملازمة للنشاط الاقتصادي، وإذا كان التخلص منها أمراً غير ممكن، فإن التعامل معها وفق طرق وأساليب عملية أمر وارد⁶.

¹ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 155.

² فرج عباس خير الله، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³ نفس المرجع والصفحة سابقاً.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 24.

⁵ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 157.

⁶ عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط وإدارة المخاطر في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 67.

1- مفهوم إدارة المخاطر

إدارة المخاطر كمفهوم قديمة جداً، ويمكن إرجاعها إلى محاولات الإنسان الأولى لتجنب المخاطر بشكل عام، وخلال النصف الثاني من القرن العشرين، نهض الاقتصاديون بشكل كبير بمستوى فهمهم للمخاطر وطوروا نظريات تختص بإدارة المخاطر، انطوت على أفضل الشروط لاستخدام التأمين أو التنويع أو التحوط لمواجهة المخاطر حسب الحالة، وظهر موضوع إدارة المخاطر كجزء مهم من العلوم المالية له باحثوه ومهتمون به وكذا تطبيقيون مختصون للعمل كمديري مخاطر، وقد تطور هذا المفهوم بشكل كبير بالتوازي مع النهضة التي عرفتتها كل العلوم المالية كالإدارة المالية والهندسة المالية وغيرها¹.

إذ تتجسد فلسفة الهندسة المالية في مجال إدارة المخاطر من خلال تطوير مجموعة أدوات تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير، مثل تنسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر، وتؤدي هذه الظروف إلى فقدان الدقة والموضوعية في التنبؤ باتجاه ومقدار تحرك المتغيرات المالية المؤثرة في عمل المشروعات، ومن ثم زيادة حالة عدم والتي تعني زيادة المخاطرة، حيث تعمل الهندسة المالية على إيجاد حلول جديدة لإدارة المخاطر² تركزت بشكل أساسي في المشتقات المالية.

تتناول إدارة المخاطر المالية العلاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار وبين المخاطر له، وذلك بقصد توظيف هذه العلاقة بما يؤدي إلى تعظيم قيمة هذا الاستثمار من وجهة نظر أصحابه³، فإدارة المخاطر عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع المخاطر عن طريق توقع الخسائر العارضة المحتملة، وتصميم وتنفيذ إجراءات من شأنها أن تقلل إمكانية حدوث الخسارة، أو الأثر المالي للخسائر التي تقع إلى الحد الأدنى، أو هي تنظيم الحياة مع توقع أحداث مستقبلية تؤدي إلى تأثيرات غير ملائمة⁴.

¹ نفس المرجع السابق، ص 68.

² عامر كمال، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 8، العدد 2، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2017، ص 81.

³ فرج عباس خير الله، مرجع سبق ذكره، ص 44.

⁴ عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي: حماية للمال ودافع للتنمية، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري: إدارة البحوث، الطبعة الأولى، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2015، ص 37.

2- أساليب التعامل مع المخاطر

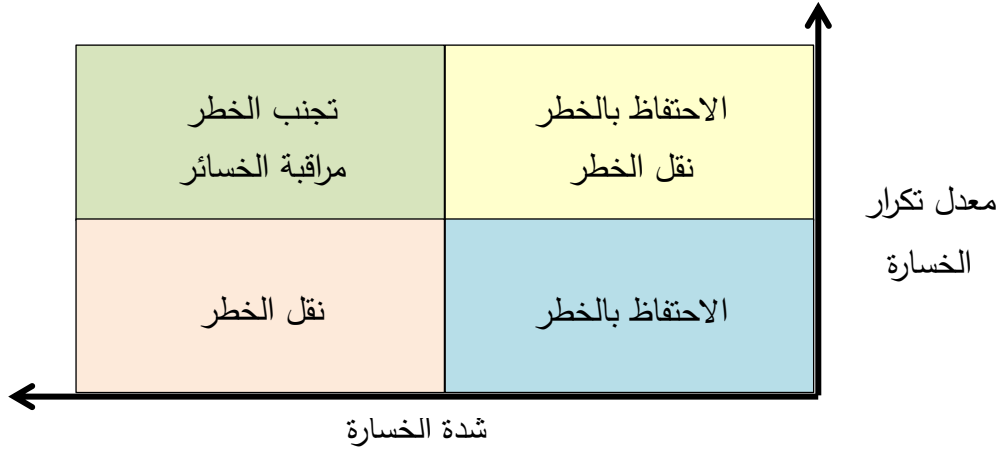
يرى "Brigham & Houston" أن إدارة المخاطر هي مجموعة من الأنشطة تستهدف تدنية الخسائر المحتملة من وقوع المخاطر، وأن هذه الأنشطة تندرج تحت ثلاثة مراحل رئيسية هي¹:

- تحديد وتعريف المخاطر؛
 - قياس التأثير المحتمل لكل خطر؛
 - تحديد كيفية التعامل مع الخطر موضوع الاهتمام.
- وفيما يخص كيفية التعامل مع الخطر، يجمع أغلب الباحثين على وجود أربعة أساليب رئيسية يمكن استخدامها في هذا الشأن تتمثل فيما يلي²:
- **تجنب الخطر:** وهو قرار يهدف إلى عدم التعرض إلى الخطر الذي قد يؤدي إلى خسارة ما، وهو أبسط تقنية ويؤدي إلى تخفيض فرصة الخسارة إلى حد العدم، ويعتبر غالبا بديلا غير مرغوب فيه لأنه يعني ضياع الفرص؛
 - **مراقبة الخسائر:** عندما يستحيل تجنب الخطر أو حتى نقله، من الممكن اتخاذ التدابير التي تخفض من الخسارة المرتبطة به، وهذا ما يطلق عليه بالرقابة على الخسارة، وهي تختلف عن حالة تجنب الخطر، لأن الخطر في حالة الرقابة يعني أن المستثمر أو المشروع أقدم على القيام بالعمليات المتضمنة لهذا النوع من الخطر؛
 - **الاحتفاظ بالخطر:** ويطلق عليه أيضا "افتراض الخطر" ويعني استعداد المشروع أو المستثمر لتحمل الخسارة الناتجة عن تحقق الخطر وقت حدوثه، في إطار ما هو متاح من أموال، ويمكن أن يكون ذلك بشكل مخطط أو غير مخطط، كما يمكن أن يكون الاحتفاظ ممولا أو غير ممول؛
 - **نقل الخطر:** وهو لجوء المشروع أو المستثمر إلى طرف آخر لتحمل مسؤولية الخطر والقبول به، وقد يكون ذلك إما طوعية من الطرف الآخر، لأنه الأقدر على التعامل مع ذلك الخطر، ولكونه في وضعية أحسن تؤهله لتوخي الدقة في توقعات الخسائر بحيث تتوفر لديه الإمكانيات في الأخذ بقانون الأعداد الكبيرة (تزايد حجم العينة)، وقد يكون ذلك جهلا منه بالخطر أو مراهنه منه (مثلا يجري في الأسواق المالية)، وتوجد عدت أشكال لنقل الخطر من أهمها التأمين والتحوط.

¹ فرج عباس خير الله، مرجع سبق ذكره، ص 47.

² عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي: حماية للمال ودافع للتنمية، مرجع سبق ذكره، ص 39-41.

الشكل رقم (3-5): مصفوفة استراتيجيات إدارة الخطر



المصدر: عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي: حماية للمال ودافع للتنمية، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري: إدارة البحوث، الطبعة الأولى، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2015، ص 47.

ثانياً: المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر

يمكن استخدام تقنية التنويع للتحوط من المخاطر الغير منتظمة والمرتبطة بمشروعات دون لكن المخاطر المنتظمة تشمل جميع المشروعات ولا يمكن التخلص منها من خلال التنويع، فهي نتيجة قيام المشروعات بنشاطها على نفس الكوكب، وأحداث مثل الكوارث المناخية والركود والحروب وظهور ابتكارات تكنولوجية جديدة هي أحداث لا يمكن عزلها عن مشروعات محددة بل عليها جميعاً، أضف إلى ذلك ان الارتفاع غير المتوقع لسعر ورقة مالية معينة مثلاً، سوف يؤدي حدوث خسارة لمن كان يخطط لشراؤها مستقبلاً، فالاستثمار البسيط في سوق الأوراق المالية لا يمكن يعطي راحة البال في مواجهة التغير المفاجئ في الأسعار نتيجة أحداث معينة، كما يمكن أن يقضى محفظة المستثمر، كل هذا دفع نحو ظهور أدوات مالية مشتقة مهمتها الأساسية تقليل المخاطر¹.

1- مفهوم المشتقات المالية

شهدت الأسواق بشكل عام تطوراً ملحوظاً، إذ لم تعد تقتصر عمليات البيع والشراء على الأصول حد ذاتها، بل أصبح بالإمكان تداول أي عقود متعلقة بهذه الأصول، والعقد هو اتفاق بين طرفين أصل ما خلال فترة زمنية محددة، وتسمى هذه العقود بالمشتقات المالية، كما تسمى الأصول محل

¹ Hrishikesh D Vinod, Derrick P Reagle, Preparing for the Worst: Incorporating Downside Risk in Stock Market Investments, John Wiley & Sons Inc, New Jersey, USA, 2005, p 55.

الفصل الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

بالأصول الأساسية لأن تلك الأدوات المالية مشتقة منها وأسعارها مرتبطة بها، وإذا كسب أحد طرفي العقد العقد مبلغاً مالياً معيناً، فإن الطرف الآخر سيفقد نفس المبلغ¹.

فالمشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأوراق مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فتتوقف على سعر الأصول محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك مل يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده، كما لا لا يوجد عائد مستحق على الاستثمار فيها، وإنما تستخدم لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط منها كما يمكن استخدامها لأغراض المضاربة².

وتوفر سوق المشتقات المالية ثلاثة خدمات أساسية³:

- موقع فعلي والمتمثل في قاعة تداول والهيئات المصاحبة لمثل هذا النشاط في حال كان التداول في ظل سوق منظمة، أما إذا كان التداول ضمن سوق غير منظمة فيتم توفير منصة تداول إلكتروني؛
- غرفة مقاصدة تتشكل كطرف مقابل لكل مشتر وبائع بمجرد انتهاء الصفقة والشروع في التسوية؛
- خدمة ابتكار وتصميم العقود المالية المشتقة على حسب احتياجات المتعاملين؛
- بيئة تداول شفافة وموثوق بها.

2- أنواع المشتقات المالية

يتم هيكلة المشتقات المالية وفقاً لحاجة المتعاملين بها ومسايرة لتطور الأسواق التي يتم تداولها فيها، وهو ما جعلها تتزايد على النحو الذي صار فيه من الصعب جداً تناولها على سبيل الحصر، إلا أنه يمكن تصنيفها تحت ثلاث مجموعات رئيسية وهي:

أ- العقود الآجلة والعقود المستقبلية

عُرفت فكرة تداول العقود الآجلة منذ القدم، حيث نشأت كوسيلة لتجنب مخاطر ارتفاع أو انخفاض انخفاض أسعار السلع والخدمات، فقد يتفق المزارع مع الخباز على بيع كمية معينة من القمح في فصل فصل الحصاد بسعر معين يتم تحديده وقت التعاقد، وبذلك يستفيد المزارع بضمان بيع المحصول كما يستفيد الخباز بتأمين احتياجاته من القمح بسعر معلوم مسبقاً⁴.

¹ You-lan Zhu & All, Derivative Securities and Difference Methods, Springer Science + Business Media, 2nd édition, New York, USA, 2013, p 8.

² شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 165.

³ Salih N. Neftci, Op-Cit, p 26.

⁴ فهد بن عبدالله الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد الخيرية، الطبعة الثانية، الرياض، السعودية، 2008، ص 405.

وتمثل العقود الآجلة والعقود المستقبلية اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد مستقبلاً، وبسعر متفق عليه يسمى سعر التسليم أو سعر العقود الآجلة، وعلى خلاف العقود الآجلة التي يتم تداولها في السوق غير المنظمة فإن العقود المستقبلية يتم تداولها عادة في السوق المنظمة، أضف إلى ذلك أن تاريخ التسليم لا يتم تحديده بشكل دقيق في العقود المستقبلية مثلما هو عليه الحال في العقود الآجلة بل غالباً ما يكون عبارة عن فترة تسليم تشمل شهراً كاملاً¹.

- العقود الآجلة

هي اتفاق تعاقدى بين مشتري وبائع لتبادل أصل معين مقابل النقد في وقت لاحق مستقبلاً يحدد الآن، حيث يتم الاتفاق في هذا العقد على تحديد الأصل بشكل دقيق مع طريقة ومكان التسليم بالإضافة إلى السعر ووسيلة السداد، كل هذا يتم الاتفاق عليه من خلال التفاوض بين البائع والمشتري²، لذا لا يتم تداول مثل هذه العقود في السوق المنظمة التي تفرض بالعادة إجراءات وقواعد تعاقد وتداول محددة على المتعاملين، حيث يتم تداول هذا النوع من العقود في السوق غير المنظمة. تكون قيمة العقد الآجل معدومة لحظة عقده، ويمكن أن تصبح قيمته إيجابية أو سلبية مع مرور الوقت، ويتوقف هذا على حركة سعر الأصل محل التعاقد، فإذا ارتفع بحدّة بعد فترة وجيزة من إبرام تصبح قيمة العقد الآجل إيجابية، ويصبح سلبياً إذا انخفض السعر، وبهذا تكون مردودية العقد موجبة كان السعر السوقي للأصل لحظة التسليم أكبر من سعر التسليم المتفق عليه في العقد، والعكس فمردودية العقد الآجل هي³:

$$P_0 = P_m - P_f \dots\dots\dots(3-9)$$

حيث:

P_m هو السعر السوقي للأصل عند حلول تاريخ تسوية العقد؛

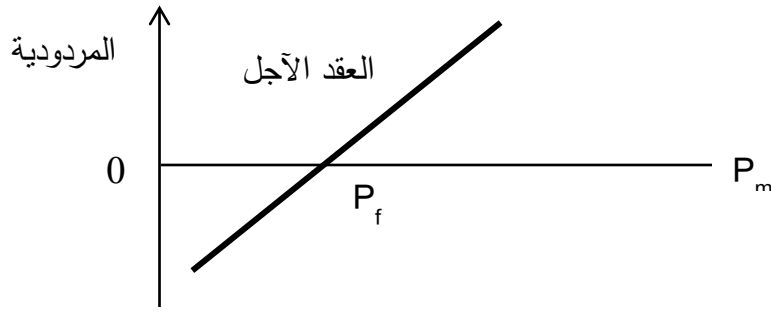
P_f هو سعر التسليم المتفق عليه في العقد.

¹ You-lan Zhu & All, Op-cit, p 9.

² عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 175.

³ You-lan Zhu & All, Op-cit, p 9.

الشكل رقم (3-6): مردودية العقد الآجل



Source: You-lan Zhu & All, Derivative Securities and Difference Methods, Springer Science + Business Media, 2nd édition, New York, USA, 2013, p 9.

- العقود المستقبلية

بدأ التعامل بهذه العقود في سنة 1972 من قبل السوق النقدي العالمي "IMM" وهو فرع من بورصة بورصة شيكاغو "CME" التي كانت رائدة في تطوير العقود المستقبلية للسلع الزراعية، وقد تم تطبيقها تطبيقها على الأدوات المالية في سنة 1975 وتوسع التعامل بها في ثمانينات وتسعينات القرن الماضي¹.

وتعتبر العقود المستقبلية إلزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض أحدهما أن يسلم للآخر (أو يستلم يستلم منه) بواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل معين في مكان وزمان محددين وبموجب وبموجب سعر محدد²، وتتسم هذه العقود بأنها عقود نمطية فهي عقود آجلة ولكن لها حجم وشروط نمطية تحدد البورصة التي يتم تداولها فيها³.

فالعقد المستقبلي هو نوع محدد من العقود الآجلة التي يتم بيعها بوحدة معيارية (بنفس الحجم كعقد كعقد مستقبلي بـ 100 سهم) في سوق منظمة، مما يلغي الجانب الثنائي للصفقة، حيث تمنحهم هذه الميزة الميزة سيولة أكبر لأن العقود المعيارية والموحدة لها سوق أوسع، كما أن التداول في السوق المنظمة يقلل يقلل من تكاليف البحث ويوفر ضمان إنفاذ العقد مما يحمي المتعاملين من مخاطر النكول⁴.

فمن أجل ضمان احترام العقد المستقبلي، تطلب البورصة من كل طرف إيداع مبلغ من المال في حساب هامشي، ليتم في نهاية كل يوم إضافة أو طرح الفرق بين أسعار إغلاق العقود المستقبلية لليوم

¹ حيدر عباس عبدالله الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

² الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص 306.

³ شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 170.

⁴ Hrishikesh D.Vinod, Derrick P.Reagle, Op-Cit, p 57.

لليوم الحالي مع اليوم السابق من حساب الهامش لكل طرف، وبالتالي يتم دفع صافي الربح أو على مدى عمر العقد¹.

لا يتم التسليم الفعلي للأصل محل التعاقد في العقود المستقبلية في التاريخ المحدد، وإنما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار، فلو تم على سبيل المثال شراء وبيع عقد مستقبلي لمؤشر S&P 500 في بورصة شيكاغو "CME"، فليس من المتوقع أن يتم استلام وتسليم أسهم الـ 500 مشروع المكون للمؤشر، فتسوية هذه المعاملة ينطوي عليها تكلفة ضخمة ووقت وجهد كبيرين، كما أن العديد من الأصول في العقود المستقبلية لا وجود لها أصلاً².

ب- عقود المبادلة

ويطلق عليها أيضاً عقود المقايضة، وهي إحدى أدوات إدارة المخاطر ويمكن إرجاع منشئها إلى 1970 ولكن أول عقد مبادلة كان على أسعار الفائدة وحدث سنة 1981³، وقد استعملت آنذاك كوسائل لتحقيق وفورات في تكاليف إصدار القروض أو المضاربة على تحقيق أرباح نتيجة فروق الأسعار المجودة بين الأسواق⁴.

عقود المبادلة أو المقايضة عبارة عن عقد بين طرفين يتم خارج البورصة، يتبادل من خلاله العقد حقوق أو التزامات بخصائص معينة مقابل حقوق أو التزامات بخصائص مختلفة، كما يمكن أن تكون بتبادل أصول بخصائص معينة مقابل أصول بخصائص مختلفة في الحاضر على أن يتم العكسي في تاريخ لاحق محدد مسبقاً، حيث تتيح هذه العقود لكل طرف عكس المخاطر المتعلقة الفائدة أو العملات⁵.

وعقود المبادلة لا يتم تسويتها يومياً كما هو الحال في العقود المستقبلية، كما لا يتم تسويتها مرة واحدة كما هو الحال في العقود الآجلة، لذلك يُعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسويته على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...)، ونظراً لعدم تسويتها بشكل يطلق على أرباح وخسائر هذه العقود بالأرباح أو الخسائر الورقية⁶.

¹ You-lan Zhu & All, Op-cit, p 9.

² Hrishikesh D.Vinod, Derrick P.Reagle, Op-Cit, p 58.

³ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 256.

⁴ حيدر عباس عبدالله الجنابي، مرجع سبق ذكره، ص 111.

⁵ Dov Origien, Pratique des Marchés Financiers, Dunod, 2e Edition, Paris, France, 2007, 263.

⁶ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 257.

تتراوح المدة المتعارف عليها لعقود المبادلة من 3 أشهر إلى 10 سنوات، كما تتراوح المبالغ المتفاوض عليها عموماً من 1 إلى 10 ملايين يورو، وهي عبارة عن اتفاقيات تُعقد خارج البورصة وليس لها سوق ثانوي للتداول¹.

ت- عقود الخيار

ظهرت للمرة الأولى سنة 1790، وقد تم تداول الخيارات في البداية في الأسواق غير المنظمة بين المؤسسات المالية والمشروعات بشكل مباشر، ثم انتقلت إلى الأسواق المنظمة وكان ذلك في بورصة شيكاغو في 26 أبريل 1973، ثم انتقلت إلى عدد آخر من البورصات².

عقد الخيار هو عقد يمكن من خلاله شراء أو بيع خيار لشراء "Call" أو خيار لبيع "Put" كمية معينة من أي أصل، بسعر محدد مسبقاً في العقد يسمى سعر التنفيذ، على أن يتم تنفيذ هذا الخيار في تاريخ مستقبلي يسمى تاريخ الاستحقاق، فهو عقد خاص لا يلتزم من خلاله مشتري الخيار بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد، بل له الحق في الاختيار بين تنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه، وبالمقابل يلتزم بائع الخيار بتنفيذ المعاملة إذا ما قرر المشتري تنفيذ الخيار³.

يبرر هذا الوضع غير المتماثل للأطراف المتعاقدة دفع علاوة من مشتري الخيار إلى بائعه لحظة لحظة توقيع العقد، يحتفظ بها البائع سواء تم تنفيذ الخيار أم لا عند حلول تاريخ الاستحقاق، وتسمى الخيارات "أوروبية" إذا كانت قابلة للتنفيذ في تاريخ استحقاق محدد، كما تسمى الخيارات "أمريكية" إذا كانت قابلة للتنفيذ في أي وقت⁴.

ثالثاً: تطور سوق المشتقات المالية

شهدت الفترة الأخيرة تزايد الاهتمام بصناعة المشتقات المالية، إذ اتسع عدد المشاركين في السوق السوق كما ارتفع حجم المعاملات وأصبحت أدواتها أكثر تنوعاً، فقد شملت مجموعة واسعة من العقود العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع، وأصبحت تمثل فئة هامة من الأدوات المالية في سوق سوق رأس المال، وتوفر استراتيجيات مختلفة للحماية من مخاطر سوق الأوراق المالية، كما لها الكثير الكثير من الاستراتيجيات الاستثمارية المبتكرة، فمنذ حوالي 25 سنة خلت كانت سوق المشتقات المالية المالية صغيرة، ولكنها نمت بشكل لافت بحوالي 24% سنوياً في العقد الأخير. حتى أصبحت سوق

¹ Dov Origien, Op-Cit, p 264.

² عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 232.

³ Dov Origien, Op-Cit, p 307.

⁴ Idem.

سوق كبيرة ضمت حوالي 457 تريليون دولار سنة 2007، إذ لم تشهد أي فئة أخرى من الأدوات مثل هذا النمو¹.

فعلى الرغم من كون الانطلاقة الأولى لهذه السوق كانت مع عقد السبعينات، إلا أنها لم تشهد تطورات هامة من حيث حجم تداولها وانتقالاتها بين الأسواق الدولية، ولكن انطلاقها كان في منتصف عقد الثمانينات، حيث ازداد التعامل بها من 729,9 مليار دولار سنة 1987 إلى 14302,3 مليار دولار سنة 2000، بمعدل نمو سنوي قدره 85,3%².

ثم توسعت بعد ذلك بشكل كبير، حيث شهدت منتجاتها زيادة سريعة بلغت سنة 2011 حوالي 1411 تريليون دولار، أغلبها تُداول في الأسواق غير المنظمة بما يقارب الـ 90% منها، وذلك الخصائص التي تتمتع بها هذه الأسواق، بحيث لم تعد الأدوات النمطية قادرة على تلبية حاجات المستثمرين المتنوعة والمتشابكة، الأمر الذي أسفر عن تطوير مشتقات مالية وفق تفضيلات فأصبحت أكثر نفعاً وأكثر تعقيداً، كما ساعد التقدم التكنولوجي الهائل في تسعير هذه المشتقات بدقة عالية وسرعة متناهية، مما ساهم في تخفيض التكلفة النهائية للتداول³.

ولعل من أهم أسباب هذا التطور السريع لسوق المشتقات المالية انخفاض تكلفة المعاملات الى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه، فتكلفة المعاملات لعقد مستقبلي قيمته مليون تتجاوز 100 دولار وهو معدل تكلفة يبلغ 0,01% من قيمة العقد، وتكلفة المعاملات تأثير على السوق، إذ تجعل السوق أكثر كفاءة بما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من السعر العادل⁴.

المبحث الثالث: الآثار الإيجابية والسلبية لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

تمثل سوق الأوراق المالية في أفضل الأحوال آلية يمكن من خلالها ربط المستثمرين مع التي لديها منفذ إنتاجي لفوائضهم المالية، فهي آلية لتخصيص الفوائض المالية المتاحة في المنافذ المناسبة، حيث تربط سوق الأوراق المالية بين مشتري وبائعي أدوات الاستثمار المالي، كما يمكن أن

¹ عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 85.

² حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص 130.

³ عيساوي سهام، حوحو فطوم، تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، المجلد 2، العدد 3، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص 341.

⁴ حياة عوايجية، مفتاح صالح، تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 7، العدد 2، جامعة الوادي، الجزائر، 2017، ص 78.

تمثل في أسوأ الأحوال منصة مراهنة تسمح للمستثمرين المقامرین بالمراهنة على أداء المشروعات، أو حتى التلاعب بمعلومات المشروع من أجل الربح، فالمستثمرون في سوق الأوراق المالية لديهم أهداف أهداف مختلفة وموارد مالية متفاوتة، كما يتصرفون بشكل مختلف اتجاه المخاطرة¹.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

سنعرض من خلال هذا المطلب آراء الباحثين حول علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي ومدى تأثير كل منهما على الآخر، مع التطرق إلى القنوات الرئيسية التي يؤثر من خلالها سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

أولاً: علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي

بعد أعمال كل من "شومبيتر Schumpeter"، "ماكينون McKinnon" و"شاو Shaw"، حاولت مجموعة كبيرة من الأدبيات تحديد العلاقة السببية بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، فمن المعلوم أن للسوق المالي دور حيوي في تحقيق النمو الاقتصادي، فهو يساهم في تعبئة المدخرات الخاملة الخاملة أو الغير موظفة وإدماجها في الاقتصاد من خلال تحويلها إلى رأس مال منتج، كما أن نمو الاقتصاد يولد فائضا ماليا يساهم في نمو القطاع المالي، مما يعني أن اتجاه العلاقة السببية بين تطوير تطوير السوق المالي والنمو الاقتصادي لا يزال غامضا ومنفتحا لمزيد من التدقيق التجريبي².

وقد اهتم الباحثون والاقتصاديون بتحديد هذه العلاقة، وذلك بإجراء مجموعة من الدراسات التجريبية التجريبية التي تطورت تدريجيا إلى أن وصلت إلى استخدام تقنيات جديدة لتحليل السلاسل الزمنية، إذ قدمت هذه الدراسات وجهات نظر مختلفة حول دور السوق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي وتفاوتت وتفاوتت في الأساليب والنتائج، حيث أكدت الدراسات الأولى على وجود علاقة سببية تتجه من السوق السوق المالية إلى النمو الاقتصادي، في حين لم تحدد الدراسات الحديثة فكرة واضحة عن اتجاه السببية³.

إن تزايد أهمية أسواق الأوراق المالية في الآونة الأخيرة حوّل الاهتمام نحو دراسة العلاقة بينها وبين وبين النمو الاقتصادي وليس مجموع القطاع المالي كما هو الاتجاه سابقا، فلقد تطورت أسواق الأوراق الأوراق المالية بسرعة عالية وأدت إلى تحولات في بنية النظام المالي وأثرت على تدفقات رأس المال، كما كما ارتفعت نسبة رسميتها السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي في البلدان المتطورة وحتى النامية، ومن ومن الناحية النظرية يفترض انها تُحفّز النمو الاقتصادي من خلال انعاش الادخار المحلي ونوعية وكمية

¹ Hrishikesh D Vinod, Derrick P Reagle, Op-Cit, p 1.

² Lei Pan, Vinod Mishra, Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China, Elsevier: Economic Modelling Journal, Vol 68, Amsterdam, Netherlands, 2018, p 661.

³ Osama M.Badr, Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt, International Journal of Trade: Economics and Finance IJTEF, Vol 6, No 2, Singapore: IACSIT Press, 2015, p 96.

وكمية الاستثمار، وكذلك من خلال توسيع الفرص السانحة لتمويل المشروعات ذات القدرة على وبتكاليف منخفضة¹.

يمكن تقسيم الدراسات التي تناولت علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي على حسب النتائج التي تم التوصل إليها إلى ثلاث فئات:

1- وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

بما أن السوق المالي واسع جدا ولا يمكن قياس نموه باستخدام مؤشر واحد، فقد ركز العديد من الاقتصاديين على دراسة طبيعة العلاقة بين قطاع فرعي واحد من الأسواق المالية والنمو في الحقيقي، وتعتبر سوق الأوراق المالية من بين أهم القطاعات الفرعية التي اجتذبت العديد من حيث نجد العديد من الأدبيات التي تدرس العلاقة بين هذه السوق والقطاع الحقيقي للاقتصاد، الدراسات التجريبية التي أجراها "أتجيند وجوفانوفيتش" Atjeand & Jovanovich، "كوراجكزيك Korajczyk" و"ليفين وزيرفوس Levine & Zervos" وجود علاقة إيجابية قوية بين سوق الأوراق والنمو الاقتصادي².

وفي دراسة لـ "فيلر وآخرون Filer & All" حول العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو على 70 دولة، خلال الفترة 1985-1997 وباستخدام اختبارات السببية لغرانجر، خلصوا فيها إلى علاقة بين المتغيرين، وبالخصوص في البلدان ذات الدخل المنخفض لعينة الدراسة، كما توصل "بيك وليفين Beck & Levine" لنفس النتيجة تقريبا في دراسة لهما على 40 دولة خلال الفترة 1976-1998، أما "باهادور Bahadur" وفي دراسة له حول وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية الاقتصادي في نيبال خلال الفترة 1988-2005 باستخدام اختبار السببية لغرانجر، فقد توصل إلى علاقة سببية بالقيم الحقيقية لمتغيرات الدراسة، تشير إلى أن سوق الأوراق المالية تلعب دورا هاما في تحديد النمو الاقتصادي والعكس بالعكس³.

وجاءت دراسة "كوبورال وآخرون Coporale & All" لتؤكد أهمية دور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، حيث أوضحت أن تطور هذه السوق يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار، ومن ثم ينعكس على النمو الاقتصادي، وتم اختبار الفرضية عن طريق الترابط السببي بين المتغيرات في أربعة دول

¹ حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 158.

² Lei Pan, Vinod Mishra, Op-Cit, p 661.

³ Osama M.Badr, Op-Cit, p 96.

باستخدام نموذج VAR، وأظهرت نتائج البحث أن تنمية سوق الأوراق المالية تؤثر في النمو الاقتصادي الاقتصادي من خلال تأثيرها على إنتاجية الاستثمار في الأجل الطويل¹.

2- عدم وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

لم تتوافق كل الدراسات على وجود علاقة إيجابية بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الحقيقي، فقد توصل "باراماتياند غوبتا Paramatiand Gupta" في دراسة أجراها على الاقتصاد الهندي خلال الفترة 1996-2009، إلى وجود علاقة سببية قوية ثنائية الاتجاه بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد الحقيقي عند استخدام البيانات الشهرية، غير أن هذه العلاقة تلاشت بعد أن تم استخدام بيانات فصلية².

وقد حاول "ناصر وغزواني" تحديد العلاقة بين تطور البنوك وأسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في 11 دولة من منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال الفترة 1979-2003، وتوصل الباحثان إلى أن النتائج التجريبية تتبنى فكرة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، كما بحث "أزارمي وآخرون Azarmi & All" العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الهند خلال الفترة 1981-2001، والتي تشمل فترة ما قبل التحرير المالي وما بعده، وخلصوا إلى نتيجة مفادها عدم مساهمة سوق الأوراق المالية الهندية في النمو الاقتصادي للبلاد، وفي دراسة أخرى لـ "كارب Carp" حول ديناميكية سوق الأوراق المالية وتأثير تقلب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على النمو الاقتصادي في دول أوروبا الوسطى والشرقية خلال الفترة 2000-2007 باستخدام اختبارات السببية لغرانجر، خلص إلى أن أداء سوق الأوراق المالية لا يؤثر على معدلات النمو³.

3- وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو في بيئة ما، مع عدم وجودها في بيئة أخرى

في دراسة لـ "ريوجا وفالف Rioja & Valev" حول أثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي الاقتصادي في الدول ذات الدخل المرتفع والمنخفض، وجدوا أن أسواق الأوراق المالية لم تساهم في تراكم رأس المال أو في نمو الإنتاجية في الدول ذات الدخل المنخفض، وعلى العكس من ذلك، فإن أسواق الأوراق المالية لها أثر إيجابي قوي على كل من الإنتاجية وتراكم رأس المال في الدول ذات الدخل المرتفع، وفي دراسة أخرى لـ "غيو Guo" حول العلاقة السببية بين عوائد الأوراق المالية والنمو الاقتصادي الحقيقي في الصين، توصل إلى عدم وجود علاقة سببية بين عوائد الأوراق المالية

¹ حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 161.

² Lei Pan, Vinod Mishra, Op-Cit, p 662.

³ Osama M.Badr, Op-Cit, p 97.

والنمو الاقتصادي الحقيقي في الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية 2008، وعلى العكس من توصل إلى وجود علاقة سببية بين المتغيرين في فترة ما بعد الأزمة¹.

ثانيا: قنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

يمارس النظام المالي عبر مؤسساته وأسواقه دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات الحديثة، وتبرز تلك الأهمية من خلال وظائفه التي يؤديها والتي تتركز بتعبئة الادخار وتحفيز الاستثمار وتسوية المدفوعات وتسهيلها ومحاولة تقليل الأخطار وإدارتها، علاوة على تقليل تكلفة المعاملات وتوفير البيانات وغيرها الكثير، لكن يؤكد الاقتصاديون على أن الأهمية الاقتصادية للنظام المالي تكمن في الوصول إلى المتطابقة الحسابية المتعلقة بالادخار والاستثمار، وكيفية تحفيز المدخرات وتوفيرها ثم إعادة تخصيصها على الوحدات الاقتصادية التي لها المقدرة على استثمارها بما يحقق زيادة في الانتاج وهو ما يؤدي في النهاية إلى رفع معدل النمو الاقتصادي².

وتمثل سوق الأوراق المالية أحد الركائز التمويلية للنشاط الاقتصادي، وتختلف درجة تأثيرها على الاقتصاد الحقيقي باختلاف تطورها ومستوى أدائها، إذ نجدها تلعب دورا مهما في الحياة الاقتصادية للدول المتقدمة، حيث يجري فيها التعامل على صفقات تجارية كبيرة، تكون محددة لمستوى النشاط الاقتصادي في هذه الدول.

ويمكن إجمال قنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي بصفة عامة، في ثلاثة قنوات رئيسية نوجزها فيما يلي:

1- قناة التمويل

تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع، وخاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون تنفيذ مشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، إذ تعمل الأوراق المالية على تعبئة المدخرات السائلة وتوظيفها في الأوراق المالية التي تصدرها المشروعات الاستثمارية، لتشكل رؤوس الأموال اللازمة لإنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها المجتمع، فتعتبر سوق الأوراق المالية من خلال أدائها لهذا الدور مصدر تمويلي للنمو الاقتصادي³.

¹ Idem.

² حسن كريم حمزة، مرجع ذكره، ص 155.

³ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية: من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص 60، بتصرف.

ويساهم ارتفاع معدل العائد على الأوراق المالية في تشجيع الاستثمار من خلال اجتذابه للمزيد من المدخرات وهو ما يرفع من حجم الأموال المستثمرة ويحفز النمو الاقتصادي، ولكن من ناحية أخرى أخرى يمكننا القول أن معدل العائد الأعلى قد يقلل من معدل الادخار نتيجة ارتفاع حجم الاستهلاك المستقبلي تبعاً لارتفاع مستوى الدخل وهو ما يقلل حجم الأموال المستثمرة¹، كما أن انخفاض هذا المعدل سوف يقلل من حجم الدخل وحجم الادخار تبعاً لذلك، كما سوف يعمل على نفور المدخرين مما يقلل من حجم الأموال المستثمرة في الاقتصاد ويكبح النمو الاقتصادي.

2- قناة السيولة

تحتاج المشروعات التي تحقق الأرباح العالية إلى رأس المال على المدى الطويل، بينما يتخوف المستثمرون في سوق الأوراق المالية من فقدان قدرتهم على التصرف في مدخراتهم لفترة زمنية طويلة، طويلة، وتسمح سيولة سوق الأوراق المالية بتلبية رغبة الطرفين، حيث يمكن للمدخرين اقتناء الأوراق المالية وقت ما يشاؤون مع إمكانية التخلص منها ببيعها في حالة حاجتهم لأموالهم، وفي نفس الوقت تتمكن المشروعات من الحصول على رأس المال أو الرفع منه بشكل دائم عن طريق إصدار أوراق مالية مالية جديدة، وهو ما يسمح بتنفيذ الاستثمارات طويلة الأجل والمرتفعة الأرباح، ويعمل على تحفيز النمو النمو الاقتصادي على المدى الطويل².

يقلل مستوى السيولة العالية لسوق الأوراق المالية من درجة عدم التأكد المرتبط بالاستثمار في سوق سوق الأوراق المالية، وهو ما يعمل على اجتذاب المدخرين، لكنه لا يشجع الادخار في نفس الوقت _الادخار يتحقق عن طريق تأجيل الاستهلاك بسبب ارتفاع درجة عدم التأكد من المستقبل_، مما يتسبب يتسبب في حدوث تأثير غامض على معدل الادخار الإجمالي والاستثمار الإجمالي في الاقتصاد، أضف أضف إلى ذلك أن مستوى السيولة العالية يدفع المستثمرين في سوق الأوراق المالية إلى التركيز على العوائد قصيرة الأجل، وهو ما ينشئ قصر نظر لدى المستثمرين في سوق الأوراق المالية، ويقلل من مراقبة أداء المشروعات المُصدرة للأوراق المالية ومساءلة مدراءها، الأمر الذي قد يؤدي إلى إضعاف حوكمة المشروعات في الاقتصاد و يعمل على كبح النمو الاقتصادي على المدى الطويل³.

¹ Lei Pan, Vinod Mishra, Op-Cit, p 661.

² دحماني نور الهدى، العابد برينيس شريفة، سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة إندونيسيا والجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد 1، العدد 1، بغداد، العراق، 2017، ص 119.

³ Lei Pan, Vinod Mishra, Op-Cit, p 661.

3- قناة المعلومات

تعمل سوق الأوراق المالية المنظمة على جمع المعلومات المتعلقة بالمشروعات المدرجة فيها ونشرها لعموم المستثمرين، وهو ما يؤثر على حركة التداول وأسعار الأوراق المالية، حيث يرتبط مستوى كفاءة السوق بمدى قدرتها على جمع ونشر المعلومات وسرعة انعكاس ذلك على الأسعار. يعمل مستوى الكفاءة العالية على التخصيص الأمثل للموارد المالية، فهو يرفع من حجم الطلب على الأوراق المالية للمشروعات الناجحة مما يزيد من قدرتها التمويلية، ويسمح لها بتحقيق فرص النمو ويعمل على تحفيز النمو الاقتصادي، وبالمقابل يعمل مستوى الكفاءة الضعيف على إتاحة فرص استثمارية للمضاربين على أسعار الأوراق المالية، وهو ما يخلق صورة ضبابية عن أداء المشروعات ولا يسمح للمستثمرين في سوق الأوراق المالية بتوجيه مدخراتهم نحو المشروعات الناجحة، مما يضيع عنها فرص النمو ويعمل على كبح النمو الاقتصادي.

المطلب الثاني: دور سوق الأوراق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي

تعمل سوق الأوراق المالية على جمع المدخرات وتوجيهها لتمويل العملية الانتاجية من خلال المشروعات الاستثمارية، حيث تعد هذه الوظيفة ضرورية للنمو الاقتصادي عند الاداء الجيد لسوق الأوراق المالية، والذي يظهر في الحالة التي تنسم فيها السوق بالنشاط والتسعير الجيد للأوراق المالية، وسنحاول من خلال هذا المطلب إبراز وظائف سوق الأوراق المالية التي ساهمت في اكتسابها الاعتراف بدورها في تحفيز النمو الاقتصادي.

أولاً: تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوفير التمويل اللازم للاستثمار

تساهم سوق الأوراق المالية في تحفيز عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع، بتعبئة المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في المشروعات الاستثمارية¹، حيث يوجد ترابط كبير بين معدلات الادخار ومعدلات الاستثمار، وهذا ما يبرر سياسات تشجيع الادخار، ويؤدي الأداء الجيد لسوق الأوراق المالية إلى اكتساب ثقة المستثمرين مما يزيد من دخل الأفراد ويرفع من معدل الادخار، ولا يقتصر اعتماد الاستثمار على المدخرات المحلية فقط، بل يعتمد كذلك على رأس المال الأجنبي عندما يتدفق هذا الأخير بحرية²، إذ يساعد وجود سوق أوراق مالية

¹ دحماني نور الهدى، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 37، جامعة القدس، فلسطين، 2015، ص 357.

² Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, OP-Cit, p 510.

الفصل الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

متطورة وذات أداء جيد في اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في تمويل المشروعات المحلية، مما يرفع من حجم الاستثمار ويعمل على زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي¹.

وكما كانت السياسات الحكومية المتبعة أكثر ملائمة لسوق الأوراق المالية فإن دورها التحفيزي على المدخرين يكون أكبر، وخاصة عندما تكون عوائد السوق مغرية²، وتعاني سياسات دعم الادخار من العديد من القيود، من بينها تفضيل الحكومات لدعم النمو على المدى القصير، وهو ما يعني تفضيل الاستهلاك على حساب الادخار، حيث تقتصر الحكومات مسبقاً أن هنالك مستوى معياري للادخار لا يجب تجاوزه، كما تخشى كذلك من الأداء السيء لأسواق رأس المال³.

تتجه الحكومات في ظل سوق الأوراق المالية النشطة إلى الاقتراض من الأفراد، وذلك من خلال طرح السندات الحكومية على الجمهور للاكتتاب العام، وتستخدم هذه الأموال المجمعة لسد النفقات الحكومية المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية الاقتصادية، حيث تمنح هذه العملية بديل تمويلي جديد للنفقات الحكومية، كما تزيد من الطاقة الاستيعابية للحكومة على الاستدانة، وتسمح بزيادة عدد المشروعات التنموية الحكومية⁴، كما أن سوق الأوراق المالية ذات الأداء الجيد من شأنها توفير فرص تمويلية بتكلفة مناسبة، مما يساعد الدولة على تمويل مشروعات التنمية وتحفيز معدلات النمو الاقتصادي⁵.

تخضع عملية جمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار لتكاليف المعاملات، والتي تعتبر تكاليف إنتاج للخدمات المالية، إلا أن المنافسة المتزايدة في القطاع المالي والتي يعززها الأداء الجيد لسوق الأوراق المالية تجعل من عملية الوساطة أكثر كفاءة وتقلل من كلفتها، حيث تعد تكلفة تمويل المشروعات المشروعات التي تحدد إنتاجيتها الهامشية أحد المحددات المهمة لتراكم رأس المال، كما أن الإفراط في تخفيض تكلفة التمويل يمكن أن يؤدي إلى مستوى استهلاك غير كافٍ ويدفع الاقتصاد نحو التباطؤ، التباطؤ، مما يفرض على الهيئات الرقابية في بعض الأحيان التأثير على تكلفة التمويل من خلال بعض بعض الأدوات التنظيمية، وقد قامت فرنسا في منتصف الثمانينات وبعض البلدان النامية في آسيا في

¹ زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 67.

² حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 156.

³ Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, OP-Cit, p 510.

⁴ زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 68، بتصرف.

⁵ حسن كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 156، بتصرف.

الآونة الأخيرة، باستهداف تكلفة تمويل منخفضة بشكل مصطنع لتحفيز الاستثمار، كما استفاد الألماني خلال فترة طويلة من انخفاض تكلفة رأس المال¹.

استعرضت بعض الدراسات التجريبية العلاقة بين تكلفة رأس المال والاستثمار الأجنبي المباشر، ووصلت إلى أنه في المتوسط تؤدي زيادة نقطة واحدة في معدلات تكلفة تمويل المشروعات من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض بـ 3,2% في الوارد من الاستثمار الأجنبي المباشر، فقد أصبحت إيرلندا موطنًا للاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تخفيض تكلفة رأس المال، حيث حافظت خلال فترة طويلة على نمو بلغ حوالي 10%².

ثانيا: التخصيص الأمثل للموارد المالية

توفر سوق الأوراق المالية المعلومات عن مختلف المشاريع الاستثمارية، كما تسمح بتوزيع المخاطر وتوفير فرصة لاستثمار المدخرات في مشاريع طويلة الأجل، وتسمح هذه المزايا مجتمعة الادخار نحو المشاريع الأكثر إنتاجية، وقد لخص "جرينسبان Greenspan" هذا حين قال «لقد كان نظامنا المالي، الذي يتمثل دوره في ضمان استخدام رأس المال المادي بشكل منتج، مكونا مهما لاقتصادنا، وبالخصوص في العقدين الماضيين، فالإشارات التي قدمتها أسعار الأصول المالية الفائدة وهوامش المخاطرة هي التي غيرت هيكل إنتاجنا في العقود الأخيرة، وفقا للتغيرات التي المستهلكون...»³.

فسوق الأوراق المالية الكفوة تساهم في توجيه الموارد المالية المتاحة نحو المشروعات الأكثر ربحية، وهو ما يحقق النمو والازدهار الاقتصادي، إذ يعني التسعير الكفؤ للأوراق المالية المتداولة في السوق، ارتفاع أسعار أسهم المشروعات ذات الأداء الجيد، والتي تمنح لمساهميها أرباح مالية أكبر، مما يرفع من طلب أصحاب الفوائض المالية على أسهم هذه المشروعات، ليمنحها قدرة تمويلية أكبر، ويعطيها فرصة لتوسيع نشاطها وزيادة حجم إنتاجها لترفع بذلك من حجم الناتج المحلي

ثالثا: تقويم أداء الاقتصاد الحقيقي

تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين مختلف الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المشروعات، المدخرين... إلخ، الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد الوطني، وتسهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة، وفي خطوة أكثر تقدما فإن سوق

¹ Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, OP-Cit, p 509.

² Idem.

³ Ibid, p 511.

المالية وهي تسجل من خلال التعامل دورات النشاط الاقتصادي من انتعاش أو ركود، تسهم في تحقيق تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأي والمشورة إلى الجهات المختصة، مما يساعد في استقرار النشاط الاقتصادي¹.

وتعد أسعار الأوراق المالية مؤشرا للحالة الاقتصادية المستقبلية للدولة، فانخفاض الأسعار يعد مؤشرا مؤشرا على دخول الاقتصاد لمرحلة الكساد وارتفاعها يعد مؤشرا على بداية مرحلة الانتعاش، ويعتبر هذا هذا بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة وتنفيذ إجراءات إجراءات تصحيحية إذا لزم الأمر².

كما تحدد سوق الأوراق المالية الاتجاهات العامة للتنبؤ إذ أنها المركز الذي يتم فيه تجميع وتسجيل وتسجيل الاتجاهات التي تحدث في النشاط الاقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشرا لحجم الأموال السائلة المتداولة، وتشير الأرقام القياسية للأسعار إلى مدى نجاح المشروعات من عدمه، ويدفع باتجاه باتجاه البحث عن الإجراءات التصحيحية³.

أضف إلى ذلك أن سوق الأوراق المالية تعتبر جهة رقابية غير رسمية على كفاءة سياسات المشروعات المصدرة للأوراق المالية، فالمشروعات التي تدار وفق سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية وتمويلية على مستوى عالي من الكفاءة، تتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما المشروعات التي تدار تدار وفق سياسات غير كفؤة فإنها تنتهي إلى نتائج غير مرضية وتنتج أسعار أسهمها في السوق نحو نحو الهبوط⁴.

المطلب الثالث: دور سوق الأوراق المالية في كبح النمو الاقتصادي

ساهم تطور سوق الأوراق المالية بشكل خاص والسوق المالي بشكل عام في انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي، وظهر ما يسمى بالاقتصاد الوهمي الذي أصبح يكبر ككرة الثلج، وكان سببا رئيسيا في حدوث عدت أزمات مالية امتد تأثيرها إلى الاقتصاد الحقيقي وأدت إلى كبح النمو الاقتصادي.

أولا: دور الاستثمار المالي في خلق الاقتصاد الوهمي

¹ زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة بغداد، العراق، 2013، ص 161.

³ زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 65.

⁴ أديب قاسم شندي، مرجع سبق ذكره، ص 161.

يصنف الاقتصاديون اقتصاد بلد ما إلى قطاعين حقيقي ومالي، حيث يركز قطاع الاقتصاد الحقيقي على إنتاج السلع والخدمات بالاعتماد على تمويل قطاع الاقتصاد المالي، ويتمثل الدور الرئيسي للقطاع المالي في تعبئة الأموال وتوزيعها على وحدات الاقتصاد الحقيقي، ويتوسع هذا الدور أكثر داخل الاقتصاد في الأنظمة المالية الحديثة، حيث يعمل القطاع المالي في النظم الاقتصادية المعاصرة على تخصيص الموارد وإدارة المخاطر من خلال تجميع الفوائض المالية وتنويعها وتسعيرها وتوفير نظام فعال لتسوية المعاملات¹.

يتمحور الاقتصاد حول قضية إشباع حاجيات الأفراد من خلال وظيفة الإنتاج، التي تعمل على تحويل الموارد من حالتها الأولية أو الخام إلى سلع، ثم وظيفة الاستهلاك التي تقوم على استخدام السلع في إشباع الحاجيات، وهذا ما يطلق عليه "الاقتصاد الحقيقي" (العيني)، حيث يرتبط الاقتصاد الحقيقي بالأسول الحقيقية المتمثلة في مجموع الموارد الحقيقية التي تشبع الحاجات والمتطلبات بطرق مباشرة (السلع الاستهلاكية)، أو بطرق غير مباشرة (السلع الاستثمارية)، وقد وجدت النقود كأول وسيلة لتبادل الأصول الحقيقية وكأحد أدوات السوق المالي المُسخرة لخدمة الاقتصاد الحقيقي، ومع تعاقب الأزمنة وتطور الأدوات المالية وصلنا إلى أحدث الأصول المالية المُسخرة لخدمة الاقتصاد الحقيقي، والمتمثلة في الأسهم التي تمثل حق ملكية على الأصول الحقيقية، والسندات التي تمثل حق مديونية اتجاه ملاك الأصول الحقيقية².

وقد أصبح الاقتصاد لا يكتفي بالأصول الحقيقية، بل إن الأصول المالية مثل النقود والأسهم والسندات هو ما يحركه، وأن الادخار والاستثمار اللذان يمثلان المولد الرئيسي للأصول الحقيقية يتحققان من خلال أصول مالية ليس لها قيمة في حد ذاتها، وإنما تعبر عن قيمة ما ترمز إليه وما تعكسه من أصول الاقتصاد الحقيقي، ولا تولد دخولا بذاتها، وإنما تساعد الأصول الحقيقية على توليد الدخل³.

ومع بروز مفهوم الكفاءة الاقتصادية والتي تزداد كلما اتسع حجم التبادل، ظهرت ضرورة تداول الأصول المالية مع الرفع المستمر لحجم هذا التداول، من أجل الرفع من مستوى الكفاءة الاقتصادية، وقد ساعد على ارتفاع حجم التداول، وجود مؤسسات مالية قوية تتمتع بثقة الجمهور، مختصة في التعامل

¹ Syed Aun R. Rizvi & All, Op-cit, p 47.

² أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر: الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، لبنان، 2009، ص 3.

³ نفس المرجع والصفحة سابقا.

الفصل الثالث: دور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي

بالأصول المالية، بالإضافة إلى الأسواق المالية المنظمة (البورصات) التي تتداول فيها هذه الأصول المالية، مما زاد من ثقة المتعاملين في سلامة هذه الأصول المالية¹.

فالاقتصاد المالي يتكون من أدوات ومؤسسات مالية، حيث تشكل الأدوات المالية رموز من حقوق ملكية أو مديونية على أصول الاقتصاد الحقيقي، مع وجود العديد من المؤسسات التي تتعامل في هذه الرموز (الأصول المالية) بالإصدار والتداول والتقييم والترويج، وهكذا فالحديث عن السوق المالي هو حديث عن رموز (أصول مالية) ومؤسسات تتعامل في هذه الرموز².

بالنسبة للأصول المالية التي تمثل "حق ملكية" لأصول عينية هنالك حدود لما يمكن إصداره منها، مع وجود مبالغة في إصدارها بقيم مالية تزيد عن القيمة الحقيقية للأصول العينية التي تمثلها، أما بالنسبة للأصول المالية التي تمثل "حق مديونية"، فيمكن القول إنه يكاد لا توجد حدود على التوسع في إصدارها³، وهو ما أعطى للسوق المالي فرصة كبيرة لزيادة حجم الأصول المالية المتداولة، وساهم في قطع الصلة بين السوق المالي والاقتصاد الحقيقي، فالتوسع المالي بإصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة بشكل مستقل عن الاقتصاد الحقيقي، أعطى للأسواق المالية حياتها الخاصة وجعلها تبتعد شيئاً فشيئاً عما يحدث في الاقتصاد الحقيقي⁴.

والأصل أن السوق المالي يعد خادماً للاقتصاد الحقيقي، ولكن الواقع يكشف لنا أن حجم السوق المالي العالمي كان أكبر بـ 40 مرة من الاقتصاد الحقيقي في السبعينيات وبمئة مرة عام 2008، وهنا يتبين لنا أن الاقتصاد العالمي يضم كم هائل من الأصول المالية التي لا أصل لها، والتي لديها قيم مرتبطة سياسياً بحجم الطلب⁵، وقد اصطلح على هذا القسم من الاقتصاد بـ "الاقتصاد الوهمي أو الافتراضي".

¹ حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية: محاولة للفهم، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، متوفر على الرابط: <https://iefpedia.com/arab/?p=114> ، تاريخ الاطلاع، 2019/07/13 على الساعة 19:00.

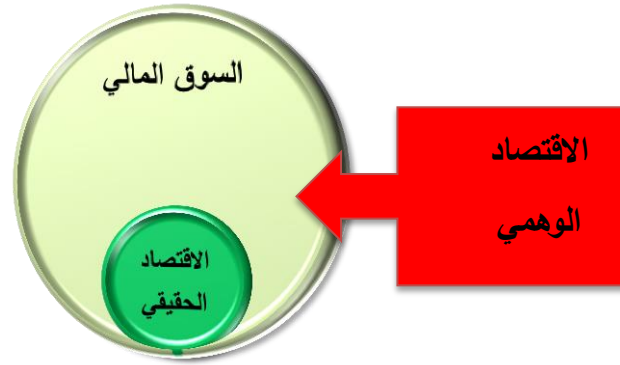
² رضا فتحي علي المنسي، اشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لازمة الاول الراهنة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 2، العدد 20، بغداد، العراق، 2009، ص 245.

³ أحمد شعبان محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 7.

⁴ حازم الببلاوي، مرجع سبق ذكره، ص 3.

⁵ رضا فتحي علي المنسي، مرجع سبق ذكره، ص 250، بتصرف.

الشكل رقم (3-7): السوق المالي والاقتصاد الحقيقي



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات الواردة سابقا

ثانيا: دور الأزمات المالية في كبح النمو الاقتصادي

خُلقت بذور الأزمات المالية من انقطاع الصلة بين السوق المالي والاقتصاد الحقيقي، والسماح المالي بالتوسع في إصدار أنواع متعددة من الأصول المالية المتنوعة، وبشكل مستقل عن الاقتصاد الحقيقي، ومن هنا أخذت الأزمات الاقتصادية الطابع المالي لأنها برزت كنتيجة للتوسع الكبير في الأصول المالية وبكميات تزيد عن حاجة الاقتصاد الحقيقي، فزيادة حجم الأصول المالية يعني زيادة المدينين وهو ما يعني زيادة حجم المخاطر عندما يعجز أحدهم عن السداد¹.

وتتمثل الأزمة المالية في تلك التذبذبات التي تؤثر كليا أو جزئيا على مجمل المتغيرات المالية، الإصدار، أسعار الأسهم والسندات، وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية ومعدل الصرف، وعادة ما بصورة مفاجئة نتيجة لأزمة ثقة في السوق المالي²، مما يؤدي إلى انهيار النظام المالي برمته ويصحب ذلك فشل عدد كبير من المؤسسات المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي³.

تحدث العديد من الازمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة bubble"، والتي تتشكل عند ارتفاع سعر الأصول المالية بما يتجاوز قيمتها العادلة وبشكل غير مبرر، ويحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل المالي كالأسهم مثلا هو الربح الناتج عن ارتفاع السعر وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، ففي هذه الحالة يصبح انهيار سعر الأصل مسألة وقت، وتكون شارة البداية عند وجود اتجاه قوي لبيع ذلك الأصل ليبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ

¹ علي عبدالفتاح أبو شرار، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة: أحداثها، أسبابها، تداعياتها، إجراءاتها، دائرة المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012، ص 34.

² زكريا سلامة عيسى شنتاوي، مرجع سبق ذكره، ص 161.

³ فريد كورنيل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 20، العدد 1، جامعة بغداد، العراق، 2013، ص 281.

حالات الذعر في الظهور فتنهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى¹، وعليه فإن هذا النوع من الازمات يقود إلى إحداث بعض التداعيات على القطاعات الاقتصادية، كما يؤدي إلى تباطؤ النمو الاقتصادي وإلى انكماش قد يقود إلى الكساد². وقد عاشت أسواق الأوراق المالية على مستوى العالم عدت أزمات مالية أثرت على الاقتصاد الحقيقي وأدت إلى كبح معدل النمو الاقتصادي من أشهرها نذكر:

1- أزمة انهيار وول ستريت سنة 1929

شهدت بورصة وول ستريت ارتفاعا مستمرا في الأسعار خلال شهر سبتمبر من سنة 1929، وذلك وذلك نتيجة قيام المستثمرين بالاحتفاظ و/أو عدم التوقف عن شراء الأسهم، ومع نهاية شهر سبتمبر بدأت بدأت الأسعار في الانخفاض والارتفاع نتيجة تدخل البنوك، واعتبارا من يوم السبت 19 أكتوبر بدأت حركات الانخفاض في التسارع مشكلة بداية انهيار البورصة، وفي يوم الخميس 24 أكتوبر بدأ هجوم كثيف لطلبات البيع وتسجيل محافظ الأوراق المالية، لتصل الأزمة في هذا اليوم بتداول 12,9 مليون سهم سهم نجم عنها خسارة 6 مليار دولار، وقد انتقل هذا الانهيار إلى مختلف بورصات العالم بعد قيام البنوك الأمريكية باسترداد رؤوس أموالها المستثمرة في البورصات الأوروبية، عن طريق بيع الأوراق المالية المالية التي بحوزتها رغبة منها في حل مشاكل السيولة³.

أدى هذا الانهيار إلى إفلاس العديد من المشروعات وانتشار البطالة وانخفاض الطلب على السلع السلع والخدمات، مما أثر سلبا على النشاط الاقتصادي وأدى إلى حدوث الكساد العظيم، وقد وقع اللوم اللوم على أسواق الأوراق المالية، إذ كشفت التحقيقات عن حدوث انحرافات في تلك الأسواق يُعتقد انها انها كانت سببا رئيسيا في حدوث الأزمة⁴.

2- أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997-1998

يرجع السبب المباشر لاندلاع الأزمة إلى إعلان تايلند في 2 جويلية 1997 عن تعويم عملتها، وقد وقد أدى ذلك إلى انخفاضها بنسبة تقارب الـ 20%، كما قررت كل من الفلبين، ماليزيا، إندونيسيا وكوريا وكوريا الجنوبية بعد ذلك بوقت قصير عدم التدخل لحماية أسعار العملة، وبحلول شهر جانفي من سنة

¹ نفس المرجع السابق، ص 283.

² علي عبدالفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 37.

³ زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 165.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 167.

سنة 1998، كانت عملات جميع هذه البلدان قد شهدت انخفاضاً كبيراً، وقد أدى ذلك إلى تراجع الأوراق المالية في جميع بلدان جنوب شرق آسيا¹.

وعلى الرغم من أن دول جنوب شرق آسيا تأثرت بالأزمة أكثر من غيرها، إلا أن الأزمة طالت العديد من الأسواق المالية واقتصاديات دول أخرى على المستويين الإقليمي والدولي، وتشير بعض التقديرات إلى أن مجموع خسائر هذه الدول يعادل ثلثي ناتجها المحلي الإجمالي، حيث أدت الأزمة إلى هروب رؤوس الأموال وإفلاس العديد من البنوك والمشروعات، مما أدى إلى ارتفاع معدلات البطالة والتضخم، وانخفاض حجم الناتج المحلي الإجمالي وتباطؤ النمو الاقتصادي في هذه الدول².

3- أزمة الرهن العقاري سنة 2008

في سبتمبر 2008 انهارت العديد من المؤسسات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بسبب الرهون العقارية الأقل جودة، وأزمة توريق الديون التي تخلف أصحابها عن السداد، ونتج عن ذلك أزمة مالية تطورت بسرعة وأصبحت أزمة عالمية، كان من نتائجها سقوط العديد من البنوك في أوروبا والعالم، وحدث انخفاض حاد في قيمة الأسهم والسلع على مستوى العالم³.

تتمثل أهم أسباب حدوث الأزمات المعاصرة في نمو الاقتصاد الافتراضي (الوهمي) على حساب الاقتصاد الحقيقي، فيمكن الإشارة إلى أنه في سنة 2007 وصل حجم المشتقات المالية إلى 685 ترليون دولار (الترليون = ألف مليار)، في مواجهة اقتصاد حقيقي لا يتعدى 48 ترليون دولار، فعندما يكون هناك إقراض مفرط وغير حذر، مع عدم وثوق المقرضين من الاسترداد، يتم اللجوء إلى المشتقة للبحث عن الاحتماء من التعثر، فنقل الخطر (المقرض) يدفع علاوة للراغب في تحمل (المضارب)، في مقابل التعويض الذي سيقبضه في حال تعثر المدين، ويكون هذا عن طريق أداة فإذا قام المضارب بإعادة نقل هذه الأدوات لمضاربين آخرين يريدون المراهنه على عدم تعثر المدين، والذين بدورهم يعيدون بيعها إلى آخرين وتكرر هذه العملية عدة مرات، فإذا تعثر المدين، يصبح

¹ Bhagwan Chowdhry, Amit Goyal, Understanding the financial crisis in Asia, Elsevier: Pacific-Basin Finance Journal, Vol 8, Amsterdam, Netherlands, 2000, p 138.

² زكريا سلامة عيسى شنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص 176، بتصرف.

³ علي عبدالفتاح أبو شرار، مرجع سبق ذكره، ص 101.

العديد من المتعاملين الواجب تعويضهم، مما يزيد من حدة الخطر ويجعل من الصعب للمضاربين أن يفوا بفوا بالتزاماتهم، فتتسأ بذلك أزمة يصبح من الصعب التحكم في تبعاتها¹.

أثرت هذه الأزمة على الاقتصاد الأمريكي الذي شهد انكماشاً ملحوظاً على مدار سنة 2008، وظهر ذلك جلياً في معدلات البطالة التي وصلت إلى 6,1%، كما شهدت سوق الأوراق المالية انخفاضات حادة في الأسعار، وامتد أثر الأزمة لدول أخرى وعلى رأسها دول الاتحاد الأوروبي، حيث هبط الانتاج الصناعي الأوروبي بمعدل 1,9%².

وعليه يعد الأداء الجيد لسوق الأوراق المالية أداة لتحفيز النمو الاقتصادي، إلا أنها غير كافية لوحدها، فقد كان من الخطأ في فترة التسعينيات اعتبار تحقق فوائد الانفتاح المالي بشكل تلقائي، وهو ما أظهرته الأزمة المالية لسنة 1997-1998، إذ من المسلم به اليوم أن فتح السوق المالي للمنافسة الأجنبية يجب أن يكون تدريجياً وبشروط، كما أظهرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أنه يجب علينا علينا إنقاذ "رأسمال الرأسماليين"، وذلك بتجنب الإفراط في المخاطرة من قبل الوسطاء الماليين، ونقل هذه المخاطر إلى الأفراد إما بشكل مباشرة من خلال ابتكار وتسويق المنتجات المالية "السامة"، أو بشكل غير مباشر من خلال إنقاذ البنوك الفاشلة، فالأسواق المالية بحاجة إلى مؤسسات قوية وتنظيم حذر يكون قادراً على مواكبة الابتكار المالي³.

¹ بن عيسى عبدالقادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية: دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص ص 130-131 بتصرف.

² فريد كورتل، كمال رزيق، مرجع سبق ذكره، ص 290.

³ Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, OP-Cit, p 511.

خلاصة الفصل الثالث

تطرقنا في بداية هذا الفصل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية باعتبارها الأداة التي يتم من خلالها تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاستثمارية، فقد تم الاعتماد في البداية على الأسهم كأدوات ملكية والسندات كأدوات مديونية، لتتطور السوق وتنتفتح على إدراج أدوات أخرى باستخدام تقنية التوريق، وذلك بغية اجتذاب متعاملين جدد إلى السوق، وهو ما يزيد من عمق السوق واتساعه؛

يبحث المستثمر الرشيد من أصحاب الفوائض المالية إلى توظيف مدخراته بما يحقق له عائد يتناسب مع حجم المخاطر المرتبطة بالاستثمار، كما تعمل سوق الأوراق المالية على اجتذاب أكبر عدد من المستثمرين، وهو ما دفعها نحو ابتكار أدوات مالية تسمح بنقل المخاطر إلى من يرغبون في تحملها، إذ تعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات المتاجرة بالمخاطر المرتبطة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية، ونظرا لتدني كلفة التعامل بها مقارنة بحجم الصفقات التي تعقد بواسطتها، ازداد حجم السوق المالي وسمح بظهور اقتصاد وهمي لا يعبر عن ما يجري في الاقتصاد الحقيقي؛

تعمل سوق الأوراق المالية على تحفيز النمو الاقتصادي من خلال توفير التمويل للمشروعات والسعي نحو توجيه هذا التمويل نحو المشروعات الأكثر إنتاجية، إلا أن هذا لم يمنع حدوث بعض الأزمات المالية التي أثرت على الاقتصاد الحقيقي ودفعته نحو التباطؤ؛

قام العديد من الباحثين بدراسة أثر التطور المالي بشكل عام على النمو الاقتصادي، ومع اتساع حجم السوق المالي وصعوبة دراسة أثره إجمالاً على النمو، بالإضافة لانتساع الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية، برزت دراسات تبحث أثر هذه السوق على النمو، حيث اختلفت هذه الدراسات في نتائجها وتموقعت ضمن ثلاث فئات رئيسية، فمنها ما توصل إلى وجود تأثير قوي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، ومنها ما خلص إلى عدم وجود أي أثر يذكر، ومنها ما توصل إلى وجود تأثير في فترة معينة مع عدم وجوده في فترات أخرى؛

سنحاول في الفصل الرابع لهذه الدراسة التموقع ضمن إحدى هاتين الفئتين المذكورتين آنفاً، وذلك بتأكيد أو نفي العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، من خلال بحث أثر أداء السوق على النمو في ماليزيا خلال الفترة (1981-2018).

الفصل الرابع

أثر أداء سوق الأوراق المالية على
النمو الاقتصادي في ماليزيا

تمهيد:

حول الاستعمار البريطاني ماليزيا من مجتمع متجانس عرقيا ودينيا إلى مجتمع متعدد الأعراق والأديان، من خلال توطين اعداد كبيرة من الصينيين والهنود في هذا البلد، حيث يعد هذا من المعوقات التي تقف عادة أمام محاولات تطوير الامم اقتصاديا، اجتماعيا وسياسيا، ورغم هذا استطاعت ماليزيا تخطي هذه المشكلة باستغلالها الأمثل لكل ما تملكه من العوامل الواجب توافرها لتحقيق النمو، وحققت طفرة اقتصادية في تسعينيات القرن الماضي، جعلتها تنتقل من التفكير في تحسين وضعها الاقتصادي إلى العمل على دخول نادي الدول المتطورة بالكامل بحلول سنة 2020.

اعتمد الاقتصاد الماليزي بعد الاستقلال بشكل كبير على الصناعات التحويلية لمجموعة محدودة من المنتجات الزراعية، وهو ما جعله رهينة لتقلبات أسعارها في الأسواق العالمية، ليتجه بعد ذلك نحو التصنيع الذي ساهم في خلق اقتصاد متنوع يركز على أسس متينة وقادر على تجاوز الأزمات، وتظهر نتيجة هذا التحول في معدلات النمو الاقتصادي المحققة في فترة التسعينات التي تجاوز فيها 9%، كما كان أداء هذا المؤشر مقبولا إلى حد بعيد في العقدين الماضيين.

ويعزوا الكثير من الباحثين نجاح التجربة الماليزية إلى نجاح هذا البلد في إعداد وتنفيذ مجموعة متكاملة من المخططات الاستراتيجية التي شملت جميع القطاعات ومن بينها القطاع المالي، حيث عملت ماليزيا على تطوير نظامها المالي بشكل عام وسوق الأوراق المالية بشكل خاص، بغية توفير الآلية المناسبة لحشد المدخرات المالية المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو تمويل مختلف المشروعات الاستثمارية، وهو ما تسعى من خلاله في النهاية إلى الرفع من معدلات النمو الاقتصادي.

سنحاول من خلال هذا الفصل إجراء دراسة تحليلية للنمو الاقتصادي في ماليزيا باعتباره مؤشرا لمدى نجاعة أداء مختلف القطاعات الاقتصادية، ثم نقوم بعد ذلك بإجراء دراسة تحليلية لأداء سوق الأوراق المالية الماليزية، باعتبارها أحد أهم أقسام النظام المالي المساهمة في تمويل مخططات النمو، لنقوم في الأخير بإجراء دراسة قياسية لأثر أداء هذا السوق على النمو وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: دراسة تحليلية للنمو الاقتصادي في ماليزيا

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الماليزية

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال

الفترة (1981-2018)

المبحث الأول: دراسة تحليلية للنمو الاقتصادي في ماليزيا

شهدت ماليزيا طفرة اقتصادية في تسعينيات القرن الماضي، ويتضح ذلك جليا من معدلات النمو المحققة التي كانت تتعدى 9% في تلك الفترة، وكان ذلك نتاج مجموعة من السياسات التي أثبتت نجاحها ودفعت بالقائمين على تسيير شؤون البلاد، بالتفكير في جعل ماليزيا دولة متطورة بالكامل بحلول سنة 2020.

المطلب الأول: التعريف بدولة ماليزيا ومقوماتها الاقتصادية

تعد ماليزيا من المستعمرات السابقة للتاج البريطاني في منطقة جنوب شرق آسيا، تحوز على مجموعة من المقومات الاقتصادية الموروثة والمكتسبة، ساعدت في النهوض باقتصاد هذا البلد، وعليه سوف نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على هذه الدولة بشكل عام، مع التطرق لأهم العوامل المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

أولا: نبذة مختصرة عن دولة ماليزيا

تشكلت دولة ماليزيا الحديثة سنة 1963 من قبل الاتحاد الفيدرالي للملايو الذي نال استقلاله عن بريطانيا سنة 1957، وجزيرة سنغافورة التي منحتها بريطانيا الحكم الذاتي سنة 1958، وإقليمي صباح وسرواك اللذان كانا ضمن مستعمرات بريطانيا منذ جويلية 1946، وفي 9 أوت 1965، تم طرد سنغافورة من الاتحاد وأصبحت دولة مستقلة بذاتها، وظلت ماليزيا منذ ذلك التاريخ، تضم الولايات الإحدى عشرة لما كان يُطلق عليه في ذلك الوقت بغرب ماليزيا، وولايتي صباح وسرواك في شرق ماليزيا¹.

ومن الناحية الجغرافية تعد ماليزيا بلد استوائي يقع في قلب جنوب شرق آسيا بين خطي عرض 1-7 شمالا وخطي طول 100-120 شرقا، وهي عبارة عن شطرين (ماليزيا الشرقية وماليزيا الغربية) بمساحة إجمالية تقدر بـ 329758 كم² يفصل بينهما بحر الصين الجنوبي²، إضافة لأرخبيل الملايو الذي يتشكل من مجموعة من الجزر المتقاربة تقع اتجاه السواحل الجنوبية الشرقية من آسيا بين المحيطين الهادي والهندي³، ويحد الشطر الاول (ماليزيا الغربية) من الشمال تايلاند ومن الجنوب جزيرة سنغافورة، وتبلغ

¹ Amarjit Kaur, Ian Metcalfe, *The Shaping of Malaysia: Studies in the Economies of East and South-East Asia*, Malcolm Falkus, 1st edition, London, England, 1999, p 1.

² محمد صادق اسماعيل، التجربة الماليزية: مهاتير محمد ... والصحة الاقتصادية، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، 2014، ص 5.

³ عمر كعبوش، دور الديمقراطية التوافقية في إدارة العملية السياسية في المجتمعات الطائفية: دراسة حالة ماليزيا ولبنان 1989-2015، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم السياسية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2019، ص 91.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

مساحته 131794 كم²، أما الشطر الثاني (ماليزيا الشرقية) الذي تبلغ مساحته 198149 كم²، فتحده سلطنة بروناي شمالا وإندونيسيا جنوبا¹.

الجدول رقم (4-1): أقاليم الاتحاد الفيدرالي لماليزيا

الإقليم	المساحة	العاصمة
ولاية جوهور دار التعظيم	18986 كم ²	جوهور بحرو
ولاية قدح دار الأمان	9426 كم ²	الورستار
ولاية كلنتان دار النعيم	14943 كم ²	كوتا بحرو؛
ولاية ملقا	1950 كم ²	ماقا
ولاية نجرى سمبلاي دار الخصوص	6643 كم ²	سرمبان
ولاية باهنج دار المقمور	35964 كم ²	كوانتان
ولاية بلو بينانج لؤلؤة الشرق	1031 كم ²	جورج تاون
ولاية بيرك دار الرضوان	21005 كم ²	إيبوه
ولاية بيرلس أندرا كانيجان	795 كم ²	كانجرا
ولاية صباح	73620 كم ²	كوتا كينا بالو
ولاية سرواك	124449 كم ²	كوتشينج
ولاية سنجور دار الإحسان	7956 كم ²	كوالا ترنجاو
ولاية ترنجاو دار الإيمان	12955 كم ²	كوالا ترنجاو
إقليم كوالا لامبور الفيدرالي	243 كم ²	كوالا لامبور
إقليم لابوان الفيدرالي	91 كم ²	بندر لابوان
إقليم بوتراجاي الفيدرالي	46 كم ²	بوتراجاي

المصدر: شنيقي سيف الدين، التحول الديمقراطي في الجزائر وماليزيا: دراسة مقارنة للتجربتين، رسالة ماجستير، قسم العلوم السياسية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2016، ص 84.

تظهر بيانات البنك الدولي أن عدد سكان ماليزيا بلغ سنة 2018 حوالي 31,52 مليون نسمة²، يتكونون من خليط من الأعناس المختلفة مقسمة إلى ثلاث مجموعات رئيسية، العرق المالاي أو بوميوتيرا، العرق الصيني والهنود، كما يوجد العديد من المجموعات الفطرية منها الايبانز، كادازانز،

¹ Amarjit Kaur, Ian Metcalfe, Op-Cit, p 2.

² The World Bank, Population, total - Malaysia, available on:

<https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?locations=MY&view=chart>, consulted in: 03/02/2020 at 16:00.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

بيرايوز والمرزتر، وتعد اللغة الماليزية اللغة الرسمية للبلاد، حيث تم اختيارها لتوحيد الشعب الماليزي المتعدد الثقافات، كما يعد الإسلام الدين الرسمي للدولة مع تمتع غير المسلمين بحرية العبادة¹.

الجدول رقم (4-2): التركيبة العرقية والدينية لسكان ماليزيا حسب إحصائيات سنة 2010

التقسيم حسب العرق	العدد	النسبة المئوية من عدد السكان	التقسيم حسب الدين	العدد	النسبة المئوية من عدد السكان
المالايون	19097207	67,4%	المسلمون	17368825	61,3%
الصينيون	6970197	24,6%	البوذيون	5610159	19,8%
الهنود	2068392	7,3%	المسيحيون	2606740	9,2%
أعراق أخرى	198339	0,7%	الهندوس	1785050	6,3%
			ديانات أخرى	963361	3,4%

المصدر: عمر كعبوش، دور الديمقراطية التوافقية في إدارة العملية السياسية في المجتمعات الطائفية: دراسة حالة ماليزيا ولبنان 1989-2015، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم السياسية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2019، ص 99.

ثانيا: عوامل النمو الاقتصادي في ماليزيا

لم تكن الحالة العامة لماليزيا بُعيد الاستقلال تسمح للقائمين على شؤون هذا البلد بمباشرة عمليات النمو، فقد كان البلد يعاني من الفقر والجهل وغياب المؤسسات وغيرها من المعوقات، وهو ما تطلب إعادة هيكلة على جميع المستويات الاجتماعية، الاقتصادية والسياسية، والعمل على خلق بيئة مساعدة ثم الانطلاق نحو تحقيق النمو، ولقد أوجد هذا في الوقت الحالي، دولة تمتلك جملة من العوامل المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي من أهمها:

1- الموارد البشرية

يقول رئيس الوزراء الماليزي السابق "محمد مهاتير" في أحد كتبه التي يشرح فيها كيفية تطوير الأمم « إن أفضل ثروة في أي دولة هي شعبها...»، وهو ما يبرز نظرة ماليزيا للموارد البشرية التي ترى فيها العامل الأكثر أهمية لتحقيق النمو الاقتصادي.

فالنمو الاقتصادي المطرد لماليزيا يعد انعكاسا واضحا لاستثمارها في البشر، إذ نجحت هذه الدولة في تأسيس نظام تعليمي قوي، ساعدها على تلبية الحاجة من قوى العمل الماهرة، كما ساهم هذا النظام في عملية التحول الاقتصادي من قطاع تقليدي زراعي إلى قطاع صناعي حديث، يوظف التعليم كأداة

¹ محمد صادق اسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 6.

حاسمة لبلوغ مرحلة الاقتصاد المعرفي القائم على تقنية المعلومات والاتصالات، وقد أدى نجاح السياسات التعليمية في تحقيق الاقتصاد لتراكم كبير من رأس المال البشري، والذي يعد عمود التنمية وجوهرها¹.

وقد ازداد رأس المال البشري بسرعة في ماليزيا منذ ستينيات القرن الماضي، والواقع يثبت أن عدد المسجلين في المرحلتين الابتدائية والثانوية من التعليم، وتحسين مهارات العمل، غالبا ما تُنسب إليها قصة النجاح الاقتصادي في ماليزيا بشكل خاص، وفي دول جنوب شرق آسيا بشكل عام². وتظهر لنا بيانات البنك الدولي أن عدد الملتحقين بالمدارس الابتدائية فاق الـ 100% سنة 2017 بعد أن كان في حدود 87% سنة 1970، كما أن عدد المتدربين في الطور الثانوي بلغ أكثر من 2,7 مليون سنة 2017 بعد أن كان 0,6 مليون سنة 1970، كما يضع تصنيف شنغهاي الجامعات الماليزية ضمن الـ 500 الأفضل حول العالم سنة 2017، وهو ما يبرز انتقال المجتمع الماليزي من الجهل والتخلف وسيره نحو العلم والتطور.

2- رأس المال

ارتفع حجم الاستثمار بشكل مستمر في ماليزيا خلال ستينيات وسبعينيات القرن الماضي، مما أدى إلى ارتفاع حجم تراكم رأس المال الثابت من 12,6% من حجم الناتج المحلي الإجمالي سنة 1960، إلى 28,9% سنة 1979، وقد كان ذلك نتيجة التوسع الكبير في استثمارات القطاع العام خلال تلك الفترة³.

ونلاحظ من خلال الجدول (3-4) الارتفاع المستمر لتراكم رأس المال الثابت خلال الثلاثة عقود الماضية، حيث تضاعفت قيمة هذا المؤشر بأكثر من 55% في تسعينيات القرن الماضي ثم بأكثر من 73% في العشر سنوات الأولى من القرن العشرين ليصل في الأخير إلى 281036 مليون رينجيت ماليزي سنة 2016، وكان ذلك نتيجة الطفرة الاقتصادية التي عرفت ماليزيا وتحولها من بلد زراعي يعتمد على الصناعات التحويلية للمنتجات الزراعية إلى بلد صناعي بامتياز.

¹ محمد صادق اسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 175.

² Robert E B Lucas, Donald Verry, Restructuring the Malaysian Economy: Development and Human Resources, Macmillan Press LTD, 1st edition, London, England, 1999, p 94.

³ Robert E B Lucas, Donald Verry, Op-Cit, p 20.

الجدول رقم (4-3): تراكم رأس المال الثابت في ماليزيا خلال الفترة (1990-2016)

1987 100=	تراكم رأس المال الثابت بالأسعار الثابتة (مليون رينجيت ماليزي)	2000 100=	تراكم رأس المال الثابت بالأسعار الثابتة (مليون رينجيت ماليزي)	2010 100=	تراكم رأس المال الثابت بالأسعار الثابتة (مليون رينجيت ماليزي)
1990	35886	2000	90141	2010	184292
1991	43912	2001	88282	2011	195996
1992	48738	2002	88792	2012	233203
1993	57413	2003	91317	2013	252162
1994	66668	2004	94561	2014	264242
1995	81895	2005	99266	2015	273724
1996	88624	2006	106750	2016	281036
1997	96744	2007	116751		
1998	55177	2008	118077		
1999	51568	2009	111516		
2000	64840	2010	122443		

Source : Department of Statistics Malaysia, Annual Accounts, (2016, p p 18-19).

3- الموارد الطبيعية

تمتاز ماليزيا بموارد طبيعية متنوعة تشمل مجالات الزراعة، الغابات، المعادن والبتترول، ففي الجانب الزراعي، تعد ماليزيا واحدة من كبار مصدري المطاط الطبيعي وزيت النخيل الذي تصدر منه 79,5%، وهي المصدر الاول للفلل الأكحل، كما تغطي الغابات 59% من مساحتها بسبب طبيعة مناخها الاستوائي، والذي يتميز بهطول الأمطار على طول السنة، ويعتبر القصدير والبتترول الموردان المعدنيان الرئيسيان نوا الأهمية الاقتصادية في ماليزيا، فقد كانت ماليزيا أكبر منتج للقصدير في العالم حتى انهيار سوقه في أواخر الثمانينيات، كما تصدر حوالي 300 ألف برميل نفط يوميا ولها احتياطي من الغاز الطبيعي¹.

¹ أنظر:

- بلال محمد سعيد المصري، تجربة ماليزيا في التنمية الاقتصادية: دروس مستفادة، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر - غزة، فلسطين، 2016، ص 16، بتصرف.
- فاطمة الزهراء سبع، مرجع سبق ذكره، ص 245.

4- الأسواق المالية

تمتلك ماليزيا نظام مالي متكامل يشمل البنوك، مؤسسات التأمين والسوق المالي، وهي بذلك تخلق فرص استغلال الفوائض المالية المحلية عبر جميع الوسائل والقنوات الممكنة حاليا، كما قامت بإنشاء مركز مالي دولي في منطقة لبوان هدفه استقطاب المؤسسات ورؤوس الأموال الأجنبية وفق إجراءات خاصة ومحددة، ومع ظهور أدوات التمويل الإسلامي التي أثبتت قدرتها على استقطاب رؤوس الأموال، التي يسعى أصحابها إلى توظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، سارعت ماليزيا إلى تكييف نظامها المالي باتباع النظام المزدوج (تقليدي/ إسلامي) عبر جميع أركان هذا النظام، وهو ما جعلها تسير بخطى ثابتة نحو تأسيس مركز مالي إسلامي إقليمي ثم عالمي.

المطلب الثاني: مراحل تطور الاقتصاد الماليزي

تعتبر التجربة الماليزية من التجارب الناجحة عالميا، فقد استطاع هذا البلد المنقسم جغرافيا، عرقيا ودينيا أن ينتقل في ظرف وجيز من بلد يعاني من الفقر، المرض والجهل، إلى بلد يقترب من البلدان مرتفعة الدخل، وبنظام تعليمي يحتل المرتبة 11 عالميا في مجال تصدير التعليم، وبنظام صحي يقع ضمن الأفضل في العالم، وحتى نعي هذه التجربة وجب علينا التطرق للظروف المحيطة بهذا التحول، من خلال التعرّيج على التاريخ الاقتصادي لهذا البلد، وعمليات التخطيط والاستشراف المعتمدة فيه لتحقيق التنمية الاقتصادية.

أولا: التاريخ الاقتصادي لماليزيا

تمثل ماليزيا اتحاد فدرالي لمجموعة من المستعمرات السابقة للتاج البريطاني، حيث نال كل جزء منها استقلاله على حدى لتتكتل في سنة 1963 وتشكل دولة ماليزيا الحالية (باستثناء سنغافورة)، وقد مر اقتصادها بفترات صعبة، ليصل في النهاية لتجسيد نموذج دولي للنجاح، في ظل مجموعة من المعوقات المتمثلة في التعدد العرقي والديني والانقسام الجغرافي، وعليه، يمكن تقسيم التاريخ الاقتصادي لهذا البلد إلى أربعة مراحل رئيسية، ساهمت كل مرحلة منها في تخطي عقبة معينة وذلك وفق ما يلي:

1- مرحلة الاستعمار

تميزت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية بإعادة بناء اقتصاد البلاد بطريقة أكثر تنظيما، فقد كان الاستعمار البريطاني يسعى إلى تحسين وضعه الاقتصادي المدمر، كما عمل في نفس الوقت على جلب بعض مظاهر التنمية للبلاد، حيث كانت الجهود البريطانية للتغيير المخطط لملايا أساسية

إلى حد ما، وعلاجية بطبيعتها، وكانت موجهة بشكل رئيسي إلى الملايو القاطنين في المناطق الريفية، ويعد إنشاء هيئة التنمية الريفية والصناعية "RIDA" سنة 1950 خطوة في هذا الاتجاه¹.

اختصت ماليزيا خلال الاستعمار في إنتاج المواد الخام من المطاط والقصدير، فعلى الرغم من أن هذه السلع ساهمت بشكل كبير في ازدهار البلاد، إلا أنها وضعتها تحت رحمة تقلبات أسعارها في السوق العالمية، وكان نمو القطاع الصناعي بطيئا، فتم توسيعه من خلال صناعات التجهيز والهندسة الخفيفة والحرف اليدوية، وقد لعبت الصناعة التحويلية دورا بسيطا في اقتصاد البلاد في ذلك الوقت، وفي سنة 1954، وبعد زيارة بعثة من البنك الدولي للبلاد وتقديم تقريرها، شهدت ماليزيا زخما كبيرا لتخطيط التنمية، وتمت صياغة المخطط الملايو الأول (1956-1960)².

2- مرحلة ما بعد الاستعمار وقبل 1970

ترك الاستعمار البريطاني ماليزيا في حالة تبعية داخلية من عرق الملايو لصالح الأعراق الأخرى، وخاصة العرق الصيني، وتبعية خارجية من جانب هذا الأخير لصالح بريطانيا خاصة، والغرب بصفة عامة، وهو ما يعني تبعية ماليزيا بكاملها لبريطانيا بعد الاستقلال، وتجلت التبعية الداخلية في سيطرت العرق الصيني سيطرة تامة على أمور المال والاقتصاد في البلاد، بينما كانت الأغلبية المالوية المسلمة، والتي كانت تشكل حوالي نصف السكان أو أكثر، تعاني من ضنك العيش ولا تملك سوى 2,8% من ثروات البلاد، مقابل 97% للعرق الصيني، الأمر الذي أدى إلى نشوب أحداث دامية ومظاهرات صاخبة بتاريخ 13 ماي 1969، قام بها عرق الملايو احتجاجا على الأوضاع السائدة³.

كانت الإيرادات الفيدرالية مستمدة من رسوم الاستيراد والتصدير والضريبة على الدخل، بينما جاءت نسبة كبيرة من إيرادات الولايات من الأرض، وقد سمحت اتفاقية الاتحاد، بتحويل جزء من الأموال الفيدرالية إلى الولايات عن طريق التخصيص والمنح، مما شجع اعتماد الولايات على المنح الفيدرالية في السنوات التي تلت الاستقلال، وقد تم اقتراح تقديم هذه المنح الفيدرالية كل خمس سنوات بدلا من المنح السنوية⁴.

¹ Rhimah A Aziz, *Paradigm Shift: Malaysia's Development Plans*, akademika journal, Vol 49, N° 1, The National University of Malaysia, Malaysia, 1996, p 70.

² Idem.

³ لبنى بوطمين، أثر التمويل الإسلامي في رفع كفاءة الاستثمار في الجزائر: دراسة استشرافية على ضوء التجربة الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2019، ص 318.

⁴ Arby Cole, *The Malaysian "Vision 2020" National Development Plan: Implementation Problems In Sabah*, Doctoral Thesis, Department of Sociology, The University of York, England, 1998, p 31.

ركزت ماليزيا خلال هذه الفترة على الصناعة بدل الاستيراد، ووضعت حوافز ضريبية للصناعة، بالإضافة إلى حماية جمركية للصناعات الصغيرة والمشروعات الحرفية، كما قامت بإنشاء مناطق صناعية لتطوير البنية التحتية بشكل متكامل (الكهرباء، الاتصالات، المياه، الطرق وغيرها)، وذلك لتسهيل إنشاء الصناعات المطلوبة¹.

3- مرحلة ما بين 1971 إلى 1990

في بداية هذه الفترة، ساهمت زراعة المطاط، زيت النخيل، الخشب، الكاكاو، الفلفل، الأناناس في إنتاج سلع التصدير، فساهم بذلك القطاع الفلاحي في تنشيط الاقتصاد الكلي للبلاد، من خلال الصناعات التحويلية، إلا أن هذا أدى إلى تزايد الاعتماد على هذه الصناعة، ورهنه بتقلبات أسعارها في الأسواق العالمية، مما اضطر الدولة إلى إجراء مراجعات في الثمانينيات، خلصت إلى التركيز على الصناعات الثقيلة كثيفة التكنولوجيا، حيث تم تأسيس شركة الصناعات الثقيلة الماليزية برهاد "HICOM" سنة 1980، وفي سنة 1986 تم تقديم الخطة الصناعية الرئيسية "IMP" لتوفير مبادئ توجيهية للتنمية الصناعية في البلاد².

تمثل هذه الفترة أولى مراحل التنمية في ماليزيا، تم فيها الاعتماد على القطاع العام في توجيه عمليات التصدير، حيث بدأ تركيز عمليات التصنيع في البداية على صناعة المكونات الالكترونية كثيفة العمالة، مما ترتب عليه تخفيض معدلات البطالة، وتحسن في توزيع الدخل بين فئات المجتمع الماليزي، ليتم الانتقال في سنوات الثمانينيات، على موجة جديدة من الصناعات التي تقوم بعملية إحلال محل الواردات والصناعات الثقيلة³.

نلاحظ من خلال الجدول (4-4) انخفاض حجم النمو السنوي للقطاع الزراعي من 6,3% بعد الاستقلال إلى 4,6% في نهاية عقد الثمانينيات مقابل ارتفاع في حجم النمو السنوي لقطاعي التصنيع والمناجم من 9,9% و 1,1% سنويا على التوالي بعد الاستقلال إلى 13,7% و 5,2% سنويا على التوالي في نهاية عقد الثمانينيات، وهو ما يعكس تحول ماليزيا من بلد زراعي مختص في تصدير المنتجات الفلاحية النصف مصنعة، إلى بلد صناعي يعتمد في نموه الاقتصادي على التصنيع بشكل كبير، كما عزز قطاع الخدمات مدعوما بنمو قطاع التصنيع من دوره في تحقيق

¹ فاطمة الزهراء سبع، آفاق التمويل الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008: الفرص والتحديات، مع الإشارة إلى تجربة ماليزيا، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الأغواط، الجزائر، 2013، ص 246.

² Rhimah A Aziz, Op-Cit, p 71.

³ محمد صادق إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 53.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

النمو الاقتصادي، حيث ارتفع حجم نموه السنوي من 3,0% بعد الاستقلال إلى 8,6% في نهاية عقد الثمانينيات، وهو ما يعكس حجم الترابط بين مختلف القطاعات الاقتصادية ومساهمتها في جر قاطرة النمو في البلاد.

الجدول رقم (4-4): النمو السنوي حسب الصناعة في ماليزيا خلال الفترة (1965-1991)

90-86	85-81	80-76	75-71	70-65	
4,6%	3,4%	3,9%	4,8%	6,3%	الزراعة، الغابات والصيد البحري
5,2%	6,0%	8,9%	0,4%	1,1%	التعدين واستغلال المناجم
13,7%	4,6%	13,5%	11,9%	9,9%	التصنيع
0,4%	8,1%	12,6%	6,6%	4,1%	البناء
9,8%	9,1%	10,2%	9,8%	8,1%	الكهرباء، الغاز والمرافق العامة
8,6%	8,4%	9,6%	13,0%	3,0%	النقل، التخزين والاتصالات
4,7%	7,0%	8,2%	6,3%	3,2%	تجارة الجملة والتجزئة، الفنادق والمطاعم
8,4%	7,2%	8,0%	7,2%	5,4%	المالية، التأمين، العقارات والخدمات التجارية
8,4%	7,2%	8,0%	7,2%	5,2%	الخدمات حكومية
4,9%	5,1%	6,6%	9,3%	4,7%	خدمات أخرى
6,7%	5,8%	8,6%	7,1%	5,5%	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار المشتريين

Source: Jomo K S, Wee Chong Hui, **Policy Coherence Initiative on Growth, Investment and Employment The Case of Malaysia**, Report submitted to International Labour Organization ILO, Regional Office for Asia and the Pacific, Bangkok, Thailand, 2012, p 44.

4- مرحلة ما بعد 1990

تمثل هذه الفترة مرحلة التحرير الاقتصادي، كما تبلور مشروع "مهايير محمد" في التنمية الاقتصادية المنفتحة على العالم الخارجي، وذلك بالاعتماد على إفساح المجال للقطاع الخاص وتشجيعه على الاستثمار، والسماح لرأس المال الأجنبي بالاستثمار في الاقتصاد الماليزي وفقا لضوابط معينة، وقد أدت هذه الحزمة من السياسات إلى تنشيط عمليات النمو الصناعي وتحديث البنية التحتية للاقتصاد الماليزي، كما ساهمت في تعميق التوجه نحو التصدير وتوسيع دائرة التعاون الاقتصادي في إطار مجموعة "الآسيان"¹، كما قامت ماليزيا بتطوير طبقة من رجال الأعمال الماليزيين من ذوي الأصول الماليزية².

¹ رمضان لعل، تدفقات رؤوس الأموال الدولية وأثرها على النمو والتنمية في الدول النامية: دراسة تجربة كوريا الجنوبية وماليزيا، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011، ص 258.

² محمد صادق إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 54.

الجدول رقم (4-5): النمو السنوي حسب الصناعة في ماليزيا خلال الفترة (1991-2000)

2000	1999	1998	1997	1996	95-91	
%0,6	%0,4	%-2,8	%0,7	%4,5	%2,0	الزراعة، الغابات والصيد البحري
%2,6	%3,1	%-2,6	%0,4	%1,9	%2,9	التعدين واستغلال المناجم
%21	%13,5	%-13,4	%10,1	%18,2	%13,3	التصنيع
%1,0	%-4,4	%24,0	%10,6	%16,2	%13,3	البناء
%7,5	%8,7	%11,1	%-5,8	%9,6	%13,1	الكهرباء، الغاز والمرافق العامة
%7,3	%5,7	%-0,3	%11,8	%7,4	%9,9	النقل، التخزين والاتصالات
%5,8	%2,6	%-3,4	%8,0	%7,9	%10,6	تجارة الجملة والتجزئة، الفنادق والمطاعم
%5,1	%5,6	%-1,9	%18,9	%17,0	%10,7	المالية، التأمين، العقارات والخدمات التجارية
%1,4	%7,7	%1,1	%8,6	%1,7	%6,7	الخدمات حكومية
%1,5	%2,6	%1,9	%7,0	%7,9	%7,7	خدمات أخرى
%8,5	%8,5	%-7,5	%7,5	%10,0	%8,7	الناتج المحلي الإجمالي بأسعار المشتريين

Source: Jomo K S, Wee Chong Hui, **Policy Coherence Initiative on Growth, Investment and Employment The Case of Malaysia**, Report submitted to International Labour Organization ILO, Regional Office for Asia and the Pacific, Bangkok, Thailand, 2012, p 44.

نلاحظ من خلال الجدول (4-5) المساهمة الكبيرة لقطاعي التصنيع والبناء في تحقيق النمو الاقتصادي خلال فترة التسعينات، وذلك نتيجة تحول الدول نحو الاعتماد على القطاع الخاص وتكليفه بتنفيذ مشاريع البنية التحتية، بالإضافة لسعيها نحو اجتذاب رؤوس الاموال الأجنبية والتي تستهدف بالعادة (الاستثمارات الأجنبية) القطاعات ذات آفاق النمو المرتفع، وهو ما ينطبق على قطاع التصنيع الذي شهد قفزة نوعية في نهاية الثمانينيات.

ثانياً: مخططات تحقيق النمو الاقتصادي في ماليزيا

شهدت ماليزيا طفرة اقتصادية وتطورا سريعا كان نتاجا لمجموعة من المخططات التنموية، حيث تم وضع مجموعة من الخطوط العريضة لمخططات الاستشراف " Outline Perspective Plan " OPP عرفت بالسياسة الاقتصادية الجديدة وذلك من أجل النهوض بالاقتصاد الماليزي خلال الفترة (1971-2000)، كما تم التخطيط لفترة مستقبلية عرفت برؤية 2020 تعكس رؤية الدولة بالمضي

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

قدما في تحقيق معدلات محددة للنمو الاقتصادي وتحويل ماليزيا مع حلول سنة 2020 إلى دولة متقدمة على كافة الأصعدة¹.

يعتبر مشروع خطة التنمية "Draft Development Plan DDP" أول مخطط للتنمية في ماليزيا، وهو عبارة عن مخطط مدته 6 سنوات تم إعداده لتنمية ملايا (التي كانت دولة شبه مستقلة) وذلك خلال الفترة (1950-1955)، ليتم بعد ذلك إطلاق ما مجموعه 13 مخطط تنمية، مدة كل واحد منهم خمسة سنوات، كان آخرها مخطط ماليزيا الحادي عشر (2016-2020)، وقد تم اعتماد في أغلب المخططات الخماسية_ هيكل يشبه عن كثب العناصر المحددة من قبل عالم التنمية "آرثر لويس" في كتابه الكلاسيكي المتعلق بتخطيط التنمية².

الجدول رقم (4-6): حجم تمويل المخططات الخماسية لدعم النمو الاقتصادي في ماليزيا

المخططات الخماسية	الفترة	حجم نفقات تمويل المخطط الخماسي (مليار رينجيت ماليزي)	نسبة حجم نفقات تمويل المخطط من الناتج المحلي الإجمالي (نسبة مئوية)
المخطط الماليزي الأول	1970-1966	4,24	8,10
المخطط الماليزي الثاني	1975-1971	9,90	10,90
المخطط الماليزي الثالث	1980-1976	27,80	14,00
المخطط الماليزي الرابع	1985-1981	78,64	22,60
المخطط الماليزي الخامس	1990-1986	61,85	13,20
المخطط الماليزي السادس	1995-1991	117,66	13,40
المخطط الماليزي السابع	2000-1996	222,88	15,10
المخطط الماليزي الثامن	2005-2001	170,00	7,80
المخطط الماليزي التاسع	2010-2006	200,00	3,90
المخطط الماليزي العاشر	2015-2011	230,00	4,50
المخطط الماليزي الحادي عشر	2020-2016	260,00	3,60

Source : The Institute of Southeast Asian Studies ISEAS, Are Five-Year Development Plans Passé in Malaysia?, Report No 13, Heng Mui Keng Terrace, Singapour, 2018, p 4.

¹ نصبة مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجاً، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013، ص 226، بتصرف.

² The Institute of Southeast Asian Studies ISEAS, Are Five-Year Development Plans Passé in Malaysia?, Report No 13, Heng Mui Keng Terrace, Singapour, 2018, p 2.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

نلاحظ من خلال الجدول (4-6) انخفاض كبير في نسبة حجم نفقات تمويل المخططات الخماسية من الناتج المحلي الإجمالي خلال العقدين الماضيين، وحسب تقرير ISEAS (معهد دراسات جنوب شرق آسيا) فإن ذلك يعود إلى تنفيذ الكثير من استثمارات البنى التحتية من قبل المشروعات الخاصة، بالإضافة إلى سعي الحكومة الماليزية لتخفيض عجز الموازنة العامة والحفاظ على مستويات مقبولة للديون.

الجدول رقم (4-7): لمحة عامة حول سياسات التنمية الاقتصادية في ماليزيا

2010-2001	2000-1991	1990-1971	1970-1960
رؤية 2020	NDP	NEP	Pre-NEP
OPP3	OPP2	OPP1	
المخطط الماليزي 8	المخطط الماليزي 6	المخطط الماليزي 2	المخطط الماليزي 1
المخطط الماليزي 9	المخطط الماليزي 7	المخطط الماليزي 3	
		المخطط الماليزي 4	
		المخطط الماليزي 5	

Source : United Nations Development Programme UNDP, Malaysia: Achieving the Millennium Development Goals Successes and Challenges, Kuala Lumpur, Malaysia, 2005, p 7.

اشتملت المخططات التنموية في ماليزيا على سياسات وطنية أساسية ومخططات تنمية سنوية، متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة إلى مخططات رئيسية قطاعية وصناعية، وقد كانت السياسات الأساسية الأكثر أهمية، حيث شكلت مكوناتها الرئيسية معيارا لجميع السياسات والمخططات الأخرى¹، وقد تمثلت هذه السياسات فيما يلي:

1- السياسة الاقتصادية الجديدة "the New Economic Policy NEP" (1990-1971)

كان الفقر، البطالة والفوارق الاجتماعية بين الجماعات العرقية المختلفة يمثل مشاكل مستعصية في أوائل السبعينيات، وهو ما دفع نحو صياغة السياسة الاقتصادية الجديدة "NEP" للحد من الفقر والقضاء عليه نهائيا في نهاية الفترة، من خلال رفع مستويات الدخل وزيادة فرص العمل بين جميع مكونات المجتمع الماليزي بغض النظر عن عرقهم أو دينهم، بالإضافة إلى إعادة هيكلة المجتمع الماليزي لتصحيح الاختلالات الاقتصادية الموجودة، والحد من ظاهرة تحديد العرق مع الوظيفة الاقتصادية، واستنادا لفلسفة تحقيق النمو في ظل العدالة، اعتمدت "NEP" على النمو الاقتصادي

¹ The World Bank, Malaysia: 30 Years of Poverty Reduction, Growth and Racial Harmony, Report No 30782, Washington DC, USA, 2004, p 1.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

السريع حتى يتم الحد من الفقر، مع إعادة تخصيص الثروة الموجودة ولكن من مصادر جديدة وموسعة للثروة¹.

وقد اعتُبر معدل نمو سنوي قدره 8% ضروريا لتحقيق أهداف "NEP"، حيث تضاعف الإنفاق الحكومي الاسمي على التنمية، وكان القطاع التجاري والصناعي الأعلى نسبيا، مصحوبا بقطاع التعليم، وذلك بغية تسريع عملية التحديث، كما تم زيادة مخصصات التنمية الزراعية والريفية لزيادة حجم الصادرات، وبحلول سنة 1980، كان عجز الميزانية قد وصل إلى 13,7% من الناتج الوطني الإجمالي، وارتفعت القروض الحكومية من حوالي 0,31 مليار رينجيت ماليزي سنة 1970 إلى 2,12 مليار رينجيت ماليزي سنة 1975، وإلى 2,64 مليار رينجيت ماليزي سنة 1980، حيث شكلت القروض الخارجية 43% في المائة من إجمالي القروض الحكومية سنة 1975، و11,7% سنة 1980².

2- سياسة التنمية الوطنية "the National Development Policy NDP" (1991-2000)

تم طرح "NDP" ضمن "OPP2" سنة 1991 لخلافة "NEP" مع التأكيد على أهمية هذا الأخير من خلال الاحتفاظ بعناصره الرئيسية مع إجراء بعض التعديلات على بعض محاوره الاستراتيجية والمتمثلة فيما يلي³:

- التحول من التركيز على استراتيجية مكافحة الفقر نحو القضاء على الفقر المدقع؛
- التركيز على التحول إلى التوظيف والتطور السريع لمجتمع محلي تجاري وصناعي نشط، كاستراتيجية أكثر فاعلية لزيادة المشاركة الحقيقية للمواطن في القطاعات الاقتصادية الحديثة، بدلا من التركيز على الملكية العمومية والسيطرة على المشروعات الاقتصادية؛
- اعتماد أكبر على القطاع الخاص للمشاركة في إعادة هيكلة الاقتصاد، وخلق فرص أكبر للنمو الاقتصادي؛
- تركيز أكبر على تنمية الموارد البشرية كشرط أساسي لتحقيق أهداف النمو الاقتصادي، مع التوزيع العادل للثروة.

تضمنت برامج "NDP" برامج قروض صغيرة الحجم للتنمية الزراعية والتجارية، برامج دمج وإعادة تأهيل الأراضي، بيع المزارع العمومية، تعزيز الإنتاجية الزراعية، توفير وتحسين الخدمات لفقرات المناطق

¹ United Nations Development Programme UNDP, Malaysia: Achieving the Millennium Development Goals Successes and Challenges, Kuala Lumpur, Malaysia, 2005, p 7.

² Jomo K S, Wee Chong Hui, Policy Coherence Initiative on Growth, Investment and Employment The Case of Malaysia, Report submitted to International Labour Organization ILO, Regional Office for Asia and the Pacific, Bangkok, Thailand, 2012, p 18.

³ The World Bank, Malaysia: 30 Years of Poverty Reduction, Growth and Racial Harmony, Op-Cit, p 4.

الحضرية، تعزيز فرص العمل في قطاعات التصنيع والبناء وغيرها من الصناعات القائمة في المناطق الحضرية¹.

وقد تم الإعلان في أوت 1998 عن المخطط الوطني للتعافي الاقتصادي " National Economic Recovery Plan NERP"، في أعقاب أزمة 1997-1998 التي مست ماليزيا، وتم من خلاله تحديد جدول أعمال لإنعاش الاقتصاد الوطني، وتوجيه السياسة الرئيسية نحو تحقيق الاستقرار الاقتصادي من خلال تشديد السياسة النقدية (رفع أسعار الفائدة والحد من نمو الائتمان) وفرض المزيد من القيود المالية (تخفيض نفقات التشغيل والتطوير) وإدخال إصلاحات هيكلية على القطاع المالي، وهو ما ساهم في مجمله في انكماش حاد وسريع للاقتصاد الماليزي².

3- رؤية 2020 (2001-2020)

تقوم هذه الرؤية على استشراف المستقبل، من خلال العمل على خلق مجتمع متقدم تقنيا بإمكانه أن يرتقي بماليزيا إلى مصاف الدول المتقدمة بحلول عام 2020، وقد تم رهن تحقيق أهداف هذه الرؤية بتحقيق نمو اقتصادي سنوي يصل إلى 7% حتى سنة 2020³، وقد تم وضع تسعة تحديات استراتيجية لتحقيق هذه الرؤية، تتمثل فيما يلي⁴:

- إقامة دولة ماليزية موحدة؛
- خلق مجتمع ماليزي متحرر، آمن ومتطور؛
- تعزيز وتطوير مجتمع ناضج ديمقراطيا؛
- إقامة مجتمع أخلاقي وروحاني بالكامل؛
- إقامة مجتمع متسامح وناضج ليبراليا؛
- خلق مجتمع علمي وتقدمي؛
- إقامة مجتمع ثقافي واجتماعي بالكامل؛
- تأسيس مجتمع عادل اقتصاديا؛
- إقامة مجتمع مزدهر.

¹ United Nations Development Programme UNDP, Malaysia: Achieving the Millennium Development Goals Successes and Challenges, Op-Cit, p 8.

² The World Bank, Malaysia: 30 Years of Poverty Reduction, Growth and Racial Harmony, Op-Cit, p 6.

³ نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 226.

⁴ The World Bank, Malaysia: 30 Years of Poverty Reduction, Growth and Racial Harmony, Op-Cit, p 6.

تجدر الإشارة إلى أن رؤية 2020 كانت تشبه إلى حد كبير مخطط "NEP" في مكوناته الأساسية رغم مفهوم التنمية الشاملة والتسعة تحديات التي وضعتها، إلا أن هذه الرؤية تميزت بتقديم نظرة ثاقبة حول ميزات الأمة الماليزية التي كان يجري البحث عنها¹.

المطلب الثالث: تطور النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)

سوف نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على أداء النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)، وذلك باستخدام مؤشرين مختلفين يتمثل أولهما في حجم الناتج المحلي الإجمالي الذي يقيس درجة تطور الاقتصاد بشكل عام، أما الثاني فيتمثل في الدخل الفردي الذي يقيس درجة هذا التطور مقارنة بحجم الزيادة السكانية.

أولاً: تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)

يبرز هذا المؤشر دور عوامل الإنتاج المقيمة في ماليزيا في خلق القيمة المضافة _التي يتم احتسابها بأسعار المشتريين_ في الاقتصاد خلال السنة الواحدة، حيث يتم جمع القيم المضافة لجميع المشروعات الناشطة في مختلف القطاعات المكونة للاقتصاد الماليزي، كما يعبر عن مدى استجابة هذه المشروعات للمخططات قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، ولتلافي أثر التضخم يتم احتساب قيمة هذا المؤشر بالأسعار الثابتة من خلال احتساب القيمة المضافة بأسعار سنة الأساس.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-8) ارتفاع حجم الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة في ماليزيا خلال فترة الدراسة بشكل مستمر تقريبا، ففيما عدا سنة 2009 أين انخفضت قيمة هذا المؤشر بحوالي 8 مليار رينجيت ماليزي تقريبا، نجد أن الارتفاع كان سمة ملازمة لقيمة هذا المؤشر خلال باقي سنوات الدراسة، كما نلاحظ أيضا أن حجم الناتج المحلي لسنة 2018 قد ارتفع بنحو 3 مرات تقريبا عن قيمته سنة 2000.

وتعود انخفاض قيمة هذا المؤشر سنة 2009 لتأثير أحداث الأزمة المالية العالمية 2008 على مختلف اقتصاديات دول العالم ومن ضمنها ماليزيا، وهذا يؤيد فكرة وجود علاقة بين السوق المالي والاقتصاد الحقيقي، أما بخصوص الارتفاع المستمر لقيمة هذا المؤشر خلال باقي فترات الدراسة وتضاعفه بنحو 3 مرات، فيعكس مدى نجاعة مخططات التنمية المعتمدة ونجاح الحكومة الماليزية في تنفيذها، كما يبرز الأداء الجيد للاقتصاد الماليزي نتيجة تحوله من الاعتماد المفرط على قطاع الصناعات التحويلية للمنتجات الفلاحية، إلى الاعتماد على قطاعي التصنيع والبناء.

¹ Idem.

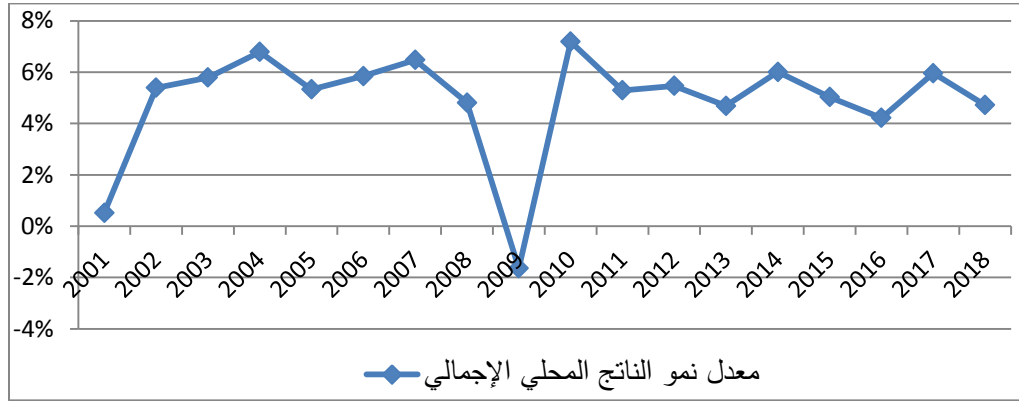
الجدول رقم (4-8): تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	حجم الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية (مليار رينجيت ماليزي)	حجم الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (مليار رينجيت ماليزي)
2000	356,40	100=2000
2001	352,58	
2002	383,21	
2003	418,77	
2004	474,05	
2005	543,58	
2006	596,78	
2007	665,34	
2008	769,95	
2009	712,86	
2010	/	
2010	821,43	100=2010
2011	911,73	
2012	971,25	
2013	1018,61	
2014	1106,44	
2015	1157,72	
2016	1230,12	
2017	1353,38	
2018	1429,84	

Source : Prepared by the researcher on the basis of the data available on:

- Department of Statistics Malaysia, **Annual Accounts**, (2016, p 7);
- Bank Negara Malaysia, **Annual Report**, (2018, Annex p 3).

الشكل رقم (4-1): تطور معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2001-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (4-8).

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-1) الارتفاع الكبير لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا بين سنتي 2001 و 2002، كما نلاحظ الانخفاض الكبير لقيمة هذا المؤشر في سنة 2009، فيما عدا هذا نلاحظ أن معدلات النمو كانت مرتفعة نوعا ما خلال فترة الدراسة، واقتربت مرات عديدة من المعدل المحدد في رؤية 2020 (7%)، بل وتجاوزته سنة 2010 أين وصلت إلى 7,19%.

الارتفاع الكبير لقيمة هذا المؤشر في بداية الفترة التي تعد فترة ما بعد أزمة 1997/1998، يشير إلى نجاح خطة التعافي الاقتصادي في الخروج بماليزيا من الأزمة، وإعادة الاقتصاد الماليزي إلى الحالة العادية في وقت وجيز، أما انخفاضه في سنة 2009 فقد ذكرنا سببه سابقا، وأما ما تبقى من أرقامه المسجلة خلال باقي فترات الدراسة، فإنما يعبر عن وجود بعض الخلل في تجسيد رؤية 2020، فرغم أن المعدلات المحققة كانت أكثر من مقبولة من الناحية الاقتصادية، إلا أن هذا لا يمنع من مراجعة آليات تنفيذ هذه الرؤية، واستكشاف مواطن الخلل من أجل مراجعتها بما يضمن تحقيق الهدف الأسمى، والمتمثل في الوصول بماليزيا إلى مصف الدول المتطورة.

ثانيا: تطور حجم الدخل الفردي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018)

يقيس حجم الناتج المحلي الإجمالي تطور الاقتصاد الوطني بشكل عام، بينما يقيس حجم الدخل الفردي حجم هذا التطور بالمقارنة مع تطور النمو الديمغرافي للبلد، فقد يزيد عدد السكان بوتيرة أكبر من وتيرة الزيادة في حجم الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يعني أن الاقتصاد يسير نحو التقهقر لا نحو التطور الذي تبرزه الزيادة في حجم الناتج، فأهمية دراسة هذا المؤشر تزيد في الاقتصاديات التي تشهد نمو سكاني متسارع.

الجدول رقم (4-9): تطور نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي في ماليزيا

خلال الفترة (2000-2018)

السنوات	نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي بالأسعار الجارية (رينجيت ماليزي)	نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي بالأسعار الثابتة (رينجيت ماليزي)
2000	13939	100=2000
2001	13606	
2002	14593	
2003	15825	
2004	17605	
2005	19951	
2006	21826	
2007	24073	
2008	27094	
2009	24880	
2010	/	
2010	27819	100=2010
2011	30629	
2012	31698	
2013	32589	
2014	34838	
2015	36093	
2016	37759	
2017	41128	
2018	42627	

Source : Prepared by the researcher on the basis of the data available on:

- Department of Statistics Malaysia, Annual Accounts, (2016, p 7);
- Bank Negara Malaysia, Annual Report, (2018, p 18).

نلاحظ من خلال الجدول (4-9) توافق تطور نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي مع

تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال فترة الدراسة، ففيما عدا سنة 2009 التي

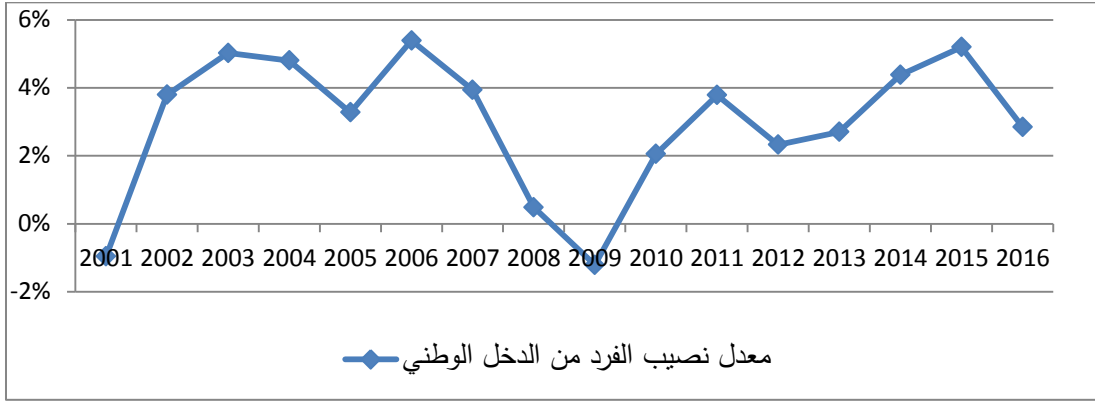
شهدت انخفاض في حجم الدخل الفردي عن السنة السابقة بقيمة 217 رينجيت ماليزي، وهذا نتيجة

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

انخفاض حجم الناتج المحلي الإجمالي المتأثر بأحداث الأزمة المالية العالمية 2008، نجد أن الارتفاع كان سمة ملازمة لقيمة هذا المؤشر طيلة فترة الدراسة.

وتشير هذه الأرقام إلى أن زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا كانت أكبر من النمو السكاني، وهو ما يعني أن أداء الاقتصاد الماليزي قد سار فعليا نحو التحسن خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (4-2): تطور معدل نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2016-2001)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (4-9).

نلاحظ من خلال الشكل (4-2) أن معدل النمو السالب للدخل الفردي في ماليزيا كان خلال سنتي 2001 و 2009، وكان ذلك انعكاس لأزمتي 1997/1998 و 2008 على الاقتصاد الماليزي، كما نلاحظ أيضا القفزة النوعية لقيمة هذا المؤشر سنة 2002 أين بلغ 3,8% بعد أن كان -0,96% وهو ما يعكس نجاح مخطط التعافي الاقتصادي المعد خصيصا للخروج من الأزمة، فيما عدا هذا، نلاحظ أن معدل نمو الدخل الفردي كان في حدود 4% إلى 5% في الفترة الأولى من الدراسة و3% إلى 4% في الفترة الثانية من الدراسة، وهو ما يتوافق إلى حد بعيد مع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا خلال هذه الفترة.

المبحث الثاني: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية الماليزية

تعد سوق الأوراق المالية بشكل خاص والنظام المالي بشكل عام أحد أسرع القطاعات تطورا في ماليزيا، فقد شملتها مجموعة من الإصلاحات التي انتهت إلى هيكلتها وفق نظام مزدوج (تقليدي/إسلامي) بغية استقطاب أكبر كم من الفوائض المالية المحلية والأجنبية، وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاستثمارية التي تسعى من خلالها ماليزيا للوصول إلى مصف الدول المتطورة.

المطلب الأول: بنية النظام المالي في ماليزيا

تمثل سوق الأوراق المالية احد مكونات السوق المالي في ماليزيا، حيث يشكل هذا الأخير مع المؤسسات المالية النظام المالي في ماليزيا، وعليه سوف نحاول من خلال هذا المطلب الإحاطة بأهم مكونات هذا النظام، مع التطرق لأهم الهيئات المشرفة عليه.

أولاً: أقسام النظام المالي في ماليزيا

تمثل المؤسسات المالية والسوق المالي القسمين الرئيسيين للنظام المالي الماليزي، حيث تتألف المؤسسات المالية من النظام المصرفي والوسطاء غير المصرفيين، ويشتمل السوق المالي في ماليزيا على أربعة أسواق رئيسية تتمثل في سوق الأوراق المالية، سوق الصرف الأجنبي والسوق النقدي، سوق المشتقات المالية وأخيراً السوق المالي الخارجي "Offshore Market"¹.

1- المؤسسات المالية

تتوزع المؤسسات المالية في ماليزيا على مجموعتين، تتمثل المجموعة الأولى في مجموع مؤسسات النظام المصرفي ويشرف عليها البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا BNM"، أما المجموعة الثانية فتتمثل في مجموع المؤسسات الغير مصرفية أو ما يسمى بالوسطاء الغير مصرفيون والتي يشرف عليها مجموعة من الوزارات والوكالات الحكومية².

أ- المؤسسات المالية المصرفية أو الوسطاء المصرفيون

يمتلك النظام المصرفي حوالي 67% من إجمالي أصول النظام المالي، ويتكون من بنك نيجارا "BNM" وهو البنك المركزي الماليزي، البنوك التجارية بما في ذلك شركات التمويل، بالإضافة إلى المؤسسات المالية الأخرى مثل بيوت الخصم، بنوك التجارة الدولية ومكاتب تمثيل البنوك الأجنبية، وقد تم تفويض بنك نيجارا لتنظيم ومراقبة النظام المصرفي في البلاد، وذلك بموجب قانون الخدمات المالية لسنة 2013 وقانون الخدمات المالية الإسلامية لنفس السنة³.

تحتل ماليزيا على 27 بنك تجاري 19 منها تم إنشاؤها محلياً، وقد قدر إجمالي الأصول التي تحتفظ بها هذه البنوك سنة 2014 حوالي 29,2442 مليار رينجيت ماليزي، حيث تمثل البنوك

¹ Belle Nabila, Financial System of Malaysia, Available on: https://www.academia.edu/25041825/Financial_System_of_Malaysia_5.1_Financial_System_Structure_in_Malaysia, consulted in:01/01/2020, at 17:00.

² International Monetary Fund, Malaysia Financial Sector Assessment Program : Financial Sector Performance, Vulnerabilities and Derivatives-Technical Note, IMF Country Report No 14/98, Washington DC, USA, 2014, p 6.

³ Chung Tin Fah, M. Ariff, Competition in the Malaysia's Banking Industry. Quo Vadis, International Journal of Economics and Management IJEM, Vol 11, N° 3, Uni-versiti Putra, Malaysia, 2017, p 900.

التجارية 25, 77% من الصناعة المالية المصرفية، وتتمثل الخدمات الرئيسية التي تقدمها هذه البنوك في تعبئة المدخرات في شكل ودائع وتقديم القروض، وقد عملت في السنوات الأخيرة على تحسين تنافسيتها من أجل توسيع حصتها السوقية وذلك من خلال تحسين جودة خدماتها وتقديم عروض ترويجية جذابة، مع توفير الخدمات المصرفية الإلكترونية¹.

وقد عملت ماليزيا على سن تشريعات وأنظمة مصرفية إسلامية جنباً إلى جنب مع النظام المصرفي التقليدي، وتجلّى ذلك في القانون المصرفي الإسلامي الذي دخل حيز التنفيذ في 7 أبريل 1983، وقد تأسس أول بنك إسلامي في 1 جويلية 1983 تحت اسم البنك الإسلامي الماليزي ثم بنك المعاملات الماليزي في 1 أكتوبر 1999 لتتوسع القائمة وتصبح تضم 17 بنك إسلامي².

بالإضافة إلى ما سبق يوجد في ماليزيا مكاتب تمثيل لـ 32 بنك أجنبي من أوروبا واليابان تقع جميعها في كوالالمبور، وتحوز على 10% من إجمالي أصول النظام المصرفي، وهي تهدف إلى توفير خدمات مصرفية للشركات متعددة الجنسيات التي تتمتع بمصداقية قوية، وإلى المنظمات التي لها نفس جنسية البنك الأجنبي³.

ب- المؤسسات المالية غير المصرفية أو الوسطاء غير المصرفيون

تلعب المؤسسات المالية غير المصرفية دوراً مهماً في النظام المالي الماليزي، وهي تكمل دور البنوك التجارية عن طريق سد فجوات الوساطة المالية من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من الخدمات المالية، كما أنها تعد منافساً قوياً للبنوك التجارية، مما أجبر هذه الأخيرة على أن تكون أكثر كفاءة واستجابة لاحتياجات عملائها، ويتألف الوسطاء الماليون غير المصرفيين بشكل أساسي من صناديق الادخار والتقاعد، شركات التأمين ومؤسسات تمويل التنمية⁴.

يعد التأمين من أهم الخدمات المالية في ماليزيا، ويقع تحت إشراف البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا"، ويعتبر صناعة متكاملة تلعب دوراً بالغ الأهمية في الحياة الاجتماعية والاقتصادية للبلاد، فهو يحوز حوالي 6% من أصول القطاع المالي، وينقسم إلى التأمين على الحياة والتأمين العام، كما يشمل

¹ Chung Tin Fah, M. Ariff, *Op-Cit*, p 901.

² Belle Nabila, *Op-Cit*, p 3.

³ Chung Tin Fah, M. Ariff, *Op-Cit*, p 902.

⁴ Fadzlan Sufian, *The Efficiency of Non-Bank Financial Intermediaries: Empirical Evidence From Malaysia*, The International Journal of Banking and Finance IJEM, Vol 5, N° 2, Universiti Putra, Malaysia, 2008, p 149.

كذلك صناعة التأمين الإسلامية "تكافل"، وقد تم إحصاء 44 شركة تأمين في ماليزيا، منها 26 شركة محلية و18 شركة أجنبية¹.

وتعمل صناديق الادخار والمعاشات التقاعدية على تقديم مجموعة من خدمات الضمان الاجتماعي لمشتريها وذويهم في شكل معاشات تقاعد، رعاية طبية، منحة وفاة أو منحة عجز، كما تمثل وحدات تعبئة مهمة في الاقتصاد للمدخرات طويلة الأجل، والتي تقوم بتوظيفها في كل من القطاعين العام والخاص في تمويل الاستثمار طويل الأجل، حيث تعد هذه الصناديق ثاني أكبر مجموعة من المؤسسات المالية في البلاد من حيث إجمالي الأصول، خلف المؤسسات المصرفية². كما تم إنشاء مؤسسات تمويل التنمية في ماليزيا وذلك من قبل الحكومة، من أجل تطوير وتعزيز بعض القطاعات الاستراتيجية للاقتصاد، بالإضافة إلى تحقيق بعض الأهداف الاجتماعية، فهي تعمل في المقام الأول على سد فجوات الخدمات المالية التي لا توفرها بالعادة المؤسسات المصرفية، وهي متخصصة بشكل عام في توفير التمويل للمشروعات على المدى المتوسط والطويل، والتي تحمل مخاطر أعلى بسبب فترات الاستثمار الطويلة³.

2- السوق المالي أو وسطاء السوق المالي

يتم الإشراف على عمليات الوساطة في السوق المالي بشكل رئيسي من قبل هيئة الأوراق المالية الماليزية "Securities Commission SC"⁴، ويشتمل هذا السوق على أربعة أسواق رئيسية هي:

أ- سوق الصرف الأجنبي والسوق النقدي

تعد هذه السوق جزءاً لا يتجزأ من النظام المصرفي، فهي تهدف إلى توفير التمويل اللازم للنظام المصرفي، كما تعتبر إحدى قنوات تمرير السياسة النقدية، مما يضعها تحت إشراف بنك نيجارا⁵، وقد نمت هذه السوق من حيث العمق والسيولة، حيث بلغ متوسط حجم التداول اليومي في السوق النقدي 39 مليار رينجيت ماليزي خلال سنة 2010، كما بلغ هذا المؤشر في سوق الصرف الأجنبي 3, 7 مليار دولار أمريكي لنفس السنة، فقد ارتفع حجم التداول في سوق الصرف الأجنبي بشكل ملحوظ

¹ Ng Jia Bao & All, *Performance of Malaysian Insurance Companies Using Data Envelopment Analysis*, Indonesian Journal of Electrical Engineering and Computer Science, Vol 11, N° 3, Jakarta, Indonesia, 2018, p 1147.

² Belle Nabila, Op-Cit, p 4.

³ Bank Negara Malaysia, *Chapter Six: Development Financial Institutions*, Available on: http://www.bnm.gov.my/files/publication/fsmf/en/fsmf_en_ch06.pdf, consulted in: 03/01/2020, at 18:00.

⁴ International Monetary Fund, *Malaysia Financial Sector Assessment Program : Financial Sector Performance, Vulnerabilities and Derivatives-Technical Note*, Op-Cit, p 6.

⁵ Ibid, p 14.

ليصل إلى 3,32 ضعف حجم التجارة في السلع والخدمات، وهو أعلى 1,64 مرة من القيمة المسجلة في سنة 2005¹.

ب- سوق الأوراق المالية

يتم تنظيم عمليات الوساطة في سوق الأوراق المالية من قبل هيئة الأوراق المالية، وهي تتألف من من سوق الأوراق المالية الإسلامية والتقليدية، كما تتألف هذه الأخيرة من سوقين رئيسيين هما سوق الأسهم، الذي يتم فيه التعامل في أسهم المشروعات، وسوق سندات الدين العام والخاص²، ويتم التعامل على الأوراق المالية في ماليزيا بموجب قانون هيئة الأوراق المالية، وقانون أسواق رأس المال لسنة 2007 "CMSA"، وقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1991 "SICDA"³.

ت- سوق المشتقات المالية

في إطار النهج التدريجي المستمر الذي اتبعته ماليزيا لتطوير نظامها المالي، ومع تزايد الاستثمارات الأجنبية في ماليزيا، نشأت الحاجة إلى إدخال المشتقات المالية في السوق، لتمارس دورا مهما في إطار التحول نحو سوق أكثر ديناميكية وتطورا، حيث تأسست سوق المشتقات المالية سنة 2001، وذلك للعمل على توفير أدوات لإدارة المخاطر في المجالات السلعية والنقدية والمالية، وتعمل هذه السوق تحت إشراف هيئة الأوراق المالية، ويحكمها قانون المستقبلات الذي صدر في سنة 1993، ويتم في هذه السوق تداول العقود السلعية إلى جانب العقود المالية والنقدية⁴.

ث- السوق المالية الخارجية

وهي آخر ما يمكن الإشارة إليه في النظام المالي الماليزي، فعلى عكس الأسواق المالية المحلية "Onshore Markets" التي تشرف عليها الهيئات التنظيمية عن كثب، وتفرض على المتعاملين فيها مجموعة من الشروط والإجراءات والتكاليف، تتمتع الأسواق الخارجية "Offshore Market" بالبساطة، ولها مزايا ضريبية كبيرة⁵، حيث تم في أكتوبر 1990 إنشاء مركز "لبوان" الدولي، وذلك لاستكمال

¹ Bank Negara Malaysia, Financial Sector Blueprint 2011–2020: Strengthening our Future, Kuala Lumpur, Malaysia, 2011, p 74.

² International Monetary Fund, Malaysia Financial Sector Assessment Program : Financial Sector Performance, Vulnerabilities and Derivatives-Technical Note, Op-Cit, p 6.

³ Securities Commission Malaysia, Annual Report 2012, Kuala Lumpur, Malaysia, 2013, part 6, p 8.

⁴ نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دراسات إدارية، المجلد 5،

العدد 10، جامعة البصرة، العراق، 2013، ص ص 119–147، ص 136.

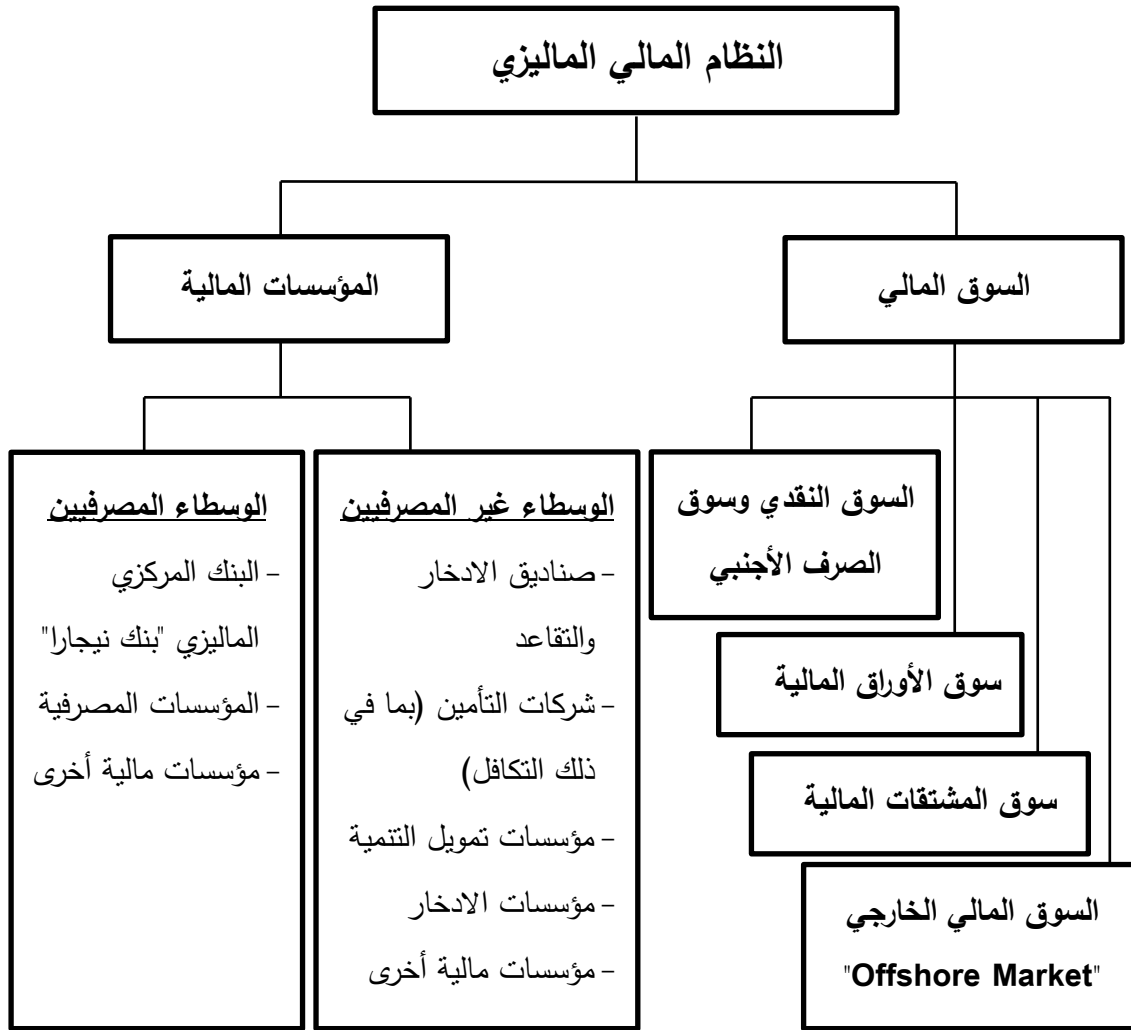
⁵ Salih N. Neftci, Op-Cit, p 23.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

أنشطة السوق المالية المحلية، وتعزيز مساهمة الخدمات المالية في الناتج الوطني الإجمالي لماليزيا، وقد قُدمت حوافز اقتصادية خاصة لتشجيع وتطوير هذا المركز المالي الخارجي¹.

نلاحظ من خلال ما سبق تنوع جيد للقطاع المالي، فقد أدى الإشراف التنظيمي القوي، إلى جانب الظروف الاقتصادية المواتية والسياسات الحكومية المناسبة، إلى نمو سريع في القطاع المالي في ماليزيا، واستكملت عمليات الوساطة للمؤسسات المالية الدور التمويلي للسوق المالي، كما ساعدت على تطويره ونموه بشكل مستمر².

الشكل رقم (4-3): هيكل النظام المالي الماليزي



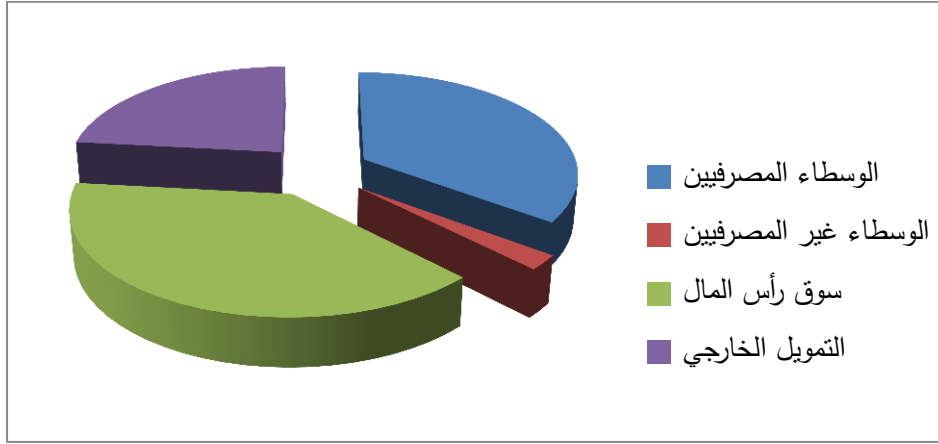
Source: Belle Nabila, **Financial System of Malaysia**, Available on:

https://www.academia.edu/25041825/Financial_System_of_Malaysia_5.1_Financial_System_Structure_in_Malaysia , consulted in:01/01/2020, at 17:00.

¹ International Monetary Fund, Labuan, Malaysia: Assessment of the Supervision and Regulation of the Financial Sector-Review of Financial Sector Regulation and Supervision, IMF Country Report No 04/391, Washington DC, USA, 2004, p 11.

² International Monetary Fund, Malaysia Financial Sector Assessment Program : Financial Sector Performance, Vulnerabilities and Derivatives-Technical Note, Op-Cit, p 7.

الشكل رقم (4-4): حجم تمويل النظام المالي الماليزي للاقتصاد الحقيقي سنة 2018.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقرير السنوي لبنك "نيجارا" لسنة 2018.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-4) استحواذ سوق رأس المال على أكبر حصة سوقية لتمويل الاقتصاد الحقيقي بما يقارب الـ 53%، وهو ما يعبر عن الدور المهم الذي يلعبه سوق رأس المال في السوق التمويلية، يليه في ذلك النظام المصرفي الذي يساهم بأكثر من 39% من تمويل النظام المالي للاقتصاد الحقيقي، فهو يغطي بعض الخدمات المالية التي لا يمكن توفيرها من قبل السوق المالي، كما أن انفتاح ماليزيا على الخدمات المالية الأجنبية قد ساعد في زيادة حجم التمويل الخارجي بأكثر من 23%.

ثانيا: الهيئات الرقابية الرئيسية في النظام المالي الماليزي

يخضع كل قسم من أقسام النظام المالي في ماليزيا لرقابة هيئة معينة، حيث سبق وتطرقنا للهيئة المسؤولة عن رقابة كل قسم، واتضح لنا ان اهم هذه الهيئات الرقابية تتمثل فيما يلي:

1- البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا BNM"

تأسس بنك نيجارا في 26 جانفي 1959 بموجب قانون البنك المركزي الماليزي لعام 1958، وتتمثل اهم أهدافه فيما يلي¹:

- إصدار العملة والاحتفاظ باحتياطي ماليزيا من الذهب والعملات الأجنبية من أجل التحكم في قيمتها؛
- العمل كبنك للحكومة ومستشار مالي لها؛
- تعزيز الاستقرار النقدي والحفاظ على متانة الهيكل المالي لماليزيا؛

¹ Belle Nabila, Op-Cit, p 2.

- التأثير على الوضع الائتماني لصالح الدولة بما يضمن تعزيز النمو الاقتصادي مع استقرار الأسعار والحفاظ على الاستقرار النقدي والمالي، بالإضافة للإشراف على المؤسسات المالية ومؤسسات إيداع الودائع التي تشارك في توفير التمويل والائتمان.

2- هيئة الأوراق المالية الماليزية "SCM"

- تأسست هيئة الأوراق المالية الماليزية "SCM" في 01 مارس 1993 بموجب قانون هيئة الأوراق المالية الصادر في نفس السنة، وهي هيئة قانونية ذات تمويل ذاتي، مكلفة بمهمة تنظيم وتطوير سوق رأس المال الماليزي، بالإضافة إلى مجموعة من المهام من أهمها¹:
- الإشراف على عمليات التداول، المقاصة والإيداع المركزي للأوراق المالية؛
 - المحافظة على سوق الأوراق المالية وسوق مشتقاتها بما يضمن العدالة، الفعالية، الأمان والشفافية، مع العمل على تطوير السوق بشكل منتظم لجعلها قادرة على المنافسة؛
 - وضع القواعد وتطبيق اللوائح المتعلقة بسوق رأس المال، مع ضمان النمو والتنمية المستدامين للسوق، والإشراف على أنشطة سوق رأس المال ومؤسساته ووسطائه المسجلين، بما في ذلك البورصات وغرف المقاصة وجميع الهيئات والأشخاص المرخص لهم بموجب قانون سوق الأوراق المالية لسنة 2007، وتقديم في هذا الشأن تقاريرها إلى وزير المالية، كما يتم تقديم حساباتها إلى البرلمان سنوياً؛
 - إيجاد الحلول لنظام إيكولوجي للتمويل المستدام؛
 - ضمان حسن سير جميع المشاركين في السوق من خلال الإشراف، المراقبة وإنفاذ القوانين؛
 - تشجيع الممارسات التي تدفع نحو حوكمة المشروعات؛
 - التركيز بشكل قوي على المستثمرين والسهر على حمايتهم، مع العمل على رفع مستوياتهم المعرفية في المجال المالي والاستثماري.

3- هيئة لبوان للخدمات المالية الخارجية "LOFSA"

تم إنشاء هيئة لبوان للخدمات المالية الخارجية "LOFSA" من قبل الحكومة الماليزية في عام 1990م كسلطة رقابية على المعاملات المالية الدولية المتعلقة بالخدمات المصرفية، التأمينات وسوق

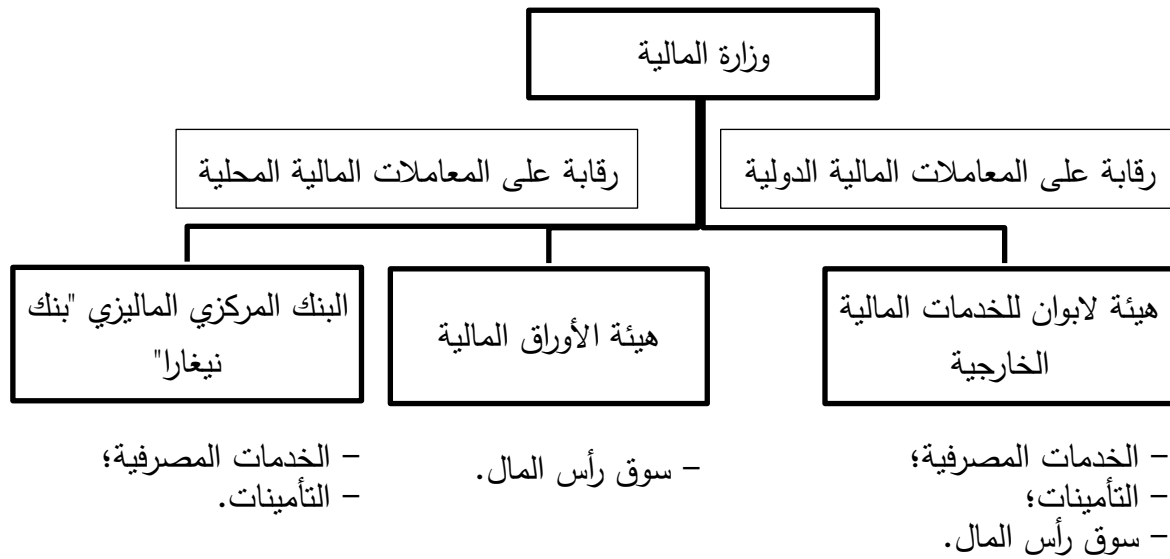
¹ Securities Commission Malaysia, About the SC, available on: <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc>, consulted in: 10/01/2020 at 17:30.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

رأس المال، بهدف تحويل ماليزيا لمركز مالي إقليمي، فمقر هذه الهيئة يقع في إقليم "لبوان" في ماليزيا القريب من العديد من المراكز المالية الآسيوية، وقد أسندت لهذه الهيئة المهام التالية¹:

- وضع الأهداف والسياسات الوطنية وتحديد الأولويات في مجال المعاملات المالية الدولية؛
- تعزيز وتطوير قطاع الأعمال في إقليم لبوان؛
- وضع القوانين المنظمة للمعاملات المالية الدولية والوقوف على تنفيذها؛
- الوقوف على عملية اندماج المشروعات المحلية بالمشروعات الأجنبية.

الشكل رقم (4-5): الهيئات الرقابية الرئيسية على النظام المالي الماليزي



Source : Danial Mah Abdullah, Labuan As an International Offshore Financial Centre, available on: https://aric.adb.org/pdf/labuan_sym.pdf , consulted in: 10/01/2020 at 19:00.

المطلب الثاني: التعريف بسوق الأوراق المالية الماليزية

شملت مخططات إعادة هيكلة الاقتصاد الماليزي النظام المالي بشكل عام، وقد تم العمل في هذا الإطار على خلق سوق للأوراق المالية قادرة على اجتذاب أكبر قدر من الفوائض المالية المحلية والأجنبية، وعليه سوف نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على مختلف أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية مع التطرق لأهم مخططات تطويرها.

¹ Danial Mah Abdullah, Labuan As an International Offshore Financial Centre, available on: https://aric.adb.org/pdf/labuan_sym.pdf , consulted in: 10/01/2020 at 19:00.

أولاً: أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية

تحتضن ماليزيا كغيرها من معظم دول العالم سوقاً للأوراق المالية يتم فيها التعامل على كل فئة من الأدوات المالية المتشابهة في قسم خاص بها داخل السوق، حيث تتشكل سوق الأوراق المالية الماليزية من قسمين رئيسيين هما:

1- سوق الملكية "Equity Market"

هو عبارة عن سوق منظم، إذ تعتبر بورصة ماليزيا _ التي تأسست سنة 1973 بموجب المادة 8 من قانون رأس المال "CSMA" _ المرفق الوحيد لتداول أدوات الملكية في ماليزيا¹، وفي الإطار العام لماليزيا يمثل سوق الملكية، السوق الذي تتوافر فيه المنتجات والخدمات المتعلقة بالملكية، والمتمثلة في الأسهم وصناديق الاستثمار التقليدية كانت أو إسلامية².

أ- سوق الأسهم

يتم فيها تداول أسهم المشروعات المدرجة في بورصة ماليزيا، والتي تنتمي أغلبها إلى قطاعات المنتجات الاستهلاكية، المنتجات الصناعية، البناء، التجارة، الخدمات، التمويل، العقارات، الزراعة والتعدين³، وتتمثل الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية فيما يلي⁴:

- الأسهم العادية؛

- الأسهم الممتازة.

ب- سوق الصناديق الاستثمارية

يتم فيها تداول وحدات صناديق الاستثمار والتي تشمل ما يلي⁵:

- وحدات صناديق تداول الأصول "Exchange Trade Funds ETFs"، وهي عبارة عن حصص

من أصول الصندوق، بحيث تمثل كل وحدة من وحدات الصندوق سلة الأصول (أسهم، سندات، سلع

أساسية) التي استثمار فيها الصندوق؛

¹ Paul Dudek, Application for Designation of Bursa Malaysia Securities Berhad and Bursa Malaysia Bonds Sdn Bhd as a « Designation Offshore Securities Market», available on: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2010/bursamalaysia091010-902b-incoming.pdf> , consulted in: 12/01/2020 at 18:00.

² نصبة مسعودة، مرجع سبق ذكره، ص 241.

³ Sok-Gee Chan, Mohd Zaini Abd Karim, Stock Price Integration in the Malaysian Stock Market, Thammasat Economic Journal, Vol 23, N° 3, Thammasat University, Bangkok, Thailand, 2005, p 126.

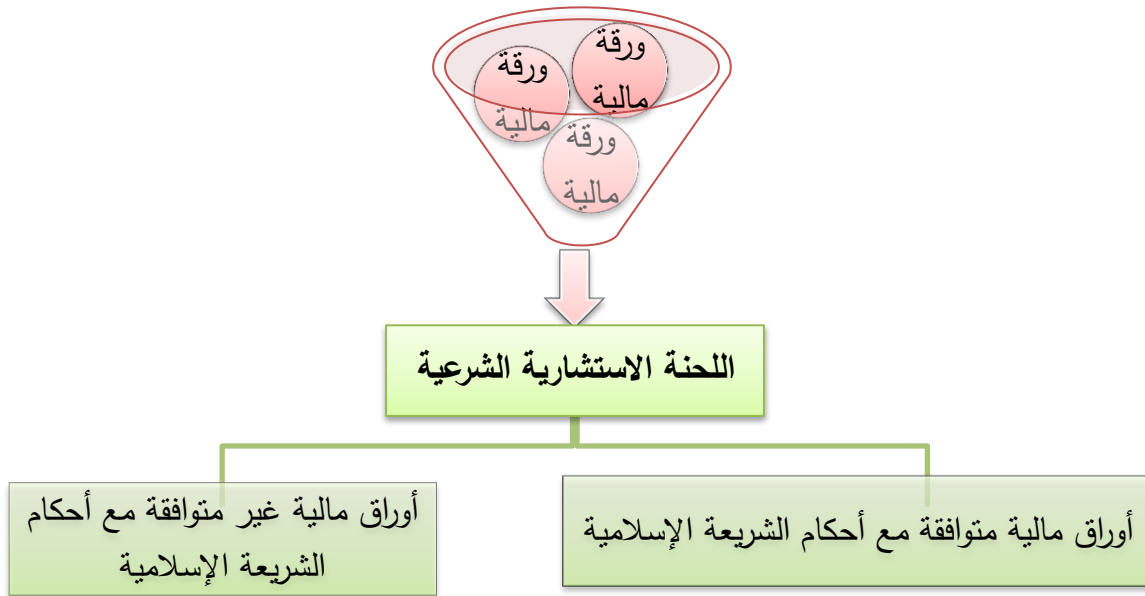
⁴ عبد الناصر براني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً، مجلة الشريعة والاقتصاد، المجلد 05، العدد 10، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2016، ص 347.

⁵ Bursa Malaysia berhad, Securities-Equities- Products, available on:

<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/exchange-traded-funds-etfs/>, consulted in: 01/08/2018 at 18:20;

- وحدات صناديق الاستثمار العقاري "Real Estate Investment Trusts REITs"، وهي عبارة عن حصص من أصول صندوق استثماري، تركز محفظة استثماراته بشكل أساسي على العقارات؛
 - وحدات صناديق الاستثمار المغلقة "Closed-end Fund"، وهي عبارة عن حصص من أصول صندوق استثماري يستثمر في أسهم شركات أخرى؛
 - وحدات صناديق الأعمال التجارية "Business Trus"، وهي عبارة عن حصص من أصول صندوق استثماري يستثمر في مشاريع مختلفة.
- وتماشيا مع تطوير قطاع الخدمات المالية في ماليزيا تبنت هيئة الأوراق المالية النظام المالي المزدوج "تقليدي/إسلامي"، والذي تم اعتماده في البداية في القطاع المصرفي وقطاع التأمينات، مما أفرز سوق للأوراق المالية الإسلامية تلعب فيه "اللجنة الاستشارية الشرعية SAC"* الدور الرئيسي، وذلك من خلال فرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عن بقية الأوراق المالية وفق مجموعة من المعايير الشرعية.

الشكل رقم (4-6): دور اللجنة الاستشارية الشرعية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحث.

* اللجنة الاستشارية الشرعية "SAC" عبارة عن لجنة غير رسمية ذات طابع استشاري، أنشئت في 16 ماي 1996م، وينحصر نطاق اختصاصها في إبداء المشورة في جميع المسائل المتعلقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا.

وعليه فإن سوق الملكية تضم سوق أدوات الملكية الإسلامية والتي تنفرع إلى ما يلي¹:

أ- سوق الأسهم الإسلامية

تمثل هاته السوق الآلية التي يمكن من خلالها التعامل بفئة معينة من الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهي الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (الأسهم الإسلامية)، وقد ضمت هذه السوق 667 سهم إسلامي سنة 2015، بقيمة سوقية تبلغ حوالي 1,1 تريليون رينجيت ماليزي، أي ما يعادل 64,1% من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة.

ب- سوق الصناديق الاستثمارية الإسلامية

تم إطلاق أول صندوق متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا في عام 1993، وتعتبر الصكوك والأسهم الإسلامية المصدر الرئيسي لوحدات الصناديق الاستثمارية الإسلامية، كما يتميز صندوق الاستثمار الإسلامي عن الصندوق التقليدي في وجود لجنة شرعية أو مستشار شرعي لتحديد مدى امتثال الصندوق لمبادئ الشريعة الإسلامية، وقد ضمت هذه السوق 314 صندوق استثماري إسلامي سنة 2015، مما يجعلها الأكبر في العالم من حيث العدد، والثانية من حيث القيمة.

في ماليزيا يتم قيد المشروعات التي تريد التسجيل في البورصة (السوق المنظمة) في إحدى القائمتين التاليتين:

- **السوق الرئيسي "Main Market"**: ويضم المشروعات التي تفي بالشروط العامة للإدراج، حيث يجب عليها إثبات تحقيق الحد الأدنى من الأرباح أو الحد الأدنى من حجم المشروع / رسملة السوق²، وكانت تحتوي هذه السوق قبل 2009 على لوحة رئيسية تقيد فيها المشروعات التي لا يقل رأس مالها عن 60 مليون رينجيت ماليزي، ولوحة ثانوية تقيد فيها المشروعات التي لا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجيت ماليزي³، وفي سنة 2009 تم دمجها في سوق واحدة⁴؛
- **سوق "ACE"**: كانت تعرف هذه السوق سابقا بسوق ميزداك "MESDAQ"، وهي سوق تهدف إلى توفير الأموال اللازمة للمشروعات المتخصصة في مجال التكنولوجيا، والمشروعات ذات فرص النمو المرتفعة ورأس مال المخاطر، وقد أنشئت هذه السوق في مارس 2002 ككيان مستقل عن بورصة ماليزيا، وهذا بعد دراسة مستفيضة لتجارب الأسواق المماثلة في الدول الأخرى، كسوق نازداك

¹ Securities Commission Malaysia, *Islamic Fund and Wealth Management Blueprint*, Op-Cit, p p 8-9.

² Bursa Malaysia berhad, *Main Market*, available on:

https://www.bursamalaysia.com/trade/market/securities_market/main_market, consulted in:12/01/2020 at 18:50

³ نصبة مسعودة مرجع سبق ذكره، ص 243، بتصرف.

⁴ Bursa Malaysia berhad, *corporate history*, available on:

https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_history, consulted in:12/01/2020 at 18:50.

NASDAQ في الولايات المتحدة الأمريكية وسوق جاسداك JASDAQ في اليابان¹، وفي سنة 2009 تم تجديد سوق ميزداك إلى سوق بديلة تعرف باسم سوق "ACE" (الوصول، اليقين والكفاءة (Access, Certainty and Efficiency)².

وافقت هيئة الأوراق المالية سنة 2018 على 5 اكتتابات أولية للسوق الرئيسي "Main Market"، وقد بلغ حجم الأموال المجمعة من هذه الاكتتابات 4,87 مليار رينجيت ماليزي، كما تمت الموافقة على نقل 4 مشروعات مدرجة في سوق الملكية من سوق ACE إلى السوق الرئيسي³.

2- سوق السندات والصكوك

وتنقسم إلى سوق أولية تخضع لرقابة وإشراف هيئة الأوراق المالية الماليزية، وسوق ثانوية غير منظمة تخضع لرقابة وإشراف البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا"، ويتم إدارتها وفق نظام إلكتروني خاص (نظام التحويل الإلكتروني الحقيقي للأموال والأوراق المالية "RENTAS") يسجل فيه كل ما يتعلق بعمليات التداول⁴، ويتم الإبلاغ عن جميع الصفقات المنفذة على المنصة الإلكترونية في بورصة ماليزيا للمعلومات التي تديرها بورصة ماليزيا، وهذا من أجل إضفاء الشفافية وتحسين سيولة وكفاءة السوق⁵. وقد وفرت هذه السوق على مر السنين، مصدرا فعال لتمويل القطاعين العام والخاص، وفرص استثمارية لمختلف أنواع المستثمرين، وانتقلت من سوق ناشئ بلغ حجمه 130 مليار رينجيت ماليزي سنة 1997، لتحقيق نموا كبيرا على مدى العقدين الماضيين وتصل إلى 1,3 تريليون رينجيت ماليزي، وتصبح ثالث أكبر سوق في آسيا (بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) وأكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم⁶.

¹ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 380.

² Bursa Malaysia berhad, corporate history, Op-Cit.

³ Securities Commission Malaysia, Annual Report 2018, Kuala Lumpur, Malaysia, 2019, p 151.

⁴ عبد الناصر براني، بركات سمير، مرجع سبق ذكره، ص 348، بتصرف.

⁵ The World Bank, Financial Sector Assessment Program Malaysia: Bond Market Development-Technical Note, Report No 83279, Washington DC, USA, 2013, p 11.

⁶ Securities Commission Malaysia, Annual Report 2017, Kuala Lumpur, Malaysia, 2018, p 16.

أ- سوق السندات

يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة أو المشروعات الخاصة في ماليزيا، والسندات في هذا السوق تمثل قروضا طويلة الأجل بمدة استحقاق تزيد عن السنة الواحدة¹، وتتمثل السندات المتداولة في بورصة ماليزيا فيما يلي²:

- السندات العادية "Straight Bonds" (السندات الحكومية و / أو سندات المشروعات)؛
- السندات العائمة "Floating-rate notes FRN"؛
- السندات الصفريّة "Zero-Coupon Bond"؛
- السندات متوسطة الأجل "Medium-Term Notes MTN"؛
- السندات القابلة للتحويل "Convertible Bonds"؛
- السندات بأذون التحويل "Bonds with Warrants"؛
- السندات المدعومة بأصول "Asset Backed Securities ABS".

ب- سوق الصكوك الإسلامية

تعد سوق الصكوك قطاعا هاما جدا من قطاعات سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا، يدعم التمويل طويل الأجل المتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية ويساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، إذ تقدم هذه السوق فرصا استثمارية متنوعة لجميع المستثمرين المحليين والأجانب، وفرصا تمويلية للمشروعات المحلية والأجنبية، وتحظى بمجموعة من الحوافز الضريبية، حيث يتمتع مصدرو الصكوك بخصم ضريبي بقيمة المصاريف المتعلقة بالإصدار، وإعفاء من رسوم الطابع، والقدرة على مقايضة حصيلة الإصدار بعملات أجنبية، وهو ما مكنها من زيادة جاذبيتها بالنسبة للجهات المصدرة الغير إسلامية، المحلية منها والدولية³.

يتم هيكلة الصكوك في ماليزيا بناء على مجموعة من المبادئ التي حددها البنك المركزي الماليزي "بنك نيجارا" وهيئة الأوراق المالية الماليزية، وتتمثل هذه المبادئ فيما يلي⁴:

¹ عبد الناصر براني، بركات سمير، مرجع سبق ذكره، ص 347.

² Asian Development Bank, ASEAN+3 Bond Market Guide: Section 7-Malaysia Bond Market Guide, Volume 1, Part 2, Manila, Philippines, 2012, p 7.

³ بولحبال زوبير، تطوير السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2018، ص 216.

⁴ Tom Ghorbani & Hamza Harrami, Religious effects on Malaysian capital markets - A value at risk approach on Islamic and conventional bonds, Bachelor thesis in Economics, Department of Economics Autumn, Stockholm University, Stockholm, Sweden, 2014, p 34.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

- **مبدأ بيع العينة:** والذي يعتمد على بيع الأصل من طرف المصدر للمستثمرين من أجل الحصول على الأموال مباشرة بعد العملية، وبعد ذلك يقوم المصدر بإعادة شراء الأصل من المستثمرين بمبلغ يقل عن مبلغ البيع على أن يكون الدفع مؤجلاً وفق تواريخ محددة مسبقاً؛
- **مبدأ بيع الدين:** والذي يعتمد على عملية بيع الديون، والتي تظهر في الحالة التي يتم فيها إصدار صكوك قابلة للتداول، حيث يشكل "بيع الدين" أساس السوق الثانوية الإسلامية في ماليزيا؛
- **مبدأ البيع بالثمن الآجل:** يسمح هذا المبدأ بهيكل الصكوك على أساس البيع بالتقسيط واستقاء الثمن آجلاً وفق تواريخ محددة مسبقاً، فصكوك البيع بالثمن الآجل تحمل قسائم (كبنونات)؛
- **مبدأ بيع المربحة:** تشارك في العملية الوسيلة ذات الغرض الخاص "SVP" كما تتمثل الأصول في السلع الأساسية، حيث تقوم هذه الأخيرة بشراء الأصل نيابة عن المستثمر، ثم تقوم ببيعها له بعد ذلك بسعر محدد مسبقاً على أن يكون الدفع مؤجلاً؛
- **مبدأ القرض الحسن:** يحظر هذا المبدأ أي تعويض عن إقراض المال، حيث يتم إصدار الصكوك المستندة لهذا المبدأ دون أي فوائد أو كوبونات، كما لا يتم تداول هذه الصكوك في السوق الثانوية، وقد استندت الصكوك الأولى التي أصدرتها الحكومة الماليزية إلى هذا المبدأ؛
- وتتمثل الصكوك الإسلامية المتداولة في بورصة ماليزيا فيما يلي¹:
 - صكوك البيع بالثمن الآجل؛
 - صكوك الإجارة؛
 - صكوك الاستصناع؛
 - صكوك المضاربة؛
 - صكوك المربحة؛
 - صكوك الوكالة بالاستثمار؛
 - صكوك المشاركة.

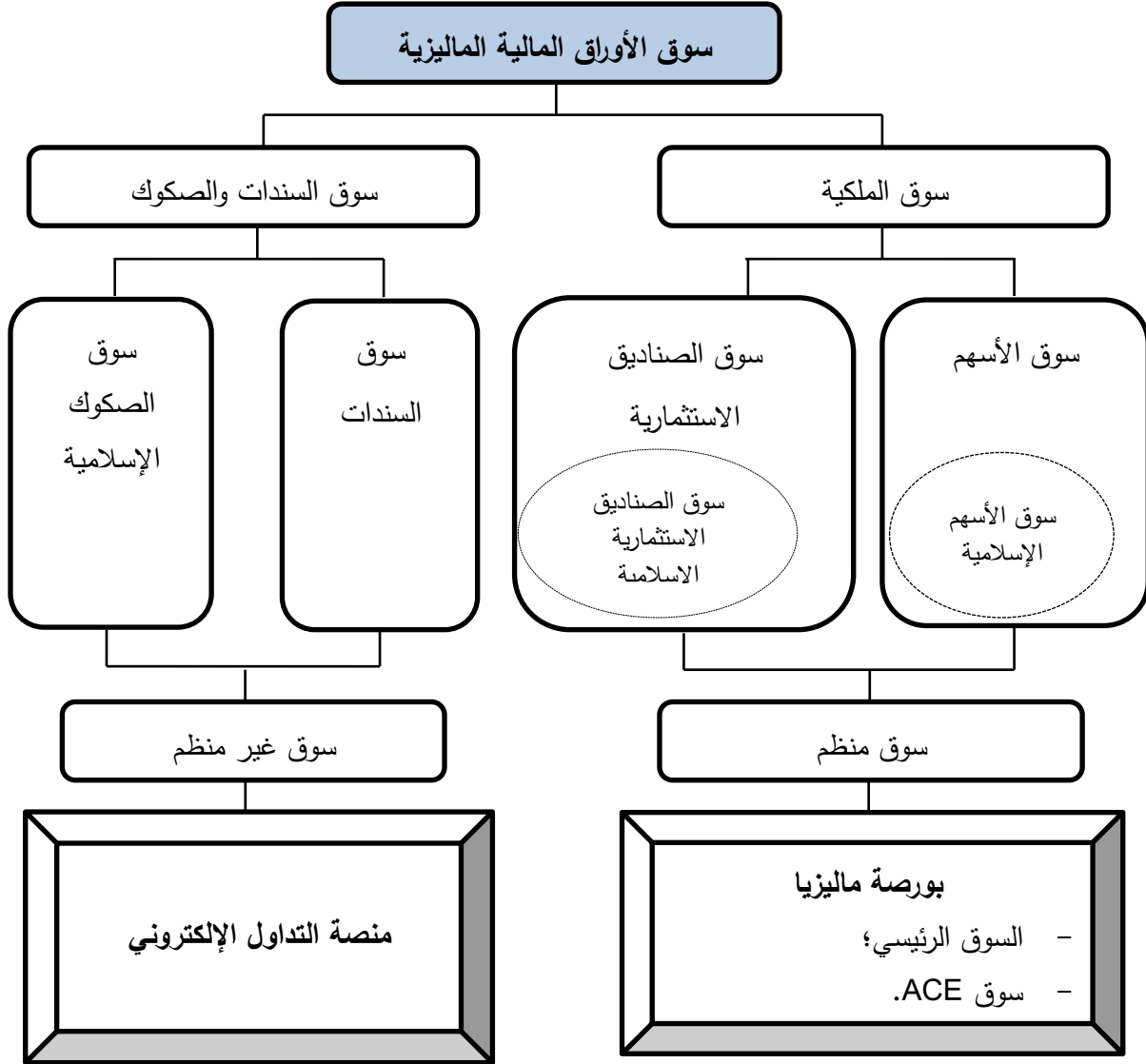
حسب التقرير السنوي لهيئة الأوراق المالية الماليزية لسنة 2017، يبلغ حجم سوق الأوراق المالية الماليزية 2, 3 تريليون رينجيت ماليزي، وهو أكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم، وثالث أكبر سوق للسندات في آسيا، كما تحتوي سوق الأسهم على أكبر عدد من المشروعات المدرجة في

¹ Securities Commission Malaysia, Islamic Fund and Wealth Management Blueprint, Kuala Lumpur, Malaysia, 2017, p7.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

منطقة الآسيان، أضيف إلى ذلك ضم سوق الأوراق المالية الماليزية لصناديق استثمارية إسلامية والتي تعد الأكبر على مستوى العالم¹.

الشكل رقم (4-7): أقسام سوق الأوراق المالية في ماليزيا



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات الواردة سابقاً.

ثانياً: مخططات تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية

أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية سنة 2001 المخطط الأول لتوجيه تطور سوق رأس المال "Capital Market Master Plan CMP1" خلال الفترة 2001-2010، والذي يتضمن مخطط إصلاح منظم وشامل يسعى إلى إنشاء أسواق جديدة مع تعزيز الأسواق القائمة، وذلك بهدف خلق أسواق رأس مال محلية تكون قادرة على المنافسة الدولية، وتلبي احتياجات طالبي التمويل والمستثمرين المحليين، وتحقيق النمو الاقتصادي على المدى الطويل، بما يتماشى مع خطط التنمية

¹ Securities Commission Malaysia, Annual Report 2017, Op-Cit., p 11.

الوطنية في ماليزيا¹، كما أصدرت في سنة 2011 المخطط الثاني لتطوير سوق رأس المال "CMP2" خلال الفترة (2011-2020) تحت عنوان "النمو مع الحوكمة"، والذي يحدد الاتجاه الاستراتيجي في الإصلاح الهيكلي وتطوير السوق، كما يهدف إلى إنشاء ثقافة قوية للحوكمة في جميع أقسام السوق².

1- المخطط الاول لتطوير سوق رأس المال "CMP1" (2001-2010)

بشكل عام، تمثل رغبة ماليزيا في تنويع وتعزيز القدرة التنافسية لقطاعها المالي مع الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا 1997-1998 التي أضعفت العديد من المؤسسات المالية، من العوامل المساهمة في دفع ماليزيا نحو تطوير أسواقها المالية، أما على وجه الخصوص، فهناك عاملان كانا الدافع وراء قرار صياغة مشروع CMP1 يتمثلان فيما يلي³:

- عامل محلي، يتمثل في تخفيض درجة اعتماد الاقتصاد على الوساطة المصرفية من أجل الحصول على التمويل طويل الأجل، وتحويل ذلك نحو أسواق رأس المال؛
- عامل أجنبي، يتمثل في تحسين القدرة التنافسية للقطاع المالي المحلي تحسبا لمزيد من التحرير المالي.

وقد حدد هذا المخطط ستة أهداف رئيسية، تركز الخمسة الأولى منها على الركائز الأساسية لسوق رأس المال، والمتمثلة في طالبوا التمويل أو المصدرون، عارضوا التمويل أو المستثمرون، مؤسسات السوق، الوسطاء، وأخيرا الإطار التنظيمي، كما يركز الهدف السادس على سوق رأس المال الإسلامي الذي تمتلك فيه ماليزيا ميزة نسبية، حيث تم تقييمه على أنه مجال تحوز فيه ماليزيا فرصة كبيرة لتبوء مكانة دولية رائدة، وتتمثل هذه الأهداف فيما يلي⁴:

- جعل سوق رأس المال الوجهة المفضلة للمشروعات الماليزية لجمع الأموال؛
- خلق صناعة فعالة لإدارة الاستثمار وبيئة مواتية للمستثمرين؛
- تعزيز القدرة التنافسية لسوق رأس المال مع تحسين كفاءة مؤسساته؛
- تطوير بيئة قوية وتنافسية لخدمات الوساطة المالية؛
- ضمان وجود آلية تنظيمية أقوى وأنجع تيسير؛

¹ Ali Albada, Othman Yong, IPO Research in Malaysia: A Review of Under-Pricing Phenomenon, The International Journal of Banking and Finance, Vol 13, N° 1, Northern University of Malaysia, Malaysia, 2017, p 112.

² The World Bank, Financial Sector Assessment Program Malaysia: IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation-Detailed Assessment of Implementation, Report No 79214, Washington DC, USA, 2013, p 9.

³ Jim Woodsome, Malaysia's Capital Market Masterplan, 2001-2010: A Case Study, working paper, 2016, p 4, available on: <https://milkeninstitute.org/sites/default/files/reports-pdf/Malaysia-Case-Study-FORMATTED.pdf> , consulted in: 17/01/2020 at 20:00.

⁴ Securities Commission Malaysia, Capital Market Masterplan Malaysia, Kuala Lumpur, Malaysia, 2001, p 13.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

الكبيرة والمشروعات المرتبطة بالحكومة، وهو ما خلق تحديات للمشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تمثل محركات محتملة للتحديث الاقتصادي¹.

ركز CMP2 على معالجة نقاط الضعف الهيكلية وتعزيز كفاءة سوق رأس المال، من أجل خلق بيئة وساطة أكثر تنوعا وابتكارا مع فرص نمو جديدة، وفي سبيل تحقيق هذا الامر تم تحديد مجموعة من الأهداف الرئيسية على النحو التالي²:

- زيادة قدرة وكفاءة سوق رأس المال في تمويل الاستثمار من أجل تحقيق النمو الاقتصادي؛
- معالجة الاختلالات الهيكلية بين مدخرات القطاع الخاص والاستثمار؛
- تعميق سيولة السوق الثانوية؛
- خلق فرص نمو جديدة؛
- تعزيز البنية التحتية للمعلومات.

وقد قدم CMP2 الذي تمت صياغته تحت عنوان "النمو مع الحوكمة"، مجموعة واسعة من الاستراتيجيات من أجل تجسيد هذه الاهداف وفق ما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-11): استراتيجيات المخطط الثاني لتطوير سوق رأس المال الماليزي "CMP2"

النمو	الحوكمة
تعزيز تكوين رأس المال	تعزيز أدوات إدارة المخاطر وتنظيم العمل بها
توسيع كفاءة ونطاق الوساطة المالية	توسيع حجم المسؤوليات كلما اتسع نطاق الوساطة
تعميق سيولة السوق	خلق إطار تنظيمي قوي يواكب السوق المتغير
تسهيل عملية الإدراج	الرقابة الفعالة للمخاطر
تعزيز البنية التحتية للمعلومات	تعزيز حوكمة المشروعات

Source : Securities Commission Malaysia, **Capital Market Masterplan Malaysia 2**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2011, p 17.

تمت صياغة مخططات تطوير سوق رأس المال بناء على أهداف التنمية الاقتصادية في ماليزيا، وفق ما هو مخطط في رؤية 2020 للبلاد، حيث أجمع صناع السياسة الماليزيين على أن الغرض من القطاع المالي هو أن يكون عامل تمكين للنمو الاقتصادي، أي أن تنمية سوق رأس المال تهدف إلى دعم نمو الاقتصاد الحقيقي للبلاد³.

¹ The World Bank, Financial Sector Assessment Program Malaysia: Bond Market Development-Technical Note, Op-Cit, p 4.

² Securities Commission Malaysia, Capital Market Masterplan Malaysia 2, Op-Cit, p 12.

³ Jim Woodsome, Op-Cit, p 5.

الشكل رقم (4-8): مخططات تطوير سوق رأس المال ضمن المخططات الاستراتيجية للتنمية

الاقتصادية في ماليزيا



Source : Jim Woodsome, **Malaysia's Capital Market Masterplan**, 2001-2010: A Case Study, working paper, 2016, p 6, available on:

<https://milkeninstitute.org/sites/default/files/reports-pdf/Malaysia-Case-Study-FORMATTED.pdf> , consulted in: 17/01/2020 at 20:00.

المطلب الثالث: تطور أداء سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2018-2000)

تعمل سوق الأوراق المالية من خلال سوقها الأولية على توفير آلية للمشروعات من أجل جمع التمويل اللازم لتمويل استثماراتها، كما تعمل من خلال سوقها الثانوية على توفير السيولة لحاملي الأوراق المالية وإتاحة فرصة تحويلها إلى نقد بأسرع وقت وبأقل تكلفة، وعليه سوف نحاول من

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

خلال هذا المطلب تقييم أداء سوق الأوراق المالية الماليزية من خلال التطرق لتطور أداء سوقها الأولية والثانوية.

أولاً: تطور أداء السوق الأولية

تعتبر أسواق الأوراق المالية همزة وصل بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، حيث تقوم المشروعات التي لديها عجز تمويلي بعرض أوراقها المالية للاكتتاب على أصحاب الفوائض المالية في السوق الأولية، مما يترتب عليه في النهاية تمويل الأنشطة الاقتصادية، ويبين لنا الجدول رقم (4-3) حجم الأموال المجمعة من سوق الأوراق المالية الماليزية والمستخدمه في تمويل الاقتصاد الحقيقي خلال العقدين الماضيين.

الجدول رقم (4-12): تطور حجم تمويل سوق الأوراق المالية للاقتصاد الحقيقي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2018).

السنة	الأموال المجمعة من سوق الأوراق المالية (مليار رينجيت ماليزي)	السنة	الأموال المجمعة من سوق الأوراق المالية (مليار رينجيت ماليزي)
2000	38,68	2009	103,47
2001	36,82	2010	82,72
2002	23,04	2011	85,04
2003	54,11	2012	135,72
2004	39,47	2013	86,96
2005	40,57	2014	87,32
2006	31,24	2015	104,22
2007	50,90	2016	74,02
2008	54,57	2017	128,08
/	/	2018	99,53

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك "نيجارا" من سنة 2000 إلى 2018. نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-12) تقارب حجم الأموال المجمعة من سوق الأوراق المالية خلال الفترة (2008-2000)، حيث بلغ متوسط حجم الأموال المجمعة 41 مليار رينجيت ماليزي خلال هذه الفترة، بأدنى قيمة قاربت 23 مليار رينجيت ماليزي سنة 2002 وبأعلى قيمة بـ 54 مليار رينجيت خلال سنتي 2003 و2008، وفي سنة 2009 حقق حجم الأموال المجمعة قفزة نوعية حيث تضاعف هذا

المبلغ ليصل إلى أكثر من 100 مليار رينجيت، كما بلغ متوسط حجم الاموال المجمعة خلال الفترة (2009-2018) أكثر من 98 مليار رينجيت ماليزي، وهو أكثر من ضعف الفترة السابقة.

وتشير هذه الارقام إلى نجاعة المخطط الاول لتطوير سوق رأس المال على مستوى السوق الاولى، فبعد ثمانية سنوات من تطبيقه بدأ يؤتي ثماره، حيث تضاعف حجم الاموال المجمعة من السوق الاولى سنة 2009، وقد حدث هذا نتيجة استهداف CMP1 لاستقطاب الفوائض المالية الأجنبية من خلال تحرير سوق رأس المال وإنشاء مركز لبوان لمعاملات المالية الدولية، بالإضافة إلى استهداف الفوائض المالية التي يسعى أصحابها لتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال إدراج الصكوك الإسلامية ضمن الادوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وكذلك من خلال تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، كما أن الارتفاع المتذبذب لحجم الاموال المجمعة خلال الفترة الثانية يعكس نوعا ما الهدف الأسمى لمخطط CMP2 والمتمثل في تحقيق النمو مع الحوكمة، كما يدفعنا نحو الاعتقاد في ان السوق يكون قد استنفذ استغلال جميع فرص التمويل المتاحة، إي أنه استقطب جل الفوائض المالية التي يسعى أصحابها لتوظيفها.

ثانيا: تطور أداء السوق الثانوية

تمنح السوق الثانوية فرصة لحملة الاوراق المالية من أجل تسهيلها وهو ما يشجعهم على توظيف مدخراتهم في السوق الاولى، كما تتيح السوق الثانوية عملية التسعير المستمر للمشروعات المدرجة في السوق، وهو ما يعطي صورة عن أدائها بما يمنح المشروعات الناجحة فرصة لإعادة التمويل، كما يعبر عن أداء السوق ككل ويبرز دورها في استقطاب المستثمرين.

1- تطور حجم سوق الاوراق المالية

يبرز هذا المؤشر دور سوق الاوراق المالية في استقطاب أكبر قسم من المستثمرين، ونعني هنا أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي، كما نعني أيضا أكبر قسم من حيث العدد والحجم، وهو ما يعني بشكل عام مدى مساهمة سوق الاوراق المالية في تمويل الأنشطة الاقتصادية لتساهم في النهاية في تحقيق النمو الاقتصادي.

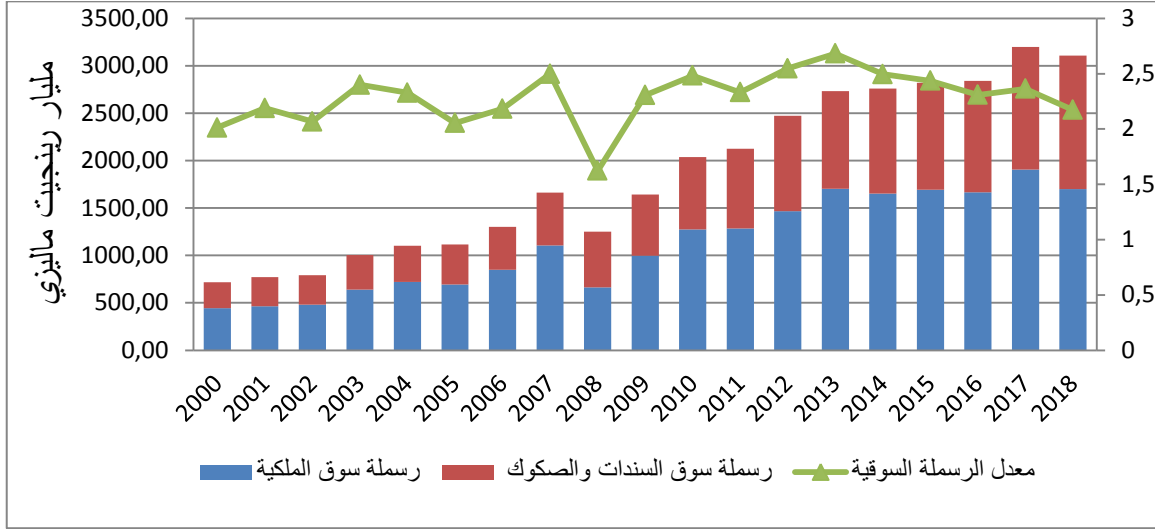
أ- تطور رسملة سوق الاوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية الماليزية وفق معيار طبيعة الادوات المالية المتداولة فيها إلى قسمين رئيسيين، يضم القسم الاول أدوات الملكية والمتمثلة في أسهم المشروعات ووحدات الصناديق الاستثمارية، أما القسم الثاني فيضم كلا من السندات والصكوك التي تمثل صنف السندات المتوافقة

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

مع أحكام الشريعة الإسلامية وهذا وفق وجهة نظر القائمين على السوق، ويبين لنا الشكل (4-9) معدل الرسملة السوقية إضافة للقيمة السوقية لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق خلال الفترة (2000-2018).

الشكل رقم (4-9): تطور رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- بيانات الجدول (4-8)

- Securities Commission Malaysia, **Annual Report**, (2007, p 6-51), (2009, p 6-53), (2010, p 2-4), (2011, p 6-55), (2012, p 1-9), (2012, p 5-7), (2013, p 18) (2013, p 135), (2015, p 171), (2017, p 158), (2017, p 159), (2018, p 164), (2018, p 165);
- Securities Commission Malaysia, **Capital Market Masterplan 2**, (2011, p 47);
- Bank Negara Malaysia and Securities Commission Malaysia, **Malaysian debt securities and sukuk market A Guide for Issuers and Investors**, (2009, p 6);
- Bursa Malaysia berhad, **Annual Report**, (2005, p 40)

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-9) انخفاض رسملة السوق سنة 2008 عن رسملة السنة السابقة لها، وبالأخص سوق الملكية التي انخفضت رسملتها بما يقارب 442 مليار رينجيت ماليزي فيما واصلت سوق السندات والصكوك الارتفاع بشكل طفيف خلال هذه السنة، حيث نلاحظ بوضوح من خلال الشكل انخفاض حجم سوق الأوراق المالية الماليزية في سنة الأزمة ثم سرعان ما عاد السوق للتعافي بعد ذلك، فيما عدا هذا، نلاحظ أن النمو المستمر كان صفة ملازمة لرسملة سوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة الدراسة، كما أن هذا النمو كان بشكل متسارع أكثر خلال النصف الثاني من فترة الدراسة، وقد بلغ متوسط رسملة السوق خلال العقد الاول من الدراسة 1218,25 مليار رينجيت ماليزي، ليتضاعف خلال العقد الثاني بـ 2,26 مرة ويصل لأكثر من 2757,13 مليار رينجيت ماليزي.

تشير هذه الأرقام لتأثر سوق الأوراق المالية الماليزية بأحداث الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ويعكس هذا مستوى تحرير السوق وانفتاحها على الأسواق المالية العالمية، وبما أننا قد لاحظنا (في المبحث الأول من هذا الفصل) تأثير النمو الاقتصادي في ماليزيا بهذه الازمة بعد مرور سنة واحدة، فإننا نستنتج أن تأثير الازمة انساب إلى سوق الأوراق المالية الماليزية نتيجة الانفتاح، ثم انساب هذا التأثير بعد ذلك بسنة واحدة على النمو الاقتصادي في هذا البلد، وهو ما يعزز من صحة فرضية تأثير رسملة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال فترة الدراسة، أما بالنسبة للنمو المستمر لقيمة هذا المؤشر خلال باقي الفترة، فإنه يعكس استجابة سوق الأوراق المالية في ماليزيا لمخططات التطوير، وتحسن أدائها خلال فترة الدراسة.

بالنسبة لمعدل الرسملة السوقية_والذي يتم احتسابه بقسمة رسملة سوق الأوراق المالية على حجم الناتج المحلي الإجمالي_ نلاحظ الثبات التقريبي لقيمتها طيلة فترة الدراسة، حيث كان في حدود 2% إلى 2.5%، وهو ما يعني تحرك رسملة سوق الأوراق المالية مع حجم الناتج المحلي الإجمالي في نفس الاتجاه وبنفس القيمة تقريبا طول فترة الدراسة، أي أن ارتفاع حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية الماليزية قد أدى إلى زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي وانخفاض حجم هذا الاستثمار قد أدى إلى انخفاض حجم الناتج، وهو ما يعزز من صحة فرضية وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا.

ب- تطور عدد المشروعات المدرجة في سوق الأوراق المالية

يعبر مؤشر عدد المشروعات المدرجة في السوق عن مدى اتساع سوق الأوراق المالية وقدرتها على استقطاب أكبر عدد من المشروعات الباحثة عن التمويل، وهو ما يوفر أكبر عدد من الفرص الاستثمارية لأصحاب الفوائض المالية ويتيح لهم فرصة المفاضلة بين مجموعة لا بأس بها من البدائل الاستثمارية ويساعد في انتشار ثقافة الاستثمار داخل حدود الدولة.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-13) ارتفاع عدد المشروعات المدرجة في السوق بشكل عام، فحسب بيانات البنك الدولي نجد أن هذه القيم تضاهي نظيراتها في الأسواق المالية المتطورة كسوقي فرنسا وألمانيا اللتان نجد فيهما أن متوسط قيمة هذا المؤشر يقارب 672 و 649 مشروع على التوالي، مقابل 926 مشروع كمتوسط في ماليزيا، وقد وصلت قيمة هذا المؤشر إلى ذروتها سنة 2006 بمجموع 1029 مشروع مدرج في السوق لتشهد انخفاضا مستمرا حتى سنة 2015، ويرجع سبب ذلك إلى عاملين رئيسيين، يتمثل أولهما في أحداث الأزمة المالية العالمية 2008 التي مست سوق الملكية

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

بشكل خاص، أما العامل الثاني فيتمثل في التعديلات التي مست هيكل سوق الأوراق المالية في ماليزيا سنة 2009، والتي ألغت نظام الإدراج في اللوحتين (رئيسية تضم المشروعات التي يزيد رأسمالها عن 60 مليون رينجيت وثنائية تضم المشروعات التي يزيد رأسمالها عن 40 مليون رينجيت) واستبدلتها بسوق رئيسية واحدة، وهو ما دفع ببعض المشروعات نحو الخروج من السوق.

الجدول رقم (4-13): تطور عدد المشروعات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018).

السنة	عدد المشروعات المدرجة في السوق	السنة	عدد المشروعات المدرجة في السوق
2000	795	2010	961
2001	812	2011	946
2002	865	2012	923
2003	906	2013	911
2004	963	2014	906
2005	1021	2015	903
2006	1029	2016	904
2007	991	2017	905
2008	980	2018	915
2009	959	/	/

Source: Prepared by the researcher on the basis of the data available on:

- Securities Commission Malaysia, Annual Report, (2007, p 6-51), (2009, p 6-53), (2011, p 6-55), (2013, p 135), (2015, p 171), (2017, p 158), (2018, p 164);
- Bursa Malaysia berhad, Annual Report, (2005, p 40);
- Bursa Malaysia berhad, The Islamic Capital Market, (2005, p 9).

2- تطور سيولة سوق الأوراق المالية

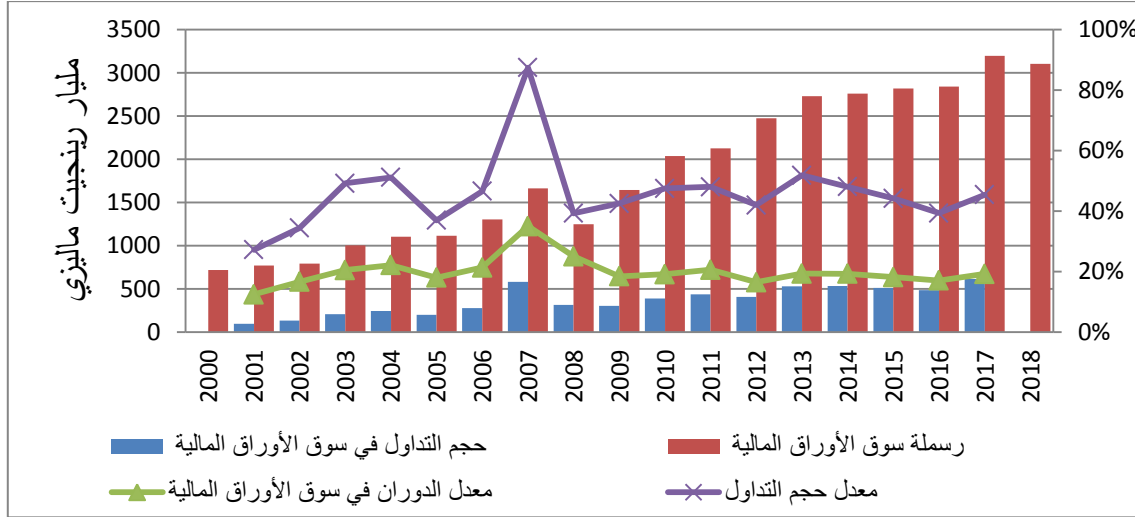
تتمثل سيولة سوق الأوراق المالية في قدرة المستثمرين على بيع أوراقهم المالية في وقت قصير ومن دون التعرض لخسائر مالية معتبرة، ويمكننا أخذ نظرة سريعة عنها من خلال النظر للنطاق السعري لشراء وبيع الأوراق المالية المعروض من قبل ماسكوا السوق، والذي يضيق كلما زادت سيولة السوق ويتسع كلما انخفضت هذه السيولة.

أما أهم المؤشرات المستخدمة في معرفة مدى سيولة سوق الأوراق المالية فيتمثلان في حجم التداول ومعدل الدوران في سوق الأوراق المالية، حيث يبرز هاذين المؤشرين قدرة السوق على اقناع المستثمرين بسهولة الدخول والخروج منه وقت ما شاءوا وبأقل التكاليف، وهو ما يساعد في زيادة عدد المستثمرين

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

ويساهم في الرفع من مستوى نشاط السوق، ويبين لنا الشكل (4-10) قيم هاذين المؤشرين خلال الفترة (2000-2018).

الشكل رقم (4-10): تطور سيولة سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- بيانات الجدولين (4-8) و (4-9)؛
- Bursa Malaysia berhad, **Annual Report**, (2005, p 8), (2007, p 29), (2012, p 13), (2017, p 50).

أ- تطور حجم التداول في سوق الأوراق المالية

يبرز هذا المؤشر حجم الأوراق المالية التي تم تداولها خلال السنة الواحدة، ليكمل بذلك مؤشر الرسملة السوقية ويعطينا نظرة أكثر وضوحاً عن مدى تطور سوق الأوراق المالية الماليزية، وقدرتها على استقطاب المزيد من أصحاب الفوائض المالية وذلك بإقناعهم بسلسلة الدخول والخروج من السوق.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-10) ارتفاع حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية بشكل مستمر خلال الفترة (2000-2007) ويصل في نهايتها إلى ما يزيد عن 582 مليار رينجيت ماليزي، ليتجه بعد ذلك نحو الانخفاض وهذا نتيجة أحداث الأزمة المالية العالمية 2008 والذعر المالي الذي أصاب المستثمرين آنذاك، وقد باشر هذا المؤشر الارتفاع بعد ذلك حتى سنة 2011 ويصل إلى 438 مليار رينجيت ماليزي تقريباً، ثم عاد للانخفاض سنة 2012 والتي تم فيها تحيين معايير فرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وذلك بالاتجاه نحو تشديدها، وتميزت الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى 2018 بالثبات النسبي لقيمة حجم التداول وهو ما يعكس استقرار السوق خلال هذه الفترة.

بالنسبة لمعدل حجم التداول _الذي يتم احتسابه بقسمة حجم التداول في سوق الأوراق المالية على حجم الناتج المحلي الإجمالي_ نلاحظ من خلال الشكل رقم (4-10) وجود تذبذب في قيمته خلال الفترة الأولى من الدراسة، فعلى سبيل المثال بلغ سنة 2007 ما يقارب 90% بعد أن كان في حدود 50% سنة 2006 وهو ما يعني أن التغير في حجم التداول لم يتناسب مع التغير في حجم الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه الفترة، أما في الفترة الثانية من الدراسة فنلاحظ الثبات التقريبي لمعدل حجم التداول أين كان في حدود 50%، وهو ما يعني أن التغير في حجم التداول كان متناسبا مع التغير في حجم الناتج المحلي الإجمالي في هذه الفترة، وهذا يعني على العموم، تأثير حجم التداول على معدل النمو الاقتصادي في ماليزيا في فترات مع عدم تأثيره عليه في فترات أخرى.

ب- تطور معدل الدوران في سوق الأوراق المالية

تبرز أهمية هذا المؤشر في أسواق الأوراق المالية صغيرة الحجم والتي يكون فيها معدل حجم التداول منخفضا بالضرورة، وهو ما يوجب النظر في مؤشر معدل الدوران حتى يتسنى لنا التعرف على مدى سلاسة الدخول والخروج من السوق.

نلاحظ من خلال الشكل (4-10) توافق معدل الدوران مع معدل حجم التداول، وتعد سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق الناشئة التي لا هي بالصغيرة ولا هي بالكبيرة، ويتضح لنا جليا من خلال الشكل أن قيمة هذا المؤشر تقع في الغالب ضمن نطاق [15%-20%] خلال فترة الدراسة، أي أنه يتم تداول من 15 إلى 20% من الأوراق المالية المدرجة في السوق خلال السنة، وهي قيمة منخفضة نسبيا مقارنة ببعض أسواق الأوراق المالية المتطورة، حيث تظهر لنا بيانات البنك الدولي أن هذه القيمة تقع ضمن نطاق [90%-120%] في اليابان و[80%-140%] في ألمانيا خلال نفس الفترة، ورغم أن معدل حجم التداول أظهر لنا تمتع سوق الأوراق المالية الماليزية بدرجة عالية من السيولة، إلا أن معدل الدوران يبين لنا عكس ذلك، فحجم التداول كبير مقارنة بحجم الاقتصاد، ولكنه صغير مقارنة بحجم سوق الأوراق المالية، وعليه، فإن الاستنتاج الذي يتبادر إلى أذهاننا من هذا التضارب، هو عدم تناسب حجم سوق الأوراق المالية مع حجم الاقتصاد الحقيقي، وأن تطور هذه السوق سار بوتيرة أسرع من تطور الاقتصاد الحقيقي.

3- تطور درجة تمركز سوق الأوراق المالية

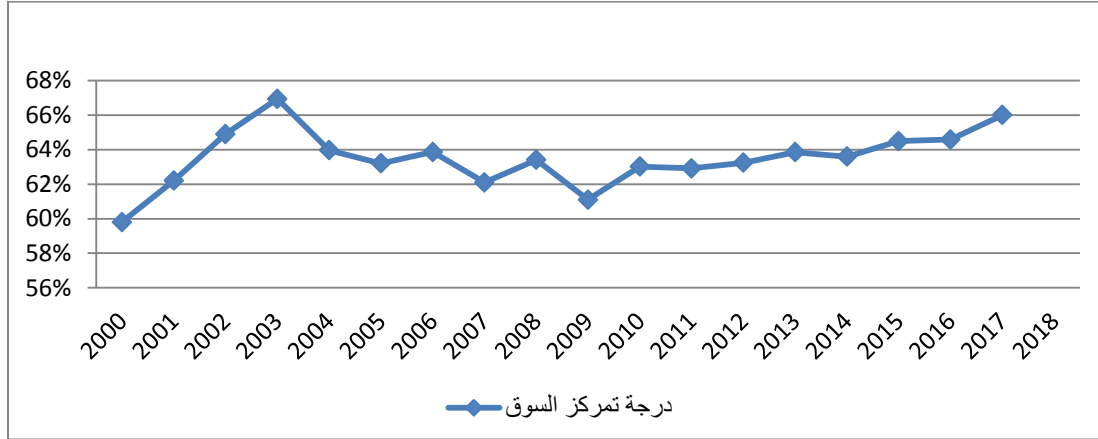
يعبر مؤشر درجة تمركز السوق عن مدى سيطرة المشروعات الكبيرة على السوق، فالأسواق ذات القيمة المرتفعة لهذا المؤشر تفتقر إلى التنوع، ويسيطر عليها عدد قليل من المشروعات، وفي هذه الحالة

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

يصبح مؤشر عدد المشروعات لا معنى له، لأن أغلب هذه المشروعات المدرجة في السوق لا تشارك فيه إلا من الناحية الشكلية فقط.

الشكل رقم (4-11): تطور درجة تمركز سوق الأوراق المالية الماليزية

خلال الفترة (2000-2018)



Source: The Global Economy, **Malaysia: Stock Market Access For Smaller Firms**, available on:

https://www.theglobaleconomy.com/Malaysia/stock_market_access_small_firms/, consulted in: 28/01/2020 at 15:00.

نلاحظ من خلال الشكل (4-11) أن أكبر عشرة مشروعات في ماليزيا قد سيطرت على 60 إلى 65% من السوق خلال فترة الدراسة، وهي قيمة مقبولة إلى حد بعيد وتعكس اتسام سوق الأوراق المالية الماليزية بالتنوع، حيث تظهر لنا بيانات موقع "The Global Economy" أن قيمة هذا المؤشر خلال نفس الفترة تقع ضمن نطاق [55%-60%] في ألمانيا، والتي تعد من أعرق الدول الحاضنة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (1981-2018)

قمنا فيما سبق من هذا الفصل بتحليل أداء سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال العقدين الماضيين، وحاولنا استكشاف أثر أداء السوق على النمو باستخدام الجداول والأشكال البيانية، غير أن هذا يبقى غير كاف ويحتاج إلى دراسة قياسية تثبت وجود تأثير لأداء السوق على النمو وتكشف العلاقة التوازنية بين المتغيرين في الأجل الطويل.

المطلب الأول: التعريفات الإجرائية والمنهجية المستخدمة

ترتكز كل الدراسات القياسية على منهجية محددة من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة، وعليه، سنعمل من خلال هذا المطلب على التعريف بالمتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة مع

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

التطرق للمنهجية القياسية المستخدمة في دراسة أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا.

أولاً: التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

من أجل تقدير النموذج المعتمد في هذه الدراسة تم استخدام بيانات سنوية خلال الفترة (1981-2018)، والتي تم استقاؤها من قاعدة بيانات البنك الدولي، حيث وجدنا أن هذه البيانات المتوفرة على شكل مؤشرات جاهزة للاستخدام، تتطابق إلى حد بعيد مع المؤشرات التي قمنا بحسابها باستخدام البيانات الخام لهيئة الأوراق المالية، البنك الدولي ووزارة الإحصاء في ماليزيا خلال الفترة المستخدمة في الدراسة التحليلية التي سبقت هذا المبحث.

وبناء على الدراسات السابقة قمنا باختيار مؤشرين للتعبير عن أداء سوق الأوراق المالية، أحدهما يعبر عن حجم سوق الأوراق المالية في ماليزيا، والآخر يعبر عن سيولة السوق، كما اخترنا مؤشر واحد للتعبير عن النمو الاقتصادي في هذا البلد، وتتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

1- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي

اعتمدت العديد من الدراسات السابقة على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للتعبير عن معدل النمو الاقتصادي، حيث يمثل الناتج المحلي الإجمالي القيمة السوقية بأسعار المشتريين لجميع المخرجات النهائية للسلع والخدمات المنتجة في ماليزيا خلال سنة واحدة، وقد اعتمدنا قيمة هذا المؤشر المحسوب بالأسعار الثابتة لتلافي أثر التضخم.

2- معدل الرسملة السوقية

يتم حساب هذا المؤشر من خلال قسمة حجم سوق الأوراق المالية على حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا، فهو يقيس حجم السوق إلى الاقتصاد، حيث يمثل حجم سوق الأوراق المالية متوسط الأسعار السوقية خلال سنة واحدة لجميع الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية.

3- معدل حجم التداول

يتم حساب هذا المؤشر من خلال قسمة حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق على حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا، فهو يقيس مستوى سيولة السوق في الاقتصاد، حيث يمثل حجم التداول مجموع الأوراق المالية المتداولة بأسعار تداولها في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال السنة.

الجدول رقم (4-14): ترميز المتغيرات المستخدمة في الدراسة

الرمز	اسم المتغير
GDP	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا
IMC	معدل رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية
ITV	معدل حجم التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية

المصدر: من إعداد الباحث

ثانيا: المنهجية القياسية المستخدمة

تم الاعتماد في تحليل العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة على منهجية "Granger" التي تعتمد على السلاسل الزمنية المستقرة من أجل تحديد اتجاه العلاقة السببية في الأجل القصير، كما تم الاعتماد على المنهجية المطورة لـ "تودا-يياماموتو Toda-Yamamoto" التي تعتمد على السلاسل الزمنية الأصلية من أجل تحديد اتجاه العلاقة السببية في الأجل الطويل، حيث تهدف هذه العملية إلى تحديد المتغير التابع أو المتأثر من المتغيرات المستقلة أو المؤثرة.

ومن أجل تنفيذ اختبار غرانجر تم القيام بتحديد عدد درجات الإبطاء للسلاسل المستقرة باستخدام نموذج الـ VAR ثم القيام بإجراء اختبار السببية لـ غرانجر بعدد درجات الإبطاء المحددة، حيث يعمل هذا الاختبار على تحديد السببية واتجاهها بين كل متغيرين على حدى بحيث لا يكون لدينا متغير تابع وآخر مستقل.

وتكتب المعادلة الإحصائية لهذا الاختبار وفق ما يلي¹:

$$d(Y_t) = \sum_{i=1}^k \alpha_i d(Y_{t-i}) + \sum_{j=0}^k \beta_j d(X_{t-j}) + U_t \dots\dots\dots(4-1)$$

$$d(X_t) = \sum_{i=1}^k \lambda_i d(X_{t-i}) + \sum_{j=0}^k \delta_j d(y_{t-j}) + V_t \dots\dots\dots(4-2)$$

حيث k تمثل عدد درجات الإبطاء في نموذج الـ VAR، و d يمثل الفرق الأول للمتغيرات.

أما من أجل تنفيذ اختبار تودا-يياماموتو فقد تم القيام بتحديد عدد درجات الإبطاء للسلاسل الأصلية باستخدام نموذج الـ VAR ثم القيام بتقدير نموذج الـ VAR وفق أسلوب تودا-يياماموتو وذلك بإضافة أعلى رتبة استقرار للسلاسل الزمنية لدرجات الإبطاء المحددة، وبعد إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية حول صحة النموذج، تم القيام بإجراء اختبار السببية وفق أسلوب تودا-يياماموتو.

¹ Min B. Shrestha, Guna R. Bhatta, Selecting appropriate methodological framework for time series data analysis, KeAi publishing: The Journal of Finance and Data Science, Vol 4, N° 2, Beijing, China, 2018, p 79.

وتكتب المعادلة الإحصائية لهذا الاختبار وفق ما يلي¹:

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{k+d_{max}} \beta_j X_{t-j} + U_t \dots\dots\dots(4-3)$$

$$X_t = \lambda_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \lambda_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^{k+d_{max}} \delta_j Y_{t-j} + V_t \dots\dots\dots(4-4)$$

حيث k تمثل عدد درجات الإبطاء المحددة و d_{max} تمثل أعلى رتبة استقرار للسلاسل الزمنية.

وتكون فرضيات العدم في المعادلات المذكورة آنفا كالتالي:

في المعادلة رقم (1-4): إن X لا يسبب Y وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=0}^k \beta_j = 0$

في المعادلة رقم (2-4): إن Y لا يسبب X وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=0}^k \delta_j = 0$

في المعادلة رقم (3-4): إن X لا يسبب Y وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=1}^{k+d_{max}} \beta_j = 0$

في المعادلة رقم (4-4): إن Y لا يسبب X وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=1}^{k+d_{max}} \delta_j = 0$

وعليه سيكون لدينا أربعة احتمالات لكل اختبار وفق ما يلي:

- لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين؛
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من X إلى Y ؛
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من Y إلى X ؛
- وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه من X إلى Y ومن Y إلى X .

بعد تحديد المتغير التابع أو المتأثر من المتغيرات المستقلة أو المؤثرة من خلال الاختبارات السابقة، تم القيام بدراسة العلاقة التوازنية في الأجل الطويل والقصير بين متغيرات الدراسة، وذلك باستخدام منهجية نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة "ARDL"، والتي تعتمد على السلاسل الزمنية الأصلية، فقد تم تطوير هذه المنهجية من قبل "بيسران Pesran" سنة 1999، وساهم صاحبها في حل مشكلة شرط تكامل جميع متغيرات الدراسة في نفس الدرجة حتى نستطيع استخدام منهجية التكامل المشترك لكل من "جوهانسن Johansen" و"أنجل-غراجر Angle-Granger" من أجل دراسة العلاقة في الأجل الطويل، واكتفى بوضع شرط وحيد وهو عدم وجود سلاسل زمنية متكاملة من الدرجة الثانية.

يقوم نموذج ARDL بتحديد درجة الإبطاء المتوافقة مع معيار "شوارز Schwarz" بطريقة آلية، وتقدير أكبر عدد ممكن من النماذج واستخلاص النموذج الأمثل للدراسة، وتتطلب هذه المنهجية بعد ذلك

¹ ندوة هلال جودة، رجاء عبد الله عيسى، العلاقة بين النمو الاقتصادي والبطالة في العراق باستخدام قانون Okun واختبار Toda-Yamamoto، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 3، جامعة القادسية، العراق، 2010، ص 77.

أجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية من أجل معرفة دقة وجودة النموذج المقدر، ثم إجراء "اختبار الحدود Bound Test" لمعرفة امكانية وجود علاقة تكامل مشترك أو علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، ليتم في الأخير تقدير نموذج تصحيح الخطأ وتحديد المعاملات في الأجلين الطويل والقصير.

تكتب المعادلة الإحصائية لنموذج ARDL وفق ما يلي¹:

$$d(Y_t) = c + \sum_{i=1}^n \beta_i d(Y_{t-i}) + \sum_{i=0}^n \alpha_i d(X_{t-i}) + \lambda_1 y_{t-1} + \lambda_2 x_{t-1} + U_t \dots (4-5)$$

حيث λ_1 و λ_2 معاملات العلاقة طويلة الاجل، و α_i و β_i معاملات العلاقة قصيرة الأجل، و n تمثل فترات الإبطاء الزمني، وإذا كانت λ_1 و λ_2 أقل من الصفر ومعنوية فإن هذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل.

المطلب الثاني: تحليل العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة

تبدأ الدراسات القياسية للسلاسل الزمنية باختبار الاستقرار من أجل تحديد درجة تكامل كل متغيرات الدراسة، وبناء على نتائج هذا الاختبار يتم اختيار المنهجية القياسية الواجب استخدامها من أجل الوصول للأهداف المسطرة، وعليه سنحاول في هذا المطلب تحديد درجة تكامل المتغيرات ثم إجراء اختبارات السببية في الأجلين القصير والطويل.

أولاً: دراسة الاستقرار وتحديد درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيرات

قبل الشروع في دراسة الاستقرار تم القيام بتمثيل السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بيانياً، حيث أظهر لنا التمثيل البياني لقيم المتغيرات في الملحق رقم (01) استقرار السلسلة الزمنية GDP، كما أن السلسلة ITV تبدو مستقرة نوعاً ما، أما السلسلة IMC فتبدو أنها غير مستقرة، ومن خلال التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي (Correlogramme) في الملحق رقم (02) يتضح لنا أن كل قيم هذه الدالة تقع داخل مجال الثقة بالنسبة للسلسلة GDP والسلسلة ITV (بعد نزع مركبة الاتجاه العام) مما يعني أنها مستقرة، أما بالنسبة للسلسلة الزمنية IMC فيظهر لنا عكس ذلك مما يعني أنها غير مستقرة.

¹ Min B. Shrestha, Guna R. Bhatta, Op-Cit, p 79.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

وللتأكد من استنتاجات التمثيل البياني المذكورة آنفاً، سوف نقوم بإجراء اختبار الاستقرار الذي يدرس خلو السلسلة الزمنية من جذر الوحدة، وذلك باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع ADF، ونظراً لأهمية درجة الإبطاء في هذا الاختبار تم القيام بتحديد عدد درجات الإبطاء باستخدام نموذج الـ VAR، وقد جاءت النتائج وفق ما هو موضح في الجدولين رقم (4-15) و(4-16).

الجدول رقم (4-15): نتائج اختبار عدد درجات الإبطاء "k" المثلى المستخدمة في اختبار ADF

المتغيرات	عدد درجات الإبطاء	LR	FPE	AIC	SC	HQ
GDP	0	NA*	14,28*	5,50*	5,54*	5,51*
	1	1,15	14,60	5,52	5,61	5,55
	2	0,31	15,32	5,57	5,70	5,61
	3	0,95	15,74	5,594	5,77	5,65
IMC	0	NA	3813,25	11,08	11,13	11,10
	1	12,98*	2724,96*	10,75*	10,84*	10,78*
	2	1,01	2796,82	10,77	10,91	10,82
	3	1,44	2828,42	10,78	10,96	10,85
ITV	0	NA*	191,76*	8,09*	8,14*	8,11*
	1	0,60	199,42	8,13	8,224	8,16
	2	0,34	208,98	8,18	8,314	8,23
	3	1,92	208,12	8,18	8,354	8,24

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

تظهر لنا نتائج الجدول رقم (4-15) أن أحسن درجة إبطاء للسلسلتين الزمنية GDP و ITV هي

$k=0$ ، أما بالنسبة للسلسلة الزمنية IMC فإن أحسن درجة إبطاء هي $k=1$.

كما تأكد لنا من خلال الجدول رقم (4-16) أن السلسلتين الزمنية للمتغيرين GDP و ITV مستقرة

عند المستوى، سواء كانت تحتوي على حد ثابت واتجاه عام أو على حد ثابت وبدون اتجاه عام، ففي النموذجين نجد أن قيمة t المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية عند حد المعنوية 1%، مما يعني أنها متكاملة من الدرجة $I(0)$ ، أما السلسلة الزمنية IMC فهي غير مستقرة عند المستوى، حيث نجد في

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

النموذجين أن قيمة t المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية عند حد المعنوية 1%، وبعد اجراء الفرق الأول نلاحظ استقرار هذه السلسلة الزمنية مما يعني أنها متكاملة من الدرجة (1).¹

الجدول رقم (4-16): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع

المتغيرات	عند المستوى		عند الفرق الأول		درجة التكامل
	وجود حد ثابت واتجاه عام	وجود حد ثابت وبدون اتجاه عام	وجود حد ثابت واتجاه عام	وجود حد ثابت وبدون اتجاه عام	
GDP	-4,9583	-4,9056	/	/	$I(0)$
IMC	-2,9947	-3,0652	-6,4093	-8,3247	$I(1)$
ITV	-4,9760	-5,0566	/	/	$I(0)$
القيم الحرجة 1%	-4,2268	-3,6210	-4,2436	-3,6267	/

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

ثانيا: دراسة العلاقة السببية وتحديد طبيعة المتغيرات

تم الاعتماد على مفهوم السببية لدى غرانجر من أجل اختبار اتجاه التأثير وتحديد المتغير التابع من المتغيرات المستقلة، حيث تم القيام باختبار العلاقة السببية في الأجلين القصير والطويل وجاءت النتائج وفق ما يلي:

1- دراسة العلاقة السببية في الأجل القصير

يسبق إجراء اختبار غرانجر للسببية تحديد عدد درجات الإبطاء المثلى باستخدام نموذج الـ VAR، وقد جاءت النتائج وفق ما هو موضح في الجدول رقم (4-17).

الجدول رقم (4-17): نتائج اختيار عدد درجات الإبطاء المثلى المستخدمة في سببية غرانجر

عدد درجات الإبطاء	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	9220060	24,55	24,69	24,60
1	33,66*	4882616*	23,91	24,46*	24,09*
2	11,53	5499106	24,01	24,97	24,33
3	12,39	5737932	24,01	25,39	24,47
4	13,09	5501265	23,88	25,67	24,48
5	10,06	5963357	23,82*	26,02	24,55

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

تظهر لنا نتائج الجدول رقم (4-17) أن أحسن درجة إبطاء يمكن استخدامها لإجراء اختبار غرانجر

للسببية هو $k=1$.

الجدول رقم (4-18): نتائج اختبار السببية لغرانجر

الاحتمال	χ^2	الفرضية الصفرية
0,000007	28,5302	D(IMC) لا يسبب GDP
0,4481	0,5894	GDP لا يسبب D(IMC)
0,7593	0,0954	ITV لا يسبب GDP
0,8340	0,0445	GDP لا يسبب ITV
0,8335	0,0449	ITV لا يسبب D(IMC)
0,7206	0,1301	D(IMC) لا يسبب ITV

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

تظهر لنا بيانات الجدول رقم (4-18) وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من IMC إلى GDP، بما

معناه أن رسملة سوق الأوراق المالية تؤثر على النمو الاقتصادي في الأجل القصير.

2- دراسة العلاقة السببية في الأجل الطويل

لقد تبين لنا من خلال دراسة استقرارية السلاسل الزمنية، أن هنالك إمكانية لدراسة العلاقة السببية في

الأجل الطويل باستخدام منهجية تودا-يماوتو، والتي تُستخدم فيها السلاسل الأصلية وتبدأ بتحديد عدد

درجات الإبطاء المثلى التي تظهر نتائجها في الجدول رقم (4-19).

الجدول رقم (4-19): نتائج اختيار عدد درجات الإبطاء المثلى المستخدمة في نموذج VAR وفق

منهجية تودا-يماوتو

عدد درجات الإبطاء	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	11332658	24,76	24,89	24,80
1	21,65	9300593	24,56	25,10	24,74
2	33,84*	4436467*	23,80*	24,75*	24,12*
3	9,30	5313511	23,94	25,30	24,40
4	13,43	5055400	23,81	25,58	24,41
5	9,12	5818162	23,82	26,00	24,56

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

تظهر لنا نتائج الجدول رقم (4-19) أن أحسن درجة إبطاء يمكن استخدامها لإجراء اختبار السببية وفق منهجية تودا-يماوتو هو $k=1$ ، وبما أن أعلى رتبة استقرار للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة هو $d_{\max}=1$ ، قمنا بتقدير نموذج $VAR(3)$ ، وقد جاءت النتائج وفق ما يلي:

$$\begin{aligned} GDP = & 5,51 + 0,22GDP_{t-1} - 0,13GDP_{t-2} + 0,05IMC_{t-1} - 0,04IMC_{t-2} - 0,02ITV_{t-1} - \\ & 0,06ITV_{t-2} - 0,05GDP_{t-3} + 0,01IMC_{t-3} - 0,01ITV_{t-3} \dots \dots \dots (4-5) \\ R^2 = & 0,57 \quad F = 3,62 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} IMC = & 8,96 + 3,49GDP_{t-1} + 3,31GDP_{t-2} + 0,41IMC_{t-1} + 0,15IMC_{t-2} + 0,38ITV_{t-1} - \\ & 0,97ITV_{t-2} + 1,38GDP_{t-3} + 0,26IMC_{t-3} + 0,92ITV_{t-3} \dots \dots \dots (4-6) \\ R^2 = & 0,50 \quad F = 2,82 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} ITV = & 8,75 - 0,71GDP_{t-1} - 0,80GDP_{t-2} + 0,05IMC_{t-1} + 0,08IMC_{t-2} + 0,12ITV_{t-1} + \\ & 0,12ITV_{t-2} + 0,55GDP_{t-3} - 0,02IMC_{t-3} + 0,27ITV_{t-3} \dots \dots \dots (4-7) \\ R^2 = & 0,51 \quad F = 2,86 \end{aligned}$$

وتعد الاستقرارية من أهم الاختبارات التشخيصية لهذا النموذج المقدر، والملحق رقم (09) يبين لنا نتيجة هذا الاختبار، حيث يظهر لنا أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود تقع داخل الدائرة الأحادية، وهو ما يعني أن النموذج $VAR(3)$ مستقر.

الجدول رقم (4-20): نتائج اختبار السببية وفق منهجية تودا-يماوتو

المتغير التابع	الفرضية الصفرية	χ^2	الاحتمال
GDP	IMC لا يسبب GDP	21,8673	0,0000
	ITV لا يسبب GDP	3,1660	0,2054
IMC	GDP لا يسبب IMC	3,0008	0,2230
	ITV لا يسبب IMC	2,3655	0,3064
ITV	GDP لا يسبب ITV	1,9887	0,3699
	IMC لا يسبب ITV	2,3451	0,3096

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

تظهر لنا بيانات الجدول رقم (4-20) وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من IMC إلى GDP، بما معناه أن رسملة سوق الأوراق المالية تؤثر على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

إن أهم ما يمكن استنتاجه من هاذين الاختبارين، هو إثبات تأثير سوق الأوراق المالية على معدل النمو الاقتصادي في ماليزيا عبر قناة التمويل، ونفي تأثير هذا السوق على النمو عبر قناة السيولة، فمعدل حجم التداول يمكن أن يؤثر على معدل النمو الاقتصادي عبر قناة السيولة من خلال تأثيره على معدل الرسملة السوقية، إذ أن ارتفاع سيولة السوق تعني سهولة الدخول والخروج من السوق في أي وقت وبأدنى تكلفة، ويعتبر هذا عامل مشجع على زيادة عدد المستثمرين وحجم الأموال المستثمرة في السوق، وهو ما يرفع من حجم الرسملة السوقية في نهاية المطاف، وقد انتفى لدينا في هاذين الاختبارين تأثير معدل حجم التداول على معدل الرسملة السوقية، وهو ما يعني أنه لن يؤثر بأي حال من الأحوال في معدل النمو الاقتصادي، مما يعطي مصداقية أكبر لنتائج هاذين الاختبارين.

كما نلاحظ كذلك أن مؤشر النمو الاقتصادي لا يؤثر في مؤشرات سوق الأوراق المالية، وهو ما يعني أن حجم الناتج المحلي الإجمالي لا يؤثر لا في حجم الرسملة السوقية ولا في حجم التداول، ويمكن تفسير هذه النتيجة على أن حجم الدخل الذي يعكس حجم هذا الناتج في ماليزيا لم يؤثر في حجم الادخار أو في حجم الفوائض المالية، أو أنه أثر عليه ولكن سوق الأوراق المالية لم تتجح في استقطاب الفوائض المالية المنبثقة عن هذا الدخل، والتي تكون قد اتجهت نحو الاستهلاك، الاكتناز أو نحو الأقسام الأخرى من السوق التمويلية (القطاع البنكي أو سوق المشتقات المالية مثلا).

بناء على النتائج التي تم التوصل إليها في دراسة العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة في الأجلين القصير والطويل، والتي أثبتت وجود علاقة سببية في اتجاه واحد، يمكننا القول أن مؤشر النمو الاقتصادي يعد متغيرا تابعا لمؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وتصبح صيغة النموذج المراد تقديره وفق ما يلي:

$$GDP_t = c + \alpha_1 IMC_t + \alpha_2 ITV_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (4-8)$$

المطلب الثالث: تطبيق نموذج ARDL لدراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة

يساعد اختبار استقرارية السلاسل الزمنية في تحديد النموذج الامثل لدراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة، فنموذج الـ VAR مثلا يتطلب سلاسل زمنية مستقرة في المستوى، ونموذج VECM يتطلب سلاسل زمنية مستقرة في الفرق الاول، وفي الحالة التي بين أيدينا يعد نموذج ARDL الأحسن لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة.

أولاً: تقدير نموذج ARDL

يعتبر نموذج ARDL أكثر حساسية لدرجات الإبطاء، حيث يقوم بإبطاء كل متغير من متغيرات الدراسة على حدى، واختيار أحسن إبطاء للمتغير داخل النموذج استناداً إلى أقل قيمة لمعيار شوارز، وعليه فسيتم تقدير مجموعة كبيرة من نماذج الانحدار الذاتي واختيار النموذج الأمثل، وقد أسفرت عملية التقدير المبينة في الجدول (4-21) على اختيار النموذج $ARDL(1,2,3)$ من بين 20 نموذج مرشح، أي أنه تم اختيار نموذج ARDL الذي يحتوي على GDP بإبطاء واحد، IMC بإبطائين و ITV بثلاثة إبطاءات.

الجدول رقم (4-21): نتائج تقدير نموذج $ARDL(1,2,3)$ الأمثل

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة t	الاحتمال
GDP_{t-1}	0,1518	0,1439	1,0549	0,3012
IMC	0,0153	0,0091	1,6769	0,1055
IMC_{t-1}	0,0357	0,0103	3,4552	0,0019
IMC_{t-2}	-0,0422	0,0100	-4,1937	0,0003
ITV	0,0770	0,0345	2,2283	0,0347
ITV_{t-1}	-0,0098	0,0314	-0,3133	0,7565
ITV_{t-2}	-0,0998	0,0320	-1,5583	0,1312
ITV_{t-3}	-0,0438	0,0348	-1,2585	0,2194
C	4,2117	1,4709	2,8633	0,0082
$\bar{R}^2 = 0,5519$		/		
F = 6,2363		0,00016		
DW = 1,9205		/		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-21) وجود تأثيرين معنويين إحصائياً، أحدهما طردي يتعلق بتأثير معدل رسملة سوق الأوراق المالية بإبطاء واحد على معدل الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا، والآخر عكسي يتعلق بتأثير نفس المؤشر ولكن بإبطائين على معدل الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا، حيث أن هذا الأخير يتغير في نفس الاتجاه بـ 0,04% عند تغير معدل رسملة سوق الأوراق المالية بـ 1% في الفترة $t-1$ ، وباتجاه معاكس وبنفس المعدل تقريباً في الفترة $t-2$ ، وهو ما يعني

وجود تأثير طردي بمعدل 0,04% لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا، يزول بعد مرور سنة واحدة.

كما نلاحظ من خلال الجدول (4-21) أيضا، أن المتغيرات المعبرة عن أداء سوق الأوراق المالية والمدرجة في هذا النموذج، تؤثر على المتغير المعبر عن النمو الاقتصادي بنسبة 55,19%، وهي درجة تأثير متوسطة نوعا ما، وإحصائية فيشر معنوية مما يعني ان معلمات النموذج لديها معنوية إحصائية كلية، كما أن إحصائية دارين واتسن تقع في مجال استقلالية الاخطاء فهي تقترب من 2.

وحتى نستطيع الوثوق بهذه النتائج وجب علينا إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية على بواقي النموذج المقدر $ARDL(1,2,3)$ والتي تظهر في الملحق رقم (13)، حيث تثبت إحصائية "جارك-بيرا" Jarque-Bera أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي لأن احتمالها يقدر بـ 0,0975 وهو أكبر من 1% حد المعنوية، أما التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي (Correlogramme) لبواقي النموذج تُظهر أن كل قيم هذه الدالة تقع داخل مجال الثقة، ويشير الرسم البياني لبواقي النموذج المقدر والفعلية إلى أنها متطابقة تقريبا، كما تشير إحصائية LM إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي فاحتمال χ^2 بلغ 0,8149 وهو أكبر بكثير من حد المعنوية، وإحصائية "آرش" ARCH تثبت تباين البواقي، فاحتمالها يقدر بـ 0,7660 وهو أكبر بكثير من حد المعنوية، وعليه يمكن القول ان النموذج يجتاز المشاكل القياسية ويتمتع بالقبول من الناحية الإحصائية، كما يتسم بقدر كبير من الدقة والجودة.

ثانيا: تقدير العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل

يعد اختبار الحدود للتكامل المشترك "Bound Test" من اهم الاختبارات الواجب إجراؤها لمعرفة امكانية وجود علاقة تكامل مشترك أو علاقة توازنيه طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وتشير نتائج هذا الاختبار المبينة في الملحق رقم (14) أن إحصائية F قيمتها 10,41 وهي أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة عند مستوى المعنوية 1%، وهو ما يعني وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا.

1- تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM في الأجل القصير وفق منهجية ARDL

يسعى نموذج تصحيح الخطأ بالدرجة الاولى إلى تحديد معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة تصحيح اختلالات الأجل القصير في الأجل الطويل، فإذا كان هذا المعامل معنوي وسالب دل ذلك على وجود علاقة توازنية في الاجل الطويل، ويبين لنا الجدول رقم (4-22) تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM وفقا لمنهجية نماذج الانحدار الذاتي ذات فترات الإبطاء الموزعة ARDL.

الجدول رقم (4-22): نتائج تقدير نموذج ECM وفقا لمنهجية ARDL

المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة t	الاحتمال
D(IMC)	0,0153	0,0080	1,9091	0,0673
D(IMC _{t-1})	0,0422	0,0079	5,3001	0,0000
D(ITV)	0,0770	0,0290	2,6534	0,0134
D(ITV _{t-1})	0,0938	0,0352	2,6656	0,0130
DITV _{t-2})	0,0438	0,0323	1,3573	0,1863
CointEq _{t-1} *	-0,8482	0,1244	-6,8164	0,0000
$\bar{R}^2 = 0,7533$				
DW = 1,9205				

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-22) أن معامل تصحيح الخطأ (CointEq_{t-1}*) سالب ومعنوي إحصائيا عند حد المعنوية 1%، مما يعني وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين المتغيرات المدروسة في الأجل القصير، وقيمتها التي تعادل -0,8482، تقيس لنا سرعة عودة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى قيمته التوازنية في الاجل الطويل بمعدل 84,82% كل سنة، أي أن اختلالات الأجل القصير يتم تصحيحها خلال سنة وشهرين تقريبا.

من خلال تقدير نموذج ECM في الأجل القصير وفق منهجية ARDL نلاحظ أن معدل رسملة سوق الأوراق المالية بإبطاء واحد هو المؤشر الوحيد المعنوي إحصائيا، ويرتبط ارتباطا طرديا مع معدل الناتج المحلي الإجمالي، حيث أن هذا الأخير يتغير في نفس الاتجاه وبـ 0,04% عند تغير معدل رسملة سوق الأوراق المالية بـ 1% في الفترة t-1، وهو ما يعني أن زيادة رسملة سوق الأوراق المالية مقارنة بحجم الناتج المحلي الإجمالي بـ 1%، سوف يرفع بعد سنة واحدة من معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي بمعدل 0,04%.

يمكن تفسير هذه النتيجة على ان زيادة رسملة سوق الأوراق المالية تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي في ماليزيا، حيث أن زيادة الرسملة تأتي إما من ارتفاع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، أو من زيادة عددها نتيجة إدراج أوراق مالية جديدة، والاحتمال الأول ينساب تأثيره على معدل النمو، من خلال قناة المعلومات التي تعمل على التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، وذلك في الحالة التي يعكس فيها ارتفاع أسعار الأوراق المالية الأداء الجيد للمشروعات المدرجة في السوق، فيزيد من حصتها في حجم الأموال المجمعة من السوق، ويرتفع حجم انتاجها، لتساهم في

الفصل الرابع: أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا

النهاية في زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي، غير أن هذا الاحتمال يبقى مستبعدا نظرا لاتساع كل أسواق الأوراق المالية عبر العالم بالمستوى الضعيف من الكفاءة، ويبقى الاحتمال الأكيد هو انسياب هذا التأثير عبر قناة التمويل، والذي حدث نتيجة زيادة عدد الأوراق المالية المتداولة في السوق من خلال إدراج أوراق مالية جديدة، ذهبت أموالها إلى تمويل مشروعات جديدة أو توسيع مشروعات قائمة، فارتفع حجم انتاجها، مما ساهم في النهاية في زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي.

2- تقدير العلاقة في الأجل الطويل

يبين لنا الجدول رقم (4-23) أثر مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية على مؤشر النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، والذي نلاحظ من خلاله عدم معنوية أي متغير من المتغيرات المستقلة، مما يعني عدم وجود تأثير لا سلبي ولا إيجابي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وهي نتيجة مقبولة نوعا ما بالنظر درجة تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا وحجمها من الاقتصاد، فهذا التأثير حتى وإن ظهر في بعض الدراسات السابقة لعدد من الأسواق المتطورة كالصين مثلا، نجد انه كان ضعيفا جدا إلى الدرجة التي يمكن تجاهله فيها.

الجدول رقم (4-23): نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل الطويل

Cointeq = GDP - (0,0105*IMC -0,0314*ITV + 4,9656)				
المتغير	المعامل	الخطأ المعياري	قيمة t	الاحتمال
IMC	0,0104	0,0124	0.8369	0,4103
ITV	-0,0314	0,0455	-0,6905	0,4960
C	4,9655	1,5796	3,1434	0,0041

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

ويعود الاختلاف بين طبيعة العلاقة في المدى القصير والمدى الطويل إلى عدم قوة التأثير في المدى القصير بحيث لا يظهر هذا التأثير في المدى الطويل، أضف إلى ذلك أن مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية تتغير قيمها بشكل يومي أو شهري أحيانا، بينما يتغير مؤشر قياس النمو الاقتصادي كل سنة، وهو ما يجعل هذا التأثير يظهر في الأجل القصير ولا يمكن رؤيته في الأجل الطويل.

3- اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج ARDL المقدر

للتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من التغيرات الهيكلية فيها عبر الزمن، قمنا بإجراء اختبار CUSUM الذي يوضح لنا استقرار معاملات الأجل الطويل، حيث أظهرت لنا نتائج هذا

الاختبار في الملحق رقم (17) عدم خروج الرسم البياني لإحصائية CUSUM من الحدود الحرجة، مما يعبر عن الاستقرار الهيكلي لمعاملات الأجل الطويل لهذا النموذج. وفي الأخير، وبناء على نتائج دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الدراسة، والتي أثبتت وجود علاقة تكامل مشترك بين هذه المتغيرات، نستطيع القول أن سوق الأوراق المالية تلعب دورا حيويا في الاقتصاد الماليزي، كما تُعد من محددات النمو الاقتصادي في هذا البلد، وإن أداء هذا السوق يساهم في تحقيق النمو.

خلاصة الفصل الرابع

تناولنا في بداية هذا الفصل التعريف بدولة ماليزيا التي تعد من ضمن البلدان حديثة النشأة، والتي تشكلت من مجموعة من الجزر والأقاليم التي نالت استقلالها عن بريطانيا الواحدة تلو الأخرى، وعملت على تخطي النعرات العرقية والدينية وبناء مجتمع متكاتف يسعى لاستغلال جميع مقدراته البشرية والمادية للنهوض باقتصاد الدولة وللحاق بمصف الدول المتطورة بحلول سنة 2020، وكان ذلك من خلال إعداد مجموعة من المخططات القصيرة، المتوسطة والطويلة الأجل، أدى تجسيدها إلى تحقيق قفزة نوعية في معدلات النمو الاقتصادي؛

وقد كان القطاع المالي بشكل عام وسوق الأوراق المالية بشكل خاص من ضمن القطاعات التي شملت عمليات التخطيط، حيث عملت ماليزيا على خلق سوق مالي قادر على اجتذاب واستيعاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو تمويل الأنشطة الاقتصادية، حيث قامت في هذا الإطار بخلق مركز مالي للمعاملات المالية الدولية في منطقة لبوان، كما سعت لجعل ماليزيا مركزا ماليا إسلاميا من خلال تبني النظام المالي المزدوج تقليدي/إسلامي، واقتصر ذلك في البداية على القطاع المصرفي وقطاع التأمينات، ثم تم تعميم التجربة لتشمل السوق المالي ومن ضمنها سوق الأوراق المالية، وأصبحت ماليزيا الآن تتربع على عرش سوق الصكوك العالمية؛

وقد ساهمت سوق الأوراق المالية في ماليزيا في تحسين جودة الخدمات المالية المتاحة من خلال منافستها لباقي القطاعات المالية، وعملت على استقطاب فئات جديدة ومدخرات إضافية عبر خلقها لآليات تمويل مستحدثة (من ضمنها التمويل الإسلامي)، مما ساهم في إتاحة المزيد من رؤوس الأموال للمشروعات الاستثمارية، وهذا يعني مساهمة السوق في تحديد معدلات النمو المحققة، وقد ظهر لنا ذلك من خلال تماشي تطور النمو الاقتصادي مع تطور أداء مؤشرات سوق الأوراق المالية في ماليزيا، كما تأكدنا منه من خلال الدراسة القياسية التي أثبتت لنا تأثير هذه السوق على النمو، كما أكدت لنا أن سوق الأوراق المالية تعد من محددات النمو الاقتصادي في ماليزيا.

خاتمة عامة

عملنا من خلال استعراضنا للجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة على عرض مجموعة من الأفكار التي تعكس نظرة المفكرين والباحثين لظاهرة النمو الاقتصادي بشكل عام، وتناولنا أهم المفاهيم المرتبطة بسوق الأوراق المالية باعتبارها أحد أشكال تمويل المشروعات المساهمة في تحقيق النمو، وقمنا كذلك بالربط بين هاته السوق ودورها في تحقيق النمو الاقتصادي عبر مجموعة من القنوات، وقدمنا بعض الأفكار النظرية والتجريبية التي تشرح لنا الآثار الإيجابية والسلبية لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، كما قمنا في الدراسة التطبيقية بإثبات تأثير أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا، وذلك عن طريق إجراء دراسة تحليلية لمتغيرات الدراسة، استنتجنا من خلالها مساهمة النتائج المحققة لمؤشرات النمو الاقتصادي، لنتائج مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا، وهو ما يوحي بتأثير هذه الأخيرة على النمو، كما تأكدنا من ذلك بعد إجراء الدراسة القياسية التي دعمت نتائج الدراسة التحليلية، وأثبتت لنا بما لا يدع مجالا للشك، بأن أداء سوق الأوراق المالية يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي في ماليزيا.

أولا: خلاصة عامة

يعد النمو الاقتصادي من أعرق المتغيرات الاقتصادية الكلية المستهدفة من قبل الحكومات، حيث كان ولا يزال أحد أهم المؤشرات المعبرة عن الاداء الاقتصادي للدول، وهو ما دفع بالاقتصاديين الأوائل من رواد المدرسة الكلاسيكية إلى محاولة تحليل هذه الظاهرة، وتقديم تفسيرات منطقية لها، غير أن هذا لم يعد هدفا في حد ذاته، واتجه الاقتصاديون بعد ذلك نحو تقديم نماذج اقتصادية تساعد دولهم في الوصول إلى معدلات النمو الاقتصادي المحددة في السياسات العامة.

ويعتبر شومبيتر من أهم المساهمين في هذا المجال، حيث قدم لنا مصطلح الابتكار الذي اعتبره بمثابة المحرك الذي يقود عملية النمو، وبعد أزمة الكساد العظيم لسنة 1929، ظهر لنا كينز بمفاهيم جديدة تدفع الدولة نحو التدخل في النشاط الاقتصادي من خلال تحفيز الاستثمار، كما سار على دربه كل من هارود ودومار وحاولوا تقديم نموذج رياضي يستهدف تحقيق النمو المستدام من خلال دراسة العلاقة بين النمو الاقتصادي والتراكم الرأسمالي في الأجل الطويل، وجاء رواد المدرسة النيوكلاسيكية بأفكار جديدة تسعى لتحقيق نمو اقتصادي يفوق النمو السكاني، وذلك من خلال دراسة أثر التغير التكنولوجي على النمو، حيث أجمعوا على أن هذا الأخير يعتمد بشكل كبير على درجة التطور التكنولوجي، والذي تمت إضافته إلى عاملي العمل ورأس المال لتشكيل في مجملها العوامل الأساسية المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي.

هذه النماذج المقترحة لم تساعد في تحقيق معدلات النمو الاقتصادي المستهدفة لبعض الدول، فظهرت بذلك نظرية النمو الداخلي في تسعينات القرن الماضي، في محاولة لتحسين أداء العديد من الدول النامية، حيث رفض رواد هذه المدرسة بعض الفرضيات التي كانت سائدة، وأقروا بعضها وفق إجراءات محددة، وأخرجوا لنا مجموعة من المحددات الواجب استهدافها من أجل التأثير على النمو الاقتصادي بطريقة غير مباشرة، كالمعرفة، رأس المال البشري، الانفاق الاستثماري العام في البنى التحتية، الانفتاح التجاري وكذلك الأسواق المالية.

تعد الأسواق المالية أحد أهم آليات التمويل في النظم الاقتصادية الحديثة، فهي تعمل على الربط بين أصحاب الفوائض المالية الراغبين في توظيف مدخراتهم بغية الحصول على عوائد مالية مستقبلية، وبين أصحاب العجز المالي الراغبين في تنفيذ استثماراتهم الحقيقية، حيث تم استخدام مجموعة من الأدوات المالية الطويلة والقصيرة الأجل، والتي تعمل وفق قناتين رئيسيتين، الأولى من خلال المشاركة في المشروعات الاستثمارية، والثانية من خلال إقراض هذه المشروعات، وقد تطورت هذه الأسواق بشكل كبير وأصبحت تشكل العمود الفقري لاقتصاديات أغلب دول العالم، وصار من الصعب التعامل معها ككتلة واحدة، وتم تقسيمها وفق مجموعة من المعايير من أهمها معيار الاستحقاق، والذي تنقسم وفقه هذه السوق إلى أربعة أقسام رئيسية، من أهمها وأسرعها تطوراً سوق الأوراق المالية.

تمثل سوق الأوراق المالية تلك الأسواق التي يتم فيها التعامل الفوري على الأوراق المالية، وتنقسم بشكل رئيسي إلى أسواق أولية يتم فيها التعامل على الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، وأسواق ثانوية يتم فيها التعامل على الأوراق المالية المستعملة أو التي تم شراؤها من الأسواق الأولية، كما تنقسم الأوراق المالية بدورها إلى تقليدية ممثلة في الأسهم والسندات، ومستحدثة من أهمها تلك التي يتم خلقها وفق تقنيتي التوريق والتصكيك، حيث تمثل هذه الأدوات _التقليدية والمستحدثة_ إما حصة شائعة في ملكية المشروعات المصدرة لها، أو دين على عاتقها يتم استرداده بعد آجال زمنية محددة.

وتنظم عمليات التداول في سوق الأوراق المالية بعض الهيئات الرقابية التي تفرض مجموعة من الإجراءات وتتيح بعض آليات التداول التي يتم تطويرها باستمرار، من أجل اجتذاب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، كما تتم عمليات التداول إما بشكل مباشر بين المتعاملين باستخدام أنظمة أو برمجيات معينة، وإما من خلال الوسطاء الذين يشكلون الركيزة الأساسية لبعض الأسواق، وقد كانت عمليات التداول تتم في البداية باستخدام أوامر البيع وأوامر الشراء المحررة على الورق، ثم تطورت بشكل سريع

إلى ان وصلت إلى استخدام الخوارزميات التي تعد من أحدث تقنيات التداول المستخدمة لحد الآن، حيث ساهمت هاته التقنية في ظهور "التداول عالي التردد THF" و"الصناديق المظلمة".

إن عمليات تطوير سوق الاوراق المالية تستهدف بشكل مباشر زيادة نشاط السوق والرفع من مستويات أدائه، وذلك بالعمل على الرفع المستمر من حجم الاموال المجمعة، وإدراج أكبر عدد ممكن من المشروعات، كما تعمل كذلك على زيادة حجم الاوراق المالية المتداولة داخل السوق، على اعتبار أن هذا يمنح ثقة أكبر للمدخرين ويدفعهم نحو ولوج السوق، ونتيجة لذلك أصبحت سوق الاوراق المالية من أكبر المساهمين في تحفيز الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع، وألبسها دور المساهم في تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاستثمارية، مما يجعلها تعمل على تحفيز النمو الاقتصادي.

ولا تقتصر مساهمة سوق الاوراق المالية في تحفيز النمو فقط على هذا الدور، بل يتعداه إلى أدوار أخرى كمساهمتها في التخصيص الامثل للموارد المالية المتاحة من خلال المعلومات التي تعرضها، والتي تعكس أداء المشروعات المدرجة في السوق، وتوضح الصورة للمدخرين الراغبين في توظيف اموالهم، إذ تساعدهم في المفاضلة بين المشروعات الواجب الاستثمار فيها، أضف إلى ذلك أن هذه المعلومات التي تعكس بشكل عام أداء الاقتصاد الحقيقي، يمكن لها أن تساعدنا على استكشاف مواطن ضعف وقوة الاقتصاد، كما يمكن ان تساعدنا على التنبؤ بأوقات حدوث الأزمات.

هذا الوجه المشرق لسوق الأوراق المالية يخفي بين طياته بعض الآثار السلبية المترتبة عن تطوير هذه السوق، فهذا التطوير أدى مع مرور الوقت إلى زيادة إسمية مستمرة لحجم الاقتصاد المالي، وجعله ينفصل شيئاً فشيئاً عن الاقتصاد الحقيقي، إلى أن خلق وضعية أصبحت فيها معاملات سوق الاوراق المالية تجري بمعزل عما يجري في الاقتصاد الحقيقي، وجعلها تبدو في بعض الأحيان كنادي للمراهنة على تحركات أسعار الأوراق المالية بغض النظر عن أداء المشروعات المُصدرة لها، حيث ساهمت هذه الوضعية في خلق العديد من الأزمات المالية التي أدت بشكل أو بآخر إلى كبح معدلات النمو الاقتصادي للدول.

هذا التباين في ادوار سوق الاوراق المالية أفرز وجهات نظر مختلفة بين الباحثين حول علاقة سوق الاوراق المالية بالنمو الاقتصادي، حيث ينظر فريق منهم إلى الدور الإيجابي لهذه السوق، ويرون أنها تؤثر على أداء الاقتصاد الحقيقي وعلى معدلات النمو الاقتصادي المحققة، وأثبتوا ذلك من خلال دراساتهم التي أقرت بوجود علاقة سببية من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في بعض الدول،

وأن هذين المتغيرين تربطهما علاقة توازنية في الأجل الطويل، قد تكون طردية أو عكسية على حسب حجم السوق من الاقتصاد ومستوى أدائها، أما الفريق الثاني فينظر إلى الدور السلبي لهذه السوق، ويرى انها لا تعدوا أن تكون نادي للمراهنة على تحركات أسعار الاوراق المالية من دون أن يكون لذلك أي أثر على الاقتصاد الحقيقي، وجاءت دراساتهم في هذا السياق، حيث أثبتوا عدم وجود أي علاقة سببية بين هذه السوق والنمو الاقتصادي في دول أخرى، وأن هذين المتغيرين لا تربطهما أي علاقة توازنية في الاجل الطويل.

اختلاف النتائج التي تم التوصل إليها من دولة إلى أخرى، يضعنا أمام أمر واقع مفاده وجود علاقة بين سوق الاوراق المالية والنمو الاقتصادي في بعض الدول وغياها في دول أخرى، وأنه من غير الممكن إسقاط النتائج التي تم التوصل إليها في دولة ما على دولة أخرى، وحتى يتسنى لنا دراسة هذه العلاقة وجب علينا إجراؤها في كل دولة على حدى، حيث قمنا في هذه الدراسة بإسقاط هذا الموضوع على ماليزيا، التي تعد من ضمن الدول النامية التي حققت قفزات نوعية في معدلات النمو الاقتصادي المحققة، كما أن سوق الاوراق المالية فيها عرفت تطورا ملحوظا، وهو ما أثار فضولنا ودفعنا للتعرف على مدى مساهمة هذه السوق في النمو الاقتصادي لهذا البلد.

تعد ماليزيا من المستعمرات البريطانية السابقة في منطقة جنوب شرق آسيا، وتتشكل من الاتحاد الفيدرالي للملايو وإقليمي صباح وسراوك، وتحوز على مجموعة من المقومات الاقتصادية في مقدمتها رأس المال البشري الذي يعد انعكاسا لاهتمام ماليزيا بالاستثمار في العنصر البشري وخلق قوى عاملة ماهرة، رأس المال الثابت المتراكم نتيجة الارتفاع المستمر لحجم الاستثمار، بعض الموارد الطبيعية التي تم استغلالها أحسن استغلال، بالإضافة إلى نظام مالي متكامل تمت هيكلته بشكل مزدوج تقليدي/إسلامي، إذ يشتمل هذا النظام على مجموعة من البنوك، مؤسسات التأمين، والسوق المالي، هذا الأخير يشتمل بدوره على سوق الصرف الأجنبي والسوق النقدي، سوق المشتقات المالية، السوق المالية الخارجية في منطقة لبوان، بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية.

وفي سعيها للنهوض الاقتصادي واللاحق بركب الدول المتطورة، وضعت ماليزيا مجموعة من المخططات الاستراتيجية، تستهدف كل منها معدلات محددة للنمو الاقتصادي، وقد شملت هذه المخططات جميع القطاعات الاقتصادية بما في ذلك القطاع المالي ومن ضمنه سوق الاوراق المالية، التي تم فيها اعتماد مخططي CMP1 و CMP2، عملت من خلالهما ماليزيا على خلق أسواق جديدة (سوق الأوراق

المالية الإسلامية) مع تعزيز الأسواق القائمة (سوق الأوراق المالية التقليدية)، كما عملت على تحرير هذه السوق بغية استقطاب رؤوس الاموال الأجنبية، مع السعي نحو تحقيق نمو متحكم فيه.

وبالنظر إلى معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا في العقود الماضية، نجد ان الارتفاع كان سمة ملازمة لقيمة هذا المؤشر، وكانت نتيجة عمليات تطوير سوق الاوراق المالية، حدوث ارتفاع في حجم الاموال الم جمعة من السوق الاولى والموجهة لتمويل الاقتصاد الحقيقي بما يزيد عن الثلاثة أضعاف، وارتفاع في رسملة سوق الأوراق المالية الماليزية بأربعة أضعاف، وزيادة في عدد المشروعات المدرجة في السوق، بالإضافة إلى استقرار نسبي في سيولة السوق الثانوية.

هذا التماثل في النتائج المحققة بين مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية ومؤشرات النمو الاقتصادي في ماليزيا، وبالنظر إلى الدور المحوري لهذه السوق والمتمثل في جمع التمويل للاقتصاد الحقيقي، دفعنا لاستنتاج مفاده مساهمة أداء السوق في تحقيق النمو، إلا أن هذا الاستنتاج تطلب منا إجراء دراسة قياسية، أسفرت نتائجها عن وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، وهو ما يعني أن سوق الاوراق المالية في ماليزيا تساهم فعليا في تحقيق النمو الاقتصادي في هذا البلد.

ثانيا: نتائج الدراسة

في خضم معالجتنا لهذا الموضوع من جوانبه النظرية والتطبيقية تم التوصل إلى جملة من النتائج نوردتها فيما لي:

1- نتائج الجانب النظري

- يعد النمو الاقتصادي ظاهرة كمية تعبر عن مقدار الزيادة في حجم السلع والخدمات المنتجة داخل حدود الدولة، كما يعد من أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تعكس مدى نجاعة السياسات والمخططات الحكومية المعتمدة، وهو ما جعله يحظى باهتمام الاقتصاديين والباحثين على مر الزمن، ودفعهم في البداية إلى محاولة فهم وتفسير هذه الظاهرة، ثم إلى إعداد نماذج تبرز أهم محدداته والعوامل المساهمة في تحقيقه؛

- تعد مفاهيم التنمية والتنمية المستدامة امتدادا لمفهوم النمو، فقد انتقل الاهتمام من مجرد السعي نحو تحقيق زيادة كمية حجم السلع والخدمات المنتجة إلى الحرص على ان تشمل هذه الزيادة أكبر عدد ممكن من القطاعات في تحول واضح نحو مفهوم التنويع الاقتصادي، ونظرا لانتسام أغلب الموارد الطبيعية المستخدمة في العملية الإنتاجية بالنضوب، انتقل الاهتمام نحو ضرورة الحفاظ على حق

الأجيال القادمة في هذه الموارد، وذلك من خلال استهداف تحقيق نمو اقتصادي مستديم عرف باسم التنمية المستدامة؛

- اهتمت الأفكار الأولى عن النمو الاقتصادي بالمتغيرات الاقتصادية الجزئية وبتفسير هذه الظاهرة من خلال دراسة الواقع الاقتصادي المعاش، ثم جاء شومبيتر وقدم مساهمة كبيرة في نظرية النمو حين ربط بين النمو الاقتصادي والابتكار، واعتبر الاكتشافات الجديدة التي يقوم بها أصحاب المشروعات بمثابة المحرك الذي يدفع بعجلة النمو؛
- اهتم كينز في تحليلاته لظاهرة النمو الاقتصادي بالمتغيرات الاقتصادية الكلية وبدراسة هذه الظاهرة في الأجل القصير، حيث ربط بين النمو الاقتصادي وتدخل الدولة في الاقتصاد من خلال مجموعة من الآليات، وقد سار هارود ودومار في نفس الدرب، وقاما بتطوير النموذج الكينزي مع دراسة ظاهرة النمو في الأجل الطويل (النمو المستديم)، حيث ربطا بين الاستثمار والنمو الاقتصادي، واعتبرا أن هذا الأخير لا يكون مستداما إلا إذا تساوى الطلب على الاستثمار مع القدرة عليه، وهو ما لا يمكن التحكم فيه ويعتمد بالأساس على الصدفة؛
- طرح رواد المدرسة النيوكلاسيكية عامل التقدم التكنولوجي كأحد العوامل الخارجية المساهمة في تحديد معدلات النمو الاقتصادي، وربطوه بتطور التعليم، تحسين مهارات العمال، تنظيم الإنتاج...، وقد أسس لهذا التحليل كل من سولو وسوان اللذان أدخلوا عامل التطور التكنولوجي لدالة كوب-دوغلاس، وهو ما سمح بتجاوز مشكلة "حافة السكين" وإثبات استدامة النمو الاقتصادي بالضرورة؛
- فصل كالدور بين ادخار الأجراء وادخار أصحاب المشروعات، واعتبر هذا الأخير من أهم محددات النمو، وقد سار على دربه كل من باسنتي وروبنسون وأكدا هذه النتيجة في نموذجين منفصلين؛
- ربط لويس بين النمو الاقتصادي وبين التحول من القطاع الزراعي إلى القطاع الصناعي، حيث اعتبر أن هذا التحول من شأنه أن يدعم معدلات النمو، وقد اتفق معه كوزنتس وأكد هذه النتيجة من خلال ربطه بين زيادة سكان المناطق الحضرية وبين ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي؛
- أدى الأداء الاقتصادي الضعيف للعديد من الدول النامية إلى ظهور نظرية النمو الداخلي التي لم تعتبر النمو الاقتصادي نظرية طبيعية، حيث رفض رواد هذه النظرية مبدأ الغلة المتناقصة، كما رفضوا التدخلات الدورية للدولة في النشاط الاقتصادي، ولكنهم يقرون بإمكانية تعزيزها للنمو في الأجل الطويل، كما اعتبروا التقدم التكنولوجي عامل داخلي سببه تراكم النمو الاقتصادي؛

- اعتبر رومر أن المحدد الرئيسي للنمو الاقتصادي في الأجل الطويل يتمثل في الاستثمار في التكنولوجيات الجديدة الذي ينتج المعرفة، وهو ما يعني أن أنشطة البحث والتطوير تسبب النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وقد وافق لوكاس هذه الأفكار حين أكد وجود علاقة طردية بين عامل رأس المال البشري والنمو الاقتصادي، أما بارو فقد اهتم بالإنفاق العام، واعتبر الاستثمار في البنى التحتية من محددات النمو الاقتصادي؛
- يعد العمل، رأس المال والتطور التكنولوجي عوامل أساسية تؤثر في النمو الاقتصادي بشكل مباشر، كما يمكن التأثير على النمو بشكل غير مباشر من خلال التأثير على العوامل الأساسية بمجموعة من العوامل من أهمها رأس المال البشري، المشروعات، الانفتاح التجاري بالإضافة إلى الأسواق المالية؛
- يمكن التعبير عن النمو الاقتصادي بمجموعة من المؤشرات تتمثل في الناتج المحلي الإجمالي، الناتج الوطني الإجمالي، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، نصيب الفرد من الناتج الوطني الإجمالي، الدخل الوطني والدخل الفردي، إلا أن مؤشر الناتج المحلي الإجمالي يعد أشهرها وأكثرها استخداماً؛
- تختص سوق الأوراق المالية بالأساس في توفير التمويل متوسط وطويل الأجل للمشروعات الاستثمارية، من خلال ربطها بأصحاب الفوائض المالية الذين يسعون لتوظيف فوائضهم في نفس الآجال، ويتم ذلك بإجراء معاملات مالية فورية وفق شروط وإجراءات محددة، وهي تشكل رفقة السوق النقدي وسوق المشتقات المالية الأقسام الرئيسية للسوق المالي، حيث ظهر كل قسم من أقسام هذه الأخيرة خلال مرحلة من مراحل تطورها؛
- تنقسم سوق الأوراق المالية على حسب الأدوات المالية المتداولة فيها إلى سوق أسهم وسوق سندات، كما تنقسم على حسب الجهات الفاعلة فيها إلى سوق أولية وسوق ثانوية يمكن أن تسبقهما سوق رمادية تكون مخصصة للمستثمرين المؤسسيين، وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة تسمى البورصة وتكون في الغالب أسواق أسهم، وأسواق غير منظمة تنقسم إلى أسواق ثلاثة ورابعة وتكون في الغالب أسواق سندات؛
- ينقسم المتعاملون في سوق الأوراق المالية بشكل عام إلى عارضو وطالبو الأوراق المالية يتم الربط بينهما بواسطة مجموعة من الوسطاء الماليين كل على حسب اختصاصه، ويؤطر هذه العملية برمتها (شراء، بيع، وساطة) مجموعة من الهيئات الرقابية والتنظيمية؛

- تعد الاوامر وسيلة التواصل بين عارضي وطالبي الأوراق المالية من جهة وبين الوسطاء من جهة أخرى، حيث تم تصميم العديد من هذه الاوامر حتى يتسنى للمتعاملين اختيار الامر الذي يعكس رغبتهم، وتقوم اجهزة السوق بمعالجة هذه الاوامر وتسوية المعاملات وفق نظامي التسعير بالتثبيت والتسعير المستمر، وذلك على حسب النظام الذي يعتمده السوق، إلا ان أغلب الأسواق تعتمد حالياً النظام الأول عند الافتتاح ليكون السوق بعد ذلك مستمرا؛
- تطورت آليات التداول في سوق الأوراق المالية بشكل كبير سمح لها بالانتقال من التداول المادي إلى التداول الالكتروني، الذي اختزل الوقت المستغرق لعقد الصفقات ونشر المعلومات إلى أجزاء من الثانية، وسمح بظهور تقنيات حديثة للتداول كالتداول عالي التردد THF والصناديق المظلمة Dark Pools؛
- يتم التعبير عن أداء سوق الأوراق المالية بمجموعة من المؤشرات تتمثل في مؤشر الرسملة السوقية، مؤشر عدد المشروعات، مؤشر حجم التداول، مؤشر معدل الدوران، مؤشر درجة التركز، مؤشر تقلبات العائد، غير أن مؤشري الرسملة السوقية وحجم التداول يعدان من أكثر المؤشرات استخداما في هذا الإطار، ويتم التعبير عنهما بالعادة بالمعدل، والذي يتم احتسابه بقسمة القيم الخام لهذين المؤشرين على حجم الناتج المحلي الإجمالي؛
- تمثل الأسهم والسندات الأساس الذي تركز عليه سوق الأوراق المالية في توفير التمويل للمشروعات الاستثمارية، حيث يمكن لهذه الأخيرة المفاضلة بين أنواع مختلفة من هذه الأوراق المالية واختيار شكل التمويل المناسب والمطلوب؛
- ساهمت تقنيتي التوريق والتصكيك في إدراج ادوات مالية جديدة في سوق الأوراق المالية، تحمل خصائص وسمات منفردة سمحت لها باستقطاب فئات لم يسبق لها وان استثمرت في سوق الأوراق المالية؛
- يعد الادخار المحدد الرئيسي للاستثمار عند جميع المفكرين باختلاف المدارس التي ينتمون إليها، كما يعد الاستثمار من أهم محددات النمو الاقتصادي من خلال مساهمته المباشرة في تكوين رأس المال الثابت، وهو ما يعني أن النمو الاقتصادي يتحقق في ظل سياسات ادخارية ذات كفاءة عالية تسمح بتحويل أكبر حجم من الادخار إلى استثمار؛

- ينقسم الاستثمار وفقا لطبيعته إلى استثمار حقيقي يتجسد في توظيف الاموال في الأصول الحقيقية وهو ما يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي، وآخر مالي يتجسد في توظيف الأموال في الأصول المالية وهو ما يساهم في تمويل الاستثمار الحقيقي؛
- يتحدد الاستثمار المالي بناء على حجم عوائده والمخاطر المرافقة لها، كما يتم استخدام المشتقات المالية كآلية لإدارة هذه المخاطر، إلا أن النمو المتسارع لهذه الأدوات المالية أدى إلى تضخيم حجم السوق المالي وانفصاله شيئا فشيئا عن الاقتصاد الحقيقي؛
- اهتم الباحثون في البداية بتحديد العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي، وقد أفضت الدراسات التجريبية إلى وجود علاقة سببية تتجه من السوق المالي إلى النمو الاقتصادي، ومع توسع مكانة سوق الأوراق المالية داخل الاقتصاديات المعاصرة، تحول الاهتمام نحو دراسة العلاقة بينها وبين النمو الاقتصادي؛
- انقسمت الدراسات التي بحثت علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي على ثلاث فئات، توصلت الفئة الاولى منها إلى تأكيد وجود هذه العلاقة واعتبرت سوق الأوراق المالية من العوامل المساهمة في تحقيق النمو الاقتصادي، كما نفت فئة أخرى وجود هذه العلاقة واعتبرت سوق الأوراق المالية مجرد نادي للمراهنة على تحركات أسعار الأوراق المالية داخل السوق، من دون ان يكون لذلك أي أثر على النمو الاقتصادي، وتوصلت الفئة الثالثة إلى وجود هذه العلاقة في مرحلة ما وغيابها في مرحلة أخرى، وهو ما يعني أن سوق الأوراق المالية تلعب دورا مهما في تحقيق النمو الاقتصادي خلال فترة ما أو في دولة ما، ويغيب عنها هذا الدور في مرحلة أخرى أو في دولة أخرى؛
- ينساب تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من الناحية النظرية عبر ثلاثة قنوات رئيسية، تتمثل في قناة التمويل، السيولة وقناة المعلومات، إذ يمكن أن يكون هذا التأثير إيجابيا ويعمل على تحفيز النمو الاقتصادي، كما يمكن ان يكون سلبيا ويعمل على كبح النمو الاقتصادي؛
- تساهم سوق الأوراق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاستثمارية، حيث تعمل هذه الأخيرة بعد حصولها على التمويل على انتاج المزيد من السلع والخدمات والرفع من حجم الناتج المحلي الإجمالي، كما انها تعمل على تخصيص أكبر قدر من الموارد المالية المتاحة للمشروعات الأنجح، حيث يمكن للمستثمر تمييز هذه الأخيرة عبر المعلومات التي توفرها السوق عنها وعن حركة أسعار أسهمها، أضف إلى ذلك أنها

تساعد في تقييم أداء المشروعات المدرجة فيها بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام، وذلك عبر عرضها لحركة أسعار الأوراق المالية التي تعكس الأداء؛

- ساهم الاقتصاد الوهمي _ الناتج من انفصال الاقتصاد المالي عن الاقتصاد الحقيقي _ في ظهور العديد من الأزمات المالية، وقد أثرت بعض هذه الأزمات _ كالأزمة المالية العالمية 2008 _ على النظام المالي برمته، وتسببت في كبح معدلات النمو الاقتصادي للعديد من دول العالم.

2- نتائج الجانب التطبيقي

- حازت ماليزيا بعد فترة وجيزة من نيل استقلالها على بعض مقومات النمو الاقتصادي من أهمها، رأس المال المادي والبشري ومجموعة من الموارد الطبيعية، بالإضافة إلى نظام مالي متكامل قادر على استقطاب أغلب الفوائض المالية المحلية؛
- شهدت دولة ماليزيا المستقلة تغييرا هيكليا في اقتصادها، حيث تحولت من بلد زراعي يعتمد في نموه الاقتصادي على بعض المنتجات النصف مصنعة إلى بلد صناعي بامتياز، يعتمد في نموه بشكل كبير على التصنيع، وقد سمح لها هذا التحول، بتحقيق طفرة اقتصادية وتطورا سريعا تظهره بوضوح، معدلات النمو الاقتصادي المحققة في تسعينيات القرن الماضي؛
- اعتمدت ماليزيا رؤية الاقتصادي الانجليزي آرثر لويس في سعيها لتحقيق التنمية الاقتصادية، وقد عملت في هذا الإطار على تطوير شامل لكافة القطاعات المكونة للاقتصاد الماليزي _ومن ضمنها القطاع المالي_، من أجل الوصول إلى معدلات محددة للنمو الاقتصادي، تضمن لها في النهاية تحقيق التنمية الاقتصادية، وهذا يعني ان ماليزيا عمدت على تحسين أداء القطاعات المكونة للاقتصاد الماليزي _ومن ضمنها القطاع المالي_ من أجل التأثير على النمو الاقتصادي؛
- يتشكل القطاع المالي في ماليزيا من قسمين رئيسيين، أولهما المؤسسات المالية التي تنقسم إلى وسطاء مصرفيون يتمثلون في البنوك بأنواعها، ووسطاء غير مصرفيين يشتملون بشكل أساسي على شركات التأمين وبعض مؤسسات تمويل التنمية، أما القسم الثاني فيتمثل في السوق المالي الذي يتفرع إلى السوق النقدي وسوق الصرف الأجنبي، سوق المشتقات المالية، السوق المالي الخارجي في منطقة لبوان، وأخيرا سوق الأوراق المالية؛
- تنقسم سوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى قسمين رئيسيين، يتمثل القسم الأول في سوق الملكية وتضم سوق للأسهم وسوق للصناديق الاستثمارية، وهي عبارة عن سوق منظمة ممثلة في بورصة ماليزيا، يتم فيها إدراج المشروعات في سوق رئيسية وأخرى تسمى سوق ACE، أما القسم الثاني

- فيتمثل في سوق السندات والصكوك الإسلامية، وهي عبارة عن سوق غير منظمة يجري فيها التداول على منصة للتداول الالكتروني يديرها البنك المركزي الماليزي (بنك نيجارا)؛
- تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية "SAC" بفرز الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية عن بقية الأوراق المالية، ثم تقوم بترميزها حتى تمكن المستثمرين من التعرف عليها، وقد سمح هذا الإجراء بتفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا؛
 - تستحوذ سوق رأس المال _الذي يتكون من سوق المشتقات وسوق الأوراق المالية_ في ماليزيا حاليا، على أكبر حصة سوقية لتمويل الاقتصاد الحقيقي بما يقارب الـ 39%؛
 - تستحوذ سوق الأوراق المالية الماليزية على أكبر سوق للصكوك الإسلامية في العالم، وأكبر سوق للصناديق الاستثمارية الإسلامية في العالم، وثالث أكبر سوق للسندات في آسيا، وأكبر عدد من المشروعات المدرجة في منطقة الآسيان؛
 - سطرت ماليزيا 11 مخططا خماسيا ضمن 4 سياسات عامة كان آخرها رؤية 2020، حيث تم تحديد معدلات النمو الاقتصادي الواجب تحقيقها في كل سياسة مسطرة، وذلك من خلال تحسين أداء القطاعات المكونة للاقتصاد الماليزي ومن ضمنها القطاع المالي، وقد أجمع صناع السياسة الماليزيون على أن الغرض من القطاع المالي هو أن يكون عامل تمكين للنمو الاقتصادي؛
 - يعد مخطط تطوير سوق رأس المال الاول والثاني (CMP1, CMP2) من ضمن مخططات تحسين أداء القطاع المالي، ويعد التوجه نحو تخفيض درجة اعتماد الاقتصاد على الوساطة المصرفية وتحويل ذلك نحو أسواق رأس المال، من اهم ما تضمنه هاذين المخططين، حيث تم العمل على الدفع بالمشروعات نحو التوجه لسوق الأوراق المالية لطلب التمويل، من خلال توسيع هذه السوق لتشمل المعاملات المالية الإسلامية وتفتح أكثر على اجتذاب رؤوس الاموال الاجنبية؛
 - نجح الاقتصاد الماليزي في الخروج سريعا من أزمة 1997/1998، وهو ما يعكس نجاح خطة التعافي الاقتصادي التي انتهجتها ماليزيا بعد هذه الازمة؛
 - حققت ماليزيا معدلات نمو اقتصادي أكثر من مقبولة خلال العقدين الماضيين، حيث قاربت قيمتها الـ 6%، وهذا يعكس الأداء الجيد للاقتصاد الماليزي نتيجة تحوله من الاعتماد المفرط على قطاع الصناعات التحويلية للمنتجات الفلاحية، إلى الاعتماد على قطاعي التصنيع والبناء؛
 - لم تتوافق معدلات النمو الاقتصادي المحققة في ماليزيا خلال العقدين الماضيين مع المعدلات المحددة في رؤية 2020، وهو ما يعكس وجود خلل في إعداد او تطبيق هذه الرؤية؛

- شهد حجم الاموال المجمع من السوق الاولى والموجهة لتمويل الاقتصاد الحقيقي، ارتفاعا ملحوظا في نهاية فترة تطبيق CMP1، وهو ما يعكس نجاح هذه الخطة التي عملت من خلالها ماليزيا على خلق سوق للأوراق المالية الإسلامية وسوق مالية خارجية؛
- شهدت رسملة سوق الاوراق المالية الماليزية نموا مستمرا خلال الفترة (2000-2018)، حيث تضاعفت قيمتها من بداية الفترة إلى نهايتها بأكثر من أربعة مرات، وهو ما يعبر عن تحسن اداء هذه السوق وفق هذا المؤشر، وبما ان هذا التحسن قد تزامن مع تحسن أداء مؤشر النمو الاقتصادي خلال نفس الفترة، فإن هذا يعزز من صحة فرضية وجود علاقة بين رسملة سوق الاوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا؛
- أثرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 على سوق الأوراق المالية الماليزية في نفس السنة بفعل انفتاحها على الأسواق المالية العالمية، ثم انساب هذا التأثير على النمو الاقتصادي في ماليزيا في السنة التي تلتها، وهو ما يعزز من صحة فرضية وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ماليزيا؛
- بين لنا مؤشري عدد المشروعات ودرجة التمرکز أن سوق الأوراق المالية الماليزية هي سوق كبيرة من حيث العدد، كما يبرز لنا مؤشر الرسملة السوقية ومؤشري سيولة السوق أن حجم هذه السوق لا تتناسب مع حجم الاقتصاد الحقيقي في ماليزيا، فرغم أنها تقع ضمن أسواق الأوراق المالية الناشئة إلا أن نموها تسارع بشكل أكبر من نمو حجم الاقتصاد الحقيقي؛
- توجد علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل القصير، وتنتج هذه العلاقة من معدل رسملة سوق الأوراق المالية إلى معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي؛
- توجد علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل الطويل، وتنتج هذه العلاقة من معدل رسملة سوق الأوراق المالية إلى معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي؛
- ينساب تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا عبر قناة واحدة وهي قناة التمويل، وهو ما يعني أن حجم الاموال المجمع من السوق الأولية والموجهة لتمويل المشروعات الاستثمارية هو ما يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي في ماليزيا، وأن درجة سيولة السوق الثانوية ورغم ارتفاعها لم تؤثر في هذا النمو؛

- يعد مؤشر النمو الاقتصادي متغيرا تابعا يتأثر بمؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية في ماليزيا ولا يؤثر فيها، ويعني هذا أن سوق الأوراق المالية في ماليزيا لم تستقطب الفوائض المالية المتولدة عن نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي؛
- توجد علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات قياس أداء سوق الأوراق المالية ومتغير النمو الاقتصادي في ماليزيا، فعودة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى قيمته التوازنية في الأجل الطويل تتم بمعدل 84,82% كل سنة، وهو ما يعني أن اختلالات الأجل القصير يتم تصحيحها خلال سنة وشهرين تقريبا؛
- يساهم معدل الرسملة السوقية في رفع معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا في الأجل القصير بمقدار 0,04%، فزيادة رسملة سوق الأوراق المالية مقارنة بحجم الناتج المحلي الإجمالي بـ 1%، سوف يرفع بعد سنة واحدة من معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي بمعدل 0,04%؛
- تلعب سوق الأوراق المالية دورا حيويا في الاقتصاد الماليزي، إذ تُعد من محددات النمو الاقتصادي في هذا البلد، فأداؤها يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

ثالثا: اختبار الفرضيات

- توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى صحة الفرضية الرئيسية مع الفرضيات الفرعية الأولى، الثانية والرابعة، بينما تم رفض الفرضية الفرعية الثالثة، وبالتالي:
- يساهم أداء سوق الأوراق المالية في تحديد معدلات النمو الاقتصادي المحققة في ماليزيا بمقدار 0,04%؛
- تؤثر مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية على مؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا في الأجل القصير؛
- تؤثر مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية على مؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا في الأجل الطويل؛
- لا تؤثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا من خلال قناتي التمويل والسيولة، بل تؤثر فقط من خلال قناة التمويل؛
- توجد علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي في ماليزيا.

رابعاً: مقترحات الدراسة

بناء على النتائج التي تم التوصل إليها، فإننا نقترح مجموعة من التوصيات التي من شأنها أن تحسن من أداء سوق الأوراق المالية، وترفع من حجم مساهمتها في تحقيق النمو الاقتصادي في ماليزيا وفق ما يلي:

- العمل على توسيع مكانة سوق الأوراق المالية داخل النظام المالي الماليزي، بما يمكنها من استقطاب المزيد من الفوائض المالية المحلية والأجنبية؛
- العمل على تعزيز أقسام سوق الأوراق المالية القائمة، مع خلق قسم خاص داخل السوق يُعنى بالمعاملات على الأوراق المالية الدولية، بحيث يُمكن المستثمرين الأجانب من الاستثمار في الأوراق المالية المحلية؛
- ضرورة تطوير آليات التداول الإلكتروني والسماح باستخدام الأوامر المبرمجة بالخوارزميات، وذلك قبل الانفتاح على أسواق الأوراق المالية العالمية؛
- ضرورة تنشيط السوق الثانوية والعمل على الرفع من مؤشر معدل الدوران وزيادة حجم التداول، حتى يتسنى لسوق الأوراق المالية استغلال قناة السيولة، واستقطاب الفوائض المالية التي يسعى أصحابها إلى توظيفها في مدد زمنية قصيرة؛
- ضرورة الرفع من مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية، حتى يتسنى لها التخصيص الأمثل للفوائض المالية المستقطبة، وتصبح مصدراً للمعلومات المساعدة على تقويم أداء المشروعات المدرجة فيها بشكل خاص، والاقتصاد الماليزي بشكل عام؛
- بذل المزيد من الجهود لجعل ماليزيا مركز مالي إسلامي، حتى يتسنى لها استقطاب الفوائض المالية الأجنبية التي يسعى أصحابها لتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- ضرورة محافظة سوق الأوراق المالية الإسلامية على المهنية في عملية تمييز قائمة الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، حتى لا تفقد ثقة المستثمرين في هذه السوق؛
- ضرورة مراجعة آليات تنفيذ رؤية 2020، واستكشاف مواطن الخلل من أجل مراجعتها بما يضمن تحقيق الهدف الأسمى، والمتمثل في الوصول بماليزيا إلى مصف الدول المتطورة؛
- مواصلة العمل باتباع سياسة تسطير مخططات سنوية، متوسطة، وطويلة الأجل، تكون واضحة المعالم ومحددة الأهداف من أجل النهوض بالاقتصاد الماليزي، لما لهذا من انعكاس جد إيجابي على الاقتصاد الماليزي.

وحتى نستفيد محليا من التجربة الماليزية في استغلال سوق الاوراق المالية في النهوض بالاقتصاد الوطني، فإننا نقترح التوصيات التالية:

- ضرورة تسطير مخططات سنوية، متوسطة، وطويلة الأجل، تشمل جميع القطاعات الاقتصادية وتحمل في طياتها مدد محددة للوصول إلى الأهداف المسطرة، مع ضرورة مراجعة اختلالات الاعداد و/أو التنفيذ إن وجدت؛
- ضرورة تفعيل سوق الاوراق المالية في الجزائر واستغلالها في تعبئة المدخرات المحلية، ثم بعد ذلك الأجنبية، لما لها من القدرة على زيادة حجم التمويل للمشروعات الاستثمارية؛
- العمل على تقليص دور النظام البنكي في توفير التمويل اللازم للمشروعات، والدفع بهذه الأخيرة نحو بورصة الجزائر من أجل الإدراج وطلب التمويل؛
- ضرورة اعتماد النظام المالي المزدوج (تقليدي/إسلامي) في المؤسسات المالية، ثم تعميم التجربة بعد ذلك على سوق الأوراق المالية، وهذا من أجل استغلال الفوائض المالية التي يسعى أصحابها لتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

خامسا: آفاق البحث

- في خضم معالجتنا لهذا الموضوع، تبادر إلى أذهاننا مجموعة من التساؤلات التي يمكن الإجابة عليها من خلال مواضيع لدراسات مستقبلية من ضمنها:
- أثر اعتماد المعاملات المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا؛
 - دور سوق الاوراق المالية في إحداث التنمية المستدامة في ماليزيا؛
 - دور التطور المالي في تحقيق النمو الاقتصادي في الجزائر.

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

• الكتب

- اللغة العربية

1. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة: دراسة فقهية، دار الكتاب الثقافي، عمان، الأردن، 2016؛
2. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن، 2010؛
3. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2017؛
4. اسماعيل محمد بن قانة، اقتصاد التنمية [نظريات- نماذج- استراتيجيات]، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012؛
5. أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، دار الراية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013؛
6. أنطوان زحلان وآخرون، النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة في الدول العربية، المركز العربي للأبحاث ودراسة السياسات، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، 2013؛
7. بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زايد للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، بسكرة، الجزائر، 2019؛
8. جابر أحمد بسيوني، محمد محمود مهدي، التنمية الاقتصادية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الاسكندرية، مصر، 2012؛
9. حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011؛
10. حيدر عباس عبدالله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016؛
11. خبابة عبدالله، الاقتصاد المصرفي: النقود- البنوك التجارية- البنوك الإسلامية- السياسة النقدية- الأسواق المالية- الأزمة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2013؛
12. خبابة عبدالله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2014؛

13. خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، الجنادرية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016؛
14. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012؛
15. روبرت صولو، نظرية النمو، ترجمة ليلي عبود، مراجعة محمد دويدار، مركز دراسات الوحدة العربية: المنظمة العربية للترجمة، الطبعة الثانية، بيروت، لبنان، 2003؛
16. زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية: من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009؛
17. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي: دراسات في الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، فرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، 1996؛
18. سيف إبراهيم المصاروة، تداول الأوراق المالية: الحماية الجزائية-دراسة مقارنة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012؛
19. شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية: الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015؛
20. الطاوس حمداوي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر: حالة الجزائر، دار الإعمار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2017؛
21. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر، 2006؛
22. عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2002؛
23. عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط في التمويل الإسلامي: حماية للمال ودافع للتنمية، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري: إدارة البحوث، الطبعة الأولى، دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2015؛
24. عبد الكريم أحمد قندوز، التحوط وإدارة المخاطر في التمويل الإسلامي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2015؛

25. عزيزة بن سميحة، البورصة والأسواق المالية: دراسة تحليلية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016؛
26. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007؛
27. علي عبدالفتاح أبو شرار، الأزمة المالية الاقتصادية العالمية الراهنة: أحداثها، أسبابها، تداعياتها، إجراءاتها، دائرة المكتبة الوطنية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2012؛
28. عيسوي سهام، الأدوات المالية المشتقة: أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها-بورصة EURONEXT-PARIS، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2017؛
29. فرج عباس خير الله، إدارة المخاطر المالية، دار أمجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016؛
30. فهد بن عبدالله الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية، مكتبة الملك فهد الخيرية، الطبعة الثانية، الرياض، السعودية، 2008؛
31. فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008؛
32. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، السعودية، 2005؛
33. محمد حسن دخيل، إشكاليات التنمية الاقتصادية المتوازنة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2009؛
34. محمد صادق اسماعيل، التجربة الماليزية: مهاتير محمد ... والصحة الاقتصادية، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، 2014؛
35. محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم العالي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2013؛
36. محمد عبد العزيز عجمية وآخرون، التنمية الاقتصادية ومشكلاتها: مشاكل الفقر-التلوث البيئي-التنمية المستدامة، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013؛
37. محمود علي الشرقاوي، النمو الاقتصادي وتحديات الواقع، دار عيداء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2016؛

38. مدحت القرشي، التنمية الاقتصادية: نظريات وسياسات وموضوعات، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007؛
39. مصطفى يوسف كافي وآخرون، أسواق مالية ونقدية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2017؛
40. منصور الزين، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الزاوية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2013؛
41. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2014؛
42. ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حسن حسني ومحمود حامد محمود، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2006؛
43. نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية: الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الثانية، عمان، الأردن، 2015؛
44. نسرین عبدالحمید نبیه، البورصة: (ماهیته-تاریخها-مستقبلها) ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2012؛
45. وسام درویش مصطفی، استراتيجية التنمية الاجتماعية والاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2016؛
46. يوسف حسن يوسف، الصكوك المالية وأنواعها: الاستثمار-الصناديق الاستثمارية-الأوراق المالية والتجارية، دار التعليم الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2014.

- اللغة الأجنبية

47. Abdeljabbar Bsais, Modeles de croissance exogene, centre des publication universitaire, Tunis, Tunisie, 2007;
48. Agnès Bénassy-Quéré et d'autres, Politique économique, éditions De Boeck, 2^e édition, Bruxelles, Belgique, 2010;
49. Ahcene Lahsasna and All, Forward Lease Sukuk in Islamic Capital Markets: Structure and Governing Rules, Springer International Publishing Ag: Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2018;
50. Amarjit Kaur, Ian Metcalfe, The Shaping of Malaysia: Studies in the Economies of East and South-East Asia, Malcolm Falkus, 1st edition, London, England, 1999;

51. Anne E. Egelston, **Sustainable Development: a History**, Springer Science + Business Media, New York, USA, 2013;
52. Bonnie G. Buchanan, **Securitization and the Global Economy: History and Prospects for the Future**, Nature America Inc: Palgrave Macmillan, New York, USA, 2017;
53. Didier Marteau, **Les Marchés de Capitaux**, Armand Colin, 2^e Edition, Paris, France, 2016;
54. Donald J. Harris, **The New Palgrave Dictionary of Economics: The Classical Theory of Economic Growth**, Macmillan Publishers Ltd, 2nd edition, London, United kingdom, 2008;
55. Dov Origen, **Pratique des Marchés Financiers**, Dunod, 2^e Edition, Paris, France, 2007;
56. Éric Chardoillet et d'autres, **L'essentiel des marchés financiers: Front office, post-marché et gestion des risques**, Groupe Eyrolles, Paris, France, 2010;
57. Eva R. Porras, **Bubbles and Contagion in Financial Markets: Models and Mathematics**, Macmillan Publishers Ltd: Palgrave Macmillan, Volume 2, London, United Kingdom, 2017;
58. Franck Moraux, **Finance de Marché**, Pearson Education France, Paris, France, 2010;
59. Frederic Mishkin, **Monnaie, banque et marchés financiers**, Traduit par Christian Bordes et d'autres, Pearson France, 10^e édition, Montreuil, France, 2013;
60. Giang Dang, Low Sui Pheng, **Infrastructure Investments in Developing Economies: The case of Vietnam**, springer Publishing, New York, USA, 2015;
61. He Weiping, **The Regulation of Securities Markets in China**, Nature America Inc: Palgrave Macmillan, New York, USA, 2018;
62. Hrishikesh D.Vinod, Derrick P.Reagle, **Preparing for the Worst: Incorporating Downside Risk in Stock Market Investments**, John Wiley & Sons Inc, New Jersey, USA, 2005;
63. Jérémy Morvan, **Marchés et instruments financiers**, Dunod, 3^e Edition, Paris, France, 2017;
64. John L. Teall, **Financial Trading and Investing**, Elsevier Inc: Academic Press, 2nd Edition, London, United Kingdom, 2018;
65. Jonathan Berk et d'autre, **Finance d'entreprise**, Pearson Education France, 3^e édition, Montreuil, France, 2014;
66. Lukasz Snopek, **Guide Complet de Construction et de Gestion de Portefeuille**, Maxima Laurent du Mesnil, 2^e Edition, Paris, France, 2016;
67. M.S. Oosterbaan & All, **The Determinants of Economic Growth**, Springer Science + Business Media, 1st edition, New York, USA, 2000;
68. Marc Montoussé, Dominique Chamblay, **100 Fiches pour comprendre les sciences économiques**, éditions bréal, 8^e édition, Paris, France, 2004;
69. Marc montoussé, **Théories économiques**, éditions bréal, 2^e édition, Paris, France, 2008;
70. Moorad Choudhry & all, **Capital Market Instruments: Analysis and Valuation**, Macmillan Publishers Limited: Palgrave Macmillan, 3rd Edition, London, England, 2010;
71. Olivier Blanchard et d'autres, **Macroéconomie**, éditions pearson, 6^e édition, Montreuil, France, 2013;

72. Patrick S.collins, **Regulation of Securities, Markets, and Transactions: a Guide to the New Environment**, John Wiley & Sons Inc, New Jersey, USA, 2011;
73. Pierre Devolder et d'autre, **Mathématiques Financières**, Pearson Education France, Montreuil, France, 2012;
74. Rajesh Kumar, **Valuation:Theories and Concepts**, Elsevier Inc: Academic Press, 1st edition, London, United kingdom, 2016;
75. Richard A.easterlin, **La Croissance Triomphante-une perspective historique sur le XXI^e siècle**, Editions Nouveaux Horizons, Paris, France, 2000;
76. Robert Cobbaut et d'autre, **la gestion de portefeuille: Instruments, Stratégie et Performance**, De Boeck Supérieur, 2^e Edition, Paris, France, 2015;
77. Robert E B Lucas, Donald Verry, **Restructuring the Malaysian Economy: Development and Human Resources**, Macmillan Press LTD, 1st edition, London, England, 1999;
78. Roland Portait, Patrice Poncet, **Finance de Marché : Instruments de Base, Produits Dérivés, Portefeuilles et Risques**, Editions Dalloz, Paris, France, 2008;
79. Salih N. Neftci, **Principles of Financial Engineering**, Elsevier Inc: Elsevier's Science & Technology, Second Edition, California, USA, 2008;
80. Solomon Y Deku, Alper Kara, **Securitization: Past, Present and Future**, Springer International Publishing AG: Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2017;
81. Syed Aun R. Rizvi & all, **Public Finance and Islamic Capital Markets: Theory and Application**, Nature America Inc: Palgrave Macmillan, New York, USA, 2016;
82. Tatyana P. Soubbotina, **Beyond Economic Growth: An Introduction to Sustainable Development**, World Bank Publications, WBI Learning Resources Series, 2nd edition, Washington D.C, USA, 2004;
83. You-lan Zhu & All, **Derivative Securities and Difference Methods**, Springer Science + Business Media, 2nd édition, New York, USA, 2013.

• رسائل و مذكرات جامعية

- اللغة العربية

84. أحمد رجراج، **أسواق الأوراق المالية الخليجية: تقييم الأداء وتحديات المرحلة الراهنة**، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013؛
85. بدرابي شهيناز، **تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية: دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)**، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015؛
86. بركنو قوسام، **دراسة قياسية لتغير مؤشر البورصة: دراسة حالة مؤشر Nasdaq وDaw jons**، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010؛

87. بصدار زوليخة، المتغيرات المؤسسية، رأس المال البشري والنمو الاقتصادي في الجزائر: محاولة تقييم، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة معسكر، الجزائر، 2016؛
88. بلال محمد سعيد المصري، تجربة ماليزيا في التنمية الاقتصادية: دروس مستفادة، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر- غزة، فلسطين، 2016؛
89. بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013؛
90. بن عيسى عبدالقادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية: دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غابة ديسمبر 2010، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012؛
91. بوتة نسرين، الأسواق المالية ودورها في تنشيط إستراتيجية الخصخصة: دراسة لواقع التجربة المغربية، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015؛
92. بودريالة فايزة، إشكالية تحويل الادخار إلى استثمار في الاقتصاديات الريفية: حالة الجزائر 2000-2014، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016؛
93. بوعبد الله علي، أثر الأسواق المالية على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014؛
94. بوغزالة محمد نجلة، الوساطة المالية والنمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016؛
95. بولحبال زوبيير، تطوير السوق المالية الإسلامية: التجربة الماليزية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة عنابة، الجزائر، 2018؛
96. جاب الله عادل رياض، متطلبات تطوير السوق المالي الجزائري للتكيف والاندماج مع الأسواق المالية العالمية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2017؛
97. جهرة شناعة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2018؛
98. حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-
2009، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012؛

99. حفيظ عبد الحميد، أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء أسواق الأوراق المالية الأردنية: دراسة حالة سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عنابة، الجزائر، 2016؛
100. حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الأزهر، فلسطين، 2010؛
101. خلادي إيمان نور اليقين، دور الادخار العائلي في تمويل التنمية الاقتصادية: حالة الجزائر، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012؛
102. دحماني نور الهدى، سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة بعض الاقتصادات الناشئة والجزائر، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة عنابة، الجزائر، 2015؛
103. رمضان لعل، تدفقات رؤوس الأموال الدولية وأثرها على النمو والتنمية في الدول النامية: دراسة تجربة كوريا الجنوبية وماليزيا، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011؛
104. رواسكي خالد، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في إقليم شمال إفريقيا والشرق الأوسط: دراسة قياسية للفترة (2001-2011)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013؛
105. سعيداني سعاد، دور الاستثمار في تحقيق التنمية، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة المدية، الجزائر، 2016؛
106. سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية: دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، رسالة ماجستير، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012؛
107. سناء مرابطي، أثر تداول منتجات الهندسة المالية على كفاءة سوق رأس المال: دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2018؛
108. شتوان صونية، تحليل علاقة تمويل المؤسسات المبتكرة بالنمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015؛

109. شنيقي سيف الدين، التحول الديمقراطي في الجزائر وماليزيا: دراسة مقارنة للتجربتين، رسالة ماجستير، قسم العلوم السياسية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2016؛
110. شيخي بلال، تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية: الواقع والآفاق، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011؛
111. طارق إبراهيم محمد أحمد أبو شوك، معوقات الإدراج في بورصة قطر: البواعث والحلول (2016)، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، جامعة الجزيرة، السودان، 2016؛
112. عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار: دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2016؛
113. عمر كعيوش، دور الديمقراطية التوافقية في إدارة العملية السياسية في المجتمعات الطائفية: دراسة حالة ماليزيا ولبنان 1989-2015، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم السياسية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2019؛
114. فاطمة الزهراء سبع، آفاق التمويل الإسلامي في أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008: الفرص والتحديات، مع الإشارة إلى تجربة ماليزيا، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الأغواط، الجزائر، 2013؛
115. قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016؛
116. لبنى بوطمين، أثر التمويل الإسلامي في رفع كفاءة الاستثمار في الجزائر: دراسة استشرافية على ضوء التجربة الجزائرية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2019؛
117. لعجالي زكية، الاستثمار في الأوراق المالية، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010؛
118. مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية: دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990-2014، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016؛
119. نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي خلال الفترة 2001-2015، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016؛

120. نصبه مسعودة، نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال: تجربة ماليزيا أنموذجاً، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013؛
 121. نور الهدى حفصاوي، دراسة العلاقة بين تطور النظام النقدي والمالي والنمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر ومصر (1990-2016)، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2018؛
 122. نورين بومدين، صناعة الهندسة المالية وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2015؛
 123. هبة السيد محمد سيد أحمد، تحليل علاقو سعر الفائدة بالنمو الاقتصادي: دراسة دولية مقارنة بالتركيز على الاقتصاد المصري، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الزقازيق، مصر، 2017؛
 124. يحي أزغار، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس: أعقاب الأزمة المالية العالمية 2008، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2017؛
 125. يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، الجزائر، 2012.
- اللغة الأجنبية
126. Alya Itani, Reasoning Methods for Merging Financial Technical Indicators, Doctoral Thesis, Department: Image and Information Processing, University of Rennes, France, 2014;
 127. Arby Cole, The Malaysian "Vision 2020" National Development Plan: Implementation Problems In Sabah, Doctoral Thesis, Department of Sociology, The University of York, England, 1998;
 128. Daniel Stéphane, Trading Haute Frequence et Manipulation de Cours, Thèse de Magistère, Département Juriste d'Affaires, Université Panthéon-Assas - Paris II, France, 2012;
 129. Jonathan Donier, Agents hétérogènes et formation des prix sur les marchés financiers, Thèse de doctorat, Département Mathématiques générales, université pierre et marie curie - Paris VI, France, 2016;
 130. Julien Derveeuw, Simulation multi-agents de marchés financiers, Doctoral Thesis, IT department, University of Lille, France, 2008;
 131. Rezine Okacha, Capital Humain, Education et Croissance Economique : une Approche Economique, Thèse de Doctorat, département Sciences Economiques, Université de Tlemcen, Algérie, 2015;

132. Tom Ghorbani & Hamza Harrami, Religious effects on Malaysian capital markets - A value at risk approach on Islamic and conventional bonds, Bachelor thesis in Economics, Department of Economics Autumn, Stockholm University, Stockholm, Sweden, 2014.

• المجلات و المطبوعات

- اللغة العربية

133. أحمد سلامي، العلاقة بين الادخار والاستثمار في الجزائر: مقارنة اقتصادية قياسية في الفترة 1970-2016، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، المركز الجامعي تمنراست، الجزائر، 2019، ص ص 437-463؛
134. أحمد سلامي، محمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1970-2011، مجلة الباحث، المجلد 8، العدد 13، جامعة ورقلة، الجزائر، 2013، ص ص 121-134؛
135. أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، جامعة بغداد، العراق، 2013؛
136. بباس منيرة، التوريق بين الواقع العملي والتكليف الشرعي: دراسة حالة ماليزيا، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 4، العدد 1، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2017، ص ص 359-379؛
137. بشار ذنون محمد الشركجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية: دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89، الموصل، العراق، 2008، ص ص 71-90؛
138. بصيري محفوظ، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية: دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة 2001-2015، مجلة معارف: قسم العلوم الاقتصادية، المجلد 11، العدد 21، جامعة البويرة، الجزائر، 2016، ص ص 80-94؛
139. بن حاج جيلالي مغراوة فتيحة، التنمية المستدامة بين الطرح النظري والواقع العملي: دراسة الاستراتيجية العربية المقترحة للتنمية المستدامة لما بعد عام 2015، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 6، العدد 1، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2017؛

140. بن عبد الفتاح دحمان، بن موسى كمال، التوريق وموقعه في الأزمة المالية العالمية المعاصرة، مجلة الحقيقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 10، العدد 19، جامعة أدرار، الجزائر، 2011، ص ص 317-346؛
141. بن علقمة مليكة، دور عمليات التوريق المصرفي في إدارة مخاطر القروض المصرفية، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 5، العدد 1، جامعة الجلفة، الجزائر، 2019، ص ص 199-226؛
142. جبار صحن عيسى سماري، استعمال التداول الالكتروني وتأثيره في تحسين أداء سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 86، بغداد، العراق، 2016، ص ص 525-541؛
143. حياة عوايجية، مفتاح صالح، تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 7، العدد 2، جامعة الوادي، الجزائر، 2017، ص ص 73-86؛
144. خنشول دنيا، واقع التنمية المستدامة في الجزائر: دراسة تحليلية خلال الفترة 1992-2015، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 5، العدد 1، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2018؛
145. دحمان نور الهدى، العابد برينيس شريفة، سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة إندونيسيا والجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد 1، العدد 1، المركز الجامعي ميلة، الجزائر، 2017، ص ص 116-129؛
146. دحمان نور الهدى، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، المجلد 1، العدد 37، جامعة القدس، فلسطين، 2015، ص ص 349-385؛
147. رابح خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 4، العدد 1، جامعة باتنة، الجزائر، 2014، ص ص 117-141؛
148. رضا فتحي علي المنسي، اشكاليات العلاقة بين الاقتصاد المالي والاقتصاد العيني ودورها في امتصاص الثاني لازمة الاول الراهنة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 2، العدد 20، بغداد، العراق، 2009؛
149. ریحان الشریف، الزیر بولحبال، سوق السندات والاستقرار المالي: التجربة الآسيوية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، المجلد 4، العدد 4، جامعة الوادي، الجزائر، 2013؛

150. سعيد سيف السبوسي، نظام التوريق كمصدر من مصادر التمويل الحديث: دراسة وصفية تحليلية، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 10، العدد 1، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2019، ص ص 47-81؛
151. شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، عدد 10، جامعة سطيف، الجزائر، 2010؛
152. عامر كمال، إسهامات الهندسة المالية في إدارة المخاطر في الأسواق المالية وتحسين أدائها، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 8، العدد 2، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2017، ص ص 75-88؛
153. عبد الناصر براني، بركات سمير، دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي نموذجا، مجلة الشريعة والاقتصاد، المجلد 05، العدد 10، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2016، ص ص 341-374؛
154. عتو الشارف، احري خيرة، محددات النمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2011، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 5، العدد 8، جامعة مستغانم، الجزائر، 2015؛
155. عيساوي سهام، حوحو فطوم، تداول المشتقات المالية في الأسواق المالية الناشئة، مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، المجلد 2، العدد 3، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص ص 336-355؛
156. فرج شعبان، التوريق وأزمة الرهن العقاري والبدائل المطروحة في ظل أساليب التمويل الإسلامي، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 3، العدد 5، جامعة الوادي، الجزائر، 2013، ص ص 59-78؛
157. فريد كورتل، كمال رزيق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها وانعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، المجلد 20، العدد 1، جامعة بغداد، العراق، 2013، ص ص 277-296؛
158. محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 2، العدد 1، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2011، ص ص 297-318؛

159. مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي الإسلامي والتقليدي: دراسة قياسية لمؤشري LQ45 وال JI ببورصة إندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، المركز الجامعي ميله، الجزائر، 2017، ص ص 95-116؛
 160. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة بسكرة، الجزائر، 2010؛
 161. مكدال سعدية، دور عملية التوريد كأداة مالية حديثة لتطوير تمويل البنوك والمؤسسات المالية لقطاع السكن في الجزائر، المجلة النقدية للقانون والعلوم السياسية، المجلد 13، العدد 1، جامعة تيزي وزو، الجزائر، 2018، ص ص 148-165؛
 162. ندوة هلال جودة، رجاء عبد الله عيسى، العلاقة بين النمو الاقتصادي والبطالة في العراق باستخدام قانون Okun واختبار Toda-Yamamoto، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 12، العدد 3، جامعة القادسية، العراق، 2010، ص ص 63-87؛
 163. نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة، مجلة دراسات: العدد الاقتصادي، المجلد 9، العدد 2، جامعة الأغواط، الجزائر، 2018، ص ص 49-77؛
 164. نور الدين كروش، مريم سرارمة، التصكيك الإسلامي والتسديد: دراسة مقارنة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 4، العدد 2، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2017، ص ص 643-659؛
 165. نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دراسات إدارية، المجلد 5، العدد 10، جامعة البصرة، العراق، 2013، ص ص 119-147.
 166. هشام طلعت عبدالحكيم، عماد عبد الحسين دلول، نظام التداول الإلكتروني وانعكاسه في مؤشرات تداول سوق الأوراق المالية: دراسة تحليلية على سوق العراق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 92، بغداد، العراق، 2016، ص ص 251-264.
- اللغة الأجنبية
167. Abbas hirzellah et autres, **Paradigme du Progrès: De la croissance économique au développement durable**, revue les cahiers du POIDEX, vol 6, Number 10, Université de Mostaganem, Algérie, 2018;

168. Ainagul Amangeldinovna Adambekova & Regina Ernstovna Andekina, **Financial Market and its Definitions: Transformation of Scientific Concepts**, World Applied Sciences Journal, Vol 27, N 13 , Pakistan, 2013;
169. Alba Kruja, **Sustainable Economic Development, a Necessity of the 21st Century**, Mediterranean Journal of Social Sciences, vol 4, Number 10, Italy: MCSER Publishing, 2013;
170. Ali Albada, Othman Yong, **IPO Research in Malaysia: A Review of Under-Pricing Phenomenon**, The International Journal of Banking and Finance, Vol 13, N° 1, Northern University of Malaysia, Malaysia, 2017, p p 95-118;
171. Alina-Petronela Haller, **Concepts of Economic Growth and Development. Challenges of Crisis and of Knowledge**, economy transdisciplinarity cognition journal, Vol 15, Issue 1, Romania : George Bacovia University Publishing House, 2012;
172. Bhagwan Chowdhry, Amit Goyal, **Understanding the financial crisis in Asia**, Elsevier: Pacific-Basin Finance Journal, Vol 8, Amsterdam, Netherlands, 2000;
173. Bilgehan Tekin, Erol Yener, **The causality between economic growth and stock market in developing and developed countries: Toda-Yamamoto approach**, Theoretical and Applied Economics journal, the General Association of the Economists in Romania, Vol 26, N° 2 , Bucharest, Romania, 2019;
174. Chung Tin Fah, M. Ariff, **Competition in the Malaysia's Banking Industry, Quo Vadis**, International Journal of Economics and Management IJEM, Vol 11, N° 3, Universiti Putra, Malaysia, 2017;
175. Daniel Stefan Armeanu & All, **Empirical Study towards the Drivers of Sustainable Economic Growth in EU-28 Countries**, Sustainability, vol 10, Number 1, Switzerland: Molecular Diversity Preservation International MDPI, 2018, p p 1-22;
176. Fadzlan Sufian, **The Efficiency of Non-Bank Financial Intermediaries: Empirical Evidence From Malaysia**, The International Journal of Banking and Finance IJEM, Vol 5, N° 2, Universiti Putra, Malaysia, 2008;
177. Fany Declerck, Laurence Lescourret, **Dark Pools et Trading Haute Fréquence: une Évolution Utile?**, Association d'économie financière: Revue d'économie financière, Vol 4, N 1120 , Paris, France, 2015, p p 113-126;
178. Ilkhom SHARIPOV, **Contemporary Economic Growth Models and Theories: a Literature Review**, CES Working Papers journal, Vol 7, Issue 3, Romania : Alexandru Ioan Cuza University of Iasi, Centre for European Studies, 2015;
179. Lei Pan, Vinod Mishra, **Stock market development and economic growth: Empirical evidence from China**, Elsevier: Economic Modelling Journal, Vol 68, Amsterdam, Netherlands, 2018;
180. Lukasz Pietak, **Review Of Theories And Models Of Economic Growth**, Comparative Economic Research journal, Vol 17, Number 1, Poland : University of Lodz, 2014;
181. Min B. Shrestha, Guna R. Bhatta, **Selecting appropriate methodological framework for time series data analysis**, KeAi publishing: The Journal of Finance and Data Science, Vol 4, N° 2, Beijing, China, 2018, p p 71-89;

182. Nathalie Oriol, Sébastien Duchêne, **Too fast, Too furious: Une réflexion historique et contemporaine sur l'emballlement des marchés financiers**, Bulletin de la société informatique de France: Informatique et société, N 12, Grenoble, France, 2018, p p 47-65;
183. Ng Jia Bao & All, **Performance of Malaysian Insurance Companies Using Data Envelopment Analysis**, Indonesian Journal of Electrical Engineering and Computer Science, Vol 11, N° 3, Jakarta, Indonesia, 2018;
184. Osama M.Badr, **Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt**, International Journal of Trade: Economics and Finance IJTEF, Vol 6, No 2, Singapore: IACSIT Press, 2015, p p 96-101;
185. Pierre-Cyrille Hautcoeur, **Marchés financiers et développement économique: une approche historique**, La Découverte: Regards croisés sur l'économie, Vol 1, N 3 , Paris, France, 2008;
186. Pradhan RP & All, **The impact of stock market development on inflation and economic growth of 16 asian countries: a panel var approach**, Applied Econometrics and International Development, Vol 13, N 1, Madrid, Spain, 2013;
187. Rhimah A Aziz, **Paradigm Shift: Malaysia's Development Plans**, akademika journal, Vol 49, N° 1, The National University of Malaysia, Malaysia, 1996, p p 67-82;
188. Serdar Çelik, Mats Isaksson, **Institutional investors and ownership engagement**, OECD Journal: Financial Market Trends, Vol 2, N 105 , Paris, France, 2014, p p 93-114.
189. Sok-Gee Chan, Mohd Zaini Abd Karim, **Stock Price Integration in the Malaysian Stock Market**, Thammasat Economic Journal, Vol 23, N° 3, Thammasat University, Bangkok, Thailand, 2005.
190. Thomas Clarke, **High Frequency Trading and Dark Pools: Sharks Never Sleep**, Informa UK Limited: Law and Financial Markets Review, Vol 8, N 4, London, United Kingdom, 2014, p p 342-351;
191. Yoke Yue Kan, **Capital market offenses in Malaysia**, Emerald Publishing Limited: Qualitative Research in Financial Markets, Vol 10, N 2 , bingley, England, 2018, p p 171-188.

• المؤتمرات والملتقيات والأيام الدراسية

- اللغة العربية

192. أحمد شعبان محمد علي، **الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المصرفية في تجنب الأزمات المالية**، المؤتمر العلمي العاشر: الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، لبنان، 2009؛
193. كسال سامية، **دور نظام توريق القروض الرهنية في تمويل الترقية العقارية**، الملتقى الوطني حول إشكالات العقار الحضري وأثرها على التنمية في الجزائر، مخبر الحقوق والحريات في الأنظمة المقارنة، جامعة بسكرة، الجزائر، يومي 17 و 18 فيفري 2013، ص ص 210-232.

• المواقع الالكترونية

- اللغة العربية

194. حازم الببلاوي، الأزمة المالية الحالية: محاولة للفهم، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، متوفر على الرابط: <https://iefpedia.com/arab/?p=114>، تاريخ الاطلاع، 2019/07/13 على الساعة 19:00.

- اللغة الأجنبية

195. Bank Negara Malaysia, **Chapter Six: Development Financial Institutions**, Available on: http://www.bnm.gov.my/files/publication/fsmp/en/fsmp_en_ch06.pdf, consulted in: 03/01/2020, at 18:00;
196. Belle Nabila, **Financial System of Malaysia**, Available on: https://www.academia.edu/25041825/Financial_System_of_Malaysia_5.1_Financial_System_Structure_in_Malaysia, consulted in: 01/01/2020, at 17:00;
197. Bursa Malaysia berhad, **corporate history**, available on: https://www.bursamalaysia.com/about_bursa/about_us/corporate_history, consulted in: 12/01/2020 at 18:50 ;
198. Bursa Malaysia berhad, **Main Market**, available on: https://www.bursamalaysia.com/trade/market/securities_market/main_market, consulted in: 12/01/2020 at 18:50;
199. Bursa Malaysia berhad, **Securities-Equities- Products**, available on: <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/exchange-traded-funds-etfs/>, consulted in: 01/08/2018 at 18:20;
200. Danial Mah Abdullah, **Labuan As an International Offshore Financial Centre**, available on: https://aric.adb.org/pdf/labuan_sym.pdf, consulted in: 10/01/2020 at 19:00;
201. Jim Woodsome, **Malaysia's Capital Market Masterplan, 2001-2010: A Case Study**, working paper, 2016, available on: <https://milkeninstitute.org/sites/default/files/reports-pdf/Malaysia-Case-Study-FORMATTED.pdf>, consulted in: 17/01/2020 at 20:00;
202. Paul Dudek, **Application for Designation of Bursa Malaysia Securities Berhad and Bursa Malaysia Bonds Sdn Bhd as a « Designation Offshore Securities Market»**, available on: <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cf-noaction/2010/bursamalaysia091010-902b-incoming.pdf>, consulted in: 12/01/2020 at 18:00;
203. Securities Commission Malaysia, **About the SC**, available on: <https://www.sc.com.my/about/about-the-sc>, consulted in: 10/01/2020 at 17:30;
204. The Global Economy, **Malaysia: Stock Market Access For Smaller Firms**, available on: https://www.theglobaleconomy.com/Malaysia/stock_market_access_small_firms/, consulted in: 28/01/2020 at 15:00;
205. The World Bank, **Population, total - Malaysia**, available on: <https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?locations=MY&view=chart>, consulted in: 03/02/2020 at 16:00;

206. Victor Lebreton, **le Trading Algorithmique**, Available on: <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/0810/0810.4000.pdf>, consulted in:22/09/2019, at 16:00.

● التقارير

– اللغة الأجنبية

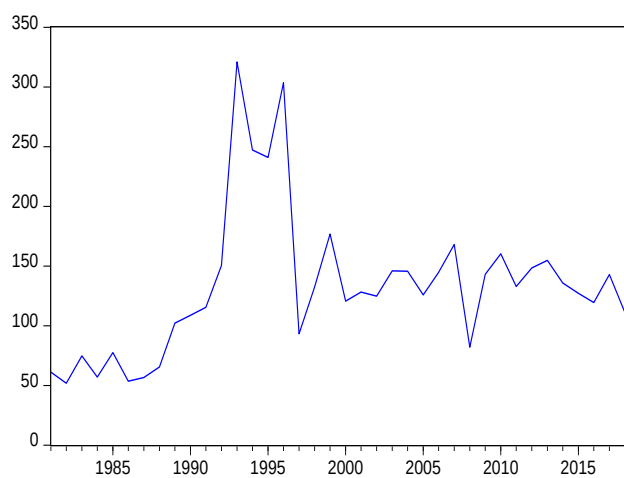
207. Asian Development Bank, **ASEAN+3 Bond Market Guide: Section 7-Malaysia Bond Market Guide**, Volume 1, Part 2, Manila, Philippines, 2012;
208. Bank Negara Malaysia and Securities Commission Malaysia, **Malaysian debt securities and sukuk market A Guide for Issuers and Investors**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2009;
209. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2000**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2001;
210. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2001**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2002;
211. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2002**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2003;
212. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2003**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2004;
213. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2004**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2005;
214. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2005**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2006;
215. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2006**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2007;
216. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2007**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2008;
217. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2008**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2009;
218. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2009**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2010;
219. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2010**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2011;
220. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2011**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2012;
221. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2012**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2013;
222. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2013**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2014;
223. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2014**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2015;
224. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2015**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2016;
225. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2016**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2017;
226. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2017**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2018;
227. Bank Negara Malaysia, **Annual Report 2018**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2019;
228. Bank Negara Malaysia, **Financial Sector Blueprint 2011–2020: Strengthening our Future**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2011;
229. Bursa Malaysia berhad, **Annual Report 2005**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2006;
230. Bursa Malaysia berhad, **Annual Report 2007**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2008;
231. Bursa Malaysia berhad, **Annual Report 2012**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2013;
232. Bursa Malaysia berhad, **Annual Report 2017**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2018;
233. Bursa Malaysia berhad, **The Islamic Capital Market**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2005;
234. Department of Statistics Malaysia, **Annual Accounts 2016**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2017;
235. International Monetary Fund, **Labuan, Malaysia: Assessment of the Supervision and Regulation of the Financial Sector-Review of Financial Sector Regulation and Supervision**, IMF Country Report No 04/391, Washington DC, USA, 2004;

236. International Monetary Fund, **Malaysia Financial Sector Assessment Program: Financial Sector Performance, Vulnerabilities and Derivatives-Technical Note**, IMF Country Report No 14/98, Washington DC, USA, 2014;
237. Jomo K S, Wee Chong Hui, **Policy Coherence Initiative on Growth, Investment and Employment The Case of Malaysia**, Report submitted to International Labour Organization ILO, Regional Office for Asia and the Pacific, Bangkok, Thailand, 2012;
238. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2007**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2008;
239. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2009**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2010;
240. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2010**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2011;
241. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2011**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2012;
242. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2012**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2013;
243. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2013**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2014;
244. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2015**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2016;
245. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2017**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2018;
246. Securities Commission Malaysia, **Annual Report 2018**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2019;
247. Securities Commission Malaysia, **Capital Market Masterplan Malaysia**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2001;
248. Securities Commission Malaysia, **Capital Market Masterplan Malaysia 2**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2011;
249. Securities Commission Malaysia, **Islamic Fund and Wealth Management Blueprint**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2017;
250. The Institute of Southeast Asian Studies ISEAS, **Are Five-Year Development Plans Passé in Malaysia?**, Report No 13, Heng Mui Keng Terrace, Singapore, 2018;
251. The World Bank, **Financial Sector Assessment Program Malaysia: Bond Market Development-Technical Note**, Report No 83279, Washington DC, USA, 2013;
252. The World Bank, **Financial Sector Assessment Program Malaysia: IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation-Detailed Assessment of Implementation**, Report No 79214, Washington DC, USA, 2013;
253. The World Bank, **Malaysia: 30 Years of Poverty Reduction, Growth and Racial Harmony**, Report No 30782, Washington DC, USA, 2004;
254. United Nations Development Programme UNDP, **Malaysia: Achieving the Millennium Development Goals Successes and Challenges**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2005.

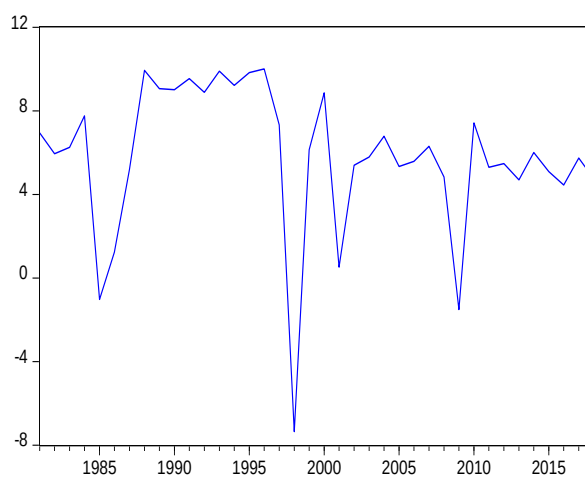
الملاحق

الملحق رقم (01): التمثيل البياني لقيم متغيرات الدراسة

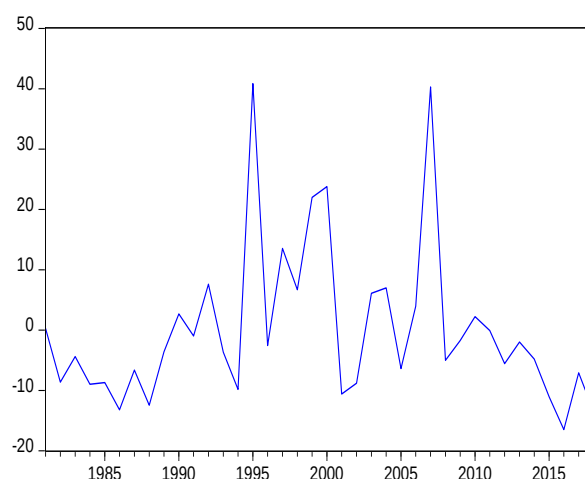
IMC



GDP



ITV



الملحق رقم (02): التمثيل البياني لدالة الارتباط الذاتي (Correlogramme) للسلاسل الزمنية
لمتغيرات الدراسة

IMC

Date: 03/04/20 Time: 15:15

Sample: 1981 2018

Included observations: 38

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.593	0.593	14.426	0.000
		2	0.450	0.152	22.977	0.000
		3	0.435	0.187	31.182	0.000
		4	0.081	-0.429	31.474	0.000
		5	-0.009	-0.024	31.478	0.000
		6	-0.070	-0.083	31.708	0.000
		7	-0.183	0.077	33.348	0.000
		8	-0.219	-0.146	35.774	0.000
		9	-0.295	-0.163	40.329	0.000
		10	-0.224	0.101	43.057	0.000
		11	-0.200	0.005	45.314	0.000
		12	-0.338	-0.300	51.989	0.000
		13	-0.172	0.091	53.793	0.000
		14	-0.089	0.112	54.298	0.000
		15	-0.123	0.072	55.302	0.000
		16	0.039	-0.096	55.408	0.000

GDP

Date: 03/04/20 Time: 15:09

Sample: 1981 2018

Included observations: 38

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.185	0.185	1.4027	0.236
		2	-0.059	-0.096	1.5497	0.461
		3	0.134	0.171	2.3282	0.507
		4	0.032	-0.040	2.3734	0.667
		5	-0.100	-0.077	2.8355	0.725
		6	-0.108	-0.100	3.3918	0.758
		7	-0.042	-0.019	3.4780	0.838
		8	-0.053	-0.036	3.6199	0.890
		9	-0.216	-0.190	6.0764	0.732
		10	-0.164	-0.100	7.5402	0.674
		11	0.164	0.195	9.0582	0.617
		12	0.059	0.011	9.2630	0.680
		13	0.098	0.169	9.8433	0.707
		14	-0.107	-0.292	10.572	0.719
		15	0.001	0.056	10.572	0.782
		16	0.019	-0.096	10.596	0.834

ITV

Date: 03/05/20 Time: 11:09

Sample: 1981 2018

Included observations: 38

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.137	0.137	0.7699	0.380
		2	0.116	0.099	1.3335	0.513
		3	0.249	0.228	4.0335	0.258
		4	0.211	0.159	6.0247	0.197
		5	0.068	-0.007	6.2381	0.284
		6	-0.156	-0.271	7.3913	0.286
		7	0.077	0.017	7.6792	0.362
		8	0.093	0.092	8.1152	0.422
		9	-0.141	-0.081	9.1626	0.422
		10	-0.089	-0.043	9.5919	0.477
		11	-0.195	-0.250	11.740	0.384
		12	0.111	0.172	12.459	0.410
		13	-0.235	-0.158	15.822	0.259
		14	-0.097	0.109	16.419	0.288
		15	-0.053	-0.109	16.606	0.343
		16	-0.129	-0.096	17.759	0.338

الملحق رقم (03): نتائج اختيار عدد درجات الإبطاء المثلى "k" المستخدمة في اختبار ديكي-فولر الموسع

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: ITV

Exogenous variables: C

Date: 03/05/20 Time: 11:38

Sample: 1981 2018

Included observations: 35

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-140.6469	NA*	191.7607*	8.094110*	8.138548*	8.109450*
1	-140.3300	0.597619	199.4154	8.133143	8.222020	8.163823
2	-140.1447	0.338806	208.9808	8.179698	8.313013	8.225718
3	-139.0626	1.916894	208.1234	8.175005	8.352760	8.236366

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: GDP

Exogenous variables: C

Date: 03/05/20 Time: 11:33

Sample: 1981 2018

Included observations: 35

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-95.19394	NA*	14.28107*	5.496797*	5.541235*	5.512137*
1	-94.58392	1.150321	14.60449	5.519081	5.607958	5.549762
2	-94.41512	0.308673	15.31944	5.566578	5.699894	5.612599
3	-93.88164	0.945016	15.74248	5.593237	5.770991	5.654597

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: IMC

Exogenous variables: C

Date: 03/05/20 Time: 11:41

Sample: 1981 2018

Included observations: 35

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-192.9717	NA	3813.254	11.08410	11.12854	11.09944
1	-186.0893	12.97825*	2724.962*	10.74796*	10.83684*	10.77864*
2	-185.5397	1.005132	2796.823	10.77369	10.90701	10.81972
3	-184.7261	1.441242	2828.415	10.78435	10.96210	10.84571

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق رقم (04): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع

Null Hypothesis: GDP has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.905641	0.0003
Test critical values: 1% level	-3.621023	
5% level	-2.943427	
10% level	-2.610263	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: IMC has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.065232	0.0381
Test critical values: 1% level	-3.621023	
5% level	-2.943427	
10% level	-2.610263	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IMC) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.324791	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.626784	
5% level	-2.945842	
10% level	-2.611531	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: ITV has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.056657	0.0002
Test critical values: 1% level	-3.621023	
5% level	-2.943427	
10% level	-2.610263	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: GDP has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.958337	0.0015
Test critical values: 1% level	-4.226815	
5% level	-3.536601	
10% level	-3.200320	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: IMC has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.994791	0.1472
Test critical values: 1% level	-4.226815	
5% level	-3.536601	
10% level	-3.200320	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(IMC) has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.409314	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.243644	
5% level	-3.544284	
10% level	-3.204699	

Null Hypothesis: ITV has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.976009	0.0014
Test critical values: 1% level	-4.226815	
5% level	-3.536601	
10% level	-3.200320	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

الملحق رقم (06): نتائج اختبار السببية لغرانجر

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 03/06/20 Time: 13:52
Sample: 1981 2018
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statisti...	Prob.
DIMC does not Granger Cause GDP	36	28.5302	7.E-06
GDP does not Granger Cause DIMC		0.58941	0.4481
ITV does not Granger Cause GDP	37	0.09543	0.7593
GDP does not Granger Cause ITV		0.04458	0.8340
ITV does not Granger Cause DIMC	36	0.04490	0.8335
DIMC does not Granger Cause ITV		0.13014	0.7206

الملحق رقم (05): نتائج اختيار عدد درجات

الإبطاء المثلى المستخدمة في سببية غرانجر

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: GDP D(IMC) ITV
Exogenous variables: C
Date: 03/05/20 Time: 14:44
Sample: 1981 2018
Included observations: 32

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-389.8074	NA	9220060.	24.55046	24.68787	24.59601
1	-370.5741	33.65831*	4882616.*	23.91088	24.46053*	24.09307*
2	-363.1947	11.53025	5499106.	24.01217	24.97406	24.33101
3	-354.1817	12.39284	5737932.	24.01136	25.38549	24.46684
4	-343.1592	13.08929	5501265.	23.88495	25.67131	24.47708
5	-333.1030	10.05617	5963357.	23.81894*	26.01754	24.54771

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق رقم (07): نتائج اختيار عدد درجات الإبطاء المثلى المستخدمة في نموذج VAR وفق

منهجية تودا-يماوتو

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: GDP IMC ITV
Exogenous variables: C
Date: 03/06/20 Time: 15:30
Sample: 1981 2018
Included observations: 33

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-405.4868	NA	11332658	24.75677	24.89282	24.80255
1	-393.1678	21.65148	9300593.	24.55563	25.09981	24.73873
2	-371.6897	33.84426*	4436467.*	23.79938*	24.75170*	24.11981*
3	-365.0176	9.300615	5313511.	23.94046	25.30092	24.39821
4	-353.9394	13.42811	5055400.	23.81451	25.58311	24.40959
5	-345.0860	9.121622	5818162.	23.82340	26.00013	24.55580

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

الملحق رقم (08): نتائج تقدير نموذج VAR وفق منهجية تودا-يمااموتو

Vector Autoregression Estimates

Date: 03/06/20 Time: 15:38

Sample (adjusted): 1984 2018

Included observations: 35 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	GDP	IMC	ITV
GDP(-1)	0.221249 (0.22003) [1.00552]	3.487816 (3.84559) [0.90696]	-0.707339 (1.06949) [-0.66138]
GDP(-2)	-0.125488 (0.16367) [-0.76670]	3.306223 (2.86054) [1.15581]	-0.799585 (0.79554) [-1.00509]
IMC(-1)	0.047160 (0.01150) [4.10252]	0.412220 (0.20091) [2.05180]	0.048722 (0.05587) [0.87200]
IMC(-2)	-0.041166 (0.01431) [-2.87671]	-0.145698 (0.25010) [-0.58256]	0.076630 (0.06955) [1.10172]
ITV(-1)	-0.016469 (0.04190) [-0.39306]	0.382774 (0.73228) [0.52272]	0.117189 (0.20365) [0.57544]
ITV(-2)	-0.061475 (0.03684) [-1.66855]	-0.967613 (0.64392) [-1.50269]	0.122187 (0.17908) [0.68230]
C	5.507026 (1.92810) [2.85620]	8.963734 (33.6978) [0.26600]	8.750567 (9.37162) [0.93373]
GDP(-3)	-0.047102 (0.15947) [-0.29536]	1.381258 (2.78711) [0.49559]	0.551200 (0.77512) [0.71112]
IMC(-3)	0.012961 (0.01537) [0.84326]	0.259614 (0.26864) [0.96641]	-0.020096 (0.07471) [-0.26898]
ITV(-3)	-0.006509 (0.03842) [-0.16943]	0.922853 (0.67141) [1.37451]	0.265202 (0.18672) [1.42030]
R-squared	0.566087	0.503622	0.507056
Adj. R-squared	0.409879	0.324926	0.329596
Sum sq. resids	204.8367	62568.06	4839.255
S.E. equation	2.862423	50.02722	13.91295
F-statistic	3.623918	2.818317	2.857299
Log likelihood	-80.58299	-180.7144	-135.9233
Akaike AIC	5.176171	10.89797	8.338474
Schwarz SC	5.620556	11.34235	8.782859
Mean dependent	5.755316	138.9420	33.64302
S.D. dependent	3.726174	60.88785	16.99225
Determinant resid covariance (dof adj....	2910277.		
Determinant resid covariance	1060597.		
Log likelihood	-391.7895		
Akaike information criterion	24.10226		
Schwarz criterion	25.43541		

الملحق رقم (10): نتائج اختبار السببية وفق منهجية تودا-يماموتو

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 03/06/20 Time: 16:12
Sample: 1981 2018
Included observations: 35

Dependent variable: GDP

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
IMC	21.86736	2	0.0000
ITV	3.166056	2	0.2054
All	22.63163	4	0.0001

Dependent variable: IMC

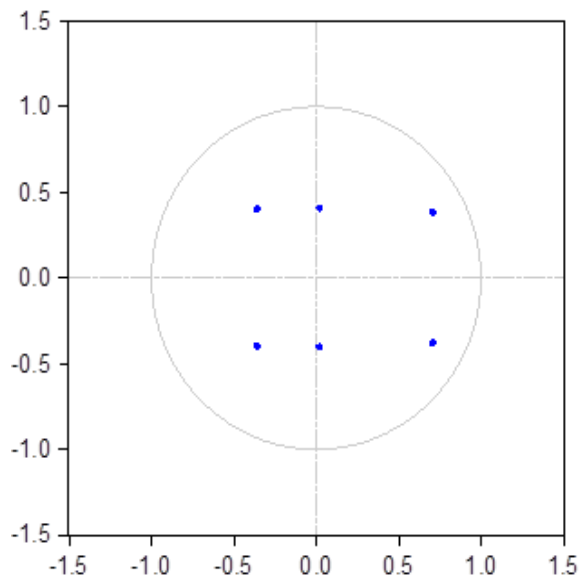
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GDP	3.000830	2	0.2230
ITV	2.365508	2	0.3064
All	5.644320	4	0.2273

Dependent variable: ITV

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
GDP	1.988784	2	0.3699
IMC	2.345194	2	0.3096
All	3.626895	4	0.4588

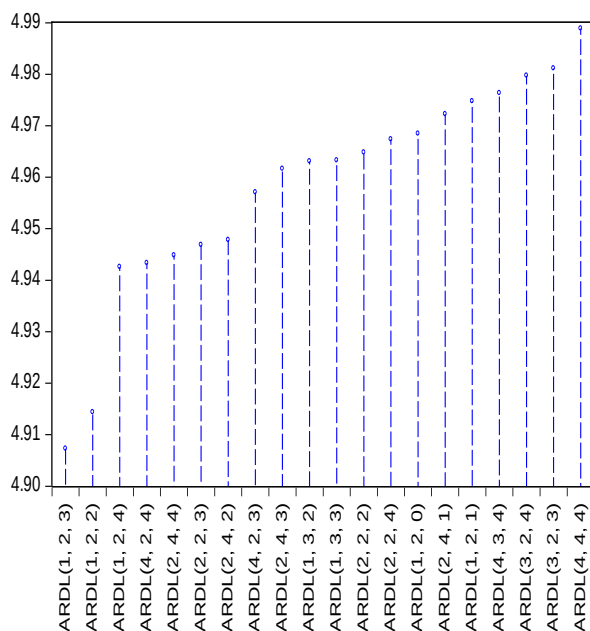
الملحق رقم (09): اختبار استقرارية نموذج VAR(3)

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



الملحق رقم (11): نتائج اختيار أحسن 20 نموذج ARDL وفق معيار شوارز

Akaike Information Criteria (top 20 models)



Model Selection Criteria Table

Dependent Variable: GDP
Date: 02/26/20 Time: 12:33
Sample: 1981 2018
Included observations: 35

Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
87	-74.423587	4.907270	5.311306	5.045058	0.552614	ARDL(1, 2, 3)
88	-75.544367	4.914375	5.273518	5.036853	0.540504	ARDL(1, 2, 2)
86	-74.024005	4.942589	5.391518	5.095686	0.544799	ARDL(1, 2, 4)
11	-71.036795	4.943341	5.526949	5.142368	0.563603	ARDL(4, 2, 4)
51	-71.061670	4.944804	5.528413	5.143831	0.562964	ARDL(2, 4, 4)
62	-74.096277	4.946840	5.395769	5.099938	0.542860	ARDL(2, 2, 3)
53	-73.113160	4.947833	5.441655	5.116241	0.549788	ARDL(2, 4, 2)
12	-72.270016	4.957060	5.495775	5.140777	0.552098	ARDL(4, 2, 3)
52	-72.348097	4.961653	5.500368	5.145370	0.550036	ARDL(2, 4, 3)
83	-75.372211	4.963071	5.367108	5.100859	0.526940	ARDL(1, 3, 2)
82	-74.375328	4.963255	5.412184	5.116352	0.535294	ARDL(1, 3, 3)
63	-75.401958	4.964821	5.368858	5.102609	0.526111	ARDL(2, 2, 2)
61	-73.445386	4.967376	5.461198	5.135783	0.540903	ARDL(2, 2, 4)
90	-78.463822	4.968460	5.237818	5.060319	0.493384	ARDL(1, 2, 0)
54	-74.527890	4.972229	5.421158	5.125327	0.531105	ARDL(2, 4, 1)
89	-77.570403	4.974730	5.288980	5.081898	0.501518	ARDL(1, 2, 1)
6	-70.597956	4.976350	5.604852	5.190687	0.553460	ARDL(4, 3, 4)
36	-72.655100	4.979712	5.518427	5.163429	0.541836	ARDL(3, 2, 4)
37	-73.679205	4.981130	5.474952	5.149537	0.534545	ARDL(3, 2, 3)
1	-69.810708	4.988865	5.662260	5.218512	0.551229	ARDL(4, 4, 4)

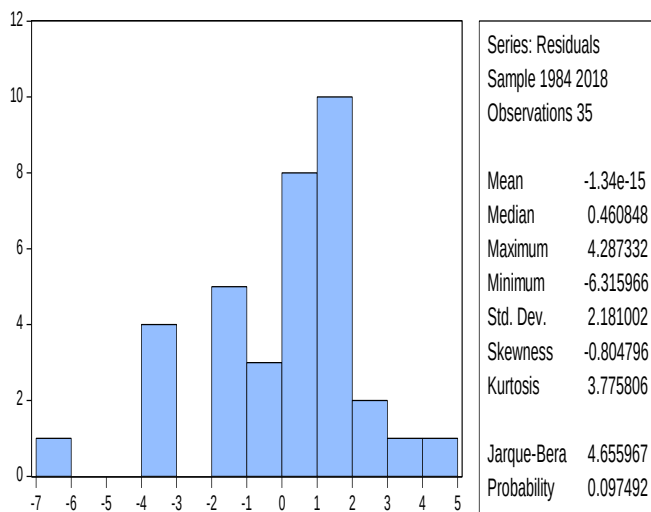
الملحق رقم (12): نتائج تقدير نموذج $ARDL(1,2,3)$ الأمثل

Dependent Variable: GDP
 Method: ARDL
 Date: 02/26/20 Time: 11:49
 Sample (adjusted): 1984 2018
 Included observations: 35 after adjustments
 Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (4 lags, automatic): IMC ITV
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 100
 Selected Model: $ARDL(1, 2, 3)$
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
GDP(-1)	0.151821	0.143914	1.054947	0.3012
IMC	0.015349	0.009153	1.676936	0.1055
IMC(-1)	0.035783	0.010356	3.455254	0.0019
IMC(-2)	-0.042262	0.010077	-4.193784	0.0003
ITV	0.077044	0.034575	2.228332	0.0347
ITV(-1)	-0.009858	0.031458	-0.313358	0.7565
ITV(-2)	-0.049988	0.032077	-1.558363	0.1312
ITV(-3)	-0.043859	0.034849	-1.258554	0.2194
C	4.211710	1.470923	2.863311	0.0082
R-squared	0.657401	Mean dependent var		5.755316
Adjusted R-squared	0.551986	S.D. dependent var		3.726174
S.E. of regression	2.494072	Akaike info criterion		4.882744
Sum squared resid	161.7302	Schwarz criterion		5.282691
Log likelihood	-76.44803	Hannan-Quinn criter.		5.020806
F-statistic	6.236313	Durbin-Watson stat		1.920558
Prob(F-statistic)	0.000160			

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الملحق رقم (13): اختبارات تشخيص بواقي نموذج ARDL(1,2,3)



Date: 02/26/20 Time: 12:39

Sample: 1981 2018

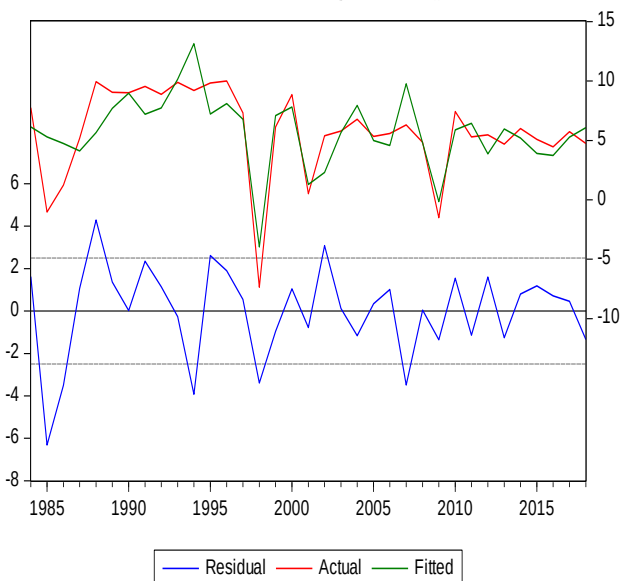
Included observations: 35

Q-statistic probabilities adjusted for 1 dynamic regressor

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat...	Prob...
		1	0.026	0.026	0.0259
		2	-0.22...	-0.22...	2.0523
		3	-0.26...	-0.27...	4.9895
		4	0.139	0.101	5.8007
		5	-0.07...	-0.21...	6.0187
		6	-0.16...	-0.22...	7.2464
		7	-0.01...	-0.01...	7.2546
		8	0.071	-0.13...	7.4971
		9	0.133	0.045	8.3796
		10	-0.18...	-0.23...	10.233
		11	-0.07...	-0.15...	10.565
		12	-0.01...	-0.12...	10.572
		13	0.249	0.042	14.214
		14	0.064	0.042	14.467
		15	0.054	0.110	14.656
		16	-0.18...	-0.17...	17.090

*Probabilities may not be valid for this equation specification.

بواقي النموذج المقدرة والفعلية



Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.083557	Prob. F(1,32)	0.7744
Obs*R-squared	0.088548	Prob. Chi-Square(1)	0.7660

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.039188	Prob. F(1,25)	0.8447
Obs*R-squared	0.054778	Prob. Chi-Square(1)	0.8149

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.933639	Prob. F(8,26)	0.5062
Obs*R-squared	7.810751	Prob. Chi-Square(8)	0.4522
Scaled explained SS	5.982221	Prob. Chi-Square(8)	0.6492

الملحق رقم (14): نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك "Bound Test"

ARDL Bounds Test
 Date: 02/26/20 Time: 11:58
 Sample: 1984 2018
 Included observations: 35
 Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	10.41448	2

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.63	3.35
5%	3.1	3.87
2.5%	3.55	4.38
1%	4.13	5

الملحق رقم (15): نتائج تقدير نموذج ECM وفقا لمنهجية ARDL

ARDL Error Correction Regression
 Dependent Variable: D(GDP)
 Selected Model: ARDL(1, 2, 3)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 02/27/20 Time: 12:03
 Sample: 1981 2018
 Included observations: 35

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IMC)	0.015349	0.008040	1.909180	0.0673
D(IMC(-1))	0.042262	0.007974	5.300136	0.0000
D(ITV)	0.077044	0.029036	2.653422	0.0134
D(ITV(-1))	0.093847	0.035206	2.665628	0.0130
D(ITV(-2))	0.043859	0.032313	1.357311	0.1863
CointEq(-1)*	-0.848179	0.124430	-6.816495	0.0000
R-squared	0.789605	Mean dependent var	-0.043161	
Adjusted R-squared	0.753331	S.D. dependent var	4.754872	
S.E. of regression	2.361547	Akaike info criterion	4.711316	
Sum squared resid	161.7302	Schwarz criterion	4.977947	
Log likelihood	-76.44803	Hannan-Quinn criter.	4.803357	
Durbin-Watson stat	1.920558			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

الملحق رقم (16): نتائج تقدير نموذج ARDL في الأجل الطويل

ARDL Cointegrating And Long Run Form

Dependent Variable: GDP

Selected Model: ARDL(1, 2, 3)

Date: 02/26/20 Time: 11:50

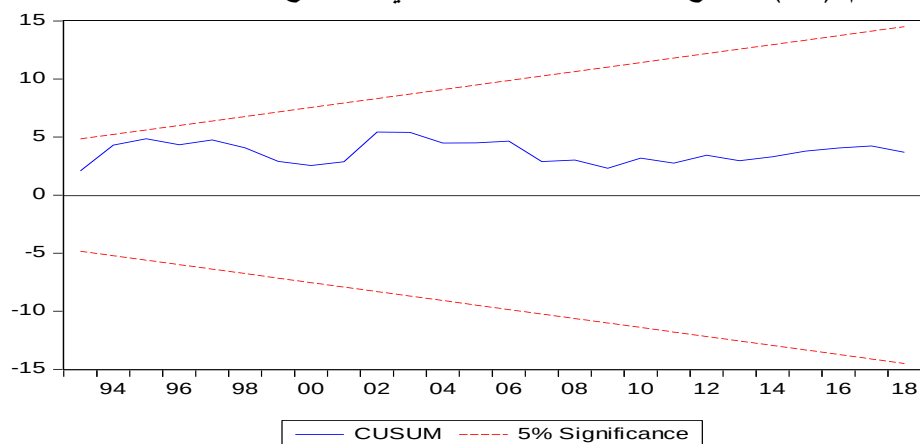
Sample: 1981 2018

Included observations: 35

Cointegrating Form				
Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(IMC)	0.015349	0.008040	1.909180	0.0673
D(IMC(-1))	0.042262	0.007974	5.300136	0.0000
D(ITV)	0.077044	0.029036	2.653422	0.0134
D(ITV(-1))	0.093847	0.035206	2.665628	0.0130
D(ITV(-2))	0.043859	0.032313	1.357311	0.1863
CointEq(-1)	-0.848179	0.124430	-6.816495	0.0000
Cointeq = GDP - (0.0105*IMC -0.0314*ITV + 4.9656)				

Long Run Coefficients				
Variable	Coefficien...	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IMC	0.010457	0.012495	0.836931	0.4103
ITV	-0.031433	0.045519	-0.690541	0.4960
C	4.965592	1.579685	3.143407	0.0041

الملحق رقم (17): نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج وفق إحصائية CUSUM



مِنْ خَيْرِ مَا لَكَ