



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
تخصص : أسواق مالية و بورصات

دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية
"دراسة تحليلية قياسية لبعض مؤشرات البورصات : بورصة ماليزيا و
إندونيسيا من 2007 الى 2017"

تحت إشراف الأستاذ الدكتور:

أ.د/ صالح مفتاح

إعداد الطالبة :

ساسية جدي

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	أعضاء اللجنة
رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر أ	د تومي ابراهيم
مشرفا ومقررا	جامعة بسكرة	أستاذ	أ.د مفتاح صالح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذة محاضر أ	د.بن طبي دلال
ممتحنا	جامعة باتنة	أستاذ	أ.د خاطر طارق
ممتحنا	جامعة الوادي	أستاذ	أ.د محيريق فوزي
ممتحنا	جامعة ورقلة	أستاذ	أ.د شربي محمد الآمين

السنة الجامعية 2022/2021



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد خيضر - بسكرة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص : أسواق مالية و بورصات

دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية
"دراسة تحليلية قياسية لبعض مؤشرات البورصات : بورصة ماليزيا و
إندونيسيا من 2007 الى 2017"

تحت إشراف الأستاذ الدكتور

أ.د/ صالح مفتاح

إعداد الطالبة:

ساسية جدي

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الرتبة العلمية	أعضاء اللجنة
رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر أ	د تومي ابراهيم
مشرفا ومقررا	جامعة بسكرة	أستاذ	أ.د مفتاح صالح
ممتحنا	جامعة بسكرة	أستاذة محاضر أ	د.بن طبي دلال
ممتحنا	جامعة باتنة	أستاذ	أ.د خاطر طارق
ممتحنا	جامعة الوادي	أستاذ	أ.د محيريق فوزي
ممتحنا	جامعة ورقلة	أستاذ	أ.د شربي محمد الأمين

السنة الجامعية 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وتقدير

لله الحمد والمنة الذي وهبني التوفيق والسداد في إنجاز هذا البحث وأعانني على إتمامه.

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان والتقدير إلى المشرف الأستاذ الدكتور صالح مفتاح على ما أسداه لي من توجيهات قيمة وإرشادات نيرة أسهمت في إتمام هذا البحث.

كما أتقدم بالشكر الخالص إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لما خصوه من وقت وجهد في مراجعة وتقييم هذا العمل.

إهداء

إلى روح والديا الكريمين داعية لهما المولى العلي القدير
" وأخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل ربني إرحمهما كما

ربباني صغيراً " الآية 24 من سورة الإسراء

إلى أسرتي: زوجي حفظه الله ورعاه وبارك فيه.

بناتي: ياسمين ، ونأم ، ابتسام و إيلين

أبنائي: محمد ، سيد علي و عبد السلام

سدد الله خطاهم وأنار دربهم جميعاً

إلى كل محب للعلم والتعلم بصدق وخلق

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة هذا الجهد والعمل

«دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية : دراسة تحليلية قياسية لبعض مؤشرات البورصات بورصة ماليزيا وإندونيسيا من 2007 إلى 2017»

الملخص

سمحت الأنظمة المالية المتطورة وذات الكفاءة العالية للدول المتقدمة من اكتساح أسواق العالم بفضل العولمة، فكان نتاج ذلك ظهور أسواق جديدة ليست بنفس درجة تطور الأسواق المتقدمة لكنها تستقطب الاستثمار الأجنبي بسبب مميزاتها و خصائصها، سميت بالأسواق الناشئة و من بين أهم هذه الأسواق أسواق آسيا .

حققت دول جنوب شرق آسيا(الآسيان) معجزات اقتصادية استقطبت أنظار العالم في مجال التنمية الاقتصادية والنمو المستمر مثل إندونيسيا وماليزيا وجاءت هذه الدراسة لتبحث دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية في كل من ماليزيا و إندونيسيا من 2007 إلى 2017.

يهدف البحث الى الاستفادة من تجربة دولتي إندونيسيا وماليزيا في تطوير سوق أوراقهما المالية واكتشاف مدى أثر وفعالية هذه الاسواق على النمو الاقتصادي وكذا تفعيل التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تحديد أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وقياس تأثير المتغيرات المستقلة والمتتمثلة في (مؤشر البورصة، الرسملة السوقية، معدل التداول، معد الدوران، عدد الشركات المدرجة بالبورصة، إجمالي القيمة السوقية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة المعروض النقدي بمعناه الواسع، الاستثمار الأجنبي المباشر(صافي التدفقات الوافدة)، سعر الفائدة على الودائع، معدل التضخم معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي، الانتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص) على المتغير التابع وهو(إجمالي الناتج المحلي) وهذا في كل من دولتي إندونيسيا وماليزيا وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12 لتحليل معامل الارتباط بين المتغيرات، كما تم إستخدام طريقة " البوتسترات" لتقدير معاملات النموذج التي يمكن من خلالها معرفة مدى أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع لكل دولة على حدى خلال الفترة من 2007 إلى 2017 .

كما بينت النتيجة أن كل المتغيرات المفسرة لها أثر إيجابي على النمو الاقتصادي في دولتي ماليزيا وإندونيسيا خلال فترة الدراسة باستثناء مؤشر التضخم ومؤشر سعر الفائدة أين كان الأثر عكسيا وبإشارة سالبة مما يوضح الأثر الايجابي لتطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي والتنمية.

الكلمات المفتاحية : تطورات النظام المالي، أسواق المال الناشئة، التنمية الاقتصادية، النمو الاقتصادي، مؤشرات البورصة.

“The Role of Emerging Stock Markets in Achieving Economic Development: A Standard Analytical Study of Selected Stock Exchange Indicators, Stock Exchange of Malaysia and Indonesia from 2007 to 2017”

Summary

The advanced and highly efficient financial systems enabled the developed countries to sweep the global markets through globalization, this resulted in the emergence of new markets which are not as developed as the developed markets, but which attract investment foreigners because of their advantages and characteristics.

They are called the emerging markets and among the most important of these markets are the Asian markets.

The countries of Southeast Asia (ASEAN) which have performed economic miracles and which have attracted the attention of the world in the field. economic development and continued growth, such as Indonesia and Malaysia.

This study came to examine the role of emerging stock markets in achieving economic development in Malaysia and Indonesia, from 2007 to 2017.

The research aims to learn from the experience of the countries of Indonesia and Malaysia in developing their stock market and find out the impact and effectiveness of these markets on economic growth as well as how to enable economic development by determining the impact of the stock market on economic growth and measuring the impact of the independent variables represented in (stock index, market capitalization, trading rate, turnover rate, number of listed companies, total market capitalization, total value of traded stocks, broad money supply, foreign direct investment (net inflows), interest rate on deposits, inflation deflation coefficient, total Domestic Product, Domestic Credit provided to the private sector) on the dependent variable, which is (Domestic Product gross), and this both in the countries of Indonesia and Malaysia

using the statistical program Eviews 12 to analyze the correlation coefficient between variables, and the "boosters" method was used to estimate the parameters of the variables, a model through which it is possible to co Knowing the extent of the impact of the independent variables on the dependent variable of each country separately during the study period from 2007 to 2017.

The standard study also showed that all independent variables had a positive impact on economic growth in Malaysia and Indonesia during the study period except for the inflation index and the index. interest rates, where the effect was the opposite and with a negative sign. which shows the positive impact of the development of the stock market on economic growth and development.

Keywords: evolution of the financial system, emerging financial markets, economic development, economic growth, stock index.

الفهارس

فهرس المحتويات

I	شكر و تقدير
II	إهداء
III	ملخص العربية
IV	ملخص الإنجليزية
XII-V	الفهارس
VII-VI	فهرس المحتويات
X-VIII	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
أ-ن	المقدمة العامة
ب	تمهيد و تحديد إشكالية البحث
ج-د	فرضيات البحث
د	مبررات اختيار الموضوع
د-ه	أهمية الدراسة
هـ	أهداف الدراسة
هـ-و	منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة
و-ل	موقع البحث من الدراسات السابقة
م	صعوبات الدراسة
م-ن	حدود الدراسة
ن-س	خطة وهيكل الدراسة
100-1	الفصل الأول : الأدبيات النظرية للأسواق المالية الناشئة
3	المبحث الأول : النظام المالي في ظل المستجدات العالمية المعاصرة.
3	المطلب الأول : مفهوم وأنواع النظم المالية
12	المطلب الثاني : عولمة النظام المالي
22	المطلب الثالث : انعكاس المستجدات العالمية على النظام المالي وعلاقته الجدلية بالنمو الاقتصادي
34	المبحث الثاني : الأسواق المالية الناشئة.
35	المطلب الأول : ماهية الأسواق المالية الناشئة
44	المطلب الثاني : تأثير استراتيجيات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة
52	المطلب الثالث : آليات وعمليات سوق الأوراق المالية
69	المبحث الثالث : عدوى الأزمات في الأسواق المالية الناشئة.
69	المطلب الأول : ماهية الأزمات المالية.
78	المطلب الثاني : أزمة جنوب شرق آسيا
88	المطلب الثالث : أزمة الرهن العقاري العالمية 2008
100	خاتمة الفصل الأول
206-101	الفصل الثاني : التنمية الاقتصادية في كل من دولتي إندونيسيا و ماليزيا
103	المبحث الأول : الإطار النظري للتنمية الاقتصادية

103	المطلب الأول : مدخل عام للتنمية الاقتصادية
112	المطلب الثاني: أبعاد ومؤشرات التنمية الاقتصادية
118	المطلب الثالث: التنمية الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا
134	المبحث الثاني : التنمية الاقتصادية في دولة إندونيسيا
134	المطلب الأول: نظرة عامة عن دولة إندونيسيا
142	المطلب الثاني : تطور سوق الأوراق المالية في إندونيسيا
159	المطلب الثالث : تطور التنمية الاقتصادية في دولة إندونيسيا
170	المبحث الثالث : التنمية الاقتصادية في دولة ماليزيا
170	المطلب الأول: نظرة عامة عن دولة ماليزيا
179	المطلب الثاني : تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا
191	المطلب الثالث : التنمية الاقتصادية في دولة ماليزيا
206-205	خاتمة الفصل الثاني
298-207	الفصل الثالث : دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية في بورصة كل من إندونيسيا و ماليزيا من 2007 الى 2017
209	المبحث الأول: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية الناشئة و دوره التنموي
209	المطلب الأول : العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية الناشئة والتنمية الاقتصادية
219	المطلب الثاني: تأثير السياسات الاقتصادية على مؤشرات التنمية الاقتصادية
222	المطلب الثالث: دور سوق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية
238	المبحث الثاني : منهجية الدراسة القياسية و النماذج المستعملة
238	المطلب الأول : عموميات حول الانحدار
243	المطلب الثاني: وصف و تعريف متغيرات الدراسة
262	المطلب الثالث : تحليل محددات النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا وإندونيسيا
273	المبحث الثالث :خطوات تقدير النموذج القياسي و إختبار النتائج
273	المطلب الأول : خطوات تقدير النموذج القياسي
280	المطلب الثاني : الاختبارات
286	المطلب الثالث : عرض وتفسير نتائج مؤشرات بورصتي كل من إندونيسيا وماليزيا
298-297	خاتمة الفصل الثالث
-299	الخاتمة العامة
303-300	نتائج الدراسة
305-304	نتائج اختبار فرضيات الدراسة
307-305	توصيات ومقترحات الدراسة
307	آفاق البحث
325-308	قائمة المراجع
336-326	الملاحق

فهرس الجدول:

الصفحة	مخوان الجدول	رقم الجدول
الفصل الأول		
46	جدول توضيحي يبين توقعات النمو العالمي لسنتي 2021-2022	01
49	تطور مؤشرات البورصة المركبة للأسواق الناشئة (سنة الأساس 1992)	02
79	الخسائر في رسملات البورصة بين سبتمبر وأكتوبر 1997 (مليون دولار)	03
79	الخسائر في القيم المتداولة للبورصات الآسيوية (جولية 1997 - 1998)	04
84	نسب ارتفاع / انخفاض قيمة العملات الوطنية مقابل الدولار في دول جنوب شرق آسيا	05
85	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إبان أزمة 1997	06
94	مؤشرات الاقتصاد الكلي في إندونيسيا	07
95	مؤشرات الاقتصاد الكلي لدولة ماليزيا بعد الأزمة العالمية 2008	08
الفصل الثاني		
118	مؤشرات قياس التنمية الاقتصادية	09
127	تطور الناتج المحلي الإجمالي لدول الآسيان	10
128	تطور معدل التضخم السنوي في الآسيان فترة 2007-2017	11
129	تطور معدل انخفاض البطالة في الآسيان فترة 2007-2017	12
131	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على دول الآسيان من 2007 الى 2017 (الوحدة بالمليون دولار)	13
132	الأهمية الاقتصادية لرابطة الآسيان	14
140	العاملون بالزراعة من إجمالي المشتغلين والقيمة المضافة % لإندونيسيا	15
140	العاملون في الصناعة من إجمالي المشتغلين والقيمة المضافة للصناعة من ان م % في إندونيسيا	16
141	تطور عدد المشتغلين بقطاع الخدمات في إندونيسيا	17
150	مكونات القطاع المالي في اندونيسيا % من الناتج المحلي الإجمالي	18
152	تصميم مؤشر MSCI Indonesia	19
153	سوق السندات بدول جنوب شرق آسيا	20
162	نمو إجمالي الناتج المحلي % سنويا بإندونيسيا	21
163	النشاط التجاري لكل من إندونيسيا وماليزيا	22
164	الإستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي)	23
165	إجمالي نسبة التشغيل إلى عدد السكان، 15 عاماً فأكثر (%) في ماليزيا واندونيسيا	24
166	الإففاق على الصحة والتعليم ومستوى الفقر في إندونيسيا	25
169	مؤشرات عالمية حققتها كل من إندونيسيا وماليزيا	26

182	مؤشر MSCI Malaysia	27
194	إجمالي القطاع الخاص نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا	28
200	الفروقات المختلفة للقطاع الزراعي في ماليزيا	29
201	نشاط القطاع الصناعي من 2007 الى 2017 في ماليزيا	30
203	ارتفاع نسبة العمالة في قطاع الخدمات سنة 2017 مقارنة ب 2007 في ماليزيا	31
203	نسبة الإنفاق الحكومي على التعليم في ماليزيا من 2007-2017	32
204	نسبة الإنفاق على الصحة كنسبة مئوية من إن م في ماليزيا	33
204	مؤشرات : معدل البطالة ، معامل جيني ومؤشر الفقر في ماليزيا	34
الفصل الثالث		
210	تطور حجم الاسواق المالية المتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017	35
211	عدد الشركات المدرجة في بعض الاسواق المالية والمتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017	36
212	معدل التداول في بعض الاسواق المالية والمتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017	37
213	معدل الدوران في بعض الاسواق المالية والمتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017	38
214	تركز الأسواق الناشئة في نهاية كانون الأول 1994	39
217	النسبة المئوية لتطور الأداء الاستثماري لمؤشرات أهم الاسواق المالية الناشئة حسب MSCI	40
233	مصطلحات الإنحدار	41
244	تعريف لرموز المتغيرات المستعملة في الدراسة	42
246	بيانات إندونيسيا	43
247	بيانات دولة ماليزيا	44
263	مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة لإندونيسيا	45
266	مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة لماليزيا	46
269	اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة لإندونيسيا	47
270	اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة لماليزيا	48
273	تقدير النموذج بطريقة مربعات الصغرى العادية الخاص بماليزيا	49
274	تقدير النموذج بطريقة مربعات الصغرى العادية الخاص بإندونيسيا	50
275	تقدير النموذج القياسي الخاص بإندونيسيا بطريقة البوتستراب	51
276	تقدير النموذج القياسي الخاص بماليزيا بطريقة البوتستراب	52
277	تحديد فترات الثقة لمعاملات المجتمع الخاص بإندونيسيا	53
278	تحديد فترات الثقة لمعاملات المجتمع الخاص بماليزيا	54
279	نتائج اختبار وولد الخاص بنموذج إندونيسيا	55
279	نتائج اختبار وولد الخاص بنموذج ماليزيا	56
280	نتائج اختبار شوو الخاص بإندونيسيا	57
280	نتائج اختبار شوو الخاص بماليزيا	58
283	اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للترتبة الأولى الخاص بإندونيسيا	59
284	اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للترتبة الثانية الخاص بإندونيسيا	60

284	اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للرتبة الأولى الخاص بماليزيا	61
285	اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للرتبة الثانية الخاص بماليزيا	62
285	اختبار بروش و بايجن و جودفري لعدم ثبات التباين الخاص بإندونيسيا	63
286	اختبار بروش و بايجن و جودفري لعدم ثبات التباين الخاص بماليزيا	64
289	النسبة المئوية لتطور النمو خلال فترة الدراسة	65

فهرس الأشكال :

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
	الفصل الأول	
01	الأسواق المالية الناشئة حسب تصنيف مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال 2017	39
	الفصل الثاني	
02	بناء نموذجي لتحليل متعدد الانحدار للدراسة القياسية	243
03	إجمالي الناتج المحلي لكل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2000-2017	250
04	تطور مؤشر سوق كوالالمبور للأوراق المالية بماليزيا ومؤشر FTSE بانيدونيسيا للفترة 2000-2017	251
05	إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية في كل من ماليزيا واندونيسيا	252
06	إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة من GDP في كل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2007-2017	253
07	إجمالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية في كل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2000-2017	254
08	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من GDP لكل من ماليزيا واندونيسيا	255
09	معدل دوران الأسهم في سوق الأوراق المالية بكل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2000-2017	256
10	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية في كل من ماليزيا واندونيسيا	257
11	المعرض النقدي الموسع M2 إلى GDP في كل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2000-2017	258
12	إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة في كل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2000-2017	259
13	سعر الفائدة على الودائع في كل من ماليزيا واندونيسيا خلال الفترة 2000-2017	260
14	معدل التضخم (معامل تكمش الناتج) في كل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2000-2017	261
15	الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من GDP في كل من ماليزيا واندونيسيا للفترة 2000-2017	262
16	دائرة معامل الارتباط الخطي بين المتغيرات و المحاور لإنيدونيسيا	270
17	دائرة معامل الارتباط الخطي بين المتغيرات و المحاور لماليزيا	271
18	نتائج اختبار jarque-bera الخاص بنموذج إنيدونيسيا	281
19	نتائج اختبار jarque-bera الخاص بنموذج إنيدونيسيا	282

قائمة الملاحق:

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
01	تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة إندونيسيا بطريقة المربعات الصغرى	327
02	تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة ماليزيا بطريقة المربعات الصغرى	328
03	تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة إندونيسيا بطريقة البوستراب	329
04	تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة ماليزيا بطريقة البوستراب	330
05	مجال الثقة الخاص بمعلمات النموذج لدولة إندونيسيا	331
06	مجال الثقة الخاص بمعلمات النموذج لدولة ماليزيا	331
07	إختبار وولد لمعنوية المعلمات ككل للنموذج الخاص بإندونيسيا	332
08	إختبار وولد لمعنوية المعلمات ككل للنموذج الخاص بماليزيا	332
09	اختبار شو الخاص بنموذج الدولة الإندونيسية	332
10	اختبار شو الخاص بنموذج الدولة الماليزية	332
11	العلاقة ما بين البواقي و البواقي المؤخرة بفترة واحدة	333
12	العلاقة ما بين البواقي و البواقي المؤخرة بفترة واحدة	333
13	CORRELOGRAME لبواقي النموذج الخاص بدولة إندونيسيا للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي	334
14	CORRELOGRAME لبواقي النموذج الخاص بدولة ماليزيا للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي	334
15	اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الأولى الخاصة بنموذج دولة إندونيسيا	334
16	اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الأولى الخاصة بنموذج دولة ماليزيا	335
17	اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الثانية الخاصة بنموذج دولة إندونيسيا	335
18	اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الثانية الخاصة بنموذج دولة ماليزيا	335
19	اختبار بروش بايجن جودفري للكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الخاص بدولة إندونيسيا	335
20	اختبار بروش بايجن جودفري للكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الخاص بدولة ماليزيا	335
21	جدول بيانات إندونيسيا	336
22	جدول بيانات ماليزيا	336

المقدمة العامة

تمهيد

نشأت أسواق الأوراق المالية نتيجة لاحتياجات التطور الاقتصادي وعرفت تطورا كبيرا منذ نشأتها إلى الوقت الحالي وكانت للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا الفضل في تطوير الاقتصاديات المحلية إلى أن أصبحت هذه الأسواق تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة الشيء الذي جعلها أداة فعالة في خلق التوازن الاقتصادي بين العرض والطلب وجعلها الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد العالمي ونتيجة لكبر حجم الاستثمارات التي تتطلب تمويلا كبيرا بينت المقارنة بين البلدان المتقدمة والنامية بأن النظام المالي الأكثر تطورا وكفاءة سمح للدول المتقدمة بتحقيق النمو حيث أصبحت البورصات هي المرآة العاكسة لاقتصاديات الدول الكبرى.

هذا بدوره حفز الدول النامية القيام بإصلاحات أسواقها المالية سعيا منها لتحقيق الزيادة المستمرة في النمو بهدف الوصول إلى تنمية شاملة ، فقامت جاهدة بتوظيف التنوع الإيديولوجي والسياسي واستغلال الثروات الطبيعية ، وكذا الطاقة البشرية ومن بين الدول الرائدة في هذا المجال ، دول جنوب شرق آسيا حيث استطاعت اختراق الأسواق العالمية ومنافسة كبرى الدول الصناعية وتحقيق المعجزة الاقتصادية إذ سجلت تحسنا واضحا في رفع مستوى التعليم والصحة ، خفض البطالة ، خفض التضخم ، رفع مستويات المعيشة والقدرة الشرائية للفرد مقارنة بغيرها من الدول.

1- تحديد إشكالية البحث

تعتبر إندونيسيا وماليزيا من بين أهم الدول التي حققت نجاحا مميذا في سد فجوة التنمية لذا بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية وبالخصوص أسواق الأوراق المالية أو البورصات وخوض البحث بواسطة أساليب تعتبر حديثة في إدارة المخاطر واتخاذ القرارات المالية على الصعيدين الجزئي والكلّي في ظل تكامل مالية المؤسسات مع مالية الأسواق وبات أيضا من الضروري الاهتمام بالأسواق المالية الناشئة وذلك للاستفادة من تجاربها واستخلاص الدروس المستفادة منها.

لهذا جاءت هذه الدراسة لتركز على تجربة دولتي ماليزيا وإندونيسيا بالتحليل والقياس من خلال مدى تأثير وفاعلية سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي وتفعيل التنمية الاقتصادية وعليه برزت إشكالية البحث الآتية:

ما هو دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية في كل من ماليزيا وإندونيسيا خلال الفترة 2007-2017؟

المقدمة العامة

وتتدرج تحت السؤال الرئيسي أسئلة فرعية هي:

- ما الذي يميز أسواق الأوراق المالية الناشئة عن غيرها من أسواق الأوراق المالية الأخرى؟
 - ما هو أثر مؤشر البورصة كل من إندونيسيا وماليزيا على النمو الاقتصادي؟
 - ما هي أهم مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية وما هي علاقتها بالنمو والتنمية الاقتصادية في ماليزيا وإندونيسيا
 - كيف تؤثر متغيرات أسواق الأوراق المالية من حيث الحجم والعمق والكفاءة على متغيرات النمو الاقتصادي في كل من البلدين قيد الدراسة؟
 - هل توجد علاقة بين متغيرات المؤشرات الاقتصادية الكلية ومتغيرات النمو الاقتصادي في كل من البلدين؟
 - إلى أي مدى يؤثر وزن سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية في إندونيسيا وماليزيا؟
- وعليه صيغت فرضيات البحث كالتالي:

2-فرضيات البحث:

- الفرضية أ-**توجد علاقة ذات أثر إيجابي للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.
- الفرضية ب-**توجد علاقة ذات أثر إيجابي لسوق الأوراق المالية من حيث حجم السوق (الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة بالبورصة وإجمالي القيمة السوقية) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.
- الفرضية ج-**توجد علاقة ذات أثر إيجابي لسوق الأوراق المالية من حيث الكفاءة (السيولة: معدل التداول ومعدل الدوران وإجمالي القيمة السوقية المتداولة) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.
- الفرضية د-**توجد علاقة ذات أثر إيجابي لسوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي (الاستثمار الأجنبي المباشر، الائتمان المقدم للقطاع الخاص والمعروض النقدي) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.
- الفرضية هـ-**توجد علاقة ذات أثر سلبي لسوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي (سعر الفائدة والتضخم) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.

المقدمة العامة

الفرضية و-إن لتطور سوق الأوراق المالية في كل من إندونيسيا وماليزيا دور في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية.

3-مبررات اختيار الموضوع:

- تم اختيار موضوع البحث لعدة أسباب نوضحها فيما يأتي:
- تعد أسواق الأوراق المالية الناشئة معيارا أساسيا للتطور الاقتصادي وأداة مناسبة لتحقيق النمو وكذا تفعيل التنمية الاقتصادية.
 - محاولة تقديم رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق أوراق مالية ناشئة تستند إلى تقاليد استثمارية رشيدة.
 - اكتشاف أسباب تعثر وعدم فعالية الأسواق المالية في الجزائر ومحاولة النهوض بها.
 - معرفة ما إذا كانت دول جنوب شرق آسيا قد استفادت من درس أزمة 1997م في الأزمة العالمية الأخيرة 2008 م.
 - في هذه الفترة من 2007 إلى 2017 مر الاقتصاد العالمي بعدة مستجدات:
 - * الأزمة المالية العالمية 2008.
 - * (2013-2014) أدت صعوبات السيولة العالمية التي نتجت عن تخفيض برنامج التيسير الكمي في الولايات المتحدة إلى نوبات دورية من هروب رؤوس الأموال من إندونيسيا، وإضعاف العملة المحلية وارتفاع التضخم بأواسط عام 2013.
 - * (2014-2016) أزمة انخفاض أسعار النفط والركود في الدول المصدرة بسبب زيادة العرض وكما نعلم بأن إندونيسيا وماليزيا دولتان مصدرتان للنفط.
 - محاولة الاستفادة من تجربة البلدين في مجال التنمية الاقتصادية وتطويرهما لأسواقهما.
 - إن هذا الموضوع يندرج ضمن مجال التخصص وهو: الأسواق المالية والبورصات.
- وهكذا تتجلى وتبرز أهمية البحث فيما يأتي:

4-أهمية الدراسة

- تسمح هذه الدراسة بفهم درجة تأثير سوق المال على النمو الاقتصادي بسبب سوق الأوراق المالية وذلك من خلال إدراك العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في كل من إندونيسيا وماليزيا وتحديد العوامل التي تتحكم في تطور سوق الأوراق المالية ومراقبته حتى لا يتعرض النمو الاقتصادي للخطر وعليه يمكن تنفيذ السياسات المتعلقة بمراقبة وحوكمة أسواق المال.
- تكمن أهمية هذه الدراسة أيضا في إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية والتطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية لإقامة البورصات حيث تعد البورصة وسيلة فعالة لجذب

المقدمة العامة

- الاستثمارات ومواجهة الطلب التمويلي الذي يلبي احتياجات قطاع الأعمال والمستثمرين في إقامة المشروعات الاقتصادية وبالتالي إقامة تنمية اقتصادية.
- تهتم هذه الدراسة بتعميق المفاهيم حول بورصة الأوراق المالية من خلال دراسة الآليات التي تعتمد عليها البورصات الناشئة واختبار كفاءة البورصات الناشئة قيد الدراسة باستخدام تقنية السلاسل الزمنية وأهم الاختبارات المعتمدة.
- استكشاف مدى تحسن مؤشرات أداء بورصة كل من ماليزيا وإندونيسيا في ظل التطورات التكنولوجية المتسارعة، كما جاء هذا البحث سعياً لتحقيق مجموعة من الأهداف.

5-أهداف الدراسة:

تهدف إلى:

- الاستفادة من تجارب تنمية لبعض البلدان الآسيوية التي استطاعت أن تحدث تطوراً مستمراً في نمو اقتصادها بالتركيز على تبيان مدى أهمية ودور سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي في كل من إندونيسيا وماليزيا انطلاقاً من فكرة البورصة تعكس اقتصاد الدول.
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية لإقامة سوق أوراق مالية ناشئة فعالة.
- محاولة البحث في خصوصية أسواق الأوراق المالية الناشئة وعوامل نجاحها.
- محاولة البحث في التشريعات والتنظيمات المنظمة لأسواق الأوراق المالية الناشئة من جهة، وتطوراتها وأدائها من جهة أخرى، والوقوف على اقتصادياتها وذلك بهدف التعرف على مدى فعاليتها.
- الرغبة في تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية التي هي في طور الإنشاء على المستوى المحلي.
- يركز البحث على تحليل أداء بورصتي ماليزيا وإندونيسيا خلال الفترة 2007/2017.
- تحديد الأثر بين متغيرات سوق الأوراق المالية ومتغيرات النمو الاقتصادي (النتائج المحلي الإجمالي) في إندونيسيا وماليزيا.
- توضيح مدى أهمية تطوير سوق الأوراق المالية في تحفيز النمو.
- الاستفادة من تجربة كل من ماليزيا وإندونيسيا في تحقيق المعجزة الاقتصادية.

6-منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

- تتمحور خطة الدراسة في جزأين الجزء الأول نظري أما الجزء الثاني فهو تطبيقي قياسي.
- الجانب النظري:** تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي، نعرض فيه التطورات التي مست النظام المالي في ظل التحرير المالي والعولمة مما أدى إلى تنامي دور الأسواق المالية الناشئة ومدى انعكاس العولمة عليها ثم نقدم تطورات عمليات التنمية الاقتصادية في البلدين قيد الدراسة إذ نستهل الدراسة بإعطاء نظرة

المقدمة العامة

عامة عن التنمية الاقتصادية والنمو ثم عرض التنمية الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا مستشهدين في ذلك أخيرا بتجربتي كل من إندونيسيا وماليزيا في التنمية الاقتصادية.

- **الجانب التطبيقي:** استخدمنا فيه المنهج الرياضي الذي يعتمد على الاقتصاد القياسي الذي يتحقق من العلاقة بين أسواق الأوراق المالية في ماليزيا وإندونيسيا والنمو الاقتصادي باستخدام الأساليب والأدوات الإحصائية بالاعتماد على برنامج (EViews 12) فكانت الخطوات المتبعة هي (دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية ، منهجية الدراسة القياسية ، النماذج المستعملة وبعدها نعرض النتائج التجريبية للدراسة خلال الفترة 2007-2017 ثم نختم البحث بالاستنتاجات وبعض التوصيات.

لتحقيق هدف الخطة تم انتهاج المنهج الوصفي التحليلي لكونه ملائماً لعرض المفاهيم المرتبطة بالفصل الأول والثاني وذلك من أجل تجميع الحقائق والمعلومات المتعلقة بالموضوع فتحليلها ثم تبويبها للوصول إلى معرفة دقيقة وتفصيلية وفهم أفضل.

أما في الفصل الثالث تم استخدام المنهج القياسي وذلك لعرض تجربتي الدولتين قيد الدراسة ثم قمنا بتحليل النتائج لتقييم التجريبتين.

أما الأدوات المستخدمة : تم الاعتماد على مجموعة من المصادر لإثراء الجانبين النظري والتطبيقي فتتوزعت بين :

كتب ، مجلات ، بحوث ودراسات ، ملتقيات ومؤتمرات ، ندوات وكذلك التقارير المالية للبنك الدولي الخاصة بإندونيسيا وماليزيا وكذلك البيانات التاريخية لبورصة إندونيسيا وماليزيا بعدما تم تبويب البيانات في جداول ثم إخراجها ببرنامج إيفيز 12 الإحصائي.

7- موقع البحث من الدراسات السابقة : إن دراسة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية هو موضوع في غاية الأهمية ، بالأخص للدول الناشئة والجادة في سعيها لتحقيق النمو الاقتصادي المستمر بهدف بلوغ التنمية الاقتصادية.

فمن خلال بحثنا في هذا المجال تبين أن الموضوع تم البحث فيه من عدة جوانب : إما دراسة كفاءة البورصات أو الاستثمار في المحفظة المالية أو علاقة البورصة بالنمو ، فانطلاقاً من هذه البحوث السابقة كانت القيمة المضافة في بحثنا وهي دراسة مدى تأثير بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية ومؤشرات الاقتصاد الكلي والتي لها علاقة مع البورصة في النمو الاقتصادي وفي حدود ما توفر لدينا من مراجع ؛ يمكن تلخيص أهم الدراسات السابقة كما يلي:

7-1-1 دراسة رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية جامعة الجزائر 2006/2005.

إشكالية البحث "ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟"

تهتم الدراسة بالمتطلبات الأساسية لإقامة أسواق مالية فعالة والبحث في أوجه القصور التي تعاني منها أسواق الأوراق المالية العربية وكيفية تطويرها قصد ترابطها، حيث تناول الباحث الدراسة من خلال باين يعالج الباب الأول الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية ويحلل الباب الثاني واقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها.

منهج الدراسة:

اعتمد الباحث المنهج الوصفي في الباب الأول بالنظر إلى طبيعة العناصر التي تناولها من عرض الجوانب النظرية والفنية لأسواق الأوراق المالية ، كفاءة ومؤشرات هذه الأسواق ، وأثر العولمة عليها، وأهم أسواق الأوراق المالية والناشئة وفي الباب الثاني تم استخدام المنهج الوصفي عند عرض واقع الاقتصاديات العربية باعتبار أن سوق الأوراق المالية مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد الكليقياس درجة اتزانه.

وتطلب الأمر استخدام المنهج التحليلي عند رصد التطورات وأداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 بغية استخراج أهم العقبات التي تقف في وجه هذه الأسواق وتقديم اقتراحات تطوير وتفعيل أسواق الأوراق المالية العربية.

خلصت الدراسة إلى أن إقامة سوق أوراق مالية يتطلب توفير بيئة ملائمة كما يجب أن يوفر هذا السوق المعلومات الكافية ، وأن تعكس مؤشراته أداءه الحقيقي خاصة في ظل العولمة أين أصبحت رؤوس الأموال تتدفق بحرية وتبحث عن أكبر مردودية دون التفرقة بين الأسواق متطورة كانت أم ناشئة.

أما فيما يتعلق بالأسواق العربية للأوراق المالية ، فرغم أهميتها ضمن متطلبات التنمية الشاملة لم تعرف تطورا ويرجعها الباحث إلى حداثة بعض الأسواق ، ونقص الخبرة إضافة إلى معوقات تم تصنيفها إلى الجانب التشريعي والتنظيمي ، الجانب الاقتصادي والمالي ، وأخيرا الجانب الاجتماعي والثقافي.

يقترح الباحث الربط بين أسواق الأوراق المالية العربية لتجاوز مختلف المعوقات والوصول بهذه الأسواق إلى المستوى المطلوب.

المقدمة العامة

7-1-2 جهرة شنافة "أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)" كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف- الجزائر.

عاجت الاشكالية موضوع "ما مدى تأثير سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي؟

اعتمدت الباحثة المنهج الوصفي؛ كما استخدمت الأساليب الرياضية والإحصائية للاقتصاد القياسي،

لقياس أثر سوق عمان للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، بناء على تقدير نموذج قياسي الذي يقوم على فرضية مؤداها أن هناك علاقة توازنية طويلة المدى، (VECM) يتمثل في نموذج متجه تصحيح الخطأ

تحدد في إطارها القيمة التوازنية للنمو الاقتصادي في ضوء علاقته بمؤشرات تطور سوق عمان للأوراق المالية، ممثلة في الرسملة البورصية، إصدار الأسهم، معدل الدوران، معدل التداول.

هدفت الدراسة إلى بيان أثر نشاط سوق عمان للأوراق المالية، ممثلا بمؤشرات عن السوقين الأولية والثانوية (إصدار الأسهم، الرسملة البورصية، معدل الدوران، معدل التداول) في النمو الاقتصادي خلال الفترة (1980-2016) وذلك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) بافتراض وجود نوعين من العلاقات بين مؤشرات تطور سوق عمان، للأوراق المالية كمتغيرات مفسرة والنمو الاقتصادي كمتغير تابع، إحداهما طويلة الأجل تعكس العلاقة التوازنية في المدى الطويل وذلك باستخدام منهج Johansen للتكامل المشترك، وأخرى في المدى القصير وهي العلاقة بين متغيرات النموذج الآنية أو المباشرة التي تظهر في كل فترة زمنية بين متغيرات النموذج، وتقاس باستخدام معامل تصحيح الخطأ.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي للسوق الأولية على النمو الاقتصادي في المدى القصير، وانعدامه في الأجل الطويل، في حين كان أثر السوق الثانوية منعدما في الأجل القصير ومتباينا في الأجل الطويل، حيث كان إيجابيا ومعنويا بالنسبة لمؤشر معدل التداول، الذي يعكس دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، وأثرا سلبيا بالنسبة لمؤشر معدل الدوران.

كشفت الدراسة عن وجود علاقة أحادية سببية في الأجل الطويل تتجه من مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي وبالتالي تحقق فرضية العرض القائد، وعن وجود علاقة أحادية سببية في الأجل القصير تتجه من النمو الاقتصادي نحو السوق الثانوية (البورصة) وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع، وعلاقة ثنائية سببية بين السوق الأولية والنمو الاقتصادي وبالتالي تحقق فرضية العرض القائد-الطلب التابع.

المقدمة العامة

7-1-3 دراسة شرفة حكيمة "تطور حركة رؤوس الأموال الدولية ودورها في تمويل التنمية في دول العالم الثالث" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية جامعة الجزائر 3، سنة 2012-2013 وأسفرت الدراسة عن:

عالجت الاشكالية موضوع "هل ساهمت حركة تدفق رؤوس الأموال بطريقة فعالة في تمويل احتياجات التنمية في الدول النامية ودعمت الاستقرار المالي؟

منهج الدراسة : تم استخدام المنهج التاريخي لسرد الأحداث والحقائق التاريخية المتعلقة بحركات رؤوس الأموال الدولية، ومن جهة أخرى، استخدمت المنهج الوصفي الاستقرائي لتحليل الموضوع من كل جوانبه؛ مع استخدام أدوات التحليل الاقتصادي الكلي.

وبينت الدراسة الآتي:

- يحتل الاستثمار الأجنبي المباشر أهمية واضحة في اقتصاديات الدول النامية، حيث أن المدخرات المحلية غير كافية لمقابلة حاجة الاستثمار المحلي سواء كان استثمارا مباشرا على شكل امتلاك لأصول الرأسمالية التي تتيح للمستثمر حق الإدارة، أو استثمار في صورة شراء أسهم وسندات.

- أصبحت الاستثمارات الأجنبية المباشرة منذ بداية الألفية الثالثة تتركز في قطاع الخدمات فأنشأت استثمارات أجنبية في مختلف المجالات أمثال البنوك، وشركات التأمين والشركات الاستشارية... إلخ، مما كان له الأثر الكبير في استيعاب أعداد كبيرة من العمالة المتوفرة في الدول المضيفة.

- كما أن تدفقات رؤوس الأموال الخاصة ولا سيما استثمارات المحفظة كانت مصاحبة لتنمية أسواق رؤوس الأموال المحلية، والتي تقوم بدورها بتعزيز ودفع عملية النمو، وحيثما تكون الأسواق المالية ضعيفة، يمكن لتدفق رؤوس الأموال الخاصة أن تزيد من درجة تعرض الدولة ذات السوق المالية الضعيفة لأزمات في النظام المصرفي وفي أسعار الصرف.

- لعبت تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل (الأموال الساخنة) والتي تؤثر بشكل مباشر على حجم المضاربات التي يقودها المضاربون الدوليون عبر الحدود في الأسواق المالية من أجل تحقيق مكاسب مالية طائلة في فترات وجيزة، دورا فعالا في إحداث وتغذية الأزمات، ونظرا لخطورة هذه الأخيرة فإنها طرحت بقوة ضرورة التحوط لمثل هذه الأزمات وأهمية وضع نظام للإنذار المبكر يعتمد على تطوير مجموعة من المؤشرات التي تحذر من الأزمة قبل وقوعها وقامت الباحثة بالتوصيات الآتية:

- نظرا لنمو حجم تدفقات رؤوس الأموال وما قد ينجم عنه من أزمات مالية يتطلب الأمر وجود رقابة على حركة رؤوس الأموال هذه الرقابة مرتبطة بتحرير القطاع المالي والذي تكون فيه للسلطات دور في وضع إطار تنظيمي مناسب فالتحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رؤوس الأموال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، على العكس، قد تحتاج القواعد التنظيمية في

المقدمة العامة

- الاقتصاد إلى تقوية في العديد من المجالات بما في ذلك القواعد المتعلقة بمعاملات وتحويلات العملة الأجنبية التي يقوم بها غير المقيمون.
- ضرورة سعي دول العالم الثالث وراء استبدال الأموال الساخنة برؤوس أموال طويلة الأجل وخلق بيئة اقتصادية مناسبة لهذه التدفقات لمواجهة التغيرات والتحديات التي يعرفها المحيط الاقتصادي العالمي وذلك من خلال وضع سياسات اقتصادية كلية ملائمة وإيجاد هياكل مالية قوية من شأنها أن تقلل من حدة هذه التقلبات والحفاظ على قوة النمو في مواجهة تدفقات رؤوس الأموال المتقلبة.
- تعزيز جهود التعاون الإقليمي بما تتطلبه تحرير التجارة العالمية وعولمة الإنتاج والأسواق وحركة رؤوس الأموال تهدف التصدي للآزمات.
- الحد من خروج رؤوس الأموال والعمل على استرجاع رؤوس الأموال الهاربة من خلال تهيئة البيئة التشريعية والقانونية المشجعة للاستثمار الأجنبي المباشر.

7-1-4 دراسة محمد إيلياس قرنتلي

Mohamed Ilyes GRITLI « Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique » L'UNIVERSITE DE TUNIS EL MANAR/ L'UNIVERSITE DE PAU ET DES PAYS DE L'ADOUR, 2017

الغرض من هذا العمل البحثي هو توضيح طبيعة العلاقة في اقتصادات منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مع مراعاة الجودة المؤسسية في هذا السياق.

المنهج: بالإضافة المنهج الوصفي التحليلي تم إجراء التقديرات المختلفة بواسطة طريقة اللحظات المعممة (GMM)، خلال الفترة من 1986 إلى 2012، لـ 11 دولة.

تظهر النتائج أن الفساد والمساءلة الديمقراطية يؤثران سلباً على النمو الاقتصادي إذا تم تبني سياسة تحرير حساب رأس المال ومع ذلك، فإن مصطلح التفاعل بين الجودة البيروقراطية والانفتاح المالي يحفز بشكل إيجابي النمو الاقتصادي كما تشير هذه النتائج إلى أن فوائد تحرير حساب رأس المال مشروطة بالعوامل المؤسسية.

يتناول الفصل الأول النقاش النظري بين مؤيدي التحرير المالي ومعارضيه، دعا التيار الفكري الليبرالي إلى نبذ الكبح المالي وتسليط الضوء على أهمية "التسلسل" التدريجي في عملية التحرير ويشكل تحرير حساب رأس المال المرحلة النهائية في هذه العملية، هذه المرحلة الأخيرة هي العنصر الأساسي في البحث الفصل الثاني: بالرغم من أن نظام التعليم قد ساهم في الزيادة السريعة في معدل معرفة القراءة والكتابة إلا أنه لا يزال غير منظم (لا تتوافق المهارات والمعرفة والتدريب مع احتياجات سوق العمل) لا يمكن أن تتم التنمية بدون تعليم جيد وبدون روح الإبداع ولهذا السبب، تحتاج منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى إنشاء نظام تعليم أكثر شمولية.

المقدمة العامة

إن معدل الاستثمار الذي يمثله المتغير GFCF (تكوين رأس المال الثابت الإجمالي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي) في دراستنا التجريبية، يحفز بشكل إيجابي النمو الاقتصادي.

الاستثمارات الأجنبية المباشرة، تعزز هذه التدفقات النمو الاقتصادي للدول النامية، وفي هذه الحالة دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، من خلال عدة قنوات مثل تطوير التجارة الخارجية، ونقل التقنيات وتأهيل القوى العاملة، وزيادة المنافسة وتقوية القطاع الخاص كما تحفز تدفقات رأس المال على تنويع المخاطر، وخفض تكلفة رأس المال، وتحسين بيئة الاقتصاد الكلي، وزيادة الكفاءة المصرفية وزيادة الاستثمارات وفي الوقت نفسه، يتيح الوصول إلى أسواق رأس المال العالمية للوكلاء الاقتصاديين تسهيل منحنيات استهلاكهم، والاقتراض في "الأوقات العصيبة" والإقراض في "الأوقات الجيدة".

الدروس المستفادة من الفصل الثالث، وجدنا أن النمو الاقتصادي يعزز التنمية المالية طويلة الأجل. وهذا هو الحال بشكل خاص في تونس حيث تشجع زيادة الدخل الادخار والاستثمار في التقنيات المالية الجديدة وبالتالي تطوير القطاع المالي.

لا يمكن تحقيق التطور المالي إلا من خلال تعزيز المؤسسات وفي هذا السياق تؤكد نتائجنا أن الفساد يؤثر سلباً على تطور البنوك والبورصة والانفتاح التجاري يحفز التطور المالي من خلال تحسين المنتجات والأدوات والخدمات المالية وبشكل أساسي أن فتح حساب رأس المال له تأثير إيجابي على التطور المالي، ويكون التأثير أكثر وضوحاً على المدى الطويل.

وهذا يشير إلى أن تدفقات رأس المال _ وخاصة استثمارات الحافظة _ متقلبة، مما يؤدي عادة إلى عدم الاستقرار على المدى القصير بالإضافة إلى ذلك، فإن البورصة التونسية، التي تتميز بشكل عام بعدد صغير من الشركات المدرجة، لا تملك سيولة كافية لاستيعاب كل رأس المال الوارد.

7-1-5 علاء الدين عادل الرفاتي وسمير خالد صافي وصلاح الدين كمال الداودي قسم الاقتصاد والعموم السياسية كمية التجارة الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 28 العدد 1 سنة 2018 ص 1-30.
دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي دراسة قياسية على الفترة (1997-2015 م)

يهدف هذه المقال إلى معرفة دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي واتجاه العلاقة السببية بينهما في الأجلين الطويل والقصير.

وتم استخدام المنهج الوصفي والتحليل القياسي لسلسلة زمنية عن بيانات الدراسة بالاعتماد على تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (vector error correction model VECM) لمتغيرات الدراسة المستقلة (معدل الرسملة السوقية، ومعدل التداول، ومعدل الدوران) لمجموع الشركات المدرجة في بورصة

المقدمة العامة

فلسطين وتأثيرها على المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة من 1997 وحتى 2015 م.

وتوصل البحث إلى أن 84% من التغيرات في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تفسرها المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) وأشارت النتائج إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة وأن سرعة التعديل في الأجل القصير لتحقيق التوازن طويل الأجل هي 54% في السنة، وخلص البحث إلى وجود علاقة سببية بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل، وكذلك وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل القصير تتجه من المتغير المستقل معدل الرسملة السوقية نحو المتغير التابع.

وأوصى البحث الحكومة الفلسطينية بضرورة تفعيل الإجراءات التي تجبر الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها في بورصة فلسطين مما يزيد من حجمها ويرفع سيولتها ويمنع احتكار شركات محددة للأسهم المتداولة، كما حث بورصة فلسطين على تقديم خيارات أوسع للتداول أمام المستثمرين بزيادة أنواع الأوراق المالية المتداولة ودعم إنشاء صناديق ادخار واستثمار مما يسهل جذب المزيد من المدخرات وتحفيز النشاط الاستثماري، وأوصى بورصة فلسطين بالتعاون مع الحكومة الفلسطينية لوضع خطة مشتركة تهدف إلى دعم وتشجيع انتقال الشركات العائلية والشركات المساهمة الخصوصية لتصبح شركات مساهمة عامة.

7-2 ما يميز البحث عن الدراسات السابقة

مما سبق ذكره فإن مساهمة هذا البحث تتمثل أساساً فيما يلي:

- أن الدراسات السابقة بحثت في معيقات أسواق المال العربية وفي شمال إفريقيا وحتى في فلسطين وبحثت أيضاً في التحديات التي تواجهها وهذا البحث جاء مكملاً لهذه البحوث بتقديم أساليب تفعيل هذه الأسواق من خلال تقديم تجارب حديثة النشأة وحقق نجاحاً مميزاً في مجال نمو اقتصادياتها.

- توضيح الأسس الواجب توفرها لإقامة أسواق للأوراق المالية كفؤة حتى تؤدي الدور المنوط لها والمتمثل أساساً في تنشيط الاستثمار وتوظيف المدخرات وجذب الاستثمار عن طريق تداول الأدوات المالية المتنوعة.

- الإحاطة بواقع بورصتي ماليزيا واندونيسيا من خلال أداؤها وتطوراتها خلال سنوات 2007-2017 بغية اكتشاف عناصر القوة وكيفية تجاوز العقبات حتى تطورت على المستوى المحلي والدولي.

- توضيح الأسس الواجب توفرها لإنجاح عملية الترابط بين البورصات مثل: تنسيق التشريعات المالية كما ستستخدم هذه الدراسة نماذج قياسية هامة في النظرية المالية والمتمثلة في السلاسل الزمنية والتي تستخدم بكثرة في الأسواق المالية بالإضافة إلى الاعتماد على بيانات حديثة نسبياً، تغطي فترة زمنية حديثة، محاولين التأكد من اختبارات الاستقرار والحصول على بيانات أكثر دقة.

8- صعوبات الدراسة:

- قلة المراجع التي تعنى بالموضوع بشكل مباشر (مجال البحث في علاقة التنمية الاقتصادية وسوق البورصة)

- بعض مقاييس التطور المالي غير كمية وهذا سنتعرض إليه في الجانب النظري من الدراسة.

- شساعة الموضوع، وتعدد الجوانب المتعلقة به فالتعدد الكبير والمتنوع لمؤشرات التنمية الاقتصادية مما جعلنا نختار مؤشرات كمية لها علاقة بالدراسة.

- صعوبة الحصول على الإحصائيات وجمعها من أجل الإلمام بمعظم جوانب الدراسة تم اختيار اثنا عشر (12) متغير تفسيري للظاهرة المدروسة في كل من إندونيسيا وماليزيا (مؤشر البورصة، عدد الشركات المدرجة بالبورصة، الرسملة السوقية، إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية، معدل التداول بالبورصة، معدل دوران الأسهم، إجمالي القيمة السوقية للأسهم المتداولة، المعروض النقدي الموسع M2، الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص، الاستثمار الأجنبي المباشر، التضخم وأسعار الفائدة فالصعوبة تكمن في البيانات التاريخية إذ لم نستطع توسيع المجال التاريخي أكثر من 18 سنة أي من سنة 2000 إلى 2017 المعلومات متوفرة لكل المتغيرات وفي السنوات الأقل من 2000 المعلومات ليست كلها متوفرة وهذا ما جعل طريقة القياس تكون مغايرة للبحوث والدراسات السابقة حتى لا يكون هناك أخطاء وتم اختيار طريقة البوتستراب.

- بهدف عدم التحيز تم استخراج كل بيانات المؤشرات من مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي وبورصتي كل من إندونيسيا وماليزيا.

9- حدود الدراسة:

قبل تحديد البعد الزمني والمكاني للبحث سنحدد البعد العلمي للموضوع أولاً إذ تناولنا موضوع "دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية" بعدما تعرضنا لمستجدات تطور النظام المالي والتي أدت لظهور أسواق ناشئة بعدما قامت بتحرير وإصلاح أسواقها وهذا بدوره جعلها عرضة للآزمات بسبب ترابطها العالم الخارجي.

9-1 من حيث البعد المكاني: ركزنا على تجارب دولتين ناشئتين إسلاميتين وهما ماليزيا وإندونيسيا.

تقع كل من إندونيسيا وماليزيا في قارة آسيا وتنتمیان إلى كتل الآسيان كما أن إندونيسيا عضو في G 20، وقع الاختيار على كليهما بعدما ظهر القرن 21 قرناً آسيوياً بامتياز من حيث النجاح الاقتصادي وبعدها حققت دول جنوب شرق آسيا طفرات تنموية أبهرت العالم بتميزها.

المقدمة العامة

فماليزيا تملك قطاعا ماليا تقليديا قويا وأقامت نظاما ماليا إسلاميا بالتوازي وكان نجاحه مبرهنا على قدرته العلمية والعملية كما تميز بكبر حجمه أما إندونيسيا فهي تملك نظاما تقليديا واهتمت بالقطاع المصرفي الإسلامي وكلل بالنجاح لكن لديها قوة كامنة تستطيع من خلالها أن تواصل تحقيق المعجزات وهذا التنوع يجعلنا نلم أكثر بجوانب الموضوع.

9-2 من حيث البعد الزمني: تم اختيار سنوات الدراسة من 2007 إلى 2017 حتى نتبع سياسات كل من إندونيسيا وماليزيا في تخطي التحديات الخارجية ومواصلة عمليات التنمية الاقتصادية وعلى هذا الأساس تم تحديد الخطة التالية.

10 - خطة وهيكل البحث

لمحاولة الإلمام بكل جوانب الموضوع والإجابة عن الإشكالية الرئيسية واختبار مدى صحة الفرضيات التي تم الانطلاق منها، ارتأينا تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول نستهلها بمقدمة عامة وفي الأخير نقدم خاتمة نختبر من خلالها فرضيات البحث ونستخلص فيها النتائج والتوصيات.

10-1 الفصل الأول: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

يعد الفصل الأول كمدخل لموضوع البحث والمعنون بـ "الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة" سنتطرق فيه إلى انعكاس المستجدات العالمية على النظام المالي وعلاقته الجدلية بالنمو الاقتصادي كما نقدم مفاهيم حول ماهية النظام المالي والتمويل وعولمة النظام المالي وكذا أسباب ومراحل تطور الأسواق المالية الناشئة، خصائصها وكفاءتها، تأثير استراتيجيات التحرير المالي عليها ومؤشرات أدائها ومزايا وتحديات الاستثمار فيها وبعدها نقدم عدوى الأزمات في الأسواق المالية الناشئة وانعكاساتها على كل من إندونيسيا وماليزيا.

10-2 الفصل الثاني: التنمية الاقتصادية في كل من دولتي إندونيسيا وماليزيا

يركز هذا الفصل على تطور مفاهيم التنمية أبعادها وأهميتها، مؤشرات قياسها لنختم المبحث الأول بالتنمية الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا أما المبحث الثاني فخصص للتنمية الاقتصادية في إندونيسيا، بداية نقوم بالتعريف بالدولة جغرافيا تاريخيا واقتصاديا وبعدها نقدم مراحل تطور سوق الأوراق المالية في إندونيسيا وأخيرا نعرض التنمية الاقتصادية من مراحل تطورها وعوامل نجاحها وواقعها كما تم اختيار المبحث الثالث ليكون على نفس منوال المبحث الثاني لكن خصص لدولة ماليزيا.

10-3 الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية في بورصة كل من دولتي إندونيسيا وماليزيا من 2007 إلى 2017.

نستهل المبحث الأول "تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية الناشئة ودوره التنموي بهدف توضيح العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية الناشئة والتنمية الاقتصادية ومدى تأثير السياسات الاقتصادية على مؤشرات التنمية الاقتصادية ثم بعدها نبين دور البورصة على مستوى الاقتصاد الجزئي ثم دور كل من السوق الأولي والثانوي في تحقيق التنمية وكذا دور البورصة على مستوى الاقتصاد الوطني المحلي وكذا الدروس المستفادة من الدولتين قيد الدراسة من أجل تفعيل بوصة الجزائر.

أما بالنسبة للمبحث الثاني فخصص لمنهجية الدراسة القياسية والنماذج المستعملة فالمطلب الأول تحدث عن الجانب النظري لمنهج القياس أما المطلب الثاني فتم من خلاله وصف وتعريف متغيرات الدراسة، تحديد مجتمع وعينة الدراسة، صياغة فرضيات الدراسة ونموذج الدراسة، وصف وتحليل متغيرات الدراسة، أما المطلب الثالث فتم فيه القيام بتحليل محددات النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا وإندونيسيا.

كما ناقش المبحث الثالث: خطوات تقدير النموذج القياسي واختبار النتائج. والخاتمة التي تضمنت نتائج وتوصيات وآفاق البحث.

الفصل الأول:

الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

تمهيد

يعد النظام المالي أحد أهم مؤشرات النهضة الاقتصادية المعاصرة، نظرا لكونه المحرك الأساسي لأي عملية تنموية وذلك من خلال تمويل المشاريع وحشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات ولقد شهد النظام المالي مستجدات في ظل العولمة المالية كالتطورات التكنولوجية، وعالمية الأسواق المالية وما صاحب ذلك من تغيير فرض على دول العالم وخاصة الدول النامية مما جعل هذه الأخيرة تلجأ إلى تحرير أنظمتها المالية بغية زيادة الكفاءة سعيا منها لتحقيق النمو و تفعيل التنمية.

ساعد هذا التوجه في إيجاد مفهوم الأسواق المالية الناشئة للتمييز بين أسواق الدول النامية والدول المتقدمة وكانت هذه الأسواق الناشئة قبلة للمستثمرين الأجانب بعد قيام الدول الناشئة بهيكله وإصلاح أنظمتها المالية مما سهل عملية ارتباطها ب الأسواق العالمية وأصبح العالم كأنه سوقا واحدة فعلى الرغم من مزايا هذا الترابط والتكامل غير أن عدوى انتشار الأزمات إذا ما عصفت باقتصاد دولة ما، تسمح بانتقال الصدمات وقت حدوثها إلى دول عديدة وهذا ما حدث في أزمة دول جنوب شرق آسيا وفي أزمة الرهن العقاري العالمية على الرغم من أن الاقتصاديات الناشئة الكبرى كانت الأقل تأثرا والأسرع تعافيا.

نظرا لأهمية الأسواق المالية الناشئة في الهيكل الاقتصادي الدولي سيُكرّس هذا الفصل لعرض الإطار النظري لها من حيث إظهار التغيرات والمستجدات العالمية على النظام المالي وتطوراته موضحين موقع الأسواق المالية الناشئة ضمن تصنيفات الأسواق المالية الدولية وتقديم خصائصها؛ مؤشراتنا ومكانتها الدولية ومزايا ومساوئ الاستثمار فيها وكذا عدوى انتقال الأزمات بها، و بهدف توضيح هذه الأفكار، اخترنا تناول الفصل الأول بعنوان "الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة" معتمدين على ثلاث مباحث:

المبحث الأول: النظام المالي في ظل المستجدات العالمية المعاصرة.

المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الثالث: عدوى الأزمات في الأسواق المالية الناشئة.

المبحث الأول: النظام المالي في ظل المستجدات العالمية المعاصرة

يتجلى دور هذا المبحث في إبراز طبيعة النظام المالي ومدى تأثيره وأهميته على الاقتصاد سنحاول من خلاله فهم ما هو هذا النظام وما هي مكوناته هيكلة التنظيمي وما هي الآليات الكفيلة بانتقال الأموال عبر النظام المالي ثم نحاول بعدها التعرف على كيف تمت عولمة النظام المالي و ما هي آثار العولمة الايجابية والسلبية عليه بالإضافة الى مظاهر المستجدات العالمية على النظام المالي

المطلب الأول: ماهية الأنظمة المالية في العالم

قد يختلف النظام المالي من بلد إلى آخر من حيث مكونات الهيكل الاقتصادي وآليات العمل ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على مفهومه ومكوناته بالإضافة الى آلياته في تمويل الاقتصاد.

الفرع الأول: مفهوم وأنواع النظم المالية

1. تعريف النظام المالي:

يمكن التوصل إلى مفهوم النظام المالي من خلال التعاريف التالية:

النظام المالي: هو كل المؤسسات التي تلعب دورا أساسيا في تعبئة المدخرات من العائلات والشركات التي يوجد لديها مدخرات نقدية تفوق نفقاتها لتوجهها إلى العائلات والشركات التي تواجه عجزا في تمويل نفقاتها¹.

ويعرف النظام المالي أيضا على أنه "مجموعة المؤسسات و الأسواق المالية التي يتم من خلالها انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين أو من المقرضين إلى المقترضين من خلال كافة الآليات التي تضمن تبادل وحياسة الأصول والأدوات المالية المختلفة"² كما عرف أيضا على أنه "مجموع المؤسسات والأعوان التي تسمح لبعض الوحدات الاقتصادية ذات العجز خلال فترة زمنية بالإنفاق أكثر مما تملك، ومن جانب آخر تسمح للوحدات ذات الفائض بتوظيف هذه الفائض"³

وعرفه روبرت جوردان على أنه "كيان يتكون من مجموعة من العناصر تعمل على أداء مجموعة من الوظائف يأتي في مقدمتها نقل الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض الى الوحدات الاقتصادية ذات العجز"⁴

ويرى فردريك مشكن بأنها: "عبارة عن المجال التنظيمي والفني والذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض في الأموال إلى الوحدات التي تعاني عجزا منها"⁵.

¹Stiglitz J.E & Walsh C.E, « **Principes d'économie moderne** », Edition de Boek , 2eme Edition, 2004, p568.

² سعيد عبد الحميد مطاوع، "الأسواق المالية المعاصرة"، مكتبة أم القرى، مصر، 2001، ص:2

³Robert Ferrondier, Vincent Koen, « **Marché de capitaux et technique financiers** »,4ed, Economica, Paris p:9. 1997

⁴ Robert Gordon, « **Macroeconomics** » 8th ed, MC Graw, I Lill, 1999, P440

⁵- Frederic S.Mishkin, the Economic of Money, Banking and Financial Market, Sixth Edition, Addison- wesley, USA, 2001, P 03.

كما عرف دريد كامل آل شبيب النظام المالي على أنه "عبارة عن وحدات ومؤسسات مالية تشكل القطاع المالي في الاقتصاد وهي جزء أساسي مهم من الهيكل الاقتصادي العام للدولة يساهم في تسيير المعاملات المالية وتمويل المشاريع والأنشطة المختلفة في هذا الاقتصاد، حيث أن القطاع المالي هو المسئول عن تحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى قطاعات التي تعاني من العجز وبالتالي فإنه يسهل توظيف رأس المال بهدف زيادة الاستثمارات والإنتاجية¹.

على هذا الأساس يتبين لنا بأن النظام المالي يشمل القطاع المالي وجميع السلطات النقدية والمالية والتشريعات ومختلف الأنظمة المرتبطة بها؛ كما سنتعرف على الوحدات الرئيسية ذات التأثير على النشاط الاقتصادي في الدولة² وهي كآتي:

2. الوحدات الرئيسية المؤثرة على النظام المالي

2.1. الوحدات الاستهلاكية (العائلات): تتفق الأفراد والعائلات من دخلها الجاري على سلع

وخدمات أو ما يسمى بالاستهلاك الجاري، بينما تقتصر لتمويل مشترياتها من سلع الاستهلاك المعمرة كالسيارات، الأثاث، الأبنية وبهذا يتبين بأن للقطاع المالي دورا بارزا في عملية تفعيل النشاط الاقتصادي.

2.2. الوحدات الإنتاجية (مؤسسات الاعمال): تحتاج إلى مصادر مالية لتمويل استثمارها من

منشآت والمعدات وكذا تمويل مشترياتها من المواد الأولية أو الوسيطة للقيام بالعمليات الإنتاجية

3.3. القطاع الحكومي: تسهم الحكومة في التأثير على النظام المالي من خلال عمليات الاقتراض

والإقراض على حسب وضع الميزانية العامة، فهي تدخر عندما تحقق فائضا، وتستنثر في الموجودات المادية (مشروعات) أو الموجودات المالية (أسهم، سندات)³.

وتقتصر الحكومة عند وجود عجز في الميزانية العامة حيث تقوم بإصدار أدوات في الأسواق

المالية أو الاقتراض من مصادر داخلية أو خارجية.

4.2. القطاع الأجنبي: يلعب هذا القطاع دور المقرض في السوق المالي عن طريق شراء أدوات

مالية (أسهم أو سندات) أو حسابات جارية أو عن طريق الاستثمار المباشر، أي استخدام الادخارات الأجنبية لتغطية العجز، و في حالة الفائض يلعب دور المقرض عن طريق بيع أدوات مالية للشركات المحلية أو توظيف هذا الفائض في الأسواق المالية الأجنبية⁴

¹ دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص25

² عبد المنعم السيد علي ونزار الدين العيسى، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار الحامد، الأردن، 2005، ص72

³ عدنان النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية: النظرية والتطبيق"، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص57

⁴ عبد المنعم السيد علي ونزار الدين العيسى، مرجع سابق، ص78

5.2. الوسطاء الماليون (المؤسسات المالية)

يؤثر الوسطاء على النشاط الاقتصادي من خلال الحصة النسبية التي تشغلها كل مجموعة في السوق¹، ومن أهم مهام الوسيط في سوق الأوراق المالية ما يلي²: تنفيذ الأوامر، النصح والإرشاد والتسيير.

وبهذا يتضح بأن النظام المالي هو: كل المؤسسات و الأسواق والقنوات التي توفر الآلية الضرورية والأدوات اللازمة لتبادل الأصول المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، بواسطة تجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات فعلية بهدف زيادة الإنتاج والدخل حتى يتحقق من خلالها توظيف الأموال، زيادة الفرص الاستثمارية، تدعيم النمو و تفعيل فرص التنمية.

3. أنواع الأنظمة المالية

غالباً ما صنفت الأنظمة المالية إلى أنظمة مالية قائمة على البنوك وأخرى قائمة على الأسواق، إلا أنه قد تهيمن البنوك العمومية التابعة للدولة على النظام المالي خاصة في الدول النامية والتي لم تتطور بعد أنظمتها بالشكل الكافي إذ يعتمد فيها الأعوان الاقتصاديون على البنوك أو على التمويل الذاتي في تمويل استثماراتهم و يمكن تقسيم الأنظمة المالية³ كما يلي:

1.3. الأنظمة المالية القائمة على التمويل الذاتي:

في ظل غياب نظام مالي متطور ومنفتح على الاقتصاد الدولي لا يستطيع الأعوان الاقتصاديون اللجوء إلى التمويل الخارجي وفي هذه الحالة من أجل تمويل استثماراتهم يعتمدون على التمويل الذاتي حيث تتعدم تكاليف التمويل فيه، فالتمويل الذاتي يجبر المؤسسات على الاستثمار فقط في المشاريع الصغيرة والمتوسطة وهو المصدر الوحيد لتمويل المشاريع في الدول التي تمتلك أنظمة مالية غير متطورة فغياب الأسواق المالية المتطورة و المصارف النشطة يقلل من إمكانية اعتماد التكنولوجيات والكفاءة العالية والإنتاجية المرتفعة، لذا أكد Mackinnon سنة 1973 على أهمية التطور المالي من خلال التحرير المالي من أجل دعم الاستثمار والنمو الاقتصادي في الدول النامية⁴

2.3. الأنظمة المالية القائمة على البنوك:

لخص Beck في سنة 2010 مزايا هذا النوع من الأنظمة مقارنة ب الأسواق بما يأتي :

* العلاقة التي تبنيها البنوك مع عملائها تسمح لها بخفض التكاليف المتعلقة باقتناء المعلومات

¹ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)"، دار الشروق للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 48.

² جبار محفوظ، "تنظيم وإدارة البورصة"، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002، ص، ص: 5، 11.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص37

⁴ Mahjouba Zaiter Lahimer, "L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économiques dans les pays en développement", THESE Pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences Economiques, l'Université Paris Dauphine, 2011 p 30.

* البنوك يمكنها أن تعزز الابتكار من خلال تحديد نوعية المشاريع التي لديها فرصة أكبر في المردودية *تعمل البنوك على تركيز الادخار والتوزيع المناسب للاستثمارات بين الأجل القصير والطويل مما يسمح للمستثمرين من تنويع وتجزئة المخاطر وتشجيعهم على الاستثمار في المشاريع ال أكثر مخاطرة وريحية *تؤمن البنوك جميع الخدمات المصرفية كما انها تتدخل في أسواق الأسهم والسندات وتشارك في تسيير خزينة البنوك، وفي نفس الوقت هي بنوك استثمار وتدير عمليات الاستحواذ والاندماج.

3.3. الأنظمة المالية القائمة على الأسواق:

يستند أنصار هذه النظم على دور الأسواق في تنويع وتسيير المخاطر، نشر المعلومات، تحسين حوكمة الشركات وتخصيص الموارد كما تمنح الأسواق مجموعة متنوعة من أدوات التحوط وتنويع المخاطر¹ عكس البنوك ف الأسواق المالية تسمح بالتغلب على المشاكل المرتبطة بالسيولة حيث يكون بإمكان المستثمرين من بيع أصولهم في الأسواق السائلة وذات الكفاءة العالية عند الرغبة بذلك مع شرط توفر سرعة المعلومة بعيدا عن المضاربات الغير أخلاقية.

الفرع الثاني: مكونات النظام المالي:

يتكون النظام المالي من مجموعة عناصر تتفاعل وتتكامل فيما بينها لأداء الوظائف المختلفة والتي تضمن تحقيق الأهداف العامة لهذا النظام فهو يشمل الأعوان، الأسواق، المؤسسات والبنية الأساسية اللازمة لتنفيذ المهمة الرئيسية للوساطة و سنتطرق لها بالتفصيل فيما يأتي:

1- أصحاب الفائض المالي (المقرضون): تضم هذه المجموعة الأعوان الذين لديهم قدرة على التمويل النهائي²، وهم الذين يستعملون أموالهم الخاصة مباشرة في تمويل المتعاملين ذوي الحاجة للتمويل النهائي.

2- أصحاب العجز المالي (المقترضون): تمثل هذه المجموعة الأعوان ذوي الحاجة للتمويل النهائي وهم الأعوان الذين تقل إيراداتهم عن نفقاتهم المخصصة للاستخدامات الجارية وتكوين رأس المال ويطلق عليهم أيضا بالمقترضين.

3. مؤسسات الوساطة المالية: يشمل مفهوم الوساطة المالية المنظمات المالية التي تمارس وظيفة تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها أو توجيهها إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة وتشارك هذه المؤسسات في أداء الوظيفة الأساسية للوساطة المالية، لكنها تختلف من حيث طبيعة أدواتها المستخدمة في تكوين أصولها وخصومها وطبيعة الحقوق والخدمات التي تتيحها للدائنين وتحصل عليها من المدينين، وتأخذ الأشكال التالية³:

¹ Thorsten Beck "Développement de la finance et croissance économique: banques vers marchés financiers 2", La revue Secteur privé et développement, (2010), N° 5, p-p: 24-26.

² Jacques Bichot, « La monnaie et les systèmes financiers », Edition Ellipses, Les économiques, Paris, 1997, p30.

³ محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام "المؤسسات (البورصة والبنوك التجارية)" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص

1.3. البنك المركزي: هو قلب النظام المصرفي، وهو مؤسسة نقدية حكومية تتولى إدارة السياسة النقدية وتهتم على النظام النقدي والمصرفي في البلد، يقع على عاتقها مسؤولية إصدار العملة والرقابة على النظام المصرفي والائتمان والمحافظة على الاستقرار النقدي عن طريق توفير الكميات النقدية المناسبة وربطها بحاجات النشاط الاقتصادي¹ " بما يحقق المحافظة على قيمة العملة الخارجية وتحقيق التوازن في المدفوعات الخارجية كما يقوم بدوره كمقرض أخير للوحدات المصرفية المختلفة ويحصل منها على الودائع التي تستخدم لأغراض المقاصة بين هذه المؤسسات.

2.3. مؤسسات الإيداع: وهي مؤسسات مالية تتميز بقبول الودائع من الأعوان بغرض توظيفها في أنشطتها المختلفة كمنح الائتمان، والاستثمار في الأوراق المالية، كما تقوم بدور هام في عملية إنشاء النقود خاصة منها المصارف التجارية لذلك تساهم في التأثير على العرض النقدي، وتنقسم إلى²:
 أ -مؤسسات مصرفية تقبل الودائع: ومن أهمها البنوك التقليدية والإسلامية.
 ب-مؤسسات غير مصرفية تقبل الودائع: وتشمل بدورها المؤسسات التالية: مؤسسات الادخار والإقراض بنوك الادخار المشتركة، اتحادات الائتمان.

3.3. المؤسسات غير الوداعية: وتصنف إلى مؤسسات تعاقدية ومؤسسات الاستثمار
 أ -المؤسسات التعاقدية: هي مؤسسات مالية لا تقبل الودائع وتقوم بتجميع مواردها على فترات دورية وعلى أساس تعاقدية، وتستطيع هذه المؤسسات التنبؤ بدرجة عالية من الدقة بمقدار ما ستدفعه من الأموال لصالح المنتفعين في المستقبل³ " وتتمثل أساسا في: شركات التأمين، صناديق التقاعد.
 ب -مؤسسات الاستثمار: هي مؤسسات مالية وسيطة وظيفتها الأساسية جمع الموارد المالية من خلال بيع الأصول المالية المختلفة للجمهور واستثمارها في الأسهم و السندات، ومن أهمها:
 شركات الاستثمار (التمويل) الصناديق المشتركة، الصناديق المشتركة لسوق النقد.
 وبالرغم من مساهمتها الهامة في النظام المالي، فإن المؤسسات المالية السابقة الذكر لا توفر حلا كاملا للمشاكل التي يفرضها القطاع الحقيقي على نشاط الوساطة المالية لأن هذا التخصص يعني عدم سيطرتها بصورة مطلقة على أشكال الوساطة المالية الأخرى وفي هذا الوضع يتدخل السوق المالي ليشمل المواقع التي تتركها مؤسسات الوساطة المالية دون ملئها.

4- الأسواق المالية: تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في النظم الاقتصادية والمالية الحديثة، من خلال استقطاب رؤوس الأموال وتوظيفها¹، حيث تعمل على التقريب بين القطاعات الموفرة للادخار وتلك التي تقوم بالاستثمار وتكوين رؤوس الأموال.

¹ درضا صاحب أبو حمد آل عل، إدارة المصارف مدخل تحليل كمي معاصر، دار الفكر، الأردن، 2002، ص:61

² نفس المرجع السابق، ص 61

³ غالب عوض الرفاعي وعبد الحفيظ بلعربي، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار وائل، عمان، الأردن، 2002، ص46

وتعرف السوق المالية على أنها "وسيلة ينتقي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون من ذوي الاهتمامات بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول الأصول المالية المختلفة لفترات متباينة اعتمادا على قوانين وأنظمة وتعليمات معتمدة محليا أو دوليا² وهناك عدة تصنيفات للأسواق المالية تقوم على أسس مختلفة حيث تقسم إلى: أسواق نظامية وأسواق غير نظامية، أسواق أولية وأسواق ثانوية، أسواق فورية وأسواق مستقبلية، أسواق رأس المال وأسواق النقد أسواق محلية وأسواق دولية ونظرا للتطور الذي عرفته الأسواق والأدوات المالية في ظل التحولات الاقتصادية وعولمة أسواق المال، برزت صعوبة وضع حدود فاصلة للتفريق بين هذه الأسواق لذلك سنعمد معيار أجل الاستحقاق في تصنيفها لأنه الأكثر شيوعا في دراسة أنواع السوق المالي، حيث يقسم هذا الأخير إلى: سوق النقد وسوق رأس المال.

1.4. سوق النقد: هو سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل، والهدف الأساسي من وجوده هو تمويل المشاريع الإنتاجية ومدتها بالفروض، وأهم مؤسساته تتمثل في البنك المركزي والبنوك التجارية³، وأهم أدوات الاستثمار التي يتم تداولها هي: أدون الخزنة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع⁴ وتتسم أسواق النقد بخصائص عديدة نذكر منها⁵:

- يتم فيها تداول أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات استحقاقها ما بين يوم واحد إلى سنة⁶.
- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبيا وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقود.
- إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بالأدوات ذات القيم الكبيرة وهذا يجعل الاستثمار في هذه الأسواق مركزا على المؤسسات الكبيرة بدلا من الأشخاص الطبيعيين أو يجري التبادل من خلال سماسرة سوق النقد ومتاجرين يرتكز دورهم على جمع الزبائن لأنه من الصعب على صغار المستثمرين تملك هذه الأدوات مباشرة، وبالتالي تقليل درجة المخاطرة.

- يتدخل البنك المركزي في هذه السوق لتغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل لضبط النشاط الائتماني.

ويشمل سوق النقد كلا من: سوق ما بين البنوك، وسوق أوراق الدين قصيرة الأجل.

سوق ما بين البنوك وهو مكان التقاء عرض وطلب السيولة البنكية وهو مخصص فقط للبنوك، البنك المركزي، الخزينة العامة، وتكون المبالغ المعروضة فيه يوميا تحت مراقبة البنك المركزي، هذا الأخير يشارك في السوق من أجل تحقيق التوازن و يسمى هذا السوق النقدي بالمفهوم الضيق⁷.

¹د. عبد الغفار حنفي، درسمية قريبا، "السوق والمؤسسات المالية" كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001، ص 213

² هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2003، ص 58

³ محمد علي سويلم "أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة) دار المطبوعات الجامعية، ط 1، 2013، ص 29

⁴ حسين بن هاني، "الأسواق المالية: طبيعتها وتنظيمها أدواتها المشتقة"، دار الكندي، ط 1، عمان، الأردن، 2002، ص 15

⁵ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 133

⁶ عادل أحمد حشيش، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2004، ص 149

⁷ ANDRE HOVAGUIMIAN " **The Role of Financial Institutions in Facilitating Investment and Capital Flows**" <https://www.elibrary.imf.org/view/books/071/02392-9781557754189-en/C02.xml.p.p:38,39> p-p(29-53)

أما المفهوم الواسع لسوق النقد فيشمل سوق أوراق الدين المتداولة لذ يتم فيه تداول أوراق مالية قصيرة الأجل وهو مفتوح لكافة الوحدات (أفراد، مؤسسات، حكومة) لذلك يطلق عليها بالسوق النقدي المفتوح.

2.4. سوق رأس المال: يعرف سوق رأس المال بأنه " ذلك السوق الذي يسمح بالتمويل الطويل

الأجل لتحقيق الدخل المتتابع للمستثمر من خلال تداول الأدوات الاستثمارية والمتاجرة ب الأوراق المالية المصدره والتي تستحق بعد آجال متوسطة أو طويلة"

وتتكون الأسواق المالية أساسا من سوق رأس المال - وهو السوق الذي يتم التعامل على الأوراق

المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات -ومن أهم خصائص سوق رأس المال¹ ما يلي :

- من حيث العائد: يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة، مما يدفع المستثمرين للاهتمام

بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة، لذلك يجب أن تتوفر الأدوات المالية الأكثر عائدا بأقل تكلفة ممكنة.

- من حيث التنظيم: يعد أكثر انتظاما من السوق النقدي نظرا لكون المتعاملين فيه على درجة

كبيرة من التخصص والخبرة في عقد الصفقات المالية.

- يتيح فرصة التمويل للمشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لأجل طويل.

5. الأدوات المالية: تضم الأدوات المالية جميع أصناف العقود المالية التي تبرم بين الوحدات

الاقتصادية ويختلف تصنيفها من دولة إلى أخرى حسب المعيار المعتمد في كل دولة²، وهي مطالبات مالية ذات قيمة يمكن إثباتها (مثل العملة، الودائع، الأوراق المالية بمختلف أنواعها) وتعتبر هذه العقود أساس العلاقات بين الدائن والمدين إذ يكتسب مالك الأصول من خلالها مطالبات غير مشروطة على موارد اقتصادية لدى وحدات أخرى.

ويستند تصنيف الأدوات المالية إلى أصول مالية وأدوات مالية أخرى إلى معيارين³ :

أ -سيولة الأصل حيث يجب أن تتوفر فيه الشروط التالية: وحسب هذا المعيار تصنف الأصول

المالية إلى: أصول مالية شديدة السيولة: هي مجموع وسائل الدفع التي يمكن استعمالها بدون تكلفة ودون إجراءات وتشمل العملة الورقية والمعدنية والحسابات الجارية للبنوك التجارية.

أصول مالية شبه سائلة: تضم بقية الودائع لدى البنوك وحسابات صناديق الادخار بالإضافة إلى

الأوراق المالية قصيرة الأجل.

أصول مالية ذات سيولة غير مؤكدة: وتتمثل في الأصول التي يتطلب تحويلها إلى سيولة تكلفة

وتحمل درجة من المخاطر وتضم مجموع الأوراق المالية.

أصول مالية عديمة السيولة: وتشمل الأصول التي لا يمكن تحويلها إلى السيولة من الدرجة الأولى.

¹ ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل، ط1، عمان، الأردن، 1999، ص ص 187-188

² دليل الإحصاءات النقدية والمالية، صندوق النقد الدولي، 2002، ص 36

³ نفس المرجع السابق، ص 26

ب- الخصائص التي تحدد شكل العلاقة بين الدائن والمدين: حيث تصنف الأدوات المالية على أساس العلاقة بين الدائن والمدين فيما إذا كانت مشروطة أو غير مشروطة.

إن سوق رأس المال يتميز بالتعامل فيما يسمى بالأوراق المالية سواء كانت أوراقا حكومية أو خاصة وهذا على خلاف السوق النقدي الذي يتعامل بالأوراق التجارية¹

الفرع الثالث: آليات النظام المالي في تمويل الاقتصاد

تسمى عملية نقل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز والتي تقوم بها آلية النظام المالي بعملية التمويل و يعرف هذا الأخير بتلك التدفقات المالية المحلية أم الأجنبية الموجهة في دعم برامج التنمية الضرورية لهيكل الاقتصاد الوطني بهدف تحقيق الرفاهية الاقتصادية للمجتمع ويعرف التمويل أيضا بأنه عملية البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار بين تلك الطرق للحصول على المزيج الأفضل بشكل يناسب الكمية والنوعية لاحتياجات والتزامات الوحدات الاقتصادية، ولمعرفة طرق انتقال الموارد المالية سنحاول التطرق إلى أشكال أو أنواع التمويل.

تنتقل الأموال بين وحدات الفائض و وحدات العجز بطريقتين الأولى مباشرة و الثانية غير مباشرة.

1- الانتقال المباشر (التمويل المباشر): وتتمثل هذه الطريقة في قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين) بإصدار حقوق مالية بمساعدة خبراء² وبيعها إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين) أي أن الوحدات ذات العجز تمثل المقترضين النهائيين للأموال (تدفق نقدي مباشر) من وحدات الفائض مقابل أصول مالية (تدفق مباشر للأوراق المالية) وعادة ما يلتزم المدين بسداد المدفوعات للدائن في المستقبل بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر الإقراض التي يتحملها المقرض وتدعى الالتزامات المالية في هذه الحالة بالأصول المالية المباشرة أو الأولية، أين الأسواق المالية المنظمة تلعب دورا هاما بفضل مزاياها³ وعليه يمثل التمويل المباشر قناة تمويلية يتم بواسطتها انتقال الأموال من الوحدات المقرضة (المدخرة) إلى الوحدات المقترضة (المستثمرة) بدون تدخل الوسطاء الماليين⁴، وهذا النوع من التمويل يأخذ عدة أشكال منها:

* **الأفراد:** قد يحصل الفرد على قرض مباشر من فرد آخر، كما يمكن أن تتم هذه العملية بين الأفراد والمؤسسات التي تكون العلاقة بينهما على شكل سندات وكمبيالات وذلك لتمويل احتياجاته.

* **المؤسسات:** يمكن أن تحصل على قروض وتسهيلات ائتمانية من مواردها، أو من مؤسسات أخرى وتتخذ هذه القروض شكلين:

-الحصول على أموال في شكل قروض عن طريق إصدار سندات قابلة للتداول في السوق النقدي.

¹ عادل أحمد حشيش، مرجع سبق ذكره، ص155

² محمود يونس وكمال أمين الوصال، "اقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية"، قسم الاقتصاد، الإسكندرية، مصر، 2005، ص80.

³ Gilbert Koenig, « analyse monétaire et financière », Edition economica, Paris, 2000, p24.

⁴ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق ذكره، ص12

-الحصول على أموال من أصحابها بإصدار أصول مالية جديدة، بحق حاملها من ملكية المشروع.
* **الحكومة:** قد تلجأ إلى الأفراد والمؤسسات التي ليست لها طبيعة مصرفية، ويكون ذلك بإصدار الحكومة لسندات متعددة الأشكال تستهلك خلال مدة معينة وبأسعار فائدة مختلفة مثل أذون الخزينة. ويتم هذا النوع من التمويل إما بدون وساطة، أو يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار وسماسة الأوراق المالية.

2- التمويل غير المباشر: يستند التمويل غير المباشر إلى تدخل مؤسسات الوساطة المالية¹، وطبقاً لهذا الأسلوب من التمويل يتم الفصل التام بين وحدات الفائض ووحدات العجز، حيث تقوم مؤسسات الوساطة المالية بتزويد وحدات العجز بالمبالغ التي تحتاجها مقابل الحصول على أصول مالية² (أولية)، ثم تقوم بعد ذلك بإصدار أصول مالية خاصة بها تسمى بالأصول غير المباشرة تتميز بمواصفات يتم تحديدها طبقاً لرغبات وحدات الفائض التي تقوم بشراء هذه الأصول، ولا يشترط هنا تزامن العمليتين أو تساوي مبالغهما ونظراً لأن الأصول التي تحصل عليها وحدات الفائض تمثل التزاماً على المؤسسة الوسيطة التي أصدرتها ولا تمثل التزاماً على وحدات العجز فسمي هذا النوع بالتمويل غير المباشر.

تتميز هذه الأصول بسيولة مرتفعة وهي قابلة للتداول، فضلاً عن انخفاض مخاطرها مقارنة بالأصول المباشرة ويتميز هذا النوع من التمويل بالقدرة العالية للوسطاء في تعبئة الادخار وتسويق الأصول المالية لوحدة العجز، وترجع كفاءة المؤسسات المالية في مزاوله مهام الوساطة المالية⁴ إلى الاستفادة من اقتصاديات الحجم و انخفاض تكلفة المعلومات، حيث تمتلك هذه المؤسسات المصادر اللازمة التي يمكن من خلالها الحصول على المعلومات المتعلقة بالمراكز المالية لوحدة العجز.

وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل: البنوك التجارية، شركات التأمين وغيرها، حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من وحدات الفائض إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع وكذا شهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم قروض لمن يحتاجها، أو شراء أوراق مالية جديدة صادرة من وحدات العجز المالي⁵.

¹ Raymond E.Lombra & other, «**Money and the Financial system-theory, institutions, and Policy-**», Edition Raymand, U.S.A, 1980, p13.

² <https://a7mar.blogspot.com/2016/07/Indirect-funding.html> visité le

³ عبد الغفار حنفي، "إدارة المصارف: السياسات المصرفية، تحليل القوائم المالية، الجوانب التنظيمية في البنوك التجارية والإسلامية"، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص: 23

⁴ Gilbert Koenig, **Op-cit**, P: 34.

⁵ - مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)"، مركز النشر العلمي، السعودية، ط1، 2010، ص 06.

وعليه نستنتج بأن التمويل هو الدورة الدموية لكل مشاريع الوحدات الاقتصادية لهذا يجب أن تضخ الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تتحقق الأهداف التشغيلية والأهداف الاستثمارية، وبالتحديد يجب أن تنتج الأموال أموالاً إضافية، وإلا تآكلت بسبب التضخم وعدم التشغيل الفعال للموارد.

المطلب الثاني: عولمة النظام المالي

تنقسم العولمة الاقتصادية إلى شقين (عولمة تجارية وعولمة مالية) والعولمة المالية هي الناتج الأساسي لعمليات التحرير المالي أو ما يسمى بالانفتاح المالي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال و تدفقها عبر الحدود لتصب في الأسواق العالمية بحيث أصبحت أسواق المال أكثر ارتباطاً وتكاملاً¹ بعد تحرير المعاملات المالية كما يمكن الاستدلال على العولمة المالية بمؤشرين اثنين² هما:

* **المؤشر الأول** هو تطور حجم المعاملات عبر الحدود من الأسهم والسندات في الدول الصناعية المتقدمة، حيث تشير البيانات إلى المعاملات الخارجية من الأسهم والسندات كانت تمثل أقل من 10% من الناتج المحلي الإجمالي في هذه الدول عام 1980، بينما وصلت إلى ما يزيد على 100% في كل من الـ.و.أ أو ألمانيا عام 1996 وعلى ما يزيد عن 200% في كل من فرنسا وإيطاليا وكندا في 1996

* **المؤشر الثاني:** وتمثل في تطور تداول النقد الأجنبي على الصعيد العالمي، حيث تشير الإحصائيات إلى أن متوسط حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف الأجنبي قد ارتفعت من 211 مليار دولار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 2.1 تريليون دولار أمريكي عام 1995 وهو ما يزيد عن 84% من الاحتياطات الدولية لجميع بلدان العالم في نفس العام³

الفرع الأول: ماهية وأسس العولمة في النظام المالي

1- مفهوم العولمة المالية.

إن مفهوم العولمة المالية لا ينفصل أبداً عن تطورها التاريخي، فالاتجاهات المختلفة التي اتبعتها العولمة المالية من مرحلة لأخرى تعطي كل منها تصوراً معيناً للعولمة المالية، ويمكن تعريفها: أولاً " العولمة المالية عملية مرحلية لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلشى في ظلها كل أشكال الحواجز الجغرافية و التنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل توزيع لمختلف أشكال رؤوس الأموال بين مختلف المناطق و قطاعات النشاط، في أثناء البحث عن أعلى العوائد و أقل المخاطر"⁴

¹ عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها"، الدار الجامعية، مصر 2006، ص: 45-46

² د.صوفيا شراد، د. دنش رياض، "عولمة النظم المالي" مجلة الاجتهاد القضائي العدد 11، جامعة بسكرة، ص: 143-156): ص-149

³ عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003، ص: 34

⁴ د.صوفيا شراد، د. دنش رياض، مرجع سابق ذكره، ص 148

ثانيا " العولمة المالية هي عملية مرحلية أو مخطط لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى فيها كل القيود الجغرافية والتنظيمية حتى تسود فيها حرية التدفقات السلعية والمالية بهدف التخصيص الأفضل لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق والقطاعات بحثا عن أعلى العوائد وأقل المخاطر"¹

فالعولمة المالية هي النمو الهائل في حجم و نوعية المعاملات المالية الذي يخترق كل أشكال الحواجز للوصول إلى سوق مالي عالمي موحد يضمن الحصول على أعلى الأرباح بأقل التكاليف وأقل المخاطر.

2- أسس العولمة المالية (قاعدة "3D" ,Désintermédiation ,Décloisonnement, (Déréglementation

ترتكز العولمة المالية على ثلاثة أسس رئيسية وهي:

1.2. عدم الفصل بين أقسام أسواق رأس المال (Le Décloisonnement)

بمعنى انفتاح الأقسام الموجودة في الأسواق على بعضها البعض داخليا وخارجيا، أي أن تطبيق هذا المبدأ يتم على المستوى الداخلي من السوق المالي قصيرة الأجل إلى السوق المالي طويل الأجل، من البنوك التجارية إلى بنوك الأعمال، ومن أسواق الصرف إلى الأسواق المالية كما تم مزج وظائف الوسطاء الماليين و السماسرة، و سمح لغير المقيمين بأن يكونوا مساعدي الرؤساء في الإصدارات الأجنبية أما على المستوى الخارجي فيعني فتح الأسواق المالية الوطنية أمام المتعاملين الأجانب، بشراء جزء من الأصول المالية لكبرى الشركات الوطنية، أو شراء للأصول المالية الحكومية².

2.2. تقلص دور الوساطة في التمويل (La Désintermédiation)

و نقصد بذلك اللجوء إلى إصدار وتبادل الأوراق المالية في الأسواق المالية (أسهم، سندات. الخ.) دون المرور عبر الوسطاء أو البنوك (التمويل غير المباشر)، فالرشادة الاقتصادية تستدعي البحث عن أفضل تمويل بأقل تكلفة، وهذا ما يفسر التطور الكبير للأدوات المالية المباشرة على حساب نشاط البنوك

3.2. إزالة القيود التنظيمية (La Déréglementation)

مع ظهور سياسة نقدية جديدة بالولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينات إذ تم من خلالها إلغاء الكثير من القيود التنظيمية بالخصوص في مجال تسيير الحسابات المالية وهذا بدوره شجع على إزالة القيود التنظيمية التي كانت توضع لتجنب المخاطر.

¹ Dominique Plihon « Les enjeux de la globalisation financière, Mondialisation au-delà des mythes », (Alger Ed: CASBAH,1997) ; P:68

² ساعد مرابط وأسماء بلميهوب " العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة" الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر بسكرة، ص-ص4-5.

الفرع الثاني: أسباب و مراحل تطور العولمة في النظام المالي:

1- أسباب تنامي العولمة في النظام المالي

لقد كان للنمو الهائل الذي حققه الرأسمال المستثمر في الأصول المالية دوراً أساسياً في إعطاء قوة الدفع للعولمة المالية، فأصبحت معدلات الربح في الأصول المالية تزيد بأضعاف مضاعفة عن معدلات الربح التي تحققت قطاعات الإنتاج الحقيقي.

أصبحت الرأسمالية تتغذى على توظيف الرأسمال لا على استثماره ولقد ساعدت عدة عوامل في توفير المناخ الملائم لتطور ونمو العولمة المالية و كان أهمها:

1.1 عجز الأسواق الوطنية عن استيعاب الفوائض المالية.

أدى عدم قدرة بعض الأسواق المحلية على استيعاب الفوائض المالية، جعلها تبحث عن أسواق خارجية¹ وعن فرص استثمار أفضل و معدلات ربح أعلى، من الدول المتقدمة نحو الدول الناشئة²

2.1. ظهور الابتكارات المالية الجديدة.

ارتبطت العولمة المالية بظهور أدوات مالية جديدة تهدف للحماية من مخاطر التقلبات التي تحدث على مستوى أسعار صرف العملات و أسعار الفائدة، كما برز ظهور سوق اليورو دولار³ والذي كان أهم وعاء للعملات العالمية خارج حدودها الوطنية يجنبها الخضوع للقيود والضوابط التي تفرضها السلطات النقدية، واحتفاظ البنوك المركزية والشركات المتعددة الجنسيات باحتياطياتها وأصولها السائلة فيها، كما تطورت سوق السندات الأوروبية الدولية والتي ساهمت بصورة فعالة في تحويل الأصول المالية إلى أوراق مالية قابلة للإقراض طويل الأجل، وشجع هذا التطور المصارف الدولية على التعامل في السوق الثانوية للسندات الأوروبية الدولية مما أتاح للسوق عنصرى العمق والسيولة.⁴

3.1. التقدم التكنولوجي

ساهم التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات و المعلومات مساهمة فعالة في دمج و تكامل الأسواق المالية⁵ على المستوى الدولي ، مما ساعد على خفض تكلفة الاتصالات السلكية و اللاسلكية، و القدرة على متابعة الأسعار في مختلف الأسواق المالية لاتخاذ القرارات المناسبة بالبيع والشراء¹.

¹ شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، عمان: دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، 2008، ص21

² رشيد بوكساني، مرجع سابق ذكره، ص 135

³ الجمعية العلمية لنادي الدراسات الاقتصادية على الموقع www.sarambite.com، ص16

⁴ François Combe, Thibaut Lepinat, « **Problèmes Monétaires et Financiers Internationaux** », (Paris:Ed Gualino, 2004) P ;189

⁵ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص172

4.1. التحرير المالي المحلي و الدولي.

ويشمل التحرير المالي كل من التحرير المالي الداخلي (المحلي) والتحرير المالي الخارجي (الدولي)؛ كما يعد التحرير المالي الداخلي هو خطوة تسبق التحرير المالي الخارجي.

1.4.1. التحرير المالي الداخلي (المحلي):

والذي يتمثل في تحرير معدلات الفائدة² والتخلي عن سياسة توجيه الائتمان وعن الاحتياطي الإجباري، واعتماد أدوات غير مباشرة للسياسة النقدية وتشجيع المنافسة بين المؤسسات المالية خاصة البنوك العمومية وفتح النظام المالي أمام المنافسة الخارجية، ويشمل ما يلي³:

أ- **تحرير معدلات الفائدة:** والتي تتمثل في إلغاء تحديد أسقف لمعدلات الفائدة (المدينة والدائنة).

ب- **تحرير القروض:** والتي تتمثل في التخلي عن سياسة توجيه القروض نحو قطاعات اقتصادية معينة و إلغاء تحديد أسقف قروض لبعض القطاعات الاقتصادية.

ج- **إلغاء الاحتياطات الإلزامية:**

د- **تحرير المنافسة البنكية:** والتي تتمثل في إلغاء القيود على إنشاء البنوك المحلية والأجنبية.

2.4.1. التحرير الخارجي (الدولي):

يتمثل التحرير المالي الخارجي في إلغاء القيود على معدلات حساب رأس المال، وهو أمر لازم للتحرير والانفتاح الاقتصادي والمقصود بالتحرير المالي الخارجي التحرر من الحصر على المعاملات في حساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، كما أن تحرير حساب رأس المال يعني إلغاء القيود على معاملات النقد الأجنبي والضوابط الأخرى المرتبطة بهذه المعاملات، ويشمل تحرير حساب رأس المال المعاملات التالية⁴:

¹ عبد الرزاق كيوط، عبد الرزاق بن الزاوي "أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية" الملتقى الدولي: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية- يومي 21 و22 نوفمبر كلية العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة محمد خيضر بسكرة، 2006، ص11

² بلقاسم بن علال، " دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي و المصرفي الجزائري (1990-2011) "، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، العدد الثاني، ديسمبر 2014، ص 281، 280، ص-ص(277-304)

³ عبد الغني حريزي، " دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المالي"، ورقة بحثية ضمن أعمال الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف يومي 21 - 20 أكتوبر 2009، ص-ص 3-4

⁴ مانويل غينيا، " دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي والتصحيح الهيكلي"، بحث مقدم إلى ندوة السياسات المالية وأسواق المال العربية -تحرير سعيد النجار-، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 1994، ص 14

أ- تحرير الأسواق المالية: والذي يرتبط بإلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (أسهم سندات صكوك سوق رأس المال أوراق استثمار والمشتقات وغيرها من الأدوات المالية)¹، وهي تشمل عمليات الشراء التي تتم محليا ويقوم بها غير المقيمين، أو عمليات البيع و الإصدارات التي تتم في الخارج بواسطة مقيمين (تدفقات إلى الداخل) أو على مبيعات أو إصدارات يقوم بها محليا غير المقيمين أو عمليات الشراء التي يقوم في الخارج مقيمون (تدفقات للخارج).

ب- تحرير الاستثمار الأجنبي المباشر والمعاملات العقارية: والتي تتمثل في إلغاء القيود والضوابط على الاستثمار المباشر الوارد إلى الداخل أو المتجه إلى الخارج أو على تصفية الاستثمارات أو على بيع وشراء العقارات، التي تتم محليا بواسطة غير المقيمين أو شراء العقارات في الخارج بواسطة المقيمين.

ت- تحرير عمليات الائتمان: تشمل كلا من الائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات وتسهيلات الدعم المالية، التي تشمل كلا من التدفقات إلى الخارج أو التدفقات للداخل

ث- تحرير المعاملات التي تقوم بها البنوك التجارية: والتي تتمثل في إلغاء الحظر على الودائع غير المقيمة وعلى اقتراض البنوك من الخارج وعلى القروض والودائع الأجنبية.

ج- تحركات رؤوس الأموال الشخصية: والتي تشمل إلغاء الضوابط على الودائع والقروض أو الهدايا أو المنح أو الميراث أو التركات أو تسوية الديون، كان التحرير المالي الخارجي تكملة للتحرير المالي الداخلي، وهو يعني تحرير التدفقات الرأسمالية الأجنبية إلى الداخل وهذا ما يرفع من حجم الموارد المالية المتاحة للاستثمار وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي.

من خلال هذه الأسباب يتضح بأن العولمة المالية أحدثت عدة تطورت عبر مراحل نستهلها فيما يلي:

2. مراحل تطور العولمة المالية.

يمكن تلخيص أهم مراحل العولمة المالية فيما يلي²:

1.1. مرحلة تدويل التمويل غير المباشر (1960-1979).

* أهم ما ميز هذه المرحلة³ هي سيطرة البنوك على تمويل الاقتصاديات الوطنية (التمويل غير المباشر) وتعايش الأنظمة المالية و النقدية الوطنية المغلقة وبعد انهيار نظام (Bretton Woods) في أوت 1971، و حل محله نظام أسعار الصرف المرنة.

* إدماج البترودولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول مما زاد في نسبة الادخار

العالمي

¹ حسن كريم حمزة "العولمة المالية والنمو الاقتصادي" دار الصفاء للنشر، ط1، عمان، 2011، ص 55

² نسيم أوكيل، "الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا" أطروحة لنيل شهادة دكتوراه

في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 155

³ Pierre DALLENE, Alain NOMJON, Cédric TELLENE, "De l'internationalisation à la globalisation" Ed ELLIPSES Paris, 2007, P304

* بداية المديونية الخارجية لدول العالم الثالث.

* ظهور الأدوات المالية المشتقة وارتفاع العجز في موازين المدفوعات للدول المتقدمة.

2.2. مرحلة التحرير المالي (1980-1985).

تميزت هذه الفترة بما يلي¹:

* رفع الرقابة على حركة رؤوس الأموال.

* التوسع الكبير في أسواق السندات بسبب حاجة الدول الصناعية وخاصة الولايات المتحدة لتغطية العجز في ميزان المدفوعات، وذلك عن طريق إصدار وتسويق تلك الأصول المالية.

* توسع صناديق المعاشات وصناديق الادخار الأخرى والتي تمتاز بفوائضها المالية الكبيرة.

3.2. مرحلة صعود الأسواق المالية الناشئة (1986 إلى يومنا هذا).

تميزت هذه الفترة بتوسع أسواق الأسهم والسندات بعد سلسلة من الإصلاحات كانت بدايتها في بريطانيا ثم تبعتها بقية بورصات العالم، حيث زادت قيمة الأسهم المتداولة في البورصات العالمية من 1400 مليار دولار سنة 1975 إلى 17000 مليار دولار سنة 1995، أي بمتوسط زيادة سنوية قدرها 13.25 % وفيما يخص سوق السندات فإن حجمها قد قدر سنة 1995 بـ: 15300 مليار دولار، و كان نصيب الولايات المتحدة من هذه السوق حوالي 2758 مليار دولار، معظمها سندات حكومية بنسبة 88%.

كما برز صعود الأسواق المالية الناشئة، و ربطها ب الأسواق المالية العالمية، حيث زاد نصيب هذه الأسواق من الرأسمال المتداول في الأسواق العالمية مما تسبب في انتشار عدوى الأزمات المالية اذ عرفت الأسواق المالية الناشئة، بداية من أزمة المكسيك 1994، أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997 الأزمة الروسية 1998 و أزمة البرازيل 1999 وغيرها.

الفرع الثالث : آثار عولمة النظام المالي على الأسواق المالية الناشئة

ازداد الدور الذي تلعبه الدول النامية في الاقتصاد العالمي، بعدما قامت هذه الأخيرة بتحرير أسواقها المالية وإعادة هيكلة اقتصادها بهدف تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية فكانت لتلك الخطوة آثارا ايجابية وأخرى سلبية² كالاتي

1. الآثار الإيجابية لعولمة النظام المالي

رغم الآثار السلبية للعولمة المالية على الدول النامية فهي لا تخلوا من الإيجابيات نوجزها فيما

يأتي:

¹ Nada saliba «Mondialisation et libéralisation financière: endettement et crises dans les pays émergents d'Asie. Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie» UNIV SORBONE, these de doctorat, sciences économiques, 2009, Paris 3; P-P 20,21 <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-0796993/document>

² Nada Saliba, Op-Cit , P-P:121-123

1.1. تدفق رؤوس الأموال الأجنبية.

أدى الربط بين الأسواق المالية للدول النامية والدول المتقدمة إلى الزيادة في التدفقات الرأسمالية نحو الدول النامية¹ وما يعاب عليها هو ميزة التركيز، فعلى سبيل المثال استحوذت على معظم الاستثمارات لسنة 1992 مجموعة قليلة من الدول النامية وهي الصين، المكسيك، الأرجنتين، ماليزيا وتايلاند وتنقسم هذه التدفقات إلى ثلاثة أنواع.

أ- الاستثمار الأجنبي المباشر: وهو أن تقوم شركة أو شخص غير مقيم بتملك ما لا يقل عن 10% من رأسمال شركة محلية في دولة ما، مع توفر المقومات الأساسية (أداء الاقتصاد الكلي، مؤشر الوساطة المالية، مؤشر بيئة الأعمال و مؤشر الوساطة المالية والبيئة المؤسسية)².

ب- استثمارات الحافظة: وتتضمن شراء غير المقيمين للأوراق المالية والمشتقات القابلة للتداول في البورصات المحلية³.

ج- استثمارات أخرى: تتضمن التدفقات الرأسمالية في الأدوات غير القابلة للتداول مثل القروض و الودائع.

2.1. محددات تطور الأنظمة المالية الوطنية.

إن عمليات التحرير المالي التي أقدمت عليها الكثير من الدول النامية لعبت دورا كبيرا في تفعيل أداء الأسواق المالية المحلية ذلك لأن الاحتكاك المباشر مع مستثمرين دوليين على درجة عالية من الخبرة في ميدان الاستثمار، سمح بنقل الكثير من التقنيات و الخبرات، مما ساعد في تطوير أداء الأنظمة المالية الوطنية للدول النامية⁴.

نستنتج في الأخير بأن موضوع التطور المالي يتعلق بعملية تحرير النظام المالي: زيادة انفتاحه وتدويل نشاطه، فهو يشمل العديد من الجوانب يتعلق بعضها بهيكل النظام المالي، وبعضها الآخر يتعلق بخدمات متنوعة أهمها البيئة المؤسسية والقانونية علاوة عن الكيانات التي يضمها النظام المالي جميعها كلها عوامل أثرت في التطور المالي وبالتالي في امتداد تأثيراته على الاقتصاد الحقيقي.

أولاً: البيئة المؤسسية

تشمل البيئة المؤسسية الرقابة الاحترازية للنظام المالي من خلال القوانين واللوائح التي تسمح بتطوير الوساطة وجعل السوق المالي أكثر كفاءة وعمقاً

¹ حمزة حسن كريم، "العولمة المالية و النمو الاقتصادي"، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الاردن، 2010، ص46

² المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2019، ص28

³ أحمد شعبان ومحمد علي، "انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية" دراسة تحليلية تطبيقية

لحالات مختارة من البلدان العربية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص39

⁴ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، مرجع سابق ذكره، ص 11

أ. حجم المؤسسات والأسواق المالية وهو ما سمي ببعد العمق المالي¹.

يقصد بحجم القطاع المالي وجود كم كبير ومستمر من عمليات التداول المالي في الاقتصاد الوطني ويكون النظام المالي لأي دولة أكثر تطوراً عندما تقل أهمية البنوك المركزية، وتزداد أهمية البنوك التجارية في تخصيص الائتمان، وتزداد كذلك درجة التقدم المالية عندما تزداد أهمية المؤسسات المالية الأخرى غير المصرفية في أداء وظائف الوساطة المالية، حيث يدل ذلك على تطوير النظام المالي لمصادر بديلة غير مصرفية لتعبئة وتجميع وتخصيص المدخرات وتقديم الخدمات المالية.

فكلما ارتفعت قيمة مؤشرات الوساطة كلما دل ذلك على مدى عمق واتساع النظام المالي وتحقيقه لوفورات الحجم الكبير وهو ما يسمح بانخفاض النفقات المتعلقة بنشاط الوساطة المالية، وكما يدل ذلك على قدرة النظام المالي على جذب المدخرات وتوفير التمويل وتوزيع المخاطر وإدارتها على نطاق واسع.

ب. نشاط أو سيولة النظام المالي

يشير هذا المعيار إلى مدى انتشار الخدمات المالية ووصولها إلى وحدات الاقتصاد الوطني، وبصفة خاصة القطاع الخاص، حيث ينصرف هذا البعد إلى قياس مدى كفاءة وحدات الوساطة المالية في أداء أحد أهم وظائفها² ألا وهي حشد المدخرات وتوصيلها إلى المستثمرين في القطاع الخاص، الذي يمثل بلا شك القطاع الأكثر إنتاجية مقارنة بالقطاع العام.

ج. الكفاءة (كفاءة الوسطاء و الأسواق المالية في تسيير وتسهيل المعاملات المالية)

يكون النظام المالي أكثر تطوراً وكفاءة عندما يعمل في ظل توافر مجموعة من الشروط، منها أن يعمل في بيئة أكثر تنافسية، وأن يكون قادراً على تقليل المخاطر والتكاليف³ الناتجة من عدم تماثل المعلومات وأن يكون أكثر انتشاراً ويحقق درجة عالية من الربحية، وأن تعكس مؤشرات الأداء المالي كافة المعلومات وألا يكون باستطاعة أي متعامل الحصول على عوائد استثمارية غير طبيعية بصورة مستمرة.

د. التحول الهيكلي المالي (درجة حصول الأفراد على الخدمات المالية وهو ما سمي ببعد النشاط أو النفاذ) بمعنى أن يكون هيكل النظام المالي أكثر نضجاً وتماشياً مع تطور النظام المالي العالمي، ففي هذا الصدد يمكن التمييز بين التحول الهيكلي الرأسي، والتحول الهيكلي الأفقي.

حيث يشير التحول الرأسي إلى حدوث تغييرات ديناميكية للعناصر المكونة للنظام المالي القائم مثل تحول النظام المصرفي من وسائل الدفع الجارية التقليدية إلى خدمات ومشتقات مالية جديدة ومتنوعة و أكثر ابتكاراً، وتدل ارتفاع قيمته عن الواحد الصحيح على زيادة الأهمية النسبية للمدخرات المالية.

¹ نيفين محمد إبراهيم طريح، "العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي - بدائل السياسة للاقتصاد المصري"، مجلة مصر،

المعاصرة، القاهرة، المجلد 98، العدد 486، ص-ص (287-356) ص 297

² سامية زيطاري، مرجع سابق ذكره، ص 75

³ ثابت عبد الرحمن إدريس، "كفاءة وجودة الخدمات اللوجستية: مفاهيم أساسية وطرق القياس والتقييم"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،

أما التحول الأفقي فينصرف إلى قياس مدى تحول هيكل النظام المالي من نظام مستند على قاعدة البنوك إلى نظام مستند على قاعدة السوق وكلما زادت قيمة هذا البعد كلما دل ذلك على ارتفاع في التحول الهيكلي و تطور النظام المالي.

هـ. الانفتاح المالي

يشير هذا المعيار إلى مدى قيام النظام المالي بأداء وظائفه في بيئة خالية من القيود الحكومية الكمية والإدارية والائتمانية وبيئة خالية من وجود قيود على المعاملات المالية الدولية وعلى سعر الفائدة، وعوائق على دخول البنوك الأجنبية، كما يشير إلى مدى تلاشي القيود المفروضة على أسواق رأس المال¹.

ثانياً: بيئة الأعمال

تعتبر بيئة الأعمال من بين المحددات المساعدة على تطوير القطاع المالي، فكفاءة هذا القطاع تتعكس على العناصر الآتية²:

- توفر الكفاءة في رأس المال البشري المستخدمون من قبل القطاع المالي لتقديم خدمات مالية فعالة.
- تعتبر البنى التحتية من المقاييس المهمة والمؤثرة في التطور المالي، فجودة الهياكل المتاحة للنظام المالي تزيد من عملية تراكم رأس المال الخاص والعمق المالي من خلال زيادة الربحية، خاصة البنى التحتية المتعلقة بتكنولوجيا المعلومات والاتصالات بما أنها أكثر ما يؤثر على القطاع المالي وتحديداً على الشركات نظراً لطبيعة وكثافة البيانات الخاصة بهم والواجب نشرها ضمن النظام المالي.

- التكلفة المترتبة عن مختلف الأعمال التجارية تعتبر من أهم المؤشرات إذ يؤدي وجود بيئة عمل مثلى إلى أداء أفضل من قبل المؤسسات المالية وهو ما يؤدي إلى درجة أعلى من التطور المالي وقد أظهرت الأبحاث أن تكلفة ممارسة الأعمال التجارية هو السمة الحيوية لتحديد كفاءة المؤسسات المالية³.

ثالثاً: الاستقرار المالي

ويساعد الاستقرار المالي في المفاضلة بين المخاطر المالية والعائد حيث أن استقرار وسلامة النظام المالي يسهم بدوره بشكل فعال في تحقيق التطور المالي وتحقيق الحماية ضد المخاطر النظامية تفادياً لحدوث انهيار شامل للنظام المالي بسبب الارتباط المتبادل بين مختلف كياناته.

¹ عاطف وليم إندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2015، ص 193

² Isabella Reuttner and Todd Glass, "the Financial Development Index 2012: Stalled Recovery In Search of Growth." In *World Economic Forum*, "The Financial Development Report 2012," p. 7, accessed 27/01/2014

³ World Bank, "Doing Business 2013: Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises." 10 th Ed, (Washington: World bank group, 2013), p. 15, accessed 16/06/2014

رابعاً: تطور خدمات البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية و الأسواق المالية

تعتبر البنوك من المحددات المهمة لتحديد مدى التطور المالي، فغالبية البلدان لا زالت تعتمد كلياً على القطاع المصرفي.

أما المؤسسات المالية غير المصرفية فتمارس بدورها التأثير على التطور المالي من خلال مساهمة السماسرة ومديري الأصول وشركات التمويل العقاري والبنوك الاستثمارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين في أسواق الأوراق المالية، فضلاً عن تعبئة وتخصيص الموارد المالية على المدى الطويل، كالأشطة التأمينية فتقوم المؤسسات المالية غير المصرفية بالاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة من السوق القصيرة الأجل والإقراض بمعدلات فائدة مرتفعة في المدى الطويل. ويؤدي ذلك إلى تدوير آجال القروض مقابل الفائدة المتحصل عليه¹.

ويكفل التنافس الذي ينشأ بين البنوك والمؤسسات غير المصرفية تحقيق التطور المالي.

وبدورها تساهم الأسواق المالية في تطوير القطاع المالي من خلال سوق الأوراق المالية بمختلف أقسامه التي تمت الإشارة إليها في المبحث الأول، وعبر منتجاته التقليدية والمستحدثة أما سوق الصرف الأجنبية فيظهر تأثيره على التطور المالي في التعاملات الخارجية.

2. الآثار السلبية لعولمة النظام المالي.

كان من أهمها ما يلي

1.2. عولمة المديونية الخارجية.

تحولت الديون الخارجية للدول النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية وأصبحت تلك الديون تنتقل من سوق مالي إلى آخر ومن دولة لأخرى في ظرف قصير جداً² كما ظهرت إمكانية استبدال الديون الخارجية والداخلية للدول النامية بمساهمات في الشركات الخاصة بحيث يمكن للمستثمر الأجنبي أن يشتري جزءاً من ديون الدولة التي يرغب في الاستثمار فيها من السوق المالية العالمية، ويصبح مساهماً فيها مقابل التخلي عن ذلك الجزء من الديون³.

2.2. انهيار الأسواق المالية.

لقد ساعد الارتباط الشديد بين الأسواق المالية العالمية من جهة و هشاشة النظام المالي لبعض الدول النامية من جهة أخرى، إلى انتقال عدوى الانهيارات ونتج عن ذلك ظهور عدة أزمات مالية مثل أزمة دول جنوب شرق آسيا (1997) والأزمة العالمية 2008 وهذا ما سنتطرق إليه في المبحث اللاحق.

¹ Thorsten Beck, "Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes?," World Bank Policy Research, Working Paper Series(46-56), (June 1, 2008). pp. 8-9, accessed 22/04/2014

² جبار محفوظ "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية" مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، جامعة باتنة، العدد 07، ديسمبر 2002، ص-ص (183-202) ص 190

³ محمد صفوت قابل، "الدول النامية و العولمة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 147.

3.2. مخاطر تبيض الأموال وهروب الأموال الوطنية إلى الخارج.

ساعدت عملية التحرير المالي وحرية دخول وخروج الأموال¹ في تقاوم ظاهرة غسل الأموال، بحيث أصبح من السهل استثمار الأموال الضخمة المكتسبة من الأنشطة غير الشرعية (تجارة المخدرات، السرقة) في الخارج، وهذا على شكل أسهم وسندات، أو فتح حسابات في البنوك الأجنبية².

4.2. الاختلالات المتزايدة في موازين التجارة بين التكتلات الاقتصادية الكبرى:

كلما كبرت الكتلة الاقتصادية وضمت عددا أكبر من الدول كلما أصبح تأثير الحماية أقل ضررا عليها من المنافسة غير العادلة، ويتجلى ذلك في الصعوبات الجمة التي تواجهها منظمة التجارة العالمية في إزالة معوقات الحماية الزراعية (المعتمدة في اليابان و أوروبا) وبعض الصناعات الاستراتيجية مثل صناعة الطائرات والصلب في الولايات المتحدة.

5.2. تزايد المشكلات البيئية المتعلقة بالتدفقات المالية والدولية:

إن أنشطة البنك الدولي في تمويل مشاريع التنمية في الدول النامية قد أدت إلى ظهور مشاكل بيئية بالغة الخطورة، مثل إغراق ملايين الهكتارات من الأراضي الزراعية نتيجة بناء السدود، وإزالة العديد من الغابات الاستوائية من أجل إعداد شبكة الطرق مما كان له أثرا سلبا على التوازن البيئي³، وظهر تيار التمويل الدولي الأخضر.

6.2. هيمنة الشركات العابرة للقارات (متعددة الجنسيات) أصبحت هذه الشركات تتحكم في اقتصاد

الدول المتخلفة وتحكمت حتى في الأوضاع السياسية وكانت سببا في حدوث الانقلابات والفضوى.

المطلب الثالث انعكاس المستجدات العالمية على النظام المالي وعلاقته الجدلية بالنمو

الاقتصادي.

من خلال الطرح السابق تبين بأن المتغيرات العالمية السابقة أثرت على هيكل ونسق الأنظمة المالية في كثير من دول العالم، فقد خفض التطور التكنولوجي تكلفة الاتصالات والحصول على المعلومات، وألغى التحرر من القيود العوائق التي تمنع دخول المنشآت الجديدة وشجع المنافسة بين المؤسسات و الأسواق و المنتجات، كما خلق التغيير المؤسسي كيانات وتنظيمات وقوانين جديدة داخل

¹ زكي رمزي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، دار الخلدونية، الجزائر، العدد 1، المجلد الثاني 2000 ص-ص (35-56) ص48

² Corbo victorio hernandez, leonardo "Marco economica adjustment to capital Inflows" America.1994 P.06

³ أحمد باشي، دور الجباية في محاربة التلوث، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، كلية العلوم للاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 7، العدد 02، 2003 ص-ص (129-165)، ص 130

القطاع المالي إلى الحد الذي باتت فيه هذه الأنظمة الأداة الأكثر ربطا بين دول العالم، وسنحاول من خلال هذا المطلب تسليط الضوء على أهم هذه الانعكاسات والآثار على هيكل وأداء الأنظمة المالية.

الفرع الأول: الاتجاهات الحديثة في القطاع المالي

1. التحرر من القيود وإزالة الحواجز البيئية:

شهدت الأسواق المالية العالمية منذ بداية السبعينات اتجاها متزايدا نحو التحرر من القيود التنظيمية التي تحكم الأنشطة المالية¹ المختلفة، حيث كان تحرير أسواق العملات الأجنبية والمنافسة العالمية عاملين مهمين في إجبار الحكومات على تحرير مختلف أنشطة الأسواق المالية من أجل تشجيع المنافسة واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية ويشمل التحرر من القيود على المستوى الدولي أيضا العمليات² التحرر من القيود المفروضة على المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي وكذا المعاملات التي تخص الاستثمار في سوق الأوراق المالية، المعاملات المتعلقة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محليا من غير المقيمين أو في الخارج بواسطة المقيمين، المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية و المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية، وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع والقروض والهدايا. ..الخ.

2. نمو التدفقات الرأسمالية الدولية:

أصبح رأس المال يلعب دورا مؤثرا وغالبا مسيطرا على المستوى العالمي في ضوء ما يقدمه من موارد مالية بعد الانخفاض الملحوظ الذي حدث في التدفقات المالية الحكومية والرسمية وفي المعونات التي كانت تقدمها الدول الصناعية³، فتغيرت طبيعتها إذ انتقلت من التدفقات العامة إلى الخاصة ومن تدفقات الديون إلى تدفقات الاستثمار ومن الاستثمار المباشر إلى استثمارات المحافظ.

وعرف هيكل التدفقات الخاصة في ظل التوجه إلى عولمة الأسواق المالية انتقالا من حساب رأس مال يسيطر عليه الإقراض والاستثمار المباشر إلى حساب ارتفعت فيه أهمية استثمارات المحافظ حيث قدر الخبراء الماليون أن حجم التدفقات الرأسمالية العالمية سنويا 7% منها يتجه لتمويل التجارة الدولية و 16% يتجه للاستثمارات الإنتاجية المباشرة بينما تتجه بقية الأموال للتوظيفات المالية في الأسواق المختلفة عبر الأسهم والسندات أو المضاربة على أسعار صرف العملات⁴.

¹ عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" مرجع سابق، ص 87

² زكي رمزي، "العولمة المالية"، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، 1999، ص ص 73-72

³ زكي رمزي، مرجع سابق، ص 86

⁴ أكرم الحوراني، "المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة"، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية العلوم،

الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد 4، 2005، ص ص (9-26)، ص 18

من جانب آخر فإن تحرير تدفقات رؤوس الأموال قد حمل العديد من الأزمات، ذلك أن العديد من الدول النامية تعاني من انخفاض الطلب على الاستثمار وبالتالي فإن التجارة في تدفق رأس المال لا تحتاج بالضرورة إلى المزيد من التمويل، بل إلى توقع الحصول على قدر أكبر من الأرباح.

3. التطورات التكنولوجية والابتكارات المالية:

يعد التطور التكنولوجي من أهم التحولات التي عرفها الاقتصاد العالمي وأحد السمات الأساسية لظاهرة العولمة، حيث ظهرت التغيرات ذات الطابع المتميز في تكنولوجيا الإعلام والاتصال والتي كان لها الأثر البالغ في توفير السرعة والفعالية التي يحتاجها الاقتصاد. ولقد أدت هذه التطورات إلى زيادة تكامل الأسواق المالية، فالتقدم الباهر¹ الذي عرفه مجال الاتصالات السلكية واللاسلكية ساهم في ربط المتعاملين في مختلف أنحاء العالم، الأمر الذي نتج عنه إمكانية تنفيذ الصفقات خلال ثوان، كذلك ساعدت ثورة المعلومات وما صاحبها من استخدام الكمبيوتر، على تمكين المستثمرين من الحصول على معلومات آنية تتعلق بأسعار الأصول المالية وبتكلفة ضئيلة، وقد كان من نتائج وفرة هذه المعلومات تمكن المشاركين في الأسواق من مراقبة الأسواق العالمية واتخاذ القرارات².

ويعد توسع البنوك في تقديم خدمات الصيرفة الإلكترونية من أهم ثمار الثورة التكنولوجية في العصر الحديث، بالإضافة لما سبق فقد صاحب هذا التطور الكبير في الخدمات الإلكترونية وتنامي عمليات التجارة والشيكات Credit Cards الإلكترونية انتشار وسائل الدفع والسداد الإلكترونية مثل بطاقات الائتمان المختلفة فضلا عن ظهور النقود الإلكترونية، Smart Cards والبطاقات الذكية، Electronic Checks الإلكترونية لتيسير عمليات تسوية المدفوعات إلكترونياً³ كما ظهرت الأدوات المالية الجديدة والتي راحت تستقطب العديد من المستثمرين، بفضل مساهمتها في تخصيص أكثر توازناً للموارد وتوزيع أفضل للمخاطر.

4. عولمة الأسواق المالية الناشئة.

لقد تم ربط بعض الأسواق المالية للدول النامية بالنظام المالي العالمي، مما سهل انتقال رؤوس أموال معتبرة إلى هذه الدول، لاسيما أسواق جنوب شرق آسيا و أسواق أمريكا اللاتينية فأصبحت هذه الدول تبرز كقطب اقتصادي ومالي، له وزنه في النظام المالي العالمي ولقد ساعد التطور التكنولوجي في وسائل الاتصال الحديثة داخل هذه الدول على الإسراع في عولمة الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية، وبدرجة أقل في دول شرق أوروبا و دول الشرق الأوسط، ونظراً لأهمية الدور الذي تلعبه

¹ عبد الغفار حنفي وعبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، 2004، ص35

² Solow, R, M ; « Technical change and aggregate production function » ; Rev, Eco ; Statist, N°39- 1957, PP (312-320), p316.

³ بنك الإسكندرية، "النشرة الاقتصادية" المجلد 53، 2005 مرجع سابق، ص: 12-13

الأسواق المالية الناشئة في النظام المالي العالمي، سنتطرق إليها بنوع من التفصيل في المبحث الثاني من هذه الدراسة

الفرع الثاني: مظاهر الاتجاهات الحديثة لكل من النظام المصرفي وأسواق الأوراق المالية

1- مظاهر الاتجاهات الحديثة لأسواق النقد

فرضت العولمة المالية كثيرا من المستجدات أمام الأنشطة المصرفية في إطار إزالة القيود بكل أشكالها وتحرير المعاملات، وبات من الضروري على سوق النقد مواكبة هذه المتغيرات باتخاذ التدابير المناسبة التي تساهم في انخراطها في الاقتصاد العالمي من خلال إعادة صياغة استراتيجياتها وانتهاج سياسات أكثر تطورا وشمولية وتتمثل أهم انعكاسات البيئة العالمية الجديدة على القطاع المصرفي فيما يلي:

1-1 إعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية :

"حدث تغير كبير في أعمال البنوك وتوسعت مساحة ونطاق أعمالها المصرفية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، وأخذت البنوك تتجه إلى أداء خدمات مصرفية ومالية جديدة وانعكس ذلك على هيكل وميزانيات البنوك، حيث حدثت لها تغيرات هيكلية واضحة من تنوع مصادر الأموال إلى الاستخدامات والتوظيف¹ ويمكن الإشارة إلى هيكل الخدمات التي أصبحت تقدمها البنوك على النحو التالي:

- لم يعد المصدر الرئيسي لأرباح البنوك يتحقق من الائتمان المصرفي بل من الأصول الأخرى المدرة للدخل كالاستثمار في سوق الأوراق المالية، و المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية.

- دخول البنوك في صناعة التأمين من خلال تقديم كافة الخدمات الخاصة بالحاسبات الآلية، الاستثمار المشترك، السمسرة، وإصدار عقود التأمين بأنواعها المختلفة و القيام بكافة الاستثمارات ودراسات الجدوى الاقتصادية وإدارة المشروعات الجديدة في المجالات المختلفة و احتدام المنافسة في السوق المصرفي واتخذت ثلاثة أشكال كالتالي: المنافسة بين البنوك التجارية والمنافسة بين البنوك والمؤسسات المالية الأخرى والمؤسسات الغير مالية²

1-2 التحول إلى البنوك الشاملة: وتعريف البنوك الشاملة على أنها " تلك الكيانات المصرفية التي

تسعى دائما وراء تنويع مصادر التمويل وتعبئة أكبر قدر من المدخرات من كافة القطاعات وتوظيف مواردها وفتح الائتمان المصرفي لجميع القطاعات، كما تعمل على تقديم كافة الخدمات المتنوعة والمتجددة

¹ عبد المطلب عبد الحميد «البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها»، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص36

² محمود أحمد التوني، " الاندماج المصرفي: النشأة التطور والدوافع والمبررات والآثار مع نظرة على تجارب الاندماج عالميا وعربيا. ومصر"،

دار الفجر، مصر، 2007، ص46

التي قد لا تستند إلى رصيد مصرفي بحيث نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية ووظائف البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال¹.

1-3 الاندماج المصرفي: يعد تكوين الكيانات المصرفية العملاقة أو ما يعرف بالاندماج المصرفي، من أهم السمات المعاصرة للعمل المصرفي العالمي، وأحد أوجه التكيف مع المستجدات العالمية لتعزيز القدرات التنافسية للبنوك. ويعرف الاندماج المصرفي على أنه "اتفاق يؤدي إلى اتحاد بنكين أو أكثر وذويانها إراديا في كيان مصرفي واحد، بحيث يكون الكيان الجديد ذو قدرة أعلى وفعالية أكبر على تحقيق أهداف لم يكن من الممكن تحقيقها قبل إتمام عملية تكوين هذا الكيان المصرفي"²

1-4 خصوصية البنوك

نعني بخصوصية البنوك "توسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من رأس مال تلك البنوك للبيع والتداول في بورصة الأوراق المالية وبالتدريج لخلق بيئة تنافسية في السوق المصرفية وتحقيق كفاءة أكبر لتلك البنوك في ظل العولمة"³

1-5 ضرورة الالتزام بمتطلبات لجنة بازل: مع تزايد تأثير المخاطر أصبح من الضروري على البنوك أن تتحوط تجنباً للمخاطر بعدة وسائل لذلك ظهرت الحاجة الملحة إلى معايير موحدة يمكن استخدامها في التعامل المصرفي والمالي على المستوى الدولي بحيث تضمن درجة كافية من الرقابة المصرفية، وحد أدنى من الأمان لأموال المودعين وتحقيق درجة عالية من المنافسة وهو ما توفره مقررات لجنة بازل التي تعطي البنوك الحق في اختيار البدائل المناسبة لقياس المخاطر، وإعادة الانضباط إلى السياسة الائتمانية.

1-6 ضعف قدرة البنوك المركزية على التحكم في السياسة النقدية: إن للعولمة المالية آثار اقتصادية هامة تتمثل في ضعف قدرة البنوك المركزية على التحكم في السياسة النقدية فلقد ظهر ذلك عند ظهور الأزمات المالية حيث عجزت البنوك المركزية على إنقاذ العملة الوطنية وسعر الصرف.

1-7 تزايد مخاطر أنشطة تبييض الأموال و مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج: إن أخطر ما نجم عن عولمة الأسواق المالية هو تدويل المدخرات الوطنية حيث أصبحت أقسام من هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية، وبالتالي فإن خروج الأموال الوطنية إلى الخارج يؤثر على ميزان المدفوعات وعلى قدرة البلد على التراكم والاستثمار، وعلى خدمة ديونها الخارجية، وعلى التدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها"، مرجع سابق، ص 19

² عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، مصر، مرجع سابق، ص 153

³ نفس المرجع السابق، ص 204-205

1. مظاهر الاتجاهات الحديثة لأسواق الأوراق المالية

تحولت آليات التمويل في النظام المالي الدولي الجديد بشكل مفصلي، بحيث شهدت الانتقال من اقتصاديات المديونية إلى اقتصاديات سوق المال، ولم يعد الائتمان المصرفي بشكله التقليدي والمستحدث هو السائد في التمويل و إنما صعدت قوى الأسواق المالية و ما صاحبها من تطورات في آليات التمويل التي تطرحها تلك الأسواق، ويمكن حصر أهم الاتجاهات الحديثة لأسواق رأس المال في:

1-2 عالمية أسواق رأس المال: شهدت أسواق رأس المال موجة اندفاع نحو العالمية نتيجة لزيادة التدفقات الرأسمالية، حيث تجاوزت معدلات النمو في حركة رؤوس الأموال الدولية بكثير معدلات النمو في التدفقات السلعية فحدث توسع كبير في أسواق رأس المالية العالمية وتزايدت أعدادها ودرجة تكاملها وتم الاندماج بين الأسواق الوطنية في العالمية فتزايد حجم الأموال التي يتم تبادلها يوميا بشكل كبير وسريع بفضل وسائل الاتصال الحديثة¹ و مع اتساع نطاق العولمة، اندفعت كبريات المؤسسات الاستثمارية باتجاه استثمارات الحافظة والمشاركة في رأس المال سواء على المستوى القاري أو المستوى العالمي².

بادرت أسواق رأس المال إلى مواكبة هذا التحول العالمي بهدف ترسيخ مركزها والتصدي للتحديات التي ولدتها العولمة، وينطبق الأمر نفسه على البورصات، باعتبارها جزءاً من النظام المالي العالمي إذ شهدت بدورها تعديلات في بنيتها وتحالفات فيما بينها. تكونت هذه التحالفات في شكل اندماج أو شراء في بعض الأحيان أو اتحادات مختلفة المستويات ولهذا فإن عالمية أسواق رأس المال تعني اندماج وتكامل الأسواق على مدى عالمي لتشكل معا سوقا شاملة، ومن جانب آخر تكون الأموال متيسرة للمستثمرين ورجال الأعمال والحكومات جميعها في مختلف دول العالم³ ومن بين أهم النماذج الحديثة لمختلف أشكال التحالفات القائمة بين أسواق الأوراق المالية الرئيسية في العالم مثل (الاتحاد الدولي لأسواق الأوراق المالية، اتحاد أسواق الأوراق المالية الأوروبية الآسيوية اتحاد جنوب آسيا لأسواق الأوراق المالية).

2-2 تحرير التجارة المالية:

إن تزايد أهمية الخدمات المالية على صعيد العلاقات الاقتصادية الدولية، يرجع أساسا إلى اتساع مجال التجارة في هذا النوع من الخدمات، بالإضافة إلى التطور الذي عرفته القطاعات المالية في كثير من الدول النامية على إثر سياسات الانفتاح والإصلاح الاقتصادي.

¹ للمزيد من التوضيح أنظر:

-Catherine KARYOTIS, Mondialisation des marchés et circulation des titres, Revue Banque, Paris 2005 ;p-p(1-253), P 39

² أحمد شعبان ومحمد علي، مرجع سابق ذكره، ص 39

³ نفس المرجع السابق، ص 40

علاوة على ذلك توجه هذه الدول إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وسعي عدد كبير منها إلى الحصول على التمويل من الأسواق المالية العالمية، حيث تمثل تجارة الخدمات حوالي 20% من إجمالي التجارة العالمية وتصل قيمتها السنوية إلى ما يتجاوز 810 بليون دولار، وفي الكثير من دول العالم يساهم قطاع الخدمات بالنسبة الغالبة من الناتج المحلي الإجمالي، فعلى سبيل المثال يساهم هذا القطاع بـ 55% من الناتج المحلي الإجمالي ويوفر 75% من فرص العمل في الولايات المتحدة الأمريكية، هذا وتعتبر تجارة الخدمات المالية ال أكثر ديناميكية ضمن تجارة الخدمات بشكل عام حيث يقدر نموها بمعدل 15% سنويا¹.

أدرج التعاون في الخدمات المالية ضمن إطار منظمة التجارة العالمية، ومن ثم فقد اتخذ التحرير المالي والمصرفي شكلا رسميا وتنظيما فيما عرف بالاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات " GATS " والتي تعتبر أحد النتائج الهامة التي أسفرت عنها «جولة الأوروغواي وهي الجولة الثامنة في منظومة تحرير التجارة الدولية وقد كشفت هذه الجولة بعد عدة مفاوضات استمرت ثماني سنوات على مجموعة من النتائج أهمها توقيع الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات² ويغطي الاتفاق أكثر من 95 % من أنشطة قطاع الخدمات المالية " (بموافقة 70 دولة عام 1997 أول جهد متعدد الأطراف يستهدف وضع القواعد المنظمة التي تحكم التجارة " GATS " وهو ما يعني تعميم الاتجاه نحو عولمة هذه الخدمات بما تحمله من مفهوم إزالة التمييز في المعاملة بين الموردين للخدمات من الأجانب والمحليين فضلا عن إعادة تنظيم الخدمات المالية المحلية بما يضمن رفع جودة المنتجات وتعزيز القدرة التنافسية للموردين المحليين³ إلا أن جميع الإيجابيات السابقة، لا تعني بتاتا بأن تحرير الخدمات المالية لا تكتنفه أي صعوبات، فقد يكون تحرير القطاع المالي في بعض الأحيان وفي ظل عدم توفر الشروط الملائمة سببا في حدوث أزمات مالية ومصرفية وهذا ما تشير إليه العديد من الأزمات التي تعرضت لها الدول النامية مثل الأزمة الآسيوية.

2-3 تنامي دور الأسواق المالية الناشئة: برزت الأسواق المالية الناشئة خلال العقدين الماضيين

كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دوليا، فلقد ساهمت التطورات السريعة في الكثير من الدول النامية كفتح الأسواق وتحريرها من القيود وتخفيض معدلات التضخم بالإضافة إلى تحقيق استقرار أسعار الصرف، والسعي لاستيعاب المستجدات في الأدوات والمؤسسات المالية وبالتالي فقد تضافرت تلك العوامل الداخلية مع زيادة تدفق رأس المال الأجنبي في توفير المناخ الملائم لنمو هذه الأسواق فكما أشرنا آنفا، فإن فترة التسعينات عرفت تدفق كبير لرؤوس

¹ جاسم المناعي، "قوانين منظمة التجارة العالمية في مجال الخدمات المالية وتأثيراتها المحتملة على القطاع المصرفي الخليجي"، المؤتمر المصرفي الرابع لدول مجلس التعاون الخليجي حول العمل المصرفي في ظل المنافسة والأسواق المالية العالمية المتغيرة، الدوحة، قطر 24-25 أكتوبر 1998، ص2

² عبد المطلب عبد الحميد، العولمة واقتصاديات البنوك، مرجع سابق ذكره، ص109

³ بنك الإسكندرية، النشرة الاقتصادية، المجلد 2003، ص35، ص8

الأموال الدولية إلى الدول النامية، وارتفع حجم المعاملات في مجمل نماذج الأسواق الناشئة من 60 مليار دولار سنة 1982 إلى 613 مليار دولار سنة 1992 و 1630 مليار دولار سنة 1994 كما ارتفعت الرسملة البورصية في هذه الأسواق في نفس السنة إلى ما يتجاوز 1600 مليار دولار¹ لتبلغ سنة 1997 حوالي 2229.5 مليار دولار² " كما أن الأموال المتدفقة إلى الدول النامية اتجهت بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا بنسبة 47 % وأمريكا اللاتينية بنسبة 38% كأقطاب رئيسية، بينما تقاسمت باقي مناطق العالم النسبة المتبقية.

الفرع الثالث: العلاقة الجدلية بين تطور النظام المالي والنمو والتنمية

يعتبر موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي من المسائل الهامة التي شغلت حيزا كبيرا ضمن الأدبيات والدراسات الاقتصادية النظرية والتجريبية حيث لم يصل باحثو الاقتصاد الى اتفاق تام حول دور أسواق المال في تحقيق النمو الاقتصادي والتنمية فكانت آرائهم مختلفة بين المعارض والمؤيد.

يلعب سوق الأوراق المالية دورا رئيسيا وهاما في تحويل الادخار إلى استثمار ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار الأولي الطلب على الاستثمار وهنا عدة عوامل من شأنها التأثير على الطلب على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مثل العائد المتوقع على الاستثمار، وجود فرص استثمارية متنوعة، المناخ الاستثماري الملائم، إلى جانب وجود السوق المالي النشط والكفؤ وكذا وجود أدوات مالية مبتكرة و متطورة، هذه العوامل حين تتواجد تؤثر على الاستثمار ومن ثم على معدلات النمو، لذا اتجهت الدراسات نحو إدراج مؤشرات دالة على تطور وسوق الأوراق المالية عند الحديث عن العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي وسنستشهد ببعض الدراسات سواء كانت معارضة وآخذة للاتجاه المعاكس أو كانت مؤيدة للأثر الإيجابي لسوق الأوراق المالية على عملية النمو، كما سنتعرض بالشرح والتحليل الى المؤشرات الدالة على تطور أسواق الأوراق المالية في الجانب النظري من الفصل الثالث كتمهيد للدراسة القياسية.

1- بعض الدراسات التي تنفي وجود علاقة طردية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

ترى هذه الفئة بان أسواق الأوراق المالية أسواق قمار ومضاربات غير عادلة³ وبالتالي تؤثر سلبا على النمو و كان الجدل النظري دائرا حول مدى الارتباط بين النمو الاقتصادي وسير العمل في أسواق المال، فهم يرون بأن أسعار الأوراق المالية لا ترتبط بالأساسيات الاقتصادية، و يشكك هذا الفريق في أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة النمو الاقتصادي، إذ أن التقلبات الشديدة في

¹ وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية"، ج2، دار المنهل، بيروت، لبنان، 2003، ص ص 102-103

² ساعد مرابط وأسماء بلميهوب، مرجع سابق ذكره، ص12

³ عاطف وليم إندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطویرها" مرجع سابق ذكره، ص234

بعض الأسواق قد تعوق الاستثمارات، بالإضافة إلى الأثر الخاص بالتدفقات الأجنبية قصيرة الأجل وما لها من آثار ضارة على الاقتصاديات الوطنية¹ فمن وجهة نظرهم الأسواق تمول حصة محددة فقط من استثمار الشركات من خلال إصدار الأسهم بينما باقي التمويل يكون من مصادر ذاتية أو قروض مصرفية وتساهم السوق المالية في التقلبات الاقتصادية من جانب تغيرات الأسعار المحلية وكذا تقلبات أسعار الصرف مما قد يزيد من انتشار المخاطر والأزمات².

1-1 دراسة Singh: أكد (Singh , 1996) وجهة نظر كينز، حيث أثبت من خلال دراسته التحليلية أن السيولة التي يوفرها سوق الأوراق المالية تفسح المجال أمام المضاربين، الذين يقومون بتغيير محافظهم المالية بسهولة دون تحمل تكلفة مرتفعة للمبادلات، في حين يعتمد تسعير الأصول على توقعات المضاربين دون النظر إلى الأسس الاقتصادية التي تحكم تسعير الأصول، وأوضحت الدراسة أن هناك بعض المؤسسات غير المالية، مثل شركات التأمين، قد تشتبك في السوق سعياً وراء العائد المرتفع من خلال المضاربة وتقوم المؤسسات المقرضة بتمويل هذا النشاط في الأجل القصير خوفاً من فقدان زبائنها وبالتالي تخفض المدخرات الموجهة للاستثمارات.

2-1 دراسة Harris: قام Harris سنة 1997 بتطبيق اختبارات قياسية على مجموعتين من الدول، تمثل إحداهما الدول المتقدمة، وتمثل الأخرى الدول النامية، بتطبيق نموذج انحدار خطي بين النمو كمتغير تابع مقاساً بمعدل النمو الحقيقي، وبين نسبة الرسملة كمتغير مستقل يعبر عن نمو السوق، خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة ضعيفة بين المؤشرين في الدول المتقدمة والدول النامية³

3-1 دراسة Calamanti: كما أجرى Calamanti دراسات تطبيقية حول سوق الأوراق المالية في كل من المغرب وتونس وأبيدجان، واستنتج أن دور سوق الأوراق المالية في هذه الدول محدود فيما يتعلق بنشاط السوق الأولي وخاصة زيادة لرأس المال الشركات³ أما عن الدراسات المؤيدة لدور سوق الأوراق المالية المؤكدة لوجود علاقة طردية بين سوق الأوراق المالية و النمو الاقتصادي سنقدم بعضاً منها:

2- الدراسات التي تؤكد وجود علاقة طردية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

تبين الأدلة الواقعية الخاصة بالعلاقة بين النمو الاقتصادي وأسواق المال، على الدور الإيجابي الذي يمكن أن يقوم به سوق المال في تحقيق النمو الاقتصادي، خصوصاً في المراحل المبكرة من عملية

¹ علاء الدين حسن عواد "تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية" مركز بحوث الشرق الأوسط، القاهرة، جامعة عين شمس، 1999، ص 70

² دراساتهم تنص أن النظام المالي لا يمثل ركناً أساسياً في آلية التنمية الاقتصادية، الأمر الذي يتعين عليه تركيز الاهتمام على الجوانب الحقيقية (السياسات الإنتاجية) للإسراع بمعدلات النمو.

³ شاهيناز جمال الدين محمد، "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي"، سالة ماجستير، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد، 2003، ص 38

النهوض والتطور الاقتصادي وتؤكد نتائج معظم الدراسات التطبيقية منها والنظرية بأن التطور المالي يقود إلى النمو الاقتصادي وذلك من خلال عدة اتجاهات.

2-1 الدراسات النظرية: يمكن لهذا النوع من الدراسات أي يكشف عن العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، باعتبار أن التنظير العلمي له أسسه وقواعده.

2-1-1 الاتجاه الأول : التطور المالي يؤدي إلى النمو و للتنمية الاقتصادية

يقر أصحاب هذا الاتجاه بأن النمو طويل الأجل يتحدد من داخل النشاط الإنتاجي، وأن العنصر المحفز له هو التقدم الفني؛ فالابتكارات الاقتصادية والرغبة في تحقيق الربح، ليست هبة من الطبيعة أو عملية خارجية تتم من جانب أفراد لا علاقة لهم بالعملية الإنتاجية فالمؤيدين لهذا الاتجاه قد أعطوا أهمية كبيرة لتراكم المعرفة وما ينتج عنها من اكتشافات أو اختراعات وأن التقدم في نشاط البحوث والتطوير يتم من خلال الإنفاق على هذه الأنشطة بهدف تحقيق الربح من منتجات جديدة وبالتالي فإن تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة كفاءتها سيساهم في زيادة كفاءة الجهاز المصرفي ومن ثم زيادة فاعلية كل من الوساطة المالية بزيادة قيمتها، و تحفيز وتعديل سلوك الاستثمار الخاص في توفير التمويل طويل الأجل اللازم لكل من الاستثمارات التقليدية والاستثمارات عالية التكنولوجيا وكذا تخفيف المخاطر المحفزة لعملية التنمية الاقتصادية ومن أهم الأدبيات التي تناولت هذا الموضوع تلك التي أجراها ليفين وزيرفوس

أ- **أثر المعلومة والسيولة على النمو:** إن البورصة لا يمكن أن تستمر في إصدار الأوراق المالية الجديدة على مستوى السوق الأولي، ما لم تكن لديه سيولة كافية، وهو ما يوفره السوق الثانوي، فالمستثمر قبل إقدامه على اقتناء سند يمتد إلى عشر سنوات مثلا، أو شراء أسهم عادية، فإنه يأخذ بعين الاعتبار الفرصة المتاحة له لتصريف تلك الأوراق واستعادة أمواله في أي وقت، هذا من جهة ومن جهة أخرى نجد أن البورصة توفر المعلومات حول القيمة السوقية للأوراق المالية، فضلا عن الأوضاع المالية للشركات المدرجة على مستواها¹.

ب- **أثر تنوع المخاطر على النمو:** يشجع تنوع المخاطر الناتج عن تكامل الأسواق المالية العالمية، على الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة، من خلال إجراء المقارنات مع باقي الأسواق المالية العالمية وبذلك توفر البورصة عدة وسائل للتقليل من المخاطر وفي أسواق مختلفة من أنحاء العالم وهذا التنوع يقلل من المخاطر.

ج- **أثر مؤشرات البورصات على النمو:** قام البنك الدولي في إطار الدراسات التي يشرف عليها بوضع تشكيلة متجانسة من المؤشرات، تشمل مختلف مؤشرات تطور البورصة، وربطها بمؤشرات تطور النمو،

¹عاطف وليم إندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، مرجع سابق ذكره، ص 239

واستخلاص علاقتها بمعدلات النمو في المدى الطويل وتم التوصل إلى إيجابية العلاقة بين سيولة البورصة من جهة ومعدلات النمو، تراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجية من جهة أخرى¹ لـ 49 دولة خلال الفترة 1976-1993

د- **الهيكل المؤسسي والتنظيمي**: يسمح مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي، بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية في تنظيم وتسيير السوق المالي وتطويرها، وتؤدي كفاءة هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليا ودوليا .

2-1-2 الاتجاه الثاني: التنمية الاقتصادية تسبب التطور المالي

وهذا الاتجاه الفكري يرى - على عكس الاتجاه الأول - أن العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي والتطور المالي هي علاقة متجهة من النمو والتنمية الاقتصادية إلى التطور المالي وطبقاً لهذا الاتجاه، فإن تطور القطاع المالي يحدث كنتيجة لتطور المجتمع ومؤسساته وتطور النشاط الاقتصادي الكلي، فالتوسع الاقتصادي المستمر ومعدلات النمو الاقتصادي المتزايدة تخلق المزيد من الطلب على الخدمات والأدوات والتنظيمات المالية اللازمة لمواكبة هذا التوسع والتطور؛ فالنظام المالي هنا متغير كبقية متغيرات المجتمع تابع للمرحلة التنموية التي يمر بها الاقتصاد الوطني أو المجتمع نفسه، ومن ثم فعليه أن يطور نفسه ليتكيف مع المراحل التنموية والاحتياجات المالية، لقطاعات الاقتصاد الحقيقية².

1-2-3 الاتجاه الثالث: يجمع بين الاتجاهين السابقين (Feedback Approach)

يرى هذا الاتجاه أن العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي هي علاقة تبادلية، بمعنى أن لهما تأثيرات إيجابية متبادلة على بعضهما البعض؛ فالنظام المالي المتطور، يستطيع أن يحقق معدلات نمو مرتفعة من خلال التخصيص الأمثل للموارد؛ تنوع الفرص وإدارة السيولة؛ تقييم المشروعات؛ الرقابة، تحسين كفاءة مخصصات رأس المال ومن ثم زيادة الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، هذا إضافة إلى التغيرات الهيكلية التي يمكن تطبيقها من خلال تمويل المنتجات عالية التقنية. كما أن التنمية الاقتصادية بدورها سوف تخلق طلباً متزايداً على الأدوات والخدمات المالية نتيجة للتوسع الاقتصادي والاجتماعي المصاحب لعملية التنمية فبفضل الكفاءة والتقنية للقطاع المالي وكبر حجمه، الدول المتقدمة يصبح له تأثير إيجابي في أنشطة الوساطة المالية، ومن ثم يقوم بتمويل القطاع الحقيقي، لذا فإن التطور المالي والنمو الاقتصادي يؤثر كل منهما في الآخر بشكل إيجابي في عملية التنمية³.

¹ Levine Ross, Zervos Sara, "Stock Market Development and Long-Run Growth", World bank. Working, Paper N°1582, Washington, 1996, P14

² حجازي عبد الحميد الجزائر " دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار والتنمية في البلدان النامية (1988-2012) ؛ بحوث اقتصادية

عربية ؛ العددان ٧٦ - ٧٧ / خريف ٢٠١٦ - شتاء ٢٠١٧ صص: 48-79؛ ص 62

³ نفس المرجع السابق ؛ ص 63

2-2 بعض الدراسات التطبيقية: من أجل تدعيم الدراسات النظرية ونتائجها، لابد من تقديم الدراسات التطبيقية في هذا المجال.

أ- قام (Aliyev R (2012) بتقسيم التطورات المالية إلى ميزتين. أولاً، التركيز على تطوير القطاع المصرفي القائم على البنوك والذي يعتقد أنه فعال في أوروبا القارية. ثانياً، تطوير سوق الأوراق المالية والذي كان يعمل في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، من ناحية أخرى خلاص (Aliyev R (2012) إلى أن سيولة سوق الأوراق المالية وتطوير البنوك متكاملان، كما أن كلا النهجين يحفزان النمو الاقتصادي وتراكم رأس المال ونمو الإنتاجية وأفاد (Aliyev R (2012) أن سوق الأوراق المالية الفعال يجذب استثمارات أعلى من خلال تمويل المشاريع الإنتاجية التي تسهم في النمو الاقتصادي.

ب- وجد (Breedon (2012) أنه في المراحل الأولى من التنمية في بلد ما، فإن سوق الأسهم يسهل النمو الاقتصادي من خلال تراكم رأس المال والسبب وراء ذلك هو أن المستثمرين يتجنبون الاستثمار مباشرة في الشركات في شكل شراكة رسمية ومع ذلك، فهم يفضلون الاستثمار في الأسهم حتى يتمكنوا من سحب رؤوس أموالهم بسهولة من السوق حسب رغبتهم وبالتالي، يمكن للمستثمر شراء وبيع الأسهم بسرعة واستقلالية.

ج- في محاولة أخرى قام بها (Geet-Harvey (1997 استخدمت الدراسة بيانات 18 دولة مختلفة في الفترة 1976-1992 باستخدام متوسط 6 مؤشرات مختلفة، للتعبير عن نمو السوق وبحساب معامل الارتباط بين مؤشرات السوق والنمو، ظهرت المعاملات موجبة بدون أي استثناء مؤكدة بذلك على وجود العلاقة الطردية، كما خلصت الدراسة إلى أن السوق يحقق البنية المثلى لملكية المشروعات، أي أن السوق بجانب قيامه بتوزيع المخاطر، والنقل من مشكلة الخطر المعنوي (السلوكي)، تقوم بتشجيع المستثمرين الجدد على دخول السوق، والقيام بمشروعات جديدة، في حين تنتقل ملكية المشروعات القائمة إلى مديرين متمرنين قادرين على إدارتها بكفاءة عالية، بذلك تتحقق البنية المثلى للمشروعات، الأمر الذي يؤثر إيجاباً على معدلات النمو.

د- (Mauro, 2000) قام بتحليل اثر الارتباط بين عائد الأسهم المتداولة في السوق ونمو الناتج وأوضح الدراسة نقاط الاتفاق بين النظريات التي تربط بين النمو وعائد الأسهم، باعتباره مؤشراً لنشاط سوق الأوراق المالية والتي تتمثل في:

-افتراض أن أسعار الأوراق المالية تعكس القيمة المستقبلية للمؤسسة، وأن نمو أسعار الأسهم يرتبط بنمو الناتج، فإن هناك ارتباطاً بين عائد الأوراق المالية في العام الحالي والنمو الاقتصادي في العام المقبل و أن أسعار الأوراق المالية توفر قدراً كبيراً من المعلومات للمديرين التي تتيح لهم توقع معدلات النمو من

خلال التنبؤ بحالة السوق في المستقبل كما أن تغيرات أسعار الأوراق المالية تؤثر في قرارات الاستثمار، من خلال تأثيرها على قرارات التمويل الخاصة بالمشروعات.

- يلعب الاستثمار دورا هاما في عملية النمو الاقتصادي لأن الزيادة في مستوى الاستثمار يؤدي إلى زيادة أكبر في الدخل الوطني، بسبب تأثير المضاعف¹، مما يساهم في الدفع بمعدلات النمو الاقتصادي. ولا يقتصر فقط العائد الذي يحصل عليه المستثمر في سوق الأوراق المالية، على الأرباح المتولدة عن الورقة المالية، ولكن يحصل أيضا على عائد رأسمالي، متمثلا في ارتفاع قيمة الورقة المالية في حالة الأداء الكفء للمؤسسات المصدرة لها.

- يساهم سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، من خلال قيامه بعملية توجيه المدخرات نحو الاستثمارات ذات المردودية المرتفعة، عندما يتميز السوق بالكفاءة، أي أن المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق تصل إلى جميع المتعاملين دون فاصل زمني و بالتالي تعكس أسعار الأوراق المالية كل المعلومات المتاحة عن هذه الأوراق، ولا يتكبد المستثمرون تكاليف إضافية في سبيل الحصول على هذه المعلومات.

من العرض السابق للاتجاهات الاقتصادية التي تناولت العلاقة بين تطور ورقي أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الفترات الزمنية المختلفة سواء النظرية أم التطبيقية يتبين لنا:

أن أغلب الدراسات النظرية والاتجاهات الاقتصادية التي سبقت الإشارة إليها تسفر عن وجود علاقة قوية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وبصفة خاصة في الدول المتقدمة.

حيث تمارس الأسواق المالية هذا التأثير من خلال أسواق الإصدار والتي تنعكس التطورات بها بشكل مباشر على الاستثمارات الحقيقية ، بينما يؤثر السوق الثانوي على الاقتصاد الحقيقي بشكل غير مباشر عن طريق تحقيق السيولة، تنويع المخاطر، توفير المعلومات وتعبئة المدخرات ، الإفصاح ، الشفافية والرقابة وغيرها من الوظائف الموكلة إلى سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة.

ساعد توجه الدول النامية للأسواق العالمية على طلب التدفقات الاستثمارية الدولية في إيجاد مفهوم الأسواق المالية الناشئة وذلك للتمييز بين أسواق الدول النامية والدول الصناعية الحديثة، حيث ظهرت هذه الأسواق على درجة كبيرة من التطور بعد عملية تحرير القطاع المالي والاتجاه نحو اقتصاد السوق وخصخصة الشركات، فقامت هذه الدول بالعمل على تكثيف جهودها نحو تطوير وإحياء أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات الأجنبية بالإضافة إلى التخلص من عبء المديونية وخفض تكلفة رأس المال وجلب اهتمام المستثمرين الأجانب للحصول على طرق التمويل المتنوعة، بهدف تحقيق النمو وتفعيل

¹كاظم محمد الشمري، وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص: 315

التنمية الاقتصادية، ف الأسواق المالية الناشئة إحدى أجهزة الوساطة المالية المهمة في الاقتصاد المعاصر وهذا ما نستشفه من خلال هذا المبحث بعد التطرق الى كل من ماهية هذه الأسواق وكيف تصاعد دورها العالمي والإقليمي كما سنتعرف أيضا على مدى تأثير استراتيجيات التحرير المالي على هذه الأسواق وكذا مؤشرات هذه الأسواق والتحديات التي تواجهها.

المطلب الأول: ماهية الأسواق المالية الناشئة.

ظهر مصطلح الاقتصاديات الناشئة في 1980 مع تطور الأسواق المالية في الدول النامية، أول من استخدم مصطلح الاقتصاديات الناشئة هو "Agtmael Antoine van" الاقتصادي الهولندي في مؤسسة التمويل الدولية في عام 1981 للإشارة إلى الدول النامية التي تقدم فرص للمستثمرين¹ واستعملتها بنوك الإستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية ذات نمو قوي من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة في الأسواق المالية التي ينتظر أن تتطور وتتمو أي، توجد بها قوة كامنة للنمو ولقد تم استخدام هذا المصطلح على الأسواق التي تمر بمرحلة انتقالية ويكون حجمها ونشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد ومستمر.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة ومعايير تصنيفها

1- تعريف الأسواق المالية الناشئة

في الحقيقة يشمل مصطلح "ناشئة" عدة مفاهيم فيمكن أن يعني سوقا قد دخلت عملية النمو و التطور بشكل يجعلها مهمة وجاذبة بالنسبة للمستثمرين ويمكن أن يقصد بها سوقا بدأت في التطور حيث يكبر حجمها ويزداد تطورها ف الأسواق المصنفة كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة.

ولتحديد سوق ناشئ يجب مراعاة مجموعة من الخصائص النوعية، فصفة الناشئ إذا ما اطلقت على الاقتصاد فإنها تعني وجود إمكانية نمو هامة².

قال الدكتور محمد النظامي، الخبير في البورصات وأسواق المال العالمية "إن الأسواق المالية الناشئة هي تلك التي توجد في الدول منخفضة ومتوسطة النمو التي بدأت عمليات التغيير والتطور الاقتصادي فيها بشكل تدريجي، بالاعتماد على قدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم"، وينطبق مصطلح السوق الناشئة أيضا على الأسواق حديثة النشأة أو البورصات التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في

¹ Mbaloula Marcel, « **La problématique de l'émergence économique des pays en voie de développement** », Revue Congolaise de Gestion, 2011, Numéro 14, [http://www.cairn.info,p-p\(107-118\) p: 110](http://www.cairn.info,p-p(107-118) p: 110).

² وليد أحمد صافي، " **الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق** "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص: 91

بلدان العالم الثالث، دون مساهمة في تطوير اقتصاديات تلك البلدان¹ وأوضح "النظامي" بأن الأسواق الناشئة هي تلك الأسواق القائمة في الدول النامية والتي شهدت طفرة من النمو والتطور في الحجم، بعدما كانت تعاني من حالة ركود، وتمتلك قدرات تؤهلها لمواصلة النمو والتطور ورفع درجة كفاءتها وفاعلية أدائها الاقتصادي لتتحول إلى مركز جذب لرؤوس الأموال المحلية والدولية من خلال العوائد المرتفعة التي حققتها وتصنف الأسواق الناشئة حسب شركة stand and poors إذا توفر فيها شرطان على الأقل وهي أن تنتمي الدولة إلى اقتصاد ذو دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي وأن يكون رأس المال القابل للاستثمار منخفضاً مقارنة بالناتج المحلي الخام.

ف الأسواق الناشئة هي تلك الأسواق التي تمتلك بعض خصائص الدول المتقدمة، ولكن لا تحقق جميع معاييرها، وتتمتع شعوبها بدخول منخفضة أو متوسطة، وتعتبر البلدان ناشئة بسبب التطورات والإصلاحات التي تجرى فيها، بغض النظر عن حجمها، فاليابان كانت تعتبر ناشئة، وتصنف الصين، وهي ثاني أكبر اقتصاد في العالم، كدولة ناشئة، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة.

ويمكن الحكم على طبيعة السوق الناشئة بواسطة مجموعة من المقاييس الكمية و النوعية، ومعايير تصنيفها وكذا مستويات تطورها.

2. معايير تصنيف الأوراق المالية الناشئة: من أهم معايير التصنيف نجد²:

1.2 المعايير الكمية

تحدد مؤسسة التمويل الدولية السوق الناشئة على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 10.000 دولار، والبعض يلجأ إلى الحصر: الأسواق الناشئة هي البلدان التي لم تدخل إلى مجموعة الـ 15 أو خارج منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE) ويمثل معدل النمو الاقتصادي أحد أهم المعايير الكمية.

وهناك تعريف آخر: أن بروز أو نشوء سوق ما، يدل على الانتقال من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي³، وكل هذه المعايير في الحقيقة تقوم على مجموعة مؤشرات اقتصادية وأخرى مالية من أجل تصنيف الأسواق المالية، ولكنها في الواقع معايير غير كافية، إذا لم تشر إلى معيار إمكانية الدخول في

¹ <https://www.innfrad.com/> 04:24 2017 يناير 16

"س و ج.. كل ما تريد معرفته عن الأسواق الناشئة... تعريفه وخصائصها.. وكيف تستعيد مصر مكانتها كواحدة من أفضلها وأكثرها جذباً للاستثمارات؟ الاثنان" تاريخ الزيارة 2021/04/18.

² <http://tarek39.sosblog.fr>, op-cit

³ Sylvia Delannoy, *Géopolitique des marchés émergents: ils changent le monde*, PUF, 2012 P11

السوق وإلى قوة هياكل البورصة وحتى المعايير الجغرافية التي تصنف الأسواق حسب موقعها الجغرافي ليست وجيهة، فمنذ 1990 دخلت بعض بلدان إفريقيا و أوروبا الشرقية مثل بولونيا وجمهورية التشيك وقبرص في إطار الأسواق الناشئة مما يقضي بضرورة إعادة النظر في مسألة دولة ناشئة.

2.2. المعايير النوعية.

تحدد السوق الناشئة من خلال تطورها ودرجة كفاءتها وأدائها¹، فالسوق الناشئة على الرغم من أنها ليست على درجة عالية من الكفاءة ولكن عوائدها على الاستثمار مرتفعة، بمعنى آخر إنها تتيح فرص متنوعة للريح أمام المستثمرين الدوليين، و أكثر أهمية من تلك المتاحة في الأسواق المتقدمة، فبالإضافة إلى شرط آخر وهو أن تكون السوق نفسها في حالة نمو وتطور نسبي، ولا بد أن تصل السوق إلى درجة معينة من التطور حتى يمكن منحها صفة "ناشئة" ويعتبر هذا معيار مهم لتمييز هذه الأسواق ولا بد من الإشارة هنا إلى أن مصطلح الأسواق الناشئة لا يرتبط بمدى حداثة نشأة السوق، فهو يستخدم أو يطلق على الأسواق حديثة النشأة مثل البحرين، غانا وسلوفاكيا مع بداية التسعينات 1990، كما يطق أيضا على الأسواق القديمة مثل سوق بومباي 1887 وسان باولو 1890 وهي كغيرها من الأسواق في البلدان النامية حيث نشطت بشكل كبير في الماضي ثم علقت نشاطاتها لتظهر ثانية مع بداية التسعينات فعلى الرغم من قدمها لا تزال في مرحلة النشوء² وعلى هذا الأساس صنفت الأسواق الناشئة كالاتي:

3. تصنيفات الأسواق المالية الناشئة

يمكن تصنيف الأسواق المالية الناشئة ضمن ثلاث مجموعات كما يلي³:

1.3. الأسواق الناشئة ال أكثر تقدما

هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة مثل⁴: ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تايوان وإندونيسيا وأخرى غيرها تجمع هذه المجموعة بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتقدمة: كمعدلات تضخم منخفضة واستقرار نسبي في أسعار الصرف وكذلك أنظمة مالية ومصرفية متطورة و سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم والسندات.

كما أن عمليات التداول في سوق الأسهم هامة واستخدام تقنيات التكنولوجيا في العمليات الواقعة على الأوراق المالية متطورة غير أن أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تكون مثل أسواق البلدان المتقدمة.

¹ Jean Marc Lehu, «L'encyclopédie du marketing» édition d'Organisation(2004),p222

, op-cit ² <http://tarek39.sosblog.fr>

⁴ عبد الله رزق، "اقتصاديات ناشئة في العالم: نماذج تنمية لافئة"، دار الفارابي، بيروت، لبنان، 2009، ص11

⁴ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005_2006، ص:162

لازالت أمامها مراحل من التطور يجب أن تجتازها، فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة وعرضة على وجه دائم لتقلبات حادة في الأسعار كما أن المشروعات المحلية ليست في معظمها مؤهلة رأسيا لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير (نشر المعلومات المحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد المحاسبية) بل يقتصر التسعير أحيانا في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.

2.3. الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق للمصطلح.

الأسواق الناشئة بالمعنى الضيق هي أسواق مثل أسواق الأرجنتين ونيجيريا والفلبين التي تعد سائرة باتجاه تحقيق تبادلات نوعية في بناء هيكلها وتقنية عملها.

فعلى الصعيد التقني، يلاحظ أن بعض التقنيات المرتبطة بحسن أداء الأسواق قليلة الانتشار، وهذا تحديدا يتعلق باختتام ومقاصة العمليات بتسليم الأوراق المالية، وينشر المعلومات، وبدرجة استخدام المعلوماتية في التسعير.

بالإضافة إلى ما تقدم، فإن هذه البلدان لم تستطع لغاية الآن حل بعض مشاكلها الدورية والهيكلية كالتضخم الحاد والتركز الهام للمداخيل والثروات، وعدم التوازن في المبادلات الخارجية، والتطور غير الكافي للأسواق المالية، وبالرغم من ذلك فإن هذه الأسواق تسير باتجاه أفضل.

3.3. الأسواق الحديثة النشأة.

ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدما، وتتنطبق على الأسواق الحديثة النشأة و الأسواق الراكدة مثل أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفيتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فالنتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الموال الدولية كان محدودا أيضا.

هذه الأسواق المالية هي إجمالا في مرحلة البداية و النمو حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلبا على حجم العمليات.

الشكل رقم 1: الأسواق المالية الناشئة حسب تصنيف مورغان ستانلي كابيتال انترناشيونال 2017

MSCI ACWI & FRONTIER MARKETS INDEX										
MSCI ACWI INDEX						MSCI EMERGING & FRONTIER MARKETS INDEX				
MSCI WORLD INDEX			MSCI EMERGING MARKETS INDEX			MSCI FRONTIER MARKETS INDEX				
DEVELOPED MARKETS			EMERGING MARKETS			FRONTIER MARKETS				
Americas	Europe & Middle East	Pacific	Americas	Europe, Middle East & Africa	Asia	Americas	Europe & CIS	Africa	Middle East	Asia
Canada United States	Austria Belgium Denmark Finland France Germany Ireland Israel Italy Netherlands Norway Portugal Spain Sweden Switzerland United Kingdom	Australia Hong Kong Japan New Zealand Singapore	Brazil Chile Colombia Mexico Peru	Czech Republic Egypt Greece Hungary Poland Qatar Russia South Africa Turkey United Arab Emirates	China India Indonesia Korea Malaysia Pakistan Philippines Taiwan Thailand	Argentina Croatia Estonia Lithuania Kazakhstan Romania Serbia Slovenia	Kenya Mauritius Morocco Nigeria Tunisia WAEMU ¹	Bahrain Jordan Kawait Lebanon Oman	Bangladesh Sri Lanka Vietnam	
MSCI STANDALONE MARKET INDEXES ²										
				Saudi Arabia		Jamaica Panama ³ Trinidad & Tobago	Bosnia Herzegovina Bulgaria Ukraine	Botswana Ghana Zimbabwe	Palestine	

Source: <https://www.msci.com/market-classification>

يبين الشكل رقم 1 تصنيف المؤشر MSCI للأسواق الناشئة، في سنة 2017 والذي تصدره "مورغان ستانلي" يضم أسواقاً من 23 دولة تمثل 10 % من القيمة السوقية للأسواق العالمية وترتكز معايير الانضمام لمؤشر MSCI على السيولة وسهولة الاستثمار والشفافية كما تملك الصين 26 % من أوزان المؤشر، تليها كوريا الجنوبية وتايوان ويضم المؤشر 4 أسواق عربية : السعودية ومصر والإمارات وقطر.

الفرع الثاني: أسباب و مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

كانت الأسباب الكامنة وراء النمو السريع للأسواق الناشئة موضع جدل بين الاقتصاديين، ففريق منهم يرجع سرعة النمو أساساً إلى عوامل خارجية متمثلة في انخفاض معدلات الفائدة في الدول الصناعية¹، وتباطؤ معدلات نمو الاقتصاد بها، مما دفع المستثمرين في هذه الدول للبحث عن عائد أعلى في الأسواق الناشئة، وفي المقابل يعتقد فريق آخر أن العوامل الداخلية هي التي لعبت دوراً مهماً في نمو الأسواق الناشئة، حيث أن السياسات الاقتصادية المحلية الناجحة هي التي تضمن تدفق رأس المال إلى الدول النامية.

1. أسباب تطور الأسواق المالية الناشئة

تتمثل أهم هذه العوامل في عوامل الدفع وعوامل الجذب.

1.1 العوامل الخارجية (عوامل الدفع):

يقصد بها العوامل الخارجية التي حدثت في الاقتصاد الدولي والتي سهلت المهمة لنمو الأسواق الناشئة².

1.1.1 انخفاض أسعار الفائدة في الأوراق العالمية

¹ أحمد بوراس، «العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية» مجلة العلوم الانسانية، العدد 17 جوان 2002، صص(21-35)، ص 29

² هالة حلمي السعيد، الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، بنك الكويت الصناعي، 1999، ص: 1

انخفضت معدلات فائدة البنوك الفيدرالية في الولايات المتحدة من 9.8 % في أبريل 1989 إلى 2.9 % في نوفمبر 1992، وقد كان هذا الانخفاض حافزا قويا للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق الناشئة المرتفعة العائد¹ وخاصة بعد أن ساد الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال في الدول الصناعية المتقدمة في أوائل التسعينيات وقد كان نتيجة لذلك أن تم اتخاذ مجموعة من التدابير والإجراءات والتغييرات المؤسساتية في هذه الدول المتقدمة من أجل المزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، وكذا لتقليل القيود المالية.

2.1.1. الاستفادة من مزايا التنوع الدولي²

ساهم تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة في تطوير وتحسين كفاءتها، وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة مما ساعد الأسواق الناشئة على كسب هذه التكنولوجيا وهذا بدوره مكن المستثمر الأجنبي من استخدام الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق.

2.1. العوامل الداخلية (عوامل الجذب):

وهي مجموعة الاستراتيجيات والسياسات الاقتصادية، التي تخضع لتخطيط من قبل صانعي السياسة في الدول الناشئة، والتي تتمثل في العوامل الآتية:

1.2.1. سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها معظم هذه الدول من أجل توفير المناخ الملائم لنمو أسواقها حيث تهدف هذه السياسات أساسا إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع زيادة دور القطاع الخاص إضافة إلى تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم وكذلك إتباع معظم الدول الناشئة لبرامج خوصصة شركات القطاع العام ونقل ملكية العديد من وحداته إلى القطاع الخاص مما ساهم في تحسين نشاط أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال زيادة المعروض من الأوراق المالية.³ بالإضافة إلى استقرار أسعار الصرف.

2.2.1. أما العامل الثاني فيتمثل في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض من الدول الناشئة مثل كوريا وتايلاند، والتي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة حيث أن تحقيق معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواقها.

3.2.1. العامل الثالث من العوامل الداخلية يركز على إصلاح هيكل القطاع المالي حيث يعد أحد أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق الناشئة⁴، والمتمثل في قيام بعض الدول بتحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الائتمان الموجه، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات كما صدرت في

¹ عبد الحافظ السيد البدوي، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، ص 12

² ساسي عفيف حاتم، « التجارة الخارجية بين التنظير و التنظيم »، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1991 ص 393

³ عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص ص: 117، 120

⁴ جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا عمليا، الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، مصر، 2000، ص 153

العديد من الدول النامية قوانين تكفل احترام التعاقدات الخاصة وتنفيذها مما ترتب عليه زيادة ثقة المستثمرين المحليين والأجانب في الأسواق الناشئة.

2. مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة.

قسمت الأسواق الناشئة إلى أربعة مراحل وفق تطورها¹:

1.2. المرحلة الأولى (مرحلة النمو).

الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، ومن أهم سماتها: قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم، ضآلة القيمة السوقية للأسهم وتركيز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة انخفاض سيولة الأوراق المالية والتقلبات الشديدة في الأسعار²

2.2. المرحلة الثانية (مرحلة الانفتاح).

تشهد هذه المرحلة رفع القيود التنظيمية على النظام المالي وهو الأمر الذي يعتبر كشرط أولي لجذب تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية³ وتخفيض تكلفة التمويل كما تتميز بالخصائص التالية: درجة سيولة أكثر للأوراق المالية المتداولة مقارنة بالمرحلة السابقة، تنوع الأوراق المالية على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة بجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية، المصدر الرئيسي للتمويل هو إصدار الأسهم كما يتم في هذه المرحلة البدء في تطوير اللوائح التنظيمية ثم بعدها اجتذاب المستثمر الأجنبي وبالرغم من صغر حجم السوق في هذه الفترة إلا أنه يتم الاعتماد عليها في عملية التمويل.

3.2. المرحلة الثالثة (مرحلة التطور).

تتميز هذه المرحلة بالخصائص التالية:

استقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية بمعنى العوائد تصبح أقل تقلبا مع زيادة سرعة التعامل وكذا زيادة حجم الإصدارات الجديدة للأسهم بالنسبة للقطاعين الخاص والعام و كذلك ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة وقد تدفع الحاجة بهدف التحوط وتقليل المخاطر إلى استحداث آليات ووسائل لحماية الاستثمار في البورصات.

4.2. المرحلة الرابعة (مرحلة النضج).

¹ أمل مصطفى عصفور، إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها، ملتقى حول: بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ، مصر، يومي 7/6 مارس 2005، ص 243
² أوكيل نسيم، مرجع سابق ذكره، ص 200
³ بوكساني رشيد، مرجع سابق ذكره، ص 122

تصبح الأسواق في هذه المرحلة أكثر نضجا بسبب استقرار نموها واتساعها وتمتعها بمعدلات سيولة مرتفعة في لأوراق المالية ويزداد حجم التداول بها وأنشطة المتاجرة مع اتساع نطاق السوق المالية والتنافس يصبح عالميا وتنخفض علاوة المخاطر على الأوراق المالية إلى المستويات الدولية التنافسية¹

الفرع الثالث: خصائص الأسواق المالية الناشئة

من أهم الخصائص التي تميز الأسواق المالية الناشئة سندرجها في النقاط التالية:²

1. الخطر الناجم عن استثمار في أصل مالي:

عندما يتسم السوق الناشئ برسملة ضعيفة وسيولة قليلة هذا يجعل المستثمرين الدوليين يفكرون في إعادة توزيع مكونات محافظهم المالية مما يسبب تذبذبا حادا في الأسعار باتجاهي الارتفاع أو الانخفاض فهذه الأسواق شديدة الحساسية الى العوامل الخارجية كتطورات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية، كما أن عدم الاستقرار السياسي والاجتماعي وقلة الشفافية للأسواق تقود إلى عدم استقرار الأسعار أما خطر السيولة فهو مرتبط بضيق السوق الناشئ، إضافة الى خطر التقلبات، يوجد أيضا خطر عدم الدقة النسبية في المعلومات و الضمانات الغير كافية المتوفرة لدى المستثمرين وغياب عنصر المرونة في عمليات التسديد والتسليم.

2. ارتفاع المردودية في الأسواق الناشئة

يتضح ارتفاع المردودية في الأسواق الناشئة من خلال معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد وكذلك من خلال الآفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات³ ويبدل انخفاض درجة التذبذب على ارتفاع وتحسن كفاءة السوق.

3. سيولة السوق: تعني سيولة السوق وجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع للأصول المالية وسرعة الاستجابة لإعادة توازن السوق وتتضح درجة سيولة السوق من خلال العوامل الآتية: حجم المبادلات، قيمة العمليات، الرسملة السوقية.

4. درجة تمركز السوق: وتعني الحيز الذي تشغله الشركات العشرة او العشرين الأكثر اهمية في تلك الرسملة إذ تتميز الأسواق الناشئة بدرجة تركيز عالية اذا ما قورنت بما هو عليه في الأسواق المتطورة.

5. التفاوت في تنظيم السوق.

¹ أنظر:

-J.B.Azour, « Avenir des pays émergents: quelle attitude face aux entrées massives des capitaux ? » revue d'économie financière n°41 juin 1997, p-p(157,168).

² محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة و آثارها على المتغيرات الاقتصادية: دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر، إسرائيل، تركيا، رسالة دكتوراه، جامعة عين شمس: كلية التجارة، 2002، ص42 وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية ن مرجع سابق ذكره، ص- ص: 104، 105.

³ Voir:

Steve Coulom, « Le nouvel équilibre mondiale et les pays émergents ? », TECHNIP, Paris(2012), p17.

تتفاوت ركائز التنظيم الجيد للسوق الناشئ من سوق لآخر من خلال الاستخدام الواسع للمعلومات، النشر الجيد للمعلومات المتعلقة بشركات المقاصة في عمليات قبض وتسليم الأوراق المالية، فعالية إجراءات الرقابة وغيرها ومن أهم آليات التنظيم:

1.5. التفاوت في استخدام أحدث تقنيات وبرامج المعلوماتية.

تظهر الأسواق الناشئة تفاوتاً شديداً في مدى استخدامها للمعلومات ففي حين ان بورصات سنغافورة وتايوان مثلاً تتمتع بأنظمة نقل الملكية والمقاصة شبيهة بتلك الموجودة في الدول المتقدمة، فإن أسواق أخرى في إفريقيا وبعض بلدان أمريكا اللاتينية مثلاً لا زالت لم تواكب التقدم الحاصل على هذا الصعيد.

2.5. التفاوت في التوفيق بين تحرير السوق والمعايير الدولية

يتضح ان القواعد المعتمدة في الأسواق الناشئة فيما يتعلق بأداء النظام المالي او بالاحتفاظ بالأوراق المالية أو الضمانات التي يوفرها السوق وكذا نشر المعلومات ودقتها، لا تزال لم تصل بعد الى المستوى الذي يتوافق مع المعايير الدولية¹.

6. تنامي عنصر جذب الاستثمارات

إن النظرة المستقبلية و التوقع الدائم لمعدلات نمو مرتفعة هي التي تبرر هذا التصاعد للأسواق الناشئة فهذه العوائد المرتفعة في الأسواق الناشئة، وضعف معدلات العوائد في الأسواق المالية الكبرى في نفس الوقت، بالإضافة إلى سياسات الانفتاح الموسعة التي اتبعتها سلطات هذه البلدان كل هذه العوامل ساعدت في إعادة تحريك رؤوس الأموال في العالم، ووضع الأسس الجغرافية للمالية الدولية وتبني نظريات الاستثمار الدولي المعتمدة أساساً على التحليل ذي بعدين (مخاطر/عوائد)، فهي تقوم على المقارنة بين العوائد المتوقعة للاستثمار والمخاطر المتمثلة أساساً في مخاطر البلدان الناشئة في حد ذاتها

7. ميزة العوائد المرتفعة

تساعد دور الأسواق الناشئة وشغلت هذه الأسواق مقدمة الأحداث خلال كل عشرية التسعينات من خلال استقطابها لرؤوس الأموال الأجنبية الخاصة والتي ارتفعت تدفقاتها إلى داخل مجموع هذه الأسواق من 53,2 مليار دولار في 1990 لتصل إلى 231 مليار دولار في 1996 ولقد اتجهت هذه الأموال بشكل كبير نحو جنوب شرق آسيا (47 %) و أمريكا اللاتينية (38 %) كأقطاب رئيسية، بينما تنقسم باقي مناطق العالم النسبة المتبقية (15 %) وعلى العموم فإن أهمية التدفقات المالية الدولية الداخلة إلى الأسواق الناشئة، إنما تعكس مدى الفعالية الاقتصادية والمالية لهذه الأسواق وليست هنالك أية مبالغة إذا اعتبرت هذه الأسواق العنصر الأساسي والمحرك للأسواق المالية الدولية خلال هذه المدة، فنلاحظ

¹حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، المجلد 3، العدد 5، صص(245،262) ديسمبر 2003، صص 257

² <https://www.startimes.com/>

أرشيف الاقتصاد و الاعمال "الأسواق المالية الناشئة 01/14 / 2011 تاريخ الاطلاع 2021/04/05 على 09 صا

تصاعد تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة أصبح يمثل بشكل كبير قواعد وأسس العولمة المالية و أصبحت هذه الأسواق تستحوذ على حصص متزايدة من الإنتاج العالمي، وهذا يعني أن السوق الواعد بالنمو الاقتصادي مع الاستقرار السياسي يشكلان عوامل النجاح في جذب الاستثمارات الدولية إليها، وتعمل السلطات المحلية على دعم الاستقرار السياسي خاصة فيما يتعلق بسياساتها اتجاه الاستثمارات¹ وهكذا نستنتج أن انفتاح الأسواق المالية الناشئة للاستثمار الأجنبي ومحاولة استقطاب التدفقات المالية، يجعلها تدخل في منافسة حقيقية مع الأسواق المالية العالمية الكبرى وربما تعتمد في ذلك على ميزة العوائد المرتفعة، وهذا معناه أن الأسواق الناشئة من أجل اندماجها المالي في الحركة العالمية دفعت ثمننا لذلك يتمثل في العوائد المرتفعة للمستثمرين الأجانب .

المطلب الثاني: تأثير استراتيجيات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة.

لقد تطورت الأسواق المالية الناشئة بعد تطبيق استراتيجية التحرير المالي وأصبحت تستقطب رؤوس الأموال الأجنبية² وأضحت تنافس الأسواق المتقدمة، كنتيجة لوتيرة النمو الاقتصادي السريع الذي عرفته هذه الأسواق إثر تصاعد حجم الاستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية لهذا السبب ارتأينا في المطلب الآتي التعرف على مؤشرات هذه الأسواق ومكانتها الدولية ثم إيجابيات وسلبيات الاستثمار في هذه الأسواق وكذلك التحديات التي تواجهها.

الفرع الأول: المكانة الدولية للأسواق المالية الناشئة

شهد القرن الواحد والعشرون نموا اقتصاديا لافتا للأسواق الناشئة التي تضاعفت حصتها في الاقتصاد العالمي لتبلغ تقريبا 35 %، وبحلول عام 2007، التحقت 107 دولة من بين 110 من الاقتصادات النامية بالولايات المتحدة في متوسط الدخل حسب مؤشر رأس المال البشري لجامعتي كاليفورنيا وغرونيغن، الأمر الذي ساعد الملايين على الخروج من دائرة الفقر، فعلى الرغم من أزمة 2008 والتي أدت إلى الركود العالمي، تراجعت حصة الأسواق الناشئة في الاقتصاد العالمي، إلا أن مثل هذا التراجع يعتبر عاديا اذ بعدها تعافت وواصلت مسيرتها.

ووفقا لبيانات صندوق النقد الدولي³ خلال شهر مارس 2019 ، بلغت الصادرات العالمية 18,97 تريليون دولار أمريكي في سنة 2018 مقابل 17,4 تريليون دولار أمريكي في سنة 2017 ، أي بمعدل نمو بلغ 9,02% وارتفعت الواردات من 17,47 تريليون دولار أمريكي في سنة 2017 إلى 19,13 تريليون دولار أمريكي في 2018 أي بزيادة قدرها 9,48%نتيجة تقلب أسعارالسلع والدولار الأمريكي.

¹ htt // tarek 39.Sos blog.Fr، 17/01/2013 op-cit

² Van Dijk Pieter. **Flux financiers et marchés émergents en Asie Les systèmes financiers asiatiques**. In: Revue d'économie financière, n°44, 1997.. Pp(159-178). P 159

³ <http://www.comcec.org/ar/wp-content/uploads/2019/04/1-Agenda-n%C2%B0-4-ICDT-Arabic-Executive-Summary-Annual-Report.pdf> 18/04/2021 à 00H03

حسب تقرير منظمة التجارة العالمية لسنة 2018 وبيانات صندوق النقد الدولي لشهر أبريل 2018، عرفت التجارة العالمية سنة 2017 ارتفاعا كبيرا مقارنة مع سنة 2011 ارتفعت التجارة العالمية في سنة 2017 بنسبة 4,7% مقابل 1,8% سنة 2016، أي بما يفوق الضعف نتيجة ارتفاع أسعار السلع، ومعدل صرف الدولار الأمريكي، وزيادة الواردات خاصة في آسيا، وأيضا السياسات المالية التوسعية للاستثمار في قطاع الطاقة في الولايات المتحدة وفي بعض الدول وقد بلغ معدل صادرات السلع 10,7%؛ أما صادرات الخدمات التجارية فقد سجلت نسبة 7,4% ارتفعت نسبة نمو واردات الدول النامية من 1,9% في سنة 2016 إلى 7,2% سنة 2017 وصادراتها على التوالي بنسبة 5,2% و 6,4% شهدت آسيا أقوى نمو في حجم مبادلاتها في جميع المناطق في سنة 2017، سواء بالنسبة للصادرات 6,7% أو الواردات 9,6% ارتفعت صادرات وواردات أمريكا الشمالية بشكل ملحوظ في سنة 2017 بنسبة نمو بلغت 4,2% و 4,0% على التوالي، بعد أن سجلت ركودا في سنة 2016 وبلغ نمو الواردات في أمريكا الجنوبية والوسطى ومنطقة البحر الكاريبي في سنة 2017 نسبة 4,0% وفي الوقت نفسه، استمرت المبادلات التجارية الأوروبية في النمو ب وتيرة معتدلة، مع نمو بنسبة 3,5% من الصادرات و 2,5% من الواردات في سنة 2017 وشهدت دول أفريقيا والشرق الأوسط و رابطة الدول المستقلة نموًا منتظما في الصادرات بنسبة 2,3% وفي ظل المعطيات التي جمعتها شركة ومعهد Oxford Economics¹ تبين بأن الاقتصاديات الناشئة في السنوات الأخيرة قطعت خطوات سريعة ساهمت و سرعت من وتيرة نموها، من خلال عدة عوامل، فقد بينت آخر الدراسات أن الاقتصاديات الآسيوية هي الأسرع نموًا مما يرجح بأن تكون هي مستقبل الاقتصاد العالمي، بحسب تحليل جريدة "القبس" أعدته د. بلقيس دنيازاد عياشي إذ بينت بأن ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وتوافر التمويل والقوة العاملة هي من أهم سمات الاقتصاد الآسيوي، الأمر الذي يؤكد على هيمنة آسيا على الاقتصاد في المستقبل، كما أكدت على أهمية الاستثمار الممول من قبل الادخار المحلي، ومن خلال ما تشير إليه Oxford Economics فإن هناك تصنيفاً صادراً للاقتصاديات العشرة الناجحة خلال سنة 2019² وكان النمو العالمي قد بلغ ذروة قاربت 4% في 2017، ثم انخفض إلى 3% في 2018 وهذا يعود إلى تصاعد التوترات التجارية بين الولايات المتحدة والصين، والضغط الاقتصادي الكلية في الأرجنتين وتركيا، والاضطرابات في قطاع صناعة السيارات في ألمانيا، وتشديد سياسات الائتمان في الصين، وتضييق الأوضاع المالية إلى جانب عودة السياسة النقدية إلى طبيعتها في الاقتصادات المتقدمة الكبرى، كل هذا ساهم في إضعاف التوسع العالمي إلى حد كبير.

¹ <https://alnashraaldawlia.com/> 24 فبراير 2019

اقتصادات الدول الـ10.. آسيا تتجه بخطوات ثابتة للهيمنة على الاقتصاد العالمي

² الاقتصادات العشرة هي: الهند، الفلبين، إندونيسيا، الصين، ماليزيا، تركيا، تايلاند، تشيلي، بولندا و جنوب إفريقيا

كما فرضت جائحة كورونا الصحية تكاليف ضخمة على كافة المناطق النامية ومن المتوقع أن تتفاوت وتيرة التعافي تفاوتاً ملموساً، مع ضعف واضح في البلدان التي تعاني من حالات نقسٍ أكبر أو تتعرض بدرجة أكبر للتداعيات العالمية عبر السياحة وصادرات السلع الأولية الصناعية.

كما أن جميع المناطق عرضة لمواجهة عراقيل لوجستية تتعلق بتوزيع اللقاحات، وضغوط على المالية العامة مع تصاعد مستويات الدين، واحتمال تأثر النمو والدخل تأثيراً شديداً طويل الأمد بفعل الجائحة، وعقب الانهيار الناجم عن جائحة كورونا العام الماضي، من المتوقع أن ينمو الناتج العالمي %4 في 2021¹ وتشمل المخاطر السلبية احتمال نقسٍ جديد للجائحة، وتأخر عملية التلقيح، وتأثيرات أكثر حدة على الناتج المحتمل بسبب الجائحة، والضغوط على الموازنات العامة ويبرز ارتفاع مستوى عدم اليقين دور صانعي السياسات في رفع احتمالية تحقيق نتائج أفضل مع درء النتائج السيئة.

ستحتاج التدابير على صعيد السياسات للموازنة بين المخاطر الناجمة عن ارتفاع أعباء القروض وبين المخاطر الناجمة عن التشديد المالي السابق لأوانه فضلاً عن تعزيز المرونة عبر حماية الصحة والتعليم، وتحسين الحوكمة وشفافية الدين.

الجدول رقم 01: جدول توضيحي يبين توقعات النمو العالمي لسنتي 2021-2022

البلد/السنوات	2018	2019	2020	2021	2022
العالم	3,0	2,3	-4,3	4,0	3,8
البلدان المتقدمة	2,2	1,6	-5,4	3,3	3,5
بلدان الأسواق الناشئة والبلدان النامية	4,3	3,6	-2,6	5,0	4,2
أوروبا وآسيا الوسطى	3,4	2,3	-2,9	3,3	3,9
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	1,9	1,0	-6,9	3,7	2,8
الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	0,5	0,1	-5,0	2,1	3,1
جنوب آسيا	6,5	4,4	-6,7	3,3	3,8
الهند	6,1	4,2	-9,6	5,4	5,2
أفريقيا جنوب الصحراء	2,6	2,4	-3,7	2,7	3,3

المصدر <https://www.albankaldawli.org/ar/publication/global-economic-prospects>

الفرع الثاني: مزايا ومساوئ الإستثمار في الأسواق المالية الناشئة

¹ <https://www.albankaldawli.org/ar/publication/global-economic-prospects>

لقد جذبت الأسواق المالية الناشئة اهتمام المستثمرين الدوليين، الأمر الذي ترتب عليه زيادة في تدفقات رأس المال الأجنبي للاستثمار في تلك الأسواق وتجدر الإشارة إلى أن الأسواق المالية الناشئة حققت أفضل أداء بين الأسواق العالمية خلال عام 1994.

1- مزايا الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة.

إن الاستثمار الأجنبي في هذه الأسواق يحقق عددا من المزايا والمنافع من أهمها:¹

- يتيح الاستثمار في الأسهم المصدرة والمتداولة في الأسواق المالية الناشئة مجموعة متنوعة من الأسهم في القطاعات وصناعات مختلفة، لغرض تحقيق التنوع في السوق.
- إن وجود سوق للأدوات المالية المشتقة يعد وسيلة فعالة في تحسين كفاءة الأسواق المالية الناشئة، وإتاحة الوفاء لعملياتها وتحويل المخاطر فيها.
- تجذب الأسواق المالية الناشئة المضاربين الذين يتخذون قرارات الاستثمار بأفق زمني قصير، لأنهم يفضلون الأسواق المتقلبة، مما يؤدي إلى زيادة النشاط والسيولة في هذه الأسواق.
- تتكشف في الأسواق المالية الناشئة فرص جذابة أمام كل من المستثمرين والمضاربين، نظرا للنمو الانفجاري الذي تخلقه السياسات الاقتصادية للحكومة، وما دامت الأسواق تخضع للرقابة والانضباط المستمرين، من السلطات الرقابية مثل هيئة سوق المال، وبخاصة على الصفقات التي تعقد داخليا بين المتعاملين والسماسة في السوق لذلك لا تتأثر سلبيا كفاءة عمليات السوق.
- يمكن أن تعكس حركة السوق الصاعد الآثار التي تتيح للحكومة في الدولة الناشئة وسائل جذب رأس المال اللازم لتحقيق النمو الاقتصادي المتواصل، كما تتيح لصانع قرارات السياسة الاقتصادية الآليات اللازمة للسيطرة على التوازن الداخلي والخارجي للاقتصاد الوطني.
- لقد أدى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق المال الناشئة إلى الإسهام في تحسين كفاءتها وذلك نتيجة للاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، حيث ساعد ذلك على تبادل المعلومات ونقل التكنولوجيا للأسواق المالية الناشئة ويعتبر الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظه الأوراق المالية للمستثمرين المؤسسيين، من بين العوامل التي أدت إلى نمو الأسواق الناشئة وخاصة أن تلك المؤسسات تستوعب نصيا متزايدا من الادخار العالمي.

على الرغم من كل هذه المزايا إلا أن الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة محفوف بالعديد من المخاطر وكدليل على ذلك حدوث بعض الأزمات كالتالي أصابت كل من المكسيك روسيا ودول شرق آسيا، حيث سنسلط الضوء على دول جنوب شرق آسيا في المطلب الأخير من المبحث الثالث للفصل الأول

2- مساوئ الاستثمار في الأسواق الناشئة:

¹ المرجع السابق، ص: 255

تتامي دور الأسواق المالية الناشئة في العالم كنتاج للعولمة المالية وأصبحت الدول الناشئة هي قبلة الاقتصاد وعلى الرغم من دورها الفعال في استقطاب رأس المال الاجنبي وترابطها مع الأسواق المالية على أنها ليست آمنة من عدوى انتشار الأزمات وهي شديدة التأثير بالاقتصاد العالمي لقد كان أثر الأزمات المالية قويا على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة وكذلك على التنوع الدولي في كل من الأسواق الكبرى والناشئة معا.

يتميز أداء السوق الناشئة بالحساسية الشديدة والاستجابة السريعة للتغيرات الحادثة على الساحة الدولية كهروب وغسيل الأموال¹، وقد يتعلق الأمر أحيانا بمتغيرات غير مالية، والمؤكد أن للعولمة المالية تأثير على المؤشرات السابقة من خلال تسهيل دخول رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة دون قيود، وقد يساعد ذلك في تطورها ونشاطها، كما قد يعرضها إلى اضطرابات شديدة، كما في أزمات منتصف وأواخر التسعينات بعد تسهيل خروج رؤوس الموال دون قيود، بالإضافة إلى آثار العدوى التي تتسارع بفعل العولمة المالية.

2-1 عدوى انتشار الأزمات المالية في الأسواق المالية الناشئة.

كثيرا ما ينظر للعولمة المالية على أنها السبب في حدوث الاضطرابات في الأسواق الناشئة²، وكثيرا أيضا ما دافع أنصار العولمة باعتبار الاختلالات الاقتصادية القاعدية في هذه الأسواق هي السبب الرئيسي وراء حدوث الأزمات، لكن دراستنا ستتعلق من اعتبار أن العولمة المالية هي فقط أحد العوامل المساهمة في حدوث الأزمة، ثم في مرحلة لاحقة كعنصر مساعد في توسعها وانتشارها³.

يمكن القول إن تلك الاضطرابات في تدفقات رؤوس الأموال إلى أمريكا اللاتينية في منتصف التسعينات وإلى جنوب شرق آسيا و الأسواق الناشئة الأخرى في أواخر التسعينات، إنما تعكس غياب الشروط القاعدية الضرورية لنجاح تحرير عمليات حساب رأس المال، فهذه الأسواق قد تميزت لفترة بضعف كفاءة أنظمتها وعدم استقرار توازناتها الاقتصادية الكلية، الأمر الذي ساهم في توفير المناخ الذي يسبق الأزمات، كما أن أنظمتها المالية غالبا ما تبدو ضعيفة جدا لاستيعاب تلك التدفقات الكثيفة لرؤوس الأموال، كما تفتح العولمة المالية المجال أمام المضاربات ضد العملات والأصول بهذه الأسواق مما قد يتسبب في انهيارها، وإلى أكثر من ذلك، قد تتوسع آثار الاضطراب لتنتقل إلى أسواق مجاورة

¹ التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي سنة 2019، ص 36

² HEMCHE Omar « CRISES FINANCIERES: EFFET DE CONTAGION SUR LES PAYS DÉVELOPPÉS ET LES PAYS EMERGENTS » thèse de doctorat IMD en sciences économiques université Abou Baker Belkaid-Tlemcen ; ALGERIE, 2013/2014, P177

³ DELPHINE LAHET, LARE-EFI" LE REPOSITIONNEMENT DES PAYS EMERGENTS:DE LA CRISE FINANCIERE ASIATIQUE DE 1997 A LA CRISE DE 2008"UNIVERSITE MONTESQUIEU BORDEAUX IV, 2008, P1

جغرافيا أو مشابهة من حيث الظروف الاقتصادية بفعل ما يعرف بآثار العدوى والسلوكيات القطعية للمستثمرين، لتؤدي في النهاية إلى اهتزاز واضطراب النظام المالي العالمي ككل¹.

2-2 تأثير مؤشرات الأداء بفعل الأزمات.

انعكست آثار الأزمات المالية على مؤشرات أداء الأسواق الناشئة، حيث تأثرت كل من معدلات العوائد وكذا نشاط الأسواق²، فقد كان مؤشرا الأداء المحسوبان من طرف مؤسسة التمويل الدولية IFCI وبنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي MSCI في ارتفاع خلال أوائل التسعينات ولكنهما شهدا انخفاضا خلال فترات الأزمات في 1995 و 1997 ثم انخفاض أكثر في 1998 وهذا يعني تراجع العوائد المنتظرة على الأسواق خلال هذه الفترات أنظر الجدول رقم 02

جدول رقم (02) تطور مؤشرات البورصة المركبة للأسواق الناشئة (سنة الأساس 1992)

المؤشرات المرتبطة بالعوائد	1992	1993	1994	1995	1996	1997	سبتمبر 1998
مؤشر مؤسسة التمويل الدولية	100	180	160	140	150	120	80
مؤشر مورغان ستانلي	100	185	170	145	157	115	65

DUFOUR J.F., Les marchés émergents, Paris, Armand Colin, 1999, P.27

وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتباع الأسواق الناشئة لسياسات وإصلاحات هيكلية بعد الأزمة قد أدى إلى استرجاع بعض من الثقة في كفاءتها وأدائها، ويترجم ذلك بتحسن مؤشر مورغان ستانلي نسبيا خلال سنوات 2000 و 2001.

2-3 مساوئ أخرى

- الإضافة الى شدة الحساسية للأوضاع الاقتصادية العالمية وعدوى انتشار الأزمات هناك مساوئ أخرى يعاني منها الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة منها³:
- القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي في معظم الأسواق المالية الناشئة.
 - التفاوت في القواعد المحاسبية المتبعة، بين الدول المتقدمة والنامية، فمثل هذه القواعد لا بد أن تكون دقيقة ومنصفة لضمان ثقة المستثمر الأجنبي في نتائج تحليل الأوراق المالية.
 - القيود المفروضة على المستثمر الأجنبي، من حيث النسب المسموح له إمسائها ضمن محافظته.
 - فقدان السيولة بسبب محدودية بعض الأسواق وانخفاض حجم التداول فيها.
 - حدوث تلاعب في أسعار الأسهم في بعض الأسواق الناشئة لانخفاض كفاءتها.
 - المخاطر السياسية في بعض البلدان النامية، والقيود على تحويل الأرباح أو إعادة رأس المال للخارج ومخاطر أسعار الصرف.

¹ ساعد مرابط، أسماء بلميهوبي، مرجع سابق ذكره، ص:15

² الأزمة والتعافي، صندوق النقد الدولي، آفاق الاقتصاد العالمي، أبريل 2009، ص145

³ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في البورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002، ص 254

- ارتفاع تكاليف التداول في بعض الأسواق الناشئة، مثل تكاليف المعاملات وعمولات السمسرة وتكاليف الحصول على المعلومات المرتبطة بالسوق، هذا بالإضافة إلى الضرائب في بعض هذه الأسواق.
- الفروقات الثقافية بين الدول المتقدمة والدول النامية، فالمستثمر الأجنبي قد لا يعرف طبيعة التكوين الاجتماعي والثقافي في الدولة التي يستثمر فيها ومن ثم يخشى ممارسات رجال الأعمال هناك، ومن إجراءات التداول والاختلافات الإدارية وعموما يوجد تباين فيما بين الأسواق الناشئة من دولة إلى أخرى وأيضا تتفاوت السلبيات والمشكلات ودرجة تأثيرها على الاستثمار في هذه الأسواق.

الفرع الثالث: تحديات ومعوقات الأسواق المالية الناشئة

تسبب انتشار الفيروسات والأمراض بغلق الحدود بين الدول مما حد من حركية النشاط الاقتصادي و تسبب في خسائر كبيرة وانخفض النمو العالمي بالإضافة الى عدة تحديات تواجه الدول الناشئة منها:

1. الثورة الرقمية

أدت أزمة كورونا إلى الاعتماد بشكل متزايد على التكنولوجيا الرقمية، وذلك يمكن أن يفيد الاقتصادات الناشئة بشكل مستدام، فهذه الدول تبدو أقل ارتباطا بـ "البنية التحتية القديمة" وياتت تعتمد على التكنولوجيا اللاسلكية بشكل أسرع من البلدان المتقدمة وورغم مشاكل الصناعات القديمة التي تديرها الحكومات، فإن دولة مثل الصين تحقق معدلات نمو أسرع من الولايات المتحدة، كما استطاعت أن تحافظ على متوسط الدخل بفضل الاعتماد المتسارع على الاقتصاد غير النقدي ويرجح أن تلعب الثورة الرقمية دورا كبيرا في دفع عجلة نمو الاقتصادات الناشئة خلال الفترة القادمة.

2. الإصلاحات الاقتصادية

عملت الولايات المتحدة وعدد من الدول المتقدمة الأخرى على معالجة أزمة كورونا بزيادة الإنفاق الحكومي، وهو ما قد يؤثر سلبا على معدلات النمو مستقبلا. أما الدول النامية التي لا تملك قدرات كبيرة على الإنفاق من أجل دعم الاقتصاد فإنها اعتمدت على بعض الإجراءات والإصلاحات التي يُنتظر أن تعزز الإنتاجية وترفع معدلات النمو رغم أنها لا تحظى في الغالب بتأييد شعبي.

وضمن هذا التوجه، قامت الهند بسن قوانين جديدة تهدف إلى تشجيع الاستثمارات الخاصة بقطاع الزراعة، وتعمل إندونيسيا على خفض الضرائب وتفكيك منظومة الروتين الإداري بهدف تحفيز الاستثمار وإيجاد المزيد من الوظائف، كما تمضي البرازيل قدما في خططها لتقليص معاشات التقاعد التي تشكل عبئا كبيرا على الدولة، وتقوم السعودية بإصلاح قوانين الهجرة لفتح المنافسة في سوق العمل.

3. الصناعات التصديرية

الاعتماد الكلي على صادرات السلع الأساسية، مثل النفط والمعادن والمنتجات الزراعية، يحول دون تحقيق معدلات نمو كبيرة في عدد من الدول الناشئة وعدم وصول الدخل الفردي إلى المستويات المتقدمة. ولكن في الفترات التي تشهد ارتفاع أسعار السلع الأساسية، وهو الشيء المتوقع خلال العقد القادم، فإن ذلك من شأنه أن يراكم الثروات في عدد من الأسواق الناشئة مثل البرازيل وروسيا والسعودية. كما أن دولا نامية أخرى استطاعت أن تستثمر بنجاح في الصناعات التحويلية ومنها بولندا التي تحتضن شركات متعددة الجنسيات متخصصة في صناعة السيارات والتجهيزات الكهربائية وغيرها من السلع. وهناك تحول مماثل في فيتنام التي تستثمر في عدد من الصناعات الجديدة وتعمل على تنفيذ برامج للقضاء على الفقر وإذا كان قلة من الدول فقط قادرة على تحقيق الربح من الصناعات التصديرية، فإن العديد من البلدان الناشئة الأخرى لديها الفرصة في تحقيق الازدهار عبر برامج الإصلاح الاقتصادي، أو الانتعاش المحتمل في أسعار السلع الأساسية، أو الاعتماد على الثورة الرقمية المتسارعة.

4. ملامح الاقتصاد العالمي الجديد

*استمرار الولايات المتحدة في الاحتفاظ بوضع القوة المهيمنة الرئيسية حيث أنها تميل إلى الأسلوب الفردي في اتخاذ القرارات و تطبيق السياسات اتجاه الموضوعات الدولية المختلفة بالإضافة ظهور القطب الصيني و الروسي واشتداد المنافسة

*تعرض الدول الصناعية لمجموعة من التحديات، خاصة على الصعيد الاقتصادي و مشكلات العمالة و التوظيف، و تأثير الاتفاقيات التجارية الدولية على أوضاع مواطنيها، مما جعل البعد الداخلي أكثر أهمية و محورية و متمتعا بالأولوية على البعد الدولي.

*بروز لاعبين جدد في الاقتصاد العالمي الجديد، خاصة في منطقة شرق آسيا واليابان والصين، يعد هذا المتغير الجديد أحد أهم المؤثرات التي بلورت بشكل مباشر صياغة توجهات الاقتصاد العالمي و تفسر جانبا كبيرا من الاتجاهات الجديدة والسياسات التي تطبقها القوة الاقتصادية الكبرى لإعادة ترتيب الأوضاع بهدف ضمان احتفاظها بقدرتها التنافسية ونصيبيها في السوق.

و يمكن تحديد هذه القوى الجديدة في الآتي: الاتحاد الأوروبي، اليابان، الصين، النمر الآسيوية (كوريا الجنوبية، ماليزيا، اندونيسيا، هونغ كونغ، تايوان، تايلاند) هذه الأخيرة التي استحوذت لقب الدول حديثة التصنيع (NICS) بفضل تحقيقها لمعدلات نمو تصل في أحيان كثيرة إلى 10% والتي نقلتها إلى مشارف البلدان الصناعية المتقدمة و قد نجحت عن طريق الهندسة العكسية⁽¹⁾ والافتباس في تطوير

(1) الهندسة العكسية: فك أسرار التكنولوجيا من دول أخرى و إدخال تعديل طفيف عليها لكسر حق براءة الاختراع ثم تصنيعها محليا دون المقابل النقدي المستحق للمخترع أصلاً.

تكنولوجيا تناسب امكاناتها وظروفها فأكسبتها قدرة تنافسية متزايدة ونصيباً ملائماً في السوق العالمي رغم ما لحق بهذه الدول من أزمة مالية طاحنة في أواخر 1997م.

بالإضافة إلى القوة التي ذكرناها نجد "دولاً أخرى ناشئة في طور التقدم و هذه الدول تضم عدداً من دول أمريكا اللاتينية و بعض الدول الآسيوية مثل: (الفلبين، الهند، باكستان، و بدرجة أقل بنغلادش) وإن لم يرقى التقدم الذي وصلت إليه مستوى ما أنجزته النور الآسيوية و كذا إفريقيا: حيث نجد مصر، نيجيريا جنوب إفريقيا، إذ طبقت هذه الدول برامج طموحة للإصلاح الاقتصادي.

المطلب الثالث: آليات وعمليات سوق الأوراق المالية

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى الأدبيات النظرية لسوق الأوراق المالية الناشئة بداية بماهية البورصة من تعريف وتنظيم إداري ووظائف ثم نتعرض لكفاءة سوق أوراق المال و أخيراً نقدم الاستثمار في البورصة وطرق التحليل لاتخاذ قرار الاستثمار وعندما نتحدث عن السوق الثانوية المنظمة أو البورصة فهي كلها مصطلحات لسوق الأوراق المالية وتعني سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

ساعدت عمليات الإصلاحات الهيكلية التي عرفها القطاع المالي في اقتصاديات الدول الناشئة، على نمو وتطور سريع لأسواق المال وخاصة بعد قيام هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة، والتخلي عن الائتمان الموجه، ووضع البنية الأساسية لتعميق أسواق الأوراق المالية، مع إدخال أدوات مالية جديدة وتبسيط وتنظيم التشريعات القانونية وتخفيف الضرائب والرسوم على الخدمات بهدف استقطاب المستثمر الأجنبي.

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

هي "المكان الذي يتم التعامل فيه ب الأوراق المالية بيعة وشراء تحت إشراف هيئة محددة لها نظام خاص، ويحكم عملها عدة لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده، ويتقابل فيها البائعون والمشترون للأسهم والسندات لعقد صفقات البيع والشراء، بهدف الاستفادة من تقلبات الأسعار لتحقيق أرباح مرتفعة تمثل عائد على الاستثمار بالنسبة لهم"¹ ويتم من خلال سوق الأوراق تداول الأصول المالية كالأسهم والسندات سواء عند إصدارها أو عند تداولها.

2- نبذة تاريخية عن نشأة البورصة

تعود فكرة إنشاء أسواقاً للأوراق المالية قديمة جداً، فقد مرت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدأ تنفيذ فكرة هذه الأسواق على مستوى العالم في² الأسواق الأوروبية حيث وجد التجار الأوروبيون (وخصوصاً الفرنسيين)

¹ - عبد العظيم حمدي، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، مكتبة العربي الحديث، مصر، 2012، ص 08.

² د. عاطف وليم إندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي مصر، الإسكندرية 2006، ص 11.

فوائد كثيرة من اعتماد وسائل الائتمان وسندات أذنيه، استخدمت تلك الوسائل الائتمانية كأداة لإبراء الذمم وإجراء الصفقات فأصبح بالإمكان تداولها كما لو كانت عملة ورقية وكانت أول سوق للأوراق المالية قد أنشئت في فرنسا في القرن الثالث عشر الميلادي، وفي بلجيكا كان التجار يجتمعون في القرن السادس عشر في بيت تاجر اسمه Vander Burse لعقد الصفقات التجارية فيما بينهم ومن اسمه اشتقت كلمة بورصة التي انتشرت في جميع أنحاء العالم وفي عام 1773 تم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية، وفي عام 1792 أسست سوق نيويورك للأوراق المالية أما في الوطن العربي فقد تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883 وبعد سبع سنوات تم تأسيس سوق الأوراق المالية في القاهرة.

وفي بداية القرن السادس عشر ومع الاستكشافات البرتغالية والسيطرة الإسبانية، أصبحت بورصتي أمستردام وأنفيس الهولندية مركز للمعاملات التجارية والمالية في أوروبا، وسجل التاريخ بعدها بورصات مهمة للبضائع في لندن ونيويورك وبروكسل.

ولتأمين تطور ونمو الحركة التجارية، ظهرت الحاجة إلى وجود المصارف وشركات التأمين، كما أن التطورات السياسية دفعت الحكومات إلى البحث عن موارد مالية جديدة وبالتالي أصدرت الأوراق المالية وقد تطور الأمر بسهولة لإنشاء الأسواق المالية التي يجري بها تداول الأسهم والسندات.

هذا وقد استمرت الأسواق المالية بالتطور عبر الفترات اللاحقة لتواكب ما يحصل من تطورات في المجالات المختلفة من العالم

3-عمليات سوق الأوراق المالية

وعادة ما تنقسم التعاملات في سوق الأوراق المالية إلى¹:

3-1 عمليات عاجلة أو فورية: والتي من خلالها تنفذ التعاملات في الأوراق المالية خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق التسليم الفعلي للأوراق المالية وسداد ثمن الصفقة².

والهدف الأساسي من التعاملات العاجلة هو توظيف الأموال واستثمارها لتحقيق عائد دوري من الأوراق المالية المشتراه أو تحقيق عائد رأسمالي متمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع³

3-2 عمليات آجلة: يقصد بها تلك العمليات التي يتم الاتفاق فيها على موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد القيمة⁴ ووفقاً لهذا الاتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وعدد وسعر الأوراق أو الصكوك المالية محل التعامل على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق والوفاء بالثمن في

¹ د.محمود محمد الداغر، مرجع سابق ذكره، ص87.

² صلاح الدين حسن السبسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى 2003، ص15

³ أ.د.اديب قاسم شندي "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة" جامعة واسط، مجلة كلية بغداد

للعلوم الاقتصادية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية 2013، ص-ص: (145،173) ص158

⁴ نفس المرجع السابق، ص159

تاريخ لاحق¹ والتنفيذ يكون آجلاً إلى الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تظل خلالها العملية قائمة.

ويعتبر المشتري مضارباً على الصعود إذا ما توقع أن سعر الورقة المالية المعنية سوف يرتفع عندما يحين موعد تنفيذ العملية وتبعاً لذلك سيحقق ربحاً في حالة صدق توقعاته في موعد التنفيذ وعلى العكس مما سبق يعتبر البائع في العملية الآجلة مضارباً على الهبوط باعتبار أنه يتوقع انخفاض سعر الورقة المالية التي في حوزته عند حلول موعد تنفيذ العملية حيث يقوم بشراء الورقة المالية التي سبق أن باعها من قبل وتبعاً لذلك فهو يحقق أرباحاً إذا ما صدقت توقعاته وتحدد كل بورصة عادة بعض الأيام لتجري فيها تصفية المراكز عند استحقاق العمليات الآجلة وعندما يحين موعد الاستحقاق فثمة ثلاث حالات:

-التنفيذ: حيث تقوم الأطراف المتعاملة بتنفيذ العملية عن طريق تسليم الصكوك والوفاء بالقيمة.

-التأجيل: حيث يتم الاتفاق بين المتعاملين على تصفية العملية وحصول أحدهما على الفرق بين سعر الورقة وقت الاتفاق وسعرها وقت التنفيذ سواء البائع أو الشاري.

-مدة التأجيل: قد يتفق الطرفان على مدة أجل تنفيذ العملية على أمل أن يتحقق فيما بعد الارتفاع أو الهبوط في الأسعار الذي ينتظره طرفا المعاملة.

4- تصنيف أسواق الأوراق المالية

ثمة معايير مالية يمكن على أساسها تصنيف سوق الأوراق المالية فقد يتم التصنيف على أساس:

4-1 نوع الأصل المالي: وهي سوق أدوات الدين وسوق الملكية

*سوق أدوات الدين والتي يتم من خلالها تداول السندات التي تصدرها مؤسسات الأعمال والحكومات.

*سوق أدوات الملكية المصدرة: التي يتم من خلالها تداول الأسهم التي تصدرها مؤسسات الأعمال.

4-2 وفقاً للإصدار والتداول

غير أن التصنيف ال أكثر شيوعاً يكون وفقاً لطبيعة الإصدار حيث تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى: سوق أولية وسوق تداول أو سوق ثانوية.

4-2-1: السوق الأولية:

و يطلق على السوق الأولية أيضاً سوق الإصدارات، وتعرف على أنها: "السوق التي يتم التعامل فيها ب الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة² أو التوسع في رأس مال الشركات في صورة أوراق مالية³، وتتم هذه العملية عادة عن طريق المؤسسات المصرفية أو بنوك

¹ حسين بن هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها -تنظيمها -أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، الطبعة الأولى 2002، عمان، الأردن، ص 19

² Jean Barreau, Jacqueline Delehay, *Gestion Financière*, 10e Edition (Paris: Dunod, 2001), p. 22.

³ رسمية أحمد أبو موسى، رسمية أحمد أبو موسى، *الأسواق المالية والنقدية*، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2005، ص 22

الاستثمار¹ أو غيرها ونشير هنا إلى أن عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار يمثل في نفس الوقت الطلب على الاستثمار² ومن الجدير بالذكر أن التعامل في السوق الأولى يأخذ إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقاً لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدينين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركاء (بالنسبة للمساهمين في رؤوس الأموال).

كما تتولى مؤسسة مالية متخصصة (بنك الاستثمار) أو المتعهد بعملية الإصدار لحساب الإصدارات لجهة حكومية، ويعتبر بنك الاستثمار هو الوسيط الرئيسي في السوق الأولية ويتمثل دوره في الوساطة أو التقريب بين مصدري الأوراق المالية ومشتري الأوراق المالية (صانع السوق) حيث يقوم في أغلب الحالات بشراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من الشركات المصدرة عند سعر متفق عليه بأمل أن يعيد بيعها لجمهور المستثمرين عند سعر أعلى وفي هذه الحالة يتعهد أو يضمن طرح الإصدار وتصريفه والعمولة التي يحصل عليها البنك من خلال قيامه بهذه العملية تتمثل في الفرق بين سعر شراءه للإصدار وثمان يبيعه له.

4-2-2: السوق الثانوية:

تعرف بسوق الإصدارات القديمة³ وتدعى ببورصة الأوراق المالية وتقوم بدور لا يمكن الاستغناء عنه لأي اقتصاد متقدم أو ناشئ إذ أنها تجعل من وجود السوق الأولية أمراً ممكناً وقابلاً للاستمرار ففيها يمكن تسهيل الأوراق المالية أي تحويلها بسهولة إلى لسعر عن طريق البيع ولا شك أن إمكانية تسهيل الأوراق المالية يجعلها أكثر قبولاً وجاذبية حيث يكون من السهل بيعها⁴ وتحويلها إلى نقود بسرعة ودون خسارة، كما تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية في السوق الأولية حيث أن المشروعات والمؤسسات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولية سوف تدفع للجهة المصدرة سعراً لا يزيد عن السعر التي تعتقد أن السوق الثانوية تعكسه، وكلما زاد سعر الورقة المالية في السوق الثانوية كلما زاد سعر الورقة المصدرة في السوق الأولية وتقسّم السوق الثانوية إلى سوقين⁵ سوقاً منظمة وأخرى غير منظمة.

أولاً. الأسواق المنظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق. ويشترط التعامل في الأوراق

¹ جمال جويدان الجمال، "دراسات في الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002، ص 30

² محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سابق ذكره، ص 3

³ Jean Pierre Faugère, Collette Voisin, **Le Système Financier Monétaire International: Crise et Mutation**, 5e Edition (Paris: Nathan, 2000), p.150.

⁴ حسين بن هاني، مرجع سابق ذكره، ص 16

⁵ مصطفى محمد عبده، "تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة (منهج التحليل الأساسي)" كليوباترا للطباعة و الكمبيوتر القاهرة الطبعة الأولى 2001، ص 5

المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق¹ وفق قواعد التعامل والشروط الواجب توفرها في المتعاملين²

ثانياً: الأسواق غير المنظمة: يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة³ حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل.

وتقوم ببيوت السمسرة بالتعامل من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل ال أسعار وتتضمن السوق غير المنظمة - التي تمثل إحدى مكونات السوق الثانوية - أسواقاً فرعية أخرى هي:

- **السوق الثالثة:** يقصد بها التجارة ب الأوراق المالية في الأسواق غير المنظمة من قبل بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وجمهور العملاء في هذه الأسواق يتمثل في صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة وشركات التأمين⁴، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة⁵.

- **السوق الرابعة:** تتم الصفقات خارج السوق المنظمة⁶، ويقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية على طلبيات كبيرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمستثمرين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة وتساوده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب⁷.

5- إدارة عمليات سوق الأوراق المالية

تحكم عمليات سوق الأوراق المالية التي سبقت الإشارة إليها (العمليات الآجلة والعمليات العاجلة) قواعد وإجراءات للتعامل ترتكز على أسعار الأوراق المالية محل التعامل في هذه السوق، وكذا أوامر البيع والشراء التي يصدرها العملاء للسماسرة أو الوسطاء.

¹ سحر عباس حسين، أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "الأردن حالة دراسة"، مجلة جامعة كربلاء العلمية، جامعة كربلاء، المجلد السادس، العدد الثالث، 2008، ص-ص(24-35)، ص 26.

² Alain Martinet, Lexiques de Gestion, 5e Edition (Paris: Dalloz, 2000), p. 53.

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، مصر، 2009، ص 106.

⁴ خالد وهيب الراوي، الاستثمار "مفاهيم، تحليل، استراتيجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 1999، ص 2.

⁵ محفوظ جبار، مرجع سابق، ص 06.

⁶ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 40.

⁷ علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن،

2012، ص 115.

5-1 تسعيرة سوق الأوراق المالية

سعر السوق هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي التقت فيها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، ويجب أن يؤمن عقد الصفقات لأكبر كمية ممكنة من عروض البيع، وطلبات الشراء.¹ وتتم العملية بعدة تعاملات: التعامل بالناداة، التعامل بالمعارضة، التعامل بالأدراج، التعامل بالصندوق و التعامل بالمقابلة

5-2 الأوامر في سوق الأوراق المالية

لا تخرج أوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو الشراء، كما أنها تأخذ صورتين: أوامر بكميات غير كسرية (100 سهم أو سند ومضاعفاتها)، وأوامر بكميات كسرية (أقل من 100 سهم أو سند)، وعادة ما تكون تكلفة السهم داخل الكمية الكسرية أعلى من مثيلتها داخل الكمية غير الكسرية.²

5-2-1 أنواع أوامر سوق الأوراق المالية: هناك أنواع متعددة للأوامر يمكن استخدامها لتنفيذ صفقات الأوراق المالية، غالبا ما يعتمد نوع الطلبية على أهداف الزبون وتوقعاته، وأهمها شيوعا في سوق الأوراق المالية الأنواع الآتية:

-أوامر تبعا لنوع المعاملة: ويمكن تقسيمها تبعا لنوع المعاملة إلى أوامر شراء وبيع.

- الأوامر العادية والأوامر الشاذة: يتم تنفيذ المعاملات إما من خلال أوامر كبيرة تسمى الأوامر العادية، أو بكميات صغيرة تسمى بالأوامر الشاذة أو الكسرية.

5-2-2 الأوامر الشاذة أو الكسرية: تبعا لسعر التنفيذ تنقسم أوامر البورصة إلى:

-أوامر بسعر السوق: هي الطلبية التي تحمل أمرا بالبيع والشراء بأحسن الأسعار المتوفرة في لحظة وصول الطلبية إلى السوق، وتنفيذ هذه الطلبية حال وصولها الى أرض البورصة أو عندها تستلم من قبل صانعي السوق³، فإذا كان الأمر بالبيع فعلى الوسيط أن ينفذ الأمر عند أعلى سعر تصل إليه الورقة خلال اليوم، وإذا كان أمر الشراء فيجب تنفيذ الصفقة عند أقل سعر ممكن⁴.

-أوامر بالسعر الأفضل: وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم بموجبه الصفقة، بل يترك تقدير السعر الملائم إلى السمسار الذي يقوم بانتهاء الفرصة لاختيار أحسن سعر.⁵

¹ - شمعون شمعون، "البورصة بورصة الجزائر"، دار هومة للنشر والطباعة والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 45.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص 59.

³ - عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، بحث أعد لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007، ص 523.

⁴ - نصيرة تواتي، مرجع سابق، ص 208.

⁵ - شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 48.

-أوامر بالسعر المحدد: وفيه يحدد العميل للسماح حداً معيناً للسعر، الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، فيحدد له السعر الأدنى في حالة البيع والسعر الأعلى في حالة الشراء، ويتحمل مسؤوليته إذا لم ينفذ.

- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: في هذا النوع من الأوامر يكون الزمن هو الأساس، وقد تكون مدة الأمر لمدة يوم واحد أو أسبوع أو شهر، وقد يكون مفتوحاً.

- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر نجد:

- الأوامر الخاصة: ومن بينها:

أوامر الإيقاف، أوامر الإيقاف المحددة، أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال

3-2-5 إصدار الأوامر في البورصة: تحتوي الأوامر التي تمر في البورصة على معلومات

خاصة بالصلاحية و الأسعار التي تنفذ بها، ولكي يعد الأمر صحيحاً يجب توفر المعلومات الآتية فيه:¹

اتجاه الأمر: شراء أو بيع، اسم الورقة المالية، سوق التداول، شروط السعر و الصلاحية.

شروط التنفيذ: يتم التمييز بين نوعين: أمر إلزامي وأمر محدد.

6- الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

إن حاجة الدولة إلى حشد المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات وجذب رؤوس الأموال الأجنبية في شكل مساهمات بعيدة عن زيادة عبء المديونية الخارجية تعتبر أهم الدوافع لقيام الدولة بالعمل على تطوير أسواق الأوراق المالية فهي أداة فاعلة ومن غير حدود في الاقتصاد القومي²، إذ تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي أثراً جديدة.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية³ بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات وزيادة التشغيل.

- تمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوظيف الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال:

¹ - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002، ص ص 33، 34.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص "الأسواق المالية وتمويل المشروعات" الدار الجامعية للنشر و الطباعة، الإسكندرية، 2005، ص 6

³ هويشار معروف مرجع سابق ذكره، ص 84.

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل¹ للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة ورفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في أسواق الأوراق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي .

- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف وبالتالي تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.

- تمويل عملية التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشاريع التنمية² وبالأخص مشاريع البنية التحتية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها السوق تمكن الحكومة من رفع كفاءتها في تنفيذ سياستها المالية والنقدية المقررة، من ناحية أخرى تعد هذه الأدوات (أذون الخزانة، سندات الخزانة) وسيلة رئيسية لتمويل العجز المالي من جهة وإدارة السيولة النقدية من جهة أخرى، ومن ناحية تتيح السوق للمستثمر إمكانية تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسهولة ويسر وبأسعار مناسبة وبأقل تكلفة ممكنة.

- تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية.

- الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني حيث يساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك³ والاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها ب الأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا⁴.

توفر البورصة مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهاته، وهو مؤشر يعكس قوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه، كما أنه يعكس مستوى الأداء للقطاعات الاقتصادية وكذلك الأداء المالي للشركات الاستثمارية .

¹ للمزيد من التفاصيل أنظر:

- عبد الغفار حنفي، رسمية فرياقص، مرجع سابق ذكره، ص-ص:300،301

² رسمية فرياقص "أسواق المال، أسواق، رأسمال، مؤسسات" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 41

³ بوكساني رشيد، مرجع سابق ذكره، ص 11

⁴ نفس المرجع السابق ص 11

الفرع الثاني: كفاءة السوق وتأثرها ب أسعار الصرف

يقصد بكفاءة سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة و تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق بما يؤدي في نهاية الأمر¹ إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ويقصد بها أيضا القدرة على الأداء الجيد لمهام السوق بما يسمح بتمويل المؤسسات ويضمن إعادة تخصيص الموارد.

1- كفاءة أسواق الأوراق المالية الناشئة

1-1: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

يعكس المفهوم العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواها² ويتم عادة تعريفها بكونها محصلة لثلاثة أشكال:

1-1-1 الكفاءة التخصيصية: فهي الطريقة المثلى التي يتم بها توزيع الموارد على مختلف

الاستخدامات البديلة لها، مع مراعاة تكاليف استخدامها.³

1-1-2 الكفاءة التشغيلية: وهي تسمح بالالتقاء الأمثل بين طالبي وعارضي الأموال، بشكل

يرضي الطرفين، ولهذا السبب تجعل للوسطاء الماليين دورا هاما في إتمام العملية بأقل التكاليف وأنسب العوائد.⁴

1-1-3 الكفاءة المعلوماتية: يعود مفهوم كفاءة البورصات إلى الباحث Eugene Fama سنة

1970 الذي عرف السوق الكفاء على أنه "ذلك السوق الذي يحتوي على أعداد كبيرة من المتدخلين الراشدين والراغبين في تعظيم أرباحهم، وتكون أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة المتعلقة بالأحداث الماضية، الحالية و المتوقعة"⁵ وفي الأخير قام Fama سنة 1991 بتقديم تعريف يتوافق مع الذي قدمه Jensen "في السوق الكفاء تعكس ال أسعار جميع المعلومات إلى غاية المستوى الذي تصبح فيه الأرباح الناجمة عن استغلال المعلومة مساوية تماما للتكاليف الإضافية المرتبطة بالحصول عليها"⁶.

¹د.صالح مفتاح و معارفي فريدة "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها" مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010؛ ص-ص (182 - 194)؛ ص 181

محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 123.²

³ جعدي شريفة، سليمان ناصر، قياس الكفاءة التشغيلية باستخدام طريقة النسب المالية لعينة من البنوك العاملة بالجزائر دراسة تطبيقية خلال الفترة 2006-2010، مجلة الباحث دورية سنوية، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 12، 2013، ص-ص (159-164)، ص 160.

⁴ صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012، ص 6.

⁵ هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 132.

grands Auteurs en finance, Collection _⁶ Jaques Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In: Les Colombelles, 2003, p101. Dirigée par M.Albouy, Edition ems,

2-1 أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية: يمكن التمييز بين نوعين: الكفاءة التامة والكفاءة

الاقتصادية

1-2-1 الكفاءة التامة: وتعني عدم وجود فارق زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق

وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر¹.

1-2-2 الكفاءة الاقتصادية: يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة وانعكاسها على

أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض الوقت.

1-3 الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية: قام Fama عام 1970 بتعريف الصيغ

المختلفة لكفاءة السوق المالي وهي كالتالي:

1-3-1 الصيغة ضعيفة الكفاءة: تعكس الأسعار عند هذا المستوى المعلومات التاريخية فقط

وهي لا تؤثر على سعر السهم الحالي ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار².

1-3-2 الصيغة متوسطة الكفاءة: تعكس الأسعار عند هذا المستوى إضافة إلى المعلومات

التاريخية جميع المعلومات المتاحة للجمهور، أو التنبؤات والتحليلات المبنية على تلك المعلومات³

1-3-3 الصيغة القوية للكفاءة: تعكس الأسعار فيها جميع المعلومات دون استثناء وحتى

المعلومات الخاصة بفترة معينة (مجلس الإدارة)، كما أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية⁴ عادية

4-متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: حتى يتحقق السوق الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي

تحقيق سمتان أساسيتان هما:

1-4 كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): يقصد بها سرعة وصول المعلومات إلى المتعاملين دون

وجود فاصل زمني كبير ودون تحملهم لتكاليف مرتفعة مما يجعل الأسعار تعكس جميع المعلومات

المتاحة⁵، وترتبط بقدرة المتعاملين على تحليل المعلومات المتدفقة للوصول إلى تقدير القيمة الحقيقية

للمؤسسة

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 147.

² عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات وثائق استثمار الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 182.

³ لحسين جديدين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات

الجزائرية، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد الثاني، ديسمبر 2012، صص (248-262)، ص 239.

⁴ محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية الأصول العملية والتحليل الأساسي، الطبعة 1، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص 44.

⁵ ضياء مجيد الموسوي، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية مصر، 2003، ص 10.

4-2 كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): وهي تتعلق بالنواحي التنظيمية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه على تكاليف عالية ودون أن يتاح للتجار فرصة تحقيق هامش ربح غير عادي¹.

لكي يطلق على سوق الأوراق المالية جيداً، ينبغي أن تتوفر فيه بعض السمات والمواصفات منها:

- * توافر المعلومات والبيانات: أي أن يكون باستطاعة المشاركين الحصول على المعلومات حول حجم و أسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة.
- * توفر السيولة: وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة
- * العمق: أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات ب أسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.
- * انخفاض كلفة التعاملات: كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة، وتسمى الكفاءة الداخلية.

2- تأثير ترتيبات أسعار الصرف في أسواق الأوراق المالية

بسبب الانفتاح المالي تعمقت الروابط عبر الحدود فزاد ذلك من تعرض بلدان أنظمة الربط عبر الحدود لمخاطر التقلب في تدفقات رؤوس الأموال، في حين توفر نظم أسعار الصرف المرنة عادة حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وتمتد استقلالاً أكبر في السياسات النقدية وحتى مع ذلك فإن كثيراً من البلدان ترفض تعويم أسعار الصرف خوفاً من التقلب المفرط والذي ينقص من قدرتها على ضبط التوقعات التضخمية، فالواقع هو أن أغلب حالات الخروج إلى النظم المرنة حركتها وضعيات تمثلت في الأزمات كما ينتابها القلق من ناحية تحقيق خروج منظم من ربط العملة نظراً لما يتطلبه ذلك من إعداد مسبق وتوقيت جيد وإطار قوي للسياسات الكلية.

2-1 العمل على تطوير سوق الصرف الأجنبي.

تتسم أسواق الصرف الأجنبي في البلدان الناشئة بالضيق وعدم الكفاءة ويرجع ذلك جزئياً إلى اعتمادها بدرجة كبيرة على اللوائح التنظيمية للصرف الأجنبي.

ومن الأمور الأساسية أن تكون الخطوة الأولى في اتجاه المرونة كبيرة بدرجة تكفي لخلق إحساس بمخاطر الاتجاهين في سعر الصرف، إذ تحت مخاطر الاتجاهين المشاركين في الأسواق على اتخاذ مواقف طويلة وقصيرة المدى على حد سواء² كما يجب اتخاذ خطوات أخرى تتضمن ما يأتي

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 502.

¹ فوزي إسماعلي، تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة واقتصاديات الانتقالية البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 5، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2009، ص: 51

_ تخفيض دور البنك المركزي في صناعة السوق وزيادة المعلومات في السوق عن مصادر واستخدام النقد الأجنبي توحيد وتبسيط التشريعات الخاصة بالنقد الأجنبي

_ التخلص تدريجيا من اللوائح التي تخنق نشاط السوق مع تسهيل وتطوير أدوات للاحتياط من المخاطر عن طريق إلغاء القيود على نشاط السوق الآجلة بمجرد بلوغ المؤسسات المالية قدرة كافية لإدارة المخاطر

2-2 التدخل الرسمي و تغيير أداة التثبيت والسياسة النقدية

يقتضي الأمر في الأسواق الناشئة أن تضع الحكومات سياسات تهتدي بها في تحديد أهداف وتوقيت ومقادير التدخل في سوق النقد الأجنبي وفي نظم أسعار الصرف المرن فيكون التدخل أكثر فعالية نسبيا عندما يكون نادرا نسبيا نظرا لأنه يعظم لأقصى حد عنصر المفاجئة و يبني ثقة الأسواق في الالتزامات الرسمية بمرونة سعر الصرف، كذلك تساعد الشفافية سياسات التدخل وقد أكدت كثير من البلدان التزامها بسعر الصرف الذي تحدده السوق، يقتضي الأمر أن تنشئ البلدان أداة تثبيت اسمية جديدة وأن تعيد تصميم إطار للسياسة النقدية يتواءم معها عندما تتحول عن سعر الصرف الثابت¹، وتتطلب هاتان المهمتان توافر قدرة كبيرة وبناء المصداقية ويعتبر التخطيط لعملية الانتقال أمرا حيويا، لإجراء عملية تحول منتظمة إلى سعر صرف مرن²

3-2 إدارة مخاطر سعر الصرف مع توقيت تحرير رأس المال.

يتضمن تقييم مخاطر سعر الصرف بدوره تحليلا تفصيليا للميزانية، لا يركز على مكونات العملات في بنود الميزانية فحسب ولكن يركز أيضا على تواريخ الاستحقاق والسيولة ونوعية الأصول والخصوم تجاه الخارج فالبلدان الناشئة يتعين عليها أن توازن بين ما إذا كان ينبغي لها تحرير حساب رأس المال لديها قبل التحول إلى درجة أكبر من مرونة سعر الصرف أم بعده لأنه قد يؤدي فتح حساب رأس المال قبل الأخذ بمرونة سعر الصرف إلى زعزعة أحوال السيولة المحلية ويسبب اختلالات في توازن الاقتصاد الكلي و يعجل بهجوم المضاربة³.

الفرع الثالث: الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة

إن الهدف من امتلاك الأسهم والسندات هو الاستثمار والمتاجرة بها، وتحقيق أكبر قد ممكن من الأرباح، وقد يفضل البعض الآخر اعتماد أسلوب المحفظة الاستثمارية وهناك من يقومون ببناء محافظ استثمارية متوازنة في الأسهم والسندات، أي أن بعضها يتضمن درجة عالية من المخاطرة، والبعض

¹ Minda. A, « La dollarisation intégrale, une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique Latine ? », Revue monde en développement, tome 33, Université Toulouse, 2005, p-p(15-39).

² Louhas Stemitsiotis, 1992, « Taux de change de référence et système monétaire internationale », édition economica, Paris, p 41 - 42.

³ دومينيك سلفادور «الاقتصاد الدولي» ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 187

الأخر أقل درجة من المخاطرة أو بنمط معين من تدفق الدخل يعتمد على العائد طويل الأجل المتأتي من الاستثمار في السندات ويسبب هذه الحالات يجب على المستثمر عند البدء في بناء المحفظة الاستثمارية الخاصة به إتباع الاستراتيجية التالية¹:

- تحديد وتحليل الأهداف، منها الهدف من المحفظة الاستثمارية طويل الأجل أو المضاربة السريعة.

- تحديد وتحليل نوع الأسهم المراد الاستثمار فيها، ووقت شراءها ويشمل التحليل أداء السهم والعائد من وراءه ومراقبة أداء الأوراق المالية داخل المحفظة وتحديد الجيد لوقت البيع.

1- إدارة محفظة الاستثمار

تتحدد إدارة المحفظة على أساس المؤشرات أو الأرقام القياسية (الطريقة الكمية)²، فالقائمين بهذه العملية يعتمدون على الأرقام القياسية للأسواق الناشئة كال IFCI، IFCG، MSCI كمرجع لهم والمستثمرين المهتمين بتتبع الخطر الذي تعرفه الأسواق الناشئة بإمكانهم انتهاز استراتيجية نصف ناشطة، محددين المبالغ الواجب استثمارها في كل بلد، أما المستثمرين الذين يرغبون بالاستفادة على وجه أفضل من النمو المتوقع لهذه الأسواق، فيتوجب عليهم اعتماد استراتيجية ناشطة تركز على سياسة انتقائية للقيم الصغيرة لأن غالبية المشروعات الكبرى في البلدان ذات الأسواق الناشئة هي صناعات تتكامل دولياً وفوائض السيولة لديها يمكن أن تتضاعف على أن يجري استثمارها في المؤسسات الناشئة التي تعرض أوراقها المالية في الأسواق المتطورة.³

لكن إمكانية تقليص الخطر تبدو متدنية في هذه الحالة لذلك تبقى القيم الصغيرة أصولاً مالية مفصلة على صعيد المردودية المحتملة أو على صعيد إمكانية تقليص الخطر

1-1 العوائد بين الأسواق المالية الناشئة و الأسواق المتقدمة.

كذلك ينظر للعلاقة العكسية بين العائد والمخاطرة من وجهة نظر المستثمر الذي ينوع في استثماراته عبر الأسواق العالمية ويستثمر في الأسواق الناشئة فنظراً لكون الارتباط بين عوائد الأسهم في الدول الأخرى أقل من الارتباط في نفس الدول فإن الاستفادة من التنوع تكون أحسن عبر الأسواق المالية العالمية بدلاً من الأسواق المحلية.⁴

1-2 تقليص خطر المحفظة

¹ عبد الرؤوف ربابعة، سامي خطاب، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية" هيئة الأوراق المالية والسلع. أبو ظبي - دبي - الشارقة، فبراير/ مارس 2006 م ص32

² نفس المرجع السابق، ص 33

³ King. R and Levine. R, 1993, « Finance and Growth Schumpeter Might be Right? », Quarterly Journal of economic 108, p 717 - 718.

⁴ سامية زبطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة لأسواق الأوراق المالية العربية" أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي، جامعة الجزائر، 2004، ص58

يتوخى المستثمر الأجنبي من استثماره في الأسواق المالية الناشئة بلوغ غايتين أساسيتين¹:
 _ الأولى تتمثل في بحثه عن القيم الأجنبية التي توفر مردودية أعلى من تلك التي يمكنه الحصول عليها لو اقتصر محتوى محفظته على أوراق محلية.
 _ الثانية فتترتب بتقليص إجمالي الخطر الذي تتعرض له المحفظة وهي تتحقق عبر التنوع الدولي لمكونات المحفظة بإضافة قيم أجنبية حتى لو كانت عرضة لخطر مرتفع، يؤدي بالتأكيد إلى تقليص الخطر الإجمالي لتلك المحفظة وهنا يقتضي الإيضاح بان إيجابية التنوع هي الى حد بعيد غير مرتبطة بالنتائج الجيدة للأسواق الناشئة، يتضح إذن أن التوظيف في الأسواق الناشئة لا يجب أن يستند فقط إلى اعتبارات المردودية بل يجب أيضا أن يأخذ بالحسبان هدف ضمنا آخر يتعلق بتخفيض المخاطر.

1-3 الأدوات المالية المتداولة في الأسواق الناشئة.

يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق الناشئة فهناك المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة وهناك المنتجات المسعرة في الأسواق الناشئة والمصدرة في بعض الأسواق الخارجية.

1-3-1 المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة.

يجرى تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات في الأسواق الناشئة وهي تحديدا الأسهم، السندات و المنتجات المشتقة و يتزايد إصدار هذه الأدوات و تداولها بالأضعاف المضاعفة إلى يومنا هذا.
 أ- الأسهم: بعد تحرير الأسواق والقيام بالإصلاحات، شهدت إصدارات الأسهم الجديدة في الأسواق الناشئة سنة 1994 قرابة 52 مليار دولار.

ب- السندات: شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نموا شديدا الاضطراب خلال العقد السابق على سبيل المثال اصدرت الشركة المكسيكية الخاصة للإسمنت في العام 1991 سندات لمدة خمس سنوات بما قيمته 425 مليون دولار تقريبا.

ج- الصكوك: عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية لإسلامية² (AAIOFI:1999)

الصكوك الإسلامية بأنه عبارة عن "وثائق مالية متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أوفي موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص وذلك بعد تحصيل قيمة

¹ نفس المرجع السابق، ص:120

² تم إنشائها بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 26 فبراير 1990 م في الجزائر بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح. وتهدف الهيئة إلى تطوير معايير الصناعة المالية والمصرفية الإسلامية: معايير المحاسبة والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية، كما تساهم الهيئة إسهاما كبيرا في عملية التطوير المهني لهذه الصناعة وتتجاوز عضوية الهيئة 155 مؤسسة مالية من أكثر من 40 بلدا وتتخذ من مملكة البحرين مقرا لها

الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله¹ وسمتها بصكوك الاستثمار تميزا لها عن الأسهم والسندات التقليدية

د-المنتجات المالية المشتقة:تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار الصرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق

1-3-2 إصدارات لشركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة.

بهدف استقطاب عدد أكبر من المستثمرين أصدرت العديد من الشركات المسعرة في الأسواق الناشئة أسهما في بعض الأسواق المتطورة الأجنبية أو أيضا أقدمت على التسعير في هذه الأخيرة لأسهمها التي قد أصدرتها في السوق المحلي².

أ-المنتجات المالية من نموذج الأسهم: المقصود بذلك على وجه الخصوص: ال " EDR " ال " GDR " ال " ADR " وهي في مجملها، أسهم نموذجية مصدرة في الأسواق الناشئة لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة، كمثل على ذلك قيم كل من شركة MEXICO وشركة TELEFONOS (الشركة البترولية الأرجنتينية) من ضمن القيم ال أكثر سيولة في بورصة نيويورك.

ب-المنتجات المالية من نموذج اليورو سندات:

شهدت إصدارات المقترضين في الأسواق الناشئة باليورو سندات المزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة وفي العام 1994 قارب مجموع هذه الإصدارات ما قيمته 37 مليار دولار فهناك السندات المصدرة بعملة الدولة والموظفة في أسواق من خارج الدولة والتي لاقت اهتماما شديدا من قبل المستثمرين

1-3-3 المنتجات المالية المشتقة:

تتيح المنتجات المالية المشتقة للمستثمرين فرصا للتدخل على الصعيد الموارد الأولية والمؤشرات والعملات ومعدلات الفائدة،وفي إطار المنتجات المالية المشتقة و المسعرة في الأسواق الخارجية يشار إلى أنه يمكن الالتفاف على بعض القواعد التنظيمية المقيدة لنشاط المستثمرين الأجانب في الأسواق الناشئة إذ باستطاعة هؤلاء المستثمرين التوجه الى سوق اخر يرتبط بعلاقات وثيقة مع الأسواق الناشئة³ بمعنى أن درجة تطور هذه المنتجات لم تكن كما هي عليه من درجة التكنولوجيا المتوفرة في الدول المتقدمة

¹ RASAMEEL « 2013 Annual Global Sukuk Report », J A N U A R Y 2 0 1 4,P-P 33-34 et voir aussi

أنظر المعايير الشرعية هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010 م رفع:عبد الرحمان النجدي، معيار رقم 17، ص238

² وسام ملاك، مرجع سابق، ص:111

³ نفس المرجع السابق، ص:113

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية

2-1 تعريف مؤشر البورصة (أسواق الأوراق المالية): هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة

في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوينه و تحديد قيمته في مرحلة معينة، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، مما يمكن من التعرف على تحركات السوق¹ سواء لأعلى أو للأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها فهو مقياسا شاملا لاتجاه تحرك السوق، وبما انه يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم يعتبره المستثمرون في البورصة مرجعا في اتخاذ قرارات الاستثمار. ويتم تركيبه باختيار عينة من أسهم الشركات، التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه² إذ يوجد نوعين من المؤشرات:

- مؤشر عام: يقيس حالة السوق بصفة عامة، وهو المؤشر الذي يقيس حالة الاقتصاد الكلي؛

- مؤشر جزئي (قطاعي): يقيس حالة السوق في قطاع معين.

تفترض عملية متابعة سوق الأوراق المالية، تحديد سلة من المؤشرات الفعالة القادرة على عكس وبشكل مستمر، الخصائص وتطور المنتجات المالية من خلال نشر المعلومات بشكل دوري وإعلام المستثمرين بشكل ملخص ومختصر حول تطور السوق خلال فترة زمنية محددة³ يتم حساب المؤشرات البورصية بطريقة علمية على أساس عينة تمثيلية من الأسهم الأساسية، بحيث تكون عينة المؤشر الذي يضم جميع مفردات السوق أو قطاع منها، أكثر تمثيلا لمجتمع الدراسة من الاتساع والعمق وهذا بدوره يتوقف أيضا على قيمة أسهم العينة نسبة إلى القيمة الإجمالية لأسهم السوق ككل فمؤشر ستاند أند بورز 500 يضم سهم من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، إلا أن هذه الأسهم تمثل 80% من القيمة الإجمالية للسوق⁴

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال وفي طليعة تلك الاستخدامات:

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة.

- الحكم على أداء المديرين المحترفين، حيث يستخدمون أساليب متقدمة في التنويع يتوقع منها أن

يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق.

¹ سامية زبطاري، مرجع سابق ذكره، ص: 31

² لمزيد من التفاصيل أنظر: (COSOB), guide de l'investisseur, November 1997, p 21

- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ذكره، ص: 252

³ منذر عبد الكريم مرهج، أثر استراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية، دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال، قسم إدارة

الأعمال، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، 2004، ص 52

⁴ منذر عبد الكريم مرهج، مرجع سبق ذكره، ص: 53، 54

- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل؛ كما إن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق

- تقدير مخاطر المحفظة، تقيس المؤشرات المخاطر النظامية (Systematic Risk) لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (Risky Assets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

3- التحليل الأساسي والتحليل الفني

وهناك عدة طرق لاختيار السهم المراد الاستثمار فيه منها:

3-1 طريقة التحليل المالي الأساسي: ينطلق التحليل الأساسي من كون الأسهم ذات قيمة حقيقية تدور حولها الأسعار في البورصة ارتفاعاً أو انخفاضاً، ويؤدي تحديد القيمة الحقيقية إلى توفير فرص ربح كبيرة للمستثمر خاصة إذا اختلفت هذه القيمة عن القيمة السوقية التي يجري بها التداول في البورصة ويعتمد هذا التحليل على الأخذ بالظروف الاقتصادية¹ المحلية والدولية، ويضمن هذا التحليل خبراء متخصصون يعرفون بالمحللين الأساسيين²، وعلى ضوء النتائج التي يتم التوصل إليها تتحدد اتجاهات قرارات المستثمرين ويدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم، ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم.

3-2 طريقة التحليل الفني

يهدف التحليل الفني (التقني) إلى إعطاء توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الأسهم وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق، يبحث التحليل الفني في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعار الأسهم، حجم التداول) فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل³ وكمقارنة بسيطة بين

¹ يركز التحليل الاقتصادي على دراسة وفحص السياسات الضريبية، المالية، التضخم المتوقع، مرحلة النمو الاقتصادي للمجتمع، نسبة ما يوجه للاستثمار ويمكن استخدام الصحف والمجلات المالية المتخصصة في هذا المجال كمدخل للمساعدة في هذه التنبؤات.

² عبد الغفار حنفي، "بورصة الأوراق المالية" أسهم - سندات - وثائق استثمار - الخيارات" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003، ص 215

³ عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، "مرجع سابق ذكره، ص 15

التحليل الأساسي والتحليل الفني فإن التحليل الأول يسمح بالإجابة عن السؤال التالي: هل يتم البيع أو الشراء؟، أما التحليل الفني فيتوقع الإجابة عن السؤال: متى يتم البيع أو الشراء؟ وهويرتكز على نظرية داو¹ وهذه الطريقة تقوم على أساس ثلاث خطوات متكاملة الأولى تشمل التحليل الاقتصادي من حيث معدل النمو، معدل التضخم، معدل البطالة، أسعار الفائدة المعلنة من البنك المركزي، ميزانية الدولة، معدل الصادرات، معدل الواردات، الإيرادات السيادية من الضرائب والجمارك والسياحة وتحويلات العاملين بالخارج، أسعار صرف العملات، وعلي سبيل المثال هناك علاقة عكسية بين ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة للبنوك والإقبال على سوق الأسهم، فعند ارتفاع سعر الفائدة يقل الإقبال على سوق الأسهم والعكس عند انخفاض سعر الفائدة يزيد ذلك من إقبال المستثمرين على سوق الأسهم.

وكذلك هناك علاقة بين أسعار الفائدة على السندات والإقبال على سوق الأسهم، فعند زيادة سعر الفائدة على السندات وهي أيضا ذات مخاطر أقل فإن ذلك سوف يكون دافعا للمستثمرين على التحول من سوق الأسهم ذات الدرجة العالية من المخاطر إلى سوق السندات ذات المخاطر الأقل والعكس إذا انخفضت أسعار الفائدة على السندات فان ذلك من شأنه التحول من سوق السندات إلى سوق الأسهم.

وينصح المستثمر المالي بأن يأخذ بنتائج التحليلين الأساسي والفني في اتخاذ قراراته الاستثمارية، فالمعروف أن التحليل الفني يختصر عامل الزمن من خلال ما توفره البورصات من منحنيات وأشكال بيانية بسرعة فائقة، لكن هذا لا يعني دوماً صحة ما يتم التوصل إليه من خلال التحليل الفني فربط نتائج هذا التحليل بما هو متوفر من بيانات ومعلومات حول التحليل الأساسي يقلص من الأخطاء المحتملة بشكل كبير.

المبحث الثالث: عدوى الأزمات في الأسواق المالية الناشئة.

يخصص هذا الجزء من الدراسة في تحليل كل من أزمتي 1979 و 2008، أسبابهما كيفية انتشارهما إلى مناطق أخرى من العالم والمقارنة بينهما بعد أن نخص كل من إندونيسيا وماليزيا بتحليل مدى وأثر الأزميتين عليهما والدروس المستفادة من أساليب علاجهما للأزميتين غير أنه بداية نتعرض الى أدبيات الأزمات وأنواعها وخصائصها

ولقد تم اختيار أزمة 1979 لأنها أزمة انفجرت في الدول الناشئة وأصابت الدول قيد الدراسة أما اختيار أزمة 2008 ذلك لأنها عالمية وصنفت بأعنف أزمة بعد أزمة كساد 1929.

المطلب الأول: ماهية الأزمات المالية.

¹ للمزيد من التفصيل حول هذه النظرية والنظريات الأخرى في التحليل الفني (نظرية داو، نظرية الموجات، مفهوم دورة السوق) التي تساعد في فهم وتفسير اتجاهات الأسعار وبناء الخرائط والأدوات المختلفة للتحليل الفني:
- أنظر كتاب حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق الطبعة الأولى، 2001
- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، 2002-2003.

إن مصطلح الأزمة (Crisis) مشتق من الكلمة اليونانية kriner وهي لحظة اتخاذ القرار فالأزمات عند الإغريق قديما هي مواقف تحتاج إلى صناعة القرار، إذ تشكل الأزمات عندهم نقاط تحول تاريخية بحيث تكون القرارات و الخيارات المتخذة قادرة على إحداث تغييرات أساسية¹ وجوهريّة في المستقبل.

الفرع الأول: تعريف الأزمات وأنواعها

تعبر الأزمة عن شيء خارج العادة بصدد الحدوث وكلمة الأزمة في اللغة تعني الشدة وهي الشدة التي تحل إلا ببذل جهد فالأزمة في علم الاقتصاد تدل على الفترات القصيرة التي تكون فيها صحته متقلبة².

الأزمة هي: حدوث اختلال بصورة مفاجئة في التوازنات على مستوى النظام الكلي أو الجزئي أو كليهما في الاقتصاد مما يؤدي إلى تأثير سلبي على المتغيرات الاقتصادية والمالية وكذلك الاجتماعية وهذا الحدث يستلزم إلى تحديد خطط استراتيجية بهدف القيام بتغييرات سريعة من أجل تعديل التوازن و إيقاف الخلل؛ تشير أدبيات إدارة الأزمات إلى أن الأزمة تمر بعدة مراحل، و تباين الباحثون والكتاب من حيث الشكل على عدد هذه المراحل فهناك تقسيمات متعددة لمرحل الأزمة ويرى عدنان أبو قحف ان المراحل التي تمر بها الأزمة هي³: مرحلة الميلاد، مرحلة نمو والاتساع، مرحلة النضوج، مرحلة التقلص والانحسار ثم مرحلة الاختفاء، كما صنف الباحثون في الاقتصاد الأزمات إلى أزمات اقتصادية وأخرى مالية

1- أنواع الأزمات

1.1. الأزمة الاقتصادية

يمكن اعتبار الأزمة كظاهرة وهي بهذا المعنى تعرف بنتائجها أو مظاهرها⁴: انهيار بورصة، مضاربات نقدية كبيرة ومناقرية أو بطالة دائمة، هذا التعريف يحمل في طياته نقصا لا يمكن تجاهله، فهو يرد الأزمة إلى أسبابها المحتملة.

وعرفت الأزمة اقتصاديا بأنها اضطراب حاد ومفاجئ في بعض التوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية ثم تمتد هذه الانهيارات والتغيرات إلى أنشطة وقطاعات اقتصادية أخرى⁵، كما عرفت الأزمة الاقتصادية بأنها لحظة حرجة وحاسمة تتعلق بمصير الكيان الإداري والاقتصادي للوحدة أو المنظمة مما يفضي ذلك إلى ظهور مشكلة تتطلب اتخاذ قرار إداري حاسم لحلها⁶ كما تعني

¹ عامر محمد، "استراتيجيات إدارة الأزمات والحكومات"، دار العلوم للنشر والتوزيع، القاهرة، 2006، ص 2 و 31.

² Jacques pavoine " **les trois crises du xx^e siècle**", Edition Ellipses, 1994, p 08.

³ عدنان أبو قحف، "الإدارة الاستراتيجية وإدارة الأزمات"، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، 2006، ص 22

⁴ دانييل أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، "تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس و اليوم"، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع،

لبنان 1992 ص 11 - 12

⁵ . يوجين فأرجا، "أزمة النظام الرأسمالي"، ترجمة أحمد فؤاد بليغ، بيروت، 1975، ص 126

⁶ عادل البزاز، "إدارة الأزمات المالية بين نقطتي الغلبان والتحول"، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع، بيروت، 1995، ص 175

الأزمة الاقتصادية الاضطراب الشديد في تدبير أمور الدولة المالية والذي يحتاج لبذل جهد واسع لإزالته وإعادة الوضع إلى الاستقامة والاعتدال¹ فالأزمة الاقتصادية تشمل الأزمة المالية كما تمس أيضا المتغيرات أو الجوانب الحقيقية للاقتصاد كانهبوط الإنتاج بكافة أنواعه (الصناعي، الزراعي، الخدماتي) والعمالة (بطالة دائمة) و الأسعار (انكماش أو تضخم) وانكماش في التجارة الداخلية و الخارجية.

1.1.1 أنواع الأزمات الاقتصادية

كانت الأزمات الاقتصادية في السابق تتجم عن كوارث طبيعية عفوية، كالجفاف والظوفان والجراد وغيرها من الآفات، كما كانت تتجم عن أحداث من صنع الإنسان كالحروب والغارات التي كانت تدمر كل شيء وتصيب القوى المنتجة بالخراب، وتحدث فاقة شديدة عند الناس، وتنتشر المجاعات والأوبئة فتقتل الكثير من الناس وكانت هذه الأزمات، التي تسمى «أزمات ضعف الإنتاج» تتجم عن أسباب غير نابعة مباشرة من جوهر أسلوب إنتاج معين.

أشار تقي الدين المقريري إلى معظم الأزمات الاقتصادية التي حدثت في مصر على مر العصور، كان سببها الطبيعة (مثل: انخفاض منسوب النيل، وانحباس المطر والآفات التي تصيب المحاصيل) أو بسبب سلوك الإنسان وتصرفه كالفتن والاضطرابات وتفشي الرشوة وغلاء دور السكن وارتفاع أجورها أو انخفاض قيمة النقود².

هناك ثلاثة أنواع من الأزمات الاقتصادية³ التي يتعرض لها الاقتصاد الرأسمالي وهي: الأزمة الدورية، الأزمة الوسيطة، الأزمة الهيكلية⁴

أولا الأزمة الدورية: (أزمة فيض الإنتاج) التي تدعى أحيانا «الأزمة العامة» فتصيب تكرار الإنتاج، وتشمل كل عملية تكرار للإنتاج، أو الجوانب الرئيسية فيها: الإنتاج والتداول، الاستهلاك والتراكم وهذا يعني أن الهزات التي تتولد عن الأزمة الدورية تكون أكثر عمقا إذا ما ووزنت بغيرها من الأزمات

ثانيا الأزمة الوسيطة: هي أقل اتساعاً وشمولاً من الأزمة الدورية ولكنها مع ذلك تمس جوانب ومجالات كثيرة في الاقتصاد الوطني وتحدث هذه الأزمات نتيجة لاختلالات وتناقضات جزئية في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي: فالأزمات الوسيطة لا يمكن أن تحمل طابعاً عالمياً على النحو الذي يميز الأزمات الدورية العالمية لفيض الإنتاج.

¹ د. منتظر فاضل سعد البطاط، ندوة هلال جودة "تحليل تداعيات الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار" كلية الإدارة والاقتصاد -

جامعة البصرة، مجلة الاقتصادي الخليجي العدد (19) لسنة 2011، ص4

² أحمد فريد مصطفى و آخرون، "تطور الفكر و الوقائع الاقتصادية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 2000 ص ص 40-41

³ إ. بلجوك، تعريب علي محمد تقي عبد الحسين الفز ويني، الأزمات الاقتصادية للرأسمالية المعاصرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1981، ص 12، و ص 88-90.

⁴ د. منتظر فاضل سعد البطاط، مرجع سابق ذكره، ص، ص: 5، 6

ثالثاً الأزمة الهيكلية: فتشمل في العادة مجالات معينة أو قطاعات كبيرة من الاقتصاد العالمي منها على سبيل المثال: أزمة الطاقة وأزمة المواد الخام وأزمة الغذاء وغيرها وإذا كانت الأزمة الهيكلية تقتصر على قطاع واحد من قطاعات الاقتصاد، فإنه لا بد أن يكون قطاعاً مهماً وأساسياً كمصادر الطاقة أو صناعة الحديد والصلب أو أزمة الغذاء وما إلى ذلك، أما بالنسبة للزمات المالية سنوضحها فيما يأتي

1-2 الأزمة المالية

1.2.1 تعريف الأزمة المالية

تعرف الأزمة المالية على أنها " تلك التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجمل المتغيرات المالية المتمثلة بحجم الإصدار أسعار الاسهم والسندات وكذلك اعتمادات الودائع المصرفية وسعر الصرف¹ فالأزمة المالية هي اضطراب يصيب النظام المالي أين تتخفص أسعار الأصول المالية كالقروض، الودائع البنكية، سعر الصرف ويقترن كل هذا بإفلاس الوسطاء الماليين والمدنيين ويميل المستثمرون للبحث عن السيولة أكثر ف أكثر وذلك من خلال التهرب والتخلي عن الأصول التي كانت موجودة لديهم واستبدالها بأصول أخرى كما ان الروابط بين الأزمة المالية والأزمة الاقتصادية هي معقدة، ليست كل الأزمات المالية متبوعة بأزمات اقتصادية²

1.2.1 أنواع الأزمات المالية

على الرغم من التشابك والترابط بين الأزمات المالية تم تصنيفها من قبل علماء الاقتصاد إلى أزمات سعر الصرف، أزمات مصرفية، أزمات بورصية وأخرى أزمات مديونية:

1.2.2 أزمة سعر الصرف

إن العملة المحلية تعد واجهة الدولة فإذا ما تعرضت للمضاربات الحادة قد تؤدي الى مشاكل انخفاض قيمتها وحدثت الأزمات وتسمى أزمة سعر الصرف او أزمة ميزان المدفوعات او أزمة الصرف الأجنبي أو أزمة العملة وهي أزمة مالية تتمثل بإتباع الحكومة لنظام سعر صرف ثابت مع قيامها بالتوسع في الإنفاق العام بصورة غير طبيعية مما يترتب عليه تولد عجز كبير في الموازنة العامة³، بحيث يمكن لهذا العجز أن يستمر إذا لم تقم الحكومة بإتباع سياسات نقدية توسعية تتمثل بإصدار النقد لتمويل هذا العجز، مما يؤدي حتماً إلى تصاعد معدلات التضخم ومن ثم ارتفاع سعر الصرف الحقيقي وبالتالي تزايد عجز الميزان التجاري وميزان المدفوعات، مع استمرار الوضع لفترة زمنية سوف تستنفذ الاحتياطات الدولية

¹ محمد خضر بن حسين " الأزمات الاقتصادية، فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية"، ترجمة أحمد بن شفير، الجزائر، المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل، 1995، ص4
² Jacques Graveriau et Jacques Trauman, "crises financières", Edition Economica, 2001 pp 35-36.
³ أوكيل نسيمية "الأزمات المالية وإمكانية التوقى منها و التخفيف من أثارها - مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا- " أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص77، 2007/2008

وبالتالي تصبح غير قادرة على الدفاع عن سعر صرف العملة المحلية مما يؤدي بالنهاية إلى انهيار سعر الصرف الثابت، بمعنى آخر فإن الأزمة تحدث عند غياب التنسيق بين السياسات الاقتصادية الكلية الأساسية ونظام سعر الصرف السائد، يكمن مصدر الأزمة في الإفراط في خلق الائتمان المحلي، إما لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة أو لتوفير المساعدة للنظام المصرفي الذي يتسم بالضعف.

2.2.2. الأزمة المصرفية

وتسمى أيضا الذعر المالي *panics Financial* حيث يقوم الدائنون أصحاب القروض قصيرة الأجل (المودعون) بسحب ودائعهم بأسلوب مفاجئ من مدين يتسم بالملاءة. في الواقع العملي يصعب التعرف على الأزمة المصرفية نظراً لطبيعة المشاكل من ناحية ولنقص المعلومات والبيانات من ناحية أخرى و النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض²، كذلك فإن تتبع الأزمات المصرفية التي حدثت في السبعينيات والثمانينيات أو التسعينيات في الدول المتقدمة الصناعية يشير إلى أنها لم تتولد في جانب الخصوم من ميزانيات البنوك في الدول التي حدثت فيها الأزمة، أما في الدول النامية فتأخذ الأزمة في العادة شكل هجوم على البنوك لسحب الودائع، مثل ذلك أزمة الأرجنتين والفلبين، أو تايلاند وتركيا في الثمانينيات والتسعينيات، في الأزمة الآسيوية في كوريا حيث عجزت البنوك عن سداد لآجال الودائع المتبادلة بين البنوك كما يمكن ملاحظة أثر المؤشرات الاقتصادية الجزئية والكلية على مستوى البنك التي تؤدي إلى أزمة مصرفية من خلال مخاطر السوق، فهي تلك التي تحدث عند تغير قيم الأصول الأساسية بسبب ظروف السوق، فالبنوك تخضع لمخاطر السوق العالية عندما تتركز محافظها الاستثمارية في قطاعات تتأثر بقوة بظروف الدورة الاقتصادية، ومخاطر الائتمان التي تحدث عندما يصبح المدينون غير قادرين على سداد ديونهم³، وأخيراً مخاطر السيولة والتي تحدث عندما يسحب المدخرون ودائعهم بكميات كبيرة أو أن تكون الأصول السائلة في البنوك غير كافية لتغطية الودائع المراد سحبها

3.2.2. أزمة أسواق الأوراق المالية (الأزمة البورصية)

هو ذلك الانخفاض الحاد في قيمة الأصول المالية بعد أن سجل في فترات سابقة ارتفاع في قيمتها نتيجة لشراء الأصل وانتظار فترة لارتفاع أسعاره بنسبة أكبر وبيعها لتحقيق عائد مرتفع، غير أن هذا الجنون الذي تعيشه أسواق المال لا يمكن أن يدوم ولا بد أن تحصل صدمة أخرى تنفض مساره، أي تدفع

¹ نفس المرجع السابق، ص-ص 88-89

² بربيش عبد القادر، طرشي محمد، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2009، ص 11

³ نسيمه حاج موسى، الأزمة المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2009 / 2008، ص 29 .

الأسعار وكمية السيولة إلى التراجع ومعها يتراجع الاقتصاد فتحدث الأزمة البورصية¹ ويميز فترة الأزمة البورصية ما يلي: نتحدث عن فترة أزمة بورصية (إذا كانت أزمة قصيرة) إذا اجتمعت ظاهرتين ظاهرة العامل الكمي: إذا فقد السوق أكثر من 20.2% وظاهرة العامل النفسي: المناخ متسم بالتشاؤم، إذ نسمع في وسائل الإعلام ملاحظات من نوع: النمو ليس على ما يرام، الأرباح ضئيلة، البورصة في تراجع وغيرها

4.2.2. أزمة المديونية

تعرف المديونية بأنها تلك العملية التي تتميز بحركة تدفقات رؤوس الأموال في اتجاه البلدان المقترضة من البلدان الدائنة، عند انقطاع حركة التدفقات تحدث أزمة المديونية الخارجية ويكون سبب هذا الانقطاع في أغلب الأحيان راجعا إلى عدم قدرة البلد المدين على الوفاء بالتزاماته الخارجية² فأزمة المديونية تشد الانتباه نظراً للمخاطر الناجمة عنها والتي أرهقت الكثير من الدول خاصة النامية منها ولقد ساهمت عوامل داخلية وأخرى خارجية في تقشي الأزمات المالية.

الفرع الثاني: أسباب حدوث الأزمات المالية وقنوات انتشارها

1. أسباب حدوث الأزمات المالية

إن حدوث الأزمات المالية وكذلك قنوات انتشارها محصلة لعدة أسباب متشابكة يمكن حصرها أهمها:

1.1. أسباب أزمات سعر الصرف

- أسعار الصرف المرنة: إن أسعار الصرف المرنة يمكن أن تزيد من حدة المضاربة بسبب أن تغيير أسعار الصرف يمكن أن يؤدي إلى إحداث تقلبات كبيرة في معدل نمو الناتج القومي

- أسعار الصرف المقيدة: تزيد من هشاشة النظام المصرفي في مواجهة الصدمات الخارجية حيث تزيد من نسبة العجز في ميزان المدفوعات الذي يؤدي بدوره إلى تخفيض حجم الائتمان المصرفي.

2.1. أسباب الأزمات المصرفية³

- عدم الاتساق بين أصول وخصوم البنوك (الالتزامات قصيرة المدى مقابل أصول طويلة المدى أو الالتزامات بالعملة الأجنبية مقابل أصول بالعملة المحلية).

- تدخل مفرط للدولة في توجيه القروض و ضمانات حكومية مفرطة وإجراءات تحفز على المخاطرة .

- تحرير مالي مبكر حيث جزء كبير من المسببات المؤسسية أو الجزئية هي نتيجة المعاملات المالية التي تجري في إطار معلومات غير متكافئة والتي يمكن أن تسبب تزايد درجة المخاطرة من قبل البنوك والمتعاملين.

¹ يوسف أحمد أبو فارة، الأزمات المالية والاقتصادية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2015 ص41.

² أمال قحايرية، "أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا جامعة الشلف، المجلد2، العدد 03، ديسمبر 2005، صص(135-156)، ص 136

³ أحمد طلفاح، "الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية"، المعهد العربي للتخطيط، أبريل 2005، صص 18 - 19.

- صدمات خارجية وداخلية (تغير في معدلات التبادل أو ارتفاع في سعر الفائدة العالمي أو تقهقر سعر الصادرات) مع التوسع المفرط في الإقراض وعدم ملائمة نظام سعر الصرف المتبع
- استخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل مشروعات ذات فترات تفريغ طويلة من حيث الأجل إضافة إلى نقشي الفساد في الجهاز المصرفي ووصول الطلب إلى أدنى مستوياته بما يخلق حالة من الركود.
- عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي لاسيما فيما يتعلق بانخفاض شروط التبادل التجاري الذي يؤدي إلى عجز المشتغلين بالأنشطة التجارية عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه البنوك مما يؤدي إلى حدوث أزمة.

3.1. أسباب الأزمات البورصية:

- رغم أن أسباب هذه الأزمات تختلف من اقتصاد دولة لأخرى بحسب ظروف الدولة، فإن هناك أسبابا عامة طرحها خبراء اقتصاديون، كان من أبرزها النقاط التالية:
- تراكم الديون العامة والديون المشكوك في تحصيلها والإسراع في معدلات النمو في اقتصاديات الدول بشكل لا تستوعبه طاقاتها الاقتصادية
- تراجع النشاط الاقتصادي و انخفاض أسعار الأسهم و أسعار الأصول مثل العقارات
- إن المضاربات تخلق ما يسمى باقتصاد الفقاعات الذي ينهار إثر أي هزة فلانهيار البورصات مؤشرات ومن أبرزها: ¹ وجود غالبية المستثمرين غير المحترفين يتعاملون مع الأسواق المالية مع النقص الكبير في المعلومات ²، خاصة فيما يتعلق بسوق المال، فضلا عن وجود عمليات بيع لجني الأرباح وأخرى لتعديل المراكز الاستثمارية في السوق كذلك انعدام الإفصاح المال أو الإدلاء بمعلومات خاطئة.
- كذلك توقع حدوث الحرب قد تؤثر بالسلب على الاقتصاد ومن ثم البورصات.
- وقوع إضرابات بأحد القطاعات الاقتصادية القيادية في الاقتصاد القومي.
- كذلك انتشار عمليات كبيرة لغسيل الأموال يكون ذلك نذيرا بوجود انهيار في البورصة.
- انهيار في بورصة بها أسهم أو مصالح اقتصادية مشتركة ترتبط مع دولة يوجد بها انهيار.
- التقلبات في أسعار الفائدة العالمية التي لا تؤثر فقط على تكلفة الاقتراض بل على تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، و التوسع في منح الائتمان وضخامة التدفقات المالية الخارجية.

4.1 أسباب أزمة المديونية

- إذا ما حاولنا التركيز على أسباب استئانة الدول خصوصا الاقتراض من الخارج فيمكن القول أن الدول تستدين من أجل تمويل العجز في ميزان مدفوعاتها، هذا بصفة عامة ويمكن تقسيم أسباب المديونية إلى أسباب داخلية وأخرى خارجية وهي فيما يلي:

¹ Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon « **Les crises financières** » rapport , Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique par Christine Carl , La Documentation française. Paris, 2004, P15
² حسام الدين محمد، "الناجون من انهيار البورصات" تاريخ الاطلاع 2017/11/10 على 00 سا 21
<https://www.indexsignal.com/community/threads/32981/>

* الأسباب الداخلية :

- الاستدانة من أجل التنمية و سوء توظيف القروض
- تهريب رؤوس الأموال إلى الخارج أما عن أهم آليات التهريب نذكر¹: المبالغة في الفترة عند الاستيراد والتقليل منها عند التصدير، وجود عملية استيراد زائفة، تقاضي عمولات في شكل نسب محددة من قيمة البعض من الصفقات المالية والتجارية مقابل تمكين أطراف أجنبية من الفوز بها، كما يمكن أن يتم التهريب من خلال سوق الصرف الموازية، بحيث تزداد أهمية مثل هذه الآلية بقدر ما تكون للبلد يد عاملة مهاجرة أكثر، الاهتمام بالصناعة على حساب الزراعة أدى هذا التوجه إلى تزايد الحاجة إلى الواردات الغذائية وإهمال الزراعة كدعامة هامة لاقتصاديات تلك الدول، والاهتمام بالصناعة التي تتطلب بطبيعتها كثافة رأسمالية تفوق طاقات أغلب الدول النامية، مما أدى للجوء إلى الاقتراض الخارجي لتمويل هذه الصناعات

- العجز المتزايد في ميزان المدفوعات ينطلق صندوق النقد الدولي من أن أزمة الديون الخارجية للبلدان النامية، تتبع أساسا من وجود إفراط في الطلب الكلي الناتج عن أخطاء السياسات الاقتصادية والذي ينعكس في وجود اختلال داخلي يتمثل في زيادة الطلب الكلي على العرض الكلي للسلع والخدمات مما يؤدي إلى عجز كبير في الموازنة العامة، وآخر خارجي يتمثل في زيادة الواردات عن الصادرات ومن ثم في عجز الموازين التجارية والحسابات الجارية والذي يؤدي إلى الاقتراض الخارجي ومن ثم تراكم الديون.

* أما الأسباب الخارجية فيمكن تلخيصها في النقاط الآتية²: ارتفاع أسعار الفائدة، انخفاض الأسعار العالمية للمواد الخام، آثار الركود التضخمي السائد في معظم الدول الرأسمالية

-المخاطرة المفرطة خلال الوضع الاقتصادي الجيد

-الإفراط في عملية الاقتراض من قبل البنوك والمستثمرين وكذلك أخطاء التنظيم والسياسات

-عدم الموائمة بين حجم الأصول وحجم الالتزامات للمؤسسات المالية :

-أثر العدوى أو ما يسمى أثر العدوى³ " Contagion Effect " أي انتقال الأزمات المالية - مثل

تلك الخاصة ب أسعار العملة أو انهيار أسواق الأسهم - وانتشارها في دول أخرى .

-الاختلالات الهيكلية في الاقتصاد على المستوى الكلي

-شروط التجارة السلبية: أظهرت بعض الدراسات أن الأزمات تتزامن مع وجود شروط محففة

للتجارة أو مع ارتفاع مستوى الواردات او انخفاض مستوى الصادرات.

¹ أوكيل نسيمية، مرجع سبق ذكره، ص،ص 112- 113.

² NADA SALIBA « **Mondialisation et libéralisation financière: endettement et crises dans les pays émergents d'Asie. Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie** these de doctorat, HAL Id: tel-00796993, <https://tel.archives-ouvertes.fr/P135>

³ Robert Boyer, Mario Dehove et Dominique Plihon ,op-cit , P 33

-التحول إلى الاقتصاد الحر(العولمة المالية):على الرغم من ايجابيات التحول الاقتصادي الحر وتحرير الأسواق غير انه ان لم يكن التحرير مبنيا على أسس هيكلية سليمة ومعتمدا على تنظيمات و قوانين رقابية جيدة ومنضبطة قد يصيب النشاط المالي او النقدي بعض الاختلالات تؤدي إلى حدوث الأزمات.

أما عن قنوات انتشار وتسريع هذه الأزمات فالسبب الرئيسي هو التقدم التكنولوجي وارتباط العمليات السوقية فيما على المستوى الإقليمي أو حتى الدولي بسبب ترابط الأسواق كنتيجة للعولمة.

الفرع الثالث: خصائص الأزمات المالية:

من خلال ما تقدم من تعاريف يمكن القول أنه مهما كان نوع الأزمة فهناك خصائص مشتركة¹ بينهم:

1-عنصر المفاجأة العنيفة عند انفجارها وان كانت قد يسبقها بعض المقدمات أو الإرهاصات فالأزمة تؤدي إلى أحداث مفاجئة عنيفة عند وقوعها على مستوى القطاع الاقتصادي أو الوحدة الاقتصادية ومديريها والعاملين فيها وموردين لها وزبائنها وجميع أفراد المجتمع

2- نقص المعلومة وعدم دقتها: حيث لا يعرف من المتسبب في حدوث الأزمة، ولا يعرف حجمها و لا توجد ضوابط علمية لمعرفة كيفية التصرف معها، بالإضافة إلى أنها ربما تكون المرة الأولى التي تظهر فيها مثل هذه الأزمة كعدم وجود شفافية في البيانات والمعلومات اللازمة أثناء وقوع الأزمة، بما إنعكس في صورة من عدم وضوح الرؤية لدى صناع القرار ومن ثم عدم تحديد الاتجاهات السليمة لصناعة القرارات الفاعلة

3- تصاعد الأحداث:إن توالي الأحداث بسرعة يضيق الخناق على من يمر بالأزمة وعلى صاحب القرار .

4- فقدان السيطرة: إن جميع أحداث الأزمة تقع خارج نطاق قدرة صاحب القرار وتوقعاته تتسم الأزمة بدرجة عالية من التعقيد والتداخل في العناصر والمسببات وكذلك التناقض بين أصحاب المصالح وهذه تؤدي إلى تغيرات جوهرية في طبيعة العلاقات القائمة والى حدوث علاقات جديدة.

5- حالة الذعر: حيث تصدر ردود أفعال من قبل جميع الجهات المتعلقة بالأزمة تتمثل في حالة من الرعب والخوف في حركة أفراد المجتمع.

6- التعقيد والتشابك والتداخل في عناصرها وأسبابها،وقوى المصالح المؤيدة أو المعارضة لها حيث تتعرض مصالح بعض منظمات الأعمال والقطاعات الاقتصادية في ظل الأزمة الى ضغوط كبرى من جانب أطراف متعددة وهذه التهديدات والضغوط تلحق الأذى والضرر بأهداف هذه المؤسسات والمنظمات وأدائها واستقرارها ومعدلات نموها.

¹ ماجد السلام الهدمي، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات: الإستراتيجية والحلول، دار زهران للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص20

7- الدخول في دائرة المجاهيل المستقبلية: والتي يصعب معرفتها أو حسابها بدقة تشبه الدوامة التي تدور في فلك يصعب الخروج منه، وهذا ناجم عن عدم القدرة على تقدير ما يحمله المستقبل للنشاط الاقتصادي إذ أن هناك احتمالات وتوقعات سلبية كثيرة قد تعصف بها مستقبلا مع تفشي اختلال التوازن¹.

ففي كثير من الأحيان قد يتعرض الاقتصاد على المستوى الكلي إلى أكثر من أزمة واحدة وهذا ما يطلق عليه تزامن الأزمات وحتى تتجح الدولة في مواجهة تزامن الأزمات وإدارتها فان عليها أن تقوم بتحليلات مسبقة وتفسيرات وثيقة ومتعمقة لمعرفة الأزمة الحقيقية والتنبؤات قبل حدوثها إذ أن التحديد والتشخيص الدقيق لهذه الأزمة يساعد الدولة وأجهزتها الاقتصادية والمالية المعنية في إدارة هذه الأزمة بدرجة اكبر من الفاعلية والنجاح.

المطلب الثاني: أزمة جنوب شرق آسيا 1997

عرفت دول جنوب شرق آسيا أزمات مالية كأزمة اندونيسيا عام 1978 ، وكوريا عام 1980 ، إلا أن أزمة 1997 كانت اشدّها وقعا اذ بدأت الأزمة الآسيوية باعتبارها أزمة عملة، وسرعان ما تطورت لتتحول إلى أزمة نظام مالي والتي بدورها فجرت أزمات المديونية وذلك نتيجة لتجاهل حكومات دول جنوب شرق آسيا للمشاكل المالية التي تفاقم نتيجة ثقتهم في الأداء الاقتصادي المتميز مما سبب لهذه البلدان أزمة سعر صرف حقيقية سنة 1997 حيث انخفضت أسعار الصرف بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة مما اضطر السلطات النقدية إلى رفع الفائدة بهدف وقف نزيف العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي، فارتفعت أسعار الفائدة في أسواق بعض هذه الدول إلى 200% من السعر السابق، مما دفع بالمستثمرين للتخلص من الأوراق المالية التي لديهم والاستفادة من سعر الفائدة فانخفضت أسعار الأسهم ما بين 25%، 50%² من الأسعار السائدة في السوق وانعدمت السيولة بالبنوك وانهارت عملات الدول المعنية وفيما يأتي نستهل الفرع الاول بالدراسة والتحليل للوضع في هذه الدول.

الفرع الأول: تحليل أزمة جنوب شرق آسيا

بدأت الأزمة في تايلاند حيث كانت أضعف الحلقات في المنظومة الآسيوية³ لتنتقل بعدها حتى لكبريات الدول الآسيوية، عندما قام ستة من كبار تجار العملة في بنك بانكوك بالمضاربة على بيع كمية كبيرة من العملة "الباهت" مما أضعف من قدرة الحكومة في الحفاظ على عملتها بسبب تآكل الاحتياطي خاصة بعد قرار الأجانب بالانسحاب من السوق، شهدت بعدها أسواق المال لدول جنوب شرق آسيا (تايلاند، الفلبين كوريا الجنوبية، ماليزيا، تايبوان، اندونيسيا سنغافورة وهونغ كونغ) إنهيارا كبيرا في يوم 1997/10/2 وسمي بيوم الاثنين المجنون حيث سجلت أسعار الأسهم في تايلندا معدلات منخفضة بشكل

¹ يوسف أحمد أبو فاره " إدارة الأزمات" إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص 27

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق ذكره، ص 265

³ Luc Bosson, Corinne Evarard, Christian Jacques, *L'Asie du Sud-Est: des nouveaux pays industrialisés*, Ed. de boeck, bruxelles 1998, P29.

حاد، ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة وتبع ذلك تزايد حالات الإفلاس حيث تزايدت حجم الديون غير المسددة لدى البنوك التجارية التايلندية بعد تراجع الودائع الموجودة لدى بنك بانكوك للتجارة وتآكل الاحتياطي من العملات الأجنبية فانهار نظام أسعار الصرف في تايلندا وكرد فعل، قدم بنك تايلندا دعما ماليا إلى الشركات المتعسرة مما أدى إلى زيادة كبيرة في تآكل الأموال الاحتياطية وبعدها اضطرت تايلندا إلى تعويم¹ الباهت في 2 /07/ 1997 كرد فعل على تناقص الاحتياطي من العملات الأجنبية، وانخفضت قيمة الباهت مقابل الدولار بنسبة 25% في شهر يوليو وظهرت صعوبات مماثلة في كوريا الجنوبية وإندونيسيا² وبدأت شركات التمويل في مواجهة صعوبات كبيرة خلال عام 1997، دون أن يكون متوقعا انهيار هذه الأسواق بهذه الحدة والسرعة نظرا لما تتمتع به اقتصاديات الدول المعنية من معدلات نمو مرتفعة في السنوات الأخيرة (7%-8% كمتوسط)، واندماج أسواقها في الأسواق العالمية وتنوع قاعدتها التصديرية ثم انتقلت العدوى إلى ماليزيا بانهار عملتها بنسبة 17.8 في 15/09/1997 مقارنة بسنة 1996 وانخفضت قيمة الاسهم الى 41.5% في سنة 1998³ أمافي التايوان فرغم محافظتها على مستوى عملتها إلا أن مؤشر سوق المال انخفض فيها بنحو 20% وكذلك الأمر في هونغ كونج حيث حدث تحول ضخم ورهيب للأموال من سوق الأوراق المالية إلى الأسواق النقدية، مما أدى إلى انهيار أسعار الأسهم والسندات وتراجعت أيضا بعض مؤشرات نشاط السوق، فلقد تأثر مؤشر رسملة البورصة، حيث تراجع بنسب كبيرة في الأسواق الناشئة و الأسواق المتقدمة أيضا، كما هو موضح في الجدول 03

جدول رقم 03 الخسائر في رسملات البورصة بين سبتمبر وأكتوبر 1997 (مليون دولار)

الولايات المتحدة	636.877-	تايوان	68.375-
طوكيو	263.851-	فرنسا	66.801-
هونغ كونغ	176.648-	ماليزيا	37.402-
المملكة المتحدة	124.021-	سنغافورة	24.207-
ألمانيا	91.202-	الصين	50.204-

Source:MSCI/Gilles Pouzin (www.pouzin.com)

في الوقت نفسه تراجع مؤشر السيولة في الأسواق الناشئة نظرا للانخفاض الكبير في القيمة المتداولة وهذا ما يوضحه الجدول 04: الخسائر في القيم المتداولة للبورصات الآسيوية (جويلية 1998 - 1997)

اندونيسيا	46%	سيئول	54%
سنغافورة	47%	جاكارتا	58%
ماليزيا	54%	طوكيو	27%
هونغ كونغ	45%	الفلبين	34%

Source: MOREAU M., Economie de l'Asie de sud-est, Paris, PUF, 2000, P.101

¹ Andrew Harrison, Ertugrul dalkiran, Ena elsey, **Business international et mondialisation: vers en nouvelle Europe**, Ed. de Boeck, bruxelles 2004, P264.

² Jean-François Dufour « **les marchés émergents** » édition Armand colin, Paris, 1999, P 58

³ عاطف وليم اند اندراوس، مرجع سابق ذكره، ص 182

يتضح من الجدولين الأخيرين أن كلا من مؤشري رسملة البورصة والسيولة قد تأثرا بالخروج المفاجئ والعنيف لرؤوس الأموال الأجنبية، وهذا ما يبين العلاقة الوثيقة بين الاستثمار الأجنبي وهذين المؤشرين، مما يثبت وجود علاقة طردية قوية بين كل من رسملة السوق والسيولة من جهة، والاستثمار الأجنبي من جهة أخرى كما أثرت سلبا على أسواق الدول المتقدمة كبورصة نيويورك، لندن، باريس، فرانكفورت، وطوكيو وكان حدوث هذه الأزمة بسبب مجموعة من العوامل نذكر منها:

1. أسباب الأزمة

إن من الجوانب الخاصة بالأزمة المالية في جنوب شرق آسيا، هو وقوعها فجأة، كما تميزت بسرعة انتشارها وتعود أسبابها لبعض العوامل نحدد أهمها فيما يأتي:

- الزيادة الكبيرة في الالتزامات الخارجية قصيرة الأجل والغير منتجة¹ ممثلة بالنقد الأجنبي مثل الدولار أو الين، للمؤسسات المالية والتي ترتبت عنها مشاكل السيولة في النقد الأجنبي مما أدى إلى انفجار الأزمة حيث بلغت نسبة القروض غير المنتجة في كل من إندونيسيا 85 %، كوريا 45 %، ماليزيا 40 %، تايلند 50.4 % والصين 25-30 %

- تحرير القطاع المالي وخصوصة المصارف، ساعد على التوسع في الائتمان مع الافتقار الى المحددات والقوانين التنظيمية لتقييم المخاطر المالية إذ أن تحرير معدلات الفائدة وتخفيض متطلبات الاحتياطي القانوني لدى القطاعات المصرفية أثر مباشرة على نقص السيولة وكانت الدولة تلعب دورا كبيرا في منح الائتمان فهذه العوامل أدت كلها إلى سوء توزيع الائتمان وتضخيم أسعار الأصول حيث كان الائتمان في تلك البلدان مقترنا بوجود ديون ضخمة، بالعملة الأجنبية والغير مغطاة، على كاهل الشركات والمصارف وبالفعل فإن ضخامة الديون الخاصة، بالعملة الأجنبية، قصيرة الأجل وغير المغطاة² كانت عاملا من العوامل التي أدت إلى انخفاض كبير في الرسملة وضعف التقييم الائتماني وعدم القدرة على إدارة المحافظ، بالإضافة إلى عدم أتباع قواعد الحيطة المالية والتصنيف غير السليم للأصول والمغالاة في تقييم سعر الصرف.

- فشل السلطات العامة في تقليل الضغوط التضخمية الجامحة والمتجسدة في حالات العجز الخارجي الواسع واضطراب أسواق المال.

- حيازة العقارات و الأوراق المالية من قبل غير المقيمين كان له دور أيضا في استمرار الإشاعات والمضاربة التي حامت حول أسواق العقارات والأسهم مما أدى إلى قيام علاقة وثيقة بين سوقين غير مستقرين بطبيعتهما وهما سوق العملات وسوق الأسهم مما سهل من زعزعة الاستقرار

- إن درجة التكامل الاقتصادي بين دول المنطقة ووثاقة الروابط المالية بينها، جعلت من المستجدات في بلد منها تؤثر على البلدان الأخرى وينطبق ذلك على نشاطات أسواق رأس المال

¹ د. عمرو محي الدين "أزمة النمور الآسيوية، الجذور وبلايات والدروس المستفادة" دار الشروق، ط1، 2000، ص155.

² دونالد ماشيسون، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل و التنمية، FMI، المجلد 36، العدد3، جوان 1999، ص29.

والاستثمار الأجنبي المباشر والإقراض المصرفي فالصلات التجارية الوثيقة بين بلدان شرق آسيا كان لها تأثير سيئ في استفحال الأزمة وانتشارها.

-العملات الآسيوية كان مرتبطة و مثبتة بالدولار وبالتالي عند انخفاض قيمته خسرت المؤسسات نسبة كبير من عملتها المحلية كما أثر ذلك على التزاماتها نحو الغير من الخارج والداخل أيضا¹
-ان ارتفاع معدلات النمو في دول آسيا واستتباب الاستقرار السياسي وإلغاء الرقابة على حركة رؤوس الأموال الداخلة شجع على تدفق رؤوس الأموال بكثرة حيث بلغت في إندونيسيا، تايلاند وكوريا 100 مليار دولار سنة 1996 في حين واجهت هذه التدفقات الافتقار إلى الكفاءة في الاستخدام لان عملية الاصلاح الهيكلي لم تكتمل بعد كما ان النظام المالي المحلي لا يتوفر على القدرة الاستيعابية الضرورية.

-ومن العوامل الأساسية لازمة هي الأنظمة السياسية غير الديمقراطية والمرتشية، فالمسؤولية السياسية لا يمكن إنكارها فيما حدث بدءا من جويلية 1997.

-اخفاق البنوك المركزية² في احتواء الآثار الناجمة عن الأزمة بعد أن ازداد الإقراض المحلي وتجاوز تمويل الاستثمارات المؤمنة والمنتجة ليشمل كذلك الأصول غير المؤمنة والمضاربة وقد بلغت ديون البنوك التجارية الموجهة نحو العقارات والنشاطات غير التجارية نسبة من 20 إلى 25% في إندونيسيا ونسبة من 15 إلى 20% في الفلبين وماليزيا وتايلند³.

- تم التوسع في تمويل عجز الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال اقتراض من الخارج في صورة تدفقات رأسمالية قصيرة الاجل، وكانت اغلبية رؤوس الأموال تمثل بالدرجة الأولى "اموال ساخنة" التي تدخل في حالات الازدهار وتفر هاربة عند بادرة الأزمات.

-الاعتماد المفرط على التصدير لتحقيق النمو⁴ فعندما انخفض متوسط نمو الصادرات من نسبة 25.3% في عام 1995 إلى نسبة 6.9% في عام 1996 في بلدان شرق آسيا الخمسة وقد تسبب هذا الوضع في ضغط على الموازين الخارجية والنشاط الاقتصادي الداخلي بما قلص معدلات النمو⁵ عموما أدى تباطؤ النمو إلى تدهور محافظ الأسهم وبروز نقاط الضعف التي كانت تشوب القطاع المالي مما أثار القلق لدى المستثمرين الأجانب فيما يتعلق بالملاءة الائتمانية للمؤسسات المالية في تلك البلدان.

¹ بلال محمد سعيد المصري "تجربة ماليزيا في التنمية الاقتصادية (دروس مستفادة)" جامعة الازهر غزة فلسطين، 2016، ص74

² عمرو محي الدين، مرجع سابق ذكره، ص 171

³ Ranis and Stewart, *The Asian Crisis and Human Development*, 1998.p5

⁴ دونالد ماشيسون، مرجع سابق ذكره، ص30

⁵ صباح حسن عبد العكيلي "الأزمة المصرفية في دول جنوب شرق آسيا خلال فترة تسعينات القرن الماضي ودورها في توجهات السياسة النقدية" النقدية بحث تطبيقي قدم إلى مجلس المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية - جامعة بغداد 2009 م وهو جزء من متطلبات نيل شهادة الدبلوم العالي (المعادلة للماجستير) في المصارف، ص 141

وعليه يمكن تلخيص الأسباب في النقاط الآتية: ثبات سعر الصرف في هذه البلدان، إبرام عقود ديون ضخمة مقومة بالدولار، اتساع عجز الحساب الجاري، ضعف قيمة الصادرات مقابل الين الياباني، التدفقات الضخمة لرؤوس الأموال إلى الداخل، تركيز معظم التدفقات في صورة اقتراض قصير الأجل، المضاربة على سعر العملة وتدني الأرباح في أسواق الأسهم.

2. الانعكاسات الإقليمية والعالمية للأزمة

- تراجعت أسعار الأسهم بنسبة 49% في كوريا الجنوبية، وبنسبة 48.6% في إندونيسيا، وبنسبة 41% في تايلند، وبنسبة 32.7% في الفلبين واستمر ذلك الانخفاض حتى سبتمبر 1998 ليصل إلى نسبة 64.7% في إندونيسيا، ونسبة 38.6% في سنغافورة، ونسبة 38.5% في الفلبين، ونسبة 37.7% في ماليزيا، ونسبة 17% في تايلند¹.

- شهدت كل من كوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا وتايلند والفلبين تدفقا سالباً لرأس المال بقيمة 109 مليار دولار خلال سنة واحدة، حيث تحولت التدفقات الوافدة بقيمة 97 مليار دولار في عام 1996 إلى تدفقات خارجة بقيمة 12 مليار دولار في عام 1997².

- وفي الفترة من يوليو 1997 إلى نهاية عام 1998، حُفِّضَت قيمة الروبية الإندونيسية بنسبة 71%، والرغيت الماليزي بنسبة 28.3%، والبيزو الفلبيني بنسبة 27.9%، والبايت التايلندي بنسبة 24.2%، والوان الكوري الجنوبي بنسبة 32.1% مع تدخل صندوق النقد الدولي.

- تحوّل النمو المرتفع الذي سجلته كلٌّ من تايلند وكوريا الجنوبية وإندونيسيا وماليزيا إلى كساد شديد امتد حتى عام 1998، بل وتحول إلى نمو سالب في البلدان المتضررة بلغ -13.7% في إندونيسيا، و-8% في تايلند، و-6.8% في ماليزيا، و-5.5% في كوريا الجنوبية، و-0.5% في الفلبين - تراجعت قيمة الواردات بنسبة لم تشهدا المنطقة من قبل وهي 17% وبلغت هذه النسبة 31% لدى البلدان الخمسة ال أكثر تضرراً من الأزمة.

- على صعيد الصادرات، لم تتجح سوى الفلبين في تسجيل ارتفاع كبير بلغ نسبة 16.9% وباستثناء الزيادات المعتبرة لدى كوريا الجنوبية والفلبين، تراجع حجم الصادرات لدى باقي البلدان³ عموماً - ارتفاع كبير لمعدل البطالة ففي تايلند، ارتفع المتوسط السنوي للبطالة من نسبة 1.54% في عام 1996 إلى نسبة 5.6% في عام 1998⁴ واستمر الوضع في التدهور حيث كان يتم تسريح 2000 عامل

¹ زغدار أحمد، الأزمة المالية الآسيوية و الأزمة العقارية الأمريكية.. الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، ملتقى الأزمة المالية الراهنة

والبدائل المالية و المصرفية، خميس مليانة، الجزائر، 5 و 6 ماي 2009. ص06

² Griffith-Jones, Stephany with Cailloux, Jacques and Pfaffenzeller Stephan, "The East Asian Financial Crisis: A Reflection on its Causes, Consequences and Policy Implications" IDS Discussion Paper 367.

³ UNCTAD, Trade and Development Report, Geneva, 1999(ص25) مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية،

⁴ World Bank, "East Asia: The Road to Recovery", Washington, D.C., 1998.

يومياً منذ بداية يوليو 1998 وفي كوريا الجنوبية، ارتفع معدل البطالة من نسبة 2.3% إلى نسبة 7% وهي نسبة قياسية.

- أدى تراجع معدلات النمو في الاقتصادات المتضررة من الأزمة وانخفاض إسهامها في الطلب العالمي إلى أن تواجه اقتصادات البلدان الصناعية، وخصوصاً في أوروبا واليابان، صعوبة في تحقيق النمو بالمعدلات المطلوبة لكبح جماح معدلات البطالة المتزايدة لديها.

- اليابان: لعبت اليابان دوراً أساسياً في النشاط الاقتصادي باعتبارها دائماً صافياً لبلدان جنوب شرق آسيا، فقدّ الين الياباني نسبة 20.4% من قيمته فترة 97-98، وتراجعت بورصة طوكيو بنسبة 39.1%، وانكمش الاقتصاد الياباني بنسبة -1.8% واستمر هذا الانكماش بنسبة -2.8% في عام 1998 ويرجع ذلك إلى تناقص الطلب في الاقتصادات المتضررة من ناحية، وإلى ضعف الطلب الخاص كنتيجة لفقدان الثقة في القطاع المالي من ناحية أخرى.

- الأسواق الأمريكية والأوروبية: انخفاض صافي صادرات الأسواق الأمريكية والأوروبية إلى منطقة الأزمة

- مع حلول أكتوبر 1998، تدهور أسواق الأوراق المالية لأمريكا اللاتينية وشرق أوروبا بما فيها روسيا وارتفاع أسعار الفائدة كما دخل الاقتصاد الروسي في أزمة خطيرة بعد خفض قيمة الروبل.

- تراجع النمو لدى بلدان أمريكا اللاتينية بنسبة 1.0% في عام 1998.

- تراجع تدفقات رؤوس الأموال من الأسواق العالمية تراجعاً حاداً و تراجع أسعار الأسهم.

- سجلت أسعار النفط والسلع غير النفطية تراجعاً مستمراً خلال عام 1998 وبحلول مارس 1999، كانت أسعار السلع غير النفطية أقل بـ أكثر من 15% عن مستواها في السنة السابقة.

ألحقت الأزمة العديد من الأضرار على الاقتصاد وعلى المناخ السياسي والاجتماعي، وحتى على الصعيد الخارجي ولعل أهمها¹: تضاعف الثقة بالأنظمة الاقتصادية خاصة المالية منها والسياسية القائمة والانسحاب المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية وزيادة عجز الحساب الجاري و تفاقم في المديونية الخارجية للبلدان المتضررة كما أدت الأزمة إلى تدهور في مؤشرات البورصات الأوروبية، وانخفاض في أسعار الأسهم و خاصة لكبريات الشركات متعددة الجنسيات، تفشي البطالة والانخفاض في قيمة عملات الدول المعنية بالأزمة كما قام صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بتقديم تسهيلات مالية إلى الدول المعنية بعد أن فرض مشروطته التي تضمنت إجراء جملة من التغييرات الهيكلية على إستراتيجيات التنمية التي تبنتها هذه الدول في السنوات السابقة وخاصة في مجال إعادة تقييم العملات الآسيوية وإغلاق عدد من البنوك الآسيوية.

¹ الأزمة المالية الآسيوية_ 1997 > www.marefa.org

الفرع الثاني: نتائج أزمة 1979 على إندونيسيا

ومن نتائج تلك الأزمة على إندونيسيا: ارتفاع نسبة البطالة من 4 بالمائة سنة 1997 إلى 12 بالمائة سنة 1999 وارتفاع نسبة الديون الخارجية آنذاك في حدود 138 مليار دولار سنة 1998 لنادي لندن وباريس و40 مليار دولار من المنظمة العالمية للتجارة كمساعدة اقتصادية، كما ارتفع معدل التضخم إلى حدود 60 بالمائة والفقر إلى 24,2 بالمائة سنة 1998¹. سارعت الحكومة بشراء أصول الشركات وأصول القروض المصرفية المتعثرة وإعادة هيكلة الديون². الديون².

في أعقاب الأزمة، كما قامت بمراقبة المؤسسات الحكومية المالية ومتابعتها للتيقن من جودة أدائها، إضافة إلى اهتمامها بالتركيز على البرامج الاجتماعية للحد من انعكاسات السياسات الاقتصادية المالية على رفاهية الشعب وكان نمو الصادرات مستقرا نسبيا، وظل الرصيد المالي يسجل فائضا إلا أن الدين الخارجي قصير الأجل للقطاع الخاص الإندونيسي كان في تزايد مطرد، وكان القطاع المالي هشاً وفي يوليو 1997، بعد تعويم الباهت التايلندي، زادت الضغوط على الروبية الإندونيسية وعُومت في 14 أغسطس 1997 وتبع ذلك انخفاض حاد في سعر الصرف، تقدم صندوق النقد الدولي بمساعدة إندونيسيا³ عن طريق تقديم حزمة نقدية بقيمة 23 بليون دولار، ولكن الانخفاض الضخم في الروبية زاد من أزمة البلاد ومنع الخطة التحفيزية من التأثير بشكل إيجابي على الأوضاع الاقتصادية وكننتيجة طبيعية لهذا شهدت بورصة جاكارتا للأوراق المالية أدنى مستوياتها في شهر أيلول وذلك بعد تخفيض مؤسسة Moody's الائتمانية للتصنيف لسندات الدين طويلة الأجل و في 5 نوفمبر 1997 وقّعت إندونيسيا اتفاقية تمويل احتياطي لمدة ثلاث سنوات مع صندوق النقد الدولي بمبلغ 10 مليار دولار⁴

الجدول 05: نسب ارتفاع / انخفاض قيمة العملات الوطنية مقابل الدولار في دول جنوب شرق آسيا

1998	1997	1996	1995	1994	
24.18-	19.20-	1.66-	0.92	0.68	تايلند
70.95-	19.49-	4.00-	3.90-	3.41-	إندونيسيا
32.12-	15.44-	4.12-	4.17	0.10-	كوريا
28.32-	10.57-	0.46-	4.79	1.91-	ماليزيا
27.93-	11.04-	1.91-	2.73	2.66	الفلبين

تشير علامة (-) إلى انخفاض القيمة.

¹ د. عمرو محي الدين "مرجع سابق ذكره"، ص-ص: 225، 226

² <https://www.institut-numerique.org/b-comparaison-des-crisis-qui-ont-touche-lindonesie-52e7d51203b99> 28/01/2014

³ أنور هاقان قوناش "أزمة شرق آسيا: عبر لبلدان منظمة المؤتمر الإسلامي" باحث بدائرة التعاون الفني، مركز أنقرة. تاريخ الزيارة 2016/10/29

14 ص 30 <http://www.mafhoum.com/press2/81E12.htm>

⁴ أنور هاقان قوناش، مرجع سابق ذكره

المصدر: تاريخ الزيارة 2016/10/29. <https://jeed.sesric.org/pdf.php?file=ART01020104-2.pdf>

اتبعت إندونيسيا سياسة نقدية متشددة، وتدخلت في الأسواق المالية عند الضرورة للحفاظ على استقرار الروبية، ودعمت القطاع المالي بما يسمح بتعديل ميزان الحساب الجاري، ودعمت تعزيز الكفاءة والشفافية في قطاع الشركات وعند اعتمادها لبرنامج الصندوق سحبت منه مبلغ 3 مليار دولار و مع ذلك زاد هروب رؤوس الأموال إلى الخارج وسجلت الاحتياطات انخفاضا حادا كنتيجة للخلل بين دعم سعر الصرف والسيولة في القطاع المالي بالإضافة إلى التنفيذ غير المتكافئ لإجراءات التعديل الهيكلي. وأُعلن في 15 يناير 1998 عن برنامج معزز جديد¹، حدثت اضطرابات مدنية في مايو 1998 وحدثت انتكاسة كبيرة في الاقتصاد الإندونيسي فقد توقف الإنتاج والصادرات وانقطعت قنوات الإمداد الداخلية وأصيب النشاط المصرفي بالشلل التام وبدأت معدلات البطالة و أسعار السلع الغذائية في الارتفاع وتراجعت الروبية في منتصف شهر يونيو إلى أدنى قيمة لها على الإطلاق مقابل الدولار وهي 16.650 وبلغ تراجعها التراكمي خلال عام 1998 نسبة 71٪ ومع حلول يوم 15 يوليو 1998، تغيرت التوقعات المنتظرة في البرنامج بشكل كبير وتراجع الإنتاج بنسبة 10-15٪ خلال العام المالي 1998/1999 وبلغ متوسط التضخم نسبة 60٪² وأصبح إصلاح نظام التوزيع وتعزيز شبكة الرعاية الاجتماعية أمرين لهما أولوية كبرى واستمر تركيز السياسة المالية على التضخم وسعر الصرف، وعُدّل العجز المالي المستهدف على ضوء التقلص الكبير في الإنتاج من جهة ومتطلبات الإنفاق من جهة أخرى، وعُرِّزَت خطط إعادة هيكلة البنوك بما يمكنها من التعامل مع الأوضاع المتدهورة في النظام المالي، وأتخذت خطوات إضافية لتسهيل إعادة هيكلة ديون الشركات، وزيدت المبالغ المتاحة بموجب اتفاقية التمويل الاحتياطي بما يعادل مليار دولار³.

الجدول 06: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إبان أزمة 1997

البلد/السنوات	1981-1990	1993	1994	1995	1996	1997	1998
تايلند	7.9	8.5	8.6	8.8	5.5	0.4-	8.0-
إندونيسيا	5.4	7.3	7.5	8.2	8.0	4.6	13.7-
كوريا	9.1	5.8	8.6	8.9	7.1	5.5	5.5-
ماليزيا	6.0	8.3	9.3	9.4	8.6	7.7	6.8-
الفلبين	1.7	2.1	4.4	4.7	5.8	5.2	0.5-

المصدر: صندوق النقد الدولي، وضع الاقتصاد العالمي، مايو 1999.

وفي 23 سبتمبر 1998، تم التوصل إلى اتفاق حول إعادة جدولة أو إعادة تمويل الدين الخارجي الثنائي لإندونيسيا تجاه الدائنين الرسميين وتغطي الاتفاقية مدفوعات أصل الدين على الديون الرسمية

¹ نفس المرجع السابق ذكره

² صباح حسن عبد العكيلي، مرجع سابق ذكره، ص 103

³ أنور هاقان قوناش، مرجع سابق ذكره.

(باستثناء المؤسسات الحكومية) وائتمان التصدير للفترة من 6 أغسطس 1998 إلى 31 مارس 2000 ، تحولت الأزمة المالية إلى احتقانات في الشارع وغضب جماهيري، وزادت مطالب الحريات. و يعزو بعض السياسيين الإندونيسيين أسباب هذه الأزمة إلى العولمة والانفتاح الاقتصادي وإزالة القيود عن القطاع المالي بسرعة ولم يتح الوقت الكافي لوضع ضوابط تتحكم في النشاط الاقتصادي، بالإضافة إلى إسراف القطاع الخاص بالاقتراض والتوسع في مشروعات بطيئة الدوران اقتصادياً وكذلك المضاربات العقارية، كما أن معدلات النمو المرتفعة أدت إلى ارتفاع المديونية الخارجية، وتدفق معها الاستثمار الأجنبي الذي أخفى معه العيوب الهيكلية في الاقتصاد ومنها انعدام الشفافية وانتشار الفساد، وانخفاض الصادرات، وعجز الميزان التجاري ناهيك عن فساد الساسة نتيجة استغلال السلطة وسعيها لحماية الدائنين الغربيين والمصارف التي انتشر فيها الفساد¹ على حساب الأعداد المتزايدة من الإندونيسيين الفقراء ونتيجة لذلك سارعت اندونيسيا في عملية إصلاح جذرية للقطاع المالي وخاصة بعدما تبين هشاشة القطاع المصرفي.

كانت إندونيسيا من أكثر دول منطقة جنوب آسيا تضررا جراء الأزمة الاقتصادية 1997 ، بسبب الانفتاح السريع وغير المدروس على النظام المالي المعولم إضافة إلى فساد حكم "سوهارتو" الذي فتح الباب على مصراعيه للمستثمرين الأجانب الذين استغلوا الثغرات القانونية لصالحهم إذ كانت إندونيسيا من أكثر البيئات احتضاناً للشركات الأجنبية المتعددة الجنسيات في العالم وكذا إسراف القطاع الخاص بالاقتراض والتوسع في مشروعات بطيئة الدوران اقتصادياً إضافة إلى المضاربات العقارية.

الفرع الثالث: نتائج أزمة 1997 على ماليزيا

انتقلت العدوى من تايلندا إلى ماليزيا، حيث تراجع سعر "الريجننت الماليزي" بنسبة 10.75% مقابل الدولار مما أدى إلى انهيار الأسهم، وتواكب ذلك مع قيام المضاربين في ماليزيا وعلى رأسهم "جورج سوروس" بالمضاربة على المشتقات لتحقيق أرباح بالملايين خلال فترة وجيزة، مما أدى إلى انخفاض "الريجننت الماليزي" أمام الدولار الأمريكي وانخفضت أسعار الأسهم، فتراجعت مخرجات البلاد بشكل كبير ودخل الاقتصاد في ركود استمر لفترة قصيرة بعد أن انكمش معدل الناتج المحلي الإجمالي وعم الركود مختلف القطاعات الاقتصادية، وكخطوة أولى للحيلولة دون تفاقم الأزمة، قامت ماليزيا بتشديد السياسات المالية والنقدية بهدف استعادة الاستقرار والثقة في الأسواق المالية واحتواء انعكاسات انخفاض قيمة العملة على التضخم وبالرغم من تلك الخطوات، إلا أن أسعار الأسهم استمرت في التراجع وواصلت قيمة الريجننت بالانخفاض إذ، بلغت نسبته 28.32 % في سنة 1998 مقارنة بقيمته في العام السابق في

¹ للمزيد من المعلومات أنظر:

صباح حسن عبد العكيلي، مرجع سابق ذكره، ص-ص: 111، 112

حين انخفض المؤشر المركب في بورصة كوالالمبور¹ بنسبة 52٪ وأدى انهيار الثقة في الأسواق إلى تقلص الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري في أوائل عام 1998. وواجهت المؤسسات المالية مشكلة الديون غير المسددة وتكبدت خسائر في رأس المال وتراجع الطلب المحلي بنسبة 26٪ خلال العام² 1998 وأدى تقلص الطلب إلى تراجع إجمالي الواردات مما تحول معه عجز ميزان الحساب الجاري بنسبة حوالي 5٪ من الناتج المحلي الإجمالي وبصورة عامة، انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة 6.8٪ في عام 1998 وحَفَّفَ ضعفُ الطلب المحلي من حدة ارتفاع التضخم الناتج عن انخفاض، قيمة الرينجيت وبالتالي فقد ارتفع معدل التضخم حسب مؤشر سعر المستهلك لفترة 12 شهرا من أكثر بقليل من 2٪ قبل الأزمة إلى ذروته البالغة نسبة 6.2٪ في منتصف عام 1998 قبل أن ينخفض³ إلى نسبة 5.3٪ بحلول نهاية العام.

استهدفت الإجراءات الاقتصادية التي اتخذتها السلطات الماليزية لاستعادة ثقة السوق دعم النظام المالي في البلاد ومن بين الخطوات المتخذة الرجوع بصورة جزئية عن الخفض السابق في بعض جوانب الإنفاق الحكومي، وخفض أسعار الفائدة، وتوسيع الميزانية الحكومية، وزيادة الائتمان، والإسراع بتنفيذ برنامج إعادة هيكلة القطاع المالي وقطاع الشركات، وإقامة مؤسسات لإصلاح النظام المالي من خلال إعادة الرسملة وشراء القروض غير المسددة.

قامت الحكومة الماليزية باتخاذ إجراءات للسيطرة على حركة رؤوس الأموال وثبتت سعر صرف الرينجيت مقابل الدولار وحسب رأي خبراء صندوق النقد الدولي، كان لتثبيت سعر صرف الرينجيت تأثيرا إيجابيا على الاقتصاد الماليزي، بينما أحدث التقييم المنخفض لسعر الصرف انعكاسات على وضع التضخم على المدى المتوسط.

وكان التدخل من قبل السياسة النقدية في طريق إنقاذ العملة من التدهور وجاء هذا عن طريق قرار من الحكومة الماليزية بوقف حرية التبادل على العملة وربط قيمته بقيمة الدولار بنسبة فائدة عند 3.8٪، وعن طريق هذا ارتبطت الرينجيت الماليزي بحركة الدولار صعودا وهبوطا وهو الأمر الذي حد من المضاربات على العملة في أن تضعف قيمته في الأسواق كما قامت الحكومة بتأميم عدد من المؤسسات المالية والبنوك لإنقاذها من الإفلاس⁴ بالإضافة إلى شراء الديون المتعثرة والمعدومة والقروض التي يتعثر سدادها من البنوك باعتبار أن هذه هي أفضل الطرق لمواجهة التدهور الحادث في النمو الاقتصادي وفي تحقيق بعض الاستقرار في القطاع المالي، والجدير بالذكر أن الخطوات التي قامت بها الإدارة في ماليزيا قد نجحت في تحقيق الاستقرار في أداء الاقتصاد.

¹ "IMF Concludes Article IV Consultation with Malaysia", Public Information Notice No. 99/88, Washington, D.C., 1999.

² IMF Concludes Article IV Consultation with Malaysia; op-cit

³ Op-cit

⁴ مدونة محمد الجندي "نظرة فنية لتحليل الاسواق المالية \الأزمة المالية الأسيوية عام 1997"، تاريخ الزيارة 2021/04/15 22:51

[/https://malgendy.com/2011/03/12-1997](https://malgendy.com/2011/03/12-1997)

شهد عام 1999 علامات متزايدة على تحسن النشاط الاقتصادي الماليزي تمثلت¹ في استقرار أسعار العقارات وتحسن ملحوظ في أسعار الأسهم كما تراجع التضخم إلى أقل بقليل من نسبة 3% مع انحسار التأثيرات الأولى لانخفاض قيمة الرينجيت وأحرز تقدم ملحوظ على طريق إعادة هيكلة القطاع المالي، ويظل ميزان الحساب الجاري يسجل فائضا كبيرا بينما ارتفع الاحتياطي من العملات الأجنبية إلى 30 مليار دولار أي ما يعادل حوالي قيمة الواردات من السلع والخدمات لمدة سبعة أشهر. منذ نهاية الأزمة الآسيوية وحتى عام 2007، بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا 5.6% في المتوسط، وباعتبارها اقتصادا موجهًا للتصدير كانت الصادرات الرئيسية للبلاد هي الإلكترونيات والآلات الكهربائية وزيت النخيل والمنتجات الكيماوية والنفط الخام.

المطلب الثالث: أزمة الرهن العقاري العالمية 2008

عانى اقتصاد العالم من أزمة 2008 بعد ان انفجرت في أقوى اقتصاد (الولايات المتحدة الأمريكية) ثم انتقلت إلى الدول الأوروبية ثم إلى الدول النامية بسبب التشابك و الترابط بين البورصات حيث امتدت إلى بورصات العالم على حسب درجة الانفتاح ومع إن الأزمة قد اتضحت في سبتمبر 2008، إلا أن بوادرها كانت تعود لسنة 2007، وأعلن عنها في 15 سبتمبر 2008 بعدما أعلن بنك (ليمان برادر) أكبر بنك استثماري في أمريكا عن إفلاسه وضرورة حمايته من الدائنين في هذا التاريخ، والحقيقة أن هذه الأزمة تعد أزمة مركبة تشابكت فيها خلفية من الأزمات (أزمة التضخم الركودي، أزمة الطاقة، أزمة النظام النقدي الدولي، أزمة البطالة، أزمة المديونية الخارجية وغيرها) وكلها أزمات هيكلية تكشف عن الطابع المتناقض بالغ العمق و التعقيد للنمو الاقتصادي الراهن للنظام الرأسمالي متمثلا باقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية والذي يعاني من ظواهر (البطالة، العجز التجاري، ارتفاع معدلات الفائدة و العجز المتزايد في الموازنة العامة)

الفرع الأول: تحليل الأزمة العالمية 2008 م

برزت الأزمة العالمية 2008 م بمجموعة من الخصائص² ميزتها عن باقي الأزمات وهي:
-حدوثها بشكل عنيف ومفاجئ، واستقطابها لاهتمام الجميع، كما اتسمت بدرجة كبيرة من التعقيد، والتشابك، والتداخل في عواملها وأسبابها.
-تصاعدها المتواصل أدى إلى درجات عالية من الشك في البدائل المطروحة لمجابهة الأحداث المتسارعة مع سيادة حالة من الخوف من آثار الأزمة وتداعياتها حيث سارعت الدول في اتخاذ مجموعة من الاحتياطات واقتراح خطط الانقاذ سنعرض في هذه الفقرة إلى أهم أسباب الأزمة و مظاهرها ثم

¹أنور هاقان فوناش، مرجع سابق ذكره.

²إبراهيم النجار، الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2009، ص 73 - 72

انعكاساتها على العالم و بالخصوص مدى تأثيرها على كل من إندونيسيا وماليزيا لنرى بعدها ما يمكن استخلاصه من هذه الأزمات و الدروس المستفادة منها لتوخي الحيطة و الحذر.

1. أسباب الأزمة

1.1 سوق الرهن العقاري الأمريكي

بدأت بوادر الأزمة منذ سنة 2000 م بعد انفجار فقاعة أسهم مؤشر الناسداك للإنترنت في أمريكا والتي نتج عنها ما يلي¹:

-انخفاض أسعار أسهم شركات تكنولوجيا المعلومات بسرعة ملحوظة و تزامن هذا الحدث مع هجمات سبتمبر 2001 التي أدت بإغلاق أسواق المال الأمريكية بشكل مؤقت.

-انخفاض قيمة مؤشر ناسداك بحوالي 78 % في سنة 2002م

-خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سعر الفائدة من 6 % الى 1.75 % بهدف تحفيز النمو وفي هذا الوقت (2000م) ارتفعت أسهم الشركات العقارية المسجلة في البورصة بالارتفاع بصورة مستمرة على المستوى الدولي وبالخصوص في الولايات المتحدة حتى بات شراء العقار أفضل أنواع الاستثمار.

-أقدمت العديد من المصارف المختصة في قطاع العقار (2000م-2006م) على منح القروض لمئات آلاف المواطنين ذوي الدخل المحدود و بدون ضمانات الأمر الذي زاد من قناعة الأمريكيين بأن الفرصة جد مواتية لاقتناء منزل مع انخفاض أسعار الفائدة في تلك الفترة.

-في سنة 2006 م حدثت حالة من التشبع في التمويل العقاري ارتفعت بعدها أسعار الفائدة لتصل الى 25.5 % وأصبح الأفراد ذوي الدخل الضعيفة والمتوسطة غير قادرين على تسديد مستحققاتهم وازداد الأمر سوءا بانتهاء فترة الفائدة المثبتة المنخفضة للقروض وازدادت معدلات حجز البنوك لعقارات الغير قادرين على السداد لتصل الى 93 % و فقد أكثر من 2 مليون أمريكي ملكيتهم لهذه العقارات² بالإضافة إلى تكبيلهم بالديون طيلة حياتهم.

1.1. بيئة الاقتصاد الكلي

-وفرة السيولة: ترجع أسباب وفرة السيولة أن الأسواق منذ 2004 الى 2008 عرفت ارتفاعا متزايدا لأثمان المواد الأولية مما زاد أثرها على احتياط الصرف عند الدول المصدرة لمواد الطاقة ومنتجات

¹سماعيلي فوزي " أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة تتحول الى أزمة مالية عالمية " الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية و التراجع الاقتصادي العالمي وأثرها على الاقتصاديات الأورو-مغربية، جامعة عبد الرحمان ميرة، بجاية، يومي 10 و11 أكتوبر 2009، ص9

² نادبة العقون "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة دكتوراه علوم اقتصاد التنمية قسم العلوم الاقتصادية جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 13/12، ص-ص: 163-164

الفلاحة فقامت هذه الدول بشراء سندات الخزانة الأمريكية¹، كما أن ارتفاع حجم القروض بسبب انخفاض أسعار الفائدة والابتكارات المالية الجديدة زاد من وفرة السيولة.

-انخفاض التضخم: رافق وفرة السيولة العالمية انخفاض التضخم على السلع والخدمات كنتيجة لثبات نسبة التضخم و تحسن أوضاع الاقتصاد الكلي وتطور الهياكل المالية للدول النامية مما وفر عوامل الثقة في اقتناء العقار وكذلك انخفاض علاوة المخاطر و معدلات الفائدة طويلة الأجل² وارتفاع أسعار الأصول مما أدى بارتفاع أسعار العقار .

3.1. الابتكارات التكنولوجية

سهلت التكنولوجيا التعامل مع كميات كبيرة من المنتجات المعقدة مما أدى بتقليل مسؤولية الإنسان لصالح النظم التشغيلية من حساب و تجهيز مما زاد من مخاطر عدم رؤية الانحراف كما أن النماذج التحليلية لا تأخذ بعين الاعتبار كل المتغيرات و بالتالي يمكن عند تطبيقها بصفة آلية من دون إشراف بشري ودون خبرة اقتصادية تزيد من صعوبة الرقابة على المسؤولين.

4.1. الابتكارات المالية

مما زاد من تعقيد الأزمة هو نموذج و تشغيل المنتجات المالية -المشتقات المالية³: ساهمت المشتقات في الزيادة من حدة الأزمة وأدت إلى تفاقم خطر التركيز على الإقراض في قطاع العقار بغية تحقيق الربح السريع إذ تعتبر المشتقات أصل مالي يدر للبنك العوائد وبذلك اعتبرت الرهون العقارية أصول مشتقة ولما ارتفعت أسعار العقار أدى إلى زيادة الطلب عليها و مع انهيار أسهم و سندات البنوك انهارت قيمة المشتقات فحدثت حالة من الذعر لدى المؤسسات المالية فقامت بالتخلص من المشتقات بدل استعمالها كأدوات للتحوط ضد المخاطر وأصبحت هي الخطر بعينه. -توريق الديون العقارية: بمعنى أن العقار الواحد يعطي مالكة الحق في الإقراض من البنك غير أن البنك يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر من الرهون العقارية للاقتراض من مؤسسات مالية أخرى (آلية التوريق)⁴ وبذلك يتضاعف حجم السندات إلى عشرات الأضعاف من قيمته الأصلية. -منحت مؤسسات التصنيف الائتماني لسندات الرهن العقاري تصنيفا مرتفع الامان (AAA) ولكن التصنيف لم يكن مدروسا جيدا بسبب تجاهل البنوك لحجم المخاطر التي قد تتعرض لها فعندما حدث العجز عن السداد كانت الشركات العقارية و البنوك و شركات التامين هي المتضرر الأول.

¹ Patrick Artus & autres Patrick Artus & autres « la crise des subprimes » Rapports du conseil d'Analyse Economique (Paris la documentation Francaise, 2008 , P-P 27,28

² ibid, P15.

³ شابرا محمد عمر، الأزمة المالية العالمية: هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها، ترجمة رفيق المصري، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص 32 .

⁴نادية العقون، مراجع سابق ذكره، ص 166

إجمالاً يمكن تلخيص أسباب الأزمة المالية العالمية 2008 بشكل مختصر ضمن اختلالات نقدية مصرفية وأخرى مالية سوقية:

اختلالات نقدية مصرفية: طبيعة النظام الائتماني المصرفي، غياب الإشراف والرقابة، التوسع الائتماني دون ضمانات، الافتراض قصير الأجل من أجل المضاربات في الأسواق المالية¹

اختلالات مالية سوقية: طبيعة وظائف السوق المالية، شدة المضاربات، الفقاعات السعرية، أزمة عدم ثقة في القطاع المالي.

2. آثار الأزمة المالية العالمية 2008

تعد من أخطر الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد فقد أدت إلى خسائر ضخمة وإفلاس في العديد من البنوك حول العالم وخاصة في آسيا وأوروبا الأمر الذي دفع بالبنوك المركزية ضخ المزيد من الأموال للتقليل من حدتها²

1.2. إفلاس العديد من البنوك والشركات

أدت الأزمة إلى إفلاس بنك ليمان براذر رابع أكبر بنك في الولايات المتحدة بسبب الأصول عالية المخاطر المرتبطة بشكل أساسي بالرهن العقاري، تبعت شركة ميريل لينش "أحد أكبر وأهم شركة مسطرة للأسهم في العالم، وتتبعته انهيارات البنوك الأمريكية، حيث انهيار بنك" واشنطن ميوتشوال "أحد أضخم البنوك الأمريكية المتخصصة في الإقراض العقاري، بالإضافة إلى" فاني ماي "و"فريدي ما ك" المختصتين بتمويل العقارات وفي أوروبا إنهار مصرف" نورثن روك "خامس أهم مؤسسة مصرفية بريطانية للإقراض العقاري وبنك" برافوردوينغلي "فقامت الحكومة بتأميمهما، إضافة إلى بنك" إتش بي أو إس،(HBOS) رابع أكبر بنك في بريطانيا، وأفلس أيضا بنك" جليتينير "في آيسلندا، وبنك" هيوبريل إيسيتيت "في ألمانيا، كما تم تعويم المجموعة المصرفية والتأمينية العملاقة" فورتيس من قبل هولندا وبلجيكا ولوكسمبورغ، كما جمد بنك بي إن بي باريبا من البنوك الفرنسية الكبرى استثمارات بقيمة 2.3 مليار دولار وسرعان ما شمل الإفلاس الشركات الكبرى وكان آخرها إعلان شركة جنرال موتورز عن إغلاق 30% من مصانعها في أمريكا الشمالية، وقدرت خسائرها بحوالي 39 مليار دولار³ وأعلنت بعد ذلك عن إفلاسها وسجلت أكبر انكماش لها منذ 26 سنة، و تضررت أيضا صناعة السيارات الأوروبية واليابانية.

2.2. الأثر على معدلات النمو الاقتصادي

¹ساعد مرابط، **الأزمة المالية العالمية: 2008 الجذور والتداعيات**، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 21 - 20 أكتوبر 2009، ص ص15 - 14 .

²حسين عبد المطلب الأسرج، **الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية**، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، ص 11

³عوض بن عوض يسلم، **مدى تأثير المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية**، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بگرداية، الجزائر، يومي 23 و 24 فيفري 2011، ص 10

دخلت الدول الرأسمالية في فترة انكماش اقتصادي حيث تراجع معدل النمو الحقيقي إلى حوالي 3.2% في عام 2008¹ ووفقا لمختلف المقاييس فإن الأزمة المالية العالمية تعتبر أكثر عمقا من متوسط حالات الكساد السابقة منذ الحرب العالمية الثانية وانخفض معدل النمو في الولايات المتحدة الأمريكية إلى % 1.1 عام 2008 بعد أن كان 2% عام 2007 ، كما تقلص معدل النمو في منطقة اليورو من 2.7 % في عام 2007 إلى % 0.9 في عام 2008، وذلك نتيجة خسائر استثمارات البنوك الأوروبية في الولايات المتحدة، وخسائر أسواق الأوراق المالية الأوروبية التي تأثرت بانخفاض قيم أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة وفي الدول الآسيوية كذلك تأثر الاقتصاد الياباني وسجل معدل نمو سالب قدر بحوالي - 0.6 % في عام 2008 ، بعد أن كان موجبا في عام 2007، بسبب اعتماد اليابان الكبير على الأسواق المالية العالمية في مجال التجارة والاستثمار² تواصلت التداعيات السلبية للأزمة المالية سنة 2009 في معظم دول العالم وتوسعت آثار تداعياتها على الاقتصاد الحقيقي، إذ واصل تباطؤ سريع في نمو اقتصاديات الأسواق الناشئة، كما تعمقت حالة الكساد في منطقة اليورو في عام 2009 واقترب الناتج المحلي الإجمالي من -1.5% وانخفض فيها مؤشر أسعار المستهلكين، وتم إقرار المزيد من التخفيضات في سعر الفائدة، وتواصل تسريح العديد من العمال، كما تواصل انخفاض معدل الطلب والاستهلاك بشكل كبير، فانخفض طلب تلك الدول على المواد الأولية والنفط، مما أدى إلى تراجع حجم صادرات الدول النامية بشكل كبير فانعكس سلبا على الميزان التجاري وعلى حجم التشغيل في كل الدول النامية وانخفضت أسعار البترول (33 دولار للبرميل) في نهاية عام 2008 ، كما أثرت الأزمة على الاستثمارات العالمية وعلى حجم التجارة العالمية.

3.2. إنهاء البورصات

انخفضت أسعار الأوراق المالية بعد الانهيارات الغير متوقعة للبنوك الكبرى والمؤسسات الأخرى، وترتب على الأزمة زيادة تخلي المستثمرون على ملكية الأسهم وتوجههم لشراء سندات الخزانة الأمريكية نظرا ل ضماناتها القوية، وقد لجأت الحكومة الأمريكية إلى استخدام هذه الأموال في تمويل البنوك، وشراء الأصول الخطرة و الأوراق المالية المدعومة بقروض عقارية؛ كما هبط مؤشر داو جونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى في اليوم التالي للأزمة بمقدار 679 نقطة، أي ما يعادل 7.3% ليصل عند الإغلاق إلى 8579 نقطة بدلا من 9258 ، وانخفض مؤشر " ستاندرد اند بورز " 1500 الأوسع نطاقا 75 نقطة، أي بنسبة % 7.6 مسجلا 909.9 نقطة بدلا من 984.9 ، وانخفض مؤشر " ناسداك " المجمع

¹ محمد أبو حمور، "جذور الأزمة المالية والاقتصادية وتجلياتها"، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010 ، ص 6

² خالد عبد الوهاب البنداري الباجوري، "تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية" المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010، ص 14

الذي تغلب عليه أسهم شركات التكنولوجيا 95.2 نقطة أي 5.47% إلى 1645 بدلا من 1740.2 نقطة¹ وأسيويا هبط مؤشر نيكي الياباني لأسهم الشركات اليابانية بنسبة أكثر من 11% ليسجل أكبر خسارة في يوم واحد منذ انهيار أسواق الأسهم عام 1987 وفي بكين تراجعت أسعار الأسهم الصينية بمقدار 3.57% تراجعت بورصة هونج كونج 7.3% بسبب زعر المستثمرين من تداعيات الأزمة المالية العالمية² وكان السبب الرئيسي وراء هذه الانخفاضات هو ارتفاع حدة المضاربات في الأسواق العالمية.

4.2. آثار الأزمة على سوق العمل

يعد ارتفاع معدلات البطالة في مختلف قطاعات النشاط الإنتاجي من أهم الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية فمع نهاية سنة 2008 فقد حوالي 2 مليون من الأمريكيين وظائفهم وارتفع معدل البطالة في أمريكا إلى ما يقارب 7% وهو رقم كبير للغاية، كما أكدت بريطانيا على ارتفاع معدل البطالة في نهاية الربع الثالث من سنة 2008 بنسبة 5.7% مقارنة بنفس الفترة من سنة 2007، حيث ارتفع عدد العاطلين عن العمل بواقع 164 ألفا ليصل إلى 1.7 مليون عاطل وفي أوائل العقد العاشر من القرن الماضي³ وفي دراسة صدرت عن مكتب العمل الدولي فإن عدد الأفراد المعرضين للبطالة على مستوى العالم وصل إلى 210 مليون شخص سنة 2008 بعدما كان 190 مليون شخص سنة 2007⁴، وتعتبر أكبر القطاعات المتضررة هي البناء والسيارات والسياحة والمال والخدمات والعقارات.

5.2. التجارة الخارجية

تقلص حجم التجارة الخارجية منذ بداية الأزمة الاقتصادية إلى مستوى منخفض بنسبة - (3.12) % سنة 2009 مقارنة ب (+8.2) % سنة 2008، وهذا راجع بدرجة أولى إلى الركود الاقتصادي العالمي، وأكدت دول مجموعة العشرين في قممها المنعقدة على ضرورة إزالة جميع أنواع الحمائية في وجه التبادل التجاري بين الدول كما حذر صندوق النقد الدولي من مغبة الانطواء على النفس، الأمر الذي يساهم في تعميق الأزمة واعتبر أن حرية التبادل التجاري ضرورة قصوى لجني ثمار السياسة المالية عموما، والإنفاق العمومي خصوصا، أي استفادة الدول من بعضها البعض، أي تبادل أثر زيادة الطلب الاستهلاكي الكلي، وبالتالي تحريك قاطرة الطلب العالمي لتحريك قاطرة الإنتاج وامتصاص البطالة .

الفرع الثاني: تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على كل من إندونيسيا وماليزيا:

1. تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على إندونيسيا

جاءت إندونيسيا في المركز الرابع في ما يتعلق برأس المال الفكري الوطني، كما جاءت في المركز 47 بين 48 دولة، وأظهرت مرونة فائقة في مواجهة الدين الحكومي وتقليل البطالة سواء قبل الأزمة

1 إبراهيم عبد العزيز النجار، "الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي" الدار الجامعية، الإسكندرية 2009، ص: 72، 73.

2 عبد المطلب عبد الحميد، "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009 ص 320

³ إبراهيم عبد العزيز النجار، مرجع سابق ذكره، ص، 88

⁴ ناصر مراد، "الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها"، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009، ص 7

المالية لعام 2008 أو بعدها، مما ساعدها بدرجة كبيرة على مواجهة الكثير من المشكلات الاقتصادية حيث اعتمدت بشكل كبير على الاستهلاك المحلي الذي يمثل ما نسبته % 65 من إجمالي الناتج القومي، إضافة إلى الإصلاحات الهيكلية التي قامت بها منذ الأزمة المالية الأولى لعام 1997 مما ساعدها على تحمّل أعباء أزمة 2008 والقدرة على تجاوزها¹ ولقد ظهرت آثار أزمة عام 2008 من خلال سوق الأوراق المالية ونقص أسواق المال وضعف القطاع الإنتاجي الفعلي، كما عانت القطاعات المرتبطة بالإنتاج من أجل التصدير من خسارة كبيرة في الفرص المتاحة للعمل وهو ما أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة، ولكن ما خفف من التأثيرات السلبية الناجمة عن هذا الارتفاع هو زيادة نسبة العمالة الإندونيسية في الخارج والتي وصلت في كانون الأول/ ديسمبر 2008 إلى 4.4 ملايين عامل وقامت الحكومة الإندونيسية بضخ 7.6 مليار دولار لمواجهة آثار الأزمة بهدف الحفاظ على مستوى الاستهلاك المحلي ودعم التنافسية وتخفيض الفائدة وتدعيم البنى التحتية إضافة إلى تخفيض أسعار الطاقة، كما تحصلت على الدعم المالي من بنكي الصين و اليابان كما تحصلت على قرض قدره مليار دولار أميركي في أيار / مايو 2009 من بنك التنمية الآسيوي من أجل المساعدة في استقرار الأوضاع المالية، والعمل على زيادة حصيلة العملات الأجنبية وتحسين مراقبة النشاطات الاقتصادية المختلفة كما قامت بتعزيز مجال التنويع وتجسد ذلك من خلال مشروع تسريع وتدعيم النمو الاقتصادي.

الجدول رقم 07 مؤشرات الاقتصاد الكلي في إندونيسيا

2013	2012	2011	2010	2009	
					مؤشرات القطاعات الحقيقية (% تغيير على أساس سنوي)
5.8	6.3	6.5	6.2	4.6	نمو الناتج المحلي الإجمالي
5.3	5.3	4.7	4.7	4.9	الاستهلاك الخاص
4.9	1.3	3.2	0.3	15.7	الاستهلاك الحكومي
4.9	16.3	10.1	8.8	2.4	الاستثمار
5.3	2.0	13.6	15.3	9.7-	الصادرات
1.2	6.7	13.3	17.3	15.0-	الواردات
869	877	845	709	540	الناتج المحلي الإجمالي الإسمي (مليار دولار أمريكي)
6.6	4.3	5.4	5.1	4.8	تضخم مؤشر أسعار المستهلك
2.1-	1.7-	0.6-	1.2-	1.8-	ميزان الموازنة (% من الناتج المحلي)
17.9	18.1	17.8	17.0	16.5	الإيرادات
20.0	19.7	18.5	18.2	18.3	المصروفات
26.1	24.0	24.4	26.1	28.6	الدين العام
					القطاع المالي الخارجي (% من الناتج المحلي الإجمالي)
3.4-	2.8-	0.2	0.7	2.0	ميزان الحساب الجاري (% من الناتج المحلي الإجمالي)
2.6-	2.6-	2.6-	2.3-	2.0-	الميزان التجاري
2.5	2.8	1.6	6.7	0.9	ميزان الحساب الرأسمالي و المالي
5.9	6.4	6.2	6.1	5.5	الاحتياطيات الدولية (تغطية الواردات)
30.6	28.8	26.7	28.5	32.0	الدين الخارجي

¹ <https://www.institut-numerique.org/b-comparaison-des-criSES-qui-ont-touche-lindonesie-52e7d51203b99>

المؤشرات النقدية				
12.7	15.0	16.4	15.4	13.0
نمو النقد وشبه النقد				
7.5	5.8	6.0	6.5	6.5
سعر الفائدة				
10.454	9.384	8.776	9.090	10.390
سعر الصرف دولار أمريكي/روبية إندونيسية (متوسط)				
المؤشرات المصرفية				
19.8	21.0	20.3	25.9	26.8
العائد على حقوق المساهمين				
1.7	1.8	2.1	2.5	3.3
نسبة القروض المتعثرة				
19.8	17.3	16.1	16.2	17.8
نسبة كفاية رأس المال				
16.2	16.7	21.4	18.7	9.7
نمو الأصول				
21.4	23.1	24.7	23.3	10.1
نمو القروض				
13.0	15.6	18.7	20.4	13.8
نمو الإيداع				
92.9	86.6	81.3	77.4	75.6
نسبة القروض إلى الودائع				
6.3	6.1	6.6	7.1	7.9
البطالة				

من إعداد الباحثة بالاعتماد على بنك إندونيسيا المركزي، بلومبرغ، مركز الإحصاء الإندونيسي وتوقعات مجموعة QNB

3- تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على ماليزيا

كانت آثار الأزمة العالمية على ماليزيا محدودة حيث احتفظت ماليزيا بقوتها في صد آثار الأزمة من خلال الخبرة السابقة التي واجهتها إبان أزمة 1997 جدول 08 تأثير أزمة 2008 على ماليزيا

الجدول رقم 08 مؤشرات الاقتصاد الكلي لدولة ماليزيا بعد الأزمة العالمية 2008

السنوات	معدل نمو GDP %	الصادرات %	البطالة %	التضخم %	الادخار %	سعر الفائدة على الودائع %
2008	4.83	99.49	3.33	10.39	38.51	3.13
2009	1.51-	91.41	3.69	5.99-	33.36	2.08
2010	7.42	86.93	3.25	7.27	33.46	2.5
2011	5.29	85.25	3.04	5.41	34.08	2.91
2012	5.47	79.29	3.03	1	30.91	2.98
2013	4.69	75.62	3.10	0.17	29.41	2.97

من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي

يوضح الجدول مدى تأثير الأزمة العالمية على المتغيرات الاقتصادية في السنوات التي صاحبت الأزمة 2008، حيث نجد أن الآثار التي صاحبتها كانت محدودة فنجد أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2008 يساوي 4.83 % وفي 2009 وهي السنة التي تحسب من العام السابق نجد أن معدل النمو أصبح سالبا بمعدل - 1.51 % وهذا يفسر لنا أن تأثير الأزمة على ماليزيا كان موجود ولكن بفضل جهود الحكومة عبر وضع سياسات تحكم سير العمل المالي من خلال منع هروب رؤوس الأموال الي الخارج وخفض نسبة الفائدة على الودائع، فكان ذلك واضحا حيث شكل ما نسبته 2.08 % مقارنة من العام السابق الذ شكل ما نسبته 3.13 % وهذا يفسر لنا ان لحكومة الماليزية، قد اتبع سياسة مالية توسعية من خلال بيع السندات الحكومية واستخدام مدخرات الافراد لحل لمواجهة الأزمة ورفض

إملاءات صندوق النقد والبنك الدوليين، ومن أهم الحلول التي تبناها البنك المركزي لمواجهة الكساد الناتج عن الأزمة المالية والاقتصادية العالمية والحفاظ على دور النشاط الاقتصادي هو تخفيض سعر الفائدة إلى أدنى مستوياته حيث وصل نسبة الفائدة إلى 2.1% إبان الأزمة وهي محاولة للتقليل من إقبال الأفراد على الاقتراض بشكل كبير، وذلك للمحافظة على استقرار السوق والحفاظ على قوة العملة الوطنية مع دعم المنتجات الوطنية وتشجيع الاستثمار المحلي للخروج من حالة الركود والاعتماد المباشر على العنصر البشري الماليزي وأثرت الأزمة على البطالة و زاد معدلها لتصل إلى 3.69% وهو أعلى معدل تشهده ماليزيا، وبكل الأحوال فإن معدل البطالة مقارنة بمعدلات الدول الأخرى نجد أن ماليزيا اتسمت بسياسة حكيمة وهي سياسة العدالة في توزيع الدخل¹.

اتباع سياسة مالية معينة من خلال إتباع نظام ضريبي خاص وإعطاء حوافز جمركية لمستلزمات الإنتاج والآلات والمعدات اللازمة للصناعات و منع هروب الأموال خارج ماليزيا والمحافظة على الاحتياطات النقدية لدى البنوك لسد الاحتياجات المجتمعية وكذا جذب الاستثمار الأجنبي المباشر وإعطائه الحوافز والتسهيلات ولكن ضمن شروط وتاريخ محدد متفق عليه لأن هذه الشركات لم تكن لديها حرية كاملة في الأموال بل بالاتفاق مع الحكومة الماليزية.

اتبعت الحكومة الماليزية سياسة محاربة المضاربين في الأسواق وذلك للمحافظة على استقرار السوق.

إنه وعلى الرغم من سياسات الانفتاح الاقتصاد الذي انتهجته ماليزيا، إلا أن الانفتاح كان حذرا ومشروطاً ومعتمداً بدرجة كبيرة على تعظيم الموارد المحلية الذاتية عوضاً عن الاعتماد على الديون الخارجية، وترافق ذلك مع عدم الانصياع لتعليمات صندوق النقد والبنك الدوليين والشركات متعددة الجنسيات.

الفرع الثالث: مقارنة بين الأزميتين والدروس المستفادة من تجربة الدولتين قيد الدراسة

تضافرت كل الجهود سواء إقليمياً أم دولياً من أجل الخروج من مأزق الأزميتين

1- علاج الأزمة المالية الآسيوية 1997

1.1. الجهود الدولية:

جهود صندوق النقد الدولي مع الجهات المحلية لاحتواء الأزمة، حيث قام صندوق النقد الدولي بطرح ثلاث برامج إصلاح وصادقت عليها حكومات كل من: تايلندا، إندونيسيا، كوريا الجنوبية وهدفت برامج الإصلاح على: الوفاء الفوري بالالتزامات الخارجية، الحد من تدهور أسعار العملة، الحفاظ على التوازن المالي، كبح جماح التضخم، إعادة بناء النظام المصرفي وإصلاحه، إعادة تراكم الاحتياطات من العملات الأجنبية، إزالة الاحتكارات وإصلاح القطاع غير المالي المحلي، استعادة الثقة في الجدارة الائتمانية للقطاع المالي والحد من تدهور الناتج المحلي.

¹ بلال محمد سعيد المصري "تجربة ماليزيا في التنمية الاقتصادية (دروس مستفادة)" كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، غزة، فلسطين، 2016، ص 80

2.1. الجهود المحلية:

قامت حكومات الدول جنوب شرق آسيا بإعادة هيكلة القطاع المالي، وخلق آليات لتصفية الأصول وتوفير رؤوس الأموال اللازمة لإعادة تمويل المصارف ويمكن توضيح أبرز الجهود:

-إعادة تنظيم القطاع المالي:لجأت الحكومة في تايلند إلى إغلاق معظم المؤسسات المالية،وفي كوريا الجنوبية أغلقت بعض الشركات المالية والمصارف التجارية وقامت إندونيسيا بإغلاق بعض المصارف لعدة أسابيع عقب الأزمة بينما لجأت ماليزيا إلى تكثيف عمليات دمج المصارف والمؤسسات المالية التي اتسم أداؤها بالضعف

-إعادة تمويل المصارف:لجأت حكومات الدول المتضررة إلى حقن النظام المصرفي برؤوس الأموال لاستعادة نشاطه فاختلقت تكاليف التمويل من دولة إلى أخرى وكانت أقل تكاليف إعادة تمويل المصارف في ماليزيا نظرا لمحدودية تأثر قطاعها المالي مقارنة بالدول الأخرى،ولكبر حجم الاحتياطات الموجودة لديها قبل الأزمة¹، أما إندونيسيا وتايلندا وغيرها فقاموا بتطبيق لوائح صندوق النقد الدولي

2. علاج الأزمة المالية العالمية 2008

قامت أمريكا وبقية الدول الرأسمالية المتضررة في إطار برنامج الإنقاذ بتطبيق سياسات في مجال المالية العامة والائتمان وسميت ببرامج الإنقاذ المالي،حيث عملت على خفض سعر الفائدة بهدف تسهيل الاقتراض وتشجيع الاستثمار، وإقرار مجموعة من الحوافز المالية والضريبية لتنشيط الاقتصاد فقامت بضخ كميات كبيرة من الأموال لدعم البنوك والمؤسسات المالية لإنقاذها واسترجاع الثقة فيما بينها².

1.2. خطة الولايات المتحدة الأمريكية

وتقوم خطة الإنقاذ المالي على إنشاء صندوق لشراء الديون المتعثرة من المؤسسات المالية بمبلغ 700مليار دولار³ بهدف تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار إلى أقصى حد ممكن⁴ وتوفير السيولة اللازمة في الأسواق المالية والقطاع المصرفي لمنع انهيار النظام المالي الأمريكي وتعد هذه الخطة أكبر تدخل حكومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الكساد الكبير، حيث سجلت أمريكا عجزا غير مسبوق في الميزانية وعجزا كبير في الميزان التجاري إضافة إلى تزايد الدين الحكومي العام، ورغم كل ما ساهمت به هذه الخطة في إنقاذ الكثير من البنوك والمؤسسات المالية إلا أنها تعتبر مجرد مسكنات آنية لا أكثر، تم بها وقف الانهيار

¹ أبو يحيى "النمو الآسيوية.. الأزمة والانهيار والعودة إلى الصدارة" 2009/09/04 تاريخ الزيارة 2017/03/10 على 14 سا 55 /http://keswaguys.nice-topic.com

² يوسف أحمد أبو فارة، "الأزمات المالية والاقتصادية" مرجع سابق، ص:477، 480

³ Julien Baddour, Alain Nurbel, "éléments de macroéconomie keynésienne" éditions publibook, paris 2009, P.12

⁴ عبد المطالب عبد الحميد "الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية العالمية" مرجع سابق، ص:38

وإعادة جزء من الهدوء والثقة للأسواق في المدى القصير، و انحصرت خطة الإنقاذ على التدخل المباشر في السوق دون أي معالجة للاختلالات الجوهرية للأزمة.

2.2. خطة دول منطقة اليورو

و من أهم الخطط التي اعتمدها الدول الأوروبية الكبرى لمواجهة الأزمة المالية والمتمثلة في عملية ضخ الأموال كالاتي: بريطانيا 640 مليار يورو، ألمانيا 480 مليار يورو، فرنسا 360 مليار يورو، هولندا 200 مليار يورو، إسبانيا 100 مليار يورو، إيطاليا 100 مليار يورو، البرتغال 20 مليار يورو.

3.2 الخطة الأوروبية الآسيوية

عقدت القمة الأوروبية الآسيوية في بكين بتاريخ 25 أكتوبر 2008، وحضر زعماء 45 دولة من بينها 27 دولة من الاتحاد الأوروبي والبلدان العشرة الأعضاء في الآسيان إضافة إلى الصين وكوريا الجنوبية واليابان والهند وباكستان ومنغوليا الداخلية، هذه البلدان تنتج وحدها 60% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي¹ تم اقتراح إجراءات اقتصادية ونقدية ومالية وتشريعية، إضافة إلى مجموعة من التوصيات تمحورت حول إصلاح المنظومة المالية العالمية الرأسمالية للخروج من الأزمة المالية الخطيرة، والتي أهمها²: إعادة النظر في القواعد المحاسبية الحالية غير الشفافة ودعم صندوق النقد الدولي وتشجيع التعاون بين المراكز المالية غير المقيمة في البلدان والحد من المكافآت الذهبية وتحسين التشريعات الخاصة بتقديم الائتمان و تنظيم وتأطير عملية السندات أو ما يسمى بالتسنيذ.

4.2. خطة مجموعة العشرين

وتتضمن مجموعة العشرين اقتصاديات الدول الأفضل أداء في العالم³ وتمثل حوالي 90% من حجم الاقتصاد العالمي و 80% من التجارة الدولية، منها الولايات المتحدة واليابان ودول أخرى⁴ توصلت إلى خطة عمل لتنظيم أسواق المال العالمية بشكل أفضل، واتخاذ خطوات لوقف التراجع الاقتصادي العالمي وإنقاذ الاقتصاد العالمي من الركود، وأكدت القمة على ضرورة الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية وتركزت الخطة على خمس نقاط رئيسية وهي⁵:

¹ Kham Vorapheth, " **forces et fragilités de la chine: les incertitudes du grand dragon**", édition l'harmattan, paris 2009, P184.

² عبد الفتاح العموص، "الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية"، المؤتمر العلمي حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و 20 ديسمبر 2009، ص 8-10

³ Nkere Ntanda Nkingi, "**La Crise Financière Internationale de 2008 et ses conséquences**", édition L'harmattan, paris 2009, P 91.

⁴ تضم مجموعة العشرين إضافة إلى الدول الثماني الكبرى مجموعة القوى الناشئة (الصين وروسيا البرازيل، الأرجنتين، لهند، أستراليا، السعودية، جنوب إفريقيا، كوريا الجنوبية، إندونيسيا، المكسيك وتركيا)

⁵ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق ذكره، ص 354

- تعزيز شرعية وفاعلية المؤسسات المالية الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وتحقيق الشفافية في الأسواق المالية الدولية وضمان الإفصاح الكامل عن أوضاعها المالية من خلال شركات تقوم بمراجعة أدائها في السوق و الإشراف الكامل ومراقبة البنوك والمؤسسات المالية وضمان عدم دخولها في عمليات شديدة المخاطرة وتحسين نظام الرقابة المالية لكل دولة، كما أن لكل دولة الحق في التحكم في أدوات سياساتها المالية والنقدية مثل أسعار الفائدة حسب أوضاعها الاقتصادية.

3. مقارنة بين الأزميتين الآسيوية 1997 والأزمة العالمية 2008

- تلقتي الأزميتين في الكثير من العوامل والأسباب غير أنه من حيث الآثار والنتائج وكذلك الحدود قد تختلف على حسب خاصية كل أزمة على مدى عمقها وعلى حسب اختلاف المتغيرات الاقتصادية و يمكن أن نشير إلى أهم نقاط التشابه والاختلاف بين الأزميتين:

- بدأت كل من الأزميتين بالصدمة وانتقلتا إلى القطاعات والدول الأخرى بالعدوى، فعنصر المفاجأة كان من أهم سماتهما وهذا ما يبين ضعف أجهزة الإنذار المبكرة و تبين من خلال الأزميتين ضعف دور المنظمات الدولية (صندوق النقد والبنك الدوليين) إذ لم يكن تدخلهما ناجحا في إخماد آثار الأزميتين.

- أظهرت الأزميتان اختلالا في السياسات المالية والنقدية المتبعة في الدول المسببة للأزمة كما أن خلل هيكل أسعار الفائدة في المرحلة التي سبقت الأزميتين وعلى مختلف العملات القابلة للتداول وخاصة الدولار الأمريكي، الأمر الذي أفضى إلى التوسع في حجم الائتمان غير المبرر في كثير من الأحيان وأدى الى ازدياد حجم المضاربات الدولية كان أثر الأزمة الآسيوية على الأسواق العالمية أقل من الأثر الذي تركته الأزمة المالية العالمية 2008 حيث كان تقدير الخسارة في هذه الأسواق على التوالي (12.4%)، (44%).

- كان الاقتصاد العالمي قبل عام 1997 في حالة استقرار أكثر لمعدلات النمو بينما كان الاقتصاد العالمي قبل 2008 متعثر الخطوات ومتذبذب.

كانت الأسباب الأساسية في الأزمة الآسيوية اقتصادية و سياسية، كالإسراع في معدلات التنمية بما يفوق طاقتها الإنتاجية، التوسع في القروض الخارجية، قصيرة الأجل وكذلك انتشار الفساد الإداري وضعف الرشادة الاقتصادية مما تسبب في ضرب أسواق العملات من خلال أسعار الصرف والتي بدورها انتقلت لتضرب أسواق المال أما في أزمة 2008 الدولية فهي بدأت نقدية ثم انتقلت إلى مالية ولم تفلح جهود دول العالم الغربية ودول آسيا في معالجتها

- سببت كل من الأزميتين تدهورت المؤشرات الاقتصادية الكلية وتفاقم التضخم وانتشار البطالة وكان المتضرر الأكبر من الأزميتين هما أسواق المال.

-مست الأزمة الآسيوية بالدرجة الأولى مصالح الأغنياء والمستثمرين الكبار والمضاربين ثم انتشرت العدوى لتطال مصالح المودعين والمستثمرين الصغار بينما بدأت الأزمة المالية العالمية بتفجر فقاعة الرهن العقاري فضربت مصالح الطبقة الفقيرة والمقترضين لأغراض الحصول على سكن لتنتقل بعدها و تمس مصالح دول العالم بما فيها مصالح الطبقة الغنية.

-كانت أزمة 1997 اقليمية فالركود الآسيوي قابله انتعاش في دول أخرى كالولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا مما ساهم في إعادة التوازن إلى الدول الآسيوية، والتقليل من آثارها وزمنها.

أما المرحلة التي تلت الأزمة العالمية 2008 فالركود قد أصاب الدول الفاعلة في الاقتصاد العالمي، بسبب عولمة الاقتصاد.

خاتمة الفصل الأول

بعدما تطرقنا إلى الأدبيات النظرية للأسواق المالية الناشئة في هذا الفصل استنتجنا النقاط الآتية:

1- بعدما تعرفنا على النظام المالي ومكوناته وآلياته في تمويل الاقتصاد ومؤسسات الوساطة وانعكاس المستجدات العالمية عليه وعولمته تبين من خلال هذه الدراسة بأن أهمية النظام المالي في الاقتصاد تظهر من خلال ارتباطه بكافة النشاطات الاقتصادية عن طريق توفير التمويل اللازم لها بدءاً بالاستثمار ومروراً بالتبادل والتوزيع و انتهاء بالاستهلاك وهو يتعدى دور التمويل ليشمل عدة وظائف أخرى تمكنه من رفع إنتاجية الاستثمارات وتحقيق التخصيص الأفضل للموارد وتحفيز النمو ودفع عجلة التنمية.

2- يعد سوق الأوراق المالية من أهم مكونات النظام المالي لما لها من دور هام في التطور الاقتصادي.
3- تعددت الآراء حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي غير أن الدراسات التطبيقية أثبتت بقوة وجود علاقة إيجابية طردية بينهما كما يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الثانوية المنظمة أو بورصة الأوراق المالية فهي كلها نفس المصطلح.

4- العولمة هي أعلى مراحل النظام الرأسمالي وظهرت استجابة لتطوره التاريخي كنتيجة لتطور التكنولوجيا والمواصلات اللاسلكية مما ساعد على انفتاح النظام المالي ككل وخاصة تحرير الأسواق المالية، هذا بدوره أضاف صفة العلمية لأسواق رأس المال كما أدى إلى ظهور الأسواق المالية الناشئة.

5- التأكيد على وجود تأثير حقيقي وقوي للعولمة المالية كعملية وكواقع على أداء الأسواق المالية الناشئة كما سميت هذه الأخيرة بالناشئة تمييزاً لها عن الدول النامية لكنها لم ترتقي بعد لدرجة الدول المتقدمة على الرغم من تكاملها مع الأسواق العالمية واستقطابها لرؤوس الأموال الدولية والاستثمار الأجنبي، إذ أصبحت قبلة للاقتصاد العالمي غير أنها ليست آمنة من عدوى انتشار الأزمات فيجب عليها الاستفادة من إيجابيات العولمة المالية مع المراقبة المستمرة لاستقرار التوازنات القاعدية، حيث أصبح العالم مرتبطاً

بسلسلة من الأزمات المالية بعد الاندماج المتزايد للأسواق وتطور تكنولوجيا المعلومات التي تسمح بانتقال الصدمات وقت حدوثها، وأصبح من الصعب تحديد مدى انتقالها ومتى وكيف.

6-النظام الاقتصادي العالمي يمر حتما بمرحلة انتقالية جديدة تحكمها الاقتصاديات الناشئة الكبرى وخاصة دول جنوب شرق آسيا.

7-إن مواجهة المخاطر المحتملة لأسواق المال الناشئة، تتمثل في بناء اقتصاد قادر على استيعاب الصدمات، ويتوقف نمو هذه الأسواق في المستقبل على استمرار الإدارة السليمة للاقتصاد الكلي وصياغة السياسات الملائمة والإصلاح المؤسسي حتى تستطيع المنافسة على المستوى المحلي والدولي

8-استطاعت كل من ماليزيا واندونيسيا التغلب على الأزمات بفضل السياسات الراجعة والاستراتيجيات الهادفة وهذا ما دفعنا للبحث أكثر في تجربتيهما الاقتصادييتين في الفصل الثاني ولعل نجاح أسواق ماليزيا واندونيسيا جعلها قدوة لدول أخرى وكان أكبر نجاح لهاته الأسواق هو امتصاصها لأزمة 2008 بشكل سريع واستفادتها من أزمة 1997.

الفصل الثاني:

التنمية الاقتصادية في كل من دولتي إندونيسيا
وماليزيا

تمهيد

إن التنمية الاقتصادية هي أهم الغايات التي يطمح لأن يصل إليها كل مجتمع لبناء عالم أفضل باعتبارها الوسيلة الفعالة لتحقيق مختلف الأهداف السياسية الاقتصادية والاجتماعية مما جعل العديد من الدول تسعى جاهدة لبلوغها.

تعد دول جنوب شرق آسيا مثالا ناجحا للتحول الاقتصادي الذي استهدف نموا سريعا عزز من فرص المشاركة الاقتصادية والاجتماعية مما دفع بالدول المتقدمة والمؤسسات الدولية الاعتقاد بأسطورة المعجزة الاقتصادية لدول المنطقة التي بدت كتلة متجانسة ثقافياً واقتصادياً فضلاً عن كونها عملاق تنمية وتم اختيار كل من ماليزيا واندونيسيا من تكتل الآسيان من اجل دراسة تجربة كل منهما.

فالتجربة الاندونيسية تعتبر من التجارب الرائدة التي حققت انطلاقا وطفرة تنموية بشهادة المنظمات الدولية المتخصصة وتعتبر نموذجا للديمقراطية الاسلامية.

أصبحت التجربة الماليزية واحدة من أهم النماذج التي يحتذى بها حيث كانت ثمرة استراتيجية وطنية شاملة تفاعل فيها الحاكم والمحكوم وتجلت فيها علاقة الثقة المتبادلة مما وفر الدعامة الملائمة لنجاح التجربة التنموية.

ولأسباب عدة تتأثر عملية التنمية الاقتصادية بمؤشرات أسواق المال إذ تعد أسواق المال القناة الأولى والأسهل لتمويل الإستثمارات لما تتسم به من أدوار فاعلة في عمليات الاقتصاد حيث برهنت العديد من الدراسات التطبيقية الحديثة عن العلاقة الوطيدة التي تربط تطور أسواق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي وبدفع عجلة التنمية الاقتصادية.

ولإظهار مدى تأثير تطور أسواق الأوراق المالية في عملية دعم التنمية الاقتصادية وتفعيل النمو تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

المبحث الأول: الإطار النظري للتنمية الاقتصادية

المبحث الثاني: التنمية الاقتصادية في دولة إندونيسيا

المبحث الثالث: التنمية الاقتصادية في دولة ماليزيا

المبحث الأول: الإطار النظري للتنمية الاقتصادية

تهدف التنمية إلى الرفاهية والإرتقاء بالمجتمع وهي عملية تطوير لكافة مكونات المجتمع في الحاضر وكيفية استدامتها إلى المستقبل و لتحقيق ذلك يجب توفير التمويل اللازم لانجاح عملية التنمية عن طريق مصادر التمويل المتواجدة في النظام المالي ولتوضيح ذلك إرتأينا إبراز بعض النقاط ضمن هذا المبحث بدءاً بتعريف مفاهيم التنمية وتطوراتها، مؤشرات قياسها وكذلك التطرق لتجربة الآسيان.

المطلب الأول: مدخل عام للتنمية الاقتصادية

ظهرت عدة تعاريف بخصوص مفهوم التنمية، من النمو الاقتصادي إلى التنمية الاقتصادية، التنمية البشرية، التنمية المستدامة ثم التنمية الشاملة ومن خلال تطور مفهوم التنمية تزايد الإهتمام بالجوانب الإجتماعية الثقافية والسياسية وكذلك البيئية وبالخصوص محاربة الفقر والبطالة والآفات الإجتماعية كما إرتبط مفهومها بحوكمة الشركات، إذ برزت بوضوح ضمن مفهوم التنمية البشرية المستدامة وضمن المفهوم الشامل للتنمية الذي إقترحه البنك الدولي ومع تقدم الدراسات في هذا الموضوع إتضح مدى شمول ظاهرة التنمية وعلى هذا الاساس سوف نتطرق للمفهوم الواسع للتنمية.

الفرع الأول: تطورات مفاهيم التنمية

1- المفهوم الواسع للتنمية

التنمية بالمفهوم الواسع لا تعنى بجانب واحد فقط كالجانب الاقتصادي أو الإجتماعي أو السياسي وإنما تحيط بكافة جوانب الحياة على إختلافها، فهي بمفهومها الواسع تتمثل في تلك التغيرات العميقة في الهياكل الاقتصادية والسياسية والإجتماعية المحلية للدولة¹، والتي يكون من شأنها تحقيق زيادة تراكمية قابلة للإستمرار في الدخل الفردي الحقيقي عبر فترة ممتدة من الزمن إلى جانب عدد من النتائج الأخرى غير الاقتصادية² فمفهوم التنمية يتضمن أبعاد مختلفة ومتعددة منها بعدين هامين: البعد الاقتصادي للتنمية ويتضمن التأكيد على مفهوم النمو، والبعد الاجتماعي للإنساني للتنمية ويتضمن اجتثاث الفقر وإشباع الحاجات الأساسية للغالبية من السكان، والتوزيع الأكثر عدالة للدخل³ بالإضافة إلى أبعاد أخرى سياسية وبيئية وهذا ما يسمى بتكوين البنية التحتية للتنمية الاقتصادية المحلية⁴.

¹ توماس س باترسون، ترجمة عة الخميسي " التغيير والتنمية في القرن العشرين" المجلس الأعلى للثقافة، القاهرة، ط1، 2005، ص25

² إبراهيم العيسوي، " نموذج التنمية المستقلة، البديل لتوافق واشنطن وإمكانية تطبيقه في زمن العولمة"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الذي عقده المعهد العربي للتخطيط حول " مقاربات جديدة لصياغة السياسات التنموية"، بيروت، يومي 20 و 21 مارس 2006، ص18

³ مدحت الفريشي، التنمية الاقتصادية: نظريات وسياسات وموضوعات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، 2007، ص131

⁴ تتكون البنية الأساسية للتنمية الاقتصادية المحلية من جزأين أساسيين، الأول عبارة عن البنية التحتية مثل الطرق وخطوط السكك الحديدية والمياه ونظم الصرف الصحي بالإضافة إلى شبكات الطاقة والاتصالات، أما الثاني فهو عبارة عن الخدمات الأساسية مثل الخدمات الإجتماعية والثقافية والتسهيلات التي يقدمها المجتمع فضلاً عن القدرات المتوافرة التي تساهم في تحسين مستوى المعيشة وتشجيع عملية تنمية الصناعة والأنشطة والمشروعات.

وليس المقصود بالمفهوم الواسع للتنمية التقليل من شأن النمو الاقتصادي أو اعتباره هدفا ثانويا فالنمو الاقتصادي عنصر أساسي من عناصر التنمية ومكون أساسي من مكوناتها¹ لذلك سوف نتعرض لمفهوم النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية معا.

2 مفهوم النمو الاقتصادي:

يعد النمو الاقتصادي مصطلحا جديدا نسبيا في التاريخ البشري، إقترن بظهور الرأسمالية وقدرتها الآلية وإنتاجها الصناعي²، وما صاحبها من تغيرات تقنية مستمرة وتراكم لرأس المال التي أدت إلى تحولات جوهرية للمجتمعات، كانت قبل هذا النظام مجتمعات بدائية تسعى للحصول على وسائل العيش والبقاء

ولم تهتم بمقدار أو وتيرة الزيادة فيها³ وعرفه عبد القادر محمد عطية "يشير إلى الزيادة الكمية في متوسط نصيب الفرد من الدخل أو من الإنتاج، فالدول التي تحقق زيادة في إنتاج السلع والخدمات مع تحقيق ارتفاع في متوسط الدخل مما يحقق نموا اقتصاديا⁴ فالنمو يتضمن نمو الناتج الوطني دون حصول تغيرات ملموسة من الجوانب الأخرى، بينما تعني التنمية إضافة إلى نمو الناتج الوطني حدوث تغيرات واسعة ومهمة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية، وفي الأنظمة والتشريعات التي تحكم هذه المجالات⁵.

يعرف سيمون كازنت(الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة 1971) النمو الاقتصادي بأنه "ارتفاع طويل الأجل في إمكانيات عرض بضائع اقتصادية متنوعة بشكل متزايد للسكان، وتستند هذه الإمكانيات المتنامية إلى التقنية المتقدمة والتكيف المؤسسي والأيدولوجي المطلوب لها" أما الاقتصادي الأمريكي كوزيننس فيعتبره إحداه أثر زيادات مستمرة في إنتاج الثروات المادية، ويعتبر الاستثمار في رأس المال المادي والبشري، فضلا عن التقدم التقني وكفاءة النظم الاقتصادية هي المصادر الأساسية للنمو الاقتصادي؛ فرأس المال المادي والبشري يؤثر بشكل إيجابي على إنتاجية العامل وتنمية القوى العاملة من حيث التدريب والتأهيل إلى الحد الذي يزيد من نسبة القوى الفاعلة اقتصادياً، أما التقدم التقني فهو يعني استخدام أساليب تقنية جديدة من خلال الاختراع أو الابتكار، فضلا عن تقليل المخاطرة في المنشآت الإنتاجية، أما النظم الاقتصادية فتظهر كفاءتها من خلال نقل الموارد إلى المجالات التي تحقق اقتصاديات الحجم والوضع الأمثل للإنتاج.

Edition, de Boeck, ¹ Dwight H. Perkins, Steven Radelet et David I. Lindauer, **Economie du Développement**, 3e
Bruxelles, 2008, p.28

² توماس س. باترسون، مرجع سابق ذكره، ص 62

³ روب موريس، "النمو الاقتصادي والبلدان المتخلفة" ترجمة هشام متولي، الطبعة الثانية، دار الطليعة للطباعة والنشر، بيروت 1979، ص 9

⁴ د عبد القادر محمد عبد القادر عطية، "اتجاهات، حديثة في التنمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، 2003، ص-ص: 13، 12

⁵ فليح حسن خلف، "التنمية والتخطيط لأقتصادي"، عالم الكتاب الحديث، عمان، 2006، ص 178.

2-1 العوامل المحددة للنمو:

يرتبط مستوى الحياة في الاقتصاد بمقدرته الإنتاجية من السلع والخدمات وهذه الإنتاجية مرتبطة بكمية رأس المال المادي والبشري ومجموع المعارف التكنولوجية المتاحة عند العمال والثروات الطبيعية بصورة عامة هناك عناصر يجب بحثها عند المباشرة بأي عملية نمو أو تنمية سواء أكانت قصيرة أم طويلة الأجل وهذه العناصر ستلازم المخططين للعملية التنموية باستمرار وهي: العمالة، رأس المال، الموارد الطبيعية، الإدارة والتنظيم و التكنولجيا¹.

2-1-1 العمالة: إن الكفاءة والخبرة شرطان لا بد منهما لكي تستطيع التعامل مع طرق ووسائل الإنتاج الحديثة، لأن العمالة غير المدربة غير الكفوءة والتي لا قدرة لها على التعامل مع ماكنة حديثة أو حاسوب معقد، مما يشكل عائقاً أمام التنمية الاقتصادية ويظهر هذا واضحاً في كثير من البلدان التي تعاني البطالة وتوظف عمالة أجنبية ماهرة في قطاعات العمل خاصة الصناعة والخدمات وظهرت أهمية عنصر العمل في عملية الإنتاج من خلال ما يلي²:

PML: لإنتاجية الحدية للعمل $PML = F(K, L+1) - F(K, L)$ ذلك لأن ارتفاع عنصر العمل بالنسبة ΔL يؤدي إلى زيادة حجم الناتج بالمقدار $PML \cdot \Delta L$

2-1-2 رأس المال: والقصد هنا وسائل الإنتاج المناسبة كما ونوعاً بما في ذلك مستلزمات الاستفادة منها، فعرض رأس المال يعتمد على مستوى الإدخار وهذا الإدخار يشكل الفرق بين الدخل والإنفاق، فالبلد الفقيرة تعاني من قلة رؤوس الأموال ذلك لأن الأفراد يستهلكون دخولهم ولايدخرون ويعبر عنه بما تملكه الدولة أو القطاع الخاص أو الأفراد من مباني ومعدات وآلات في تلك اللحظة وهذه الموجودات ليست ثابتة عبر الزمن.

ΔK : التغير في مخزون رأس المال و **PMK:** الإنتاجية الحدية لرأس المال وتساهم الإنتاجية الحدية لرأس المال في قياس نسبة الزيادة في الإنتاج إذا ارتفع عامل رأس المال بوحدة واحدة فزيادة مخزون رأس المال بالمقدار ΔK يؤدي إلى زيادة حجم الناتج بمقدار $PMK \cdot (\Delta K)$.

$$F(K+1, L) - F(K, L) = PMK$$

2-1-3 الموارد الطبيعية: ويعد هذا العنصر مساعداً فهناك من الدول التي لا تمتلك الثروات الطبيعية لكنها عملاق اقتصادي كاليابان، بينما معظم الدول العربية تضم كميات هائلة من الثروات الطبيعية لكن هذه البلدان ما زالت نامية فحدوث النمو مرهون بالإستغلال الأمثل لهذه الموارد³.

¹ كبداني سيدي أحمد "أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية: دراسة تحليلية وقياسية أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012/2013، ص30

² محمد مصطفى، سمير أحمد، "النماذج الرياضية والتنمية الاقتصادية"، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية (مصر)، 1999، ص: 193

³ الحبيب فايز، "نظرية التنمية والنمو الاقتصادي" ط1، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1985، ص 402

2-1-4 الإدارة والتنظيم: يجب أن يتماشى التنظيم مع ما يوافق عادات وتقاليد ومعتقدات المجتمع.

2-1-5 التكنولوجيا: ان معرفة السبل الكفيلة بتحويل الخامات إلى سلع وخدمات تظهر دور التكنولوجيا في إختراع أنواع جديدة من السلع أو تطوير الموجود منها¹ وبعبارة أخرى فاعناصر الإنتاج الأرض والعمل ورأس المال بحاجة إلى أنواع عديدة من التكنولوجيا² التي تنتج العديد من السلع والخدمات.

A: يمثل مستوى التكنولوجيا ويشمل عامل التقدم التكنولوجي وهكذا يصبح معدل النمو الاقتصادي على الشكل التالي: $\frac{\Delta Y}{Y} = \alpha \frac{\Delta K}{K} + (1 - \alpha) \frac{\Delta L}{L} + \frac{\Delta A}{A}$
 إن معدل النمو الكلي هو مجموع مساهمة كل عامل من عوامل الإنتاج، مساهمة عامل رأسمال $(\frac{\Delta}{K})$ ، مساهمة العمل $(1 - \alpha) \frac{\Delta L}{L}$ ومساهمة عامل التكنولوجيا $(\frac{\Delta A}{A})$ وهو ما يعرف بالإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج³

3 مفهوم التنمية الاقتصادية

من الصعب وضع تعريف شامل للتنمية الاقتصادية ويعود هذا السبب لإختلاف طبيعة الدول وأنظمتها الاقتصادية لذا نستعرض بعض التعاريف حول التنمية الاقتصادية:
 تُعرف التنمية الاقتصادية بأنها: "تقدم للمجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل ورفع مستويات الإنتاج، من خلال إنماء المهارات والطاقات البشرية وخلق تنظيمات أفضل"⁴
 عرفها Nicolas Kaldor على انها "مجموعة من الاجراءات والسياسات والتدابير المعتمدة لتغيير هيكل وبنيان الاقتصاد القومي تهدف في النهاية الى تحقيق الزيادة السريعة والدائمة في متوسط دخل الفرد الحقيقي عن فترة ممتدة من الزمن و بحيث يستفاد منها الغالبية العظمى من الافراد"⁵
 وتعرف التنمية الاقتصادية "بأنها العملية التي يتم بمقتضاها دخول الاقتصاد الوطني مرحلة الإنطلاق نحو النموالذاتي، و على العموم فإن التنمية الاقتصادية هي العملية التي من خلالها تتحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي على مدار الزمن والتي تحدث من خلال تغيرات في كل من هيكل الإنتاج و نوعية السلع والخدمات المنتجة، إضافة إلى إحداث تغير في هيكل توزيع الدخل لصالح الفقراء"⁶ وهناك من يعرفها ب"التنمية الاقتصادية هي العملية التي يحدث من خلالها تغيير شامل

¹مدحت القرشي، مرجع سابق، ص142

² الحبيب فايز، مرجع سابق ذكره، ص 403

240, De Boeck, Bruxelles Belgique 1999, p³ Ulrich KOHLI, "Analyse macroéconomie

⁴هوشيار معروف، دراسات في التنمية الاقتصادية، دار الصفاء للنشر، جامعة البلقاء التطبيقية، (2005) ط1، ص11.

⁵بن قلبية زين الدين"الأثر التطور المالي على النموالاقتصادي في الجزائر"، أطروحة دكتوراه . تخصص العلوم الاقتصاديةجامعة بوبركالقاي،

تلمسان،الجزائر(2016/2015) ص67

⁶ محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، "التنمية الاقتصادية، دراسة نظرية وتطبيقية"، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة

الإسكندرية، 2003، ص76

ومتواصل مصحوب بزيادة في متوسط الدخل الحقيقي وتحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة وتحسن في نوعية الحياة وتغيير هيكل في الإنتاج¹

3-2 الفرق بين مفهومي النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية:

تظهر التعاريف السابقة الفروق التالية بين كل من التنمية والنمو، فالنمو هو تغيير في الجوانب المادية للفرد والمجتمع بينما التنمية هي تغيير هيكل وتقدم وظيفي وتغيرات تدريجية للمجتمع والفرد كما ان النمو يتوقف في مرحلة معينة من الزمن ولكن التنمية تبقى مستمرة والنمو هو قابل للتكميم والتنوع² بينما التنمية تتعدد مؤشراتها وتتغير عبر الزمن بهدف احداث زيادة تراكمية واحداث تطور في قطاعات ما بواسطة تدخل اطراف وباستعمال ادوات و سياسات معينة أما النمو الاقتصادي هو أحد عناصر التنمية الاقتصادية ولهذا إرتأينا قياس النمو لتوضيح دور الأسواق قيد الدراسة في عملية التنمية.

الفرع الثاني: التنمية في الاقتصاد الاسلامي ومتطلباتها

لم يرد مصطلح النمو أو التنمية في القرآن الكريم والسنة النبوية إلا أن هنالك العديد من المصطلحات المرادفة منها الأعمار³، والابتغاء من فضل الله تعالى، والسعي في الأرض وإصلاحها ونشدان الحياة الطيبة، والتمكين؛ كقوله تعالى عرفت بأنها⁴، كقوله تعالى: ﴿ هو أنشأكم من الأرض واستعمركم فيها ﴾، (الآية 61 من سورة هود) و عرفت أيضا بأنها القيام بالنشاط الإنتاجي في مناخ يتوافر فيه الإيمان والتقوى إستنادا إلى قوله عزوجل: ﴿ فقلت استغفروا ربكم إنه كان غفارا (10) يرسل السماء عليكم مدرارا(11) ويمددكم بأموال و بنين و يجعل لكم جنات و يجعل لكم أنهارا ﴾ (الآية 10-12) من سورة نوح⁵؛ فعملية التنمية في الاقتصاد الإسلامي لا ينظر إليها من منظور اقتصادي مادي فحسب لأنها ليست زيادة في الإنتاج فقط وليست إستيرادا للتكنولوجيا بل هي تمثل إنعكاس للقيم الفكرية والثقافية السائدة وهي عملية نهوض كاملة يتحول فيها المجتمع بجميع طاقاته وموارده نحو تحقيق هدف التقدم وعلى هذا الأساس فهي ليست مهمة الحكومة وحدها ولا تعني اللحاق بالدول المتقدمة ولا تقتصر على عنصر التمويل فقط لتحقيقها ولا يمكن أيضا تجاهل دور رأس المال البشري فيها لذا يجب وضع سياسات وخطط تتلاءم مع الظروف والإمكانات المتاحة وتحديد متطلباتها.

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق ذكره، ص16

² زين الدين بن قبلية، مرجع سابق ذكره، ص 70

³ محمد علي القرني: استعراض الكتابات المعاصرة في التنمية الاقتصادية من المنظور الإسلامي، ندوة الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر، القاهرة، سبتمبر 1988، ص. 3

⁴ D.Abdul Rahman AbbasMahmoud « Economic development in Islamic thought » journal of The Iraqi University, 2016, Volume 36, Issue 3, Pages 194-216,P-P:179,189

⁵ عبد الرحمان يسري أحمد، دراسات في علم الاقتصاد الإسلامي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص142

1- متطلبات التنمية في الاقتصاد الإسلامي:

انطلاقاً من تعريف الإسلام للتنمية يتضح بان شمولية الإسلام للبناء الاجتماعي تبين بان التنمية الاقتصادية هي جزء لا يتجزأ من النظام الإسلامي وحددت متطلباتها وفقاً للشرعية الإسلامية كالآتي

1-1 رفع إنتاجية عناصر الإنتاج المادية والمالية والبشرية:

يشكل الإنتاج محوراً للأنشطة الاقتصادية، والإسلام يحث على زيادة الانتاج وبعده من أعظم القيم التي حث عليها، وبناء على هذه النظرة كان اهتمام الإسلام كبيراً بإيجاد كل الحوافز التي تدفع الناس إلى العمل والإنتاج، لان رفع إنتاجية عناصر الإنتاج يؤدي إلى رفع الكفاءة الاقتصادية لاستغلال الموارد حيث أن الكفاءة الاقتصادية يمكن الوصول إليها بطريقتين¹ الأولى: إنتاج أقصى إنتاج ممكن ضمن تكاليف محددة والثانية: إنتاج نفس القدر من الإنتاج بتكلفه أقل وذلك من خلال التعاليم والتوجيهات التي يزرعها الإسلام في قلوب أبناءه منها قوله تعالى (وقل إعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنين) التوبة آيه 105 وقوله عليه الصلاة والسلام: " ما أكل أحد طعاماً قط خيراً من أن يأكل من عمل يده" كذلك الحث على الإخلاص في العمل وإتقانه² وفي قوله عز وجل واصفاً سيدنا موسى (يا أبت إستأجره إن خير من استأجرت القوي الأمين) القصص آية(26)، وفي وصف يوسف عليه السلام (إجعلني على خزائن الأرض أن حفيظ عليم) يوسف آية(55)³

- كما حث الإسلام على طلب العلم باعتباره الطريق والوسيلة للإستفادة من خيرات الطبيعة وتذليلها وقد نزلت أول سورة في القرآن تحث المسلمين على القراءة وفي تعظيم شأن العلم بقول تعالى (قل هل يستوي الذين يعلمون والذين لا يعلمون) الزمر آية(09).

2 . المعايير الإسلامية ودورها في رفع الكفاءة الاقتصادية:

ترتبط الكفاءة الاقتصادية في إستغلال الموارد بمدى توفر التراكم الرأسمالي للمجتمع والذي يعتمد على حجم المدخرات وفي هذا المجال يسعى الإسلام إلى جعل الادخار بأعلى درجة ممكنة كما أنه يشجع إلى توجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار.

فالاستهلاك تحكمه صفة القوامة فلا إسراف ولا تبذير كذلك نهى عن الشح والبخل والتقتير، وبالتالي فحجم المدخرات يكون أكبر ما يكون، وفي الوقت نفسه حرص الإسلام على توجيه هذه المدخرات إلى الاستثمار وذلك بتحريمه الاكتمار أولاً، وفرضه للزكاة ثانياً، ثم تحريمه للربا ثالثاً، وتشجيعه لمبدأ المشاركة رابعاً، كما حث الاسلام على المنافسة حيث عمل الإسلام على إزالة كل المعوقات التي تقف في وجه المنافسة مثل النهي عن الاحتكار وتلقي الركبان وبيع الحاضر للبادي

¹ الطيب داودي، "الإستراتيجية الذاتية لتمويل التنمية الاقتصادية"، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص5

² الطيب داودي، مرجع سابق ذكره، ص 21

³ الحافظ أبي بكر الهيثمي، **مجمع الزوائد ومنبع الفوائد**، دار الكتب العلمية بيروت 1988م ج4، ص98.

وغيرها من المعاملات الفاسدة¹، كما ان الأخلاق الإسلامية مثل الصدق والأمانة والثقة ومحاربة الغش والخداع والتدليس، كلها تقلل من تكلفة تنفيذ العقود ومتابعتها وفي ذلك رفع الكفاءة الاقتصادية أيضاً.

3- التركيز على إنتاج الحاجات الأساسية:

يحرص الإسلام على تحقيق مستوى الكافية لكل أفراد المجتمع المسلم ومن الأدلة على ذلك حديث الرسول صلى الله عليه وسلم: " ليس لابن آدم حق في سوى هذه الخصال: بيت يسكنه، وثوب يوارى عورته، وجلف الخبز والماء" فالإسلام لا يقبل أن ينخفض مستوى المعيشة لأفراد المجتمع عن حد الكافية، ويعتبر ذلك ضرورة شرعية لا بد من تحقيقها، وهذا يستوجب التركيز على الحاجات الأساسية² التي تغطي حد الكافية لأفراد المجتمع بواسطة تنمية الإنتاج المحلي (الإكتفاء الذاتي)

- سد الفجوة عن طريق الاستيراد واعتماداً على الموارد الذاتية المستمدة من نشاط التصدير في ظل ظروف التنمية بمفهومها الإسلامي و عدالة توزيع الدخل والتكافل الاجتماعي في إطار الإسلام.

- إحياء السنن الإسلامية في مجالات الإنتاج و التصدير و الاستيراد.

- التكافل مع الدول الإسلامية في مجالات الإنتاج والتصدير والاستيراد.

وعلى هذا الأساس يمكن استخلاص تعريف التنمية الاقتصادية كالآتي:

التنمية الاقتصادية هي مجموعة السياسات التي يتخذها مجتمع معين وتؤدي إلى زيادة معدلات النمو الإقتصادي إستناداً إلى قواه الذاتية وهي تشمل جانبين هامين جانب موضوعي وآخر معياري: الجانب الموضوعي: والذي يتمثل باستخدام أحدث الأساليب العلمية والتكنولوجية بهدف زيادة الإنتاج وزيادة متوسط دخل الفرد في المجتمع.

الجانب المعياري: ضرورة مراعاة مبدأ العدالة الاجتماعية وتحقيق توزيع عادل للدخل والقضاء على أوكار الفقر واحترام حقوق المواطن ومنع الاعتداء على الحريات، بمعنى آخر يجب أولاً تنظيم الجهود ثم القيام بتقييم الاقتصاد المحلي بعدها اعداد استراتيجيات تنمية والقيام بتنفيذها ثم مراجعتها والرقابة على إشرافها ويتضح من خلال التعاريف السابقة بأن التنمية الاقتصادية تتميز بالخصائص الآتية:

* الشمولية: ويقصد بها احتواء مختلف ميادين الحياة الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية و الثقافية

والأخلاقية بحيث ان هذه التغيرات تقوي من تلاحم أفراد المجتمع³.

* حدوث زيادة مستمرة في متوسط الدخل الحقيقي ولفترة طويلة من الزمن: التنمية عملية طويلة

الأجل.

¹ للمزيد حول هذه الأحكام يراجع: د. أحمد صفي الدين عوض: أصول علم الاقتصاد الإسلامي (م.س) ص 81-92.

² D.Abdul Rahman AbbasMahmoud « **Economic development in Islamic thought** » journal of The Iraqi University, 2016, Volume 36, Issue 3, Pages 194-216, P202

³ محمد شوق الفنجري: المذهب الاقتصادي في الإسلام- الهيئة المصرية العامة للكتاب- 1986، ص-ص: 111، 112.

* حدوث تحسن في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة: التنمية الاقتصادية تهتم و بشكل كبير بنوعية الزيادة، بالإضافة إلى كمية الزيادة، وكيفية توزيع مقدار الزيادة الحاصلة في الدخل على مختلف طبقات المجتمع، و خاصة الفقراء منهم مع تحقيق عدالة أكبر في هذا التوزيع¹

* ضرورة التحسين في نوعية السلع والخدمات المقدمة للأفراد: ويكون ذلك عن طريق توعية الأفراد والمجتمع بأهمية التعليم والتدريب وهنا يظهر جانب التنمية البشرية واستغلالها الامثل.

* حدوث تغيير في هيكل الإنتاج بغرض زيادة الطاقة الإنتاجية: إحداث اصلاحات في هيكل الاقتصاد من اقتصاد يعتمد على المنتجات الأولية إلى هيكل يتميز بارتفاع نسبة الصناعة والخدمات² فمن خلال التعاريف السابقة تبين بأن التنمية هي مفهوم نسبي متغير المحتوى في الزمان والمكان فلكل بلد خصائصه المتميزة اقتصاديا، اجتماعيا ومؤسسيا، فمن الصعب إعطاء تعريف دقيق لمستوى التنمية³

الفرع الثالث: أهم نظريات التنمية الاقتصادية

يوجد العديد من النظريات المتعلقة بعملية التنمية غير أننا سوف نركز على أهم النظريتين اللتين توفقتا مع تجربة الآسيان وهي :

1- نظرية الدفعة القوية (Theory Of Big Push) أو النمو المتوازن:

تؤكد الفكرة الأساسية لهذه النظرية، القيام باستثمارات ضخمة لإقامة الهياكل الاقتصادية الأساسية، وإنشاء مشروعات متكاملة عديدة، حتى يتمكن الاقتصاد من الخروج من طوق الركود، والوصول إلى حالة من النمو المتوازن في مختلف الأنشطة الاستثمارية⁴.

ويبرر كل من روزنشتين- رودان Rosenstien- Rodan وراجنر نيركسه Ragner Nurkse تأييدهما لهذه الإستراتيجية لأن ضيق السوق يعد من أهم العقبات التي تقف في طريق التنمية، ويرجع ضيق السوق إلى انخفاض القوة الشرائية، الناتجة عن انخفاض مستوى الدخل الفردي الحقيقي الذي يسهم في انخفاض مستوى الإنتاجية وبالتالي الحل في إقامة صناعات مختلفة في وقت زمني متقارب، تكوّن هذه الصناعات فيما بينها سوقاً واسعاً وكبيراً بدلاً من إنشاء صناعة واحدة داخل الدول النامية، فالاستثمار حسب رأي نيركسه⁵ يجب أن يشمل الاقتصاد الوطني ككل لأن الاقتصاد الوطني وحدة واحدة يتألف من أجزاء عديدة مترابطة ويؤكد مؤيدوا إستراتيجية النمو المتوازن ذلك أيضاً بخصوص العلاقة بين القطاع الزراعي والصناعي إذ تؤدي تنمية القطاع الزراعي في الدول الناشئة إلى الإعتماد على الأيدي العاملة سيؤدي إلى زيادة دخولهم، وزيادة دخول العمال تؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الصناعية، أي إرتفاع

¹ كميل حبيب، حازم البني، "من النمو و التنمية إلى العولمة و الغات"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان 2000، ص 20

² أحمد رمضان نعمة الله، محمد سيد عابد، إيمان عطية ناصف، النظرية الاقتصادية الكلية، مرجع سبق ذكره، ص 382

³ Matouk BELATTAF, économie du développement, ed. office des publications universitaires (OPU), Alger, 2010, p: 34.

⁴ إسماعيل شعباني "مقدمة في اقتصاد التنمية"، نظريات التنمية والنمو استراتيجيات التنمية، ط2، دار هومة، الجزائر، 1997، ص 28

⁵ Ragar Nurkse, Problems of capital formation in underdeveloped countries, oxford, 1953, p.5

في القوة الشرائية نتيجة لإرتفاع في الدخل كما تساعد زيادة الإنتاج الزراعي على إنشاء صناعات عديدة ترتبط أساساً بالقطاع الزراعي، كصناعات الأغذية وصناعة السكر والزيوت النباتية والخشب، والمحصول النهائية أن الإستثمار يجب أن يوزع ما بين القطاع الصناعي والزراعي بحيث يكون كل منهما سوقاً للآخر وتعتمد النظرية على مبدأ الوفورات الخارجية، والتي تؤدي إلى مزايا تعود بالفائدة على المشروعات الإنتاجية نتيجة قيام مشروعات أخرى دون أن تؤثر هذه المزايا في حساب عائد الاستثمار في المشروعات الأخيرة، وبصفة عامة فقد استخدم مصطلح الوفورات الخارجية في مجال التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدلالة على التكامل بين المشروعات الصناعية مما يؤدي إلى اتساع نطاق السوق وانخفاض التكاليف والأسعار، ومن ثم زيادة الدخل بمعدلات كبيرة مما يؤدي إلى زيادة الادخار والاستثمار .

غير أن استخدام أسلوب التنمية بالاعتماد على نظرية الدفع القوية¹ يحتاج إلى تمويل كبير قد تكون الدول النامية غير قادرة على الحصول عليه² و يرى منتقدوا الدفع القوية، أن هذا الأسلوب قد أسس على افتراضات أن العرض سيصنع طلباً موازياً له، وهذا غير واقعي ولا سيما في الدول النامية التي تعاني من ضيق السوق غير ان هذه النظرية نجحت كثيرا في دول جنوب شرق آسيا.

2- نظرية النمو غير المتوازن أو الأسلوب الانتقائي:

نظراً لصعوبة توفير التمويل اللازم للنمو المتوازن، يرى فريق آخر من الاقتصاديين أن برنامج الإنماء الأكثر تواضعاً والذي يشمل على مجالات منتقاه هو الأسلوب الممكن الوحيد ويقدمون توصيات بإتباعه، وفي ظل هذا الأسلوب فإن الخطوة الضخمة في التنمية يتم اتخاذها في عدد محدود من الفروع الإنتاجية المنتقاة³ مثل السدود ومصانع الصلب ومصافي البترول، ولكن يشترط في هذه الفروع الإنتاجية أن تحدث تكاملاً مع غيرها وآثاراً وروابط أمامية وخلفية تؤدي إلى اشاعات تنموية تكون أساساً للتنمية المتجددة ذاتياً⁴، ومن أهم مؤيدي هذه الاستراتيجية ألبرت هيرشمان Albert Hirschman وهانز سنجر Hans Singer اللذان انتقدا أسلوب النمو المتوازن.

إن أنصار إستراتيجية النمو غير المتوازن يرون أن إتباع هذا الأسلوب هو الأفضل كإستراتيجية ملائمة للدول النامية ويركزون على الدفع القوية للاقتصاد الوطني بحيث تكون في إطار النمو غير المتوازن.

ويعطي مؤيدو إستراتيجية النمو غير المتوازن بعض الشواهد التاريخية التي تدعم وجهة نظرهم بالتركيز على قطاعات رائدة مثل:

- قطاعات المنسوجات في بريطانيا في القرن التاسع عشر.

¹ محمد عبد العزيز عجمية و إيمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص117

² مدحت القرشي، مرجع سابق ذكره، ص91 .

³ إسماعيل شعباني، مرجع سبق ذكره، ص88

⁴ مالكوم جيلز وآخرون، إقتصاديات التنمية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، بدون سنة نشر، ص124 .

- قطاعات السكك الحديدية في الولايات المتحدة الأمريكية في القرن التاسع عشر.
- قطاع إنتاج المواد الغذائية في الدانمارك في النصف الثاني من القرن العشرين.
- قطاعي الصناعات الكيماوية و الإلكترونيات في النصف الثاني من القرن العشرين في أوروبا الغربية.
- قطاع الكهرباء في الاتحاد السوفيتي في العشرينات والصناعات الثقيلة (الآلات) في الثلاثينات والأربعينات من القرن العشرين.

وبالرغم من ذلك فقد تعرضت نظرية النمو غير المتوازن للعديد من الانتقادات ومنها¹:

- لا تعتمد هذه النظرية على وجود خطة شاملة، وهي مسألة بعيدة عن واقع الدول النامية التي لا يمكن للقطاع الخاص أن يتحمل وحده أعباء التنمية في المجتمع، فالجزء الأكبر من الجهود الإنمائية ينبغي أن يتحملها القطاع الحكومي بحكم إمكانيته.
- قد تفقد هذه النظرية إلى الاهتمام بالصناعات الكمالية على حساب الصناعات الأساسية.
- لذلك يقترح إتباع حل وسط يعتبر بمثابة سياسة ثابتة تتطوي على التوفيق بين مدخلي الدفعة القوية والأسلوب الانتقائي، حيث يبدو أن السياسة الأكثر معقولة للإنماء في الدول النامية تتطوي على السير المستمر في المجالات كلها مدعوماً بخطوات كبيرة ضخمة في مجالات مختارة.

المطلب الثاني: أبعاد ومؤشرات التنمية الاقتصادية

نعرض في هذا المطلب أبعاد التنمية والاهداف المنشودة من تحقيقها ومدى أهميتها لدى كل الشعوب بالإضافة الى مفايسس كل من النمو والتنمية الاقتصادية.

الفرع الاول: أبعاد وأهمية التنمية الاقتصادية:

1- أبعاد التنمية الاقتصادية: للتنمية ابعاد مختلفة فمنها المادي، السياسي، الدولي وكذا الاجتماعي².

1-1 البعد المادي للتنمية الاقتصادية:

يستند هذا البعد الى ان تحقيق التنمية يكون بالتخلص من سمات التخلف واكتساب خصائص الدول المتقدمة، فالمفهوم المادي للتنمية الاقتصادية يبدأ بتراكم قدر من رأس المال، الذي يسمح بتطوير التقسيم الاجتماعي للعمل والتحول إلى الصناعة الآلية الحديثة، وعلى النحو الذي يحقق سيادة الإنتاج السلعي³ وهذا ما يعرف بجوهر التنمية لان هذه الاخيرة تتحقق من خلال العمليات التالية وهي: تحقيق التراكم الرأسمالي؛ تطوير التقسيم الاجتماعي للعمل؛ سيادة الإنتاج السلعي وعملية تكوين السوق القومية.

¹ مدحت القرشي، مرجع سابق، ص: 99-100

² جميل طاهر، " النفط والتنمية المستدامة في الأقطار العربية- الفرص والتحديات"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1997، ص: 2، 7

³ مدحت القرشي، مرجع سابق ذكره، ص: 124، 125

وارتبط أيضا مفهوم التنمية بالتصنيع ارتباطا وثيقا ذلك لأن عملية التصنيع تتطلب إحداث جملة عوامل أهمها ثورة صناعية، وهيئة القاعدة الصناعية، وارتفاع مستوى التراكم الرأسمالي، وخلق الأطر الملائمة لإحداث التغيير في البنيان الاجتماعي¹.

1-2 البعد الاجتماعي للتنمية:

لاشك أن الجانب الاقتصادي للتنمية ذو صلة وثيقة بجوانب الحياة الأخرى في المجتمع وهي الجوانب الاجتماعية والثقافية والسياسية، وقد ترتب على توسيع مفهوم التنمية أمران:

الأول (ربط التنمية بالتحديث): وفقا لهذا المنظور التنمية يعبر عنها بمؤشرات مادية وأخرى غير مادية تشمل التقدم التكنولوجي السريع وزيادة الإنتاج المادي وارتفاع معدلات الإنتاجية وسرعة الانتقال الجغرافي وسرعة الاتصال وزيادة السكان وزيادة التحضر وزيادة الخدمات الإنتاجية والاجتماعية وإعادة تأهيل المهارات الفردية وإعادة تشكيل الأنظمة الاجتماعية بهدف التكيف مع متطلبات المجتمع الجديد².

الثاني (ربط التنمية بالانتشار) هناك إتساع تتمثل في مجموعة التغييرات في الهياكل الاجتماعية واتجاهات السكان والمؤسسات القومية وتقليل الفوارق في الدخل.

1-3 البعد السياسي للتنمية:

إن انتشار فكرة التنمية عالميا جعل منها أيديولوجية، وحلت معركة التنمية محل معركة الاستقلال. فالتنمية تشترط التحرر والاستقلال الاقتصادي من التبعية إلى جانب التبعية الاستعمارية المباشرة، فإذا كان الواقع قد فرض على البلدان النامية الاستعانة بالموارد الأجنبية من رأس المال والتكنولوجيا، إلا أن هذه المصادر يجب أن تكون مكملة للإمكانات الداخلية الذاتية، بحيث لا تقود إلى السيطرة عليها.

1-4 البعد الدولي للتنمية:

إن فكرة التنمية والتعاون الدولي في هذا المجال قد فرضت نفسها وقادت إلى تبني التعاون على المستوى الدولي وإلى ظهور الهيئات الدولية، كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي و(الجات سابقا) وكذلك نشأة منظمة الأونكتاد والتنمية³، وتهدف جميعها إلى تحقيق علاقات دولية أكثر تكافؤا ثم جاء عقد التنمية الثاني للفترة 1970-1980، مستهدفا معدلات سنويا للنمو تبلغ 6%.

1-5 البعد الحضاري:

إن مفهوم التنمية واسع يشمل كل جوانب الحياة ويفضي إلى مولد حضارة جديدة ويعتبر البعض بأن التنمية بمثابة مشروع نهضة حضارية بالتنمية ليست مجرد عملية اقتصادية تكنولوجية، بل هي عملية بناء حضاري تؤكد فيه المجتمعات شخصيتها وهويتها الإنسانية⁴.

1 علي مهدي داود سلمان الربيعي، " التحليل الاقتصادي لمؤشرات التنمية المستدامة في بلدان أسيوية مختارة" رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة كربلاء، 2009، ص 49

2 صندوق الأمم المتحدة الإنمائي للمرأة (اليونيفيم): المكتب الإقليمي للدول العربية، عمان، الأردن، 2002، ص26

3 علي مهدي داود سلمان الربيعي، مرجع سابق ذكره، ص55

4 محمد عبد العزيز عجمية، إيمان عطية ناصف، مرجع سبق ذكره، ص ص 56-59

2- أهداف التنمية الاقتصادية.

يرتبط تطور أهداف التنمية بتطور مفهومها لذلك لا بد من إضافة هدف آخر وهو الحفاظ على البيئة، حيث أن تحقيق رفاهية الأجيال الحالية يجب أن لا تكون على حساب استنزاف الموارد الطبيعية لأن في ذلك إجحاف بحقوق الأجيال المستقبلية كما أن أهداف التنمية تختلف من بلدٍ إلى آخر، ومن فترةٍ إلى أخرى في البلد الواحد؛ نظرًا لاختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية بين الدول ومع ذلك فإن هناك أهدافًا أساسية مشتركة تسعى إليها معظم الدول، والتي نوجزها فيما يلي¹:

1-2 زيادة الدخل الوطني:

تعتبر زيادة الدخل القومي من أول أهداف التنمية الاقتصادية؛ وذلك من خلال إتاحة الفرص للحصول على الحاجات الأساسية من مأكّلٍ وملبسٍ وحماية؛ وهذا راجع للدافع الحقيقي للتنمية والمتمثل في مكافحة الفقر بالإضافة إلى مراعاة زيادة نمو عدد السكان غير المتماشية مع النمو الاقتصادي.

2-2 رفع مستوى المعيشة:

يعتبر تحقيق مستوى مرتفع للمعيشة من بين الأهداف الهامة التي تسعى التنمية الاقتصادية إلى تحقيقها في الدول المتخلفة اقتصاديًا وذلك أنه من المتعذر تحقيق الضروريات المادية للحياة بمجرد زيادة الدخل القومي فحسب؛ وإنما هي أيضًا وسيلة لرفع مستوى المعيشة، من حق التعليم والرعاية الصحية وتوفير وسائل الاتصالات² وغيرها مما يضمن الرفاه للفرد والمجتمع.

3-2 تقليل التفاوت في الدخل والثروات:

يعتبر هدفًا اجتماعيًا للتنمية الاقتصادية؛ فانخفاض مستوى متوسط دخل الفرد من الدخل الوطني، ينتج عنه فوارق كبيرة في الدخل والثروات؛ إذ ستحوز طائفة صغيرة من أفراد المجتمع على أغلب ثرواته ودخله الوطني، ومثل هذا التفاوت في توزيع الثروات يؤدي إلى إصابة المجتمع بعدة أضرار، كلما كبر ذلك الجزء المعطلّ من رأس مال المجتمع.

4-2 تعديل التركيب النسبي للاقتصاد الوطني:

هناك أهداف أخرى تدور حول تعديل تركيب الاقتصاد الوطني، وتغيير طابعه التقليدي؛ ففي الدول النامية يغلب القطاع الزراعي على البنيان الاقتصادي. وعلى هذا الجانب، فعلى القائمين بعملية التنمية

¹ أنظر في ذلك:

- رمزي علي إبراهيم سلامة، اقتصاديات التنمية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1991، ص- ص 113-114

- ميشيل توادور "التنمية الاقتصادية" ترجمة أ.د محمود حسن حسني، دار المريخ، السعودية 2006، ص- ص: 55-85

² للمزيد من التفاصيل أنظر:

- كامل بكري، التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1988، ص- ص: 70، 75

- مصطفى زروني، النمو الاقتصادي واستراتيجيات التنمية بالرجوع إلى اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه

دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، (غ م) 1999/2000، ص- ص: 15-17

الاقتصادية تخصيص نسبةٍ معتبرة من موارد الدولة للنهوض بالصناعة، سواءً كان ذلك بإنشاء صناعاتٍ جديدة أو بالتوسع في الصناعات القائمة.

2-5 توفير عنصر الحرية: ويقصد بالحرية تمكين الأفراد من تقرير مصيرهم بأنفسهم وتخليصهم من العبودية والاعتمادية وتحقيق التنمية الاقتصادية تزداد حرية الأفراد وتزيد قدرة الدولة على تقرير مصيرها.

3- أهمية التنمية الاقتصادية

من خلال ما تقدم نرى أن للتنمية الاقتصادية أهمية كبيرة في حياة الفرد الإجتماعية¹ يمكن أن نلخص منها ما يلي²:

- 1- زيادة الدخل الحقيقي وبالتالي تحسين معيشة المواطنين و توفير فرص عمل للمواطنين.
- 2- توفير السلع والخدمات المطلوبة لإشباع حاجات المواطنين.
- 3- تحسين المستوى الصحي والتعليمي والثقافي للمجتمع.
- 4- تقليل الفوارق الاجتماعية والاقتصادية بين طبقات المجتمع.
- 5- تسديد ديون الدولة وكذا تحقيق الأمن القومي

الفرع الثاني: مقاييس النمو الاقتصادي حسب النظريات القياسية والكمية يعبر عن النمو الاقتصادي من خلال اجمالي الناتج المحلي وكذلك عن طريق الدخل أو الانفاق³ تختلف طريقة قياس النمو الاقتصادي بين الدول وذلك راجع لعدة أسباب تتعلق بتوفر الإحصائيات والبيانات وكذلك كيفية بناء المؤشرات والأساس المعتمد في ذلك.

1- طريقة الإنفاق

الناتج الداخلي الخام هو قيمة السلع والخدمات النهائية المنتجة في الاقتصاد خلال فترة معينة إن الإنفاق الكلي⁴ حتما سيكون مساوي مع إجمالي الدخل في الاقتصاد المحلي انطلاقا من كون أن عملية إنفاق أي شراء سلع أو خدمات معينة يقوم بها طرف معين هذا يعني أن هناك طرف آخر هو البائع حيث يكون هذا الإنفاق هو نفسه الدخل

$$Y: \text{الناتج الداخلي الخام} = \text{الإنفاق الكلي} (Y = C + I + G + (M - X))$$

C: الاستهلاك (إنفاق القطاع العائلي) / **I:** الاستثمار (إنفاق قطاع الأعمال).

G: الإنفاق الحكومي / **(X-m):** صافي الصادرات.

¹ ميشيل توادور "مرجع سابق ذكره"، ص 48

² دوجلاس. ف. موسيث: مبادئ التنمية المستدامة، ترجمة بهاء شاهين، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، ط1، 2000، ص9

³ السريتي محمد، نجا علي عبد الوهاب، النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص380

⁴ سياسات الاقتصاد الكلي والنمو في المنطقة العربية على الموقع

<https://www.un.org/esa/ffd/wp-content/uploads/2014/09/StrategiesArabRegion.pdf>

2- طريقة القيمة المضافة

الناتج الداخلي الخام هو مجموعة القيم المضافة المنتجة في الاقتصاد خلال فترة معينة حيث أن القيمة المضافة لعملية إنتاجية هي قيمة المنتج النهائي منقوص منها قيمة الاستهلاك الوسيط. القيمة المضافة = مجموع القيم المضافة = قيمة المنتج النهائي - قيمة الاستهلاك الوسيط

3- طريقة الدخل:

الناتج الداخلي الخام هو إجمالي الدخل¹ المحصل عليها في الاقتصاد خلال فترة محددة حيث جزء من الدخل هو عبارة عن الرسوم التي تفرضها الدولة على المبيعات (ضرائب غير مباشرة) وجزء آخر هو عبارة عن مجموع الأجور (عائد العمل) والجزء المتبقي هو عبارة عن عائد رأس المال (الأرباح) الناتج الداخلي الخام = الدخل الوطني

ومن المعروف أن تقدير الدخل الوطني الذي نحصل عليه بهذه الطريقة هو الدخل الوطني بتكلفة عناصر أو عوامل الإنتاج وبذلك إذا أردنا الحصول على الناتج الوطني بسعر السوق فإنه يجب أن نضيف على التقدير السابق قيمة الضرائب غير المباشرة وقيمة الإهلاك وعادة ما يتم قياس معدل النمو الاقتصادي وفق المعادلة التالية:

الدخل الحقيقي في الفترة الحالية - الدخل الحقيقي في الفترة السابقة

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{الدخل الحقيقي في الفترة الحالية} - \text{الدخل الحقيقي في الفترة السابقة}}{100 \times \text{الدخل الحقيقي في الفترة السابقة}}$$

الدخل الحقيقي في الفترة السابقة

الفرع الثالث: تطور مؤشرات قياس التنمية الاقتصادية

تستخدم المؤشرات الاقتصادية للتنبؤ بالوضع الاقتصادي في المستقبل لبلد معين، بهدف التعرف على مدى قوة الاقتصاد وتلك المؤشرات عبارة عن تقارير بيانات وتقارير اقتصادية تكون مجدولة يتم استخدامها لقياس الأداء الخاص بمختلف القطاعات الاقتصادية التي تكون متعددة.

يعتبر الناتج القومي الإجمالي GNP أو الناتج المحلي الإجمالي GDP هو المقياس التقليدي للتنمية²، ويشتق منه مؤشرات للتنمية، ومن أهم المقاييس الأكثر شيوعاً، متوسط نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي، ومعدل النمو السنوي في الناتج القومي الإجمالي³، ومعدل النمو السنوي في نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي، وبالطبع هناك العديد من الانتقادات التي وجهت للمقاييس السابقة.

وبسبب المشاكل السابقة، حاول فريق من الباحثين بمعهد الأمم المتحدة لبحوث التنمية الاجتماعية UNRISD عام 1970 صياغة مقياس عام للتنمية كبديل للمقياس التقليدي للناتج القومي، والمقياس

¹ إيمان عطية ناصف "مبادئ الاقتصاد الكلي" المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2006، ص-ص: 362، 360

² د. إبراهيم العيسوي، د. إبراهيم العيسوي "التنمية في عالم متغير - دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها" - دار الشروق، مصر، ط1، 2000، ص

المقترح هو مقياس مركب من (18) مؤشراً من المؤشرات الاقتصادية والاجتماعية،¹ تم اختيارها من بين (73) مؤشراً لمجموعة مكونة من (58) دولة من الدول النامية والمتقدمة، حسب القيمة المتوسطة لمعامل الارتباط بين كل مؤشر وباقي المؤشرات من المجموعة الأصلية، فقد اعتبر أن المؤشرات ذات الارتباط المرتفع في المتوسط مع بقية المؤشرات تصلح أكثر من غيرها كمؤشرات لعملية التنمية في مجموعها² وفيما يلي بيان للمؤشرات التي وقع عليها الاختيار³:

1.توقع الحياة عند الميلاد،	9.متوسط عدد أجهزة الراديو لكل ألف من السكان.
2.نسبة السكان الذين يعيشون في تجمعات من 20 ألف نسمة فأكثر.	10.نسبة السكان الذين يحصلون على كهرباء، غاز، مياه نقية.
3.متوسط الاستهلاك اليومي للفرد من البروتين الحيواني.	11.الإنتاجية المتوسطة للعامل الزراعي (للذكور فقط).
4.نسبة الاستيعاب من التعليم الابتدائي والثانوي معاً.	12.نسبة الذكور البالغين الذين يعملون في الزراعة.
5.نسبة الملتحقين بالتعليم الفني أو المهني.	13.متوسط استهلاك الفرد من الكهرباء.
6.متوسط عدد الأفراد لكل غرفة.	14.متوسط استهلاك الفرد من الصلب.
7.متوسط توزيع الصحف لكل مائة ألف من السكان.	15.متوسط استهلاك الفرد من الطاقة.
8.متوسط عدد أجهزة التلفون لكل ألف من السكان.	16.نسبة مساهمة الصناعات التحويلية في الناتج المحلي الإجمالي.
	17.متوسط نصيب الفرد من التجارة الخارجية.
	18.نسبة من يعملون بأجر أو راتب إلى جملة السكان.

ولقد عرض كل من Morris و Adelman لدراسة كمية لمؤشرات التنمية الاقتصادية وقد كان الغرض من هذه الدراسة جمع معلومات صحيحة ومضبوطة تتعلق بالاعتماد المتبادل بين النواحي الاقتصادية وغير الاقتصادية في عمليات التنمية⁴ ولقد قسمت هذه المتغيرات إلى ثلاثة أنواع:

- متغيرات تعتمد على الإحصاء ومتغيرات تجمع ما بين الإحصاء والعوامل الكيفية.
- متغيرات مصاغة في صورة كيفية (تحليل كفي خالص).

وهذا الاستخدام الكيفي للمؤشرات في الدراسات الكمية تعتبر أحد الابتكارات في التحليل، والجدول يوضح المتغيرات الاقتصادية، سواء في صورة كمية أو كيفية والتي لها ارتباط بالتنمية.

¹ كبداني سيد أحمد، مرجع سابق ذكره، ص 24

² د. إبراهيم العيسوي، مرجع سابق ذكره، ص 106

³ نفس المرجع السابق، ص 118

⁴ عبد اللطيف، رشاد "أساليب التخطيط للتنمية" المكتبة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 66

جدول رقم 09 مؤشرات قياس التنمية الاقتصادية

م	مؤشرات قياس التنمية الاقتصادية
1.	حجم قطاع الزراعة التقليدية.
2.	الدخل الفردي بالنسبة للدخل العام.
3.	نسبة النمو السنوي في الدخل الفردي الحقيقي من الإنتاج القومي العام.
4.	مدى وفرة المواد الطبيعية.
5.	نسبة توظيف رأس المال.
6.	مستوى تحديث الصناعة.
7.	التغيير الذي طرأ على الصناعة.
8.	مستوى التحديث في الآلات الزراعية.
9.	درجات التحسن في الإنتاج الزراعي.
10.	مستوى التحسن في الدخل القومي.
11.	مستوى التحسن في نظام الضرائب.
12.	تركيب أو بناء التجارة الأجنبية.
13.	مدى تعهد القيادة بالتنمية الاقتصادية
14.	قوة حركة العمل.
15.	نسبة الصناعة المحلية للصناعة الأجنبية في المجتمع.

المصدر: عبد اللطيف، رشاد "أساليب التخطيط للتنمية"، المكتبة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص(56-57)

وفي مجال التطورات الأحدث في مجال المؤشرات، والتي يمكن الاستعانة بها في تكوين مجموعة مؤشرات ذات مغزى للتنمية، اقترح البنك الدولي مدخلاً كلياً للتعامل مع تحديات التنمية، يجمع بين الجوانب المالية والاقتصادية من جهة، والجوانب الهيكلية والمؤسسية من جهة أخرى، وهذا المدخل الكلي هو ما أطلق عليه البنك الدولي بمؤشرات التنمية العالمية وهي 21 مؤشر¹ ولكل منها مؤشرات فرعية وهي: الاقتصاد و النمو - البنية التحتية - البيئة - التجارة - التعليم - التنمية الاجتماعية - التنمية الحضرية - الحماية الاجتماعية والأيدي العاملة - الديون الخارجية - الزراعة والتنمية الريفية - الصحة - الطاقة والتعدين - العلم والتكنولوجيا - الفقر - القطاع الخاص - القطاع العام - القطاع المالي - بيانات واحصائيات المساواة بين الجنسين - تغيير المناخ - فاعلية المعونة.

المطلب الثالث: التنمية الاقتصادية في دول جنوب شرق آسيا

قامت دول جنوب شرق آسيا بتجربة تنمية استقطبت أنظار العالم بأسره إذ بدت كتلة متجانسة ثقافياً واقتصادياً فضلاً عن كونها عملاق تنمية و أصبحت نموذجاً يقتدى به في الخلاص من التخلف رغم تعرضها لنكسة في عام 1997 عرضتها لمأزق اقتصادية واجتماعية غير أنها تمكنت من مفاجأة العالم بعد تخلصها من هذه الأزمة وارتقاؤها الى مصاف كبرى الدول الاقتصادية أين صار هذا النموذج التنموي يدرس في كبرى الدول وبغية الاستفادة من تجربتها الرائدة تم تقسيم المطلب إلى ثلاث فروع: نبذة

¹ Data world bank indicators, visité le 31/03/2020 à 10h57

تاريخية عن تكتل دول جنوب شرق آسيا، التجربة التنموية لدول جنوب شرق آسيا و مؤشرات الاقتصاد الكلي وآفاق النمو و معوقاته

الفرع الاول: نبذة تاريخية عن تكتل دول جنوب شرق آسيا

أمام شتى أنواع العولمة وحتى تستطيع الدول الصمود أمام الشركات متعددة الجنسيات والعبارة للقارات ظهرت عدة تكتلات إقليمية بين الدول التي تجمعها روابط تاريخية و جغرافية وعوامل سياسية و ثقافية اقتصادية وكذا دوافع أمنية بهدف الحفاظ على كيانها والتصدي للمنافسة الخارجية الشرسة¹ وتحقيق التنمية مثل تكتل الاتحاد الأوربي والإفريقي و كذا الآسيوي وفي هذا الاطار سوف نخص بالدراسة تكتل دول جنوب شرق آسيا حتى يتسنى لنا معرفة وضع دولتي إندونيسيا و ماليزيا في الاقليم الآسيوي الصاعد

1. تكتل دول جنوب شرق آسيا (A.S.E.A.N)

تأسست كتلة الآسيان² في عام 1967 بمبادرة من الولايات المتحدة الأمريكية، إبان الحرب الباردة ضد الشيوعية³ وهي تتكون من عشر (10) دول: بروناي، كمبوديا، إندونيسيا، لاوس، ماليزيا، ميانمار، الفلبين، سنغافورة، تايلاند، وفيتنام وتختلف هاته الدول عن بعضها من حيث عدد السكان، والمساحة الجغرافية، والنتاج المحلي الإجمالي، ومراحل التنمية، والتحديات التي تواجه كل دولة على حدة، لكن القاسم المشترك الذي يوحد جميع هذه الدول يتمثل في إمكانات النمو الاقتصادي المتسارعة وتضم المجموعة حوالي 620 مليون نسمة وتهدف هذه الدول إلى تحقيق تكتل يرتكز على ثلاثة أعمدة: الوحدة الأمنية: باعتماد الحوار والسلام، وحل الخلافات بين دول الأعضاء.

الوحدة الاقتصادية: تهدف للاندماج الاقتصادي، وتعزيز التبادل الحر، وتحقيق تنمية اقتصادية متوازنة. الوحدة السوسيوثقافية: التي تستهدف خلق هوية جهوية لتنشيط التعاون من أجل التنمية الاجتماعية، ورفع مستوى عيش سكان الريف، وتشجيع المشاركة الفعالة لطبقات المجتمع، وتأهيل اليد العاملة. كما تدعو دول الرابطة مستقبلا إلى إنشاء منطقة واسعة للتبادل الحر في آسيا تضم دول المجموعة إلى جانب الصين واليابان وكوريا الجنوبية والهند.

2. أهمية تكتل دول جنوب شرق آسيا دوليا

يمكن تقسيم دول الرابطة حسب المستوى الاقتصادي إلى مجموعتين، هما⁴:

¹ محمد محمود الإمام، تجارب التكامل العالمية ومغزاها لتكامل العربي، ط1، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004. ص 280
² تعبير " جنوب شرق آسيا هو في الأصل تعبير أنجلو سكسوني عسكري قديم، ومنظمة آسيان كانت عبارة عن حلف عسكري عهدت قيادته إلى الأميرال " مونتباتارن" لإعادة الاستقرار في جزيرة الهند الصينية ومناطق أخرى محتلة من قبل بريطانيا العظمى وبمباركة وتوجيه من الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا وبريطانيا لأسباب أمنية عسكرية بسبب نشوء الحرب الكورية والتعاون الصيني السوفييتي من أجل إرساء الأفكار الشيوعية.

³ علي عواد الشرعة، "الآسيان وتجربة التعاون الإقليمي، دراسة في مقومات التجربة وتحدياتها وإمكانات إستفادة منها" مجلة انسانيات الجزائرية، العدد8، ص-ص(88-63)، 1999، على موقع <http://journals.openedition.org/insaniyat/8350> تاريخ الزيارة 21/09/10 على

13سا10د

⁴ <https://www.institut-numerique.org/a-origines-et-creation-52e7d51211eac> 28/01/2014

- الدول أكثر تقدماً اقتصادياً: سانغفورة، تايلاند، ماليزيا، أندونيسيا، الفلبين.
 - الدول أقل تقدماً اقتصادياً: ميانمار، اللاوس، الكامبودج، الفيتنام، بروناي.
 تعد دول جنوب شرق آسيا من أسرع الاقتصادات نمواً في العالم؛ حيث بلغ متوسط النمو الاقتصادي لدول الكتلة مجتمعة ما يقرب من 5.7% بين عامي 2000 و2014، وناجها المحلي الإجمالي يتجاوز 2.4 تريليون دولار، لتصبح بذلك سابع قوة اقتصادية في العالم¹
 وعند الحديث عن أهمية دول جنوب شرق آسيا، ينبغي الإشارة إلى أنها تعتبر مُنتجاً كبيراً للمواد الخام؛ حيث تنتج منطقة الآسيان 90% من زيت النخيل الخام في العالم و70% من المطاط الطبيعي، وربع الإنتاج العالمي من الأرز² كما أنها تنتج 6.4% من الغاز الطبيعي في العالم و7.4% من الفحم وفي مجالات المال والأعمال، تعتبر دول منطقة الآسيان أكبر سوق للصكوك الإسلامية (السندات)؛ حيث بلغت إصداراتها من الصكوك 74% (حوالي 89 مليار دولار) من إجمالي الصكوك في العالم في عام 2013؛ أما في مجال الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فقد سجّلت منطقة الآسيان في عام 2013 120.9 مليار دولار، لتحل بذلك المرتبة الثانية عالمياً، بعد الولايات المتحدة الأمريكية التي استقطبت بدورها 187.5 مليار دولار³ كما تجدر الإشارة إلى أن لائحة بورصات دول جنوب شرق آسيا تضم أكثر من 6% من الشركات المدرجة في العالم⁴.

يضاف إلى ذلك أنها تعتبر بمثابة مركز تصنيع هائل؛ حيث إنها تملك ثالث أكبر قوة عمل في العالم، وتمثل 4.3% من الناتج الصناعي العالمي كما تعتبر الآسيان رابع أكبر منطقة مصدرة للبضائع عالمياً؛ حيث تشكّل صادراتها 7% من إجمالي الصادرات العالمية.

وقد بلغ النمو عام 2014 حوالي 4.9% في المتوسط وشكلت بذلك أكثر من 5% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، محتلة المرتبة الثالثة بين اقتصادات الأسواق الناشئة خلف الصين والهند ووفقاً لبيانات البنك الدولي لعام 2019، فإن إجمالي الناتج المحلي لهذه الدول العشر يبلغ نحو 59 تريليون دولار من أصل 89 تريليون دولار، أي بما يعني أنها تستحوذ على أكثر من ثلثي الناتج العالمي.

وبلغ الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة، ما يناهز 21.4 تريليون دولار، وبما يزيد عما حققته الصين بأكثر من 7 تريليونات دولار، حيث بلغت الصين مستوى أكثر من 14.3 تريليون دولار، وبما يشكل 16 في المئة من الناتج المحلي العالمي وتليها اليابان، بـ 5 تريليونات دولار، وألمانيا، 3.9

¹ IMF, "World Economic Outlook Database," (accessed 18 March 2015), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>

² The Economist Intelligence Unit, "Re-drawing the ASEAN map: How companies are crafting new strategies in South-east Asia," November 2014, (Accessed 19 March 2015), http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Asia%20Pacific/bk_ap_redrawingaseanmap_15.pdf

³ UNCTAD, "World Investment Report 2014," June 2014, (accessed 17 March 2015), <http://unctad.org/en/pages/DIAE/World%20Investment%20Report/Annex-Tables.aspx>

⁴ "GCC Trade and Investment Flows."

⁴ Op-cit.

تريليون دولار، والهند، 2.9 تريليون دولار، وبريطانيا، 2.8 تريليون دولار، وفرنسا، 2.7 تريليون دولار، وإيطاليا، تريليوني دولار، والبرازيل، 1.8 تريليون دولار، وكندا، 1.7، تريليون دولار. أما بقية دول العالم التي يبلغ إجمالي ناتجها 29.1 تريليون دولار، وهي تشكل ما نسبته 33.1 في المئة من الاقتصاد العالمي.

الفرع الثاني: التجربة التنموية لدول جنوب شرق آسيا

تعد دول جنوب شرق آسيا مثالا ناجحا للتحوّل الاقتصادي الذي إستهدف نموا سريعا عزز من فرص المشاركة الاقتصادية والاجتماعية وكذا الخدمات العامة (التعليم والصحة والإرشاد الزراعي) وإعتماد التكنولوجيا مما نتج عنه الانتقال إلى اقتصادات ذات قيمة مضافة موجهة نحو التصدير وذلك بالإعتماد على مجموعة من العناصر الرئيسية نذكر أهمها فيما يلي¹:

* التركيز على النتائج بدل من الجدل حول إيديولوجية معينة.

* الإستثمار في رأس المال البشري وتوجيه التعليم في مجال التنويع الاقتصادي والتصنيع والبحث² والإبتكار وتعزيز المنافسة في مجال تصدير السلع بهدف دفع الإستثمار وزيادة الإنتاجية

* توجيه إيرادات الموارد الطبيعية لخدمة تمويل التنمية وتنويع الاقتصاد وزيادة الصادرات

فكانت محصلة هذه العناصر تراكم رأس المال المادي والبشري بمعدلات مرتفعة والتخصيص الكفؤ للموارد الاقتصادية والتطور التقني والتكنولوجي.

1. نظرة تحليلية لعمليات التنمية في دول جنوب شرق آسيا

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى المسارات التنموية التي قامت بها دول جنوب شرق آسيا، إضافة إلى السياسات المتبعة لتحقيق ذلك:

1.1. مسارات التنمية في دول جنوب شرق آسيا:

لقد كانت دول المنطقة الآسيوية عموما وخاصة دول جنوب شرق آسيا مسرحا للعديد من التهديدات الأمنية الإقليمية والداخلية وقد وظفت هذه التهديدات لصالح القوى الخارجية التي تنافست على المنطقة، حيث عانت هذه الدول ظروفًا قاسية في ظل الاستعمار وانعكس ذلك على انخفاض مؤشرات التنمية عامة. فبعد الاستقلال مباشرة أدركت دول جنوب شرق آسيا ضرورة إحداث تغييرات بنيوية في اقتصاداتها بهدف تمكينها من تحقيق التنمية والتقدم ومن ثم تحسين مكانتها على الصعيد العالمي وعند شرونها في عملية التنمية تبنت أغلب هذه الدول النمط الرأسمالي الآسيوي و المختلف عن النمط الرأسمالي الغربي، من حيث كونه يعطي الدور الأكبر للدولة في توجيه الاقتصاد إضافة إلى حرية السوق كما يختلف

¹ Ban Kosal MINH « Développement financier et croissance économique le cas des principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge » thèse de doctorat en science économique, Mention Monnaie, Finances et économie internationale, l'université Lumière, Lyon 2 ; 2007 ; P 16

² انظر للمزيد من المعلومات دراسة الحالة الاقتصادية والاجتماعية في العالم لعام ٢٠١٢: (سعيًا إلى تمويل جديد للتنمية) منشورات الأمم المتحدة (A.12. II. C).

عن النمط الغربي من حيث إعطائه الأولوية لمصلحة الجماعة على الافراد وكذلك الحفاظ على القيم الآسيوية.

1.2. السياسات الإنمائية في بلدان جنوب شرق آسيا:

تمكنت دول آسيا من الإقلاع عن طريق اعتماد سياسات إصلاحية زراعية أنتجت طبقة متوسطة نهضت بالطلب الداخلي ثم إنتهجت إستراتيجية تصنيعية عبر تنمية الصادرات و الحد من الواردات معتمدة في ذلك على سياسات اقتصادية مشجعة على تصنيع السلع ذات القيمة المضافة¹ المتدنية والتي تتطلب استثمارات قليلة وتكنولوجيا ضعيفة، مستفيدة من ميزتها التفاضلية (قوى عمل كثيفة بنفقات مقبولة) و مع بداية ثمانينيات القرن الماضي أين شهدت توسع الأسواق المالية، تمكنت هذه البلدان حديثة التصنيع من تنويع فروعها الإنتاجية وتنويع السلع المعتمدة أساسا على المنتجات عالية القيم المضافة كالسلع الاستهلاكية الدائمة والسلع الوسيطة والسلع التجهيزية وتمكنت من منافسة البلدان المتقدمة خلال تسعينات القرن الماضي، بعدما تحسن مستوى حياة الفرد فيها وتقلصت الفوارق الاجتماعية وانخفضت حصة الزراعة من الناتج المحلي الإجمالي لفائدة الصناعة والخدمات وتدننت معدلات البطالة و نمت قوى العمل المؤهلة بعد إنفتاحها على الخارج².

والواقع أن بلدان جنوب شرق آسيا إعتمدت على التدريب المهني المدعم من طرف الدولة (استثمار العنصر البشري) علما أن التدخل الحكومي إعتمد على إستراتيجية نشيطة تتمثل في وضع أسعار غير صحيحة وهي أساسا سياسة موجهة عمدا لتشويه أسعار السوق بغية تحفيز وتنمية التجارة الخارجية، وتشجيع الاستثمارات الأجنبية³ وإنشاء مناطق حرة ومراقبة القطاعات ذات الأولوية الاقتصادية. ويندرج نجاح هذه الإستراتيجية الإنمائية المنبسطة و الانفتاحية ضمن إتجاه التجارة الدولية على المنافسة وتحقيق و فرات الحجم وزيادة القدرة التنافسية⁴ والآثار التدريبية وفي الأخير، يمكننا القول بأن بلدان جنوب شرق آسيا قد تمكنت خلال فترات زمنية محدودة من تحقيق نجاحات تنموية مكنتها نسبيا من الصعود وتخطي عتبة التخلف و بالتالي تحقيق توازنها الاقتصادي و الاجتماعي على الأمد الطويل والإندماج في الاقتصاد الليبرالي العالمي⁵ وساعدها على ذلك عدة عوامل داخلية وأخرى خارجية أهمها:

2. العوامل التي ساهمت في التنمية الاقتصادية لدول جنوب شرق آسيا

هناك مجموعة من العوامل التي ساهمت في تحقيق ما وصلت إليه دول جنوب شرق آسيا وهي:

¹ Ban Kosal MINH, Op-cit ,P 17

² المعهد العربي للتخطيط، تجرب دول جنوب شرق آسيا "تجربة ماليزيا في التخطيط الإستراتيجي" على الموقع: https://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2016/362_P16044-4.pdf

³ تقرير الأمم المتحدة "النظام المالي الدولي والتنمية" 29 جويلية 2013 (A/68/ 221)، ص 6

⁴ Chris Dixon, "South East Asia in the World Economy", Cambridge, University Press, New York, 1991; p.9.

⁵ سميحة براهيمية رجب - دراسة حول التقارب والتباعد في الاقتصادات النامية: استراتيجيات تنموية و آفاق مستقبلية: حالة البلدان المغاربية و

1.2. العوامل الداخلية :

تضافرت مجموعة مهمة من العوامل لإنجاح تجربة دول الآسيان¹ بعضها يرجع إلى ظروف الوفرة النسبية للموارد البشرية، وبعضها يرجع إلى السياسات الاقتصادية الكلية التي طبقتها حكومات هذه الدول مثل التكامل الاقتصادي والصور الشائعة لهذا النمط من التعاون وهي: منطقة التجارة الحرة، الإتحاد الجمركي، السوق المشتركة، الإتحاد الاقتصادي والإندماج الاقتصادي الكامل².

1.1.2. دور الدولة في السياسة الاقتصادية الكلية

- الدور الذي قامت به الدولة في بناء شبكة البنية التحتية على درجة عالية من التقدم والكفاءة.
- الاهتمام الكبير الذي أولته الدولة للاستثمار في البشر، من مخصصات الإنفاق العام على التعليم والصحة والإسكان والبحث العلمي والتقدم التكنولوجي.

- دور السياسات النقدية والمالية في تقليص حجم التضخم، وكان لذلك أثر إيجابي في النمو الاقتصادي³ ونمو الصادرات والسيطرة على الأجور واستقرار أسعار الصرف وعلى إعفاء المواد الوسيطة والسلع الإنتاجية المستوردة اللازمة للصناعات التصديرية من الرسوم الجمركية، ووفرت التسهيلات المصرفية لتشجيع الصادرات.

- تقليص فجوة الموارد (أي الفجوة بين معدل الإستثمار المنفذ والإدخار المحلي) وذلك من خلال تشجيع المدخرات المحلية (سعر فائدة مرتفع - تطوير سوق الأوراق المالية - تنويع أجهزة تعبئة المدخرات) ونتيجة لهذه السياسات استطاعت هذه الدول أن تحقق أعلى معدلات إدخار في العالم، الأمر الذي جعلها تتحول إلى بلدان مصدرة للاستثمارات الخاصة إعتباراً من الثمانينات وبالتالي فإن الديون الخارجية ظلت في حدود آمنة.

- عمدت الحكومات على إنتهاج سياسة تشجيع وجذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة إليها وتهيئة المناخ المناسب لها لكي تحقق معدلات مرتفعة للربح تخريبها على المدى.

¹ مهدي سهر الجبوري و مناضل عباس الجوّاري - تجربة جنوب شرق آسيا و محاولة الاستفادة منها في الاقتصاد العراقي -مجلة جامعة كربلاء

العلمية، المجلد الرابع، العدد الرابع،. العراق، 2006، ص 98، 99،

² علي عواد الشرعة، مرجع سابق ذكره، ص 66

³ أمين حواس "المعجزات الآسيوية: بعض الدروس للبلدان النامية الأخرى" مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 3 العدد 4 ص-ص: 107-132، ص

109 على الموقع <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/7441>

- اتخذت هذه الحكومات مجموعة من الإجراءات لضمان إستثمار هذه الميزة النسبية لفترة طويلة وكان من نتيجة هذه السياسة أن أصبح متوسط الأجر في مستوى منخفض جداً مقارنةً مع الأجر في العالم، وبالتالي فإن تكاليف المنتجات التحويلية كثيفة العمالة كانت منخفضة جداً.

2.1.2. التنوع الاقتصادي :

نقصد بالتنوع الاقتصادي تلك العملية التي تهدف إلى خلق قطاعات جديدة مولدة للدخل¹ بحيث ينخفض الاعتماد الكلي على إيرادات القطاع الرئيسي وعوائد سائر الموارد الأولية و إقامة الصناعات الثقيلة وتطوير البنى التحتية والاستثمار في المجالات ذات الإنتاج الحقيقي بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية بشكل أكثر توازناً²، إستمرارية وأماناً، من خلال بلوغ مقاصد عديدة أبرزها تقليل المخاطر الإستثمارية وهذا عن طريق توزيع الإستثمارات على عدد كبير من الأنشطة الاقتصادية، وتقليل المخاطر إضافة إلى زيادة إنتاجية رأس المال البشري من خلال توفير فرص العمل وتنويعها ورفع معدلات التبادل التجاري نتيجة توزيع مخاطر إنخفاض الرقم القياسي لأسعار الصادرات على عدد كبير من السلع والخدمات، كما يساعد التنوع الاقتصادي في توليد فرص عمل جديدة ومن ثم إرتفاع دخول عوائد عناصر الإنتاج، وهو ما يسمح برفع القيمة المضافة المتولدة قطاعياً ومحلياً³

3.1.2. التوجه إلى التصدير: تبنت الدول إستراتيجية التصنيع من أجل التصدير⁴ باعتبارها مفتاح

النمو الاقتصادي وساعدت سياسة الحوافز الصناعية المعتمدة من قبل هذه الدول في نجاح هذه الإستراتيجية كإعفاءات الجمركية للاستثمارات الصناعية التصديرية و تقديم الإعانات والاعتماد على التخصص النوعي و الأداء المتقن للوصول إلى مستوى عال من الجودة والكفاءة.

4.1.2. تعزيز القدرة التنافسية و اكتساب التقنية⁵: لجأت دول جنوب شرق آسيا إلى تعدد

مصادر اكتساب التكنولوجيا وأهمها استيراد السلع الرأسمالية والإنتاجية و خاصة عند بداية عقد التسعينيات، إذ ازدادت نسبة هذه السلع إلى الناتج المحلي الإجمالي وكذلك اعتمدت هذه الدول مبدأ التعاون التكنولوجي محلياً فيما بينها لحل المشكلة التكنولوجية و الدخول في أجزائها الدقيقة، إضافة لذلك فإن هذه الدول اكتسبت التكنولوجيا عن طريق التراخيص والتعاون.

¹ محمد صالح جسام "أهمية الصادرات الصناعية في تنمية دول جنوب شرق آسيا وفق نموذج " الأوز الطائر" كوريا الجنوبية - دراسة حالة"

مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد7، العدد 13، 2015، ص-ص(130،157) ص 147

² د. خالفي علي، د. رميدي عبد الوهاب" رابطة دول جنوب شرق آسيا(الآسيان)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا - العدد السادس، على الموقع

، P-P (https://www.univ-chlef.dz/renaf/Articles_Renaf_N_06/article_05.pdf) 81-94، P 85

³ علي مهدي داود سلمان الربيعي، مرجع سابق ذكره، ص38

⁴ سامي غفيفي حاتم، "التكتلات الاقتصادية بين التنظير والتطبيق"، ط4، جامعة حلوان، القاهرة، 2003، ص410 .

⁵ أمين حواس، مرجع سابق ذكره، ص 117

2.2. العوامل الخارجية: تتجلى فيما يلي¹:**1.2.2. الحرب الباردة بين الاتحاد السوفيتي والولايات المتحدة**

فنتيجةً لتبني دول آسيا النظام الرأسمالي حرص المعسكر الغربي على مساعدة هذه الدول بسخاء لتسريع نموها الاقتصادي وتحديثها كنموذج رأسمالي بديل للنموذج الاشتراكي بالإضافة إلى ارساء قواعد عسكرية للرأسمالية في هذه البلدان وخصوصاً الولايات المتحدة.

2.2.2. نظام النقد الدولي حقق هذا النظام استقراراً عالمياً في أسعار صرف عملات مختلف بلدان

العالم مما وفر لهذه البلدان الدخول في صفقات تصدير واستيراد طويلة الأجل وهي مطمئنة لعدم وجود تقلبات فجائية وحادة في أسعار الصرف، كما وفر لها موارد السيولة عند الحاجة بأسعار فائدة معقولة.

3.2.2. التخفيضات الجمركية: الاستفادة الكبيرة التي حققتها هذه الدول من التخفيضات الجمركية في

ضوء النظام العشري للتفضيلات الجمركية التي أقرته الجات في أوائل السبعينات، فلولا امكانيات التصدير غير المعاق إلى البلدان الرأسمالية الصناعية الذي وفرته هذه التخفيضات ما كان من الممكن لتجربة النور الآسيوية أن تشهد هذا النجاح الذي حقته.

4.2.2. عولمة النظام الاقتصادي:

ساعدت العولمة والاندماج مع الاقتصاد العالمي الجديد على تخطي الكثير من القيود أمام الاستثمارات الأجنبية حيث ارتفعت نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي من 28 مليار دولار عام 1995 إلى 68 مليار دولار عام 2014 إذ يعد الاستثمار الأجنبي المباشر من العناصر المهمة للنمو الاقتصادي إذا ما تم توظيفه بشكل مثمر².

5.2.2. الشركات متعددة الجنسية: كان للشركات المتعددة الجنسية دوراً كبيراً في أحداث النهضة

في دول جنوب شرق آسيا، إضافة إلى دور الاستثمارات قصيرة الأجل في حين ساعدت الثورة المعلوماتية وثورة الاتصالات على إيجاد سوق عالمية للأسهم والسندات وتجارة العملة.

6.2.2. دور نظرية الإوز الطائر في تنمية دول جنوب شرق آسيا

وضع الاقتصادي الياباني أكاماتسو كانامى هذا النموذج على غرار نظرية مراحل النمو لروستو ثم انتشرت هذه النظرية على يد الاقتصادي بروس كامنغز في 1984³، تتفق كلتا الصياغتين على وجود نمط تاريخي وزمني لتتابع مراحل النمو الاقتصادي بشكل خطي و ذلك مع اختلاف درجات السرعة لكل

¹ محمد محمود الإمام، مرجع سابق ذكره، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004، صص (280-281)، ص 283

² <https://www.alukah.net/culture/0/83008/> visité le 20/12/2020 à 08h00

³ مناضل عباس حسين الجوارى - نظرية سرب الإوز الطائر الآسيوية (ومحاولة الاستفادة منها في الاقتصاد العراقي) - مجلة الإدارة والاقتصاد،

المجلد الثالث، العدد 11، جامعة كربلاء، العراق، ص 208

بلد في إطار المسار التاريخي المحدد له ويتحدث آكاماتزو في نموذجه النظري على ثلاثة منحنيات رئيسية تحدد المرحلة التي يمر بها البلد الآخذ في النمو، هي¹:

- **منحنى الإستيراد**: يحدد تركيبة الواردات نوعية مرحلة النمو والتنمية التي يمر بها اقتصاد البلد المعني.

- **منحنى الإنتاج**: يوضح مستوى تطور القوى الإنتاجية وتركيبية المنتجات في اقتصاد البلد المعني.

- **منحنى الصادرات**: بين نوعية ومدى ديناميكية سلة الصادرات بحسب ارتفاع نوع المنتجات التي يتم تصديرها للخارج: كثيفة العمالة، كثيفة رأس المال، كثيفة التقنية وكثيفة المهارة.

و تعتبر هذه المنحنيات الثلاثة بمثابة الإحداثيات التي تحدد موقع كل بلد جاء متأخرا في مضمار النمو والتقدم في إطار نموذج الإوز الطائر من حيث ارتفاع المسافة.

وتصور النظرية عملية النمو الاقتصادي في دول جنوب شرق آسيا بأسراب الإوز الطائر²، حيث تأتي في مقدمة السرب اليابان باعتبارها القائدة ويليهما السرب الأول الذي يضم كوريا الجنوبية وتايوان وهونج كونج وسنغافورا ثم السرب الثاني ويشمل ماليزيا وتايلاند واندونيسيا، أما السرب الثالث فيضم كمبوديا وفيتنام.. وتصل بين كل سرب والذي يليه مسافة تحددها سرعة السرب ومقدار علو طيرانه وهو ما يعكس مرحلة ونمط التطور الاقتصادي في كل دولة³ وطبقا للنموذج فإن الدول الناهضة (السرب اللاحق) تميل إلى الصناعات الأقل تقدما مقارنة بالدول التي تفوقها في التطور الاقتصادي (السرب السابق) حتى يتم الوصول إلى المرحلة الثالثة عندما تبدأ الزيادة في الإنتاج المحلي ومن ثم يمكن البدء بالتحول إلى التصدير وهنا تبدأ معدلات الإستيراد بالتراجع حتى يتم الوصول إلى النقطة التي يكون فيها حجم الصادرات متفوقا على حجم الواردات الشيء الذي يعود بالفائدة على ميزان المدفوعات للبلدان النامية⁴.

ومن الملاحظ أن العامل الأساسي في نموذج الإوز الطائر هو التجارة، حيث يتم نقل السلع الجديدة و التقنية الحديثة من خلالها عبر اقتصادات الدول في الأسراب المختلفة ويحقق هذا النموذج علاقة تكاملية لعملية التطور الصناعي بين تلك الدول.

7.2.2. أهمية الاستثمارات الأجنبية في نظرية الإوز الطائر:

ان الاستثمار الأجنبي المباشر له أهمية كبيرة في تحقيق قدرا كبيرا من التنمية الاقتصادية لدى البلدان المضيفة، وهي الفكرة الأساسية التي تم تفعيلها في نموذج الإوز الطائر، فحركة الاستثمار من

¹ مبارك بوعشة والأخضر ديلمي - الأقالمة في جنوب شرق آسيا في إطار نموذج الإوز الطائر - مجلة العلوم الإنسانية، العدد 10، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2006، ص 297

² Nicolas Blancher et Claire Maigury, **Op-cit**, p.512

³ https://www.marefa.org/%D9%86%D9%85%D9%88%D8%B0%D8%AC_%D8%A7%D9%84%D8%A3%D9%88%D8%B2_%D8%A7%D9%84%D8%B7%D8%A7%D8%A6%D8%B1

⁴ - محمد صالح جسام، مرجع سابق ذكره، ص 133

الدول الاجنبية إلى الدول الآسيوية كانت بتشجيع من حكومات تلك الدول ولا سيما في مجال التصنيع التصديري¹ الأمر الذي يؤكد الدور الفاعل للدولة في إحداث التنمية.

الفرع الثالث: مؤشرات الاقتصاد الكلي وآفاق النمو و معوقاته

1. المؤشرات الاقتصادية الكلية لدول الآسيان (جنوب شرق آسيا)

سوف نعرض بعض المؤشرات الاقتصادية الكلية لدول رابطة الآسيان.

1.1. الناتج المحلي الإجمالي: عرف الناتج المحلي الإجمالي لرابطة الآسيان مجتمعة زيادة معتبرة

في القيمة و خاصة بعد الأزمة العالمية، حيث قفز من 1551194 مليار دولار سنة 2009 أي 2,785,116.9 مليار دولار سنة 2017² أي بزيادة تقدر بحوالي 55.69% خلال ال 8 سنوات وهي زيادة هائلة نظرا للتطور الملحوظ الذي عرفه إقتصاد دول الآسيان أما إذا تتبعنا تطور الناتج المحلي الإجمالي لدول الآسيان وهي منفردة فنجد أن هناك تفاوت فيما بين دول الرابطة خلال فترة الدراسة.

الجدول:10 تطور الناتج المحلي الإجمالي لدول الآسيان (2007-2017) الوحدة: بالمليار دولار

السنوات	بروناي	كمبوديا	اندونيسيا	لاوس	ماليزيا	ميتامار	فيلبين	سنغافورة	تايلند	فيتنام	آسيان
2007	12.32	8.64	432.22	4.22	193.55	18.20	152.13	179.98	263.12	77.34	1342.07
2008	14.45	11.07	510.23	5.30	230.81	24.41	173.43	192.24	291.80	99.13	1552.87
2009	10.82	10.35	539.58	5.60	202.26	26.96	168.64	192.41	281.92	106.02	1544.56
2010	13.74	11.23	755.1	6.75	255.02	41.00	199.98	236.42	341.34	116.30	1976.87
2011	18.53	12.80	892.97	8.06	297.95	56.50	224.10	275.20	370.72	135.54	2292.37
2012	19.05	14.03	917.87	10.20	314.44	60.28	250.60	289.27	397.50	155.82	2429.06
2013	18.10	15.22	912.52	11.95	323.28	61.86	268.88	300.29	420.15	171.22	2503.47
2014	17.10	16.67	890.81	13.27	338.06	65.57	285.16	306.34	406.50	186.22	2525.71
2015	12.94	18.10	860.85	14.42	301.36	64.00	289.99	296.84	399.65	193.41	2446.84
2016	11.21	19.19	931.88	15.90	301.26	68.64	311.45	296.98	407.05	198.20	2557.30
2017	12.14	22.04	1015.43	16.95	318.96	66.67	313.90	338.46	455.78	223.84	2774.49

من اعداد الباحثة بالاعتماد على

ASEAN Statistical Yearbook 2016/2017 | 45 ASEAN Statistical Yearbook 2019 /43

537¹ Philippe Hugon, **Op-cit**, P

² Pour plus d'information voir aussi: -ASEAN Statistical Yearbook 2016/2017 | p 45

-ASEAN Statistical Yearbook 2019 /p 43

أما إذا تطرقنا أهم القطاعات التي تساهم في تكوين الناتج المحلي الإجمالي¹ تظهر سيطرة قطاعي الصناعة والخدمات في تكوينه وهذا نتيجة موقعها الجغرافي المعقد إذ هي عبارة عن جزر وأقاليم صغيرة إضافة للعوامل المناخية وكذلك اتجاه و توجه رأس المال إلى قطاعي الصناعة والخدمات بشكل أكبر

2.1. معدل التضخم:

يمكن القول بأن معدل التضخم في دول رابطة الآسيان خلال فترة الدراسة كمتوسط مقبولاً نوعاً ما حيث بلغ 0.22 % كأدنى معدل مسجل في دول الآسيان والذي سجل في بروناي، وأعلى قيمة سجلت في الفيتنام بمعدل 10.43% أما باقي الدول فقد سجلت نسباً متفاوتة تتراوح ما بين 1% و 6% تقريباً وهو ما يوضح أن مستوى المعيشة في دول الآسيان كان بشكل أفضل وفي صالح الطبقات المتوسطة خاصة في الدول ذات الكثافة السكانية كإندونيسيا، ماليزيا وسنغافورة والجدول 11 يوضح ذلك:

جدول 11 تطور معدل التضخم السنوي في الآسيان فترة 2007-2017 الوحدة: نسبة مئوية

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Brunei	0.3	2.7	1.8	0.4	1.7	5.9-	0.4	0.2-	0.4-	0.7-	0.2-
Cambodia	5.9	19.7	0.7-	4.0	5.5	2.9	2.9	3.9	1.3	3.0	2.2
Indonesia	6.4	11.3	5.0	5.1	5.4	4.3	7.0	8.4	6.4	3.5	3.6
Lao PDR	3.7	7.6	0.03	6.0	7.6	4.3	6.4	4.2	1.3	1.6	0.8
Malaysia	2.0	5.4	0.6	1.7	3.2	1.7	2.1	4.2	2.1	2.1	3.7
Myanmar	34.9	12.0	2.2	8.2	2.8	2.8	5.7	5.5	10.8	7.0	4.5
Philippines	2.8	8.3	4.2	3.8	4.7	3.2	2.9	4.2	1.4	1.8	3.2
Singapore	2.1	6.6	0.6	2.8	5.3	4.6	2.4	1.0	0.5-	0.5-	0.6
Thailand	2.2	5.4	0.9-	3.3	3.8	3.0	2.2	1.9	0.9-	0.2	0.7
Viet Nam	8.5	22.8	6.9	9.2	18.6	9.1	6.6	4.1	0.6	2.7	3.5

من اعداد الباحثة بالاعتماد على المصادر التالية: 48 | ASEAN Statistical Yearbook 2016/2017
ASEAN Statistical Yearbook 2019 /47 - ' - not available at the time of publication

3.1. حجم البطالة:

عرف حجم البطالة تراجعاً في دول رابطة الآسيان خلال فترة الممتدة من 2007 حتى 2014 إلا أن هناك تباين فيما بين دول الرابطة حيث نجد بعض الدول ذات معدلات مرتفعة كإندونيسيا، بروناي والفلبين حيث تتراوح معدلات البطالة فيها ما بين 7% و 10% تقريباً وهذا راجع إلى نقص مناصب الشغل وكذلك الزيادة في عدد السكان، أما الدول الباقية فنجد فيها معدلات البطالة منخفضة نوعاً ما وهي

¹ ASEAN Statistical Yearbook 2016/2017 | p 47

تتراوح من 0.5% و 5% تقريبا وهذا نتيجة لتطبيقها سياسات تعمل على توفير مناصب شغل في مختلف القطاعات و الجدول التالي يوضح ذلك:

-جدول 12 تطور معدل انخفاض البطالة في الآسيان فترة 2007-2017 الوحدة:نسبة مئوية

Country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Brunei	8.3	8.6	8.8	9.1	9.3	9.6	-	6.9	-	-	9.3
Cambodia	0.7	0.3	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	1	0.2	0.1
Indonesia	9.1	8.4	7.9	7.1	6.6	6.1	6.3	5.9	6.2	5.6	5.3
Lao PDR	-	-	-	1.9	-	-	-	-	-	-	-
Malaysia	3.2	3.3	3.7	3.3	3.1	3	3.1	2.9	2.9	3.1	3.4
3Myanmar	4	4	4	4	4	4	4	4	0.8	00	2.1
Philippines	7.3	7.4	7.5	7.4	7	7	7.1	6.6	6.3	5.4	5.7
1Singapore	3	3.2	4.3	3.1	2.9	2.8	2.8	2.7	2.8	3	3.1
2Thailand	1.4	1.4	1.5	1	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9	1	1.2
4Viet Nam	2.2	2.2	2.6	2.6	2	1.8	2	1.9	2.1	2.1	2

من اعداد الباحثة بالاعتماد على المصادر التالية:

ASEAN Statistical Yearbook 2016/2017 | 47 ASEAN Statistical Yearbook 2019 /27

4.1. تدفقات الإستثمار الأجنبي المباشر

تعد الشركات المتعددة الجنسيات من كبار المستثمرين في قطاع الهياكل الأساسية و عمليات الإنشاء والتشغيل والتحويل التي لها أهمية كبيرة في المنطقة كما يتم تطوير الشراكة بين القطاعين الخاص والعام؛ فالآسيان هي إحدى التكتلات الاقتصادية المهمة، بنت استراتيجيات التوجه إلى الخارج مع إيجاد روابط تجارية متينة بين الدول الأعضاء وذلك من خلال جذب الاستثمار الأجنبي المباشر" ذي النوعية الجيدة "الهادف إلى الاستثمار في أنشطة تتسم بارتفاع القيمة المضافة وكثافة¹ و تجاوزها ليشمل قطاعات أكثر أهمية، كتحرير تجارة الخدمات والتعاون في الميدان النقدي والمالي بالإضافة إلى إيجاد روابط أكثر متانة في مجال الإستثمار وذلك من خلال إنشاء منطقة إستثمار حرة سنة 1998 تهدف إلى تنمية الاستثمارات الأجنبية و ذلك بإلغاء الحواجز بالنسبة للمستثمرين من الرابطة في أجل أقصاه 2017 و بالنسبة لكافة المستثمرين في أجل أقصاه 2020 وذلك بغية فتح جميع القطاعات في وجه المستثمر الأجنبي، إلغاء الحماية تدريجيا ومنح المعاملة الوطنية أنيا لكل المستثمرين مع تبسيط آليات وإجراءات الإستثمار وزيادة فرص وصولهم إلى قطاع الصناعات، كما تم وضع مخطط للتعاون الصناعي لتشجيع

¹ https://unctad.org/system/files/information-document/PR06031_ar.pdf, UNCTAD/PRESS/PR/2006/031, visité le 20/12/2020 à 8h00

التنمية الصناعية داخل المنطقة وذلك من خلال تقاسم الموارد و رأس المال¹ ساهمت الإجراءات والسياسات المتخذة على المستوى الوطني بصورة كبيرة في زيادة تدفقات الإستثمارات داخل رابطة الآسيان فالدول الأعضاء وبالإضافة إلى الإجراءات المتخذة على مستوى التكتل عمدت إلى تكييف سياساتها بما يستجيب للتغيرات الدولية من أجل جذب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال²:

-إنشاء بنية أساسية مكملة للاستثمار الخاص بطريقة لم يسبق لها مثيل في بقية الدول النامية.
-اتباع مزيج من السياسات الضريبية وكل ما يتعلق بالأسعار النسبية للسلع الرأسمالية المتحققة وذلك عن طريق الحفاظ على رسوم جمركية منخفضة من السلع المستوردة.

-استعمال الكبح المالي ويعني الحفاظ على معدلات الودائع والإقراض بأدنى من مستوى السوق كما هو الحال في ماليزيا، تايوان وتايلاند.

-إصلاح الجهاز المصرفي والمالي وذلك بتحرير الحساب الجاري وحساب رأس المال.

كما قامت غالبية الدول الأعضاء في الرابطة بتعزيز شفافية عملية الحصول على المعلومات الاقتصادية في المنطقة و تحليل العلاقة بين النفاذ الشفاف إلى المعلومات المتعلقة بالأعمال والتخفيف من الفساد، كما حرصت حكومات دول رابطة الآسيان تحقيق استقرار في أسعار الصرف لعملاتها وتحقيق الاستقرار السياسي والحفاظ على معدلات تضخم مقبولة بإتباعها سياسات نقدية و مالية دقيقة
-هناك ارتقاء صناعي إقليمي وفقا لنمط "الإوز الطائر" وهي عملية شق الطريق في مجال التصنيع بقيادة اقتصادات أقل تقدما وأدت زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر فيما بين بلدان المنطقة إلى الإسراع في إقامة شبكات الإنتاج الدولية ضمن بلدان الرابطة.

تختلف مصادر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول جنوب شرق آسيا فأغلبها تأتي من دول الاتحاد الأوروبي وكذلك من الدول الآسيوية (مثل الصين واليابان والهند) ثم الولايات المتحدة الأمريكية شهد تدفق الاستثمار³ متفاوتا خلال هذه السنوات 2007-2017 و كل هذا نتيجة المنافسة الشديدة بين تلك الدول و كذلك تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية والتي كان لها تأثير شديد على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول الرابطة بالرغم من توافر كافة العوامل المشجعة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر من أسواق واسعة وبنية تحية هائلة ويد عاملة رخيصة والجدول رقم 13 يوضح ما تم تفسيره .

¹مولدي سليم"اتفاقيات التكامل الإقليمي و تحديات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، حالة رابطة جنوب شرق آسيا (الآسيان)" المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، المجلد3، العدد1، 2012، ص-ص(155-164)، ص 161

²جون بيج"معجزة بلدان جنوب شرق آسيا، البناء أساس للنمو"مجلة التمويل والتنمية، 1994 المجلد31، العدد 1، ص. 3

³ تقرير المم المتحدة 2013، مرجع سابق ذكره، ص 8

جدول 13 تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر على دول الآسيان من 2007 الى 2017 (الوحدة بالمليون دولار)

country	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Brunei	0.26	0.33	0.371	0.625	1.21	0.86	0.73	0.57	0.17	0.15-	0.46
Cambodia	0.87	0.82	0.54	0.78	0.90	1.56	1.27	1.73	1.70	2.28	2.73
Indonesia	6.93	9.32	4.88	15.29	20.57	21.20	23.28	25.12	19.78	4.54	20.51
Lao PDR	0.32	0.23	0.32	0.33	0.47	0.30	0.43	0.91	1.08	1.07	1.70
Malaysia	9.07	7.57	0.114	10.89	15.12	8.90	11.30	10.62	9.86	13.47	9.37
Myanmar	0.71	0.98	0.96	2.25	2.06	1.35	2.60	0.94	2.82	2.99	4.00
Philippines	2.92	1.54	1.96	1.30	1.81	2.80	3.86	5.81	5.64	8.28	10.26
Singapore	43.00	10.41	18.92	57.21	39.88	60.10	56.67	73.28	59.70	73.86	75.73
Thailand	8.63	8.56	6.41	14.75	2.47	12.90	15.94	4.98	8.93	2.81	8.23
Viet Nam	6.70	9.58	7.60	8.00	7.52	8.37	8.90	9.20	11.80	12.60	14.10
ASEAN	79.41	49.34	42.075	111.425	92.01	118.34	124.98	133.34	121.48	121.75	147.09

من إعداد الباحثة بالاعتماد على

ASEAN Statistical Yearbook 2016/2017 | 27 ASEAN Statistical Yearbook 2019 /127

تهدف الآسيان إلى جعل دول الرابطة منطقة استثمارية تنافسية، مواتية للبيروالية، من خلال عدة عوامل¹: - تنفيذ التعاون في مجال الاستثمار في دول الآسيان وفتح المجال للاستثمار في جميع الصناعات مع منح المعاملة الوطنية لهذه الصناعات مع بعض الاستثناءات.

- الاهتمام بنشاط كثافة القطاع الخاص في عملية التنمية و تعزيز حرية تدفق رأس المال و العمالة الماهرة و الخبرات المهنية و التكنولوجيا بين دول أعضاء الرابطة.

- توفير الشفافية في سياسات الاستثمار والقواعد و الإجراءات الإدارية، حتى تجعل من عملية الاستثمار أكثر انسيابية وانسباط و القضاء على معوقات الاستثمار و تحرير قواعده و تحرير السياسات في كافة القطاعات التي يشملها الاتفاق.

2. آفاق النمو المستقبلية لدول جنوب شرق آسيا

تشير توقعات أصدرها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي إلى أن الدول الآسيوية قد تحتل المراكز الـ 5 الأولى على قائمة أكبر اقتصادات العالم من حيث حجم الناتج المحلي الإجمالي بحلول العام 2024، متخطية بذلك القوى الاقتصادية الأوروبية².

ومن المقرر أن تعمل إندونيسيا، جنباً إلى جنب مع الفلبين وماليزيا، على زيادة القوى العاملة لديها بشكل كبير في السنوات المقبلة، ما سيساهم في زيادة متوسط الدخل المتاح، فالمؤشرات الاقتصادية المستقبلية لرابطة الآسيان هي الأخرى واعدة؛ حيث من المتوقع بحلول عام 2025، ان تحتل المرتبة الرابعة عالمياً حيث تزايدت الأهمية الاقتصادية لثلاث دول من رابطة الآسيان، هي: إندونيسيا، وماليزيا، والفلبين.

¹ Piyaphan Changwatchai, The Determinants of FDI inflows by industry to ASEAN, Dissertation doctor of Philosophy , Department of Economics, The University of Utah, August 2010, p37.

² <https://arabic.cnn.com/> نشر يوم 08 سبتمبر 2020

" 10 اقتصادات ستصبح الأكبر في العالم بحلول 2024.. إليكم ما هي" تاريخ الاطلاع يوم 04/04/2021 19سا"

جدول 14 الأهمية الاقتصادية لرابطة الآسيان (2014-2029)

2029		2024		2019		2014		
الناتج المحلي بالمليار دولار	الرتبة	الناتج المحلي بالمليار دولار	الرتبة	الناتج المحلي بالمليار دولار	الرتبة	الناتج المحلي بالمليار دولار	الرتبة	
2727	12	1831	15	1207.4	16	890.8	16	إندونيسيا
1247	22	822	25	487.2	27	338.0	35	ماليزيا
1273	21	814	26	461.2	32	284.9	40	الفلبين

المصدر: صندوق النقد الدولي لعامي 2014 و2019، ومركز أبحاث الاقتصاد والأعمال في لندن (CEBR) لعامي 2024 و2029

كان النمو في الناتج المحلي الإجمالي في آسيا الناشئة أي في جنوب شرق آسيا والصين والهند قد تمكن من الصمود في 2018 برغم الرياح المناوئة الخارجية والمحلية وتشير التقديرات إلى أن الناتج المحلي الإجمالي في آسيا الناشئة سيحقق نموًا بنسبة 6.1% في المتوسط خلال الأعوام 2019-2023. ومن المتوقع أن تواصل جنوب شرق آسيا نموها بقوة بنسبة 5.2% سنويًا خلال الأعوام 2019-2023، كما يستمر صمود الاستهلاك الخاص في المنطقة، ومدعومًا في ذلك بالاستقرار في أسواق العمل والتحويلات الخارجية في بعض الحالات وقد رفعت سلطات نقدية عديدة في المنطقة معدلات الفائدة للتصدي للتطبيع النقدي في اقتصاد الدول المتقدمة فضلاً عن ضغوط الأسعار وسعر الصرف كما طرح بعضها في نفس الوقت تدابير أخرى لتوفير السيولة من أجل دعم النمو وتنسم المراكز المالية في المنطقة بالاستقرار بصفة عامة، رغم استمرار أوجه العجز في الحساب الجاري.

3. التحديات التي تواجهها دول جنوب شرق آسيا

تعد بلدان جنوب شرق آسيا القاطرة الحقيقية للاقتصاد العالمي في الوقت الراهن، ويمثل تحديا حقيقيا على المدى الطويل¹، إذ يترافق النمو متعدد السرعات مع اتساع فجوة عدم المساواة وتنامي المديونية في جميع أنحاء المنطقة ويتوقع مارتين سيل أن تنمو المنطقة 6.9% ويعد ذلك رقما إيجابيا في بحر السلبيات.

3-1 تحديات الوباء جائحة كورونا (كوفيد 19)

يتوقع انخفاض نمو الإنتاج بقليل في نهاية 2021 مقارنة بالتوقعات التي سادت قبل الوباء الجائحة فضعف الثقة يعيق الاستثمارات الخاصة، وبحلول سنة 2025 سيكون الناتج المحلي الإجمالي المحتمل أقل من 5% من توقعاتنا قبل ظهور فيروس كورونا" من جهة أخرى تؤكد "الاقتصادية"، الدكتورة آنا سكوت، أستاذة الاقتصادات الناشئة في جامعة بروملي أن الاقتصاديين الأكثر تركيزا على الصعيد الداخلي (الهند وإندونيسيا) شهدا تراجعاً كبيراً في معدلات النمو نتيجة تدابير الإغلاق، التي قللت الطلب

¹ <https://www.aleqt.com/>

هشام محمود، اقتصادات آسيا نمو متعدد السرعات ومؤشرات تعاف متناقضة، صحيفة الاقتصادية، 27/03/2021 الزيارة 08/05/2021

المحلي، وحتى الآن لم يتعاف الاقتصادان تماما من تفشي الوباء، لكن التأثير الاقتصادي السلبي بين الاقتصادات الآسيوية الأكثر تقدما مثل كوريا الجنوبية وسنغافورة وتايوان وهونج كونج كان يتراوح بين مقبول وجيد نتيجة نجاح حملات التصدي للوباء، كما أن تركيبة الصادرات، التي تعتمد على المنتجات التقنية والمستحضرات الطبية سمح لهم بأداء اقتصادي أفضل، مقارنة بالهند وإندونيسيا، أما اقتصادات جنوب وجنوب شرق آسيا ذات الدخل المتوسط مثل الفلبين وماليزيا وفيتنام وتايلاند فقد شهدت انكماشاً ملموساً على الرغم من النتائج المتضاربة في جهود احتواء الوباء.

و تسببت الجائحة بانهيار وتراجع التجارة العالمية بأكثر من 15 في المئة في النصف الأول من 2020، واضطربت أسواق العمل (خفض ساعات العمل وخسارة وظائف والإغلاق القسري لأنشطة تجارية)¹

2-3 تحديات أخرى

تحديات سرعة التقدم التكنولوجي، والتحولت الديمغرافية، وتغير المناخ، كلها عوامل تؤدي الى انفصال متزايد عن نظام التعاون العالمي والاندماج الاقتصادي الذي عاد بمنافع هائلة خلال العقود الماضية مما يفتح على صناعات السياسات إعادة توجيه السياسات المحلية والدولية لتخفيف حدة العواقب الاقتصادية والاجتماعية المعاكسة التي تنشأ من التكامل الدولي والتقدم التكنولوجي وتقع على الفئات الضعيفة²

-الديون السيادية قضية محورية في البلدان الصغيرة في جنوب وجنوب شرق آسيا، وسيطلب معالجتها في الفترة المقبلة مزيداً من التركيز على حشد الإيرادات وإعادة تنظيم المالية العامة، وإدارة الديون بدعم من الشركاء متعددي الأطراف، والأهم تخفيف عبء الديون على أمل أن يوفر ذلك فسحة لتلك الاقتصادات بتنفس الصعداء.

-المنافسة الأجنبية خاصة من طرف الجوار وفي طليعتها الصين والهند واليابان وكوريا الجنوبية وتايوان.

-تباين مؤشر التنمية البشرية حيث يكون مرتفعاً في الدول الأكثر تقدماً داخل الرابطة، ومنخفضاً في الدول الأقل تقدماً والتأثر بالأزمات المالية والكوارث الطبيعية كالأعاصير والزلازل والفيضانات. التطورات التكنولوجية تغير حياتنا بسرعة، فهي تعيد تعريف النماذج الاقتصادية، والعلاقات في العمل، والمعاملات المالية، فعلى سبيل المثال هذه القوة المربكة يمكن أن تتيح الكثير من الفرص، مثل زيادة الشمول المالي، لكنها قد تكون كذلك مصدراً للقلق، خاصة بين العاملين المهددين بفقدان وظائفهم نتيجة التشغيل الآلي وقد ركز الصندوق على السياسات التي يمكنها تجنب الصدع الرقمي وجني ثمار التكنولوجيا الرقمية³ و تزويد القوى العاملة بالمهارات الرقمية اللازمة، حيث تحتاج كمبوديا وجمهورية

¹ ناصر التميمي "رابطة دول جنوب شرق آسيا": آفاق وأعادة لصادرات الطاقة الخليجية" تاريخ الزيارة 2021/03/29 عى 20 سا

<https://www.alhurra.com/business/2020/09/23/60>

² التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي سنة 2019، ص 18

³ التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي 2019، ص 15

لاو الديمقراطية الشعبية وميانمار إلى معالجة النقص لديها في البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات والاتصالات وزيادة قدرتها على الاستفادة من أدوات هذه التكنولوجيا¹ وفي البلدان ذات البنية التحتية الأفضل نسبياً، ومنها تايلاند وبروناي دار السلام وسنغافورة، تحتاج المهارات الرقمية للمعلمين إلى مزيد من الاهتمام وتحتاج بلدان مثل ماليزيا والصين إلى حل مشكلة عدم التوافق بين حجم الطلب على المهارات والمعروض من المواهب لا تزال النساء في اقتصاديات آسيا الناشئة يواجهن تحديات بسبب الفجوة الرقمية بين الجنسين ففي منطقة آسيا والمحيط الهادئ، كانت الفجوة المقدرة بين الجنسين في استخدام الإنترنت تصل إلى 17% في عام 2017، مقارنة بـ 7.9% في أوروبا ومن أجل تعزيز مشاركة المرأة في الاقتصاد الحديث، تحتاج بلدان المنطقة إلى وضع استراتيجيات لزيادة المهارات الرقمية للفتيات والنساء وتحسين استفادتهن بتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، بما في ذلك والمشروعات الصغيرة والمتوسطة، وشبكات الأمان الاجتماعي، والتجارة الرقمية، وبيئة الشركات الناشئة، والزراعة والبنية التحتية والاستثمار والنقل الحضري².

المبحث الثاني: التنمية الاقتصادية في دولة إندونيسيا

عانى الاقتصاد الإندونيسي من تقلبات شديدة بعد عملية الإصلاح الهيكلي، حيث مر بمرحلة نمو كبيرة انتقلت على إثرها من فئة الدول الفقيرة إلى الدول متوسطة الدخل، ثم ما أن لبثت حتى انتكس اقتصادها وأصبحت تعاني من الفقر بحدة وعمق غير انها بعد ذلك أصبحت دولة شبه صناعية و في هذا المطلب سنقدم نظرة عامة عن الدولة من جغرافيا وتاريخ والمراحل التي مرت بها عملية التنمية وعوامل نجاحها وفي الاخير نعرض التحديات وآفاق التنمية فيها

المطلب الأول: نظرة عامة عن دولة إندونيسيا

قبل التوجه نحو مراحل تطور اندونيسيا نقوم بتقديم نظرة عامة عنها من خلال موقعها وتاريخها واهم القطاعات المميزة لها ثم بعدها نتعرض للمراحل التي مرت بها عمليات التنمية الاقتصادية

الفرع الأول: الإستراتيجية الجغرافية لدولة إندونيسيا

¹ للمزيد من التفاصيل حول نشأة الآسيان والتحديات التي واجهتها: -أنظر كل من:

WONG, John.- **The Asean model of regional coopertion in Seiji Naya & Migvel Urrulia (eds), Lessons in development a comparative study of Asia and Lozin America senfran cisco**.- International center of economic Growth, 1989.- p.p.121-125.

SCALOPINO, Robert A.- **Asia and the United States the Challenges Ahead**.- Foreign Affairs, vol.69, n°1, 1989.- p.p.89-114

² <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/fa3db848-ar/index.html?itemId=/content/component/fa3db848-ar>

التوقعات الاقتصادية لجنوب شرق آسيا والصين والهند لسنة 2020 "إعادة النظر في التعليم ليلائم العصر الرقمي"

اقتبس اسم إندونيسيا من الكلمة اللاتينية إندوس وتعني الهند والكلمة الاغريقية نيسوس وتعني جزيرة. تعود التسمية إلى القرن الثامن عشر، أي قبل تشكيل جمهورية إندونيسيا غير ان الأكاديميات الهولندية استخدمت مصطلح أرخبيل الملايو والهند الشرقية الهولندية عوضاً عن استخدام كلمة إندونيسيا وأصبح اسم إندونيسيا أكثر شهرة في الأوساط الأكاديمية خارج هولندا مع بداية القرن العشرين¹ الشعار المكتوب على علم إندونيسيا: Bhinneka Tunggal Ika ويعني (وحدة وتنوع)، اللغة الرسمية هي الباهاسا الإندونيسية والعاصمة هي جاكرتا وتدار على أساس أنها مقاطعة يحكمها حاكم وليس عمدة.

1- الموقع

تقع إندونيسيا في جنوب شرق آسيا تحدها من الشمال ماليزيا وغينيا الجديدة وشرقاً تيمور الشرقية، ولها حدود بحرية مع سنغافورة أما جنوباً فلها حدود بحرية مع أستراليا، وتعد أكبر أرخبيل في العالم إذ تضم 17508 جزيرة اما الجزر الأهلة بالسكان فتقدر بـ 6000 جزيرة فقط².

وتقدر مساحة البلاد بـ 1,904,569 كم² تحتل اليابسة منها 1,811,569 كم² بحسب المصادر الإندونيسية وما تبقى بحار إقليمية كبحر باندو وأرافورة وجاوة وتيمور وسولاويسي (سيلبس) وغيرها. يحيط بإندونيسيا المحيط الهندي غرباً والمحيط الهادي شرقاً وبحر الصين الجنوبي شمالاً و تقع بين خطي عرض 11 جنوباً و 6 شمالاً وبين خطي طول 95 و 141 شرقاً، و يعد موقعها من أهم المواقع الإستراتيجية³ إذ تشكل حلقة وصل بين قارة آسيا وإقليم الباسفيك وتطل على مضيق ملقا الاستراتيجي وهو من أكثر الممرات الملاحية نشاطاً في العالم إذ تمر به ثلث حجم الملاحة التجارية في العالم

2- المناخ

يسود إندونيسيا المناخ الإستوائي (الحار الرطب) وتغطي الغابات المطرية الكثيفة معظم أراضيها وهي من الكثافة بمكان إلى الدرجة التي يمكن رؤيتها من القمر بوضوح لذلك يطلق عليها رئة العالم. ويبلغ المتوسط السنوي لدرجة حرارة الأراضي المنخفضة 27م، أما في المناطق المرتفعة فهي أقل من ذلك ولا يوجد تباين كبير في درجات الحرارة طوال العام لذا يحدد الفصل في إندونيسيا تبعاً للاختلاف في كميات الأمطار وليس تبعاً للتغيرات الحرارية ويهطل على المناطق الأكثر جفافاً من إندونيسيا ما بين 90-100 سم من الأمطار سنوياً أما الأراضي المنخفضة في المناطق الأخرى منها فيهطل عليها

¹ <https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%B3%D9%8A%D8%A7>

من ويكيبيديا، الموسوعة الحرة "إندونيسيا" 2020/11/13 على 23 سا 51 آخر تعديل للصفحة يوم 15 أكتوبر 2020، الساعة 00:27.

² WWW.TRADINGECONOMICS.COM./statistics/INDONESIA

³ أ.د. زين الدين عبد المقصود الغنيمي "إندونيسيا" الموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-

أندونيسيا) المملكة العربية السعودية. المجلد 7، شوال، 1419هـ، ص 339

180- 320 سم سنويًا، مقابل 300- 370 سم في كاليمنتان وسومطره وتترايد كميات الأمطار في الأراضي المرتفعة وتحظى بعض المناطق الجبلية في إريان جايا في المتوسط بحوالي 640 سم سنويًا.

3- التضاريس

تتكون تضاريس إندونيسيا من أراضٍ مُنخفضة ساحليه وجُزرٍ كبيرة تتخلها جبالٌ داخلية تغطي مساحات شاسعة من إندونيسيا، من بينها 60 جبلاً بركانيًا نشطًا¹ وتُغطي الغابات المدارية الكثير من الأراضي وتشمل الغابات أشجار الأخشاب أصلبة مثل ألتيك والآنوس كما يعيش في بعض هذه الغابات القردة والفيلة والنمور والأصلة (نوعٌ من الثعابين) والكركدن ومن الناحية الجيولوجية يوجد بإندونيسيا تنوع كبير، فهناك تكوينات بركانية نشطة وأخرى خامدة وهو ما عدد أنواع التربة وتعتبر المناطق البركانية² من أكثر المناطق كثافة بالسكان بسبب خصوبة تربتها كما تعتبر منطقة من أنشط مناطق العالم في الزلازل ويقدر متوسط الهزات الأرضية فيها بـ500 هزة في السنة ويتوزع معدل هطول الأمطار ما بين 721 مم و4146 مم في السنة وذلك بحسب الأقاليم.

كما يُقسّم الكثير من الجغرافيين الجزر الإندونيسية إلى اربع وحدات كالآتي:

3-1 الوحدة الأولى مجموعة (جزر سوندا الكبرى): تشمل جزر بورنيو، وسولاويسي Sulawesi، وجاوه Java، وسومطرة Sumatra يتمركز معظم السكان في هذه المنطقة كما يتركز فيها معظم النشاط الاقتصادي للبلاد وهي تتكون من جزر بورنيو وجزر سولاويسي و جزيرة جاوة.

* جزيرة بورنيو: وهي ثالث أكبر جزيرة في العالم بعد جرينلاند وغينيا الجديدة تستحوذ إندونيسيا 75% من مساحتها أما الجزء المتبقي (الجزء الشمالي) فيشمل: بروناي وولايات ماليزيتين هما: ساراواك وصباح

* جزر سولاويسي: تتألف من أربعة أشباه جزرٍ طويلة كما تعد من أكثر الجزر الإندونيسية وعورة، إذ يبلغ متوسط ارتفاع جبالها 3000 م، فوق مستوى سطح البحر والكثير من جبالها بركاني، وبعضها نشط. وتُغطي معظمها الغابات وبعض أراضيها الداخلية³ خصبة، يشتغل سكان السواحل بصيد الأسماك ومن أكبر مدنها، مدينة "يوجنج باندانج".

¹ بحث عن دولة إندونيسيا، بحث علمي كامل جاهز عن دولة إندونيسيا متاح على الموقع <https://www.al-mstba.com/t207653.html>

Salah Hamouda 2020/11/14 على سا 09:25، قسم ابحاث علمية وثقافية

² د.زين الدين عبد المقصود الغنيمي "إندونيسيا" الموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-

أندونيسيا)، مرجع سابق ذكره، ص350

³ نفس المرجع السابق، ص351

* **جزيرة جاوة:** وهي أكثر الجزر الإندونيسية، كثافة بالسكان (810 أشخاص/ كم2)، وتنتشر فوق سطحها، آلاف القرى الزراعية وتعد في الوقت نفسه أغنى الجزر الإندونيسية بالصناعة، تضم معظم المدن الإندونيسية بما في ذلك العاصمة "جاكرتا"¹

* **جزيرة سومطرة** سادس كبرى الجزر في العالم تمتد فيها جبال باريسان حيث تعلوها سلسلة من القمم البركانية على امتداد الساحل الجنوبي الغربي وترتفع هذه القمم، لتصل إلى حوالي 3805م (قمة كرنسي) فوق مستوى سطح البحر من بين أكبر المدن فيها هي "مدان"².

2-3 الوحدة الثانية (جزر سوندا الصغرى): تمتد من بالي باتجاه الشرق، نحو 1100 كم إلى تيمور وتضم بالي غالبية السكان وفيها كبرى مدن هذه الجزيرة وهي مدينة دنباسار ومعظم المدن ساحلية وتعتبر مراكز تجارية وتيمور، هي كبرى جزرها، التي تشمل عدة جبال، أعلاها جبل رنجاني، في جزيرة لومبوك **3-3 الوحدة الثالثة (جزر المولوكاس):** هي تقع على خط الاستواء ما بين سولاويسي وغينيا الجديدة، كبرى جزر هذه المجموعة، هي: جزيرة هالماهير (مساحتها 17.760 كم2) ومعظم الجزر الصغيرة في هذه المجموعة غير مأهولة بالسكان حيث يعيش معظم سكانها في المراكز التجارية الساحلية وكبرى المدن مثل ميناء أمبون وقد اشتهرت هذه الجزر قبل مئات السنين عندما بدأ التجار يجمعون منها التوابل لتباع في أوروبا وبذلك سُميت بجزر التوابل

3-4 الوحدة الرابعة (غينيا الجديدة): هي ثانية الجزر الكبرى، في العالم، يُسمى نصفها الغربي باسم إيريان جايا وهي مقاطعة إندونيسية أما النصف الشرقي منها، فيشكل جزءاً من دولة بابوا غينيا الجديدة وتعد إيريان جايا، أقل المناطق الإندونيسية، تنميةً وسكاناً وتُغطي الغابات المدارية، نحو 90% من أراضي إيريان جايا وتمتد عبرها الجبال، من الشرق، إلى الغرب، وتشمل جبالها، بنكاك جايا، وهو أعلى جبال إندونيسيا ومعظم مناطقها الساحلية، منخفضةً ومُستقعات أما كبرى مدن إيريان جايا، فهي: جايا بورا، وتقع معظم أراضيها الزراعية، على امتداد السواحل³.

4- الموارد

تملك إندونيسيا ثروة من الموارد الأولية والبشرية تؤهلها لتنوع اقتصادها يتوزعون على مساحة إجمالية مقدرة ب 1.9 مليون كيلومتر اذ 29% من إجمالها هي مساحة زراعية كما تتوفر إندونيسيا على ثالث غطاء نباتي عالمي يمثل 52% من المساحة الإجمالية للبلد فإندونيسيا غنية بتنوع مواردها الطبيعية فالكثير من أراضيها خصبة جداً لاحتوائها على الرماد البركاني كما ساعدت الأمطار الوفيرة والمناخ المداري على زراعة أنواع كثيرة من المحاصيل وتحظى باحتياطي مهم من القصدير والنفط بفضله

¹ "جزر إندونيسيا" 2018/09/28 آخر تحديث 08سا25 على الموقع: براء الدويكات

https://mawdoo3.com/%D8%AC%D8%B2%D8%B1_%D8%A5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%B3%D9%8A%D8%A7

² <http://www.moqatel.com/openshare/Behoth/Dwal-Modn1/Indonesia/index.htm>, visité le 14/11/2020 à 00:29

³ <http://www.moqatel.com/openshare/Behoth/Dwal-Modn1/Indonesia/index.htm>, Op-cit

عائدات الثروة النفطية المكتشفة حديثاً، جمعت إندونيسيا بين التصنيع بهدف إحلال الواردات والتركيز على التنمية الزراعية وأدت استراتيجية النمو المتوازن هذه إلى زيادة الطلب على القوى العاملة، وإلى الحد من البطالة وزيادة الأجور الحقيقية في منتصف الثمانينات، عندما بدأت عائدات النفط تتراجع، تحولت إندونيسيا من إحلال الواردات إلى التصنيع الموجه إلى الخارج، جاذبة القوى العاملة الفائضة من الزراعة للعمل في الصناعة لقاء أجور أفضل، إضافة إلى معادن أخرى مثل الفحم الحجري، وخامات الألمونيوم

1-4-1 الموارد الأولية

تتخر إندونيسيا بالموارد الأولية¹ فهي أول مصدر عالمي للفحم والنيكل، بلد مصدر للذهب، الزنك والنحاس، هي من أكبر منتجي ومصدري زيت النخيل، ثاني منتج للمطاط والقهوة وأدوات الصيد كما تحوز لوحدها على 40% من الاحتياطي العالمي للطاقة الحرارية، وتحتل المواد الأولية (ومن بينها المحروقات من نفط وغاز) المراكز الخمس الأولى² في قائمة المواد المصدرة من طرف إندونيسيا. استطاعت إندونيسيا أن تحقق خطوات عديدة في مسار نموها الاقتصادي، إذ نستشهد بالمعطيات التالية: قطاع المواد الأولية سنة 2014 (14.3%) من الناتج المحلي الخام فيما استوعب 35% من اليد العاملة تمتلك إندونيسيا ثروة معدنية كبيرة³ ويشكل التعدين فيها ما يقارب عُشر الناتج المحلي القومي وعلى الصعيد الخارجي، تنتج إندونيسيا خمس الإنتاج العالمي من القصدير، ومثله من البوكسيت وتصدر إندونيسيا النفط والغاز الطبيعي كما يستخرج من مناجمها خامات الألمونيوم والفحم الحجري والنحاس والمنجنيز والنيكل كما يوجد بها بعض الذهب والفضة والكبريت.

و قد توسعت إندونيسيا في إنتاج الفحم الحجري بشكل كبير جداً لتصبح واحدة من أكبر الدول المصدرة للفحم الحجري في العالم، كما أن أهمية بيع الغاز الطبيعي المسيل في ازدياد مضطرد.

1-4-2 الثروة الحيوانية

في عام 2002م قدرت ثروة جمهورية إندونيسيا من الدواجن بنحو 1.2 مليار، والماعز 14.4 مليون والأبقار 12 مليون رأس، والأغنام 8.1 مليون رأس، والجاموس 3.24 مليون رأس، وقدر صيد الأسماك في نفس العام بنحو 4.73 مليون طن متري وتحظى إندونيسيا بواحدة من أكبر الصناعات السمكية؛ حيث يصطاد السكان أنواعاً مختلفة والكثير من الأسماك منها الأنشوفة والماكريل والسردين والتونة كما يصطادون الروبيان في البرك الساحلية كما انها تكسب إقليم مائي يقدر بـ 6.2 مليون كم²

1-4-3 الموارد البشرية

¹https://www.marefa.org/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D8%A5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%B3%D9%8A%D8%A7

² Organisation de coopération et développement économique, les études économiques de l'OCDE: Indonésie 2015. P: 111.

³ د. زين الدين عبد المقصود الغنيمي "إندونيسيا" الموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-

إندونيسيا)، مرجع سابق ذكره، ص 412

تعد إندونيسيا من بين أكبر دول العالم ازدهاما حيث إجمالي عدد سكانها يزيد من 270 مليون نسمة في سنة 2021 وتحتل المرتبة الأولى إسلاميا والرابعة عالميا بعد الصين والهند والولايات المتحدة الأمريكية¹ من حيث تعداد السكان ويتركز 60 % منهم في جزيرة جاوه والتي تشكل 7 % من مساحة اندونيسيا² وتصل نسبة السكان المسلمين في إندونيسيا حوالي 80 % من مجموع السكان اما النسبة المتبقية فهي تدين المسيحية والبوذية والهندوسية فهم عبارة عن فسيفساء بشرية يصنفون الي حوالي 300 عرقية أبرزها العرقية الجاوية، وعرقية الملايو بالإضافة الي عرقيات أخرى.

يتزايد عدد السكان بزيادة سنوية نسبتها 1.4% كما أن التركيبة السكانية يغلب عليها الشباب وهو ما سيترتب عليه ارتفاع في نمو القوة العاملة وزيادة في العائد من السكان³ لاحقا كما أدى تطور الاقتصاد إلى تصاعد مستمر في الثراء وارتفعت حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بمتوسط 6.1% منذ عام 1980 مع تسارع نمو الطبقة الوسطى وبلغت 5200 دولار سنة 2013 على أساس تكافؤ القوة الشرائية أما اللغة الرسمية فهي اللغة المشتقة من لغة الملايو.

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لدولة إندونيسيا

1- الزراعة والمواشي

يشغل بالزراعة أكثر من 41 % من⁴ سكان إندونيسيا والمزارع الإندونيسية الكبيرة تنتج البن وزيت النخيل والمطاط وقصب السكر والشاي والتبغ بهدف التصدير وازدادت أهمية المشروعات الزراعية كبيرة الحجم كمقوم من مقومات الاقتصاد الإندونيسي مع ازدياد حصة الدولة الاستثمارية في هذا القطاع ويُزرع الأرز وهو المحصول الغذائي الرئيسي في مزارع صغيرة، ويأتي معظمه من جاوه كما تنتج المزارع الصغيرة الموز وجوز الهند والذرة والبقول السوداني والتوابل والبطاطا الحلوة والكاكاو⁵ والخضروات والفاكهة والأناناس والشاي والبهارات ويُعدُّ المطاط هو رأس الصادرات الزراعية، كما يربي بعض المزارعين الجاموس المائي والأبقار والماعز والطيور ويعتبر رفع مستوى انتاجية الأرز هدفا أساسيا في كل خطة تنمية اقتصادية للبلاد، يمارس بعض المزارعين نظام الزراعة المتنقلة، فيقطعون الغابة ويحرقونها، ويزرعون مكانها المحاصيل لبضع سنوات حتى تجهد التربة فينتقلون إلى منطقة جديدة مكررين العملية نفسها⁶.

أما نسبة الغابات في إندونيسيا فهي تغطي حوالي 60% من مساحة البلاد مما يجعلها من أكبر مصدري الخشب في العالم وتنتج كميات كبيرة من الأخشاب الصلبة القيمة، بما في ذلك الأبنوس والتيك

¹ تاريخ الزيار 2020/11/10 على 13ساو 43 د WWW.TRADINGECONOMICS.COM./statistics/INDONESIA

² G:\اساسية\1اجديد ماليزيا و اندونيسيا\G: Indonésie_ séduisante à de nombreux égards _ Blog Philippe Gijssels.html, Le 16 février 2015

³ اندونيسيا 2014 Qnb.com

اندونيسيا رؤية اقتصادية 2014 تاريخ الزيارة 2018/10/19 على الساعة 13ساو3

⁴ الصندوق الدولي للتنمية الزراعية "جمهورية إندونيسيا" الدورة 88 (13-14) سبتمبر 2006، ص1

⁵ نفس المرجع السابق، ص2

⁶ <https://ar.talkingofmoney.com/emerging-markets-analyzing-indonesia-s-gdp>

الجدول رقم 15 العاملون بالزراعة من إجمالي المشتغلين والقيمة المضافة %

لإندونيسيا (2007-2017)

السنوات/إندونيسيا	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العاملون في الزراعة من إجمالي المشتغلين %	41.26	41.1	40.45	39.13	37.18	35.93	34.98	34.28	33.04	31.82	30.79
القيمة المضافة للزراعة من إجمالي المشتغلين %	13.72	14.48	15.29	13.93	13.52	13.37	13.35	13.33	13.49	13.48	13.15

المصدر Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57

بين الجدول انخفاض عدد المشتغلين بالزراعة بحوالي 10 % سنة 2017 أما القيمة المضافة فكانت تقريبا مستقرة باستثناء سنتي 2008 و 2009 أين إرتفعت قليلا

1- التصنيع

يعتبر القطاع الصناعي هو الداعم الأكبر للاقتصاد، إذ يشكل ما يزيد عن ربع إجمالي الناتج القومي و يقوم بتوظيف حوالي 22 % سنة 2017 من القوى العاملة، تتولى المنشآت الخاصة (صغيرة ومتوسطة الحجم) جزء كبير من عملية الإنتاج والتي تقوم بإنتاج سلع استهلاكية وتقوم ورش عمل صغيرة بتصنيع هذه السلع الاستهلاكية بالإضافة إلى منتجات أخرى كالأثاث والآلات المنزلية و الأقمشة و المطبوعات.

ومنذ منتصف ثمانينات القرن الماضي أصبح هناك تحول كبير تجاه تطوير الصناعات كبيرة الحجم و ذات التقنية العالية مثل الاتصالات والالكترونيات وتعد جاوا مركزاً للقطاع الصناعي الخاص، مع العلم أن هناك تطورات كبيرة حصلت في هذا القطاع في جاكرتا أيضاً¹.

من إحدى صناعاتها وصادراتها الرئيسية التي تعتمد على مواد خام مستوردة هي صناعة الأقمشة، حيث تمتلك شركات أجنبية معامل الغزل بينما يمتلك مصانع النسيج الصغيرة الحجم رجال أعمال محليين و توجد في بانندج وتتركز عملية طبع الأقمشة في وسط جاوا و هي ما تزال صناعات صغيرة الحجم، كما تنتج إندونيسيا الإسمنت والمواد الكيميائية والورق ومشتقات النفط والسفن الصغيرة وإطارات السيارات والبضائع المطاطية والمنتجات الخشبية ويعيش نحو معظم عمال المصانع في جزيرة جاوة².

يشهد القطاع الصناعي قيمة مضافة قدرت سنة 2007 ب 46.80 % وانخفضت سنة 2017 الى 39.39 % أنظر الجدول رقم 16

جدول رقم 16 العاملون في الصناعة من إجمالي المشتغلين % و القيمة المضافة للصناعة من إجمالي المشتغلين % في

إندونيسيا

السنوات/إندونيسيا (2007-2017)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العاملون في الصناعة من إجمالي المشتغلين %	18.82	18.44	18.29	18.64	19.99	21.07	20.95	21.39	22.04	21.72	22.02
القيمة المضافة للصناعة من إجمالي المشتغلين %	46.80	48.06	47.65	42.77	43.91	43.60	42.63	41.93	40.05	39.30	39.39

المصدر Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57

¹ Op-cit

² د. زين الدين عبد المقصود الغنيمي "إندونيسيا" الموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-أندونيسيا)، مرجع سابق ذكره، ص 430.

2- قطاع النفط والغاز:

تعتبر إندونيسيا دولة مهمة وأساسية في صناعة النفط العالمية، وهي من أكبر الدول النفطية في إقليم جنوب شرق آسيا والباسفيك ووفر لها موقعها الجغرافي المهم وضعا إستراتيجيا يربط خطوط التجارة العالمية بين الشرق الأوسط ومنطقة جنوب شرق آسيا والباسفيك¹. وتتبع أهمية النفط والغاز الإندونيسي من الموقع الجغرافي الذي يعتبر بعيدا نسبيا عن المناطق الملتهبة سياسيا في الشرق الأوسط وهذا الأمر ذو أهمية خاصة ويعني أن الإمدادات النفطية الإندونيسية ستكون مضمونة ومتوفرة لمستهلكيها في دول مثل الصين واليابان وكوريا الجنوبية وحتى الولايات المتحدة ولا تتعرقل هذه الإمدادات بأي مشاكل أو نزاعات عسكرية.

4-الخدمات

توصف طرق المواصلات في معظم إندونيسيا بأنها ضعيفة² وذلك بسبب كثافة الغابات والسلاسل الجبلية والامتداد الواسع للبحر الذي يفصل جزرها ويعتمد السكان في تنقلاتهم على الحافلات والمركبات الصغيرة التي يطلق عليها بيموس.

تمتلك الحكومة السكك الحديدية التي تعمل فقط في جزر جاوة ومادورا وسومطرة كما تمتلك شركة سفن تقوم بالنقل بين الجزر، بالإضافة إلى الكثير من المراكب التي تنقل الركاب والبضائع³ على امتداد الساحل وبين الجزر ويعتبر تانجونجبريك الواقع قرب مدينة جاكرتا الميناء الرئيسي للبلاد كما تمتلك الحكومة وتدير شركة طيران ويقع المطار الرئيسي بالقرب من جاكرتا وتدير أيضا أنظمة البريد والهاتف، وكذلك الإذاعة والتلفاز ويشغل قطاع الخدمات اكبر نسبة عمالة مقارنة بقطاع الصناعة و الزراعة اذ تطورت نسبة العمالة من 39.92 % سنة 2007 إلى 47.19 % سنة 2017 أنظر جدول رقم 17

جدول 17 تطور عدد المشتغلين بقطاع الخدمات في إندونيسيا(2007-2017)

السنوات/إندونيسيا	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العاملون في الخدمات من اجمالي المشتغلين %	39.92	40.46	41.25	42.22	42.82	43	44.07	44.32	44.92	46.46	47.19

المصدر Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57

الفرع الثالث: نبذة عن تاريخ الدولة والحكم السياسي

وصل الإسلام إلى أرخبيل إندونيسيا في عام 674م عن طريق التجار المسلمين والعرب فظهرت بعض ملامح الازدهار الاقتصادي⁴ واستمرت إلى أن باغتت حركة الكشوف الجغرافية الاستعمارية البلاد وقامت البرتغال باحتلال"مالقا" سنة 1511 م فاستعان الإندونيسيون ضد البرتغال وإسبانيا بهولندا إذ

¹ <https://ar.history-hub.com/akbr-alsnaaat-fy-andonysya>

² نفس المرجع السابق ذكره،ص449

³ <https://ar.talkingofmoney.com/emerging-markets-analyzing-indonesia-s-gdp>

⁴ Amani Borhan-eddine Loubis "Democracy in Indonesia" journal of Indonesian Islam Volume 04, Number 02, December 2010, P-P (414,436), P 414

وصل الأسطول الهولندي إلى سموپرة وجاوة سنة 1596 وقاتلو البرتغاليين وبعد خروج البرتغال وقعت إندونيسيا في أيدي الاحتلال الهولندي عام 1799 ودام هذا الاحتلال حوالي قرن ونصف وظلت تعرف إندونيسيا باسم جزر الهند الشرقية واستنزفت ثرواتها وعرقلت الثورات القائمة صيرورة التنمية الاقتصادية. بعد الاحتلال الهولندي جاء الاحتلال الياباني¹ واستمر باستنزاف ثرواتها ولم يتحقق لها الاستقلال إلا بعد هزيمة اليابان في الحرب العالمية الثانية، في 17 أوت 1945 وفي هذا التاريخ تم إعلان قيام حكومة أندونيسيا برئاسة أحمد سوکارنو، لم تشهد البلاد أي ازدهار اقتصادي خلال هذه الفترة، وذلك بسبب السياسات التعسفية التي عرفها النظام الحاكم مما انتهى بقيام ثورة سبتمبر 1965 حيث تدخل الجيش في الشؤون السياسية وبرز سوهارتو الذي كان وزيرا للدفاع آنذاك، بعدما أجبر سوکارنو من التنازل عن السلطة، استطاع بعدها تولى الحكم سنة 1968 م وقام بتشكيل مناخ سياسي واقتصادي ذي سند حيث قام بتطوير برنامجا اقتصاديا أصبحت على إثره إندونيسيا واحدة من النور الآسيوية واقتربت من قائمة الدول الصناعية الكبرى ولكن بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العنيفة التي عصفت بدول آسيا عام 1997 م وجهت انتقادات كثيرة إلى سوهارتو و اتهمه بالفساد ونهب الثروات، حيث كان شريكا أومالكا لأكثر من 80 شركة عملاقة.

ومع اقتراب البلاد من حافة الانهيار السياسي والإفلاس الاقتصادي طلبت أمريكا من سوهارتو التنازل² عن الحكم فقدم استقالته في 21 ماي 1998 م وبدأت عملية التحول الديمقراطي في إندونيسيا وسقطت الديكتاتورية وشعر بعدها الشعب الإندونيسي ان بإمكانهم التعبير بحرية عن آرائهم وسمحت لهم الديمقراطية بتشكيل المئات من المنظمات والأحزاب السياسية وتم انتخاب اول رئيس مدنى ديمقراطي. مضت إندونيسيا اكبر دول العالم الاسلامى فى نهضة اقتصادية علمية شاملة غيرت الوجه الحضارى لهذه الدولة وغيرت نمط عيش السكان وأنفقت الحكومة اموالا كثيرة على قطاع التصنيع حيث حولت الكثير من القرى الى مدن صناعية ضخمة كما تبنت الحكومة العديد من الخطط الاصلاحية وأصدرت قانونا عام 2012 حظرت بموجبه تصدير المواد الخام الى الخارج والسماح فقط بصادرات خامات مصنعة محليا فى المعامل والمصانع الإندونيسية وتمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة اكثر من 97% من الاقتصاد الإندونيسي وهو الامر الذى ساعدها على تحقيق معدلات نمو عاليه الحققتها بالمجموعات الاقتصادية الكبرى فى العالم وبعدها توجهت إندونيسيا نحو إقامة حكم ديمقراطي نيابي، ثم قام "يوسف حبيبي" بتخفيف القيود عن الأحزاب السياسية والصحافة عقب ذلك ونالت تيمور الشرقية استقلالها بعد الاستفتاء عن تقرير المصير وتم إصدار قانون الحكم الذاتى وأعطيت الدولة من خلاله صلاحيات واسعة كما مكنها من الحصول على حصة تتراوح بين 15% و 30% من مواردها الذاتية الخاصة بالنفط والغاز و 80% من عائدات الأسماك والغابات والمعادن وتشكل بعدها نظاما جديدا

¹ نغم نذير شكر "التجربة التنموية فى إندونيسيا" مجلة تكريت للعلوم السياسية، العدد 13 ص-ص (85، 109) ص87 على الموقع

تاريخ الزيارة 2021/03/06 على <https://www.iasj.net/iasj/article/15116506:39>

² نغم نذير شكر، مرجع سابق ذكره، ص88

برئاسة"عبد الرحمن الواحد"¹ بدعم من الولايات المتحدة لكن هذه الفترة عرفت فسادا كبيرا وتوالى سقوط الحكام واحدا تلو الآخر ثم جاء "سوسيلو بانابانغ يودهونو" إلى الرئاسة، ومنذ توليه الحكم استهدف خلق اقتصاد أكثر كفاءة من خلال فتح الأسواق وتحرير التجارة وحماية حقوق الملكية الفكرية وتعزيز الأنظمة والقوانين ورفع مستوى الشفافية وتحسين المناخ الاستثماري وتشجيع المنافسة.

المطلب الثاني: تطور سوق الأوراق المالية في إندونيسيا.

انعطف مسار الاقتصاد الإندونيسي 180 درجة، منفذاً واحداً من أعظم التحولات في التاريخ الاقتصادي الحديث، واصبح من بين أكبر اقتصادات جنوب شرق آسيا².

فما الذي حدث، وكيف تمكنت أكبر الدول الإسلامية من حيث عدد السكان من إحداث هذه المعجزة، رغم هذا التعداد السكاني الضخم، الذي يراه البعض عائفاً أمام التنمية لكن قبل تقييم استراتيجية التنمية التي إتبعها إندونيسيا نقوم بعرض الإصلاحات الهيكلية التي مست النظام المالي في إطار التحرير المالي وهيكلية الاقتصاد وبالخصوص إصلاحات سوق الأوراق المالية

الفرع الاول: النشأة والإصلاحات الهيكلية في سوق الأوراق المالية في إندونيسيا

إنّ التطورات الكمية والكيفية التي انتهجتها الحكومة على النظام المالي الإندونيسي هي نتيجة للعديد من العوامل المرتبطة بالسياسات لتطوير سوق النقد وسوق رأس المال³

تميزت بداية إصلاح سوق المال بتطوير القطاع المصرفي وسميت الفترة الزمنية (1966-1972) بمرحلة النمو الأولى، أما المرحلة الثانية (1973-1982) فسميت بمرحلة الكبح، حققت إندونيسيا في هذه الفترة فوائض ضخمة في كل من الحساب الجاري من ميزان المدفوعات وإيرادات الموازنة العامة نتيجة للزيادة الضخمة في أسعار وإيرادات البترول حيث زاد الطلب والإنفاق المحليين مع زيادة معدل التضخم وفي مرحلة الثالثة بين الفترة (1983-1996) حدث تغير هيكلي في النظام المصرفي الإندونيسي، حيث اتخذت الحكومة حزمة من الإجراءات كتخفيف القيود البنوك وتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي وغيرها، وقد أعقب إصلاحات الجهاز المصرفي مجموعة من السياسات الإصلاحية التي صممت خصيصاً لتنشيط وتنمية الجوانب الأخرى من النظام المالي، وخاصة سوق الأوراق المالية.

1- نشأة وتطوير سوق الأوراق المالية في إندونيسيا

إن تداول الأوراق المالية موجود في إندونيسيا منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر، على وجه التحديد بعدما فتحت الحكومة مزارع ضخمة ومتنوعة في جزر الهند الشرقية الهولندية ودخلت إندونيسيا مرحلة جديدة في سوق رأس المال الوطني بعد افتتاح قاعة التداول للأسهم في باتافيا (جاكرتا) في 14

¹ أ.ادوارد ناشد جرجس، وآخرون "تجارب تنموية في النمو والتنوع الاقتصادي: أندونيسيا نموذجا" الملتقى العلمي الدولي الأول حول: الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر المنعقد يومي 25 و 26 أبريل 2018 جامعة محمد الصديق بن يحيى

جيجل، ص7

² <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/502505> visité le 04/09/2017

³ Ban Kosal MINH, Op-cit; P28

ديسمبر 1912¹ كان الاسم المستخدم هو Vereniging voor de Effectenhandel ، فرع من سوق أمستردام في هولندا كانت بورصة باتافيا رابع أقدم البورصة في آسيا بعد بورصات كل من بومباي (1830)، هونج كونج (1871) وطوكيو (1878) كما وكانت لها مكانة مهمة في اقتصاد هولندا، بصرف النظر عن تلبية الاحتياجات الاستثمارية لمجتمع الباتافيان ودفع تطوير الأعمال في شركات مزارع جزر الهند الشرقية الهولندية.

كانت هناك 13 مؤسسة مالية في بورصة باتافيا تقوم بالتعامل مع التجار في مخزون شركات المزارع و إصدار سندات حكومة جزر الهند الشرقية الهولندية وكذلك الإصدارات المحلية للبلديات المختلفة، كما تداولت بورصة باتافيا أسهم الشركات متعددة الجنسيات المتداولة في أمستردام نتيجة للانتعاش تشجعت هاته الاخيرة و فتحت بورصة أمستردام فروعين في كل من سورابايا في 11 يناير 1925 وفي سيمارانج في 1 أغسطس 1925 وكانت أكبر الشركات المالية الهولندية² أعضاء هذه البورصة كانت أربعينيات القرن الماضي بمثابة فترة فراغ بالنسبة لإندونيسيا سوق رأس المال، بسبب تجميد تداول الأسهم التبادل خلال الحرب العالمية الثانية. قبل عصر التداول من جزر الهند الشرقية الهولندية مغلقة إلى الأبد في 19 مايو، 1940 عندما غزت ألمانيا هولندا- كانت أنشطة سوق رأس المال في سيمارانج وسورابايا تم دمجها في التبادل الباتافي ومع انتقال السلطة إلى حكومة إندونيسية جديدة أدى إلى عودة تداول الأوراق المالية في عام 1950، تميزت بإصدار جمهورية إندونيسيا السندات الحكومية ببورصة الأوراق المالية في جاكرتا ومع ذلك، أما الإصدارات المعروضة لا تزال إصدارات جزر الهند الشرقية الهولندية كما تم إنشاء بورصة أخرى سنة 1952 بعدها في سنة 1956 توقفت تماما الأنشطة نتيجة لعمليات التأميم وحظر التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات الهولندية.

كثير من الهولنديين، المحركون الرئيسيون للبورصة غادروا إندونيسيا³ ونتيجة لذلك، تراجع سوق رأس المال وترك فراغ يعكس قلة المواطنين الاندونيسيين الذين يعرفون القراءة والكتابة بدأ فصل جديد في تاريخ سوق رأس المال في إندونيسيا بمحاولة من الحكومة الإندونيسية لاهياء سوق الأوراق المالية عام 1973 بمساعدة كل من هولندا ومؤسسة التمويل الدولية بعد ان تولت وزارة المالية إنشاء مجموعة جديدة من المؤسسات الغير مصرفية، بهدف توفير مصادر جديدة للتمويل⁴ طويل الأجل، وتم تأسيس مجموعتين من المؤسسات هما:

¹ Indonesia stock exchange, annual report 2018, p16

² غنية الجوزي، أحمد باشي " نعكاسات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق إندونيسيا، مجلة العلوم التجارية،

المجلد 18 العدد 2، ديسمبر 2019، ص-ص(160،173)، ص170 عل الموقع

<https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticlepdf/360/18/2/104950>

³ INDONESIA STOCK EXCHANGE, annual report 2015, p10

⁴ عاطف وليم اندروس، "أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، مرجع سابق ذكره ص301

-المجموعة الأولى: وهي مؤسسات تمويل الاستثمار، وقد بلغ عددها تسع شركات، وتعمل كوسطاء ومروجين للاستثمار، ويمكنها أن تساعد في تنمية أدوات الدين طويل الأجل، وأن تصل لمصادر رأس المال الأجنبي والخبرة المالية اللازمة لتنمية التمويل طويل الأجل.

-المجموعة الثانية: وهي مجموعة المؤسسات التي تعمل في مجال تمويل التنمية، وتتعامل في التمويل متوسط وطويل الأجل وشراء الأسهم، وبلغ عددها ثلاث شركات وقد تم تخطيط هيكل تلك المؤسسات بعناية، حيث كان بنك الدولة أو بنك إندونيسيا شريكاً رئيسياً مع ثلاثة شركاء أجنبى على الأقل من دول مختلفة يشترط أن يكون أحدهم بنك استثمار، ووضعت قواعد معينة للتعيين والتدريب والتصويت وقد قامت تلك المؤسسات المالية غير المصرفية بأداء وظائف عدة أهمها: ترتيب قروض مشتركة، القيام بعمليات الترويج والسمررة وإعطاء ضمانات وتقديم مشورات للعملاء في عمليات الاندماج والاستحواذ

وفي يناير 1974 دعا الرئيس سوهارتو المستثمرين الأجانب أن يشاركوا بالترديج في الشركات الوطنية، بيد أن هذا الأمر سبب مشاكل إضافية لأن معظم الشركاء المحليين كانوا من ذوي الأصول الصينية أو من كبار العسكريين وموظفي الدولة.

اعتمدت كل المحاولات لتنمية سوق الأوراق المالية في إندونيسيا على دور الحكومة، حيث عملت كمنظم ومثبت للسوق إلى جانب كونها مشغلة له، كما كانت الحكومة مصدرة لصناديق الاستثمار ومروجة ومالكة للأسهم المدرجة بالبورصة،¹ حيث قامت الهيئة المملوكة داناريكسا بالهيمنة على أسواق الإصدارات الجديدة، بينما اتصف دور المؤسسات الأخرى بالضعف والمحدودية ونتيجة لذلك لم تكفل محاولات تنمية سوق الأوراق المالية في إندونيسيا خلال فترة السبعينات وبداية الثمانينات بالنجاح، فكان لابد من القيام بإجراءات لتنشيط السوق من خلال إزالة العوائق، وتطوير البنية التنظيمية والإشرافية.

2- تحرير أسواق الأوراق المالية

بدأ تحرير القطاع المالي الخارجي مبكراً في إندونيسيا عام 1970 حينما تم تحرير حساب رأس المال من ميزان المدفوعات غير أن تحرير القطاع المالي الداخلي وسوق الأوراق المالية تأخر. وقد بدأ تحرير القطاع المالي الداخلي عام 1983 وذلك عندما تم تحرير أسعار الفائدة المصرفية وإزالة السقوف الائتمانية، وعندما أثبتت تلك الإجراءات نجاحها في تحقيق تنمية الجهاز المصرفي نشأت ضغوط لإزالة القيود المفروضة على سوق الأوراق المالية.

وفي 23 ديسمبر 1976 أعلنت حزمة من الإجراءات التي هدفت إلى تنشيط سوق الأوراق المالية منها السماح بإنشاء سوق موازية للأسهم والسندات لتمكين الشركات الصغيرة من الحصول على التمويل، كما سمحت بتداول نوع جديد من الأدوات المالية هو الأوراق الائتمانية في تلك السوق، كما تم السماح

¹ نفس المرجع السابق، ص 302

باستثمارات المحافظ الأجنبية كخطوة هامة نحو انفتاح السوق أمام المستثمرين الأجانب وتنشيط وتحفيز الطلب على الأوراق المالية الإندونيسية¹.

ومع تسارع وتيرة النمو الاقتصادي في إندونيسيا وصدور قرار رسمي من وزارة المالية يسمح لغير المقيمين بشراء نسبة تصل إلى 49% من أسهم أي إصدار جديد، بالإضافة إلى تزايد الاستثمارات الأجنبية خلال حقبة التسعينات من القرن الماضي في سوق الأوراق المالية الإندونيسية، بارتفاع معدلات العوائد المتوقعة بالمقارنة بالأسواق الأخرى تدفق الاستثمار الأجنبي على إندونيسيا وقامت الحكومة بتطوير البنية التحتية لسوق راس المال وإعادة تنشيط الهيكل الاستثماري للسوق كما أنشأت الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية² Bapepam و إنشاء هيئة داناريكسا Danareksa وقد صممت لتعمل كصانع للسوق وعنصر استقرار ومثبت لسوق الأوراق المالية.

1- تطور البنية التحتية لسوق الأوراق المالية

مع الزيادة الملحوظة في نشاط سوق الأوراق المالية في إندونيسيا بداية عام 1973، و بروز السوق كآلية جديدة لحشد وتعبئة الموارد المالية، ركزت الدولة على تطوير بنية السوق ذلك لبروز ضعف في عمليات التداول والمقاصة والتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية، إلى جانب ضعف نظم المحاسبة والمراجعة، فضلاً عن أن النظام القانوني والقضائي لم يضع أسساً قوية لعمل سوق الأوراق المالية وقد أدت تلك البنية غير المنظمة إلى تزايد الصراع بين أطراف السوق للفوز بأكبر قدر من الأرباح والمكاسب فباتت الحاجة لإنشاء نظام للوائح والقواعد الإشرافية والرقابة ملحة وفي أكتوبر 1989 استجابت الحكومة للرؤية الثانية، وتم تشكيل فريق عمل من الخبراء المحليين والأجانب تحت إشراف Bapepam ووزارة المالية كما وضعت الحكومة خطوطاً استرشادية Guidelines عامة لأداء عمل السوق.

وقد تضمنت عملية تطوير النظام الإشرافي للسوق وبنيته القانونية والتنظيمية جوانب عدة أهمها³:

إعادة هيكلية Danareksa، خصخصة بورصة جاكرتا، مراجعة نظام ترخيص السماسرة والتجار، حماية مستثمري صناديق الاستثمار، حل مشكلة المثبطات الضريبية، البنية الأساسية القانونية، تنظيم المشاركة الأجنبية ونظام مقاصة وتسوية المعاملات.

1- خصخصة بورصة الأوراق المالية:

شكلت وزارة المالية لجنة تحضيرية في 18 أبريل 1990 لخصخصة بورصة جاكرتا⁴، وقد أعدت اللجنة تقريراً بشأن ملكية البورصة وشروط العضوية وقواعد التسجيل والتداول فيها، كما قدمت اللجنة مقترحات حول ملكية البورصة وتم توقيع اتفاق مع بورصة سنغافورة على إمداد بورصة جاكرتا بالبرامج و

¹ عاظم وليم اندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، ص 303

² نفس المرجع السابق، ص 304

³ Roll Richard, An Empirical Survey of Indonesian Equities 1985-1992, Pacific-Basin Finance Journal, Volume n° 3 (July) 1995, p159.

⁴ Hanna Donald, Indonesian Experience with Financial Sector Reform, World Bank Discussion Paper 237 (Washington: World Bank)1994,p120.

المساعدات الفنية وبناءً على تقرير اللجنة صدر قرار بخصخصة البورصة واعتبار 209 من شركات الأوراق المالية بمثابة ملاك لأسهم البورصة المخصصة، ويعدد متساوي من الأسهم لكل شركة،

2- نظام ترخيص السماسرة والتجار:

كشف النمو السريع لسوق الأوراق المالية خلال الفترة 1989-1990 عن جانب ضعف هام يتمثل في القصور في خبرة ومهارة السماسرة والتجار العاملين بالسوق، ولقد كانت Bapepam مسؤولة عن الإشراف عن تلك الوحدات، بيد أن مسؤولية منح تراخيص مزاوله المهنة كانت تقع على عاتق إدارة المؤسسات المالية، الأمر الذي أضعف من الرقابة على السماسرة والتجار.

ومع صدور القرار الرئاسي لسوق رأس المال، أعطيت أهمية خاصة لإنشاء شركات الأوراق المالية تحت إشراف Bapepam، وتم ربط تراخيص إنشاء الشركات بتوافر حدود دنيا لرأس المال تتناسب مع المخاطر المصاحبة لعملياتها وبما ان بورصة جاكرتا أصبحت شركة خاصة تخضع لقانون الشركات تولت الإدارة والإشراف على أعضائها من شركات الأوراق المالية والسماسرة والتجار وتصوت في جميع القضايا الخاصة بهم بما فيها الانتخابات المباشرة لأعضاء مجلس إدارة البورصة، فمقدرة إدارة البورصة على تنظيم ملاكها (شركات الأوراق المالية) كانت شبه معدومة.

ومع نهاية عام 1994 تزايد عدد الأفراد المحترفين في السوق، وتزايدت أهمية الكيانات الاندونيسية الصغيرة في جميع مناحي السوق.

3- حماية مستثمري صناديق الاستثمار:

حددت الحكومة هدفاً تقوم به Danareksa وهو العمل على نشر ملكية الأسهم بين صغار المستثمرين في جميع أنحاء إندونيسيا، وذلك من خلال دورها في إنشاء صناديق الاستثمار، وتبعاً لذلك تقرر إنشاء صناديق الاستثمار الخاصة المغلقة، وخضعت للإشراف بعناية، وتكونت محفظتها من الأسهم والسندات. وتعد تلك الصناديق أفضل ترتيب وضع في إندونيسيا لحماية وتشجيع المستثمر الصغير¹.

ولقد عانت صناديق الاستثمار طويلاً في اندونيسيا من إخضاع ضريبي ثلاثي Triple taxation على نفس المكاسب التي تحققها، الأمر الذي أضعف من حوافز الأفراد تجاه الاستثمار في تلك الصناديق، وتبعاً لذلك صدر تعديل في قانون الضرائب على الدخل عام 1989 وأنشأت صناديق الاستثمار المفتوحة.

4- حل مشكلة المثبطات الضريبية:

لما بدأت لجان تطوير سوق الأوراق المالية في إندونيسيا عملها وجدت أن السياسة الضريبية تحتوي على العديد من الحوافز السلبية² التي تعوق نمو السوق، وقد حددت ثلاثة جوانب ضريبية تمييزية

¹ IPAF (Institut Pengembangan Analisis Finansial), The Emerging Asian Bond Market, Background Paper, 8Indonesia, World Bank, East Asia and Pacific Region, June 1995, p

² Montagnon Peter, Stock Markets: Brisk Business on the Bourse, Financial Times, Survey:Indonesia, 25June 1996, p 2-3

تؤثر بالسلب على سوق الأوراق المالية إذ حاولت الحكومة من تعديل التحيز بإصدار عام 1992 تعديلات على قانون الضرائب على الدخل، ثم في عام 1994 صدر قانون جديد للضرائب، وقد تضمن تغييرات عدة أثرت على أسواق المال في إندونيسيا أهمها ما يلي:

- تم خفض معدل الضريبة على دخل الفوائد للمكلفين من الشركات المقيمة في اندونيسيا ليصبح حدها الأقصى 15%، و بسعر موحد عن دخولهم من الفوائد.

- تم إلغاء الضريبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة من معاملات سوق الأوراق المالية، واستبدلت بضريبة جديدة على سوق الأوراق المالية تصل إلى 1% من القيمة الإجمالية للصفقة، وذلك إلى جانب ضريبة تكميلية تفرض في حالة مبيعات الأسهم بواسطة مؤسسي الشركات، وتحصل تلك الضريبة من المنبع.

- إعفاء دخل صناديق المعاشات الناتج من الفوائد المصرفية وفوائد ممتلكاته من السندات المدرجة بالبورصة من الضريبة، وذلك بجانب إعفاء الأرباح الرأسمالية المستمدة من حيازاتها من الأسهم المدرجة بالبورصة وفي عام 1996 تم رفع سعر الضريبة على دخل الفوائد وتوزيعات الأسهم إلى 20%.

5- البنية التحتية القانونية:

لم تتواجد البنية التحتية القانونية التي يمكن أن تدعم القرار الرئاسي لسوق رأس المال وقت صدوره بشكل قوي، حيث كانت القوانين الموجودة على حد تعبير الخبراء الاندونيسيين غير كافية لحماية المستثمرين.

ولا شك أنّ قصور المؤسسة التشريعية في اندونيسيا جعل من غير العملي أن يضمن القرار الرئاسي لسوق المال نصوصاً بشأن القضايا كحقوق الأقليات والاندماج والاستحواذ.

ومع نهاية عام 1992 بدأت وزارة العدل في التخلي عن قواعدها المقيدة للشركات المدرجة في البورصة. وفي عام 1995 أقر البرلمان الاندونيسي قانوناً جديداً للشركات، وقد تضمن القانون في مواد عدة أحكاماً بشأن حقوق الأقلية من حملة الأسهم، بيد أنّ ملاءمة تلك النصوص توقفت على اللوائح التنفيذية التي تأخر صدورها كثيراً، وقد تضمن نصوصاً بشأن الاندماج والاستحواذ والمنافسة العادلة في مواجهة الاحتكار.

ومع صدور قانون جديد لسوق رأس المال توفر هيكل تشريعي للتداول الآلي وإمساك الدفاتر والتعامل بدون تداول المستندات، إلا أن القانون الجنائي الموجود وعدم كفاءة النظام القضائي لم يوفر قوة النفاذ للقواعد واللوائح والقوانين المنظمة للسوق، الأمر الذي حد من فعالية التعديلات التشريعية. وإزاء ذلك

اضطرت الحكومة إلى إعطاء Bapepam سلطة فرض الغرامات وإلغاء التراخيص في حالات المخالفة إلى جانب رفع الدعاوى أمام المحاكم الإندونيسية.

6- المشاركة الأجنبية:

منذ عام 1970 بعدما قامت إندونيسيا بفتح رأ مالها على الخارج بدأت الاستثمارات الأجنبية المباشرة الخاصة في التدفق¹ إليها بشكلٍ مكثف، كما تمتع الإندونيسيون بحرية شراء الأوراق المالية بالخارج وذلك من خلال شركات الأوراق المالية الأجنبية غير أنّ حظر الاستثمار الأجنبي في مجال البنوك ظل مستمرًا حتى عام 1992 إلى أن صدر قانون جديد للبنوك ألغى ذلك الحظر بالنسبة للبنوك الخاصة وأبقى بالنسبة لبنوك الدولة.

أيدت إندونيسيا فتح السوق أمام استثمار المحافظ الأجنبية، وكذلك المشاركة الأجنبية في شركات الأوراق المالية بهدف استقطاب بالتكنولوجيا وتبعًا لذلك تقرر السماح بالمشاركة الأجنبية الكبيرة في سوق الأوراق المالية، كما أجازت مشاركة الأجانب في شركات رأس المال المخاطر بحد يصل إلى 85% من رأس مال الشركة مما زاد من حصة الأجانب في رأس مال السوق، كما تزايد عدد شركات رأس مال المخاطر بشكلٍ سريع إلى حد أنها باتت أكثر أطراف سوق الأوراق المالية أهمية.

7- نظام مقاصة وتسوية المعاملات:

أدى حلول فترة الازدهار في بورصة جاكرتا عام 1989 إلى حدوث تأخر كبير في عمليات تسوية ومقاصة المدفوعات²، إذ لم يكن لدى البورصة آنذاك قواعد ملائمة لذلك فضلاً عن غياب تسهيلات الكمبيوتر وعدم توافر الكوادر الفنية المتمرنة.

وقد عملت Bapepam على إجراء تحسينات في عملية تسوية المدفوعات ونقل الملكية، وبعدها تم إنشاء وكالات لإدارة الأسهم المملوكة بشكل خاص لتسهيل عمليات تسجيل الأسهم في دفتر الشركة المصدرة كما تمت الموافقة على إنشاء شركة جديدة للمقاصة والتسوية والحفظ بعد موافقة وزارة العدل ورأس مال مدفوع قدره 15 بليون روبية بمساهمة مشتركة بين بنوك الدولة وعددها 8، وبورصة جاكرتا JSE وبورصة سرايا SSE، ومنح ترخيص التشغيل للشركة في فبراير 1993، وتركزت المهمة الأساسية للشركة في تصميم وتطوير وتنفيذ نظام للمقاصة والحفظ³ وقد تبع ذلك إنشاء الشركة لنظام الحفظ المركزي للأوراق المالية بعد إستشارة كافة الأطراف الفاعلة في السوق وفي عام 1995 طبقت بورصة جاكرتا نظامًا مميكنًا للتداول، كما صممت شركة المقاصة والحفظ نظامًا لمقاصة وتسوية السندات على أسلوب القيد الآلي، وفي جميع الأحوال أخضعت كل تلك الأنظمة لرقابة Bapepam.

¹ Hanna Donald, Op-cit, p56

² Ibid, p57

³ MINH Ban Kosal, op-cit ,P 71

الفرع الثاني: أقسام وأدوات سوق الأوراق المالية في إندونيسيا

يوجد بإندونيسيا سوق الاسهم وسوق السندات وسوق المشتقات بالإضافة لسوق رأس المال الإسلامي السوق الأكثر نشاطا هي سوق الأسهم وسوق السندات أما فيما يخص الأدوات المالية المتواجدة في سوق رأس المال فهي: الأسهم، السندات العامة، الخاصة، السندات الإسلامية ومنتجات المشتقات¹ (العقود المستقبلية اليابانية، العقود الآجلة، العقود الآجلة المصغرة).

1- سوق الأسهم:

إنّ أفضل مقياس لحجم القطاع المالي ومعدل نموه، هو نسبة الأصول التي تحوزها المؤسسات المالية مضافاً إليها الأوراق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي².

ولقد ارتفع حجم القطاع المالي في اندونيسيا خلال فترة الدراسة ووصل سنة 2016 الى 77.05 % ويوضح الجدول التالي تطور مكونات القطاع المالي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي لاندونيسيا.

جدول رقم 18: مكونات القطاع المالي في اندونيسيا % من الناتج المحلي الإجمالي (2017-2007)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
نسبة الأصول المصرفية	9.20	9.10	10.11	10.66	10.98	12.23	12.46	12.76	13.60	14.40	15.21
نسبة السندات		34.22	29.99	26.16	24.86	25.03	27.78	27.42	30.30	31.36	
نسبة رأس مال الأسهم	48.98	19.35	39.83	47.73	43.69	46.65	38	47.39	41.04	45.69	51.27

Source: Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57

من خلال البيانات الواردة بالجدول نستنتج الآتي:

ارتفعت أهمية القطاع المالي في الاقتصاد الإندونيسي نتيجة لارتفاع نسبة مكوناته إلى الناتج المحلي الإجمالي إذ يمثل سوق الأوراق المالية أكبر وزن نسبي بين مكونات النظام المالي، ورغم التذبذب نسبياً خلال سنوات الدراسة حيث تزايد أهمية سوق الأسهم في الاقتصاد الإندونيسي، إذ ارتفعت نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي من 48.98% عام 2007 إلى 51.27% عام 2017 وبرزت أهمية السندات كمصدر لتمويل أنشطة قطاع الشركات والحكومة.

تميز سوق الأسهم بأعلى وأسرع معدلات للنمو بين مكونات القطاع المالي، وتزايد حجمه بالرغم من التذبذب ومن ناحية أخرى اتسم نمو سوق السندات بالتقلب، فبعد أن كانت نسبة قيمة السندات المسجلة إلى الناتج المحلي عام 2008 نحو 34.22% انخفضت النسبة إلى 31.36% عام 2016 و أخذت اتجاهاً نزولي بين أعوام 2009 إلى 2015 .

¹ <https://www.idx.co.id/en-us/products/derivatives/> visité le 29/03/2020 à 23:22

² <https://www.idx.co.id/en-us/products/stocks/> visité le 29/03/2020 à 23:22

1-1 بورصة سورابايا كانت بورصة عاملة افتتحت رسمياً في 16 يونيو 1989 في سورابايا، بناءً على قرار وزير المالية الإندونيسي بستة وثلاثين مستثمر من المساهمين، تم تأسيسها من أجل دعم الحكومة الإندونيسية في أسواق رأس المال والتنمية الاقتصادية في المنطقة الشرقية¹ من إندونيسيا -في 16 يونيو 1989 بدأت بورصة سورابايا العمل.

-في 22 يوليو 1995 اندمجت بورصة سورابايا مع البورصة الإندونيسية الموازية، تاركة فقط بورصتين أساسيتين تعملان في إندونيسيا.

-في 30 أكتوبر 2007 تم دمج بورصة سورابايا رسمياً في بورصة جاكارتا وأصبحت تشكل بورصة اندونيسيا أي بمثابة بورصة واحدة تعمل في إندونيسيا، إلى جانب بورصة جاكارتا الآجلة.²

1-2 بورصة إندونيسيا هي بورصة مقرها في جاكارتا عاصمة اندونيسيا كانت تعرف سابقاً باسم بورصة جاكارتا قبل تغيير اسمها في عام 2007 بعد الاندماج في بورصة سورابايا وفي أكتوبر 2019 أصبح لدى بورصة إندونيسيا 656 شركة مدرجة وفي ديسمبر 2017 بناءً على رقم التعريف الفردي كان هناك 628346 مستثمراً محلياً، 51.33% منهم مستثمرون أجانب و 8.67% من المستثمرين محليين³.

1-3 مؤشرات الأسهم

إثنان من المؤشرات الرئيسية لسوق الأوراق المالية المستخدمة لقياس والإبلاغ عن التغيرات في القيمة في مجموعات الأسهم⁴ التمثيلية هما مؤشر أسعار الأسهم المركب IDX ومؤشر جاكارتا الاسلامي.

1-3-1 مؤشر IDX المركب

هو مؤشر جميع الأسهم المدرجة في بورصة اندونيسيا المعروفة سابقا باسم بورصة جاكارتا⁵ JSK ويضم عشر قطاعات

1-3-2 مؤشر جاكارتا الإسلامي وهو مؤشر سوق أوراق مالية، تم إنشاؤه في 3 يوليو 2000 م في بورصة اندونيسيا للمساعدة في تسهيل تداول الشركات العامة وفقاً لقانون الشريعة الاسلامية⁶ التجارية يمنع أي شركة من التعامل بالأنشطة المتعلقة بالمقامرة والمضاربة والخدمات المصرفية التقليدية، اعتباراً من 4 ديسمبر 2017 احتوى مؤشر جاكارتا الإسلامي على 30 شركة متداولة في البورصة⁷ على عكس مؤشر الأسهم اشريعي الإندونيسي الذي يسرد جميع أسهم بورصة إندونيسيا التي تلبى رمز الشريعة، يجب

¹ من ويكيبيديا الموسوعة الحرة "بورصة سورابايا"

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%B3%D9%88%D8%B1%D8%A7%D8%A8%D8%A7%D9%8A%D8%A7

² https://areq.net/m/بورصة_سورابايا.html

³ https://areq.net/m/بورصة_إندونيسيا.html

⁴ <https://www.idx.co.id/en-us/products/stocks/>

⁵ https://stringfixer.com/ar/Indonesia_Stock_Exchange_le_11/11/2021_à_23h43.

⁶ من ويكيبيديا، الموسوعة الحرة "مؤشر جاكارتا الاسلامي"

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1_%D8%AC%D8%A7%D9%83%D8%B1%D8%AA%D8%A7_%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A

⁷ https://areq.net/m/مؤشر_جاكارتا_الإسلامي.html

على الأسهم المدرجة بموجب مؤشر جاكارتا الإسلامي تلبية المعايير الإجرائية وكذلك متطلبات الأداء¹، مثل: يجب إدراج السهم في البورصة لمدة ثلاثة أشهر على الأقل قبل تقديم الطلب. يجب أن يحتوي التقرير المالي السنوي أو نصف السنوي للشركة على نسبة أصول الالتزام لا تزيد عن 90% كما يتم إجراء إعادة تقييم للأسهم المدرجة كل عامين ويتم نشر النتائج بعدها. تحتوي بورصة IDX أيضاً على 4 أنواع أخرى من المؤشرات، وهي المؤشر الفردي، ومؤشر أسعار أسهم القطاع، ومؤشر LQ 45، ومؤشرات مجلس الإدارة ومجلس التنمية، في 12 مايو 2011، أطلقت بورصة إندونيسيا رسمياً مؤشراً جديداً للشريعة الإندونيسية (ISSI)، والذي يضم 214 سهماً إندونيسياً بالموافقة من مجلس العلماء الإندونيسي.

1-3-3 مؤشر FTSE Indonesia

تم إطلاق مؤشرات FTSE / ASEAN بواسطة بورصات الآسيان الخمسة (بورصة سنغافورة، بورصة ماليزيا، بورصة تايلاند، بورصة جاكارتا وبورصة الفلبين) حسب المؤشر العالمي FTSE في 21 سبتمبر 2005 تم تصميم المؤشرات، التي تغطي أسواق الآسيان الخمسة، وفقاً للمعايير الدولية²، مع تعديلها بالتعويض واستناداً إلى معيار تصنيف الصناعة (ICB) تشمل المؤشرات مؤشر FTSE / ASEAN القياسي ومؤشر FTSE / ASEAN 40 القابل للتداول يتم حسابه في الوقت الفعلي من الساعة 9:00 صباحاً ويتم حساب مؤشر الإغلاق في الساعة 6:00 مساءً. سنغافورة) يتم حساب المؤشر القياسي FTSE / ASEAN في نهاية اليوم هناك 30 شركة مساهمة مدرجة في FTSE

2-2-2 مؤشر MSCI Indonesia

جدول رقم 19 تصميم مؤشر MSCI Indonesia لقياس أداء القطاعات الكبيرة والمتوسطة في السوق الإندونيسية لعدد الشركات (22 شركة) من السوق وهي تغطي 85% من أسهم السوق الإندونيسي

الجدول رقم 19 تصميم مؤشر MSCI Indonesia (2007-2017)

السنوات/البلد	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
MSCI اندونيسيا	24.22	16.98	19.46-	26.59	23.48-	4.65	6.00	33.93	126.24	56.48-	54.17
مؤشر SCI العام للاسواق الناشئة	37.28	11.19	14.92-	2.19-	2.60-	18.22	18.42-	18.88	78.51	53.33-	39.42
MSCI ACWI المحفظة العالمية	23.59	8.36	2.19-	3.84	23.55	16.38	7.89-	14.35	36.41	42.34-	11.16

source: <https://www.msci.com/documents/10199/090128a8-79e0-4b38-83d6-7bae579fe838>

¹ Dr.Yagoubi Mohammed "A Study of the Influence of the Changes of Stock Exchange Indices in Developed Stock Exchange on Islamic and Traditional Stock Indices in Emerging Stock Exchanges" Faculty of Economic and Commercial -Sciences and Management Sciences Blida-Algeria

ص-ص (16-1) ص5، 2018 على الموقع، الأول العدد - عشر الثامن المجلد - الإنسانية والدراسات للبحوث الزرقاء مجلة <https://doi.org/10.12816/0054734>

² https://stringfixer.com/fr/Indonesia_Stock_Exchangevisité_le_11/11/2021 à 22:25

يتضح من خلال الجدول 19 أن مؤشر MSCI لإندونيسيا يتوافق مع مؤشر الأسواق الناشئة أكثر منه مع المحفظة العالمية من جهة الإستقرار

2- سوق السندات في إندونيسيا

كان حجم سوق السندات في إندونيسيا¹ صغيراً جداً إذا قورن بحجم المكونات الأخرى للقطاع المالي. خلال السنوات (1989-1994) وتتسم سوق السندات في إندونيسيا بانخفاض حجمها واختلاف هيكلها إذا ما قورنت بأسواق السندات في دول جنوب شرق آسيا الأخرى²، ويوضح الجدول رقم (20) مقارنة لحجم وهيكل سوق السندات في إندونيسيا وبعض دول شرق وجنوب آسيا (بدلالة القيمة السوقية للسندات المسجلة بالسوق). **جدول رقم (20): سوق السندات بدول جنوب شرق آسيا**

	الحكومة الوطنية	حكومة الولايات	المؤسسات الحكومية	البنك المركزي	قطاع الشركات	الإجمالي
إندونيسيا	0	0	1,5	6,8	0,7	9
تايلاند	2,6	0	7,6	0	3,5	13,7
سنغافورة	42,3	0	0	0	2,5	44,8
الصين	24,4	0	9	0	0	33,4
الفلبين	24,8	0	0,1	0,2	0	25,1
كوريا	27,9	2,7	37,4	32,1	60,8	160,9
ماليزيا	29	0	3,7	2	4,9	39,6
هونغ كونج	0,1	0	0	6,8	4,7	11,6

المصدر: إسماعيل دله، دينا خطيوط، سوق السندات الناشئة في شرق آسيا، التمويل والتنمية، مارس 1996، ص12.

وباستقراء بيانات الجدول يتضح ما يلي:

1. ضآلة حجم سوق السندات الإندونيسي مقارنة بكل من كوريا وسنغافورة وماليزيا والصين والفلبين.
2. سيادة سندات البنك المركزي لسوق السندات في اندونيسيا، إذ بلغت قيمة السندات المدرجة بالسوق نحو 6.8 بليون دولار.

خلال هذه الفترة استخدمت اندونيسيا إيرادات البترول بشكلٍ أساس لتمويل مستويات أعلى من الإنفاق العام خصوصاً الاستثمار العام وكان العجز المالي خلال تلك الفترة متواجد بنسب ضئيلة جداً. بيد أنه حينما انخفضت أسعار البترول بين الفترة 1981/1982-1986/1987 و ارتفاع متوسط العجز المالي إلى 3-4% من الناتج المحلي الإجمالي قامت الحكومة بالاقتراض الخارجي حيث كان إصدار سندات حكومية في ذلك الوقت خياراً مرفوضاً فارتفعت نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي عام 1987/1988 إلى ما يزيد 50%.

لقد كان غياب سوق السندات الحكومية في إندونيسيا، في تلك الفترة بسبب ضعف البيئة القانونية لنفاذ عقود الديون، الأمر الذي شكل خطراً على سداد فوائد وأصل الديون، مما أدى إلى إحجام المستثمرين عن التعامل في السندات وارتفاع تكاليف إصدار السندات مما أدى إلى انخفاض جاذبية

¹ <https://www.idx.co.id/en-us/products/bonds/>

² <https://www.idx.co.id/en-us/products/bonds/> visité le 29/03/2020 à 22h30

السندات كمصدر للتمويل بالمقارنة بالمصادر الأخرى للتمويل كالإقراض الخارجي والأوراق التجارية والأسهم.

أما في الفترة مابين 2007-2017 اهتمت الحكومة بسوق السندات بعد تطويرها لسوق الأوراق المالية كثف البنك الحكومة تدخلها في سوق العملة والسندات دفاعا عن عملتها خاصة بعد ان أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي عن نيته بخفض برنامج التيسير الكمي، وهو ما أدى بالتزامن مع اتساع عجز الحساب الجاري في ماي 2013 مما أدى بهروب رؤوس الأموال من إندونيسيا فقامت اندونيسيا بتعزيز جهودها لتوطين سوق السندات المقومة بالروبية¹

3- سوق المال الإسلامية

أعلنت الجهة المنظمة لسوق المال في إندونيسيا عن استراتيجية تطوير صناعة التمويل الإسلامي لتعزيز القطاع في أكبر بلد مسلم في العالم من حيث عدد السكان².

وتتضمن خطة هيئة الخدمات المالية الإندونيسية جدول أعمال مكثفا يتناول موضوعات كثيرة من بينها خفض الرسوم على المنتجات المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتطوير التعليم وبرامج التدريب. تخلفت اندونيسيا عن الأسواق المماثلة في دول الاسلامية الأخرى. فالبنوك الإسلامية في إندونيسيا تحوز 5 % فقط من إجمالي الأصول المصرفية في البلاد وذلك مقارنة مع أكثر من 20% في ماليزيا المجاورة وأقل كثيرا من 50 % في السعودية.

وتطمح السلطات أن تبلغ حصة البنوك الإسلامية 15 % على الأقل من السوق المصرفية في البلاد بحلول 2023 وهو هدف طموح بالنظر إلى توقف النمو في القطاع وذلك لقلّة المعرفة المالية لدى عامة الناس وعلى وجه الخصوص فيما يتعلق بالتمويل الإسلامي وهذا ما جعل الحكومة تفكر في وضع خريطة الطريق إلى التعليم وأنشطة التطوير إضافة إلى تطوير القواعد والإجراءات التي يقتردها الخبراء الشرعيون في إقرار المنتجات المالية الإسلامي وتنظيم ادارة السوق³:

- وضعت الحكومة القواعد والالتزامات المتعلقة بالسندات الإسلامية (الصكوك) وأعدت مسودة قانون الأوراق المالية الإسلامية في سنة 2017 م
- تسريع إجراءات التسجيل للأوراق المالية الإسلامية وتخفيف القيود المفروضة على حيازات الصناديق الإسلامية.

¹ أندي حسويدي من جاكرتا إندونيسيا.. جهود لتحسين السوق المحلية ضد «عقبة القطيع» على الموقع

https://www.aleqt.com/2019/09/09/article_1672191.html

² <https://www.idx.co.id/en-us/idx-islamic/islamic-capital-market-education/>

³ إعداد علاء رشدي للنشرة العربية - تحرير محمد عبد العال" إندونيسيا تتطلع إلى خريطة طريق جديدة لدعم التمويل الإسلامي" على الموقع

<https://www.reuters.com/article/oegbs-indonesia-finance-ea5-idARAKBN0OQ2P920150610>

- نشر القواعد المتعلقة بالإتجار بالهامش وإتفاقيات إعادة الشراء والتحوط وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

ومن المنتظر أيضا زيادة حجم التنسيق بين الجهات الحكومية المختلفة ومن بينها البنك المركزي ووزارة التنمية الوطنية والتخطيط.

وقال هولادار إنه باستثناء ماليزيا فإن ضعف التنسيق في معظم الدول ذات الأغلبية المسلمة يشكل عائقا أمام تطور صناعة التمويل الإسلامي.

تراجع التذبذب في أسواق السندات في إندونيسيا في فترة 2014-2017 الأمر الذي أدى إلى استقرار سوق السندات وذلك بعد أن تراجعت أسعار النفط سنة 2014 مما ساهم في إستقرار سوق السندات فتزايد نسبة تداول السندات فقام بنك إندونيسيا المركزي بخفض معدل الفائدة بواقع 75 نقطة أساس في بداية عام 2015، لكنه توقف عن خفض الفائدة إستعدادا لتبني معدل فائدة جديد لضمان المزيد من ضبط أداء النظام المالي أثناء المرحلة الانتقالية التي يمر بها اقتصاد البلاد¹

4- نظام التداول وتطور بورصة إندونيسيا

كان عام 1995 معلما هاما للعاصمة السوق في إندونيسيا، تميزت بنشر القانون رقم (8) لسنة 1995 بشأن سوق رأس المال هيكل البورصات الحديثة، بما في ذلك دور المؤسسة الداعمة والمهنيين في سوق رأس المال استبدلت هذه السياسة بالقانون رقم 15 لسنة 1952 بشأن لم يعد قانون الطوارئ على التبادل متوافقة مع تطور العصر.

فبورصة إندونيسيا الحالية، بجميع تداولاتها المرافقة، برزت بعد رحلة طويلة وديناميكية بدأ كنظام تداول يدوي تقليدي يعتمد عليه على العمليات الفيزيائية، ولكنها تطورت في إطار التطبيق التكنولوجية العالية الحديثة المحوسبة بالكامل في ال في الماضي، تميزت المعاملات المالية بالتدخل المادي لوضع أوامر البيع والشراء التي نتج عنها الكثير الأخطاء، ولكن التكنولوجيا التجارية الحالية، والمعروفة باسم JATS-NextG²، يعني أنه يمكن تنفيذ جميع الصفقات بسرعة، بدقة وأمان في عام 1995، كما شهد عام 1995 الاندماج بين (SRO) و KPEI، حيث أصبح لدى إندونيسيا بعد ذلك بورصتان فقط؛ SSX و JSX قدمت بورصة جاكرتا نظام المعاملات الإلكترونية الآلي لجاكرتا منصة أنظمة التداول الآلي (JATS) بالترتيب لتعزيز البنية التحتية للتجارة، إنشاء شركة إندونيسيا للمقاصة والضمان (KPEI) في عام 1996، وفي 1997 إنشاء مركز الإيداع المركزي للأوراق المالية في إندونيسيا (KSEI) إطلاق مؤشر LQ45

¹ الهند وإندونيسيا تتصدران أسواق السندات السيادية حول العالم يوم 2021/11/12 على 22 سا 31 على الموقع

<https://lusailnews.net/article/business/global/09/05/2016>

² INDONESIA STOCK EXCHANGE, annual report 2015, p13

سنة 2000 قامت اندونيسيا بتنفيذ البرمجة النصية لنظام التداول Scripless وإطلاق مؤشر جاكرتا الإسلامي.

سنة 2002 تم تطبيق نظام التداول عن بعد وتواريخ التسوية المعجل للمعاملة من $T + 4$ إلى $T + 3$ سنة 2004 تم إطلاق خيارات الأسهم وفي سنة 2005 إنشاء مرفق مركز التعافي من الكوارث. سنة 2006 تنفيذ إجراءات خطة طوارئ الأعمال. شهادة الأيزو 9001: 2000

و في عام 2007 اندمجت بورصة سورابايا أخيراً مع بورصة جاكرتا وأصبحت بورصة إندونيسيا (IDX) في عام 2007، ثم في عام 2009، أطلقت IDX نظاماً تجارياً جديداً يسمى JATS-NextG، كان لهذا النظام الجديد سعة أكبر من الجيل السابق من JATS وكان قادراً على التعامل مع المعاملات المتعددة المنتجات من منصة واحدة، نظراً لأن قاعة التداول لم تعد مزدحمة من قبل أولئك الذين يجرون معاملات تجارية، نتيجة لتطبيق النظام المحوسب، فقد أصبحت قاعة IDX الرئيسية حيث تم إجراء العديد من الأنشطة المتعلقة بالبورصة، في عام 2011، أضافت IDX مع SRO مركزاً مرفقاً لتوفير البيانات والتعليم حول سوق رأس المال الإندونيسي، مثل المكتبة الإلكترونية لسوق رأس المال الإندونيسي (ICaMEL). علاوة على ذلك، بحلول عام 2012، تم إنشاء مؤسسة مكلفة بتقديم ضمانات للمستثمرين في البورصة، وهي صندوق حماية المستثمرين في الأوراق المالية (SIPF)، كما تم تعزيز البنية التحتية IDX باستمرار، بما في ذلك تنفيذ المعالجة المباشرة (STP) في عام 2012. تم دمج جميع عمليات التداول في نظام الأتمتة، حيث أصبحت المعاملات أكثر أماناً وكفاءة. مع دخول عام 2013، حققت IDX بعض الاختراقات الجديدة، بما في ذلك بدء التجارة قبل 30 دقيقة (قبل الافتتاح) وإدخال أنشطة ما قبل الإغلاق وما بعد التداول. لجذب اهتمام المجتمع الأوسع بسوق رأس المال، في عام 2014، قلصت IDX حجم تداول الوحدة (عقد الوحدة) إلى 100 سهم من مستواه السابق البالغ 500 سهم بصفة برنامج IDX منظماً وميسراً، فإن مهمته الحفاظ على سوق رأس المال الإندونيسي وتوجيهه ليصبح سوقاً فعالاً بشكل متزايد يتمتع بمصداقية عالمية و جعله أكثر جاذبية لعامة الناس للاستثمار بحيث يتم توزيع النتيجة على نطاق واسع في جميع أنحاء البلاد فقدمت الحاجة إلى الدعاية الفرصة لإنشاء محطة تلفزيون سوق رأس المال في 10 أغسطس 2015². تُعرف هذه الآن باسم قناة Indonesia Capital Market Television (IBCM & Business)، أو باختصار هي قناة IDX. في نفس العام (2015)، تم رفع تعويض التأمين ضد مخاطر خسائر المستثمرين من 25 مليون روبية إلى 100 مليون روبية. بالإضافة إلى ذلك، بعد نجاح حركة الادخار الوطنية في عام 1971 لجمع الأموال العامة من خلال البنوك، حذت IDX حذوها وأطلقت حملة مماثلة تحت راية حركة "Yuk Nabung Saham" التي تم إطلاقها في 12 نوفمبر 2015.

¹ INDONESIA STOCK EXCHANGE, annual report 2015, p14

² Op-cit P14

وفي ديسمبر 2017 بناءً على رقم التعريف الفردي كان هناك 628346 مستثمرًا محليًا، 51.33% منهم من المستثمرين الأجانب و8.67% من المستثمرين المحليين¹ أدركت بورصة إندونيسيا برنامج تطوير سوق رأس المال لتحقيق 4 (أربعة) أهداف استراتيجية في خطة تطوير البورصة حتى عام 2020، وهي: زيادة كمية ونوعية الشركات المدرجة، زيادة قدرة أعضاء البورصة وتوسيع نطاق المشاركين، تطوير وتحسين البنية التحتية للصرف، زيادة عدد ومشاركة المستثمرين في أنشطة IDX خلال عام 2018 ضمن الإجراءات الإستراتيجية الأربعة المذكورة أعلاه

الفرع الثالث: الهيئات الرقابية لسوق الأوراق المالية في إندونيسيا

1- الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية Bapepam:

قامت الحكومة بإنشاء الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية Bapepam، التابعة لوزارة المالية، ومن مهامها تشغيل البورصة، ومراجعة وتقييم العروض العامة من الأوراق المالية لضمان تحقيق الإفصاح العام، وهي بذلك تعطي تصديق بجدارة الطرح من عدمه وتعد بابييام بمثابة الهيئة التنظيمية للسوق، وأخذت نمط لجنة البورصة والأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية وتمّ تحديد تدخل Bapepam بشكل مباشر في سوق الأوراق المالية وخاصة بعد خصخصة بورصة جاكرتا تم تغيير مهام Bapepam لتصبح الهيئة المشرفة على سوق رأس المال.

2- إعادة هيكلة Bapepam:

عملت Bapepam لفترة طويلة كمشجع ومنظم لسوق الأوراق المالية، وكمشغل لبورصة جاكرتا، غير أنه تم إعادة هيكلتها²:

- أصدرت Bapepam خلال عامي 1993، 1992 عدة قواعد تجيز حق الشفعة الذي أعطى حملة الأسهم الحاليين فرصة أولوية شراء الأسهم الجديدة قبل الآخرين³ وفرضت في عام 1993 قيدًا مؤداه أن أي تغييرات في قواعد البورصة يجب أن تعرض عليها مقدمًا قبل إدخالها حيز التنفيذ.

-تضع Bapepam قواعد تخصيص الطروحات العامة المبدئية في محاولة منها لتخصيص الأسهم لصغار المستثمرين المحليين.

3- إنشاء هيئة الخدمات المالية الإندونيسيا (Otoritas Jasa Keuangan)

هي وكالة حكومية تنظم وتشرف على قطاع الخدمات المالية يقع مكتبها الرئيسي في جاكرتا، تأسست هيئة الخدمات المالية في عام 2011 بموجب القانون رقم 21 لعام 2011 الذي يخص التنظيم

¹ من ويكيبيديا الموسوعة الحرة "بورصة إندونيسيا"

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%A5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%B3%D9%8A%D8%A7 08/11/2021 à 23h16

² IPAF (Institut Pengembangan Analisis Finansial), The Emerging Asian Bond Market, Background Paper, Indonesia, World Bank, East Asia and Pacific Region, June 1995, p26.

³ عاطف وليم اندراوس 307

والإشراف على الخدمات المالية وقد حلت محل الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية Bapepam

تعد هيئة الخدمات المالية وكالة مستقلة مصممة لتكون خالية من أي تدخل، ولها وظائف وواجبات وسلطات لتنظيم والإشراف والتفتيش والتحقيق. تأسست الوكالة في عام 2011 لتحل محل وكالة بابيبام-إل كيه في تنظيم والإشراف على سوق رأس المال والمؤسسات المالية، وكذلك تحل محل بنك لندونيسيا في تنظيم البنوك والإشراف عليها، وحماية مستهلكي صناعة الخدمات المالية.

3-1 مهام هيئة الخدمات المالية الإندونيسية

- تم تشكيل هيئة الخدمات المالية بحيث تكون كافة الأنشطة في قطاع الخدمات المالية¹:
- يعملون في أخلاقيات منظمة وعادلة وشفافة وخاضعة للمساءلة.
- قادرين على إنشاء نظام مالي ينمو بشكل مستمر وبطريقة مستقرة.
- قادرين على حماية مصالح المستهلكين والمجتمع.
- الوكالة تحقق في الجرائم المالية

3-2 البنوك الأعضاء في هيئة الخدمات المالية (إندونيسيا): يوجد نوعين من الأعضاء أعضاء

البنوك التقليدية وأعضاء البنوك الإسلامية:

*أعضاء البنوك التقليدية في هيئة الخدمات المالية (إندونيسيا)

بنك المنديري، بنك آسيا الوسطى، بنك نيجارا إندونيسيا، بنك Bukopin، بنك راكيات اندونيسيا . بنك بيرماتا، بنك ميجا، بنك نوبو، بنك دانامون، بنك OCBC NISP، بنك CIMB Niaga، بنك Tabungan Pensiunan Nasional، بنك اندونيسيا الدولي، بنك تابونجان نيجارا

*أعضاء البنوك الإسلامية في هيئة الخدمات المالية (إندونيسيا):

بنك الشريعة المنديري، بنك BNI الشريعة، بنك BRI الشريعة، بنك BCA الشريعة، بنك Muamalat، بنك ميجا الشريعة، بنك بنين الشريعة، بنك الشريعة بوكوبين

4- هيئة داناريكسا Danareksa

أنشأت هيئة داناريكسا Danareksa: في سنة 1981 وصممت الهيئة داناريكسا لتعمل كصانع للسوق وعنصر استقرار ومثبت لسوق الأوراق المالية، إنشاء وإدارة صناديق الاستثمار، الترويج، السمسرة والتجارة، وقد عملت على تشجيع السوق من خلال نشر وتوضيح المعلومات العامة عند اكتتابها في إصدارات الطرح العام. وقد منحت داناريكسا امتياز ضمان وترويج ما لا يقل عن 50% من أي إصدارات جديدة تقرها و في عام 1981 سمحت الحكومة الإندونيسية بالتعامل المستمر في البورصة

¹ [https://ar.wikiqube.net/wiki/Financial_Services_Authority_\(Indonesia\)](https://ar.wikiqube.net/wiki/Financial_Services_Authority_(Indonesia)) 08/11/2021 à 22:18

ويعتقد ذلك النظام يسمح بتداول الأسهم عدة مرات في اليوم عند أسعار مختلفة، وعندما بدأت سوق الأوراق المالية في الانطلاق عام 1988 كان Danareksa لها الهيمنة على سوق الإصدارات في مواجهة غيرها من المؤسسات وفي عام 1992 تمت إعادة هيكلة Danareksa¹

5-إعادة هيكلة Danareksa:

في عام 1992 تمت إعادة هيكلة Danareksa لتصبح شركة قابضة تمتلك ثلاث شركات تابعة: تقوم الشركة الأم بإدارة شهادات تصدرها Danareksa في مواجهة محفظة موحدة تتكون من أدوات قابلة للتسويق.

وتعمل الشركة التابعة الأولى في مجالات الترويج والطروحات الخاصة وتقديم المشورات المالية وخدمات السمسرة والتجارة في مجال الأوراق المالية.

- الشركة الثانية تعمل في مجال إدارة صناديق الاستثمار وتقديم خدمات البحوث والاستثمار.
-تعمل الشركة الأخيرة، وهي شركة داناريكسا للتمويل المتعدد، في مجالات التأجير، ورأس مال المخاطر وتمويل المصانع، والتمويل الاستهلاكي والخدمات الاستشارية للمشروعات في مجال الاستحواذ والاندماج.

المطلب الثالث: تطور التنمية الاقتصادية في دولة إندونيسيا

مرت التجربة الاقتصادية الإندونيسية بمراحل تحولت خلالها من اقتصاد ذو طابع ريعي يتأثر بسهولة بالأزمات الاقتصادية الدولية والإقليمية إلى بلد شبه صناعية وانضمت إلى نادي الدول الصاعدة كرابع أكبر اقتصاد في آسيا بعد الصين واليابان وكوريا الجنوبية والمرتبة 16 في العالم، سنة 2016 م. تم تقسيم هذا المطلب إلى ثلاث فروع: الفرع الأول خصص لمراحل تطور التنمية الاقتصادية في دولة إندونيسيا والفرع الثاني نعرض فيه عوامل نجاح السياسات التنموية في دولة إندونيسيا أما الفرع الثالث سيشمل تحديات وواقع التنمية في دولة إندونيسيا

الفرع الأول: مراحل تطور التنمية الاقتصادية في دولة إندونيسيا

إن ثراء إندونيسيا بالموارد المادية والبشرية لا يفسر إرتقاءها إلى دولة صاعدة وإنما طريقة توظيف هذه الموارد لبلوغ التنمية كان السبب في تطورها لهذا إرتأينا ان نقدم مراحل تطور التنمية الاقتصادية.

1-1 المرحلة الأولى من 1997-2009

تعتبر سنة 1997 حدثا هاما بسبب الأزمة الاقتصادية لدول الآسيان وكانت عواقبها وخيمة على إندونيسيا بحيث سنة 1998 تلتها الصدمة النفطية والتي تأثرت بها إندونيسيا بشكل كبير بحكم كونها من دول الأوبك آنذاك، فاستقال سوهارتو فاتحا المجال للإصلاحات السياسية بإقامة حكم ديمقراطي ثم تلتها فترة انتقالية من 1998 حتى 2004 من خلال إنتخاب ميغاواتي سوكدوتري رئيسا للبلاد ثم بعد

¹عاطف وليم اندراوس، ص309

انتخابات ديمقراطية وصل سوسيلو بانبانغ يودهونو للحكم سنة 2004 فتم احتواء التضخم من خلال تخفيض البنك المركزي للعملة المحلية ب 25 بالمائة، ارتفع معدل النمو إلى 5 بالمائة كذلك انخفضت نسبة الفقر إلى حدود 15,2 بالمائة والبطالة إلى 7,9 بالمائة وارتفعت معدلات التجارة الخارجية من 30 بالمائة إلى 60 بالمائة.

كذلك تبني سياسات إصلاحية من خلال إصلاح المنظومة البنكية وفتح المجال للاستثمار في القطاع المالي وجعل البنك المركزي مستقلا عن وزارة المالية وتبني إستراتيجية من 2005 حتى 2011 بتنمية المشاريع والإدارة المتكاملة للموارد الطبيعية وكذا تعديل قانون الإستثمار 2007 والذي قام بالمساواة بين المحليين والأجانب في الضريبة¹.

تميزت هذه المرحلة بالاعتماد على العائدات النفطية بحيث كانت تمثل **7649 مليون دولار** كعوائد وتسديد **78 مليار دولار** لصندوق النقد الدولي سنة 2006 واعتماد الاقتصاد على الطلب المحلي ب 60 بالمائة وهو ما جعل إندونيسيا لم تتأثر بأزمة 2008 على الرغم من ان صادراتها إلى أوروبا والدول المتقدمة تعطلت فالسوق الاستهلاكية الضخمة الداخلية امتصت الانتاج كما استفادت إندونيسيا من برنامج إنعاش أُنشئ للصندوق الدولي للتنمية الزراعية والذي كان بتكلفة **36,5 مليون دولار** بالتركيز على إصلاح المناطق الزراعية سنة 2005 لاسيما منطقة أُنشئ الفقيرة بعد تسونامي 2004.

1-2 المرحلة الثانية من 2009 - 2013

تميزت هذه المرحلة بعدة تغيرات لاسيما من ناحية التوجه الاقتصادي بحيث تحولت إندونيسيا من دولة مصدرة للنفط إلى دولة مستوردة في سنة 2009 لاسيما بعد اعتمادها الكبير على الصناعات التحويلية فأصبح اقتصادها صناعي خدماتي² كما تميزت هذه الفترة في دخول إندونيسيا في دول العشرين الكبار وكذا توقيع شراكة مع الإتحاد الأوروبي لاسيما في مجال الاستثمارات الأجنبية والبيئة والتعليم كما تبنت سياسات تخفيض الضرائب وتقديم المساعدات للفقراء والرفع من الأجر القاعدي مما ساهم في تخفيض نسبة البطالة إلى 6 بالمائة والفقر إلى 11 بالمائة سنة 2013 وتخفيض معدل التضخم من 10,3 بالمائة سنة 2010 إلى 4 بالمائة سنة 2013 وكذا تخفيض نسبة الديون الخارجية إلى **12,99 مليار دولار**.

إلا أن هذه الفترة تميزت أيضا بالتذبذب في معدل النمو الاقتصادي في حدود 5 بالمائة وكذا انخفاض الناتج المحلي الإجمالي من **936 مليار دولار** سنة 2011 إلى **878 مليار دولار** سنة 2013 بسبب تراجع الصادرات السلعية وتباطؤ الإنفاق الاستهلاكي وكذا بسبب ارتفاع معدل الفائدة الذي كان يستهدف خفض التضخم واستقرار العملة وذلك عن طريق تخفيض العملة بنسبة 25 بالمائة.

¹OCDE 2015, études économiques de l'ocde (indonésie) mars 2015 ;Synthèse, P6

² OCDE 2015, Op-cit, P25

3-1 المرحلة الثالثة 2014-2025: خطة (MP3EI)

MP3EI¹ خطة جديدة استحدثتها الحكومة الإندونيسية تستهدف توسيع وتطوير الاقتصاد الوطني ومن أهداف هذه الخطة تحقيق معدل نمو بين 6.4 - 7.5 % خلال الفترة 2011 - 2014، وزيادة هذه النسبة بـ3% خلال 2025 ستركز الخطة على زيادة فاعلية قطاع التصنيع ودعمه بمزيد من الاستثمارات، ودعم سياسات التسويق الوطنية لتحسين القوة التنافسية وترقيتها بأساليب جديدة، وكذا دعم الابتكارات التكنولوجية لتسهم في دفع عجلة النمو وتطوير الصناعات بمزيد من الطموح والعمل الجاد بعد الوصول للأهداف المسطرة والتي ستجعل إندونيسيا تتربع على المركز السابع اقتصاديا في العالم للفترة بين 2019-2024 وهي: مواصلة تطوير البنية التحتية، تنمية الموارد البشرية، القضاء على الفقر، الاهتمام بالصحة والحماية الاجتماعية، جلب الاستثمارات الى اقصى حد، اصلاح البيروقراطية اما عن ركائز رؤية 2045 فهي بنيت على اربع اهداف: التنمية البشرية واتقان العلوم والتكنولوجيا، التنمية الاقتصادية المستدامة، التنمية العادلة وتعزيز المرونة الوطنية والحكم العادل.

الفرع الثاني: عوامل نجاح التجربة التنموية في إندونيسيا:

ارتبط نجاح التجربة التنموية في إندونيسيا بعدة عوامل منها عوامل داخلية وأخرى خارجية،

1- العوامل الخارجية

فمن بين أهم العوامل الخارجية هي استفادة إندونيسيا من سياسات الولايات المتحدة الأمريكية وسعيها إلى ربط دول جنوب شرق آسيا بها خلال فترة الحرب الباردة، إذ تحصلت من خلالها على مساعدات وتدفقات مالية أمريكية كما كان لدولة اليابان دور أساسي في تحويل جزء من استثماراتها إلى إندونيسيا للاستفادة من الموقع ورخص اليد العاملة مقارنة بدول أخرى.

2- العوامل الداخلية أما عن العوامل الداخلية فمن أهم مقومات هذا النجاح هي:

2-1 تجربة التنوع الاقتصادي في إندونيسيا وماليزيا³:

يهدف التنوع في كل من اندونيسيا وماليزيا إلى زيادة الدخل القومي من خلال تعزيز دور الاستثمار الاجنبي والقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي وذلك من خلال مقاييس التنوع التالية: زيادة فعالية القطاع الخاص في تكوين الناتج المحلي الاجمالي، تطوير نسبة تنوع الصادرات، تطوير اجمالي العمالة حسب القطاع ومعدل درجة التغيير الهيكلي فإن إندونيسيا تسعى لتحقيق نمو توازن بين غربها وشرقها وتقوية الاتصال بينهما كما تهدف أيضا إلى تطوير كل القطاعات الاقتصادية الاستراتيجية وهذا يتطلب جهد من الحكومة فبعد سنة 1997 عادت نسب النمو إلى الارتفاع في سنة 2000 كما أثبتت

¹ الامام محمد محمود " تجارب تنمية اسلامية ناجحة.. إندونيسيا" 2017/03/08 تاريخ الزيارة 2018/09/08 على 16س21د-

<https://islamonline.net/>

² OCDE 2018, ÉTUDE ÉCONOMIQUE 2018 – INDONÉSIE sur site: <http://www.oecd.org/fr/eco/etudes/etude-economique-indon%E9sie.htm> , P11

³ UNESCO science report: towards 2030; 2015

https://ar.unesco.org/sites/default/files/usr15_southeast_asia_and_oceania_ar.pdf ; P-P:678,679

إندونيسيا حصانة اقتصادها بدليل قدرتها على تخطي آثار الأزمة الاقتصادية 2008 أين تمكنت من تحقيق نسبة نمو قدرت بـ 6%.

2-1-1 النمو الاقتصادي المتنامي:

بلغ الناتج المحلي الإجمالي لإندونيسيا 917,87 مليار دولار أمريكي في عام 2012، كما كانت الدولة الثالثة الأسرع نمواً بين دول مجموعة العشرين خلال فترة (2008-2012) غير أن ضعف الإنفاق على البنية التحتية وكذلك العجز الآخذ في الاتساع في الحساب الجاري وهروب الأموال من الاقتصاديات الناشئة قد يهدد النمو الاقتصادي لإندونيسيا وفي المدى الطويل تعتمد إمكانات النمو في إندونيسيا بصفة أساسية على عدد سكانها الذي يشكل الشباب غالبية، مع تسارع الزيادة في حجم الطبقة الوسطى¹ التي تشكل قاعدة للاستهلاك².

لفت حجم النمو المحقق لهذا البلد انتباه العالم إذ استطاعت إندونيسيا تحقيق أكبر نسبة نمو في الربع الأخير من عام 2010 منذ ست (06) سنوات حيث بلغت 6.4% متخطية كل توقعات الخبراء وتوقعات المؤسسات الاقتصادية الدولية وقد اقترنت هذه الزيادة بنمو الصادرات وقوة الاستهلاك وارتفاع الاستثمارات وسجلت قطاعات المواصلات والاتصالات وكذا الخدمات معدلات نمو معتبرة في حين سجلت الاستثمارات الأجنبية رقماً قياسياً جديداً حيث بلغت 19 مليار دولار ومجمل هذه المؤشرات تدل على قوة الاقتصاد الإندونيسي غير أنه في سنة 2013 انكمش النمو في إندونيسيا نتيجة هروب الاستثمارات وزيادة العجز في الحساب الجاري إذ وصل إلى 5.6 بالمائة في حين نلاحظ بان ماليزيا تأثرت بالأزمة المالية نتيجة انفتاحها على العالم الخارجي غير أنها استعادت عافيتها بسرعة وحقت زيادة في النمو سنة 2010 بلغت 7.5 بالمائة وخاصة لأن الوضع السياسي مستقر والبنية التحتية مهياً لجلب الشركات المتعددة الجنسيات وفي 2017 حققت 5.8 %

جدول رقم (21) نمو إجمالي الناتج المحلي % سنويا بإندونيسيا (2007-2017)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل النمو الاقتصادي إندونيسيا	6.3	6	4.7	6.4	6.2	6	5.6	5	4.9	5	5.1
معدل النمو الاقتصادي لماليزيا	6.2	4.8	1.5-	7.5	5.3	5.5	4.7	6	5	4.5	5.8

Source: Ar.Knoema.com/atlas/indonesia إندونيسيا (البيانات و الإحصاءات) 38 à 10h 23/03/2020 visité

2-1-2 برامج دعم الصادرات وتقديم الحوافز الضريبية:

قامت كل من إندونيسيا وماليزيا بدعم الصادرات، وتقديم الحوافز الضريبية لتسهيل النشاط لرواد الأعمال لاسيما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأن الدخول في قطاعات جديدة خطوة محفوفة بالمخاطر بالنسبة لشركات القطاع الخاص ويمكن أن يقدم دعم الصادرات والحوافز الضريبية³ بعض المساعدات في

¹ OCDE 2018, Op-cit, P19

² إدوارد ناشد جرجس، وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص 15

³ OCDE 2018, Op-cit ; P31

تخفيف المخاطر في الصناعات الوليدة، وبالإضافة إلى تخفيف المخاطر من خلال عمليات التمويل والدعم من بنوك التنمية، وصناديق رأس المال المخاطر، وبيئات تشجيع الصادرات.

جدول رقم (22) النشاط التجاري لكل من إندونيسيا وماليزيا (2007-2017)

البلد	الصادرات		الواردات		السنوات
	صادرات السلع والخدمات (%) (إ.ن.م)	صادرات التكنولوجيا المتقدمة (%) من (إ.ن.م)	واردات السلع والخدمات (%) (إ.ن.م)	واردات التكنولوجيا المتقدمة (%) من (إ.ن.م)	
	ماليزيا	إندونيسيا	ماليزيا	إندونيسيا	
2007	106,17	29,43	/	/	25,39
2008	99,50	29,80	/	/	28,75
2009	91,42	24,15	50,87	/	21,35
2010	86,93	24,30	49,31	12,09	22,40
2011	85,25	26,33	47,22	10,65	23,85
2012	79,29	24,59	47,50	10,70	24,98
2013	75,63	23,92	48,47	9,60	24,71
2014	73,79	23,67	49,22	9,30	24,41
2015	69,44	21,16	48,49	8,90	20,77
2016	66,77	19,08	49,07	8,00	18,33
2017	70,01	20,17	51,13	8,45	19,18

المصدر من اعداد الباحثة بالاعتماد على قاعدة بيانات البنك الدولي لكل من ماليزيا واندونيسيا (2007-2017)

Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57

والجدول الموالي يبين حجم صادرات هذه الدول من السلع والخدمات والتكنولوجيا المتقدمة وكذا حجم واردات السلع والخدمات، تظهر دولة ماليزيا متطورة أكثر في مجال التكنولوجيا المتقدمة والاقتصاد المعرفي وكذا في صادرات السلع والخدمات اما بالنسبة للواردات فهي تتناقص نتيجة لاحتلال الواردات والقيام بعمليات التصنيع في الداخل.

تقوم استراتيجية تنمية الصادرات في إندونيسيا على مدى ملائمة هذه الأخيرة مع خصائص السوق وجهة التصدير¹ و تحسين الذكاء التسويقي إستنادا على المعطيات المستقاة من البعثات الإندونيسية وإعتبارها مدخلات تصب في تطوير المنتج، تحديد الاحتياجات من المعلومات عن المنتج، القيود التجارية، نظام الشبكات والتوزيع.

2-1-3 تشجيع الإستثمار الأجنبي المباشر:

في ثمانينات القرن العشرين، بدأت إندونيسيا و ماليزيا، في عملية جذب رأس المال الأجنبي من خلال إنشاء مناطق للتجارة الحرة، وتقديم حوافز ضريبية، وتسهيل القيود الجمركية والحوافز غير الجمركية وذلك بعد انضمامها إلى اتفاقية التجارة الحرة لأمريكا الشمالية التي تم من خلالها استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر الذي سهل تطوير الصناعات المختلفة وقطاعات أخرى استراتيجية والجدول الموالي يبين الإستثمار الأجنبي المباشر " صافي التدفقات الوافدة) لميزان المدفوعات بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) لهاتين الدولتين.

¹ إدوارد ناشد جرجس، وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص12

جدول رقم 23 الإستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار

الأمريكي)

الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (ميزان المدفوعات، بالأسعار الجارية للدولار الأمريكي) (2007-2017)											
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
9.37	13.47	9.86	10.62	11.30	8.895	15.12	10.89	0.12	7.57	9.07	ماليزيا
20.51	4.54	19.78	25.12	23.28	21.20	20.56	15.29	4.88	9.32	6.93	إندونيسيا

Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57

يبين الجدول رقم 23 تطور الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة الممتدة بين 2007-2017

في ماليزيا، اندونيسيا إذ تراهن إندونيسيا لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة على استقرارها السياسي والإفادة بكونها إحدى أكبر الديمقراطيات في آسيا الباسيفيك وتروج إندونيسيا من خلال دبلوماسية نشطة لتوفيرها الإطار القانوني المشجع للاستثمار من خلال المساواة بين المستثمر المحلي والأجنبي وتبسيط إجراءات ترخيص الاستثمار وتعديل قانون الاستثمار ليصبح أكثر ملائمة لقطاع الأعمال¹ وتوفير حوافز ضريبية للصناعات كثيفة العمالة والموجهة لتصدير وتوفرها بصفة عامة على مناخ استثمار إيجابي وتركز الدبلوماسية الاقتصادية نشاطها في مجال الاستثمار على ثلاث أولويات: تطوير الهياكل الأساسية والبنى التحتية، تعزيز الأمن الطاقوي وتعزيز الأمن الغذائي.

كما أن لسياسة التحفيز دور بالغ الأهمية في عملية جذب الاستثمار في إندونيسيا إذ سمحت بتعجيل فترة إهلاك الأصول كما سهلت إمكانية ترحيل الخسائر لعدة سنوات مالية بحد أقصى 10 سنوات وبسعر ضريبي 10% على توزيعات الأرباح التي يحصل عليها المستثمر الأجنبي، ويمكن أقل.

وجميع المشروعات التي يقرها مجلس تنسيق إستثمارات رأس المال أو مكتب الإستثمار في مختلف الأحياء بما في ذلك توسعات المشروعات القائمة التي تزيد على 30% من حجم الإستثمار الأصلي تحصل على تخفيضات جمركية على منتجاتها.

وتحصل الوحدات التي تركز على التصدير على حوافز خاصة مثل تطبيق نظام رد الجمارك والسماح باستيراد مكونات أجنبية حتى في حالة توافر البديل المحلي.

2-1-4 الاستثمار في التدريب لضمان توافر العمالة الماهرة

ركزت كل من إندونيسيا وماليزيا على تدريب العمالة من جهات أجنبية، وتعزيز مهاراتها، فتمكنتا من تكوين قوة عاملة عالية المهارات² فامتصتا نسبة عالية من البطالة واخرج العديد من الأسر من الفقر.

¹ https://www.findevgateway.org/sites/default/files/publications/files/mfg-ar-some-successful-international-experiences-in-the-field-of-developing-small-and-medium-enterprises-94282_0.pdf,P-P27,28 visité le 10/09/2020

²EATZAZ AHMAD and ANIS HAMDANI" THE ROLE OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN ECONOMIC GROWTH" Pakistan Economic and Social Review, Volume XLI, No. 1&2 (2003), pp.(29-43), P40

<http://www.pu.edu.pk/images/journal/pesr/PDF-FILES/3%20EATZAZ%20The%20Role%20of%20FDI%20in%20Economic%20Growth-V41-2003.pdf>

ويبلغ قوام القوى العاملة في جمهورية إندونيسيا أكثر من 129 مليون عامل من إجمالي تعداد السكان والبالغ 265 مليون نسمة ويضم قطاع الزراعة ما نسبته 30.79% من إجمالي القوى العاملة فيما تعمل 47.19% في قطاع الخدمات و20.02% في القطاع الصناعي وتبلغ نسبة البطالة 5.3% عام 2017 ويبلغ قوام القوى العاملة في ماليزيا ازيد من 15 مليون عامل من إجمالي تعداد السكان والبالغ 32 مليون نسمة ظم قطاع الزراعة ما نسبته 11.29% من إجمالي القوى العاملة فيما تعمل 60.99%

جدور رقم 24 إجمالي نسبة التشغيل إلى عدد السكان، 15 عاماً فأكثر (%) في ماليزيا واندونيسيا (2007-2017)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ماليزيا	58,83	58,21	58,41	58,41	59,70	60,70	62,07	62,44	62,50
اندونيسيا	60,93	61,84	62,59	63,41	63,81	64,70	64,14	64,11	63,49

Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57

في قطاع الخدمات 27.72% وفي القطاع الصناعي وتبلغ نسبة البطالة 3.4% احصائيات عام 2017

2-1-5 تشجيع وتنشيط التجارة :

تسعى إندونيسيا إلى تشجيع الاستثمارات الداخلية والخارجية زيادة على التجارة لدعم قطاع المال والأعمال كما تعمل على توفير المعلومات حول فرص التصدير والاستثمار والتنظيم والمساعدة على استضافة البعثات التجارية القادمة من أجل تحقيق المشروع الإطار الذي يهدف إلى زيادة التنافسية الوطنية في تجارة السلع والخدمات وهذا عبر تنويع السلع والأسواق .

أما من حيث تنويع الأسواق، فقد وضعت إندونيسيا استراتيجية متكونة من أربعة أسس هي الحفاظ على أسواقها التجارية من خلال صيانة وتعزيز حصة المنتجات في أسواق التصدير الرئيسية؛ إنشاء أسواق جديدة عن طريق تعزيز الصادرات في الأسواق المتوقعة؛ تحديد فرص تصدير الخدمات والمنتجات المحتملة وتعزيز وتيسير التصدير والاستيراد لدعم القدرة التنافسية للمنتجات الوطنية كما تدعم هذه الاستراتيجية بقطاع الخدمات الذي يركز على ميادين ذات أولوية تمثل أساسا في القطاعات خارج النفط والغاز على غرار قطاع السياحة والمقاولة والبناء وكذا قطاعات التوزيع واللوجستيك والمالية لتحسين سهولة التجارة والإنتاجية الصناعية وعلى هذا الأساس كانت نسبة التشغيل خلال الفترة 2007-2017 كما يوضحها الجدول رقم 24

2-1-6 قطاع السياحة :

يمثل قطاع السياحة نسبة 9.5% من الناتج المحلي الإجمالي كما يوظف هذا الأخير 1 من كل 11 عامل رغم اجتذاب إندونيسيا لتسعة ملايين سائح سنة 2014 وتحقيقها ل 250 مليون دولار كعوائد

للقطاع¹ إلا أنها تبقى متخلفة عن جارتها ماليزيا التي نجحت في اجتذاب 25 مليون².

2-2 النموذج الديمقراطي:

قامت اندونيسيا بإبعاد الجيش عن الحياة السياسية وإنهاء عسكرة الدولة وإعادة هيكلة الاجهزة الامنية وإلغاء حق الضباط العسكريين الموجودين في الخدمة في الترشح للبرلمان أو حصول على منصب في الأحزاب السياسية مع السماح للجيش بأن يواصل مشاركته اقتصاديا في التنمية وليكون ذلك حلا وسطا يساعد على الإستقرار السياسى والنمو الإقتصادى أيضا بحيث يستطيع الجيش تمويل ميزانيته العسكرية من إيراداته التجارية.

اعتمدت على الحوار الوطنى بين كافة الطوائف السياسية وAntehاج سياسية الوفاق الوطنى والمصالحة الوطنية بين كافة التيارات السياسية والدينية وإجراء تعديلات على الدستور بما يضمن تحقيق المصلحة العامة وإطلاق الحريات بمفهومها الواسع وتقوية سلطة المجتمع المدنى لبناء دولة عصرية جديدة وتنمية المجتمعات المحلية وAntehاج سياسة الشفافية وتفعيل دور الرقابة ومكافحة الفساد والعمل على ترسيخ مبادئ الحرية والديمقراطية والعدالة الاجتماعية كأساس لتطور واستقرار الدولة والربط بين القيم الإسلامية للمجتمع وبين الديمقراطية كنموذج حديث للحكم وهكذا نجد أن إندونيسيا بنت نظام حكم ديمقراطي على قاعدة قيم إسلامية وهذا النموذج أدى إلى استقرار نسبي ساعد في نجاح التجربة التنموية.

3-2 تنمية ذات بعد إنساني:

حفزت الانسان الإندونيسي الى العلم والإبداع³ والإنتاج وهكذا زاحمت المصانع والجامعات والمراكز العلمية المساجد وإنطلقت إندونيسيا الى آفاق العلم والتكنولوجيا كما توجهت الحكومة إلى مواجهة الفقر⁴ رغم وجود أكثر من 17 ألف جزيرة وعدد سكان كبير نسبيا وملايين القرى إذ استطاعت محاربة الفقر والحد منه من خلال توجيه النمو الإقتصادي المستدام لخلق فرص عمل والسماح بزيادة الإنفاق العام والرعاية الصحية والتعليم والبنى التحتية،

جدول رقم 25 الإنفاق على الصحة والتعليم ومستوى الفقر في إندونيسيا

السنوات(2007-2017)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
مستوى الفقر في اندونيسيا %		19	15.5	13.3	10.9	9.5	7.3	6.2	5.8	5.2	4.5
الإنفاق العام على التعليم	3.04	2.90	3.53	2.81	3.19	3.41	3.36	3.29	3.58		
الإنفاق على الصحة	2.9	2.6	2.7	3	3	2.9	3	3.1	3	3.1	2.9

Ar.Knoema.com/atlas/indonesia اندونيسيا(البيانات و الاحصاءات)

¹ جمال المتولى جمعة"التجربة الاندونيسية فى التنمية " مدير أحد البنوك الوطنية بالمحلة الكبرى جميع الحقوق محفوظة لدنيا الوطن © 2003 -

2017 تاريخ النشر: 18-09-2017 تاريخ الزيارة 2020/10/21 <https://pulpit.alwatanvoice.com/content/print/445607.html>

² د.زين الدين عبد المقصود الغنيمي "إندونيسيا"، مرجع سابق ذكره، ص443

³ إدوارد ناشد جرجس، وآخرون، مرجع سابق ذكره، ص16

⁴ OCDE 2015, Op-cit, P28

الفرع الثالث: تحديات وواقع التنمية في دولة إندونيسيا

1-العقبات التي واجهت التنمية في إندونيسيا

1-1 الأزمات الدولية:

بعد الأزمة المالية عام 1997 م ووفقاً لتقرير هيئة المعونة الأمريكية السنوي لسنة 2002 عادت نسبة الفقر إلى 60% في ذروة الأزمة وزاد عدد من يعيشون تحت خط الفقر بـ15 مليون شخص¹، الأمر الذي أوضح بأن الفقراء في إندونيسيا هم الأكثر تضرراً من الأزمات الاقتصادية وقد احتلت إندونيسيا المرتبة 105 من بين 174 دولة قياساً على مؤشر التنمية البشرية والسبب الرئيسي يعود إلى ما أحدثته أزمة 1997 كما خلّفت أضراراً اجتماعية عميقة مما زاد من حدة عقبات التنمية ونقص الكوادر المؤهلة والبحث والتطوي التكنولوجي² وتأثر الاقتصاد الإندونيسي بالأزمات الخارجية بسبب تراجع الطلب الأوروبي والأمريكي على الصادرات الإندونيسية بعد الأزمة الاقتصادية العالمية سنة 2008.

1-2 قطاع الزراعة

من المشاكل الرئيسية التي تعرقل الجهود المبذولة لزيادة الانتاجية، الإنخفاض في متوسط حجم الزراعة ومستوى رأس المال المتاح لهذه المزارع الصغيرة، كما يعود ضعف الإنتاجية في القطاع الزراعي إلى السياسات التي حدثت من النمو الزراعي، منها: أسلوب التنمية الذي يقوم على فرض الأوامر من قبل الطبقات العليا إلى الطبقات الأدنى، سيطرة البيروقراطية، السياسات البيئية الغير ملائمة، عدم ملائمة القرارات المتعلقة باختيار التقنيات والمزروعات لظروف واحوال وطبيعة السوق، إضافة إلى ذلك، فإن تنمية البنية التحتية في المناطق الريفية لم تأخذ بعين الاعتبار المزارعين و القطاع الزراعي بالشكل المطلوب، الأمر الذي نتج عنه مشاكل مستمرة في العمل والصيانة.

1-3 تنمية المدن

لقد قامت تنمية المدن على ماسمي بمشاريع تنمية البنية التحتية المتكاملة للمدن والتي شملت توفير المياه وترصيف شبكات الطرق وإنشاء أنظمة للصرف الصحي وتطوير البنية التحتية للسوق والمجتمع وعلى الرغم من ذلك فإنه بات واضحاً أن استمرارية تلك المشاريع أصبح من الأمور الصعبة وهذا يعود لنظام "فرض الأوامر من الجهة العليا" الذي تجاهل المعطيات المحلية مما صعب من تنفيذ الخطة الحكومية متوسطة الأجل لرفع مستوى المعروض من المياه والرعاية الصحية.

هذا إضافة الى التحدي البيئي، فإندونيسيا هي ثالث أكبر دولة مسببة للإنبعاثات الغازية للاحتباس الحراري، لأن اقتصادها قائم على الفحم³.

¹ <https://unsdg.un.org/ar/un-in-action/indonesia>

² <https://www.institut-numerique.org/b-economie-52e7d511ca80a> 28/01/2014

³ <https://www.institut-numerique.org/c-social-52e7d511d0f1c> 28/01/2014

1-4 النفوذ السياسي

تأتي إندونيسيا ضمن قائمة الدول الأكثر فساداً في العالم¹ ويعيش أكثر من 40 بالمئة من عدد سكانها البالغ 270 حوالي مليوناً بمتوسط دخل يومي يقلّ عن دولارين بالإضافة الى ارتفاع شديد لمعدل التضخم.

فالفساد المنظم الذي مس النظام السياسي في إندونيسيا اقتصر على تكوين الثروة و تجميع رأس المال والتورط في عمليات الفساد المالي الأمر الذي زاد من معانات الفقراء بسبب سوء توجيه موارد الإنفاق العام² والموارد المالية بشكل عادل كما أن أداء قطاع الأعمال من قبل المنشآت لا يقارن بمعايير الأداء العالمي بسبب سوء توجيه موارد الإنفاق العام والموارد المالية هذا جعل المواطنين يفقدون الثقة في مؤسسات الدولة، وفي هذا الإطار، قامت الحكومة بتوفير قانون استقلال المناطق وقانون الموازنات المالية بين الحكومة المركزية والحكومات المحلية بهدف الإصلاح، كما يتيح النظام اللامركزي الامكانية للتغلب على آثار المركزية التي أضرت بالبلاد لعقود من الزمن، بالإضافة إلى أنه يعد وسيلة لتلبية الحاجات المختلفة .

1-5 القطاع الخاص

ان نسبة تقدم القطاع الخاص كانت أقل بكثير من التوسع الاقتصادي الذي شهدته إندونيسيا في تلك الفترة وهذا يرجع إلى عدم القيام بالإصلاحات الضرورية في القطاع المالي والنظام القانوني والقضائي و رقابة الشركات وبدأت الحكومة القيام بالإصلاحات اللازمة إلا بعد وقوع الأزمة الاسيوية، ففي عام 1998م قامت بتنفيذ إصلاحات هيكلية أساسية لدعم نمو الأسواق التنافسية، مكافحة الاحتكار، تخصيص المنشآت الحكومية، تعزيز الرقابة على الشركات³.

1-6 السياسات الإستثمارية

ضعف الاستثمارات الخاصة بالبنى التحتية لاسيما النقل وارتفاع ثمن خدمات النقل للبضائع جاكرتا(20 مرة أكبر من مدينة بابوا بماليزيا) وغيرها من العراقيل التي تحد من تفعيل السياسة الاستثمارية مما جعل اندونيسيا تبادر بالإصلاحات من خلال ثلاث مجموعات والتي تم الشروع في تنفيذها في عام 2006:

المجموعة الأولى (مجموعة السياسة الاستثمارية) التي صدرت في فبراير 2006 شملت إصلاحات في السياسات العامة للاستثمار والأعراف والنظام الضريبي وسوق العمل والمنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم. **المجموعة الثانية** التي صدرت في مارس 2006 والتي سميت بمجموعة تطوير البنية التحتية قدمت إطار السياسات التي تحكم الشراكة بين القطاعين العام والخاص بهدف إنشاء البنية التحتية **المجموعة**

¹ OCDE 2015, Op-cit, P32

² <https://www.institut-numerique.org/a-politique-52e7d511c39e7> 28/01/2014

³ <https://www.institut-numerique.org/b-economie-52e7d511ca80a> 28/01/2014

الثالثة مجموعة صدرت في يوليو من نفس العام وسميت بمجموعة إصلاحات القطاع المالي والتي تستهدف تحسين التنسيق بين الحكومة والبنك المركزي (بنك إندونيسيا) وإكمال الخطوات لتقوية الصناعة البنكية و المؤسسات المالية غير البنكية و سوق الأوراق المالية.

2- آفاق التنمية الاقتصادية في إندونيسيا

تملك إندونيسيا اقتصاد أكثر ديناميكية وحدثا وتطور كما يعد الأكثر استقرارا من الاقتصاد الصيني والهندي والبرازيلي وذلك بسبب النمو الاقتصادي المرتفع الذي يتموقع فيه الاقتصاد منذ 2009 الذي وصل أحيانا إلى 6 بالمائة كما أعلنت الحكومة الاندونيسية عن وجود رؤية اقتصادية وتجارية استثمارية في إطار نظام تخطيط تنموي وطني يشمل على خطة تنمية بعيدة المدى 2005-2025 التي وضعت أهدافا عريضة للنمو الاقتصادي والتخفيف من الفقر وإيجاد بيئة استثمارية جذابة وزيادة المنافسة، كما قامت إندونيسيا بتخصيص 250 بليون دولار خلال الفترة 2011-2025 للاستثمار في البنى التحتية وجعلها بحلول 2030 كسادس قوة اقتصادية وذلك عن طريق تشجيع الاستثمارات الخارجية والداخلية والتزكيز على اليد العاملة الشبابية وكذا عن طريق خلق تنمية متوازنة بين الجزر¹.

كما تسعى إندونيسيا لرفع مستوى التعليم وتحرير التجارة والاستثمار من خلال تقوية العلاقات مع الدول الاعضاء في المنتدى الاقتصادي لدول آسيا والمحيط الهادي.

تبنت الحكومة سياسة إصلاح اقتصادي شملت التجارة الخارجية والداخلية والاستثمار وبيئة الأعمال وجميعها ملفات تنافست عليها الأحزاب السياسية، لنيل ثقة الإندونيسيين، فتحررت المساحة المالية لاستثمارات البنية التحتية بالإضافة إلى تكوين أجندة طموحة للسياسة الاجتماعية، مما سهل من ممارسة أنشطة الأعمال، بتقييمات البنك الدولي لمؤشر بيئة الأعمال الأكثر استخدامًا وتحتل الصناعة أهمية بارزة في الاقتصاد الاندونيسي يليها قطاع الخدمات المعني بإيجاد وظائف أكبر عدد من المواطنين مرورًا بقطاع الزراعة والحكومة لازالت تتحكم في السوق وهي من تحدد أسعار السلع الأساسية مثل الكهرباء والوقود والأرز رغم انفتاحها على قوانين السوق الحرة ورعايتها للقطاع الخاص .

3- مؤشرات و مقاييس حققتها إندونيسيا خلال سنة 2017

الجدول رقم 26 مؤشرات عالمية حققتها كل من إندونيسيا وماليزيا² النسبة الأعلى هي الاحسن

مستوى المؤشر	الحرية الاقتصادية	التنافسية	مناخ الاعمال	التنمية البشرية	مستوى الرفاهية
اندونيسيا سنة 2017	61.90	36.49	64.66	0.71	5.09 (متوسط)
ماليزيا سنة 2017	73.80	73.24	78.77	0.81	6.32 (متوسط)

Ar.Knoema.com/atlas/indonesie إندونيسيا(البيانات و الاحصاءات)

¹ <https://www.institut-numerique.org/b-economie-52e7d5119e957> 28/01/2014

² Ar.Knoema.com/atlas/indonesie إندونيسيا(البيانات و الاحصاءات) visité le 23/09/2020 à 10:30

Ar.Knoema.com/atlas/ ماليزيا(البيانات و الاحصاءات) visité le 23/09/2020 à 10:30

* حققت إندونيسيا مستوى نوعا ما أقل من ماليزيا في مؤشر الحرية الاقتصادية وهذا يدل على أن النمو مستمر وأن متوسط دخل الفرد متوسط

* التنافسية إحتلت إندونيسيا المرتبة 36 من 100 نقطة بينما إحتلت ماليزيا المرتبة 73 من 100 نقطة.

* مناخ الأعمال يعد المناخ الجيد كمقياس للنمو والسبيل للوصول للتنمية الاقتصادية لقدرته على جلب الإستثمارات وإندونيسيا أقل من جيرانها حيث ماليزيا حققت 78.77 في حين إندونيسيا حققت 64.66

* مؤشر التنمية البشرية كلما كانت النسبة أعلى كلما دل المؤشر على العمر الأعلى وعلى مستوى التعليم الأعلى وعلى نصيب الفرد من الدخل القومي أعلى فماليزيا حققت 0.81 وإندونيسيا حققت 0.71

* مستوى الرفاهية وهو يقيس مستوى تحسين السياسات العامة عن الصحة والعمل والسكن وغيرها مما يبين مستوى رضا المواطنين وحققت إندونيسيا 5.09 وهو مستوى متوسط .

المبحث الثالث: التنمية الاقتصادية في دولة ماليزيا

تعد التجربة الماليزية في التنمية من التجارب التي تميزت بخصوصيتها وأهميتها، حيث نهضت ماليزيا نهوضا كبيرا في المجال الاقتصادي وإستطاعت التوفيق بين إتجاهين: اتجاه الاندماج في اقتصاديات العولمة واتجاه الاحتفاظ بنهج الاقتصاد الوطني.

يقول جوزيف ستجليتز⁽¹⁾ منذ أربعين سنة مضت كانت ماليزيا من أفقر دول العالم، وبعد استقلالها لم تتبع تعليمات المؤسسات الدولية بل اختارت أن تتبع النماذج التنموية الناجحة لجيرانها وهي الآن تحتل مرتبة عليا بين الدول التي حققت نمواً هائلاً في العالم وتقف إلى جانب الصين وتايوان وكوريا الجنوبية".

حتى يتسنى لنا تحليل هذه التجربة المعجزة لابد وان نتعرف على الدولة جغرافيا وتاريخيا بهدف توضيح التنوع الطبيعي والبشري والموارد المتاحة وكذا التاريخ ونفوذ الحكومة فكلها عناصر ميزت هذه الدولة وساعدتها في عملية الانطلاق نحو التنمية الاقتصادية سنخرج بداية بالموقع الاستراتيجي جغرافيا ومقوماتها الطبيعية المتنوعة من حيث الجغرافيا والتاريخ وبعدها نتعرف على نظامها السياسي فالتاريخ الاقتصادي ثم نقدم بعدها السياسات التنموية وأهم القطاعات التي ركزت عليها الدولة لنوضح في الاخير المشاكل التي تجاورتها ومؤشرات نجاح تجربتها الرائدة وكذا الدروس المستفادة منها.

المطلب الأول: نظرة عامة عن دولة ماليزيا

الفرع الأول: الاستراتيجية الجغرافية وتنوع الموارد

تميزت ماليزيا بغنى الثروات الطبيعية، الزراعية وكذلك الحيوانية¹ كما ساعدها الموقع الاستراتيجي لتكون حلقة وصل بين الشرق الاقصى واستراليا والشرق الاوسط واسيا الغربية وأوروبا.

¹ جوزيف ستجليتز اقتصادي أمريكي حائز على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 2001

1- موقع ومناخ دولة ماليزيا:

تقع ماليزيا في جنوب شرق آسيا وتتكون من جزأين رئيسيين يفصل بينهما بحر الصين الجنوبي بمسافة تقدر بحوالي 650 كم² وهما شبة الجزيرة المالاوية (ماليزيا الغربية) والجزء الآخر من البلاد يقع في جزيرة بورنيو (ماليزيا الشرقية) ² التي تنقسمها ثلاث دول وهي بروناي واندونيسيا وماليزيا وتقدر المساحة الاجمالية لماليزيا ب: 329.858 كلم²، كما يحدها جنوباً سنغافورة ومن الشمال تايلاند كما لها حدود وجزر متداخلة مع الفلبين³ أما عن المناخ فيتميز بالرطوبة نظراً لقربها من خط الاستواء وهو معتدل طوال السنة ويصل مستوى الرطوبة بها حوالي 90 % كما تتراوح درجة الحرارة بين 21 الى 32 درجة مئوية، وتشهد البلاد رياحاً موسمية من شهر أبريل وحتى شهر أكتوبر وتكون جنوبية غربية، أما في شهر أكتوبر وحتى شهر فبراير فتكون الرياح شمالية شرقية وتعد السهول الساحلية غنيّة بالتضاريس المتنوعة⁴

2- التضاريس في دولة ماليزيا:

تنوعت التضاريس الطبيعية على تنوع اشكالها، من تلال، جبال، غابات كثيفة وأنهار⁵:

1-2 الأنهار والبحيرات:

يتدفق من جبال ماليزيا أكثر من 20 نهراً، ومن أشهرها: نهر راجانج، ونهر كلنتن، ونهر باهانج، أما البحيرات فتعد بحيرة بيررا، وبحيرة تاسيك تشيني من بحيرات ماليزيا الطبيعية، أما بالنسبة لبحيرة كينير التي تم إنشاؤها في عام 1985م فهي أكبر بحيرة صناعية في العالم.

2-2 السهول والجبال:

تتواجد السهول الساحلية في بعض مناطق ماليزيا، وتمتد هذه السهول إلى التلال والجبال، وجميعها تغطيها الغابات المطيرة الكثيفة كما تتواجد بها جبال تيتي وانجسا التي تمتد من الجهة الشمالية حتى الجهة الجنوبية، أما بالنسبة لجبال كروكر فإنها تقع شرق ماليزيا وتحتوي على أعلى نقطة في ماليزيا في جبل كينابلو على ارتفاع 4095 م، بينما يبلغ متوسط ارتفاعات البلاد ما بين 1066-1828م تقريباً.

2-3 الكهوف والجزر:

تعتبر الكهوف أحد المعالم الجغرافية الطبيعية في ماليزيا، إذ يوجد على طول ساحلها الكهوف المنحوتة من الحجر الجيري الناعم، ومما يجدر ذكره هنا أنّ ماليزيا موطنٌ لأكبر حجرة كهوف في

¹ <https://sabq.org/> يوم 10 و 26 د 2019/05/12 على الساعة

² [http://elearning.univ-](http://elearning.univ-biskra.dz/moodle2019/pluginfile.php/30048/mod_resource/content/1/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AC%D8%B1%D8%A8%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%86%D9%85%D9%88%D9%8A%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A9.pdf)

<http://www.moqatel.com/openshare/default.htm> 05/04/2019 à 15h00

⁴ زكريا أوانج سو "الموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-أندونيسيا)" المملكة العربية السعودية. المجلد 7، شوال، 1419هـ، ص-ص: 163، 162

⁵ وزارة الخارجية الماليزية، قسم الإعلام الخارجي، [ماليزيا مختصر](http://www.malaysia.gov.my)، كوالالمبور، امبانجستديريان برهاد، 1994، ص-ص: 11، 4.

العالم، وهي كهوف ساراواك كما يتواجد بها عدد من الجزر، ومنها: لابوان، وبانجي، ولنكاوي، وبانكور، وبينانج¹.

3- الموارد الطبيعية:

تغطي الغابات معظم أراضي ماليزيا، ويستفيد أهالي البلاد من هذه الغابات، إذ توفر خشب الأبنوس، وخشب الصندل، وخشب الساج، والعديد من الأخشاب الأخرى كما يعد خشب الصناعة الخام ومنتجاته مثل خشب الأبلكاش والقشرة الخشبية وقولبة الخشب وصنع الأثاث كلها منتجات أولية².

وهي دولة مصدرة للموارد الطبيعية وأهمها القطاع الزراعي إذ تعد ماليزيا واحدة من أكبر مصدري المطاط الطبيعي وزيت النخيل بالإضافة إلى منتجات الكاكاو والماناس والتبغ والفلفل اعتباراً من 2011، بلغت نسبة الأراضي الصالحة للزراعة في ماليزيا 44.5% و تتكون الأراضي المزروعة من 17.49% في حين تشكل استخدامات الأراضي الأخرى 77.07% اعتباراً من 2009، بلغت مساحة الأراضي المروية 3.800 كم² وفي 2011 كان إجمالي الموارد المائية المتجددة 580 كم مكعب.

يعد النفط والقصدير من أهم الموارد المعدنية³ التي تتمتع بأهمية كبرى في الاقتصاد الماليزي بالإضافة لمعادن أخرى ذات الأهمية تشمل النحاس، البوكسيت، خام الحديد والفحم بالإضافة إلى المعادن الصناعية مثل الطين، الكاولين، السيليكات، الحجر الجيري، البارييت، الفوسفات والأحجار القياسية مثل الجرانيت بالإضافة لكتل الرخام والبلاط وتنتج ماليزيا كميات صغيرة من الذهب⁴.

اعتباراً من يناير 2014، كانت احتياطات النفط المحققة في ماليزيا 4 بليون برميل، رابع أكبر احتياطات في آسيا-الهادي كما ان النفط القياسي الخام في ماليزيا "تاييس بلند" هو الخام الأخف والأثقل، حيث يصل مقياس الكثافة النوعية إلى 42.7° ويصل محتوى الكبريت إلى 0.04% حسب الوزن.

اعتباراً من يناير 2014، كانت ماليزيا تمتلك 83 تريليون قدم مكعب من احتياطات غاز طبيعي محققة، وكانت ثالث أكبر مالك لاحتياطات الغاز الطبيعي في منطقة آسيا والمحيط الهادي بعد الصين وإندونيسيا وترتبط غالبية احتياطات الغاز الماليزية بأحواض النفط، على الرغم من تزايد احتياطات الغاز الغير مرتبطة بالنفط في سرواك وصباح، والتي عوضت بعض الانخفاض في إنتاج أحواض النفط والغاز الناضحة قبالة شبه الجزيرة الماليزية⁵.

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية لدولة ماليزيا

تكمن أهمية الاقتصاد في تنوع القطاعات المتواجدة بها سواء من حيث الموارد الطبيعية أم البشرية.

¹ <https://mawdoo3.com/> 05/04/2019 à 16h00

² نادية فاضل عباس فضلي، "التجربة التنموية في ماليزيا من العام 2000 - 2010" مجلة دراسات دولية، العدد 54، ص-ص (155،188)

ص 162 على الموقع <https://www.iasj.net/iasj/download/36ddfa200ba0ac4f>

³ https://www.marefa.org/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A7 visité le 24/08/2019 à 21h33

⁴ <https://www.marefa.org>, op-cit

⁵ Ibid.

1- الزراعة:

يؤدي القطاع الزراعي دوراً رئيسياً¹، وإن كان قد تراجعت مساهمته في إجمالي الناتج المحلي خلال عقد الثمانينيات من القرن العشرين لتحل الصناعة الصدارة ويعمل ثلث السكان في مجال الزراعة وتُعدّ ماليزيا أكبر مُنتج للمطاط الطبيعي وزيت النخيل في العالم، إذ تنتج البلاد أكثر من نصف زيت النخيل في العالم في مساحة قدرها 1,7 مليون هكتار أما بالنسبة للمطاط فينتج أكثر من ثلث الإنتاج العالمي، من رقعة تبلغ مساحتها مليوني هكتار تقريباً وهو ذو جودة عالمية وهي رابع أكبر مُنتج للكاكاو اما المحاصيل الأخرى فهي الأرز (620,000 هكتار) والفلفل (7,300 هكتار) والتبغ (12,000 هكتار) وجوز الهند (293,000 هكتار) والأناناس والشاي وكثير من الفواكه الاستوائية.

كان عدد العاملين في الزراعة 14.72 % من إجمالي المشتغلين سنة 2007 وفي سنة 2017 قلت النسبة الى 11.29 %

2- الصناعة

أقامت الشركات الأمريكية واليابانية الإلكترونية مصانع في ماليزيا وذلك بعد استقرار الأمن وتهيئة العمالة المدربة والمناخ الملائم، ارتفعت حصة الصناعة في الناتج الوطني الإجمالي من 20% في أوائل ثمانينيات القرن العشرين إلى 26% في عام 1989م وأهم النشاطات الصناعية الكبرى هي قطاع الإلكترونيات،² صناعات البلاستيك والأقمشة، المطاط ومنتجات الأخشاب كما أن المواد الكيميائية والنفط والصناعات التقنية المتطورة³ لها أهمية كبيرة في الاقتصاد وتعد ماليزيا ثالث أكبر مُنتج للدوائر الإلكترونية المتكاملة في العالم بعد الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، بل وأكبر مصدر للدوائر الإلكترونية المتكاملة على مستوى العالم وتنتج صناعة الإلكترونيات مثل رقائق السليكون، والمكثفات ومكبرات الصوت، وأجهزة الهاتف وأجهزة الراديو والتسجيل والمعدات الموسيقية والساعات وماليزيا أول قطر في جنوب شرقي آسيا يُنتج سيارة وطنية خالصة وهي بروتون ساگا وقد صنعت بالتعاون مع شركة متسوبيشي باليابان.

وكانت نسبة العاملين في الصناعة من اجمالي المشتغلين تقدر ب 28.46 % سنة 2007 وفي سنة 2017 كانت النسبة 27.72 % وخلال الفترة (2007-2017) كانت النسبة شبه مستقرة

1-2 مراحل تطور الصناعة

مرت الصناعة بعدة مراحل تدرجت فيها ماليزيا وهي⁴:

¹ زكريا أوانج سو "الموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-أندونيسيا)" مرجع سابق ذكره، ص205.

² https://ar.unesco.org/sites/default/files/usr15_malaysia_ar.pdf

³ نادية فاضل عباس فضلي، مرجع سابق ذكره، ص 163

⁴ بلال محمد سعيد المصري، مرجع سابق ذكره، ص:61-62

المرحلة الأولى: تشمل من 1957م- 1970 م كانت تتبع استراتيجية إحلال الواردات، أي محاولة الإتجاه نحو الصناعات المحلية بدل من الاستيراد من الخارج، ففي هذه المرحلة كان الإتجاه نحو السلع الإستهلاكية البسيطة والإتجاه نحو السوق المحلي.

المرحلة الثانية: (1971-1980) تبنت استراتيجية التصدير نحو الخارج وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، من خلال مناطق التجارة الحرة والتشجيع على الصادرات الكترونية والمنسوجات.

المرحلة الثالثة: (فترة التصنيع الثقيل) (1981-1985) حيث ركزت عملية التنمية على محورين:

* موجة جديدة من الصناعات التي تقوم بعمليات الإحلال محل الواردات.

*الصناعات الثقيلة في إطار ملكية القطاع العام وكان التوجه العام نحو السوق المحلي.

المرحلة الرابعة: (مرحلة التحرير الاقتصادي) من 1986 م 2006 م

كانت هذه الاستراتيجية موجه نحو التصدير للخارج وكان التركيز في هذه المرحلة على القدرة التنافسية للقطاع الصناعي وتتسم هذه الفترة بإنجاز ثلاث خطط خمسية مترابطة، ونتج عنها تحقيق معدلات نمو عالية

3- التعدين

ماليزيا هي ثالث أكبر مُنتج للقصدير في العالم بعد البرازيل وإندونيسيا وتطورت صناعة النفط والغاز الطبيعي بسرعة فيها كما تحنل ماليزيا المركز الثالث عشر عالمياً من حيث حجم احتياطي الغاز الطبيعي، والثاني والعشرين من حيث احتياطي النفط وتوجد بها معادن أخرى مثل النحاس والذهب.

وتعد ماليزيا رابع أكبر احتياطي في منطقة آسيا-الهادي بعد الصين، الهند وفيتنام¹ بالنسبة لاحتياطيات النفط والغاز الطبيعي.

4- الخدمات

على الرغم من ان قطاع الخدمات في ماليزيا يساهم بشكل ملموس في إجمالي إيرادات الدولة، غير انها تحتاج إلى مضاعفة الجهد في هذا القطاع كي تصل إلى مستويات عالية مقارنة بالدول المتقدمة مثل اليابان، وسنغافورة، وأمريكا، حيث يشكل نسبة مساهمة قطاع الخدمات في سنغافور 72 %، وفي اليابان 70 % وبالتالي فان حصة ماليزيا مقارنة مع هذه الدول لازالت بحاجة إلى جهود أكثر وتتجلى مجهوداتها في الفترة 2007-2017 بتزايد نسبة التشغيل في قطاع الخدمات من 56.81 % سنة 2007 الى 60.99 % سنة 2017

يعتبر قطاع السياحة ثاني أكبر قطاع بعد قطاع الصناعة، حيث أولت الحكومة الماليزية، كافة إمكانياتها اللوجستية والمالية، في خدمة هذا القطاع ويساهم هذا القطاع 12.5 % في الناتج المحلي الإجمالي و يوفر هذا القطاع 2.1 % فرصة عمل حسب احصائيات 2012 م،² لذلك تقوم الحكومة

¹ <https://www.marefa.org>, **op-cit**

² www.menara.ma/arww

الماليزية من خلال حملة (زوروا ماليزيا) إلى استقبال¹ 28 مليون سائح من حول العالم وتتمتع بمناخ معتدل طول السنة مما جعلها تحظى باهتمام بالغ للزيارة والرحلات من شتى أنحاء العالم خاصة بعد التعاون مع اليابان وبناء الطريق السريع، الذي يمتد من سنغافورة جنوباً ويشق ماليزيا وصولاً إلى تايلاند شمالاً وبعدها توافدت الاستثمارات وبدأت ماليزيا بإنشاء الملاهي ومدن الألعاب، وقد ساعدت هذه الطريقة إلى تنشيط حركة السياحة وزادت من عجلة التنمية في ماليزيا² ومن أهم المناطق السياحية في ماليزيا هي: مدينة كولاالمبور، جزيرة بينان، جزيرة لنكاو، مرتفعات كامبيرون، مرتفعات منت هايلاند، ولاية سيلانجور

5- السكان وأهم المدن

ظلت مملكة ماليزيا بقسميها الغربي والشرقي شبه فارغة من السكان زمناً طويلاً ففي عام 1937 كان عدد السكان الأصليين في المملكة لا يتجاوز 42% من العدد الإجمالي للسكان ولم تتجاوز نسبة السكان الأصليين 50% من عدد السكان حتى مطلع النصف الثاني من القرن العشرين ويمثل الصينيون 30% من عدد السكان كما يمثل الهنود 10%³.

أما أقل أجزاء ماليزيا كثافة سكانية هي إقليم ساراواك وإقليم صباح (ماليزيا الشرقية) التي تضم 15% من السكان فقط علماً أن هذين الإقليمين يمثلان 60% من مساحة المملكة ومع هذا يمكن إعطاء الرقم الإجمالي للكثافة السكانية في المملكة والذي يقدر بـ 99 ن/كم ومن الممكن تفسير ضالة الكثافة السكانية في بعض أجزاء ماليزيا بالخصائص المناخية الاستوائية الرطبة وما يترتب عليها تشكلات نباتية غابية كثيفة وأدغال ومستنقعات ساحلية وعرة.

يقدر التعداد السكاني حسب المعطيات السكانية والاقتصادية الخاصة بسنة 2020 بـ: 31.104.655 نسمة بنسبة نمو تقدر بـ: 1.01% مقارنة بسنة 2016 حسب إحصائيات البنك الدولي وتضم شبه جزيرة ماليزيا حوالي 80% من إجمالي السكان ويُعدّ الملايو القوة السياسية الرئيسية في البلاد، في حين يسيطر الصينيون على القطاعات الاقتصادية وعلى الرغم من المشاكل والحساسيات العرقية، فإن ماليزيا تُعدّ نموذجاً رائعاً للتعايش العرقي وبينت إحصائيات النمو السكاني في ماليزيا لسنة 2020 مايلي:

- معدل نسبة المواليد سنة 2017 تقدر بـ 16.8 مولود لكل ألف نسمة وبـ 18,3 سنة 2020⁴.
- معدل نسبة الوفيات سنة 2017 تقدر بـ 5.01 وفاة لكل ألف نسمة وبـ 5,3 سنة 2020.
- عدد سكان الحضر في ماليزيا هو 75.44 من عدد السكان الإجمالي و 77,2 سنة 2020
- النسبة المئوية للمهاجرين الماليزيين من 0,3 مهاجر لكل 1000 نسمة.

¹ Article <http://www.alegt.com/2014/03/17>

² [interviews-http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/special](http://www.alarabiya.net/ar/aswaq/special)

³ <https://mawdoo3.com/30س24عل2020/08/21> تاريخ الاطلاع

⁴ <https://www.arabpage.net/119490/population-of-malaysia/19س16عل2020/08/21> تاريخ الاطلاع

أهم المدن الماليزية هي العاصمة كوالالمبور هذه الاخيرة اتسعت اتساعاً كبيراً لتتجاوز الحدود الإدارية للولاية كما قامت بها نهضة عمرانية جعلتها واحدة من اكثر عواصم العالم ازدهارا ونشاطا، تتميز بكونها تحتوي على عدد كبير من المؤسسات الاقتصادية والتجارية والصناعية، وهي من أبرز الأماكن السياحية الماليزية التي تجذب سنوياً أكبر نسبة من السياح¹

6- السياسة النقدية في ماليزيا

قبل الأزمة المالية الآسيوية 1997، كان سعر صرف الرنجيت الماليزي 2.5 مقابل الدولار وبسبب أنشطة المضاربة وفي غضون أسابيع، انخفضت العملة إلى 4.10 ر.م. مقابل الدولار فقرر البنك المركزي الوطني فرض ضوابط رأس المال لمنع تدفق العملة في السوق المفتوحة وأصبح الرنجيت عملة غير دولية ورُبط الرنجيت بسعر 3.80 ر.م. للدولار الأمريكي.

ففي جويلية 2005 تم التخلي عن سعر الصرف الثابت وتم اعتماد سعر الصرف الموعوم² بعدما أعلنت الصين تبني نفس الأمر وفي هذه المرحلة، كان الرنجيت لا يزال غير مدول وواصل ارتفاعه ليصل سعره بحلول مارس 2008 إلى 3.18 رينجت مقابل الدولار، وارتفع إلى أدنى مستوى له عند 2.94 مقابل الدولار في مايو 2011 وفي الوقت نفسه، تم ببطيء تخفيف العديد من جوانب الرقابة على رأس المال من قبل بنك نيگارا ماليزيا ومع ذلك، واصلت الحكومة عدم تدويل الرنجيت. كما اعتمد البنك المركزي الماليزي استهداف سعر الفائدة قصيرة الاجل بين البنوك على المدى القصير بأمل التأثير على التضخم والنمو الاقتصادي.

6-1 الدعم وضبط الأسعار

تدعم الحكومة الماليزية وتسيطر على أسعار الكثير من العناصر الأساسية للسلع للحفاظ على انخفاض الأسعار مثل اسعار زيت النخيل، زيت الطهي، البنزين، الدقيق، الخبز والأرز وغيرها من الضروريات تم إبقائها تحت أسعار السوق من أجل الحفاظ على انخفاض تكلفة المعيشة واعتباراً من 2009، كانت 22 % من النفقات الحكومية عبارة عن إعانات، مع دعم البنزين بنسبة 12 % . وفي عام 2010، قامت الحكومة بإصلاح نظام الدعم الماليزي تدريجياً، من خلال سلسلة من التخفيضات³ في دعم الوقود والسكر لتحسين الموارد المالية الحكومية وتحسين الكفاءة الاقتصادية نتيجة لذلك وفي ديسمبر 2014، أنهت الحكومة رسمياً جميع إعانات الوقود وطبقت نظام "التعويم المُدار" مستفيدة من انخفاض أسعار النفط في ذلك الوقت.

¹ <https://weziwezi.com/%D9%85%D8%B9%D9%84%D9%88%D9%85%D8%A7%D8%AA-%D8%B9%D9%86-%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A7/>

² المعرفة "اقتصاد ماليزيا" www.marefa.org تاريخ الزيارة 2021/04/04 على الساعة 14 سا 54د

³ نفس المرجع السابق

الفرع الثالث: نبذة عن تاريخ الدولة والحكم السياسي

1- نبذة تاريخية عن دولة ماليزيا

سكن الهنود قديماً شبه جزيرة الملايو وأسّسوا فيها ثقافتهم الخاصة ومارسوا معتقداتهم كما استخدموا السنسكريتية للكتابة وبعد ذلك بدأت الممالك بالسيطرة على المنطقة التي تضمّ ماليزيا حالياً، وتعدّ إمبراطورية لانغكاسوكا أولى هذه الممالك حيث سيطرت هذه الإمبراطورية على المنطقة الواقعة في شمال شبه جزيرة الملايو، كما أنّ مملكة فونان في كمبوديا تمكّنت من السيطرة على الجزء الشمالي من ماليزيا، واستمرّ حكمها للمنطقة حتى القرن السادس للميلاد أمّا في القرن الثامن للميلاد فقد خضعت معظم شبه الجزيرة الماليزية لسيطرة إمبراطورية سريفيجايا، وقد أحكمت هذه المملكة سيطرتها على المنطقة حتى القرن الثالث عشر، إذ إنّها سقطت على يد إمبراطورية ماجاباهيت التي تمكّنت من السيطرة على المنطقة كما ضمت سواحل جزيرة بورنيو¹.

في بداية القرن السادس عشر أنشأت القوات البرتغالية مستعمراتها لها ملقا وتمّ إنشاء سلطنة بيراك² في الشمال، وسلطنة جوهور في الجنوب، إلا أنّ سقوط ملقا أدى فيما بعد إلى التنازع بين أطراف مختلفة حيث انتهى هذا التنازع بسيطرة الهولنديين (بالتعاون مع سلطنة جوهور) على المضيق في عام 1641 م، تلتها السيطرة البريطانية حيث استطاعت شركة الهند الشرقية البريطانية السيطرة على جزيرة بينانغ الماليزية في عام 1786 م وجعلت منها مرفأً تجارياً مهماً،³ فبدأ النفوذ التجاري البريطاني بالتوسع في شبه جزيرة الملايو، وتمكّنت القوات البريطانية من السيطرة على ملقا في عام 1824 م وذلك بعد توقيع معاهدة مع هولندا تقضي بأن يتمّ تقسيم أرخبيل الملايو بين البريطانيين والهولنديين وقد سعى الجانب البريطاني جاهداً لتحقيق الاتحاد بين بينانغ، وسنغافورة وملقا، فتحقّق لهم ذلك في عام 1826 م إذ أصبحت كلّها معاً وحدة إدارية وبذلك أسّس البريطانيون مستوطنات المضائق التي أصبحت في عام 1867 م مستعمرة تابعة للتاج البريطاني ومن الجدير بالذكر أنّ النفوذ البريطاني استمرّ بالتوسع في ماليزيا حتى وصل إلى مدينتي صباح وساراواك واستمر الاحتلال البريطاني الى غاية 1942.

و في عام 1942 انتهت السيطرة البريطانية على الأراضي الماليزية حيث تمكّنت القوات اليابانية من غزو البلاد علماً بأنّ الاحتلال الياباني لماليزيا استمرّ حتى عام 1945 أمّا في عام 1948 فقد تمّ ضمّ المناطق التي كانت خاضعة للحكم البريطاني جميعها في شبه جزيرة الملايو (باستثناء سنغافورة) ضمن اتحاد واحد يُسمّى (اتحاد الملايو) ومن الجدير بالذكر أنّ هذا الاتحاد نال استقلاله عام ألف 1957.

¹ محسن محمد صالح "النهوض الماليزي: قراءة في الخلفيات ومعالم التطور الاقتصادي" مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، العدد

136، ص 17

² د. زكريا اوانج سو، مرجع سابق ذكره، ص 205

³ نايف بن إبراهيم الرسييني، مرجع سابق ذكره، ص: 26، 27

ومما لا بُدَّ من التطرُّق إليه أنّه كان قد تمَّ فيما بعد ضمُّ سنغافورة وصباح و ساراواك إلى إتحاد الملايو فتأسست بذلك دولة ماليزيا في عام 1963 م إلا أنّ سنغافورة لم تستمرَّ في الإتحاد إذ انسحبت منه في عام 1965 م بدأت البلاد بذلك مرحلةً جديدةً في تاريخها حيث حرصت الحكومة الماليزية على النهوض بالاقتصاد الوطني وذلك من خلال الاعتماد على الصادرات،الصناعة،السياحة والخدمات إلى أن أصبحت ماليزيا دولةً مُزدهرةً، مُتطوّرةً على مستوى عالٍ ورفيع بفضل سياسة الحكم الرشيدة وخطط التنمية البعيدة المدى.

2-النظام السياسي وهيئاته في دولة ماليزيا: تميز النظام السياسي بوجود تعددية حزبية تتميز بالتعايش السلمى والأمن والاحترام المتبادل بين اطراف المعادلة السياسية¹ وهى النتيجة الطبيعية لإنتشار الثقافة التعددية السياسية والعمل على أساسها فالماليزيون تمكنوا من تطوير نموذجهم الذي أدار الاختلاف بالكثير من المهارة واستفاد من التنوع باعتباره حالة إغناء وإثراء وليس حالة تضاد وصراع فالحكم فى ماليزيا ملكى دستورى فيدرالى يجمع 13 ولاية ماليزية وهناك حكومة فيدرالية مركزية يرأسها رئيس الوزراء الذى يفوز حزبه فى الانتخابات على مستوى الدولة وهو ذو صلاحيات واسعة كما أن هناك حكومات محلية للولايات وقد وفر نظام الحكم مجموعة من الضمانات والإجراءات التى تعطى للدولة صبغة مالاوية كالملكية ولغة الملايو والدين الاسلامي وتضمن سيطرة الملايو على الحياة السياسية وعلى الخدمة المدنية فضلا عن إعطائهم بعض المزايا الاقتصادية والتعليمية اما عن الهيئات الممثلة للسلطة فهى كالتالى:السلطة التنفيذية والسلطة التشريعية والسلطة القضائية²

2-1 النفوذ الحكومي

منذ الاستقلال و الاتجاه الاقتصادي للبلاد يتأثر بشدة بالحكومة من خلال خطط التنمية الخماسية ويتأثر الاقتصاد أيضاً بالحكومة من خلال وكالات مثل وحدة التخطيط الاقتصادي وصناديق الثروة السيادية المرتبطة بالحكومة مثل:(الخزانة الوطنية، صندوق ادخار الموظفين وصندوق برمودالان الوطني)³

تدير الحكومة بعض صناديق الثروة السيادية التي تستثمر في الشركات المحلية والأجنبية أيضاً ومن أمثلة تلك الصناديق صندوق برهاد الخزانة الوطنية الذي تأسس عام 1993، واعتباراً من 31 ديسمبر 2013 كانت القيمة الإجمالية لأصوله 41 بليون دولار⁴ حيث يستثمر الصندوق في الشركات الماليزية الكبرى (مثل قطاع الصرافة والانشاءات، صناعة الاتصالات، صناعة الطيران، بالإضافة إلى

¹ محسن محمد صالح، مرجع سابق ذكره، ص18

² United Nations Economic & Social Commission for Asia and the Pacific, Local Government in Asia & the Pacific- A comparative Study, Country Paper Malaysia, p. 8.

³ https://www.marefa.org/%D8%A7%D9%82%D8%AA%D8%B5%D8%A7%D8%AF_%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A7

⁴ المعرفة "اقتصاد ماليزيا" www.marefa.org تاريخ الزيارة 2021/04/04 على الساعة 14 سا 54د

قطاع لطاقة) وهناك صندوق آخر للحكومة الماليزية وهو صندوق ادخار الموظفين وهو صندوق تقاعد وصلت قيمة أصوله في 31 مارس 2014 إلى 184 بليون دولار، مما يجعله رابع أكبر صندوق معاشات في آسيا وسابع أكبر صندوق في العالم وكذلك صندوق برمودالان الوطني وهو صندوق رئيسي آخر تديره الحكومة الماليزية يوفر الصندوق تمويلات بضمان رأس المال¹.

2-2 اللغة والديانة في دولة ماليزيا:

تعدّ باهاسا ماليزيا اللغة الرسمية وهي لغة الحياة اليومية أما الصينيون والهنود فيستخدم كل واحد لغته الخاصة به ومعظم الماليزيين يستخدمون الإنجليزية خاصة في مجال الأعمال أما عن الديانة في ماليزيا فالإسلام هو الدين الرسمي بنسبة 61.3% مسلمون ويكفل الدستور حرية العقيدة وتعدد الأديان²

المطلب الثاني: تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا

يشمل سوق المال الماليزي سوقين: سوق رأس المال وسوق النقد وكل منهما ينفتح إلى سوق تقليدي وآخر إسلامي وسوف نخص بالدراسة سوق رأس المال³ ويسمى أيضا بالبورصة او يسمى كذلك بسوق الأوراق المالية حيث يضم هذا الأخير سوق الاسهم، وسوق الميزداك MESDAQ والبورصة المالية للمشتقات ومركز لبوان LABUAN وسوق راس المال الاسلامي وكباقي الأسواق فهو يضم سوقين واحدة سوق منظمة، وأخرى غير منظمة لاسيما سوق السندات الذي يعتبر هذا الأخير من أهم الأسواق لتوفير الأموال الاستثمارية المتوسطة أو الطويلة الأجل لمختلف المشاريع التنموية الماليزية، وتعدد الأدوات المتداولة فيها، من أسهم وسندات تقليدية وحكومية وأسهم وصكوك إسلامية و مستندات الشركات الخاصة وشهادات صناديق الاستثمار والمشتقات.

سوق الأوراق المالية الماليزية ينقسم الى سوق تقليدية وأخرى إسلامية سنقوم بتقسيم هذا المطلب إلى ثلاث فروع الفرع الأول نتحدث فيه عن نشأة سوق الأوراق المالية في ماليزيا ومراحل تطورها والفرع الثاني نتاولنا فيه أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية أما الفرع الثالث فخصناه للهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية

الفرع الأول: النشأة والإصلاحات الهيكلية في سوق الأوراق المالية الماليزية

1-نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

لا يختلف مفهوم سوق الأوراق الماليزية عن المفهوم الشائع لسوق الأوراق المالية بأنه: "ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة والطويلة الأجل من أصحاب العجز المالي الى أصحاب الفائض المالي وفق قواعد ونظم تحكم عملية التبادل، وتسهر إدارة السوق على تطبيقه"⁴ ولا يقتصر على

المعرفة "اقتصاد ماليزيا " مرجع سابق ذكره¹

2محسن محمد صالح، مرجع سابق ذكره، ص 9

³ Ban Kosal MINH ; op-cit, P22

⁴محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم

التسير، جامعة فرحات عباس، 2012/2013 ص 162

السوق المنظم فحسب بل يشمل أيضا السوق غير المنظم لا سيما سوق السندات، كما يتم تداول عدة أدوات مالية في سوق الأوراق المالية الماليزية وتتمثل في السندات بأنواعها (حكومية و خاصة)، وأسهم شركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبلات للسبل والخدمات المالية، وعقود الخيار¹ وغيرها.

بدأت صناعة الأوراق المالية بماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية و التعدينية، ويعود تاريخ ظهور سوق أوراق مالية في ماليزيا إلى سنة 1930 عندما أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة أول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية أما تأسيس سوق الأوراق المالية بالمفهوم الحديث تأخر حتى عام 1960 بتأسيس بورصة الملايو، وتشكلها من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور وشكلتا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس حتى سنة 1973 واستمر عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك ليتم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من: بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد ماليزيا وبورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة سنة 1976

"ولقد تطورت سوق الأوراق المالية في ماليزيا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية و بورصة كوالالمبور للأسهم و سوق المشتقات و سوق السندات بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء و الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا للتمويل و شهادات الشراء من الأسهم الجديدة للمشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة حيث كان يحصل عليها القطاعان العام و الخاص².

وفي 14 أبريل 2004 تم تغيير إسم بورصة كوالالمبور إلى بورصة ماليزيا برهاد المحدودة وهذا قصد تحديد هياكل البورصة والتطلع لمواكبة متطلبات وتوجهات السوق بصفة عامة، في 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في الجدول الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد وعملت الحكومة الماليزية على تطوير هذه السوق وجعلها مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيس في تمويل الاقتصاد³:

المرحلة الأولى: الفترة بين (2001- 2004) عملت ماليزيا على تقوية الوسطاء ومؤسسات

الاستثمار

¹ نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا" رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 84

² مونية سلطان "كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا" أطروحة دكتوراه: جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص 162

³ <https://lakhasly.com/ar/view-summary/jtPvgqJeZl> visité le 06/11/2021 à 08h07m

المرحلة الثانية: الفترة بين (2004 - 2006) وتميزت هذه المرحلة بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

المرحلة الثالثة: الفترة بين (2006-2010) وتعد آخر مرحلة وتتميز بالانفتاح على الأسواق والشركات الأجنبية، مع تحصين مؤسسات السوق المحلي لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها. يعتبر السوق الأوراق المالية الماليزي من أهم وأبرز الهيئات المالية التي تساهم في تطوير النشاط¹ الاقتصادي نظرا لدوره في تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع الإنتاجية والخدماتية، مما يزيد في تنوع الفرص الاستثمارية وهذا بدوره يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، مما جعل الحكومة تعمل على تطوير السوق وذلك باتخاذ مجموعة من الإجراءات ووضع التشريعات اللازمة² لتنظيم العمل فيه من أجل تقديم أفضل الخدمات وفقا لمعايير التميز والاحترافية المعمول بها عالميا مما أدى إلى تنوع خدماته وتعدد مبادئه، ومع تزايد المخاطر الناجمة عن التعامل في السوق إعتمدت ماليزيا على تقنية أخرى من تقنيات الهندسة المالية وهي الشركات ذات الغرض الخاص، ومن بين العوامل التي زادت في نمو وتطور هذه السوق نمو الصناديق المالية الإسلامية، وزيادة حجم سوق الأسهم المالية الإسلامية المتداولة، بالإضافة لاستحداث منتجات مبتكرة مثل الأدوات التمويلية كالصكوك الاستثمارية بالإضافة إلى ظهور سمات جديدة، مثل مؤسسات التصنيف ومؤسسات لوضع المؤشرات المتوافقة مع منتجات سوق الأوراق المالية الإسلامية، وتوحيد المعايير الشرعية للمنتجات وآلية الرقابة عليها كما تعد بورصة كوالالامبور، البورصة الماليزية الآن، واحدة من أكثر البورصات أهمية وأكثرها نشاطاً في آسيا مع ما يقرب من 1000 شركة مدرجة، يتم تداول الأسهم، السندات والمشتقات وصناديق الاستثمار المتداولة كل يوم في البورصة لديها نظام تداول متطور بالكامل والذي تم إطلاقه في أواخر عام³ 2008.

2- المؤشر العام لسوق الأوراق المالية:

لمؤشر يهدف إلى قياس أداء السوق وقطاعاته المختلفة، كما تصدر ماليزيا مجموعة من المؤشرات أهمها: مؤشر KLC kuala lum pour يحسب قيمة رأس المال السوقي وتكون في عام 1986 وسنة الأساس هي سنة 1977 بالإضافة إلى مؤشر الشركات المدرجة بالجدول الأساسي مؤشر عقود مستقبلات على الأسهم و مؤشر أسهم الشركات الإسلامية.

بدأ المؤشر في 3 يناير 1977 تحت الاسم مؤشر كوالالامبور المركب (KLCI) بقيمة أساسية 100 نقطة

¹ نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة جامعة حسبية بن بو علي بالشلف، المجلد 5 العدد، 10 الجزائر، 2013، صص(120:147)، ص135

mntjat-alhndst-almalyt-kmdkhl-ltfyl-wzyft-swq-alawraq-almalyt.pdf

² MINH Ban Kosal, op-cit, P65

³ <https://ar.earnmoneyfromhometoday.com/kuala-lumpur-stock-exchange> _3_ à 09h49_3_ visité le 01/10/2021

منذ 6 يوليو 2009، قامت بورصة ماليزيا ومجموعة FTSE بنشر المؤشر بشكل مشترك. لعكس هذا التغيير، تم تحويل مؤشر كوالالمبور المركب إلى FTSE Bursa Malaysia KLCI أعيدت تسميته. وانخفض عدد أعضاء المؤشر من 100 إلى 30 أكبر شركة في بورصة ماليزيا ويتم حسابه بواسطة القيمة السوقية التي تفي بمتطلبات وشروط الأهلية للقواعد الأساسية لمؤشر FTSE Bursa Malaysia حيث يتم تشغيل المؤشر بشكل مشترك من قبل FTSE وبورصة ماليزيا أما عن شرطي الأهلية الرئيسيين المنصوص عليهما في القواعد الأساسية للمؤشر هما متطلبات التعويم الحر والسيولة².

أ- الطفو الحر

يتعين على كل شركة أن يكون لديها حد أدنى للتداول الحر بنسبة 15% يستثني التعويم الحر المساهمة المقيدة مثل الحيازات المشتركة، والممتلكات الكبيرة طويلة الأجل من قبل المؤسسين وعائلاتهم و/ أو المديرين، وخطط حصص الموظفين المقيدة، والممتلكات الحكومية واستثمارات المحفظة الخاضعة لشرط التأمين، طوال مدة هذا البند، يتم تطبيق عامل التعويم الحر على القيمة السوقية لكل شركة وفقاً للنطاقات المحددة في القواعد الأساسية FTSE Bursa Malaysia. يتم استخدام العامل لتحديد نسبة أنشطة السوق للشركة في المؤشر

ب- السيولة

يتم تطبيق شاشة سيولة للتأكد من أن أسهم الشركة سائلة بدرجة كافية ليتم تداولها كما يجب على الشركات التأكد من أن ما لا يقل عن 10% من أسهمها المعدلة القابلة للتداول الحرة يتم تداولها في الأشهر الـ 12 السابقة لمراجعة المؤشر السنوية في ديسمبر.

3- مؤشر MSCI Malaysia

تم تصميم مؤشر MSCI Malaysia لقياس أداء القطاعات الكبيرة والمتوسطة في السوق الماليزية 36 شركة من السوق وهي تغطي 85% من أسهم السوق الماليزي

جدول رقم 27 MSCI Malaysia

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنوات (2007-2017)
25.05	3.89-	-	10.66-	7.68	14.27	0.12	37.01	52.06	41.21-	46.07	MSCI ماليزيا
37.75	11.60	-	1.82-	2.27-	18.63	-	19.20	79.02	53.18-	39.82	مؤشر MSCI العام للأسواق الناشئة
24.58	8.96	1.68-	4.36	24.17	17.04	7.43-	14.18	37.18	42.01-	11.66	MSCI ACWI المحفظة العالمية

<https://www.msci.com/documents/10199/32b9330d-5d08-4b85-9e51-4f63e42fe4cf>

يتضح من خلال الجدول ان مؤشر MSCI لماليزيا في يتوافق مع مؤشر الاسواق الناشئة اكثر منه مع المحفظة العالمية من جهة الاستقرار

¹ https://qa.wikiarav.com/wiki/FTSE_Bursa_Malaysia_KLCI_visité_le_06/11/2021_à_8h30

² https://ar.hrwiki.net/wiki/ftse_bursa_malaysia_klci_visité_le_06/11/2021_à_07h47

الفرع الثاني: أقسام وأدوات سوق الأوراق المالية الماليزية:

تنقسم بورصة ماليزيا برهاد إلى سوق رأس مال تقليدي وآخر إسلامي

أولا أقسام سوق الأوراق المالية الماليزية التقليدية

1- سوق الملكية: تمثل سوق الملكية (الأسهم) في ماليزيا أهم سوق يوفر للمستثمرين فرصا كبيرة في تنمية وزيادة رؤوس أموالهم¹، فإن جميع الأسهم المسعرة مقيدة بجدول تداول البورصة الماليزية ويحكم هذه البورصة عدة قوانين شرعت من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها؛ منها قانون الشركات الصادر في عام 1965 وتعديلاته عام 1986، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 وتعديلاته سنة 1987، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 وتعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية والخدمات لسنة 2007 وتعديلاته سنة 2011 تتمثل الأدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية برهاد²:

1-1 الأسهم العادية: وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة إسمية محددة، تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، تضمن لمالكيها حقوقا من ملكية جزء من الشركة وحق في جزء من الأرباح الموزعة وحق التصويت في الجمعية العمومية للشركة وحق انتخاب وإقالة المديرين وواجبات المالكين في تحمل الخسائر الناتجة عن عمل الشركة، وفي حالة تصفية الشركة يأتي حملة الأسهم العادية كآخر طرف يتم تسوية مستحقاتهم³

1-2 الأسهم الممتازة: وهي تعطي لحاملها الحق في الأولوية في الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين، لتمويل مشروعات جديدة أو مواجهة بعض الصعوبات المالية، مقابل سقوط حق حملتها في التصويت كما لهم الحق في الترتيب مقارنة مع حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة ويمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى الأسهم الممتازة المشاركة الأسهم الممتازة التراكمية، الأسهم الممتازة الغير تراكمية الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء، الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ووحدات الإستثمار العقاري

1-3 شهادة الشراء من الأسهم الموجودة: وهي حق يسمح لصاحبها أو المستثمر بشراء كمية من أسهم الشركة المعينة القائمة في البورصة في فترة محددة وبسعر معني مسبقا وليس التزاما

¹ Malaysai-Securities-Commission-Annual-Report-scar2018_eng , PART 4 « CAPITAL MARKET REVIEW AND OUTLOOK »,P80

² <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate->

³ حسان خضر "تحليل الأسواق المالية" السلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية العدد 27 - مارس/أذار 2004 - السنة الثالثة،ص- ص(17-1) ص 6، على الموقع https://www.arab-api.org/images/publication/pdfs/90/90_develop_bridge27.pdf

1-4 شهادة الشراء من الأسهم الجديدة: وهذه الشهادات تعطي الحق لصاحبها في شراء كمية معينة من الأسهم الجديدة التي ستصدرها الشركات المدرجة في البورصة الماليزية بثمن معين في فترة محددة مسبقا ولها مدة استحقاق محددة.

1-5 وحدات الاستثمار العقاري: وهي وحدات الاستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمعة لها، كما تمنح لحائزها امتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار وسيولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات، بالإضافة للحصول على عائد ثابت واحترافية في التسير.

2- سوق السندات :

وهي عبارة عن سوق غير منظمة يتم فيها تداول السندات الصادرة عن الحكومة الماليزية أو الشركات الخاصة في ماليزيا، والسندات المتداولة¹ في هذه السوق تمثل قروضا طويلة الأجل بمدة استحقاق أكثر من سنة واحدة، ويتم إدارة السوق وفق نظام إلكتروني خاص يسجل فيه كل ما يتعلق بتعاملات السندات، ويخضع هذا النظام لرقابة وإشراف البنك المركزي الماليزي والذي يعتبر مسؤولا عن السوق الثانوية للسندات، بينما تتولى هيئة الأوراق المالية الماليزية مهمة الرقابة والإشراف على السوق الأولية.

اتخذت الحكومة إجراءات متضافرة لتطوير هذه السوق، ويعكس ذلك نجاح هذه الجهود في النمو الكبير السوق السندات حيث بلغت في نهاية ديسمبر 2010 مايقوق 763 مليار رينجت ماليزي أي 97 % من الناتج الداخلي الخام واعتبارها كواحدة من أسرع أسواق السندات نموا في آسيا غير أن هذه السوق واجهت مشاكل بنيوية في عملية الإصدار في زمن سابق، حيث تراوح الوقت المستغرق للإصدار بين 9 إلى 12 شهرا، مما أدى بالحكومة للإسراع في علاج جوانب القصور الموجودة في سوق السندات² وعملت الحكومة على تأسيس هيئات تابعة لها في سنة 1999 هدفها توجيه السياسات وتحديد وتنفيذ الاستراتيجيات مناسبة من أجل تطوير السوق وتمكين المستثمرين المحليين والأجانب من شراء وبيع أدوات الدين التقليدية والإسلامية، ويتم إدارة جميع الأوراق المالية في السوق بأمان وفقا لنظام تحويل إلكتروني « Real time Electronic Transfer of Funds and Securities system (RENTAS) ويتم تداول كلا من السندات الحكومية وسندات الشركات في ماليزيا وهي:

2-1 سندات حكومية³

وتصدر لفتترات متباينة حسب الظروف التي يمر بها اقتصاد الدولة وحالة العجز في ميزانية الدولة وتعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال الماليزي وبدأ إصدار هذا النوع من السندات من الحكومة الماليزية في أواخر السبعينيات بهدف تمويل المشاريع التنموية للحكومة طويلة

¹ http://www.bursamalaysia.com/xebite/bm/products_and_service.

² Malaysai-Securities-Commission-Annual-Report-scar2018_eng , PART 4, Op-cit,P78

³ للمزيد من المعلومات أنظر: <https://www.ig.com/ar-ae/bonds/what-are-government-bonds>.

الأجل كما تم إصدار سندات حكومية متوافقة مع الشريعة الإسلامية أيضا
2-2 سندات الشركات: وهي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية و شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايدا، في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الإسلامية.

3- سوق المشتقات :

بدأت صناعة المشتقات تتجلى في ماليزيا سنة 1980 مع إنشاء لبورصة كوالالمبور للسلع، وكانت عقود المستقبلية المتداولة في ذلك الوقت؛ هي عقود المستقبلية للمطاط و الكاكاو وزيت النخيل الخام؛ لتتداول بعدها سائر العقود من مستقبلية وخيارات وعقود آجلة¹.

-دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شراكة إستراتيجية مع بورصة شيكاغو التجاري CME حيث تمتلك هذه الأخيرة ل 25 % من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد والباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد، بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، فضلا عن التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا وكان ذلك في 17 سبتمبر 2009² وتنقسم سوق عقود المشتقات والخيارات إلى الأقسام التالية

3-1 عقود الخيارات: وهو يقتصر على نوع وحيد ويتمثل في عقود خيار الأسهم وهي عقود

الخيار لمؤشر كوالا لمبور³ (OKLI)

1-3-2 عقود المستقبلية: توجد العقود التالية:

-عقود مستقبلية السلع: وتنقسم إلى عقود مستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO)، وعقود

مستقبلية لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO)، وعقود مستقبلية لزيت نوات النخيل الخام (FPKO)

-عقود المستقبلية المالية: وتحتوي على عقود مستقبلية لمعدل الاقتراض بين معدل السندات

كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3)، وعقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاث

سنوات (FMG3)، وعقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (FMG5).

4- سوق "MESDAQ" سوق تنمية قطاع التكنولوجيا و المعلومات وتهدف هذه السوق إلى:

توفير الاموال اللازمة للشركات المتخصصة في مجال التكنولوجيا والشركات ذات فرص النمو المرتفعة، ورأس المال المخاطر، وقد بدأ بالعمل في 06 أكتوبر من عام 1997، ككيان مستقل عن بورصة كوالالمبور بعد دراسة تجارب الأسواق المماثلة في اليابان (سوق JASDAQ)⁴ في الولايات المتحدة (سوق NASDAQ) وسوق الاستثمار البديل في المملكة المتحدة، وشبكة التعامل في كندا والتي

¹ نورين بومدين، مرجع سابق، ص 136

² http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia_in_07/09/2014 at 13h15

³ نصبة مسعودة "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال، تجربة ماليزيا نموذجا" أطروحة دكتوراه، قسم العموم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2013/2012، ص 246

⁴ أحمد مداني، نورين بومدين " دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا" مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 01 العدد 03، ص ص (53-69)، ص 60، <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/112670>

كرست جميعها لخدمة هدف تمويل صناعات، Dealing Network دورا فعالا في MESDAQ التكنولوجيا وتمويل رأس مال المخاطر.

5- سوق الشركات ذات الغرض الخاص

عرفت الشركات ذات الغرض الخاص انتشارا واسعا في سوق الاوراق المالية الماليزي على غرار باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لدورها الهام في تطويره وتنشيطه، فقد تم إنشاء العديد من هذه الشركات في ماليزيا وتكييفها مع النشاط التمويلي في سوقها المالي باعتبار أن الشركات ذات الغرض الخاص كيان قانوني واستثماري يساهم بشكل كبير في زيادة حجم التعاملات¹ والأصول المالية المتداولة فيه، فهي تقوم بعملية تحويل الأصول غير السائلة إلى الأصول السائلة القابلة للتداول، وهو ما يشجع المستثمرين على تنويع محافظهم المالية، من خلال الاستثمار في منتجات مالية جديدة تتميز بدرجة عالية من السيولة والتصنيف الائتماني، فالكثير من المستثمرين يفضلون شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات ذات الغرض الخاص لحصولها على درجة تصنيف أفضل من الأصول المملوكة بشكل مباشر للشركة المنشئة بالإضافة إلى انخفاض نسبة الفائدة التي تدفع في عملية التوريق بشكل كبير مقارنة بالنسبة المفروضة على الأصول المملوكة للشركة المنشئة في القرض التقليدي، مثل شركة Cagamas MBS

6- سوق الافشور للباوان(المركز العالمي للأعمال والتمويل في لابوان)

ويخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، كما أنه يتمتع معاملات في جمع الأموال بسهولة ويسر، وبإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، وتكلفة التعاملات منخفضة²

حولت الحكومة الماليزية لابوان في 1989 سنة إلى مركز مالي خارجي، و في 1990، أنشأ قانون الشركات الخارجية بالإضافة إلى ذلك، هناك قانون البنوك الخارجية لـ 1990 وقانون شركات Labuan Trust of 1990. يشرف قانون شركات Labuan في 2010 حاليًا على تشكيل شركة Labuan International وأنشطتها وفرض الضرائب عليها وتعد، هيئة لابوان لخدمات المالية الخارجية (LOFSA) هي الوكالة التنظيمية الوحيدة التي تشرف على هذه القوانين.

يقوم المركز العالمي للأعمال والتمويل في لابوان بتوفير العديد من الحلول والنماذج فمن أهم مجالاته الاهتمام بتوفير خدمات متنوعة في اطارين الاول تقليدي والثاني اسلامي منها³:

¹بوفنش رقية، عباس منيرة"اثر الشركات ذات الغرض الخاص على اداء السوق المالي: دراسة قياسية تحليلية لاثر اصدارات شركة Cagamas Mbs على أداء المؤشر العام للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018"مجلة الباحث،مجلد 20 العدد 01 (2020) صص(625-639)، ص 626

² <https://www.offshorecompany.com/ar/company/malaysia-labuan le 07/11/2021 à 13h51>

³ [https://www.labuanibfc.com/clients/Labuan_IBFC_78C2FF81-703A-4CAA-8926-A348A3C91057/contentms/img/resource_centre/publication/download/LABUAN%20STRUCTURE%20\(KPMG\).pdf](https://www.labuanibfc.com/clients/Labuan_IBFC_78C2FF81-703A-4CAA-8926-A348A3C91057/contentms/img/resource_centre/publication/download/LABUAN%20STRUCTURE%20(KPMG).pdf)

الهادي تاريخ الزيارة 2021/11/07 على 14:17 المحيط من الآسيوية المنطقة في الرائد الساحلي والتمويل الأعمال مركز

- خدمات ادرة الثروات الخاصة
- خدمات ادرة صناديق الاستثمار
- اقامة الشركات القابضة المصرفية، التجارية، الخدماتية، التأجيرية والشحن البحري
- خدمات الشركات ذات الغرض الخاص
- خدمات التأمين وإعادة التأمين، الخلايا المحمية، التكافل و إعادة التكافل

ثانياً: سوق رأس المال الإسلامي وأقسامه: عرفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الإسلامي، بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار، والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها، أذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات الاقتصادية وفق نظام المعاملات الإسلامية¹.

يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية إلى سوق الملكية وتضم (سوق السلع وسوق الأسهم الإسلامية)، سوق الصكوك وسوق المشتقات².

1- سوق الملكية الإسلامية: تشمل الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة ووحدات صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار المالي العقاري وصناديق التبادل التجاري والتي يتم إصدارها من طرف الشركات التي تم تصنيف أوراقها المالية على أنها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية وسوق السلع³.

1-1 سوق السلع: ويتداول فيها جميع السلع التي يتاجر فيها وفق الأحكام الشرعية، وهذا من أجل تسهيل المعاملات التجارية والمالية وكذلك عمليات الاستثمار.

1-2 سوق الأسهم الإسلامية: ويتم تداول فيها جميع الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة، والتي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، وتتوفر فيها للمعايير والخصائص المحدودة من قبلها وهي تمثل نسبته 64% من القيمة السوقية للبورصة، وهذا حتى 31 ديسمبر 2010

1-3 صناديق الاستثمار الإسلامية: هي الصناديق التي تتولى تجميع أموال صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في صورة وحدات استثمارية، يعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص

¹ Malaysai-Securities-Commission-Annual-Report-scar2018_eng , PART 5 Statements , Stat istics and Activities,P162

² Bursa malaysia, Islamic Capital Market, on line available at:http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf 10/09/2013.

³ Wan razazila wan abduallah and others, **op-cit**, P18

لتوظيفها في الشركات المعترف بها من اللجنة الاستشارية الشرعية وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية وتضم 144 صندوق إسلامي في سنة 2013 مثل صناديق الصكوك¹.

1-4 مؤشر الشريعة: تبنت سوق الأوراق المالية برهاد المعروفة حالياً بورصة ماليزيا بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الإسلامية سمي بـ (sharia index (klse)² في 17 أبريل 1999، و يضم جميع الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة، المدرجة في الجدول الرئيسي للبورصة الماليزية بالإضافة إلى ذلك تصدر هيئة الأوراق المالية للقائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة القابلة للتداول في البورصة المالية الماليزية يوجد نوعان من مؤشر الشريعة في البورصة الماليزية هما: المؤشر الشرعي كوالالمبور "Kuala Lumpur Shariah Index – KLSI"

والمؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة داو جونز Dow Jones- Rashid Hussain Berhad

"Islamic Malaysia Index"³، كما استبدلت ماليزيا مؤشر كوالالمبور بـ FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index⁴ « FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index »

2- سوق الصكوك: وهي من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، وهذا لكونها تصدر بالعملة المحلية - الرينجيت Ringgit الماليزي أو بالعملات الأجنبية، مصدرها من قبل هيئات محلية أو دولية، مقيدة أو غير مقيدة، ويتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى البورصة الماليزية وتعد التجربة الماليزية السبابة لإصدار الصكوك الإسلامية، وتعرف بأنها "عبارة عن شهادات متساوية القيمة وغير مجزأة في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية ومصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية"⁵ ويتم إصدار هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة وتخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الإسلامية الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي و تنقسم هذه الصكوك من حيث عقودها إلى⁶ ما يلي:

1-2 الصكوك الإسلامية "عقود المدائيات" وهي ثلاثة أنواع: صكوك البيع بالثمن الآجل

والمرابحة، صكوك الاستصناع و صكوك الإجارة.

2-2 الصكوك الإسلامية "عقود المشاركات" وهي نوعين: صكوك المضاربة و صكوك المشاركة.

¹ Mohamad Akram Laldin "THE ROLE OF CENTRAL BANK OF MALAYSIA IN DEVELOPING MALAYSIA'S ISLAMIC FINANCIAL INDUSTRY" international conference on product and applications of innovation and financial engineering, ISRA;05 and 06/05/2014, P4

² Mohamad Akram Laldin, Islamic financial system: the Malaysian experience and the way forward, Humanomics, Vol 24, N°03, p-p(217,238), p.19 sur site: <https://doi.org/10.1108/08288660810899377/>, 2008

³ BURSA MALAYSIA'S ISLAMIC MARKETS available at http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_directory_regulators&pg=pg_directory_regulators_entities&ac=78 in 07/09/2014 at 13h00

⁴ Abdelbari EL KHAMLI, op-cit, P87

⁵ Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur, 2011, p.5

⁶ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 143

3- الأدوات المالية الإسلامية المركبة: وهي تلك الأدوات الإسلامية المبتكرة والتي تتوافق مع أحكام الشريعة وتدمج بين أداتين أو أكثر، وهذا حتى يتمكن المتعاملين من حماية رؤوس أموالهم وأدواتهم الاستثمارية وهي تركز إلى أصول أو إلى معاملات ذات علاقة بالسلع¹

4- خدمات الوساطة والسمسرة الإسلامية

توفر بعض شركات السماسرة خدمة السمسرة الإسلامية، والتي تساعد جمهور المسلمين وغيرهم للإستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية، والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومن أهم شركات السمسرة الإسلامية: بنك إسلام برهاد ماليزيا PTB SECURITIES و BIMB SECURITIES SDN BHD

الفرع الثالث: الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية الماليزية:

توجد في بورصة ماليزيا برهاد جهات رقابية تضطلع بمراقبة المعاملات وضمان تسوية المبادلات، وتتمثل هذه الجهات في الهيئات الرقابية التالية²:

1- هيئة الأوراق المالية الماليزية

لغرض ضمان التزام السوق بكافة القوانين والتشريعات المنظمة له من جهة، ولحماية حقوق المستثمرين في سوق رأس المال من جهة أخرى، يخضع سوق رأس المال في ماليزيا لرقابة بعض الجهات، من أهمها: هيئة الأوراق المالية الماليزية، التي تعتبر الجهة الرقابية العليا والوحيدة لسوق رأس المال الماليزي وترتبط مباشرة بوزارة المالية إذ تقدم تقاريرها وحساباتها للبرلمان كل سنة و أنشئت سنة 1993، تتمثل أهم وظائفها كالاتي³:

- القيام بتسجيل نشرة الاكتتاب لكل الشركات المدرجة في البورصة الماليزية لأوراق المالية
 - السماح بإصدار سندات الشركات؛ تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج بين الشركات
 - الرقابة والإشراف على كل ما يتعلّق بالأوراق المالية والعقود الآجلة و على صناديق الاستثمار.
 - منح الترخيص، والإشراف على جميع الأشخاص المرخص لهم.
 - الإشراف على المبادلات وبيت المقاصة والإيداع المركزي وحماية المستثمرين.
- كما ان الهيئة ملزمة أيضاً بتشجيع وتطوير سوق الأوراق المالية وسوق المشتقات في ماليزيا بهدف جذب المستثمرين سواء الاجانب ام المحليين من خلال تنويع الاسواق و ابتكار واستحداث الادوات المالية .

2- الجهات الفرعية لرقابة سوق الأوراق المالية الماليزية - :

توجد هناك مجموعة من الجهات الفرعية لمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها وتتكون الجهات الفرعية من بورصة ماليزيا المحدودة والمؤسسات التابعة لها وفيما يلي بيان لهذه المؤسسات :

¹ د. محمد نور الدين غادمن " تطور سوق الأوراق المالية الإسلامية " قسم سوق المال الإسلامي، هيئة الأوراق المالية الماليزية و مركز الملك فهد للمؤتمرات، الرياض، 2008/10/25، ISRA، ص 17

² <http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/>.

³ [https://stringfixer.com/ar/Securities Commission Malaysia2020/01/10](https://stringfixer.com/ar/Securities_Commission_Malaysia2020/01/10)

2-1 بورصة الأوراق المالية المحدودة برهاد - :

وهي بورصة منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية وكذلك تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة والمسماة نظام تأسيس الشركة وأعضائها في شؤون الأوراق المالية.

2-2 بورصة المقاصة للأوراق المالية الخاصة المحدودة :

وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية إلكترونيا، ومن وظائفها الرئيسية معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المدرجة في قائمة البورصة من جهة، ومسؤولية الرقابة عن الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

2-3 بورصة الإيداع الخاصة المحدودة :

وهي الجهة التي يتم من خلالها تنفيذ التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم وفقا للقوانين المنظمة¹.

2-4 بورصة المشتقات المحدودة :

لقد تم إنشاء هذه البورصة في 17 أبريل 1993 ويتم فيها تداول منتجات المشتقات (عقود المستقبلية، والخيارات والمبادلات والعمليات الآجلة)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بحد ذاتها، وتقوم هذه البورصة (المشتقات) بتطبيق قواعد الأعمال كجهة رقابية ذاتية وهي مسؤولة بصورة كاملة عن كل ما يتعلق بأمور تداول منتجات المشتقات في البورصة.

2-5 بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة :

تم إنشاء هذه البورصة في 9 سبتمبر 1995، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلية والخيارات.

3- أهمية تنوع الأدوات المالية في زيادة الفرص الاستثمارية في سوق الأوراق المالية

- المحافظة على رأس المال الأصلي من المخاطر وتعظيم الثروة وتحقيق أقصى عائد ممكن
- تحقيق كفاءة السوق من خلال تلبية متطلبات السيولة و زيادة عمق سوق الأوراق المالية
- نقادي الافلاس بتوظيف ادوات التحوط وتنويع المحفظة المالية

¹ عبد الناصر براني، بركات سمير "دور الهيئات الرقابية الماليزية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي نموذجا"

المطلب الثالث: التنمية الاقتصادية في دولة ماليزيا

الفرع الأول: مراحل تطور التنمية الاقتصادية في دولة ماليزيا وأهم السياسات الداعمة لها

انتهجت الحكومة الماليزية بعد استقلالها عن الاستعمار البريطاني عام 1957 م، مجموعة من السياسات التنموية¹ منها طويلة الأجل وأخرى قصيرة الأجل بهدف إعادة بناء المجتمع الماليزي وتصحيح الاختلالات الاقتصادية داخله، وذلك من خلال التوزيع العادل للثروة بهدف القضاء على البطالة والفقر و فيما يلي سنتعرض لمراحل السياسات التنموية في دولة ماليزيا.

1- السياسة الاقتصادية الجديدة (NPE²): 1971-1990

وضعت هذه السياسة عقب أحداث 13 ماي 1969، والتي ركزت على تحسين الأوضاع الاقتصادية الماليزية عامة والعمل على معالجة مشكلة الفقر و البطالة خاصة، مع الحرص على توسيع الاقتصاد وتنويعه، بهدف تحقيق التوازن الاقتصادي، أما استراتيجية التصنيع، فاستهدفت التحول من إحلال الواردات الى الإعتماد على التصدير، والربط بين التنمية الاقتصادية والعدالة في توزيع الثروة³ وتعزيز تنمية الموارد البشرية⁴ فركزت الحكومة على هدفين رئيسيين هما:

- إعادة هيكلة المجتمع وذلك من خلال القضاء على الارتباط القائم بين العرقيات والمستوى

الاقتصادي

- العمل على مكافحة الفقر بين شرائح الشعب الماليزي بغرض الارتقاء بأوضاع المالاويين الاقتصادية والتعليمية والمهنية والادارية ومن ثم المشاركة في إدارة البلاد لان قيام أمة ماليزية بالمعنى الصحيح لن يتحقق إلا بانتهاء التمييز العرقي، وتحقيق العدالة في توزيع الثروة⁵ ومن أجل تحقيق هذه الأهداف ارتأت الدولة الاشتراك بقوة في الأنشطة الاقتصادية عبر إعطاء دورا هاما للقطاع العام وقد أخذ هذا الدور أبعاداً رئيسية وهي:

- توفير الفرص للملاويين: بزيادة مستويات الدخل وفرص العمل ثم التسريع بعملية إعادة هيكلة.
- تعتبر الدولة منظم لأنشطة قطاع الأعمال سواء المحلي بما يضمن التوافق بين هذه الأنشطة ومن هذه آليات (قانون التنسيق الصناعي) كما لعبت الدولة دور المستثمر وقامت بشراء الأصول نيابة عن الملاويين وقد شهدت هذه الفترة ارتفاع عدد الشركات العاملة من 22 شركة عام 1960 إلى 109 شركة عام 1970 إلى 560 شركة عام 1980 م إلى 1014 شركة عام 1985 م.

¹ Jayum A. Jawan and others, *Development: The Malaysian Experience*, Journal of Public Administration and Governance, Department of Politics and Government Faculty of Human Ecology, Universiti Putra Malaysia (UPM) 43400, Serdang, Selangor, Malaysia. December 05, 2014, Vol. 4, No. 4, P-P(159-165), P.160.

² NPE: Nouvelle politique économique. NEP: The New Economic Policy.

³ المعهد العربي للتخطيط، *تجرب دول جنوب شرق آسيا "تجربة ماليزيا في التخطيط الاستراتيجي"* مرجع سابق ذكره

⁴ التجربة الاقتصادية الماليزية تاريخ الزيارة 2019/05/07 على 17 سا [tps://ar.wikipedia.org/wiki/](https://ar.wikipedia.org/wiki/)

⁵ نايف بن إبراهيم الرسيني، *مرجع سابق ذكره*، ص-ص: 56، 75

- قامت الدولة بإرساء دعائم العديد من المؤسسات المالية والبنوك وصناديق الائتمان والهيئات التابعة لها والتي تقدم المساعدات التمويلية والراسمالية، حيث أصبحت السياسة الاقتصادية الجديدة بمثابة التخطيط الاقتصادي والاجتماعي كما أن السياسة الاقتصادية الجديدة لم تغفل عن قطاع الزراعة حيث شهدت عدداً من المناطق نمواً ملحوظاً خلال الخطة المالية الثانية والثالثة، حيث ركزت هذه الخطط على إنتاج زيت النخيل وزراعة الأرز كما شهدت هذه الفترة أيضاً ازدياداً في تدفق الاستثمارات الأجنبية في الصناعة منذ منتصف الثمانينات بعد أن اتخذت الحكومة اتجاهات أكثر ليبرالية لاجتذاب هذه الاستثمارات¹ فاعتمدت الدولة على القطاع العام في إطار المرحلة الأولى من التنمية بدءاً من اتجاه التصدير، بدلاً من استيراد والاتجاه إلى الصناعات الإلكترونية، التي تعتمد على العمالة المكثفة كانت الخطوات الأولى للنجاح؛ حيث أدى ذلك إلى خفض معدلات البطالة كما أن شركات النفط الماليزية كان لها دور حيوي في هذه المرحلة حيث شكلت ما يمكن أن يسمى الشركة القابضة للسيطرة على الشركات المملوكة من قبل الإنجليز أو الصينيين وجعلتهم ملكية ماليزية في إطار تحرير الاقتصاد الماليزي ونجحت في هذه العملية حيث كانت هذه الشركات قادرة على القيام بهذه المهمة حتى نهاية السبعينات ونجحت ماليزيا في القضاء على الفقر والقضاء على الصلة بين العرق والوضع الاقتصادي، وعملت على تحسين طبقة الملايو وتحسين الظروف التي تدهورت في ظل الاستعمار.

2- سياسة التنمية القومية: 1991-2000

جاءت هذه السياسة بمثابة استمرار للسياسة الاقتصادية الجديدة²، فاستهدفت تطوير الموارد البشرية وتنميتها، إلى جانب فعالية الاستثمار، فضلاً عن إستهداف الحفاظ على النمو المتوازن وتعزيز التكنولوجيا الصناعية، وزيادة الاستثمار في البحث والتطوير وتحسين القدرة التنافسية الدولية³، بينما ظلت الأهداف الوطنية تركز على محاربة الفقر وتنمية الموارد البشرية.

فمن أهم الأهداف التي قامت بها الحكومة الماليزية هي وضع سياسة التنمية القومية عام 1991 م، وتستمر هذه السياسة حتى عام 2010 جاءت هذه السياسة في إطار الرؤية والتي تهدف إلى⁴:

- القيام بعملية إصلاح قطاع التصنيع وإعادة توجيه وزيادة الجهود التعليمية.
- القيام بعملية اصلاح زارعي من خلال دعم صغار ملاك الاراضي الزراعية.
- خلق توازن بين النمو الاقتصادي والعدالة الاجتماعية.
- تقوية الانتماء للدولة الماليزية عند جميع الأعراق، والعيش المشترك ذو مستوى رفاه مرتفع.
- تحقيق التنمية الاقتصادية المدعومة بالقيم الأخلاقية الاسلامية

¹ عادل عبد العظيم، المعهد العربي للتخطيط على الموقع

https://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2005/32_C22-4.pdf

² المعهد العربي للتخطيط، تجرب دول جنوب شرق آسيا "تجربة ماليزيا في التخطيط الإستراتيجي" مرجع سابق ذكره

³ نايف بن إبراهيم الرسيني، مرجع سابق ذكره، ص 58

⁴ عادل عبد العظيم "التجارب الدولية: تجربة ماليزيا" المعهد العربي للتخطيط، مرجع سابق ذكره

-تحقيق توازن انمائي للقطاعات لاقتصادية، وذلك بتشجيع المشاريع الخاصة وجذب الاستثمارات الأجنبية، والتوجه نحو التصنيع الموجه نحو التصدير ووفقاً لهذه الأهداف فقد حققت هذه الخطة معدل نمو سنوي بلغ 9.2% خلال الفترة من 1990 م وحتى 1997 وهو المعدل الذي فاق معدل النمو خلال عقدي السبعينات، والثمانينات، كما انخفض معدل التضخم وأدى إلى زيادة حقيقية في متوسط دخل الفرد وانخفاض مستويات الفقر، الأمر الذي أدى إلى رفع مستوى المعيشة للأفراد

3- سياسة الرؤية الوطنية 2001-2020:

- جاءت سياسة الرؤية الوطنية كحلقة من حلقات السياسات الاقتصادية المتواصلة، التي اتبعتها ماليزيا لمواجهة تحديات الرؤية الماليزية حتى عام 2020¹، وارساء قواعد اقتصاد قوى ومتطور ينعم فيه المجتمع بعدالة التوزيع، والحرية، ومستوى معيشي مرتفع، وتعاون فعال بين أبنائه في ظل شراكة اجتماعية متميزة، وبيئة فعالة تفجر الطاقات الخلاقة لدى أبنائه، وبما يزيد من القدرات الابتكارية والتنافسية لماليزيا في مواجهة المنافسة العالمية التي تفرضها العولمة، ركزت المحاور الرئيسية لسياسة الرؤية الوطنية على²:

- تطوير أجهزة الدولة وتحديثها بصورة كبيرة لرفع كفاءة الإدارة الحكومية وتحسين نوعية الخدمات لعامة، وبناء دولة تتسم بالمرونة والديناميكية، وتعزيز قدرة القطاعات المالية والمؤسسية لمواجهة الصدمات

- بناء القدرات التنافسية لمواجهة المنافسة العالمية (تعميق البعد المعرفي في الاقتصاد الماليزي وإحداث نقلة نوعية في حجم المحتوى المعرفي للمنتجات الماليزية، وتكثيف عمليات البحث العلمي وتوطين واستنباط التقنيات الحديثة من خلال تنمية الموارد البشرية وتوسيع نطاق القوى العاملة التي تتسم بالمهارات والمعرفة الحديثة، وتحقيق الاستغلال الأمثل للعمالة الوطنية.

-تقوية قطاع الصناعة التحويلية من خلال تطوير روابط قوية بين وحداته، خاصة المنشآت الصغيرة والمتوسطة والصناعات العنقودية، فضلا عن تحسين القاعدة الصناعية التقنية في سياق التوجه نحو زيادة سرعة التحولات الهيكلية في الاقتصاد لتهيئته للتكيف مع العولمة.

- إعادة هيكلة وتحديث القطاع الزراعي ليكون أكثر ديناميكية وتنافسية.

-تعزيز أوضاع قطاع الخدمات ليكون قوة دفع رئيسية للنمو الاقتصادي.

- توسيع نطاق تغطية التجهيزات الأساسية والمنافع العامة، وتحسين كفاءة ونوعية الخدمات المقدمة.

- تسريع معدلات بناء القدرات والطاقات في مجال العلوم والتقنية وتشجيع أنشطة البحث والتطوير.

¹د. أحمد محيي الدين محمد التنباني"التجربة الاقتصادية الماليزية"التقويم والدروس المستفادة" كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، الإسكندرية، 2019، ص 57 على الموقع:

https://esalexu.journals.ekb.eg/article_110740_3e41c97e7fa19d1906c39a8bf47a6e3b.pdf

²المعهد العربي للتخطيط، تجرب دول جنوب شرق آسيا"تجربة ماليزيا في التخطيط الإستراتيجي"

- تعزيز الاستخدام الأخلاقي لتقنية المعلومات والاتصالات في كل قطاعات الاقتصاد الماليزي لتعزيز الإنتاجية، وزيادة المحتوى المعرفي للفعاليات الاقتصادية المختلفة.
- إعادة هيكلة القطاع المالي وزيادة قدرته على مواجهة الصدمات والتفاعل بمرونة مع متطلبات التنمية.

4- أهم السياسات الداعمة لعملية التنمية الاقتصادية في ماليزيا

4-1 سياسة الخصخصة¹:

تعد ماليزيا من الدول القليلة الأولى التي شجعت في مطلع الثمانينات سياسة الخصخصة² وقد اكتسبت الخبرة وحققت نجاحات عديدة في هذا المجال إذ قامت بتخفيض دور القطاع العام في الاقتصاد عن طريق خصخصة المشروعات والخدمات التي يستطيع القطاع الخاص أن يديرها بطريقة أفضل³ بعد ما مر الاقتصاد الماليزي بمحنة حادة في النصف الأول من عقد الثمانينات، وذلك نتيجة لاعتماده الكبير على تصدير منتجين رئيسيين هما المطاط والقصدير ولقد أدت تقلبات الأسعار لهاتين السلعتين في السوق الدولي إلى ركود اقتصادي عام 1985 م ومن جانب آخر تزايدت المتطلبات المالية لبناء وتحديث البنية التحتية وتوسيع القاعدة الصناعية إضافة إلى ذلك ازدياد حجم القطاع العام لتصل مساهمته في الناتج الاجمالي المحلي إلى نسبة 48% وبلغ حجم القوى العاملة في القطاع العام نسبة 15% من مجموع السكان مقارنة 3% من اليابان وبلغ عدد الشركات الحكومية نحو 900 شركة، وتدننت معدلات النمو الاقتصادي لتصل في عام 1985 م بالسالب 1.1% مقارنة 6.3% عام 1983 م، كما بلغت قيمة المديونيات الخارجية 50.5 بليون دولار في عام 1985 م مقارنة 7.3 بليون في عام 1980 م. ونتيجة لهذه الظروف الاقتصادية الصعبة تبنت الدولة سياسة اقتصادية جديدة، تدعو إلى مشاركة القطاع الخاص برؤوس أمواله وقدراته العالية في الإدارة والتسويق و بعد عشر سنوات من بداية البرنامج جاءت النتائج واضحة إذ أن سياسة الخصخصة لم تؤد فقط إلى رفع دخل الفرد في ماليزيا، وإلى نشر قاعدة الملكية في قطاع الأعمال، بل أتاحت الفرصة لرجال الأعمال من إعداد صناعات جديدة لدخول السوق العالمي وتبني سياسات تسويقية جديدة أدت إلى جذب المستثمرين الأجانب في السوق الماليزية مما يوفر التمويل اللازم لمزيد من التنمية⁴ ومن أهم الشركات الكبرى الخاصة في ماليزيا نذكر: مجموعة بيرهاد DRB-HICOM - مجموعة جنتنج بيرهاد YUNDING JITUAN - مجموعة سايم دري بيرهاد SIME

DARBY BERHARD - مجموعة إيوا IOI GROUP

¹ د. نبيه فرج الحصري "الخصخصة (دراسة مقارنة) تجربة مصر وماليزيا مع الإشارة للتجارب الغربية، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، ط1، 2018، ص-ص: 109، 110 على الموقع

https://books.google.dz/books?id=RRp9DwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbs_ge_summary_r&ad=0#v=onepage&q&f=false

² الاستثمار في ماليزيا هيئة التنمية الصناعية، على الرابط التالي:-

<http://mida.gov.my/a/abic2/index.php?page=invest-in-malay/04/04/2016>

³ <http://drb-hicom.com/cms/solutiopages/home.aspx/17/08/2016>

⁴ <http://www.publications.zu.edu.e>

جدول رقم 28 إجمالي القطاع الخاص نسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا (2007-2017)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
اجمالي القطاع الخاص / ان م لماليزيا	12.52	11.18	11.37	12.33	12.59	14.65	15.98	16.62	16.83	16.93	17.09

المصدر: البنك الدولي data.albankaldawli.org

يبين الجدول تطور وزيادة مشاركة القطاع الخاص في الاقتصاد من 2007 (12.52 %) الى (17.09%) سنة 2017 .

2-4 سياسة النظر شرقاً:

تهدف هذه السياسة الى تكوين جيل جديد من الشباب الماليزي العامل مدرب تدريباً تكنولوجياً عالياً بهدف مواكبة التطورات الصناعية الحديثة¹، وذلك من خلال إرسال البعثات الطلابية والعمالية للتعليم والتدريب، وأبستضافة الخبراء اليابانيين لنقل أحدث التقنيات ولهذا ركزت الإدارة على هدفين أساسيين وهما²:

الهدف الأول: نقل تكنولوجيا الصناعات الثقيلة إلى ماليزيا، وذلك لأن توطين هذه الصناعات سوف يضمن تحويل ماليزيا إلى دولة قائدة في إقليم جنوب شرق آسيا، فقد احتلت صناعة السيارات في ماليزيا أولوية خاصة بعد نجاح المشروع في نقل التكنولوجيا والمهارات اليابانية إلى ماليزيا.

الهدف الثاني: وهو يتمثل في نقل نموذج ما يعرف بشركات "سوجا شواشا" وقد تميزت هذه الشركة، بالإضافة إلى طابعها العالمي وامتلاك أسواق عالمية لا تتقيد بالعلاقات والروابط السياسية الأيدولوجية اليابانية مع العالم الخارجي، بامتلاك الموارد المالية الضخمة والقادرة على التأثير في الحكومة وفي عمليات صناعة القرار الدولي وقد استطاعت ماليزيا عام 1983 م تأسيس شركتها النموذج .

"السوجا شوشا" والتي ركزت على الأسواق الآسيوية بشكل خاص والعمل كحلقة وصل بين الصناعات الصغيرة الماليزية والأسواق الخارجية وبالنظر لهذا الاتجاه وصلت ماليزيا إلى أعلى مراحل التكنولوجيا والتقدم، وبعث التفاؤل والحماسة في عقول الشباب الماليزي وبعد تهيئة المناخ والأيدي العاملة والبيئة الصناعية فتحت الباب أمام الاستثمارات اليابانية³ وبذلك انتقلت التكنولوجيا اليابانية إلى ماليزيا لتصبح بذلك ماليزيا يابان الثانية

الفرع الثاني: عوامل نجاح السياسات التنموية في دولة ماليزيا

1- البعد الإسلامي في تجربة التنمية في ماليزيا

تبني المنهج الإسلامي في عملية التنمية حيث كانت فلسفة ماليزيا "بأن الله لا يغير مصير أمة إلا إذا

¹ أحمد محيي الدين محمد التلثاني، مرجع سابق ذكره، ص55

² Terutomo Ozawa" Foreign direct investment and economic development" Transnational Corporations, vol. I no. I (February 1992), p-p(27-54) , p47 sur site:https://unctad.org/system/files/official-document/iteiitv1n1a3_en.pdf

³ تاييف بن إبراهيم الرسيني، مرجع سابق ذكره، ص55

حاولت الأمة نفسها أن تتحسن" ولقد قامت فلسفة التجربة الماليزية وفق الرؤية الإسلامية للنظام الاقتصادي على عدد من المبادئ الآتية¹:

***الملكية المزدوجة:** حيث يجمع النظام الإسلامي بين الملكية العامة والملكية الخاصة، فالإسلام يحمي الملكية الخاصة ويرعاها إذا كانت من مصادر مشروعة تتوافق مع اصول الشريعة الإسلامية

***الحرية الاقتصادية:** التي تكفل للقطاع الخاص حرية ممارسة النشاط الاقتصادي بما لا يتعارض مع المصلحة العامة، وأن تقوم الدولة بتهيئة المناخ للقطاع الخاص، وتراقب نشاطه وفقاً لقواعد الشريعة .

***العدالة الاجتماعية:** التي تُبنى على التكافل الاجتماعي والتوازن العام، والتي تتمثل في التوزيع العادل للدخل والثروة بين كافة أفراد المجتمع دون تمييز بينهم و برامج محاربة الفقر والبطالة.

2- برامج مكافحة الفقر و البطالة:

اتبعت ماليزيا العديد من السياسات والإجراءات ووضعت أسسا من شأنها معالجة كل ما يهدد أمنها واستقرارها الاقتصادي والاجتماعي وأهمها علاج مشكلتي البطالة والفقر اذ نفذت الحكومة جملة من البرامج أبرزها²:

-برنامج التنمية للأسر الأشد فقرا: الذي قدم فرصاً جديدة للعمل المولد للدخل بالنسبة للفقراء، وزيادة الخدمات الموجهة للمناطق الفقيرة³.

-تقليص اختلالات التوازن بين القطاعات ومحاربة كل أشكال التمييز وتقليص الفوارق الاجتماعية: حيث تم إنشاء برنامج أمانة أسهم البومييترا و ظهر برنامج غير حكومي (أمانة اختيار ماليزيا) يهدف لإعانة هذه الطبقات الفقيرة⁴ وتمويل مشاريعها في الزراعة ومشروعات الأعمال.

كما قامت الحكومة بتوفير مرافق البنية الأساسية الاجتماعية والاقتصادية في المناطق النائية الفقيرة: بما في ذلك مرافق النقل والاتصالات السلكية واللاسلكية والمدارس والخدمات الصحية والكهرباء. وبذلك نجحت ماليزيا في تخفيض معدل البطالة ويرجع ذلك إلى تميزها في مجال التخطيط الجيد لتنمية الاقتصاد، والذي يركز على الصناعات الحديثة كثيفة العمل وكثيفة رأس المال في آن واحد.

3- الإهتمام بالتعليم و الصحة

بعد إستقلال ماليزيا أعطت الدولة اهتماما فائقا للتعليم كهدف لا غنى عنه لتحقيق النهضة، وذلك لأنها تدرك أن التعليم هو الذي يكفل تنمية وصقل الموارد البشرية للدولة، فحرصت الحكومة على تقديم

¹ د. أحمد محيي الدين محمد التلباني، مرجع سابق ذكره، ص 29

² علي أحمد درج "التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربياً" مجلة جامعة بابل، العلوم الصرفة والتطبيقية، العدد3، المجلد23، 2015 ص:ص1386، 1361، ص 1365

³ جابر سعيد عوض، ماليزيا والإطار التنظيمي للتعاون الإقليمي في منطقة جنوب شرق آسيا (الآسيان)، في مجموعة باحثين في كتاب ماليزيا وجنوب شرق آسيا، برنامج الدراسات الماليزية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة. 2009، ص 16

⁴ سكينه العسكري، "مكافحة الفقر ماليزيا نموذجا"، صحيفة الوسط البحرينية، العدد 1087 الأحد 28. أغسطس 2005. م. البحرين، ص 4

خدمات التعليم الأساسي لمدة إحدى عشرة سنة بالمجان، كما أولت الدولة عناية كبيرة بتأسيس معاهد خاصة لتدريب المعلمين وتأهيلهم على المستوى القومي¹ فإن الاستثمار الحكومي الكبير في قطاع التعليم قد أسهم كعامل جذب للاستثمارات الأجنبية الباحثة عن العمالة الماهرة وتماشياً مع التطور الكبير في مجال الاتصالات والمعلومات فقد شهد هذا القطاع تطوراً ملحوظاً تمثل في تبني الحكومة خطة اقتصادية سميت بالاقتصاد المعرفي² وقد كفل الدستور الماليزي حق التعليم لكل فئات المجتمع وإحترام الحريات الأساسية وإقامة مدارس طائفية لكل جماعة عرقية علي إختلاف إنتمائها، كما تكفلت الحكومة بالمنح الدراسية أو غيرها من الامتيازات في شكل مساعدات فنية وبرامج إستثمارية للطبقة الفقيرة³.

أما في مجال الصحة لقد صُنِفَ الأطباء في ماليزيا كأفضل الأطباء تدريباً في القارة الآسيوية، فضلاً عن تميزها ببيئة صحية من حيث المناخ بسبب الثبات النسبي لدرجات الحرارة كما أن المستشفيات العامة والخاصة تقدم خدماتها، إلى جانب بعض المستشفيات الغير ربحية التي تقدم خدمات استثنائية⁴.

4- تشجيع الإستثمار الأجنبي المباشر

نجحت ماليزيا في تطوير اقتصادها وزيادة قدرتها على جذب الإستثمار الأجنبي المباشر نتيجة إهتمامها بتنمية المورد البشرية مما ساعدها على توفير إطارات علمية مؤهلة لاستقطاب الشركات الإستثمارية العالمية إلى ماليزيا، مما ساهم في حدوث تحولات هيكلية جذرية في الاقتصاد الماليزي، وأصبح القطاع الصناعي هو العصب الرئيسي لها بدلا من الإعتماد على الزراعة وبذلك إحتلت ماليزيا مراتب متقدمة عالمياً في مجال تصنيع أشباه الموصلات والرقائق الإلكترونية، وتوظيف القدرات العلمية والمدرية لبلوغ مرحلة الاقتصاد المعرفي القائم على تقنية المعلومات والإتصالات⁵.

ولقد أدى الإهتمام بالعنصر البشري في مجال التعليم والتدريب إلى إحتلال ماليزيا مراكز جد مشرفة عالمياً من حيث الجاهزية الشبكية وهذا ما أكدته تقارير التنافسية العالمي لقطاع تقنية المعلومات⁶ "GITR" The Global Information Technology Report 2009، ويوضح مؤشر الجاهزية الشبكية "NRI" (Networked Readiness Index) مدى جاهزية الدولة للمشاركة في التطورات الحديثة في مجال تقنية المعلومات والإتصالات والإستفادة منها.

¹ أ. عادل عبدالعظيم، المعهد العربي للتخطيط، على الموقع

https://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2005/32_C22-4.pdf

الانترنت: على للسعودية؟ ملائمة التجربة وهل .. طفرة الماليزي الاقتصاد حقق كيف، 2018 وأعمال، مال نشرة²

40 و سا 13 الساعة، على 2018 جويلية 31 بتاريخ عليه الاطلاع تم، http://www.aleqt.com/2009/05/01/article_24935.html

³ Hal Hill, *Malaysian Economic Development: Looking Backwards and Forward*, Department of Economics, Crawford

School of Economics and Government, College of Asia and the Pacific, Australian National University, November 2010.

P.P.16, 17.

⁴ الجمعية العامة للأمم المتحدة "ماليزيا" 6-13 فبراير 2009، جنيف، (A/HRC/WG.6/4/MYS/119 November 2008) ص:ص9:10

⁵ جابر عوض، دور الدولة بين الاستمرارية والتغيير في الخبرة الآسيوية، مركز الدراسات الآسيوية، جامعة القاهرة، 2009، ص:ص255.

⁶ أحمد محيي الدين محمد التلبناني، مرجع سابق ذكره، ص 47

كما استخدمت ماليزيا الحوافز لإستقطاب وتوجيه الإستثمار الأجنبي المباشر لصناعات وقطاعات مختارة، حيث تم بصورة مستمرة تعديل هياكل وطبيعة الحوافز المقدمة للإستثمارات الأجنبية المباشرة في ضوء متطلبات وأهداف التنمية الوطنية، فانتقلت وجهة الحوافز من التشجيع العام للإستثمار الأجنبي المباشر إلى تشجيع الإستثمارات المتجهة نحو مجالات وقطاعات محددة، كالقطاعات الصناعية عالية التقنية وكذلك الصناعات التصديرية.

كما تم الربط بين الحوافز ومساهمة الإستثمارات الأجنبية المباشرة في تنمية مهارات قوة العمل الماليزية وترقية التقنيات المستخدمة بما يعزز من قدراتها.

وفي ماليزيا تختص بالإستثمارات هيئة تنمية الإستثمارات الماليزية وتشرف على قانون التصنيع والزراعة والسياحة والبحوث والوسائط المتعددة ويمنح القانون الشركات التي تعمل في هذه المجالات المزايا التالية:

* المعاملة لشركة رائدة بالإضافة لخصم علي ضريبة الإستثمار للشركات العاملة في مجالات ترويج السلع وكذا الأنشطة والمنتجات عالية التقنية والمنتجات الإستراتيجية ذات الأهمية علي المستوي القومي بما يتضمن الشركات التي تمنح وضع الشركة الرائدة تكنولوجيا نشاط الوسائط المتعددة. (وتمنح خصما علي ضريبة الإستثمار فقط دون المعاملة كشركة رائدة) لمنتجات وأنشطة الصناعات الصغيرة (وتمنح ميزة المعاملة كشركة رائدة فقط) للمنتجات الوسيطة التي تضعها شركات تشارك في برنامج معتمد للروابط الصناعية وتمنح الشركات العاملة في ترويج الصادرات الصناعية أو الزراعية خصما ضريبيا مزدوجا.

كما أن ماليزيا تعاملت مع الإستثمار الأجنبي المباشر بحذر حتى منتصف الثمانينيات، ثم سمحت له بالدخول ولكن ضمن شروط تصب بشكل أساسي في صالح الإقتصاد الوطني منها: ألا تتنافس السلع التي ينتجها المستثمر الأجنبي مع الصناعات الوطنية التي تشبع حاجات السوق المحلية وأن تصدر الشركة 50 % على الأقل من جملة ما تنتجه، الشركات الأجنبية التي يصل رأس مالها المدفوع نحو 2 مليون دولار ويسمح لها بإستخدام خمسة أجناب فقط لشغل بعض الوظائف والباقي تكون عمالة محلية.

5- **التصنيع العنقودي:** إنتهجت ماليزيا في نموذجها التصنيعي طريقة "التصنيع العنقودي"¹ الذي يقوم على أساس وجود علاقات ترابط على شكل عنقود تنتظم حباته بين الوحدات الإنتاجية والنشاطات المتصلة بها، وتمثلها ثلاثة عناصر (الصناعات والموردون وخدمات الأعمال) وذلك في إطار منظومة من البنى التحتية والمؤسسات الاقتصادية التي تشمل تنمية الموارد البشرية والتقنية والخدمات الداعمة والتمويل والتأمين ونظام الحوافز².

¹ أحمد محيي الدين محمد التلباني، مرجع سابق ذكره، ص 56

² علي أحمد درج، مرجع سابق ذكره، ص 1369

ساهمت العديد من المؤسسات والهيئات في إنجاح عملية التنمية نذكر أهمها: هيئة تنمية التجارة الخارجية الماليزية وهيئة التصنيع الثقيل الماليزية وهيئة الإنتاجية القومية وهيئة الماليزية للتنمية الصناعية

***الهيئة الماليزية للتنمية الصناعية (MIDA):** وتعد المحطة الوحيدة للمستثمرين الذين يرغبون بإنشاء استثمارات صناعية أو ذات صلة بالقطاع الصناعي في ماليزيا حيث تقوم الهيئة بتوفير كل المعلومات¹ عن الفرص الاستثمارية في ماليزيا كما تتم جميع الإجراءات والتصاريح والتصديقات الضرورية لقيام الاعمال الاستثمارية، هذا إلى جانب مسؤوليات أخرى مثل استضافة شركات متعددة الجنسية لفتح مراكز تشغيل وتوزيع في ماليزيا و توفير الخدمات الأساسية وتيسير الوصول للعمالة المدربة والمؤهلة وتقديم الحوافز والمنح والامتيازات الاستثمارية².

الفرع الثالث: تحديات وواقع التنمية في دولة ماليزيا

1- التحديات التي واجهت التنمية في ماليزيا

لقد واجهت التنمية الاقتصادية في ماليزيا العديد من الصعوبات والعقبات والتحديات المختلفة التي تم التغلب عليها وخاصة في بداية التنمية ومن بين هذه العقبات مثل³:

- الاضطرابات العرقية الدموية التي شهدتها ماليزيا في عام 1960 حيث تم عزل الملايو من قبل الاستعمار في المناطق الريفية، وبالتالي لم يكن لديهم وعي كاف عن ثروة بلدهم، وفي مواجهة تحسين حياتهم وتوفير تعليما جيدا لهم قامت ماليزيا بعدة اصلاحات اجتماعية بالعمل على توفير وتحقيق المساواة والعدالة في المعاملة لجميع الطبقات.

- أدى الاستعمار إلى خفض مستوى التعليم حيث كان التعليم في مرحلة التعليم الابتدائي فقط؛ تمت مواجهة ذلك عن طريق اعطاء التعليم حصة الأسد من التنمية الشاملة و في نهاية الاستعمار البريطاني لماليزيا، كان للصينيين حوالي ثلث ثروة البلاد والجزء الأكبر من الاقتصاد في أيديهم وكان للهنود أيضا جزء كبير من الاقتصاد، فتمت مواجهة ذلك عن طريق توفير فرص متساوية لكافة الشعب لتحسين الاوضاع الاقتصادية للوصول إلى معرفة حقهم وتحسين حياتهم و اضطرت ماليزيا إلى توظيف العمالة الأجنبية، في صناعة الإلكترونيات والصناعات الثقيلة، وقامت بتدريب العمالة المحلية لتكون أكثر تأهيلا لمثل هذه الاعمال⁴.

¹ نفس المرجع السابق، ص 1370

² www.stoptraningnow.com

³ نايف بن إبراهيم الرسيبي، مرجع سابق ذكره، ص 77

⁴ للمزيد من المعلومات أنظر الموقع:

<https://www.alaraby.co.uk/%D8%AA%D8%AD%D8%AF%D9%8A%D8%A7%D8%AA->

- تم مواجهة انتشار الفقر عن طريق إنشاء بنوك إسلامية ورفع مستوى الحياة بالإضافة إلى توفير التسهيلات للمشاريع المحلية كما تمت مواجهة الفساد عن طريق وضع قوانين صارمة للقضاء على هذا السلوك السيئ وإنشاء العديد من المنظمات لمكافحة إنتشار الفساد.

- تم مواجهة أزمة الديون الخارجية، ذلك عن طريق قيام الحكومة الماليزية في عام 1999 بإعلان أنها أكملت سداد جميع الديون المستحقة ل(صندوق النقد الدولي)، ولكن في هذه المرحلة كانت التجربة الماليزية مختلفة لأن ماليزيا لم تتبع الخطوات التي اتخذها صندوق النقد الدولي

مؤشرات نجاح التنمية الاقتصادية في ماليزيا

*في مجال الزراعة

تميز القطاع الزراعي في ماليزيا بالتنوع، ويخضع هذا القطاع للدعم الحكومي المتواصل نظراً لأهميته كونه أحد أهم الركائز في دعم الاقتصاد المحلي، ومكمل لعملية التصنيع وتصل نسبة الأيدي العاملة في القطاع الزراعي حوالي 11.29% من نسبة العمالة في ماليزيا سنة 2017 وتسعى ماليزيا لتحقيق أهدافها الزراعية ضمن خطة التحول الاقتصادي لتصبح من الدول المصدرة غذائياً إذ بلغت قيمة صادراتها سنة 2017 بـ 11.08% وشرعت ماليزيا في اعتماد تقنيات مبتكرة في سبل تطوير الزراعة منذ بداية عام 2010 كما وضعت هدف زيادة الدخل القومي لتصل إلى مصافي¹ الدول العالمية المتقدمة، وتتبع رؤية الحكومة الماليزية من خلال برنامجها الزراعي "فاما" بأن تكون رائدة في المجال الزراعي العالمي والأغذية الزراعية إضافة إلى التسويق الزراعي والتجاري.

جدول رقم 29 الفروقات المختلفة للقطاع الزراعي في ماليزيا (2007-2017):

المسنوات	القيمة المضافة في الزراعة	العاملون في الزراعة كنسبة من إجمالي المشتغلون %	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2010)	صادرات المواد الزراعية الأولية (% من صادرات السلع)	صادرات المواد الغذائية (% من صادرات السلع)
2007	9.98%	14.72	8605,01	2.45	9.23
2008	9.96%	13.96	8850,00	2.34	11.68
2009	9.21%	13.5	8559,23	2.04	11.25
2010	10.08%	13.30	9040,56	2.64	11.90
2011	11.5%	11.88	9372,0	3.16	13.99
2012	9.8%	13.26	9743,10	2.39	12.54
2013	9.1%	12.68	10061,71	2.15	11.00
2014	8.9%	12.59	10524,07	1.74	11.12
2015	8.28	12.47	10912,15	1.83	10.85
2016	8.46	11.36	11243,99	1.92	11.58
2017	8.6	11.29	11728,98	1.61	11.08

المصدر: البنك الدولي data.albankaldawli.org

يوضح الجدول أن القيمة المضافة في الزراعة وهو قيمة الانتاج التي تقاس لكل عامل حيث نلاحظ انها حققت قيمة مضافة تقدر بـ 9.96% سنة 2008 مقارنة بسنوات ما بعد الازمة وقد كان آدائها

¹ <http://www.aswaqpress.com/articles>

جيد ومرتفع وإن كان نصيب الفرد قد تأثر بنسبة قليلة كما نلاحظ في الجدول عدد المشتغلين شكل نسبة أعلى إبان الأزمة بنسبة 13.96% وبدأ ينخفض بعدها ويعود ذلك إلى أن سياسة التصنيع والانتقال من الإنتاج الزراعي إلى الإنتاج الصناعي قد خفض نسبة العاملين في القطاع الزراعي.

إن مستويات الاكتفاء الذاتي التي تعتمد عليها ماليزيا والتي تغطي الطلب المحلي¹ لأسواقها ناتج عن تمتعها بموارد طبيعية كان لها الدور الأساسي في زيادة الانتاج من الزراعة والثروة الحيوانية.

فماليزيا تصدر المنتجات الغذائية لأكثر من 200 دولة منها سنغافورة، إندونيسيا، الولايات المتحدة، تايلند، الصين الخ، ويلاحظ بأن الشركات صغيرة الحجم والمتوسطة هي التي تسيطر على الصناعات وتعد ماليزيا ثالث أكبر منتج للحوم والدواجن في منطقة آسيا والمحيط الهادي وتتمتع باكتفاء ذاتي في الدواجن ولحم الخنزير، والبيض، ولكن رغم ذلك تستورد نحو 80% من احتياجاتها من اللحم البقري كما تعد ماليزيا من أكبر مصنعي الكاكاو في آسيا وهي خامس أكبر دولة منتج للكاكاو في العالم، إلا أن الانتاج المحلي لا يكفي الطلب الهائل عليه، لذلك يتم استيراد حبوب الكاكاو لسد العجز المحلي، وكما تعد ماليزيا من المنتجين الأوائل في تصنيع التوابل وهي سادس أكبر دولة في العالم مصدر للفلفل ومنتجاته، كما يتم إنتاج التوابل الأخرى مثل الكزبرة، الكركم، ورق الليمون، القرقة، القرنفل وغيرها

مؤشر نجاح الصناعة:

يعتبر القطاع الصناعي العمود الفقري للاقتصاد الماليزي فهو يساهم بقيمة مضافة متوسطة تقدر بـ 40.46% من إجمالي الناتج المحلي، خلال فترة الدراسة ويوظف حوالي 28% من إجمالي فرص العمالة المتاحة، ويساهم بقيمة متوسطة 64.75% من إجمالي الصادرات خلال الفترة 2007-2017 م لذلك يعتبر القطاع الصناعي الرافعة الرئيسية الدافعة للنمو الاقتصادي في ماليزيا² ومما لا شك فيه أن القطاع الزراعي في ماليزيا قد ساعد على إنجاز عملية التصنيع.

بدأت ماليزيا بتكوين نواة صناعية، عبارة عن صناعات صغيرة كصناعة الأغذية، ثم تطور الأمر لصناعة مواد البناء والطباعة والبلاستيك والمواد الكيماوية، وساندت الدولة هذه الخطوة الناجحة بإصدار قانون تشجيع الاستثمار في سنة 1968 بهدف زيادة القاعدة الصناعية، وبالفعل حدث توسع في إنتاج زيت النخيل والخشب والمطاط والكاكاو، كما شهد القطاع النفطي تطورا كبيرا، مما وضعها على خارطة الدول المصدرة للبترول والغاز وفي مطلع السبعينات شجعت الحكومة مجال الاستثمار في الإلكترونيات وصناعة النسيج، وذلك بتوفير العمالة الماليزية وتقديم حوافز ضريبية مغرية، وإصدار التراخيص

¹ يوسف، ناصر 'دينامية التجربة اليابانية في التنمية المركبة، دراسة مقارنة بين الجزائر وماليزيا'، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2010، ص 276

² نادية فاضل عباس فضلي مرجع سابق ذكره، ص 164

للمنتجات الأجنبية، وإنشاء مناطق تجارة حرة، كما بدأت الحكومة تستضيف الشركات الكبرى متعددة الجنسيات لتشغيل الخطوط الإنتاجية في ماليزيا، فشهدت هذه المرحلة الانتقال من سياسة إحلال الواردات إلى سياسة التصنيع الموجه إلى التصدير والجدول رقم يبين نشاط القطاع الصناعي في فترة الدراسة.

جدول رقم 30 نشاط القطاع الصناعي من 2007 الى 2017 في ماليزيا

السنوات	القيمة المضافة في الصناعة	نسب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2010)	العاملون في الصناعة (%) من إجمالي المشتغلين)	صادرات الصناعة (%) من صادرات السلع)
2007	44.59	8605,01	28.45	71.04
2008	45.10	8850,00	28.68	54.35
2009	40.96	8559,23	27.01	69.91
2010	40.49	9040,56	27.73	67.20
2011	39.82	9372,0	29.08	62.17
2012	40.13	9743,10	28.56	61.74
2013	39.88	10061,71	28.36	60.77
2014	39.92	10524,07	28.02	61.80
2015	38.44	10912,15	27.51	66.92
2016	37.68	11243,99	27.48	68.51
2017	38.13	11728,98	27.39	67.86
متوسط القيمة	40.46	9876.43	28.01	64.75

المصدر: البنك الدولي data.albankaldawli.org

في مجال قطاع الخدمات:

يعد أحد الأعمدة الأساسية، التي تحقق فيها ماليزيا تقدماً جوهرياً في عمليات التنمية حيث يساهم بنسبة 50 % في الناتج المحلي الإجمالي حسب تقدير الاحصاء الماليزي¹ وبدأ ازدهار هذا القطاع منذ عام 2009 م، حيث تم إلغاء القيود المفروضة على مشاركة رأس المال الاجنبي، ونفذت ماليزيا في عام 2012م قرار منح المشاركة في الملكية لرأس المال الأجنبي، في 17 قطاعاً فرعياً من قطاع الخدمات منها، الخدمات المهنية، وخدمات الاتصالات، خدمات التوزيع، خدمات التعليم، خدمات البيئة، وغيرها ونتيجة لهذه التغييرات سمحت ماليزيا بنسبة 100 % للمالكين الأجانب لخدمات البريد، وخدمات تطبيقات الاتصالات، المخازن المتخصصة، خدمات معالجة النفايات (تدويراً أو حرقاً)، وقامت الحكومة كذلك بإزالة العقبات أمام الاستثمار الأجنبي المباشر في قطاع المصارف والتأمين، كما عززت أنظمتها المتعلقة بحماية حقوق الملكية الفكرية وتعديل القوانين المعنية ببراءات الاختراع والتصميمات الصناعية، وحقوق الطباعة والنشر، إلى المعاهدات الدولية والتعاون الدولي بهذا الشأن والجدول رقم 31 يبين إرتفاع نسبة العمالة في قطاع الخدمات سنة 2017 مقارنة ب 2007 في ماليزيا

جدول رقم 31 إرتفاع نسبة العمالة في قطاع الخدمات سنة 2017 مقارنة ب 2007 في ماليزيا

¹ http://alraimedia.com/articles.aspx

السنوات	القيمة المضافة في الخدمات	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي في عام 2010)	صادرات السلع والخدمات (% من إجمالي الناتج المحلي)	العاملون في الخدمات (% من إجمالي المشتغلين)
2007	3.23	8605,01	106.16	56.75
2008	3.34	8850,00	99.49	57.36
2009	3.69	8559,23	91.41	59.48
2010	3.25	9040,56	86.93	58.04
2011	3.05	9372,0	85.25	59.40
2012	3.04	9743,10	79.29	58.72
2013	3.11	10061,71	75.62	58.64
2014	2.88	10524,07	73.79	59.74
2015	3.1	10912,15	69.44	60.01
2016	3.44	11243,99	66.77	61.14
2017	3.41	11728,98	70.04	61.36

المصدر: البنك الدولي data.albankaldawli.org

مؤشر الإهتمام بالتعليم والبحث العلمي والإبتكارات

أعطت الدولة إهتمامها الأول بقضية التعليم كهدف لا غنى عنه لتحقيق النهضة، وذلك لأنها تدرك أن التعليم هو الذي يكفل تنمية وصقل الموارد البشرية¹ للدولة فقامت بالإنفاق على التعليم وتكفلت به مجاناً لمدة 11 سنة أنظر الجدول رقم فمقدار ونسبة الإنفاق العام على التعليم من إجمالي الإنفاق الحكومي خلال الفترة 2007-2017 وهي نسبة لا يستهان بها مقارنة بالدول المتقدمة مثل أمريكا وأوروبا

جدول رقم 32 نسبة الإنفاق الحكومي على التعليم في ماليزيا من 2007-2017

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
القيمة %	16.12	14.03	18.46	18.40	20.97	19.85	19.45	19.80	19.81	20.93	21.67

المصدر ماليزيا/ar.knoema.com/atlas

إهتمت ماليزيا بالإنفاق على التعليم وجعلته إجبارياً خاصة على المرأة من منطلق أن مربية الأجيال يجب أن تكون متعلمة لتعلم أبنائها كما أرسلت بعثات من الطلاب من أجل رفع مستواهم مع إلزامهم بالعودة عند نهاية فترة التكوين، وتحولت سريعاً إلى بلد يقوم على الصناعات التي تتميز بكثافة عالية للرأس المال المعرفي، بفضل سياسة التعليم المعممة واستقطاب عشرات الجامعات الأجنبية الرائدة التي فتحت فروعاً في ماليزيا، أما في مجال البحث والتطوير، فتّم منح الباحثين اللذين تركز أبحاثهم على خلق القيمة المضافة إعفاءاً ضريبياً بنسبة 50% لمدة 5 سنوات على الدخل المتحصل عليه من المتاجرة بنتائج أبحاثهم، وتراوحت براءات الاختراع الممنوحة بين 1500 إلى أكثر من 2000 سنوياً (2000-2010)²

¹ مؤشرات التنمية 2019، المركز افحصائي لول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، ص 64

<https://gccstat.org/images/gccstat/docman/publications/GCC%20Development%20Indicators%202019%20.pdf>

² الصادق بوشنافة وعائشة موزاوي، "دور حماية الإبداع المعرفي في تحفيز أنشطة البحث والتطوير- تجربة ماليزيا"، الملتقى الدولي الأول حول اقتصاديات المعرفة والإبداع، جامعة سعد دحلب-البيدة، 2013، ص: 12.

***الصحة:** في غمار إهتمام ماليزيا بالخدمات الصحية، نشرت مجلة " International Living " تقريراً أفادت فيه أن الرعاية الصحية في ماليزيا الأفضل عالمياً، مما وضعها في المرتبة الأولى عالمياً تلتها كوستاريكا، والمكسيك في المرتبة الثالثة، إضافةً إلى وجودها في مراكز متقدمة على صعيد السياحة العلاجية عالمياً.

جدول رقم 33 نسبة الإنفاق على الصحة كنسبة مئوية من إن م في ماليزيا(2007-2017)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
القيمة %	3.1	3.0	3.3	3.2	3.3	3.5	3.5	3.7	3.8	3.7	3.7

Ar.Knoema.com/atlas/ماليزيا(البيانات و الاحصاءات

نلاحظ من خلال الجدول بان نصيب الانفاق على الصحة في تزايد مستمر ففي 2007 كانت نسبة الانفاق 3.1 % في حين ارتفعت الى 3.7% سنة 2017، كما صنف ماليزيا في المرتبة 64 عالميا واندونيسيا احتلت المرتبة 121 عالميا من بين 186 دولة حسب تقرير التنمية البشرية 2013¹

***في مجال القضاء على الفقر والبطالة**

كانت نسبة الفقر عند الاستقلال تقدر ب 60 % و في 2016 أصبحت النسبة تقدر ب 0.4 % و هذا ان دل على شئ فإنما يدل على حسن الادارة والسياسة الناجحة وعدالة التوزيع هذا راجع إلى تحقيق النمو وارتباطه بالعدل في عملية التوزيع أنظر الجدول 34

الجدول رقم 34 مؤشرات: معدل البطالة، معامل جيني ومؤشر الفقر في ماليزيا(2007-2017)

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل البطالة	3.23	3.34	3.69	3.25	3.05	3.04	3.11	2.88	3.1	3.44	3.41
معامل جيني		45.5			43.9		41.3		41.1		
مؤشر الفقر	0	0.6			0.1		0.0		0.0	0.4	

ماليزيا(البيانات و الاحصاءات)Ar.Knoema.com/atlas/

***مؤشرات و مقاييس أخرى حققتها ماليزيا**

حققت ماليزيا مستويات عالية في مؤشرات الحرية الاقتصادية مم يدل على أن النمو الاقتصادي مرتفع وأن متوسط دخل الفرد في ارتفاع واضح مؤشر التنافسية مدى قدرة الدولة في ظل العولمة والثورة الصناعية على القيام بمواجهة الاسواق العالمية (مرتبة 73 من 100 نقطة)² ومناخ الاعمال يعد المناخ الجيد كمقياس للنمو و السبيل للوصول للتنمية الاقتصادية لقدرته على جلب الاستثمارات. أما مؤشر التنمية البشرية فكلما كانت النسبة أعلى كلما دل المؤشر على العمر الأعلى وعلى مستوى التعليم المرتفع وعلى نصيب الفرد من الدخل القومي المتوسط وكان مستوى الرفاهية مستوى متوسط أيضا في ماليزيا وتحصلت على رتبة 46 في تقرير التنمية البشرية 2013³

¹تقرير التنمية البشرية 2013 "نهضة الجنوب، تقدم بشري في عالم متنوع، ص-ص:178، 180

<https://www.un.org/ar/esa/hdr/pdf/hdr13/complete.pdf>

² Ar.Knoema.com/atlas/indonesie(البيانات و الاحصاءات) , visité le 23/03/2020 à 10h 38

³ <https://www.un.org/ar/esa/hdr/pdf/hdr13/complete.pdf>, Op-cit

خاتمة الفصل الثاني

بعد تطرقنا في هذا الفصل إلى التنمية الاقتصادية في الدولتين قيد الدراسة يمكننا الخروج بالنقاط الآتية:

- 1- التنمية الاقتصادية هي مجموعة السياسات التي يتخذها مجتمع معين وتؤدي إلى زيادة في معدلات النمو الاقتصادي بصفة مستمرة إستنادا إلى قواه الذاتية وهي تشمل جانبا موضوعيا وآخر معياريا كما يتضمن مفهومها عدة أبعاد (اقتصادية، إجتماعية، بيئية، دولية، مادية وحضارية وغيرها)، تهدف إلى زيادة الدخل مع توفير عدالة التوزيع وتحسين رفاهية طبقات المجتمع ويمكن قياسها من خلال مؤشراتها
- 2- شهد العالم تغيرات باتجاه تبلور نظام دولي جديد بهياكل جديدة تتضمن أطراً إقليمية تتفاعل تبعاً لطبيعة المصالح وكان تكتل دول جنوب شرق آسيا (آسيان) من أهم التكتلات التي شهدت تطورات عديدة أثرت على بنيتها وموقعها في النظام الدولي وأكسبتها أهمية كبيرة من خلال تجربتها التنموية ذات الطابع الرأسمالي الآسيوي، وكانت تجربة كل من إندونيسيا وماليزيا شاهدة على مدى تطور كتلة الآسيان كما تواجه الآسيان مجموعة من التحديات على المستوى الخارجي والداخلي

تجربة التنمية في إندونيسيا

- 3- حققت إندونيسيا تجربة تنموية معجزة بشهادة المنظمات الدولية وتعد نموذجا للديمقراطية الإسلامية تحولت من دولة فقيرة إلى رابع أكبر اقتصاد في آسيا مما ساعدها من لعب دورا محوريا في المنطقة، وباعتبارها دولة عضوا في مجموعة العشرين بحيث تحتل المرتبة 16 عالميا
- 4- تحتل الصناعة أهمية بارزة في الاقتصاد الإندونيسي، يليها قطاع الخدمات، ثم قطاع الزراعة.
- 5- إهتمت إندونيسيا بتطوير سوق الأوراق المالية في إطار عملية التحرير وإصلاح الهيكل الاقتصادي، فقامت بتشكيل هيئات الرقابة ولجان تنظيم البورصة كما قامت بخصصة البورصة وعملت على تعديل التشريعات واللوائح بهدف استقطاب الأجانب وقامت بتحديث نظام التداول حتى تتمكن من تحرير التجارة المالية وفتح الاسواق على العالم.
- 6- تلعب الحكومة دوراً كبيراً في تقوية الاقتصاد وتتحكم في أسعار السلع الأساسية كما تعلق نجاحها بإستغلال الثروة البترولية والموارد الطبيعية والتنوع في الاقتصاد غير أن البنية التحتية لا تزال ضعيفة.
- 7- لم يشكل إرتفاع نسبة السكان في إندونيسيا عائقاً أمام عملية التنمية بل لعب الطلب المحلي المتزايد والسوق الاستهلاكية الضخمة دوراً هاماً في حماية الاقتصاد من تبعات أزمة 2008
- 8- الفساد والفقر أكبر تحديات في طريق التنمية الاقتصادية في إندونيسيا.

تجربة التنمية في ماليزيا

- 9- سارعت ماليزيا في الإفتتاح الاقتصادي مبكراً واندمجت في اقتصاديات العولمة مع الحفاظ على ركائز تنمية اقتصادها الوطني، ونرى مظاهر التقدم واضحة من خلال تحولها من بلد يعتمد على الزراعة إلى بلد

مصدر للسلع الصناعية والتقنية خاصة في مجال الصناعات الكهربائية والالكترونية كما حققت خلال العقود الأربعة الماضية قفزات هائلة في التنمية البشرية إذ أصبحت الدولة الصناعية الأولى في العالم الإسلامي فضلا عن أنها الأولى في مجال الصادرات والواردات في جنوب شرق آسيا.

10- تمسك التجربة الماليزية بالبعد الإسلامي في عملية التنمية وتطوير مفهوم التنمية إذ تزامنت عملية الإنطلاق الاقتصادي في ماليزيا مع صعود المفهوم الجديد للتنمية الذي تبنته المؤسسات الدولية المعنية بهذا المجال والذي يؤكد على تعدد الأبعاد الاجتماعية والسياسية والإنسانية والثقافية للتنمية إلى جانب بعدها الاقتصادي، فأخذت ماليزيا هذا المفهوم وعملت على ترسيخه من خلال الإهتمام بالإنسان كمحور للتنمية وغاية لها في آن واحد كما وتمكنت من تأسيس بنية تحتية متطورة فضلا عن تنويع مصادر دخلها القومي من الصناعة والزراعة والمعادن والنفط والسياحة وحققت تقدما في ميادين معالجة الفقر والبطالة والفساد وإستطاعت تخفيض نسب المديونية

11- الإهتمام بجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة و بالتصنيع والتركيز على التصنيع الموجه للتصدير للخارج وسياسات دعم القيمة المضافة في الصناعات التحويلية الوطنية مع جهود ترشيد الإنفاق الحكومي وتنمية الإيرادات الضريبية «العادلة» واستراتيجيات ترقية التكنولوجيا والمعارف الوطنية

12- إهتمت ماليزيا بتطوير سوق الأوراق المالية في إطار عملية التحرير وإصلاح الهيكل الاقتصادي كما قامت بتنوع الادوات المتداولة وتنويع الأسواق من أسواق تقليدية إلى أسواق إسلامية إلى أسواق أوفشور، المصداق والشركات ذات الغرض الخاص

13- الإرادة السياسية: قمة الهرم في التجربة التنموية (سياسة النظر شرقا: الاقتداء والتعلم من تجربة اليابان والاهتمام بالقطاع الخاص)

14- حققت ماليزيا قيمة مضافة في كل القطاعات واهتمت أولا بالتصنيع والزراعة ثم الخدمات

15- تواجه ماليزيا تحديات ومعوقات في الفترة الأخيرة تتمثل في التوترات السياسية وقضايا فساد إداري أعلن عنها من قبل منظمات دولية.

16- من خلال دراسة وتحليل تجربة التنمية في كل من الدولتين يمكن إستخلاص عوامل نجاح تجربة التنمية في كل من ماليزيا وإندونيسيا خاصة كآتي: الإصلاحات الهيكلية الإقتصادية وخاصة أسواق المال، الوفرة النسبية للموارد البشرية، السياسات الاقتصادية الكلية الراجعة ودور الحكومات الفاعل، الإهتمام بشبكة البنية التحتية على درجة عالية من الكفاءة، الاستثمار في الموارد البشرية (التعليم، الصحة، القضاء على الفقر والبطالة، البحث العلمي والتكنولوجي)، دور السياسات النقدية والمالية في تقليص التضخم مما يضيفي الأثر الإيجابي على النمو الاقتصادي، نمو الصادرات، إستقرار أسعار الصرف، تحفيز الإستثمار الأجنبي المباشر، تشجيع المدخرات المحلية، التنويع الاقتصادي وتعزيز القدرة التنافسية وإكتساب التقنية والتمسك بتعاليم الدين الإسلامي والروح القومية الوطنية.

الفصل الثالث:

دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية
لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

تمهيد

إن هدف أي دولة هو تحقيق النمو الاقتصادي بغرض الحد من الفقر والوصول إلى الرفاهية وخاصة البلدان النامية فبعدما حققت دول جنوب شرق آسيا معجزات اقتصادية استقطبت أنظار العالم في مجال التنمية الاقتصادية والنمو المستمر جاءت هذه الدراسة لتبحث في دور سوق الأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية انطلاقاً من فكرة أن البورصة مرآة عاكسة للاقتصاد ومن ثمة بات من الضروري الاهتمام بموضوع الأسواق المالية عامة والبورصات خاصة وذلك من الناحية الكمية والقياسية والتي تعتبر أساليب حديثة في إدارة المخاطر واتخاذ القرارات المالية على الصعيدين الجزئي والكلي وبات أيضاً من الضروري الاهتمام بالأسواق المالية الناشئة وذلك للاستفادة من تجاربها واستخلاص الدروس المستفادة منها.

وعليه ، فقد حُصص هذا الفصل لدراسة مؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من ماليزيا وإندونيسيا دراسة قياسية من خلال محاولة معرفة مدى تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وذلك بقياس تأثير المتغيرات المستقلة والتمثلة في (مؤشر البورصة ، الرسملة السوقية ، معدل التداول ، معد الدوران ، عدد الشركات المدرجة بالبورصة ، إجمالي القيمة السوقية ، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ، المعروض النقدي بمعناه الواسع ، الاستثمار الأجنبي المباشر(صافي التدفقات الوافدة)، سعر الفائدة على الودائع ، معدل التضخم ، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي، الائتمان المحلي المُقدم للقطاع الخاص) على المتغير التابع والذي هو(إجمالي الناتج المحلي) وهذا في كل من دولتي إندونيسيا وماليزيا وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 12 لتحليل معامل الارتباط بين المتغيرات ، كما تم استخدام طريقة " البوتسترات" لتقدير معالم النموذج التي يمكن من خلالها معرفة مدى أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع لكل دولة على حدى خلال فترة الدراسة من 2007 إلى 2017.

ومن أجل الإحاطة أكثر بهذه الدراسة القياسية، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية الناشئة و دوره التنموي

المبحث الثاني: منهجية الدراسة القياسية و النماذج المستعملة

المبحث الثالث: خطوات تقدير النموذج القياسي و اختبار النتائج

المبحث الأول: مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية الناشئة و دوره التنموي

تحظى أسواق الأوراق المالية في اقتصاد أي بلد بأهمية شديدة بسبب دورها في تفعيل عملية التنمية، كما تتيح النظم المالية المتطورة نشر المعلومة والإفصاح عنها بما يسهل الوصول إليها، وهذا من شأنه أن يخفف من تكاليف المعاملات، ويحسن بدوره من تخصيص الموارد ويعزز النمو الاقتصادي. سوف نقدم في هذا المبحث مؤشرات تطور وكفاءة سوق الأوراق المالية ومشاكل قياس بعض المؤشرات كما نبين تأثير السياسات الاقتصادية في تحقيق التنمية وفي الأخير نوضح الدور الذي يقوم به سوق الأوراق المالية في تنشيط و تفعيل التنمية الاقتصادية بحيث يكون هذا المبحث السند النظري للجانب التطبيقي للدراسة إذ من خلاله يتم انتقاء مؤشرات الدراسة القياسية ونتعرف على طريقة التوازن الاقتصادي التي تعتمدها الحكومات بهدف تسريع وتيرة النمو الاقتصادي.

المطلب الأول: العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية الناشئة والتنمية الاقتصادية

كلما كان سوق الأوراق المالية متطورا كلما انعكس ذلك بالإيجاب على النمو الاقتصادي وتحققت التنمية الاقتصادية وكلما استدامت التنمية كلما ساهم ذلك في عملية تطور البورصات إذ أصبحت أسواق المال هي مرآة الاقتصاد ويستدل على تطور أسواق الأوراق المالية بمؤشرات نذكر أهمها:

الفرع الأول: مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة:

تستخدم عدة مؤشرات لرصد تطورات أسواق الأوراق المالية وهي تعبر عن مدى كفاءة السوق ذلك لأنه كلما كانت السوق كفاءة كلما جلبت فرص الاستثمار أكثر وكلما تنوعت فرص الاستثمار كلما ازدهرت التنمية وقلت المخاطر المالية ومن أهم هذه المؤشرات هي¹:

1. المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق.

وتتلخص ضمن أربع مجموعات رئيسية:²

1-1 مؤشر البورصة (أسواق الأوراق المالية): هو عبارة مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي³ وكذلك من أجل متابعة سوق الأوراق المالية، تحديد سلة من المؤشرات الرئيسية الفعالة القادرة على عكس وبشكل مستمر، الخصائص وتطور المنتجات المالية من خلال نشر

¹ Noree Adnan, « Measurement of financial development: a fresh approach », 8 th international conference on Islamic economics and finance, Qatar foundation, p 14

¹ ساعد مرابط، أسماء بلميهوب، مرجع سابق ذكره، ص: 14

³ د محمد مداحي ومحمد ترقو "العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) - دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII ببورصة إندونيسيا مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات العدد الخامس جوان 2007 " جامعة ميله الجزائر، المجلد 3، العدد 1، ص-

ص(95-116) ، ص 99

الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

المعلومات بشكل دوري وإعلام المستثمرين بشكل ملخص ومختصر حول تطور السوق خلال فترة زمنية محددة¹ مثل مؤشر ستاند أند بورز العالمي، الداوجونز، نيكاي وغيرها

1-2 حجم السوق: يتكون من مؤشرين أساسيين: يتمثل المؤشر الأول في الرسملة السوقية والثاني يتمثل في عدد الشركات المدرجة.

1-2-1 مؤشر حجم السوق: إن اتساع حجم السوق له أثره على مختلف الوظائف، على رأسها وظيفة التمويل ويعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، إذ كلما اتسع حجم السوق كان ذلك دليلاً على تطورها ونضجها، ويمكن قياس حجم سوق الأوراق المالية بنسبة رأس مال السوق (الرسملة السوقية) إلى الناتج المحلي وعدد الشركات المدرجة²

1-2-2 مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) والذي يشير إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار مما يساهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي فمن أجل تحديد أهمية البورصة في الاقتصاد الوطني، يتم الربط بين رسملة البورصة والناتج المحلي الخام كمؤشر للنشاط الاقتصادي على المستوى المحلي.

لقد تحسنت رسملة البورصات الناشئة بين 1994 إلى 2017 بطريقة جد ملفتة للأنظار كما يبين الجدول رقم 35 فعلى الرغم من صدارة الولايات المتحدة الأمريكية فان صين و الهند و البرازيل قد حققت نتائج تجعلها قبلة للاقتصاد العالمي الجديد و خاصة الصين والتي تحولت من نمو شديد السرعة إلى نمو شديد الجودة، كما أن نسبة الزيادة في الرسملة السوقية لدول جنوب شرق آسيا مقارنة بدول العالم كانت جد مرتفعة و هذا ما أدى بتفاؤل صندوق النقد الدولي على أن الآسيان ستنبؤاً مرتبة من أعلى المراتب في الدول العشرة في العالم للأعوام المقبلة على الرغم من ان الولايات المتحدة لتزال هي الرائدة.

الجدول رقم 35 تطور حجم الأسواق المالية المتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017

الدول المتقدمة	حجم السوق مليار دولار 1994	حجم السوق مليار دولار 2017	الدول الناشئة	حجم السوق مليار دولار 1994	حجم السوق مليار دولار 2017
الو.م.أ	513773.99	3212070.26	الصين	4.35	871126.72
أسيانيا	15498.41	88883.76	الهند	12.75	233156.67
هولندا	22399.99	110010.54	روسيا	ع/م	62342.99
اليابان	35921.94	622282.5	البرازيل	18.92	95471.51
ألمانيا	49919.19	226222.26	اندونيسيا	4.72	520.69
فرنسا	45252.08	274931.46	ماليزيا	184.02	455.77

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على (البيانات المالية والنمو الاقتصادي) تاريخ آخر زيارة 2021/03/27 على 20ما

INDICATORS DATA WORLD BANK

¹ منذر عبد الكريم مرهج، مرجع سابق ذكره، ص 52

² Ross Levine & Sara Zervos, **Op-cit**, p-5.

وحسب معطيات صندوق النقد الدولي لعام 2016، فإن الناتج المحلي لرابطة دول جنوب شرق آسيا (الآسيان) بلغ (2,535,611 بليون)، مشكلا قوة اقتصادية كبيرة على مستوى العالم، حاصلًا على الترتيب السادس في التصنيف العالمي، مع العلم أن مجموع الناتج القومي للصين واليابان ودول رابطة الآسيان يشكلون ما نسبته 25% من الناتج القومي العالمي؛ وعليه فإن إقليم شرق آسيا المتمثل بالآسيان والصين واليابان يمثل قوى اقتصادية منافسة على المستوى العالمي وينافس تكتلات مثل الإتحاد الأوروبي¹.

1-2-2 عدد الشركات المدرجة: تدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور القطاع المالي في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر ويؤدي ارتفاع عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وارتفاع حجم الاستثمارات، ومن شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة² ويساهم التنوع في الشركات المدرجة في التقليل من حدة مخاطر الاستثمار ذلك بسبب ما يوفره التنوع في الشركات المدرجة من فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتعددة.

وحتى يكون لهذا المؤشر معنى في عملية تحديد حجم السوق، فإنه لا بد من الأخذ بعين الاعتبار أيضا درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المتداولة في السوق الثانوية، ومن حيث الإصدارات الجديدة في السوق الأولية، كما تتضمن الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة وشركات السمسرة والوساطة³ ولقد ازداد عدد الشركات المسجلة في عينة الأسواق الناشئة ما بين 1994-2017 بنسب متفاوتة، ويرجع ذلك إلى تطور الثقافة المالية بهذه الأسواق بالمقارنة مع عينة الدول المتقدمة، فزاد عدد الشركات على سبيل المثال في كل من ماليزيا، إندونيسيا كوريا الجنوبية و الهند على التوالي بنسب 187.3، % 260.82، % 302.43، % 127.23 أنظر

الجدول 36 عدد الشركات المدرجة في بعض الأسواق المالية والمتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017

الدول المتقدمة	عدد الشركات المدرجة في البورصة 1994	عدد الشركات المدرجة في البورصة 2017	نسبة الزيادة	الدول الناشئة	عدد الشركات المدرجة في البورصة 1994	عدد الشركات المدرجة في البورصة 2017	نسبة الزيادة
الو.م.أ.	7255	4336	-59.76	الصين	غ/م	3777	/
آسيان	729	3110	426.61	الهند	4413	5615	127.23
هولندا	234	102	-43.58	كوريا الجنوبية	699	2114	302.43
اليابان	1689	3598	213.02	مصر	غ/م	252	/
ألمانيا	666	450	-67.56	إندونيسيا	217	566	260.82
فرنسا	218	465	213.30	ماليزيا	475	890	187.3

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على (البيانات المالية والنمو الاقتصادي) (DATA WORLD BANK INDICATORS تاريخ آخر

زيارة 2021/03/27 على 20 سا

¹ تاريخي <https://www.noonpost.com/content/25931>

² د.حيدر حسين آل طعمه، "الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات" مركز الدراسات الإستراتيجية، كربلاء، 2014، ص 36

³ رفيق مزهدية، "الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر بباتنة، الجزائر 2014/2015، ص 89

1-3 مؤثر سيولة السوق

ويقصد بها سهولة بيع وشراء الأوراق المالية وبأقل التكاليف وهناك مؤشران لدراسة العلاقة بين السيولة والنمو الاقتصادي وهما معدل الدوران ومعدل التداول:

يعتبر المحللون السيولة مؤشرا مهما للدلالة على تطور أسواق الأوراق المالية لأنها تساهم في تحسين و توزيع الموارد ودفع عجلة النمو الاقتصادي على المدى الطويل¹ فسيولة سوق الأوراق المالية تدل على القدرة على شراء وبيع الأصول المالية بسهولة مما يمكن المستثمرين من التخلص من محافظهم بسرعة وبتكلفة أقل، وهذا يجعل الاستثمار أقل مخاطرة وكذلك يسهل القيام باستثمارات إضافية ذات مردودية عالية وعلى المدى الطويل، وتقاس سيولة البورصة بمؤشرين هما: معدل التداول ومعدل الدوران

1-3-1 مؤثر معدل التداول:

يعكس معد التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ويقاس من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي²، ويقاس هنا مؤشر التداول لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية³ P في عينة الأسواق الناشئة تضاعف معدل التداول من 1994 إلى 2017 و خاصة في الصين، كوريا الجنوبية و جنوب أفريقيا وهذا ما يؤيد مدى سرعة تطور هذه الأسواق وهذا بالمقارنة مع عينة من الدول المتقدمة فمثلا الصين والهند لم تظهر في سنة 1994 بينما احتلت مراتب مميزة في سنة 2017 أنظر الجدول 37

الجدول 37 : معدل التداول في بعض الأسواق المالية والمتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017

الدول المتقدمة	معدل التداول (%)	معدل التداول (%)	الدول الناشئة	معدل التداول (%)	معدل التداول (%)
	1994	2017		1994	2017
الو.م.أ	50.07	203.82	الصين	غ/م	139.48
أستراليا	13.05	56.51	الهند	غ/م	44.70
سويسرا	87.36	139.47	كوريا الجنوبية	61.86	123.89
اليابان	21.79	118.73	جنوب افريقيا	9.55	117.21
ألمانيا	27.37	42.32	اندونيسيا	6.66	9.11
كندا	27	77.55	ماليزيا	16.03	43.67

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على (البيانات المالية والنمو الاقتصادي) تاريخ آخر زيارة 2021/03/27: 20

DATA WORLD BANK INDICATORS

¹ Dermiguc-Kunt & Levine Ross , « **Stock market development and financial intermediation: Stylized Facts** », The World Bank Economic Review, WPS 1462, 1996 , p5-6

² حيدر حسين آل طعمه، مرجع سابق ذكره، ص35

³ Ross Levine & Sara Zervos, **op-cit**, p4

1-3-2 مؤشر معدل الدوران:

يقاس معدل الدوران بنسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى إجمالي الرسملة السوقية للبورصة للفترة ذاتها¹، فإذا كان هذا المعدل مساو للواحد الصحيح فهذا يعني أن الورقة المالية قد تم تداولها مرة واحدة في السنة، وتدل القيمة المرتفعة لمعدل الدوران على انخفاض تكاليف المعاملات، كما تدل على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها من قبل الأسعار².

ويكمل معدل الدوران كلا من معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول اللذان يستخدمان لتحديد درجة نشاط السوق، إذ قد تكون السوق كبيرة الحجم ولكنها قد تكون مع ذلك متسمة بالركود إذا كان معدل الدوران بها منخفضا، وإلى جانب ذلك يمكن أن تكون البورصة محدودة قياسا في مؤشر الحجم ومعدل التداول إلا أنها قد تكون ذات سيولة عالية إذا كان معدل الدوران بها مرتفعا³.

ويحسب بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق، وهو في الحقيقة يكمل مقياس رسملة السوق، وهذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رسملتها ولكن معدل الدوران فيها مرتفع فنتميز بالنشاط وقد يكون للسوق أعلى أحجام للرسملة وأعلى معدلات التداول ولكن معدل الدوران فيها ضعيفا فمقارنة بالدول المتقدمة و بالنظر إلى نسب معدل الدوران يتبين بأن هذه الأسواق فاعلة ونشطة ومعدل السيولة مرتفع في دول جنوب شرق آسيا أنظر الجدول رقم 38

الجدول رقم 38 معدل الدوران في بعض الأسواق المالية والمتقدمة والناشئة لسنتي 1994-2017

الدول المتقدمة	معدل الدوران (%) 1994	معدل الدوران (%) 2017	الدول الناشئة	معدل الدوران (%) 1994	معدل الدوران (%) 2017
الو.م.أ.	71.01	116.07	الصين	م/ع	197.12
أسياتيا	44.70	82.91	الهند	م/ع	50.86
سويسرا	89.71	55.39	كوريا الجنوبية	149.56	112.35
اليابان	29.77	92.84	تايلندا	63.75	61.86
ألمانيا	120	63.57	اندونيسيا	م/ع	17.77
كندا	27.12	54.05	ماليزيا	6.48	30.06

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على (البيانات المالية والنمو الاقتصادي) DATA WORLD BANK INDICATORS تاريخ آخر زيارة 2021/03/27 على 20 سا

الفرع الثاني: مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية الناشئة

مؤشر درجة التمرکز: يقصد بدرجة تركيز التداول بمعنى ان حجم التداول مركزا في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب

¹ Dermiguc-Kunt & Levine Ross , **op-cit**, p6.

² رفیق مزاهدیة، مرجع سبق ذكره، ص 82

³ د.حيدر حسين آل طعمه، مرجع سبق ذكره، ص 35

الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول¹ وكلما انخفضت درجة التمرکز كلما كان ذلك مؤشراً إيجابياً على تطور² أداء السوق، فحسب الجدول باستثناء الهند والصين و ماليزيا نوعاً ما فإن أغلب الأسواق الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا يتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة الـ 20%، قد يصل التركيز في الأسواق الناشئة إلى 60% ويتجاوز هذه النسبة في فنزويلا، كولومبيا وزمبابوي.

الجدول رقم 39 تركيز الأسواق الناشئة في نهاية كانون الأول 1994.

الأسواق	حصة مشروعات الأكبر حجماً في الرسملة (بالنسبة المئوية)	الحيز الذي تشغله الأوراق الأكثر نشاطاً في الرسملة (بالنسبة المئوية)
الأرجنتين	41.7	47.7
البرازيل	34.5	36.4
المكسيك	33.8	57.6
فنزويلا	73.8	80.7
البيرو	55.8	55.2
الصين	17.3	12.1
الهند	19.4	6.2
إندونيسيا	29.8	35.4
تايلنديا	35.6	28.0
ماليزيا	29.6	13.5
البرتغال	51.1	52.6
هنغاريا	43.9	26.1
بولندا	46.8	33.5
زمبابوي	61.4	62.1
الأردن	45.8	56.6
كولومبيا	61.2	-

المصدر: International Finance Corpratin

وبالمقابل فإن تزايد سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة لا يشكل ميزة إيجابية على الإطلاق، بل إن من شأن ذلك التأثير سلباً على السيولة والأداء المستقبلي للسوق، وهذا ما يفسر سلسلة الاضطرابات في حركة التداول في الأسواق الناشئة، والتي تتميز أغلبيتها بارتفاع درجة التمرکز، إذ عادة ما تتغير مؤشرات أسعارها بقيم مثيره للاهتمام لمجرد أن تحسناً أو تدهوراً ما قد طرأ على أداء إحدى الشركات القيادية³ في السوق ويولي أصحاب المحافظ المالية الدولية أهمية كبيرة لانخفاض درجة التمرکز نظراً لما يمكن أن يوفره ذلك من فرص لتتويع المخاطر وإحلال الأصول على غرار البورصات المتطورة حيث درجة تمرکزها محدودة وهامشية⁴

¹https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D9%84%D9%81:MSCI_logo_2019.svg

مؤشر MSCI للأسواق الناشئة يوم 2020/04/01

² الدسوقي إيهاب، "اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة- مصر-، 2000، ص152

³ رفیق مزاهيدية، مرجع سبق ذكره، ص 82 "

⁴ المرجع نفسه.

2 مؤشر درجة التذبذب:

إن التقلب في عوائد الأوراق المالية من أهم المؤشرات التي لقيت اهتماما كبيرا في الدراسات النظرية لكفاءة السوق، ويعرف التذبذب على أنه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة¹، وقد ويتم حساب المؤشر بتقدير الانحراف المعياري لسلاسل متوسط المردودات الشهرية² في أسواق الأوراق المالية وميزة هذا المقياس في أنه يستخدم على مستوى مجموعة من الأسواق لكشف الاتجاهات المحتملة في تقلبات العوائد وأيضا مستوى هذه التقلبات بالنسبة لمجموعة الأسواق الناشئة والمتقدمة على حد سواء.³

من المهم جلب المضاربين إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة⁴ وذلك لغرض تزويدها بالسيولة المطلوبة على المدى القصير، فالمضاربون يتخذون قراراتهم في أجل أقصر مما يفعله المستثمرون المؤسساتيون، إنهم يفضلون الأسواق المتذبذبة التي تتميز بسيولة دائمة. فالأسواق الناشئة من أكثر الأسواق تقلبا مقارنة بالأسواق المتقدمة، بسبب عدة عوامل تتمثل في الانتقال إلى الأطر المؤسسية الكفيلة بالحد من أنشطة المضاربات العشوائية وشيوع عمليات التداول الداخلية التي يقوم بها بعض المتعاملين في البورصات، والتأخر في وصول واستيعاب المعلومات الجديدة من قبل الأسعار، يضاف إلى ذلك اعتماد اقتصاديات الأسواق الناشئة على مجموعة محدودة من القطاعات الصناعية، مما يعمق من حدة التقلبات في أسعار أسهم الشركات المدرجة في أسواقها لمجرد انخفاض الطلب على صادراتها في الأسواق العالمية، كما يمكن أن يكون التقلب بسبب محدودية الأوراق المالية المتاحة للتداول وعدم استمرارية عمليات التداول⁵.

3- مؤشر التنمية المؤسساتية:

تتسم مقاييس التنمية المؤسساتية بطابعها الكيفي⁶ وهي كالاتي

¹ Geert Bekaert & Campbell Harvey " **Time-Varying World Market integration**", Journal of Finance, Vol N°2, 1995, p p 403-444, p440.

² أنظر إلى:

- Dermirguc-Kunt & Levine Ross « **Stock market development and financial intermediation: Stylized Facts** », The World Bank Economic Review, WPS 1462, 1996.

- William Schwert « **why does stock market volatility change over time ?** » The journal of finance, Vol XLIV N° 5, december 1989, p-p1115,1153), p1135.

³ Riad Dahel, « **Volatility in Arab Stock Markets** », Paper presented at the workshop on "Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance", organized at the Arab Planning Institute, Kuwait, March 15-16, 1999, p23

⁴ Lawrence K. Duke and Michael G. Papaioannou, **op-cit**, p23

⁵ رفيق مزاهدية، مرجع سبق ذكره، ص86

⁶ عاطف وليم إندراوس أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سابق ذكره، ص- 217،218:ص

توجد سبع مؤشرات فرعية لتحديد درجة التنمية المؤسسية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية وهي: مؤشر توافر المعلومات عن الأسعار والأرباح، مؤشر معايير المحاسبة، مؤشر وجود لجنة للبورصة والأوراق المالية ونظم المقاصة والتسوية، مؤشر وجود قيود على إعادة تحويل عوائد الاستثمار للخارج، مؤشر القيود على إعادة تحويل أصل رأس المال للخارج، مؤشر القيود على مشاركة الأجانب في الاستثمار المحلي، مؤشر نوعية قوانين حماية المستثمر.

4- مؤشر تقييم الأصول والاندماج الدولي لأسواق الأوراق المالية:

يتحدد اندماج أو عدم اندماج سوق الأوراق المالية بمدى وحجم القيود المفروضة على تدفقات رأس المال الأجنبي بين الأسواق المختلفة ويرى الباحثون بأن تنويع المخاطرة عن طريق الاستثمار في المحفظة تنسم بالتنوع دولياً، يمكنها أن تؤثر على قرارات الاستثمار وبالتالي على نسب النمو الطويل الأجل، فهم يعتقدون بأن الحواجز أمام تدفقات رأس المال الأجنبي تحول دون تنويع المخاطرة وتنفص من اندماج أسواق رؤوس الأموال و تحرم المتعاملين من معادلة ثمن المخاطرة على الصعيد الدولي.

وعليه، إن وجود سوقاً للأوراق المالية متطوراً وفعالاً هو أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق استقرار النشاط الاقتصادي، واستمرارية النمو وذلك من خلال عملية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين وبين المقرضين والمقترضين من أجل تحويل وتوجيه الموارد بشكل أمثل نحو القطاعات الإنتاجية المناسبة، فضلاً عن هذا فإنه يقدم مجموعة من الخدمات المالية المتطورة مثل تحويل الأموال والضمانات وإدارة المخاطر والتخطيط المالي وإدارة الاستثمار والخدمات الاستشارية التي أصبح المجتمع بحاجة متزايدة لها في العصر الحالي.

الفرع الثالث: المؤشرات المرتبطة بالعوائد ومشاكل قياس تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة

1- المؤشرات المرتبطة بالعوائد

يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري، ويرتبط ذلك بالعوائد، وهي معايير اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار علناً لأسواق المالية، وهناك مؤشران:¹

1-1. المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية IFCI

استخدم في 1988، وهو يظهر المردودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة، ويعتمد هذا المؤشر على حساب رسمة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في الدول النامية.

1-2 مؤشر مورغان ستانلي MSCI

بحسبه بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ مؤشر IFCI ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا الأسواق غير أنه يعد أهم مؤشر يستدل به عن عوائد الأسواق الناشئة وحتى عن أسواق البلدان المتقدمة في السنوات الأخيرة¹

ففي عام 1968، نشرت Capital International مؤشرات تغطي سوق الأسهم العالمية للأسواق غير الأمريكية حيث قام مورجان ستانلي بترخيص حقوق المؤشرات ووصفها بأنها مؤشر (مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال=MSCI) وكان مؤشر MSCI واحدا من المؤشرات الأساسية المرجعية خارج الولايات المتحدة قبل انضمامه إلى FTSE و سيتي بنك و ستاندرد آند بورز وبعد أن بدأت داوجونز تطفو في وزن صناديق المؤشرات، تبعتها MSCI في عام 2004²، ثم استحوذت MSCI على Barra، Inc.، لتشكيل MSCI Barra في منتصف عام 2007.

ويضم مؤشر "مورغان ستانلي للأسواق الناشئة" (MSCI) أسواقًا كبيرة ومتوسطة عبر 30 دولة حول العالم وهي تضم كل من: الصين، البرازيل، تشيلي، كولومبيا، التشيك، مصر، اليونان، الهند، إندونيسيا، كوريا، ماليزيا، المكسيك، باكستان، بيرو، المجر، الفلبين، بولندا، روسيا، قطر، جنوب إفريقيا، تايوان، تايلاند، تركيا، والإمارات ومصر والعربية السعودية والكويت وأوكرانيا وباكستان ولبنان والأرجنتين وتمثل نحو 10% من القيمة السوقية للأسواق العالمية وهو يعد أشهر وأبرز مؤشرات الأسواق الناشئة.

خلال 2019 ارتفعت هذه المؤشرات بنسبة 11.89% مقارنة بـ 7.5% لمؤشر الأسواق المتقدمة وهو يخضع لمراجعة نصف سنوية في مايو ونوفمبر من كل عام و حتى تتمكن الدول من تصنيف MSCI يجب توفر معايير معينة للانضمام إليها أهمها الشفافية والثقة وسهولة الاستثمار والسيولة كما احتلت الصين حصة الأسد في السنوات الأخيرة ففي عام 2017 حققت نحو 26% من أوزان المؤشر، يتبعها كوريا الجنوبية ثم تايوان، كما ظهر مؤشر MSCI All Country World Index (ACWI) وهو مؤشر عالمي للأسهم يقيس أداء الأسهم في كل من الأسواق المتقدمة والناشئة بحلول نهاية عام 2019 أصبح يغطي أكثر من 3000 سهم على مستوى العالم و هو مؤشر مرجح للقيمة السوقية تم تطويره بواسطة MSCI Inc. ، وهي شركة مالية أمريكية مطروحة للتداول ويمكن استخدام MSCI ACWI كمعيار لتقييم أداء محفظة الأسهم العالمية

¹ عباس كاضم الدعي "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية" دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان ط2010، 1، ص95

² مؤشر MSCI للأسواق الناشئة

https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D8%A4%D8%B1_MSCI_%D9%84%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%A7%D8%B4%D8%A6%D8%A9

الجدول رقم 40 النسبة المئوية لتطور الأداء الاستثماري لمؤشرات أهم الأسواق المالية الناشئة حسب MSCI

السنة	مؤشر MSCI العام للناشئة	مؤشر MSCI للأسواق المتقدمة	مؤشر MSCI للأسواق BRIC	مؤشر MSCI للناشئة ASIA	مؤشر MSCI للأسواق الناشئة GCC	مؤشر MSCI للأسواق الناشئة الإسلامية
2001	2.37-	16.52-	14.01-	0.875	غير متوفر	غير متوفر
2002	6.00-	19.54-	12.62-	4.99-	غير متوفر	غير متوفر
2003	0.2856	0.7633	0.7191	0.3450	غير متوفر	0.4461
2004	0.9525	0.2515	0.1217	0.8114	غير متوفر	0.6022
2005	0.5434	0.210	0.4644	0.8326	غير متوفر	0.8236
2006	0.5532	0.6520	0.6056	0.6932	0.5943	0.4634
2007	0.8239	0.579	0.0659	0.0841	0.7151	0.8443
2008	53.18-	0.40.33-	0.3459	52.96-	55.84-	55.21-

Financial Market index, Journal of International Financial Markets, ARTICLE IN PRESS.
Fredj Jawadi, & al, Conventional and Islamic stock price performance An empirical investigation, Internationa

1-3-3 مشاكل قياس مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة

1-3-1 لا يوجد مؤشر موحد للقياس بشكل شامل

إن تطور النظام المالي يتضمن الانفتاح المالي، التنظيم والرقابة، وأوجه التقدم التكنولوجي ودرجة المنافسة بين الدول لذلك لا يوجد مؤشرا واحدا تقوم بموجبه الأسواق تقييم دور السوق في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك لوجود عدة قنوات يمكن من خلالها تشجيع النمو، بالإضافة إلى تشابك القنوات وتعدد طرق الحسابات وتعقدها حسب المنظمات.

1-3-2 صعوبة القياس الكمي لبعض المؤشرات

ليس من السهل أو حتى من الممكن قياس بعض المؤشرات الدالة على تطور سوق المال قياسا كميًا، فهي بشكل رئيسي مؤشرات تدل على كفاءة النظام المالي لتخفيض تكاليف المعلومات والمعاملات على العملاء ويعتبر تقييم هذه الكفاءة ممارسة نوعية بشكل رئيسي، كما أنه ينطوي في العادة على التقييم الالتزام بمعايير وقوانين النظام المالي ذات الصلة¹.

كما أن البيانات الخاصة بالمؤشرات القابلة للقياس قياساً كميًا قد لا تتوفر بسهولة عبر البلدان²، وقد يصعب أحياناً تجميع المعلومات المتوفرة بأسلوب متناسق وقابل للمقارنة بين البلدان والتي قد لا تكون قابلة للمقارنة بين البلدان بسبب مختلف المنهجيات المستخدمة في الحساب.

¹ عاطف وليم إندراوس، مرجع سابق ذكره، ص 210

² Paul Holden and Vassili Prokopenko « **Finacial Development and Poverrrty Allevation: Issues and policy Implications for developing and transition Countries** » IMF working Paper, October 2001, P-P(1-39), p6

وهكذا تبين لنا أن تطور الأسواق الناشئة يختلف من دولة لأخرى من حيث عدد الشركات المدرجة في السوق وعدد الشركات التي تدرج سنويا ورأس مال السوق ونسب الزيادة في صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة، لذلك فإن هذه الاختلافات، إلى جانب قدرة السوق على رفع رأس ماله عن طريق الإصدارات الجديدة، تعكس مميزات السوق والبيئة الاقتصادية والمالية للدول، بما فيها دور وحجم القطاع الخاص ودخول الاستثمار الأجنبي للسوق والمصادر البديلة في التمويل والإطار المؤسسي، كالرقابة والإشراف وإجراءات المقاصة والتسوية والحفظ المركزي، ذلك من جانب، ومن الجانب الآخر الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم المستثمرين (محلي - أجنبي).

المطلب الثاني: تأثير السياسات الاقتصادية على مؤشرات التنمية الاقتصادية

تستمد السياسة المالية أهميتها من أدواتها حيث أن النفقات العامة تؤثر في النشاط الاقتصادي الوطني فهي تؤثر على الاستهلاك، والادخار، والاستثمار، والإيرادات تمثل الموارد التي تحصل عليها الدولة لتقوم بتغطية نفقاتها وكلما زادت إيرادات الدولة واستثمارها زاد النمو الاقتصادي في الدولة، كما تسعى السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، و النمو الاقتصادي والاستقرار في المستوى العام للأسعار من خلال التحكم في أدوات السياسة النقدية المتمثلة في المعروض النقدي، والائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص والأدوات الأخرى، كما تلعب دورا هاما في علاج التضخم¹

الفرع الأول: تأثير السياسات النقدية على مؤشرات التنمية الاقتصادية

رغم أن السياسة النقدية تعد من السياسات الرئيسية في تحقيق النمو والاستقرار، إلا أنها تختلف من حيث التطبيق من دولة إلى أخرى وذلك بحسب متغيرات كل دولة؛ إذ أن نظرة الدول النامية للسياسة النقدية تختلف عن نظرة الدول المتقدمة² من حيث الأهداف، فالدول المتقدمة ترى أن هدف السياسة النقدية الأساسي هو تحقيق الاستقرار النقدي وتخفيض معدلات التضخم، أما الدول النامية فتري أن هدف السياسة النقدية أبعد من ذلك؛ إذ تهدف من خلالها إلى تحقيق النمو الاقتصادي، والاستقرار النقدي، وتخفيض مستويات البطالة، واستقرار أسواق صرف العملات.

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الوسائل التي يستخدمها البنك المركزي للسيطرة على عرض النقد و حجم الائتمان الممنوح للنشاط الاقتصادي والتحكم بهيكل أسعار الفائدة بما يؤمن استمرار نمو النشاط الاقتصادي وتحقيق الاستخدام الكامل للعمالة مع استقرار المستوى العام للأسعار و يرتبط عرض النقد

¹ <https://democraticac.de/?p=40237>

² رضوان سليم "دور السياستين المالية والنقدية في تحقيق التنمية الاقتصادية" مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 8 العدد 8، 2008،

صص (105،89) <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/6068>، صص 104

بمستوى النشاط الاقتصادي ارتباطا مباشرا حيث يؤدي التوسع النقدي إلى تحفيز التوسع في النشاط الاقتصادي عن طريق زيادة القدرة الشرائية لاستهلاك السلع والخدمات¹.

و تلعب السياسة النقدية في البلدان النامية دورا مهما في تعجيل التنمية من خلال التأثير على توفير تكاليف الائتمان والسيطرة على التضخم والمحافظة على توازن ميزان المدفوعات. وتعمل السياسة النقدية في الاتجاهات الآتية:

- 1- تأمين الهيكل المرغوب لأسعار الفائدة و تحقيق التوازن المطلوب بين الطلب والعرض على النقود.
- 2- توفير الائتمان المطلوب للتوسع الاقتصادي المرغوب و توجيه الائتمان نحو المستخدمين.
- 3- خلق و توسيع و تطوير المؤسسات التمويلية و إدارة الدين العام.

الفرع الثاني: تأثير السياسات المالية على مؤشرات التنمية الاقتصادية

تحل السياسة المالية مكانة هامة بين السياسات الأخرى ؛ لأنها تستطيع أن تقوم بالدور الأعظم في تحقيق الأهداف المتعددة التي ينشدها الاقتصاد الوطني، وذلك بفضل أدواتها المتعددة التي تعد من أهم أدوات الإدارة الاقتصادية في تحقيق التنمية الاقتصادية والقضاء على المشاكل التي تعوق الاستقرار الاقتصادي² ومن أهم أهدافها هو تحقيق النمو الاقتصادي، والوصول لمستوى التشغيل الأمثل، والحفاظ على استقرار الأسعار، وتحقيق العدالة الاجتماعية، والتوازن في ميزان المدفوعات وأهداف السياسة المالية تتمثل في:

1- التنمية الاقتصادية: وتشمل كل عمليات الإنفاق الحكومي على البنى التحتية والقطاعات الصحية والتعليم والقضاء على الفقر وخفض البطالة والتضخم .

2- تسوية التوازن الاقتصادي: ان اتساع دور الدولة في القطاع الاقتصادي، أصبح لزاما على السياسة المالية أن تعمل على تحقيق التوازن في جوانب الاقتصاد الوطني³ وبالتالي التوازنات الآتية:
-التوازن المالي :والمقصود الاستخدام الأمثل لموارد الدولة بالشكل الذي يتلاءم وحاجات الخزنة العامة من جهة ومصالحة الممول من جهة أخرى.

-التوازن الاقتصادي: بمعنى التوصل إلى حجم الإنتاج الأمثل بين نشاط القطاعين العام و الخاص.

-التوازن الاجتماعي: الوصول إلى أعلى مستوى ممكن من الرفاهية للأفراد في حدود إمكانيات المجتمع.

¹مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 221

² <https://democraticac.de/?p=40237>

³عباس كاضم الدعمي، مرجع سابق ذكره، ص109

3-تحقيق العدالة الضريبية

فالساسة المالية بالمعنى العام تعنى بكيفية استخدام الضرائب و الإنفاق الحكومي¹ و الافتراض العام من قبل الحكومة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي أو التنمية الاقتصادية و في البلدان الناشئة فقد بدأت حديثا حكومات هذه البلدان باستخدام السياسة المالية لتحقيق التنمية الاقتصادية من خلال التعجيل في معدل التكوين الرأسمالي وليس لتحقيق الاستقرار في معدل النمو الاقتصادي كما أكد عليه بالنسبة للبلدان المتقدمة² التي تعاني من التقلبات في النشاط الاقتصادي.(Keynes) و لذلك فان البلدان النامية بدأت باستخدام وسائل السياسة المالية لتوجيه النشاط الاقتصادي و المحافظة على التوازن الداخلي وتوزيع الدخل و ضبط الطلب على مختلف أنواع السلع والخدمات و حماية الإنتاج المحلي و السيطرة على التضخم حيث أن مستوى الدخل في البلدان الناشئة قد يكون متوسطا إن لم يكن منخفضا وأن الميل للاستهلاك مرتفع جدا مما يجعل من الميل للادخار منخفضا والدخول لدى الأغنياء تنجه عادة للاستهلاك البذخي ونسبا كبيرة من الادخارات تضيع في قنوات غير إنتاجية كالعقارات والاكنتاز لذلك يجب على السياسة المالية في هذه البلدان أن تسعى إلى تحويل كل هذه المدخرات نحو القنوات الإنتاجية، فبسبب انخفاض مستوى الادخار في البلدان الناشئة وكذلك النامية تقل قنوات الاتجاه إلى الاستثمار لذلك تفرض الحكومة الضرائب لتصبح هي الوسيلة الفعالة لتحقيق الادخار الإجباري و في نفس الوقت تخفض من مستوى الاستهلاك البذخي بشكل فعال.

الفرع الثالث : تأثير السياسات التجارية على مؤشرات التنمية الاقتصادية

السياسات التجارية هي إجراءات تتخذها الدولة لتنظيم التجارة الخارجية وعلاقات الاستيراد والتصدير من وإلى الخارج والسياسات التجارية³ ذات أهمية كبيرة و خاصة أنها تعتمد اعتمادا كبيرا على التجارة الخارجية في توفير الفائض الاقتصادي و العوائد من العملات الأجنبية للإيفاء بمتطلبات التنمية الاقتصادية وذلك لأنها وسيلة لنقل التكنولوجيا وتعزيز التخصص⁴ ولهذا يتعين على البلدان الراغبة في تحقيق التنمية أن تصمم سياساتها التجارية بالشكل الذي يعمل على توسيع عوائد الصادرات و التقليل من الآثار السلبية للتجارة الخارجية و يتعين على البلدان النامية والناشئة أن توجه التجارة بالشكل الذي يجعلها مكملا للجهود التنموية.

¹ نفس المرجع سابق، ص 110

² مدحت القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 226

³ مبير بالدوين "التنمية الاقتصادية"، ترجمة جرانت اسكندر ومراجعة حسين زكي أحمد، مكتبة طريق العلم، على الموقع books4arab.me، ص 85

⁴ Pour plus de detail voir:

- Patrick Love et ralph Lattimor, « **le commerce international, libre,équitable et ouvert ?** »ed.de L'OCDE, Paris,2009 ? PP165,167

فإذا كانت معدلات زيادة الطلب العالمي على السلع الأولية متدنية، يجب أن تتركز جهود البلدان الناشئة على سلع مختارة للصادرات وأن تعمل على رفع إنتاجيتها لتصبح منافسة في الأسواق الدولية و من المفيد أن تسعى البلدان النامية لتصنيع بعض السلع الأولية لتوسيع فرص الصادرات و كذلك الاستفادة من هذه المنتجات كمدخلات للعديد من الصناعات.

وقد تفتقر البلدان النامية إلى مناطق تجارة حرة ففي هذه الحالة يتوجب على الحكومة أن تتدخل في دعم وترويج الصادرات أما في جانب الاستيراد فيمكن للحكومة أن تتدخل من أجل الحفاظ على حجمها ضمن حدود الصرف الأجنبي المتاح و السماح بدخول الاستيراد الضروري كما تشجع الحكومة على جلب الاستثمار الأجنبي المباشر بواسطة الحوافز واللجوء إلى توظيف السياسات الدبلوماسية في جلبه.

المطلب الثالث: دور البورصة الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية

تعتبر رؤوس الأموال محور التنمية الاقتصادية فمن الغير متصور إحداث التنمية الاقتصادية من غير التكوينات الرأسمالية ويقول « MEIR » إن التراكم الرأسمالي ليس كل شيئا إلا أنه يمثل جوهر التنمية و التي من خلالها تصبح كل أوجه التنمية ممكنة¹

إذ تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة التكوينات الرأسمالية ونظرا لكون البنوك التجارية لا تستطيع بمفردها الاضطلاع بتمويل الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل لقلّة الأرصدة المتاحة لديها، كما أن قيامها بتمويل الاستثمارات بالعملة الوطنية قد يترتب عليه آثارا تضخمية من هنا تتجلى أهمية ودور أسواق الأوراق المالية في عملية التنمية الاقتصادية كأحد الآليات الهامة لتجميع المدخرات وتوجيه مسارها للاستخدام الأمثل والصحيح فعملية تحويل رؤوس الأموال من عارضي التمويل إلى طالبيه تخدم بدورها أهداف التنمية في أي دولة².

كما أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية الشركات الاقتصادية الخاصة والعامة وهذا ما يحرك إيجابا الاقتصاد الكلي نحو الانتعاش والتسريع من وتيرة التنمية وفي هذا الصدد سنحاول معرفة الأدوار الأساسية لهذه السوق في الحياة الاقتصادية، إذ تعمل هذه الأخيرة على تعبئة المدخرات وتوظيفها على المدى الطويل، فأصبحت بذلك مقياسا للدخار والاستثمار بحيث تعد الأسواق المالية أداة الدولة في تحقيق مجموعة من الأهداف، ويتضح دورها في ما يلي:

الفرع الأول: دور كل من السوق الأولي والثانوي (البورصة) في تحقيق التنمية

إن السوق الأولي والثانوي ذا أهمية مالية واقتصادية هامة حيث لا يمكن إحداث التنمية في غيابهما و ذلك للأسباب التالية:

¹ مبير بالدوين، مرجع سابق ذكره، ص72

² سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية و دورها في تمويل التنمية الاقتصادية المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص5

-تعد السوق الأولية أحد آليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية و تحريك رؤوس الأموال¹ من القطاعات ذات الفوائض إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية كما تمارس السوق الأولية بهذا الدور تأثيرا محسوسا على مصادر الادخار في مرحلة التجميع وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف.

-تعد السوق الأولية مصدرا رئيسيا لضمان تدفق الأموال و بغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.
-إن من أهم المشاكل التي تواجه معظم الدول النامية هي ليس نقص مدخرات و لكن مشكلة توجيه هذه المدخرات.

-إن الشركات القائمة و التي ترغب في زيادة مواردها المالية بغرض التوسع و التطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد أو لإزالة الصدع في هيكلها التمويلية ليس أمامها إلا الاتجاه إلى احد المصدرين أما سوق النقد أو سوق رأس المال.

1- الدور التمويلي للسوق الأولية

تلجأ المنشآت (تحت التأسيس) إلى السوق الأولية لأول مرة عند إصدار أسهم رأس المال و طرحها للاكتتاب العام , بينما تلجأ المنشآت القائمة إلى هذه السوق إذا ما رغبت في زيادة رؤوس أموالها وذلك بعد تقديرها لكافة احتياجاتها من الموارد المالية و سواء كان ذلك لمواجهة أي برامج توسعية أوعمليات إحلال و تجديد² تضمن بها المنشأة استمرارية التشغيل أو استجابة منها لدواعي التطوير.

وقد يدفع المنشأة إلى اللجوء إلى السوق الأولية عدم كفاية رأس مالها العامل لتمويل نشاطها الجاري.

كما أن أسباب التي تدفع المنشآت إلى زيادة رأس المال هو رغبتها في التخلص من أعباء الديون والتي قد تتوء بحملها و تعجز عن سداد إقساطها أو حتى الوفاء بأعبائها ومجمل القول أن بوسع

الشركات أن تلجأ إلى احد الوسائل أو الطرائق الآتية لزيادة رأس المال:

-زيادة رأس المال لمقتضى حصص جديدة نقدية أو عينية.

-تحويل جزء الاحتياجات إلى رأس المال و تحويل السندات إلى أسهم

2- الدور التفعيلي للنشاط الاقتصادي في السوق الثانوية(البورصة):

هناك إجماع بين أخصائيو الإستثمار و التمويل أن الوظيفة الأساسية لبورصة الأوراق المالية تخلص

في قيامها بتسييل الأصول المالية(عملية بيع وشراء الأصول المالية) المتمثلة في الأسهم و السندات.

و نظرا لقيام السوق بتلك الخدمة فان المستثمرين يصبحون أكثر استعدادا لشراء الأسهم التي تطرح

للاكتتاب العام لأول مرة أو لشركات قائمة بغرض زيادة رؤوس أموالهم كما أن المستثمرين تغمرهم الثقة

¹ حسان خضر، مرجع سابق ذكره، ص 11

² حيدر حسين آل طعمه، مرجع سابق ذكره، ص 17

أن بوسعهم تسيل أوراقهم المالية بسرعة وسهولة¹ و بأدنى تكلفة ممكنة وأعلى سعر وذلك في حالة توفر عنصر الكفاءة في أداء السوق من حيث الكفاءة التبادلية والهيكلية والتشغيلية.

و عليه نخلص إلى ما يأتي:

إذا كانت البورصة نفسها لا تقوم بتمويل التنمية إلا أن غيابها عن ساحة النشاط الاقتصادي يعنى ذلك إصابة الجهاز الإنتاجي بالفشل والشلل و تراجع المستثمرين عن الإستثمار أو حتى التوقف عن إنشاء المشروعات و توقف عمليات الإنماء الاقتصادي ومن خلال هذا يمكن أن نؤكد أنه لا وجود لشركات المساهمة في ظل غياب أسواق الأوراق المالية كما أنه لا قيمة لهذه الأسواق في غياب شركات المساهمة .

ففي حالة السيولة الجديدة لتمويل استثمار ما فإن البائع ما كان ليقدم على بيع أوراقه المالية لو كان استثماره في تلك الفرص البديلة المتاحة، أما في حالة استعمال السيولة الجديدة لتمويل إنفاق استهلاكي فان ذلك يعنى ببساطة أن البائع للسهم قد توصل إلى قناعة بأن المنفعة من استهلاك ثمن الأسهم أكثر منفعة من الصبر عليها و الانتفاع باستهلاك العائد السنوي.

عادة ما تكون مردودية الأوراق المالية المتعامل بها على مستوى السوق المالي، أكثر مردودية من تلك التي تقدمها الهيئات المالية الأخرى في سوق رؤوس الأموال فالهدف من الاستثمارات التي يقوم بها الأفراد والمؤسسات المختصة تهدف للحصول على عائد مرض²، فلولا ذلك لما أقدم هؤلاء على المخاطرة بأموالهم ويتخذ هذا العائد شكل فوائد وأرباح، أو فوائض في القيمة وذلك حسب صيغة الاستثمار المختارة.

3- دور البورصة على مستوى الاقتصاد الجزئي

تقوم بورصة الأوراق المالية بدور كبير في خدمة الأفراد و المؤسسات تتمثل في عدة وظائف أهمها³:

- تسعير الأوراق المالية وفق مبادئ العرض والطلب.
- بيع الحقوق و شرائها: بواسطة البورصة يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق و شرائها دون المس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع.
- توفير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا للاستثمار في شتى المجالات.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سابق ذكره، ص26

² حسين بن. هاني، مرجع سابق ذكره، ص16

³ شعبان محمد إسلام البراوي "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية" دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى، 2002 ص

- توفير قنوات سليمة للاستثمار وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم و ترشيد الإنفاق الاستثماري و تحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.
- التأمين ضد تقلبات الأسعار يستفيد التاجر و الصانع والمزارع من البورصة من التامين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عمليات التحوط أو التغطية بالمضارب مثلا: يشتري سلعة ليبيعه فيما بعد إذا ارتفع سعرها فإنه يحتاط لنفسه فيبييع في الوقت نفسه كمية مماثلة لما اشتراه فإذا هبط السعر فإنه يشتري ما قام سابقا ببيعه فيعوض بشراء هـ هذا ما سبق أن خسره.
- إيجاد مجال للمضاربة: أن المضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناءا على معلومات فنية و تقديرات معقولة للارتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان وهي لازمة لاستمرار العمل في البورصة ولكن اذا خرجت المضاربة عن وظيفتها، تتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية و بوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازن الأسعار وتفتشي الأزمات نتيجة التلاعب الغير أخلاقي.
- تعد البورصة أهم أداة للمستثمرين الصغار الذين تقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فتكون البورصة انصب أداة لهذا الاستثمار كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم و سندات مطروحة للتداول¹.
- فسوق الأوراق المالية أداة هامة لتقييم الشركات والمشروعات، حيث يساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات، دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

الفرع الثاني: دور البورصة على مستوى الاقتصاد الوطني المحلي

تقوم أسواق الأوراق المالية(البورصة) بدور حيوي في عملية تمويل المشاريع الاقتصادية المختلفة في معظم الاقتصاديات المتقدمة وبعض الاقتصاديات الناشئة، إذ ارتبط دورها الريادي بتعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة وبذلك يعتبر الرجوع إلى سوق الأوراق المالية من الشروط الطبيعية من أجل تمويل التنمية² فهي تسمح بنمو الشركات، وتدعم الدولة بوسائل إضافية للقيام بدورها في المجالات الاقتصادية والاجتماعية، كما يساهم السوق في تمويل استثمارات الشركات، إذ تظهر مساهمته جد هامة في النظام المالي من خلال جمع المدخرات وتحويلها لاستثمارات، وهي عملية بالغة الأهمية خاصة بالنسبة للبلدان التي يكون التمويل الذاتي فيها ضعيفا كما ينشئ السوق حلقة مباشرة بين

¹ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000، ص 26

² محمد فتح الله النشار، التعامل بالأسهم، دار الجامعة الجديدة للطباعة، الإسكندرية، 2006، ص 46

المدخر الذي يطمح إلى توظيف رؤوس أمواله والمستثمر الذي هو بحاجة لهذه الأموال¹، هذا بالإضافة إلى المميزات التي يقدمها السوق لتحفيز الاستثمار وتفعيل النشاط الاقتصادي.

1- دور البورصة في تحقيق السيولة :

إن إيجاد أسواق مالية كفؤة متطورة بأدائها وأدواتها، قادرة على الاستجابة السريعة لمتطلبات الاقتصاد² من حيث موارد التمويل التي تحتاج إليها الاستثمارات بالحجم والتوقيت الملائمين، باتت ضرورة حتمية لمواجهة التغيرات المحلية والدولية.

أما الدور الثاني الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية وهو تكميلي للدور الأول، يتمثل في الضمان الذي يقابل تخوف الادخار من التجميد، الأمر الذي يؤدي إلى تردها في الإقبال طالما لم تكن متأكدة من قدرتها على التحويل إلى سيولة.

فالسبب لا يحصل عليها إلا بوجود سوق واسع بوجود كمية هامة من الأوراق المتداولة والموضوعة تحت تصرف العامة، وبكثافة المبادلات، الأمر الذي لا يؤدي إلى حركات غير نظامية للتسعير.

2 - دور البورصة في التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني لاتخاذ الإجراءات المناسبة: تساعد أسواق

الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ³ حيث يعبر حجم المعاملات عن أهمية الأموال السائلة المتداولة.

وتعد مؤشرات الأسهم مقياساً للأداء الاقتصادي، حيث غالباً ما تستعمل البورصات كمرآة للاقتصاد الوطني من خلال تفاعل قوى العرض والطلب، فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق الأوراق المالية يعد من المؤشرات السابقة للأحداث والتنبؤ وذلك باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلاً فانخفاض أسعار الأوراق المالية يعد مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها عن قنوم مرحلة انتعاش، كما أن بداية انخفاض المؤشر يعد دليلاً على نهاية فترة انتعاش كان موجودة وهذا بدوره يسمح للدولة من اتخاذ إجراءات الإصلاح لمعالجة الخلل الذي يمر به اقتصادها باعتماد السياسات المالية والنقدية الكفيلة بتأخير قنوم الكساد وإطالة فترة الانتعاش

3- دور البورصة في تحقيق كفاءة تخصيص الموارد:

فمن خلال أسواق الأوراق المالية يتم التعبير عن احتياجات الاقتصاد (الاستثمارية) فمن خلال شراء الأوراق المالية للشركات والمؤسسات العاملة في السوق التي تقوم بتوزيعات مغرية، بدلاً من أن يتم

¹B.JAQUELOT et B. SOLNIK, « Marchés Financiers Gestion de Portefeuilles et des Risques », (Paris: DINOD, 3^o Edition, 1997,P- P:10-11

²د.منير إبراهيم هندی "الأوراق المالية وأسواق المال"توزيع المكتب العربي الحديث، مطبعة الدلتا، الاسكندرية، 2009، ص550

³محمد صالح الحناوي، جلال العبد، مرجع سابق ذكره،، ص 27

توجيه الأموال المستثمرة نحو الأنشطة غير المنتجة، كالمضاربة في العملة والعقارات أو اكتنازها فالشركات الرباحة هي التي تمنح توزيعات مغرية مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الأسهم والسندات الصادرة عن هذه الشركات¹ تتطلب الكفاءة في تخصص الموارد توفر عدة سمات في أسواق الأوراق المالية، تتمثل في: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق والأمان والمقصود بكفاءة التسعير أن تعكس الأسعار كفاءة المعلومات المتاحة، وكفاءة التشغيل يقصد بها تضائل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد، مقارنة بالعائد الذي سوف ينتج عن تلك المعاملات، أما عدالة السوق فتعني أن إتاحة الفرص المتساوية لكل الراغبين في عقد الصفقات، والأمان هو ضرورة توفر أدوات ووسائل للوقاية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق فتوفر هذه السمات سوف يخلق سوقا كفوًا، يؤدي بدوره إلى رفع كفاءة منشآت الأعمال وزيادة حيويتها، وكذلك جذب متعاملين جدد، يسمح بالوصول إلى تخصيص الموارد المتاحة وتوجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية، بما يضمن تحقيق التنمية الاقتصادية، بمعنى آخر المساهمة في كفاءة تخصيص الموارد وتوجيهها لتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الطبيعية والبشرية والمالية فمن خلال هذا الدور فالسوق تتيح للشركات الاقتصادية ذات الكفاءة في أداء نشاطاتها فرصا للحصول على الموارد المالية اللازمة لإقامة مشاريعها واستثماراتها بأقل تكاليف ممكنة، دون اللجوء إلى الاقتراض من البنوك أو من المؤسسات المالية التي قد تكلف المؤسسات الاقتصادية مبالغ مالية باهظة.

4- دور البورصة في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية

تمكن السوق جمهورها من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلبا للعوائد المتولدة منها كما تسمح السوق الكفوة للمتعامل في أي وقت بتسييل الأصول المالية بسرعة و سهولة و بأفضل سعر ممكن و بأدنى تكلفة ممكنة² كما أن التسعير العادل للأوراق المالية، يؤدي إلى اتجاه مدخرات الأفراد والمؤسسات إلى المشروعات الكفوة، التي تدر أعلى عائد حدي لرأس المال، الأمر الذي يؤثر إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي ويحقق ذلك نموا وازدهارا اقتصاديا كما يقوم قطاع الوساطة المالية بالنقل من المشاكل التي تنشأ من جراء عدم تماثل هياكل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، وما يتبعها من مشكلات مثل مشكلة الاختيار العكسي (قيام المدخرين بتوجيه مدخراتهم إلى مشروعات لا تتوافق وتفضيلاتهم للمخاطر والعائد إضافة إلى مشكلة الخطر التصرفي أو السلوكي (القطيع)

¹ صافي عمار، "محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر -

مذكرة ماجستير في اقتصاديات المالية و البنوك، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009، ص 10

² شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق ذكره، ص5

5- دور البورصة في تجميع المعلومات (الإعلان الإفصاح والشفافية): يمكن للمتعاملين في سوق الأوراق المالية الاستفادة من وفرات الإنتاج الكبيرة التي تنتجها المؤسسات المالية، مما يخفض من تكاليف التقصي والبحث عن المعلومات سواءً بالنسبة للمدخرين أو المستثمرين¹.

كما أن عملية البحث عن المعلومات، تجميعها واستنباط معناها تكلف الكثير من الوقت، الجهد والمال، خاصة إذا قام بها كل فرد لوحده لذا فإن قيام المؤسسات المالية بتجميع المعلومات، ومن ثم تقييم المشروعات الاستثمارية للمفاضلة فيما بينها يوفر الكثير من الموارد.

كما يوفر السوق المالي المعلومات اللازمة عن المقترضين والشركات التي يتم الاستثمار فيها²، وهو الدور الذي تقوم به مؤسسات التصنيف الدولية في سوق الأوراق المالية، فتقارير هذه المؤسسات إلى جانب أسعار الأوراق المالية، تمثل مرشداً للمستثمرين وفرصاً للاستثمار، وتبين مدى جدوى المشروعات مما يساعدهم على اتخاذ القرار السليم، حتى يتم توجيه المدخرات إلى أفضل المشروعات المتاحة.

6- دور البورصة في المساهمة في إحكام الرقابة:

تتطوي عملية تجميع المعلومات من قبل قطاع الوساطة المالية على دور رقابي، للتعرف على مدى كفاءة أداء المشروعات الممولة حيث يلزم سوق الأوراق المالية المؤسسات المتعاملة فيه بتقديم قوائمها المالية والإفصاح عن المعلومات، والشفافية، فإحكام الرقابة³ على الاستثمارات من شأنه يقلل المخاطر، ويضمن حسن أداء الشركات.

يعد سوق الأوراق المالية جهة رقابة خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات، التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصات، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عالٍ من الكفاءة، تتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفؤة، فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعار أسهمها في السوق نحو الهبوط⁴.
تكون حسابات شركات المساهمة علنية وجاهرة لإطلاع المساهمون ومفتشو الحسابات والدوائر المالية والجمهور، ما دامت ميزانيتها تنشر في الجريدة الرسمية والصحف اليومية، وهذا ما يسهل عملية الرقابة وتحديد وعاء الضريبة وفرضها وتحصيلها.

¹ سالم مفتاح القماطي، تفعيل سوق الأوراق المالي في ليبيا، ورقة عمل من ندوة "دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية طرابلس، 2005
² أ.د. طارق عبد العظيم أحمد "بورصة الأوراق المالية" ص75، على الموقع www.pdfactory.com تاريخ الزيارة 2021/10/15 على

18:04

³ نفس المرجع السابق، ص 70

⁴ عبد الله عويد مفلح طويرش، العلاقة بين أحجام التداول و عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة دكتوراه،

كلية العلوم المالية و المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، 2006 ص 30

تبرز أهمية هذا الدور من أن عملية الإفصاح والشفافية على عمل شركات المساهمة المدرجة تعكس أداء هذه الشركات مما يلزم إدارتها العمل بمسؤولية ومحاولة معالجة مواطن الخلل بأقصى سرعة .

7- دور سوق البورصة في المساهمة في توزيع المخاطر وإدارتها: تتم عن طريق الأسواق المالية عملية توزيع الأرصدة المتاحة للإقراض والاستثمار بين الشركات الاقتصادية المختلفة، عن طريق إدارتها للمحافظ الاستثمارية وتجميع المخاطر وفقا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة بها، بما يخفّض من تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد، علما بأن أجهزة الوساطة المالية، في النظم المالية للبلدان الأكثر تقدما، لا تنتظر فقط إلى استخدامات أفضل للموارد في الوقت الحاضر فقط، ولكنها تأخذ باعتبارها أيضا الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيصا أفضل للموارد عبر الزمن، وتحفيز التقدم التكنولوجي لتحقيق معدلات النمو المنشودة وضمان استمرارها.

كما تقوم بالتدقيق في الاختيار، أي انتقاء المشروعات ومتابعة أدائها مما يقلل من إهدار الموارد، ويستطيع المستثمر من خلال السوق المالي التقليل من هذه المخاطر وبالتالي انتقاء المشروعات، ذات أعلى عائد، وهو ما يفضل عادة فيه الأفراد، أما المخاطر المتعلقة بقطاع محدد من قطاعات الاقتصاد فيستطيع المحلل، من خلال تقييمه المستمر للمشروعات المختلفة، اكتشاف القطاعات التي تنطوي على أزمات متكررة وبالتالي الابتعاد عنها قدر الإمكان.

8- دور البورصة في تحويل الهياكل الصناعية والتجارية:

إن الشركات المسجلة في البورصة، قادرة على الحصول على أوراق مالية جديدة، أو السيطرة على مؤسسات أخرى دون الرجوع إلى خزينتها، فما دامت تحوز على أوراق مالية مسعرة على مستوى السوق بإمكانها القيام بعروض عامة للشراء أو التبادل، كذلك نجد بعض الشركات التي تستعمل السوق كوسيلة للسيطرة على شركة أخرى أوفرع منها، من خلال امتلاك أكثر من 22 % من رأسمالها، أو كوسيلة للامتصاص أي الاستيلاء الكلي على شركة أخرى، بمعنى انصهار شركتين أو عدة شركات بتجميع ممتلكاتهم، وتكوين شركة جديدة، في هذه الحالة تفسخ الشخصية القانونية لكافة الشركات المنضمة وتحل محلها الشخصية القانونية للشركة الجديدة¹.

كنتيجة لتلك العمليات والصفقات الكبرى التي تتم بين الشركات الصناعية، نلاحظ انتقال شركات بأكملها من مالك لآخر وظهور شركات ضخمة تجمع العديد من الشركات المتوسطة والصغيرة، هذا على مستوى البلد الواحد، كما قد تأخذ العملية بعدا دوليا بانتقال الشركات من بلد لآخر أو إلى مالك أجنبي

¹ B.JAQUELLOT et B. SOLNIK, , op-cit,P13

وهذا ما يعرف بحركية الهياكل الصناعية، تتم هذه العملية عن طريق البورصة بتبادل الأوراق المالية لتلك الشركات.

دوافع هذه العمليات متنوعة، فبعض الشركات تشتري أسهم شركات أخرى بغرض القضاء أو التقليل من منافسيها، أو من أجل رفع فعالية و مردودية منتجاتها، أو لأنها ترى فيها صفقة مربحة، إذا ما رأت أن أسهمها تباع في السوق المالي بأقل من قيمتها الحقيقية، فعملية الشراء هذه تجعل الطلب يزداد على الأسهم المعنية، مما يرفع من سعرها ويجعله قريباً أو مساوياً للسعر الحقيقي

9- دور البورصة في عملية الخصخصة: عمدت الكثير من الدول إلى انتهاج سياسة الإصلاح الاقتصادي، عن طريق تحرير الاقتصاد والأخذ بمبدأ آليات السوق، وقد كان من نتائجها توسيع قاعدة الملكية وتفعيل الدور الذي يضطلع به القطاع الخاص في الاقتصاد في إطار ما يعرف بالخصخصة¹، لكن هذه الأخيرة يعترضها العديد من العقبات الناجمة عن صعوبة تقدير القيمة الحقيقية لأصول هذا القطاع، من هنا تأتي أهمية البورصة (سوق الأوراق المالية)، حيث أن العلاقة وثيقة بين خصخصة القطاع العام وبين وجود بورصات ذات كفاءة عالية، توفر المناخ اللازم لتمويل الاستثمارات عبر تعبئة المدخرات من خلال هذا السوق².

تشير تجارب الخصخصة في دول العالم أن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود بورصات منظمة وكبيرة، مما يسمح باستيعاب الأوراق المالية للشركات المراد خصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم تطور بنيتها الأساسية، تؤدي إلى إعاقة عملية الخصخصة أو عدم استيعابها فالبورصة تلعب دوراً هاماً في إتمام عملية الخصخصة بنجاح، حيث أن العلاقة بينهما علاقة وطيدة فسوق الأوراق المالية يزدهر ويتوسع ويتعمق بوجود عمليات الخصخصة، وكذا الخصخصة بحاجة إلى سوق أوراق مالية قادرة على تسهيل تلك العملية فمن أبرز مزايا اللجوء إلى سوق الأوراق المالية في عملية الخصخصة هو تشجيع المستثمرين الصغار الذين تقتصر أموالهم على إنشاء مشروع معين فتكون البورصة انسب أداة لهم كما أنها أهم أداة للمستثمرين الكبار لشراء أسهم و سندات مطروحة للتداول³.

10- دور البورصة في تسعيرة قيم الأصول المالية: ينشر في كل حصة على مستوى البورصة التسعيرة الخاصة بكل قيمة منقولة والمقيدة على مستواها فهي تعتبر وسيلة قياس وتقييم الشركات من خلال تقييم أصولها المالية والتنبؤ بقيمتها المستقبلية.

¹ إبراهيم العيسوي، مرجع سابق ذكره، ص 40

² حسان خضر، مرجع سابق ذكره، ص 12

³ محمود أمين زويل، مرجع سابق ذكره، ص 28

تتسم المعلومة المقدمة للمستثمر بعدة امتيازات، فهي منظمة، عمومية، واسعة الانتشار من طرف الإعلام المختص أو غيره، إلا أن قياس قيم الأصول يتأثر بتطور المحيط السياسي والاقتصادي والاجتماعي والدولي لكن مهما يكن، تعتبر تسعيرة البورصة، بجانب تقنيات التقييم الأخرى للشركات (تحليل الميزانيات دراسة وسائل الإنتاج، مستقبل الشركة في سوقها) سهلة التحديد ومعترف بها، ويرجع لها الفضل في التقييم على المدى المتوسط والبعيد و تقدير التنبؤات المسبقة وذلك بوضع فرضيات حول مستقبل الشركة، وبالتالي تحديد قيمة هذه الأخيرة.

تسجل البورصة دورا في تنشيط وتنمية وتحريك الشركات، الأمر الذي يفعل الاقتصاد الوطني ككل فالمدخر يقبل شراء الأسهم أو السندات في الحالة التي تقدم فيها الشركة عوائد مهمة لذلك ولحماية المدخر، يفرض السوق شروطا قاسية على الشركات المقيدة به كتحسين النتائج من سنة لأخرى، الأمر الذي يشجع المدخرين على التوظيف في هذه الشركات وتحقيق أرباح مهمة.

إن تسعيرة ورقة مالية، تعكس و يصدق، إلى حد ما حسب كفاءة السوق المالي، وضعية الشركة المعنية وذلك تبعا للأرباح المحققة، ولمؤشرات مستقبل الشركة وكذا ثقة المستثمرين والمختصين وهذا ما يبين بأن العلاقة التي تربط الشركة بالسوق المالي هي أسعار أسهمها وسنداتها من جهة، وتطور هذه الأسعار من جهة أخرى، كما أن تطور تلك الأسعار يعكس مدى قدرة الإدارة المعنية على تسيير الشركة تسييرا حسنا يجعلها تقف في وجه المنافسة الشديدة التي يمتاز بها في العادة السوق، والظروف الخارجية بصفة عامة أو بعكس ذلك إذا كانت تطورات الأسعار سلبية خلال مدة معينة.

كذلك نجد علاقة تأثير وتأثر بين البورصة والاقتصاد على المستوى الكلي، فالتغيرات التي تسجل في السوق من شأنها التأثير على الاقتصاد ككل، وحتى خلق الأزمات. وبالمثل فإن التغيرات التي تحدث في الاقتصاد من شأنها التأثير على مجريات السوق.

انطلاقا من هذا، يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية تعتبر انعكاسا للوضعية الاقتصادية للبلد المعني حيث ينجم عن آثار فعالية وتحسين أداء السوق تحسين وتنشيط وضعية الاقتصاد الوطني إجمالا، وذلك بتشجيع الادخار وتوجيهه عبر قنوات سليمة عن طريق الإعلام لتحفيز الادخار، والاستثمار، وحملات الإشهار والتسويق الموجهة للجمهور الواسع، من أجل التوظيف في أسواق الأوراق المالية لغرض أساسي وهو تنمية الاقتصاد الوطني عن طريق البورصة (سوق الأوراق المالية).

11- دور البورصة في تجنب الآثار التضخمية: يحمل اللجوء إلى أسواق الأوراق المالية من قبل الوحدات ذات العجز المالي في طياته فائدة أخرى، غير الحصول على الأموال اللازمة، تتمثل في تفادي الاقتراض من الجهاز المصرفي الذي سيؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية، إذ أن هناك حدا لتمويل عملية التنمية عبر تزايد الاقتراض من الجهاز المصرفي لا يمكن تجاوزه، دون أن يؤدي هذا التجاوز إلى تضخم

غير مرغوب أو ضغوط كبيرة على ميزان المدفوعات، أما الاقتراض المباشر من الجمهور عن طريق السوق المالي فلن يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية وإنما إعادة توزيعها¹.

قيام البنوك التجارية بعمليات التمويل بمفردها تؤدي إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج² فمن مزايا اللجوء إلى البورصة، أنه يفيد في عدم زيادة نسبة القروض في هيكل رأس مال الشركة، وبالتالي المحافظة على طاقة الاقتراض للشركة عند الحاجة. كما تعد البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود، ومعالجة التضخم والانكماش، لذا تعد مؤشرات السوق انعكاسا حقيقيا لحالة الاقتصاد الوطني.

12- دور البورصة في علاج المديونية: يساهم سوق الأوراق المالية من خلال جذبه للمدخرات

الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا، في تقادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين كما يساهم أيضا في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين، وفحوى هذه التقنية هو تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول³ فكلما توفر المناخ الملائم للاستثمار، كلما ساهم ذلك في تهيئة الأوضاع لقيام سوق متطور للأوراق المالية، وفي المقابل كلما توفر سوق منظم للأوراق المالية كلما ساعد ذلك على تحسين أكبر للمناخ الاستثماري.

13 دور البورصة في تفعيل خطط الحكومة: تساهم الأسواق المالية في تمويل خطط الحكومة عن

طريق طرح أوراق مالية حكومية في السوق، فبعد زيادة أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازداد لجوء الحكومات إلى الاقتراض من قبل أفراد المجتمع، لسد نفقاتها وتمويل مشروعات التنمية، عن طريق إصدار السندات وأذونات الخزينة العامة ذات الأجل المختلفة وأصبحت الطرح العام مجالا لتوظيف الأموال لا تقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى⁴ فالدور الأساسي للأسواق يتمثل في مساعدة الحكومة في تحقيق عمليات وخطط التنمية في الاقتصاد، من خلال تمويل المشاريع وتحقيق حركية في الاقتصاد فالسوق المالي يعتبر جهازا ماليا هاما لتوزيع الادخار على مختلف الوحدات

¹ عبد الحق بو عتروس، إدارة و تنظيم بورصة القيم المنقولة، مؤتمر الأسواق المالية و دورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد-جامعة تشرين، 2003، ص- ص 3، 5

² صلاح الدين حسين السيسي، دراسات نظرية و تطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة، 2003، ص 92 .

³ عمر صقر، العولمة و قضايا اقتصادية معاصرة، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2003، ص 12

⁴ فريد النجار، "البورصات و الهندسة المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية 1999 ص 16

الاقتصادية التي تنشط بالاستثمارات وذلك باعتباره سوقا منظما يقوم على احتدام المنافسة وتقديم خدمات من شأنها أن تدفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجودها إلى خفض تكلفة المدخرات من العارضين لها إلى الطالبين عليها وتسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية، كما يضمن السوق تمويل الاستثمارات طويلة الأجل وعدم فقدان المدخرين لسيطرتهم على مدخراتهم¹ وبالتالي تمثل البورصة الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي لمعالجة التضخم أو الانكماش².

الفرع الثالث: الدروس المستفادة من الدولتين قيد الدراسة (ماليزيا وإندونيسيا) لبناء بورصة كفؤة

في الجزائر

لازالت بورصة الجزائر تواجه صعوبات متعددة تعيق انطلاقتها ومواكبة الدول التي هي في طريق التقدم وقبل الشروع في سرد سبل تفعيلها لا بد من توضيح معيقاتها ثم تقديم الدروس المستفادة من ماليزيا وإندونيسيا سواء في جانب التقدم الاقتصادي أو في جانب تطور النظام المالي

1-التحديات التي تواجه سوق الأوراق المالية في الجزائر

تواجه بورصة الجزائر العديد من المعوقات يمكن ذكر أهمها :

1-1 تحديات اقتصادية

التضخم : يؤثر ارتفاع التضخم سلبا على الاستثمار لأن الافراد يلجئون الى الاقتطاع من مدخراتهم بهدف الحفاظ على مستوى الاستهلاك الضروري وهذا ما يعيق حتى التفكير من قبل الافراد الى التوجه للاستثمار في البورصة

1-2 هيمنة القطاع العام : حيث يمثل القطاع العام ما يقارب 80 % من مجموع استثمارات

المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بما فيها البنوك التجارية العامة و ضعف الحوافز الضريبية

1-3 تحديات تنظيمية

ونذكر من بينها على سبيل المثال : قلة المؤسسات المدرجة ؛ قلة الأدوات المالية المتعامل بها ؛

الصعوبات الادارية و غياب الشفافية في المعاملات

1-4 عقبات التشريعات القانونية المدرجة في البورصة: الشروط القانونية لا توافق إدراج المؤسسات

ذات المسؤوليات المحدودة (الشركات الصغيرة والمتوسطة) بالإضافة إلى عدم وجود أدوات مالية إسلامية بالجزائر يسبب عائقا للذين لا يرغبون في التعامل بالربا

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 31

² رسمية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، جامعة الإسكندرية، 1998، ص 46

2- الإيجابيات التي حققتها الدولتين قيد الدراسة في مجال التنمية الاقتصادية وتطوير النظام المالي

- استطاعت كل من ماليزيا وإندونيسيا أن تغير من بنیان إنتاجها المحلي الإجمالي لصالح القطاعات والفروع ذات الإنتاجية الأعلى وذات الأثر التنموي الانتشاري الواسع إذ حققتا معدلات نمو اقتصادي عالية في العالم.

- حققت كل من ماليزيا وإندونيسيا تقدماً كبيراً في مجال التكنولوجيا ركزت في البداية على التكنولوجيا البسيطة ذات الكثافة العالية لعنصر العمل بهدف امتصاص فائض العرض من القوة العاملة الرخيصة وغير الماهرة والتخلص من مشكلة البطالة والتغلب جزئياً على مشكلة التمويل في المراحل الأولى من النمو، ثم بعدما هيأت البنية التحتية البشرية والمالية انتقلت إلى التكنولوجيا كثيفة رأس المال.

- التفوق في مجال التجارة وخاصة التصدير مع وجود درجة عالية من التنوع في البنية الصناعية وتغطيتها لمعظم فروع النشاط الصناعي (الصناعات: الاستهلاكية-الوسيطه-الرأسمالية) وقد كان هذا الأمر كمحصلة لنجاح سياسات التنمية، خاصة بماليزيا التي إعتمدت بدرجة كبيرة على الموارد المحلية في توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات، في ظل نمو الوعي الادخاري لدى المواطنين.

- كان نهج التنمية في كل من البلدين مستمداً من المبدأ الإسلامي الذي يجعل الإنسان محور النشاط التنموي وأداته، وأظهرتا بأن الإسلام دين حضاري صالح في كل الأوقات، وأكدتا تمسكهما بالقيم الأخلاقية والعدالة الاجتماعية والمساواة الاقتصادية، مع الاهتمام بتنمية الأغلبية المسلمة لسكان البلاد الأصليين وتشجيعهم على العمل بالقطاعات الإنتاجية الرائدة فضلاً عن زيادة ملكيتهم.

- استفادت كل من ماليزيا وإندونيسيا من دروس الأزمات، وأيقنت بأن برامج التنمية تتبع من الأنشطة الإنتاجية المحلية، سياسات دعم القيمة المضافة في الصناعات التحويلية الوطنية، وتتبع أيضاً من جهود ترشيد الإنفاق الحكومي وتنمية الإيرادات الضريبية العادلة، واستراتيجيات ترقية التكنولوجيا والمعارف الوطنية، كل هذه الجهود يجب أن تسير جنباً إلى جنب مع سياسات ضبط العلاقات الاقتصادية الخارجية، وخصوصاً إذا كان الاقتصاد ما زال في الأطوار الأولى من النمو الاقتصادي.

- كانت من نتيجة هذه الإنجازات اجتثاث الفقر والبطالة والاهتمام بالصحة والتعليم وتنمية الموارد البشرية بما يسمح للفرد من تمكينه سياسياً، وظيفياً، عملياً، معرفياً واجتماعياً فانعكس ذلك على تحسين مستوى المعيشة في كل من ماليزيا وإندونيسيا واتجه متوسط دخل الفرد للتزايد وبمعدلات كبيرة مما أدى إلى تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

- كما برز دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في النظم الاقتصادية الحديثة، نظير ما تقوم به من مهام فالسوق الأولية تقوم بدور التمويل والسوق الثانوية إذا ما تميزت بالكفاءة تقوم بتفعيل وتنشيط الاقتصاد مما يحقق كل من النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية فسوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه تفعيل النشاط الاقتصادي ؛ إذ تؤدي دوراً بالغ الأهمية في تشجيع التنمية الاقتصادية، من خلال قدرتها

على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للاقتصاد، وتمويل الاستثمارات ذات الآجال المختلفة، والتي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج.

3- الدروس المستفادة من الدولتين قيد الدراسة للنهوض بالبورصة في الجزائر

2-1 دور الدولة الجزائرية في تفعيل السياسة الاقتصادية الكلية

- الاهتمام الكبير بالاستثمار في العنصر البشري، والإنفاق العام على التعليم و الصحة و الإسكان والبحث العلمي والتقدم التكنولوجي.

- الاستثمار في التدريب لضمان توافر العمالة الماهرة

- بناء شبكة البنية التحتية على درجة عالية من التقدم والكفاءة في مختلف الهياكل الاقتصادية بهدف جذب الاستثمارات الأجنبية

- دعم القطاع الخاص في بداية المشوار في مجالات الاستثمار إلى أن يستطيع القطاع الخاص من استلام المهام وتحقيق القيمة المضافة .

- دعم التنوع الاقتصادي بهدف ابتكار قطاعات جديدة مولدة للدخل في مجال الزراعة والصناعة

والخدمات من أجل تحقيق الاكتفاء الذاتي ثم بعدها تشجيع عمليات التصدير و تشجيع وتنشيط التجارة.

- التوجه إلى التصدير: باعتباره مفتاح النمو الاقتصادي ودعم سياسة الحوافز الصناعية كالإعفاءات

الجمركية للاستثمارات الصناعية التصديرية و تقديم الإعانات والاعتماد على التخصص النوعي و الأداء المتقن للوصول إلى مستوى عال من الجودة والكفاءة، ودعم التسهيلات المصرفية .

- الاهتمام بقطاع السياحة

- تفعيل دور السياسات النقدية والمالية بهدف تقليص حجم التضخم وتعبئة المدخرات، واستقرار أسعار الصرف

- إعفاء المواد الوسيطة والسلع الإنتاجية المستوردة اللازمة للصناعات التصديرية من الرسوم الجمركية،

- تشجيع المدخرات المحلية من خلال تنوع أجهزة تعبئة المدخرات

- توزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأنشطة الاقتصادية، وتقليل المخاطر إضافة إلى زيادة إنتاجية

رأس المال البشري من خلال توفير فرص العمل وتنويعها ورفع معدلات التبادل التجاري نتيجة توزيع

مخاطر انخفاض الرقم القياسي لأسعار الصادرات على عدد كبير من السلع والخدمات، كما يساعد

التنوع الاقتصادي في توليد فرص عمل جديدة ومن ثم ارتفاع دخول عوائد عناصر الإنتاج، وهو ما

يسمح برفع القيمة المضافة المتولدة قطاعيا ومحليا

- تعزيز القدرة التنافسية و اكتساب التقنية و اعتماد مبدأ التعاون التكنولوجي لحل المشكلة التكنولوجية و الدخول في أجزائها الدقيقة.

-تنظيم القوانين التشريعية والادارية بهدف التكيف مع المحيط الداخلي والخارجي حتى يتم جذب واستقطاب الاستثمارات مع تقديم التحفيزات وتخفيض الضرائب للأجانب
-الاهتمام بالصناعات كثيفة العمالة بهدف امتصاص البطالة وحدث تحسين في توزيع الدخل

2-2 تطوير النظام المالي في الجزائر:

يتم ذلك من خلال تصحيح وتطوير النظام المصرفي والهيكل المالي:

-توفير جهاز مصرفي متكامل وتفعيل دور البنك المركزي في تنشيط بورصة الجزائر:

يعتبر توفير جهاز مصرفي متكامل وسيلة مهمة لترقية نمو البورصات، ذلك لأن مثل هذه المؤسسات التي تختص في الوساطة المالية تتطلع بالقيام بدورها على مستويات عديدة لتقوية مقدرتها على تعبئة الادخار والتوسع في عرض السيولة الفعلية والطلب الحقيقي عليها.

-نشر الثقافة المالية: وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري و التوظيفي لدى أفراد المجتمع من خلال وسائل الإعلام والترويج للتعريف بفرص و مزايا الاستثمار البورصي

-تنشيط سوق الأوراق المالية مثل: السماح بإنشاء سوق موازية للأسهم والسندات لتمكين الشركات الصغيرة من الحصول على التمويل

-تطور البنية التحتية لسوق الأوراق المالية:

- من خلال الاهتمام بالتنمية البشرية و تأطير وتأهيل الكوادر وتدريبها في مجال الاستثمار البورصي
-توعية المؤسسات الاستثمارية الصغيرة والمتوسطة على فتح رأسمالها

-توعية الأفراد نحو الاهتمام بالاستثمار من خلال البورصة مع توفير الأدوات اللازمة لذلك

الاهتمام بالنظم القانونية والقضائية والتشريعات التي تسهل الرقابة والشفافية والعمل في البورصة

-تطوير عمليات وأنظمة التداول: إدخال نظام الأتمتة ، حتى تصبح المعاملات أكثر أماناً وكفاءة تفعيل نظم المحاسبة والمراجعة ، تقديم التحفيزات بهدف تشجيع جذب الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر أو حتى البيئي تقوية الوسطاء ومؤسسات الاستثمار بتعزيز وتقوية القطاعات الأساسية ، وجعلها أكثر تنافسية والعمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.

-وضع تشريعات وتنظيمات فعالة لتنظيم عملية التبادل في البورصة مع تحديث أنظمة التداول واستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل عملية تداول الأسهم ، وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية للمتعاملين وكذا الاهتمام بتقنيات وعمليات التداول والمقاصة والتسوية ونقل ملكية الأوراق المالية وذلك بتدريب الإطارات على عمليات التداول الالكتروني

- تشجيع عملية الخصخصة : تعمل الخصخصة على توسيع قاعدة الملكية عن طريق نشر ملكية الأسهم بين عدد كبير من المستثمرين فضلا على أنها تتيح للمستثمرين مزيدا من الفرص لتنوع المخاطر ، كما أنها تؤدي إلى توسيع و زيادة عمق ونشاط سوق الأوراق المالية ، وذلك من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها في البورصة و زيادة رسملة السوق ، وبالنتيجة يساعد تعميق سوق الأوراق المالية المحلية على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية ، مما يساهم في توسيع وتحفيز نشاط السوق المالي في الجزائر الذي لا يزال يتصف بالضيق ، وذلك من خلال توفير العرض من الأسهم لتعبئة المدخرات المحلية و الأجنبية ، ومن ثم توفير التمويل اللازم للمؤسسات الاقتصادية والاستثمارات -تنوع المخاطر المالية ، وذلك من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها في البورصة -زيادة رسملة السوق: يساعد تعميق سوق الأوراق المالية المحلية على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية ، مما يساهم في توسيع وتحفيز نشاط السوق المالي في الجزائر الذي يتصف بالضيق ، وذلك من خلال توفير العرض من الأسهم لتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية ، ومن ثم توفير التمويل اللازم للمؤسسات الاقتصادية والاستثمارات

وضع تشريعات وتنظيمات فعالة لتنظيم عملية التبادل في البورصة:

- تحفيز المؤسسات الاقتصادية : وذلك من خلال التخفيف من شروط قبول إدراج المؤسسات الاقتصادية ومراعات خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و عدم إخضاعها لنفس شروط المؤسسات الكبيرة . -إدراج أدوات مالية إسلامية : بغية رفع الحرج في التعامل بالصكوك وأسهم البنوك الإسلامية نشر الثقافة المالية : وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري و التوظيفي لدى أفراد المجتمع من خلال وسائل الإعلام عن طريق خطة إعلامية وترويجية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار في البورصة. -توفير بيئة اقتصادية ملائمة وتحسين مناخ الاستثمار: حيث تعتبر البيئة الملائمة الشرط الأساسي لإيجاد بورصة فعالة
- تشجيع الاستثمار الأجنبي اللامباشر في المحفظة من خلال اتخاذ تدابير تتيح للأجانب تحويل رؤوس أموالهم والعوائد إلى بلدانهم الأصلية وضمان التشريعات المتعلقة بالاستثمار
- تنوع المخاطر المالية ، وذلك من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة والمتداول أسهمها في البورصة

المبحث الثاني: منهجية الدراسة القياسية و النماذج المستعملة

نستهل مبحث منهجية الدراسة القياسية و النماذج المستعملة بتمهيد نظري حول الأسلوب الإحصائي المختار لدراستنا ثم بعدها نقوم بوصف وتعريف متغيرات الدراسة من تحديد للعينة وصياغة الفرضيات ووصف المتغيرات كذا تحليل محددات النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا وإندونيسيا خلال فترة الدراسة

المطلب الأول: عموميات حول الانحدار

من المعلوم أن دراسة أي ظاهرة (اقتصادية، اجتماعية، علمية أو غيرها) يتطلب تحليل تلك الظاهرة وإيجاد العوامل التي تؤثر فيها وترتبط بها، وذلك من خلال إيجاد صيغة (أو أنموذج) يعبر عنها وتكون مدخلا رئيسيا لفهمها، وهذا يعد من أهم أهداف نماذج الانحدار حيث يعرف تحليل الانحدار على أنه أسلوب إحصائي يستخدم لاستكشاف العلاقة بين متغير يعرف بالمتغير التابع ومتغير واحد أو عدة متغيرات تعرف بالمتغيرات التوضيحية أو التفسيرية أو متغيرات التنبؤ¹ والانحدار قد يكون بسيط أو متعدد.

الفرع الأول: مفهوم الانحدار الخطي البسيط والمتعدد:

يكون الانحدار بسيطا كلما كان النموذج معبرا عن دالة خطية بين متغيرين (خط مستقيم) ويكون متعدد إذا تجاوز متغيرين وما فوق.

1- الانحدار البسيط

يمكن تعريف نموذج الانحدار البسيط بدراسة العلاقة بين متغيرين على هيئة علاقة دالية، بحيث يمكن الاعتماد على المعلومات المتوفرة عن أحدهما للتنبؤ عن الآخر²، يمكن عرض مفهوم الانحدار البسيط من خلال المثال التالي إن Y و X هما متغيرات يمثلان بعض المجتمع، ولدينا اهتمام بشرح Y أو في دراسة كيفية تغير Y ليتغير X ، مثلا Y محصول البندورة و X هو كمية الأسمدة \square ففي نموذج نشرح فيه Y علينا أن نواجه ثلاث قضايا:

أولاً: لأنه لا يوجد أبدا علاقة دقيقة بين المتغيرين، كيف نسمح لعوامل أخرى أن تؤثر في Y ؟

ثانياً: ما هي العلاقة الدالية بين Y و X ؟

وثالثاً: كيف يمكننا أن نتأكد من التقاط علاقة ثبات بقية العناصر بين Y و X ويمكن حل هذه

الالتباسات بكتابة علاقة Y و X بالمعادلة البسيطة التالية³:

¹ ثروت محمد عبد النعيم، الانحدار، مكتبة الأنجور المصرية، القاهرة، مصر، 2005، ص 2.

² صالح العصفور " الارتباط والانحدار البسيط" المعهد العربي للتخطيط، جسر التنمية، المجلد 7 العدد 2، نوفمبر 2005، الكويت، السنة الرابعة، ص-ص (71-79) ص 72.

³ خالد محمد السواعي، **Eviews والقياس الاقتصادي**، دائرة المكتبة الوطنية، ط1، عمان، الأردن، 2011، ص ص 73-74.

يمثل الجدول رقم 41 مصطلحات الانحدار كما يلي:

Y	X
المتغير التابع	المتغير المستقل
المتغير المفسر	المتغير المفسر
متغير الاستجابة	متغير الرقابة
المتغير المتنبأ به	متغير التنبؤ

المصدر: خالد محمد السواعي، Eviews والقياس الاقتصادي، دائرة المكتبة الوطنية، ط1، عمان، الأردن، 2011، ص75.

حيث أنه تم تصور العلاقة بين المتغيرين المستقل والتابع، على شكل خط مستقيم، فإن β_0 هي نقطة التقاء الخط المستقيم مع المحور العمودي. ويمثل β_1 ميل الخط المستقيم.

2- الانحدار المتعدد:

يعد الانحدار الخطي المتعدد من الأساليب الإحصائية المتقدمة والتي تضمن دقة الاستدلال من أجل تحسين نتائج البحث عن طريق الاستخدام الأمثل للبيانات في إيجاد علاقات سببية بين ظواهر البحث.

والانحدار الخطي المتعدد هو عبارة عن إيجاد معادلة رياضية تعبر عن العلاقة بين متغيرين وتستعمل لتقدير قيم سابقة ولتنبؤ قيم مستقبلية، وهو عبارة أيضاً عن انحدار للمتغير التابع Y على العديد من المتغيرات المستقلة ويمكن أن تكون هذه الأخيرة مستمرة أو منقطعة. فهي تعتمد فكرته على العلاقات الدلالية التي تستخدم ما يعرف بشكل التشتت أو الإنتشار ويمكن استخدام الانحدار الخطي المتعدد في حالة توافر الشروط التالية¹:

- أن تكون العلاقة خطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
- أن تكون البيانات موزعة توزيعاً طبيعياً للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
- يجب أن تكون قيم المتغير التابع من المستوى الترتيبي على الأقل.

بعد الحصول على نتائج معادلة الانحدار المتعدد يجب علينا أن نبين هل هذه المعاملات مقبولة من الناحية الإحصائية أي معنوية إحصائياً مع التتويه بأن المعنوية تكون لكل معامل على حدة ولكي نحكم على معنوية معاملات الانحدار نستعين باختبار T ومستوى الاحتمالية المقابل له والإنحدار الخطي المتعدد هو عبارة عن إيجاد معادلة رياضية تعبر عن العلاقة بين متغيرين وتستعمل لتقدير قيم سابقة ولتنبؤ قيم مستقبلية، وهو عبارة أيضاً عن إنحدار للمتغير التابع Y على العديد من

¹ https://m-shahrani.com/1_multiple_linear_regression/ محمد الشهراني "الانحدار الخطي المتعدد" 27 مارس 2018

المتغيرات المستقلة كما يمكن أن تكون المتغيرات المستقلة مستمرة أو متقطعة ويكتب في حالة k من المتغيرات X_1, X_2, \dots, X_k فإن متوسط المتغير Y يعطي بمعادلة انحدار المجتمع التالية¹:

حيث β_0 يمثل القيمة المتوسطة للمتغير Y عندما تكون جميع قيم المتغيرات المستقلة مساوية للصفر ويصح تفسير β_0 إذا كانت قيمته سالبة وقيم المتغير التابع الفعلية موجبة، بينما المعامل β_i يمثل التغير في القيمة المتوسطة للمتغير التابع الناتج عن زيادة المتغير المستقل بمقدار الواحد بافتراض ثبات قيم المتغيرات الأخرى.

3- أسلوب البوتستراب

وهي نوع من طريقة المونتكارلو، و المونتكارلو هي إحدى طرق الإحصاء الإستنتاجية التي تتضمن تقدير معالم المجتمع أو حساب فترات الثقة أو اختبار الفرضيات وغيرها، إذ أن الإحصاءات الإستنتاجية تستعمل للاستدلال عن المجتمع ولقياس ثقة هذه الإستنتاجات تستعمل معلومات مكتسبة من العينة لذلك المجتمع.²

وهو أحد أساليب التقدير اللامعلمي الحديث نسبياً الذي يعتمد على مبدأ إعادة المعاينة مع الإرجاع ويتضمن تقدير التوزيع لدالة المشاهدات، هذا التوزيع يتم إيجاده بإبدال التوزيع غير المعروف بالتوزيع التجريبي للبيانات لإيجاد توزيع المتغيرات العشوائية الناتجة، وأنه الوجه الآخر لأسلوب الجاكنيف فقط تفوق عليه بتطبيقاته المستخدمة حيث تقوم بتطبيق هذا الأسلوب على نموذج الانحدار الذي هو أوسع الأساليب الإحصائية استخداماً في مختلف العلوم وبخاصة الاقتصادية منها حيث أن أغلبية الظواهر الاقتصادية يكون التوزيع الإحصائي لبياناتها غير معروف إضافة لمعظمها الذي يعتمد على البيانات المقطعية غير المتجانسة أو التي تأخذ شكل سلاسل زمنية قد تتضمن صعوبات عديدة منها عدم التجانس والتزامن والأخطاء المترابطة، مما ينتج عنها تقديرات قد تكون غير كفوءة.

الفرع الثاني: المشاكل القياسية المتعلقة بالانحدار:

من المعلوم أن الطرق المستخدمة في التقدير تقوم على عدد من الافتراضات وهذه الافتراضات قد تتوافر في الواقع أو لا، وفي حالة توافرها تكون الطرق المستخدمة صالحة للاستخدام في قياس العلاقات

¹ ثروت محمد عبد النعيم، مرجع سبق ذكره، ص 236.

² نور عباس عمران النصاروي " استخدام أسلوب البوتستراب في تحليل النماذج المعلمية و شبه المعلمية و المقارنة بينهما" رسالة مقدمة كجزء من متطلبات نيل درجة ماجستير في علوم الإحصاء، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، ص 34

الاقتصادية موضع القياس، أما في حالة عدم توافرها فإن هذه الطرق لا تصبح هي الطرق الملائمة لتقدير معلمات العلاقات الاقتصادية وبالتالي تظهر بعض المشاكل القياسية وسنحاول حصر أهمها:

1- مشكلة عدم التجانس (عدم تجانس التباين)، عدم ثبات قيمة تباين الخطأ العشوائي: تنشأ مشكلة عدم التجانس عندها تنتهك فرضية ثبات σ_{ei}^2 ، وذلك يكون تباين الخطأ العشوائي متغيراً، وليس ثابتاً. ويترتب على ذلك انتفاء بعض الصفات المرغوبة عن المقدرات وبالتحديد صفة أقل تباين ممكن¹. ومن أهم أسباب مشكلة عدم ثبات التباين²:

- وجود علاقة ذات اتجاهين بين المتغيرات الداخلية.
- استخدام البيانات القطاعية بدلا من بيانات سلسلة زمنية.
- استخدام بيانات جزئية بدلا من البيانات التجميعية، فعند استخدام بيانات تجمعية تختفي الاختلافات بين المفردات حيث يلغى بعضها البعض فلا يكون هناك مجال تشتت القيم بدرجة كبيرة أما في حالة البيانات الجزئية فعادة يكون التشتت كبير القيم.

2- الارتباط الذاتي: يعتبر الارتباط الذاتي أحد المشاكل التي يترتب على وجودها عدم الدقة في قياس معاملات العلاقات الاقتصادية عند استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، كما يشير الارتباط الذاتي بوجه عام إلى وجود ارتباط بين القيم المشاهدة لنفس المتغير، وفي نماذج الانحدار عادة ما تشير مشكلة الارتباط الذاتي إلى وجود ارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي وفي هذه الحالة تكون قيمة معامل الارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي غير مساوية للصفر، وهي تعني أن خطأ ما حدث في فترة ما ثم أخذ يؤثر في الأخطاء الخاصة بالفترات التالية بطريقة تؤدي لتكرار نفس الخطأ أكثر من مرة، أي أنه قد يوجد هناك خطأ واحد ولكنه يتكرر في كل الفترات التالية ما يؤدي لظهور قيم الحد العشوائي عند المستوى تختلف عن القيم الحقيقية³.

للارتباط الذاتي أشكال عديدة حيث أنه قد يكون من الرتبة الأولى أو الرتبة الثانية أو من رتبة أعلى، كما يمكن أن يكون الارتباط الذاتي موجبا أو سالبا حيث أن قيمة معامل الارتباط الذاتي تتراوح بين -1 و +1، أما إذا كان يساوي الصفر فهنا يمكن القول أن مشكلة الارتباط الذاتي غير موجودة، و يمكن توضيح فكرة الارتباط الذاتي الموجب أو السالب من الرتبة الأولى عبر شكل انتشار البواقي⁴، وهناك أسباب لمشكلة الارتباط الذاتي إلى⁵:

¹ عبد الرزاق بني هاني، الاقتصاد القياسي (نظرية الانحدار البسيط والمتعدد)، ج2، دار وائل، ط1، 2014، ص136.

² طارق محمد الرشيد، المرشد في الاقتصاد القياسي التطبيقي، مطبعة جي تاون، الخرطوم، السودان، 2005، ص36

³ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق،، الدار الجامعية، ط2، بالإسكندرية، مصر، 2000، ص 386.

⁴ عطية محمد عبد القادر محمد، مرجع سبق ذكره، ص 388

⁵ طارق محمد الرشيد، مرجع سبق ذكره، ص 50.

-وجود ظاهرة الدورية في السلاسل الزمنية حيث تمثل أغلبية السلاسل الزمنية للتزايد في حالة الراج وللتناقص في حالة الهبوط.

- حذف أي متغير هام ينعكس تأثير على شكل آثار منتظمة تظهر في أخطاء النموذج.

- اختبار النموذج القياسي الخاطئ (اختيار صيغة دالية خاطئة).

-وجود ظاهرة الإبطاء في استجابة الوحدات الاقتصادية.

-طرق تقدير وتنبؤ البيانات التي تقوم بها مراكز إعداد البيانات قد تكون مسؤولة عن ظهور هذه المشكلة.

الفرع الثالث: مشكلة الارتباط بين المتغيرات المفسرة:

إن الارتباط بين المتغيرات المفسرة أو مايسمى أيضا بالتداخل الخطي هو حالة غير مرغوب فيها بالنسبة للمتغيرات المفسرة بحكم أنه يشكل نوعا من تكرار المعلومة¹ مما يعني أن المتغيرات المتداخلة خطيا تفسر نفس الظاهرة ويستحسن تقليل عددها بسحب متغيرات من قائمة المتغيرات المفسرة بعبارة أخرى، تكون المتغيرات المتداخلة تؤثر سلبيا على بعضها البعض داخل النموذج مما يستوجب تبني استراتيجية لإقصاء بعضها من النموذج، فالتداخل الخطي هو خاصية أو ظاهرة مرتبطة بالبيانات والمتغيرات وليس بالنموذج الإحصائي في حد ذاته وتوجد العديد من التعريفات النظرية لمفهوم التداخل الخطي، أبسط تعريف، وهو الأكثر استخداما على المستوى العملي، ينص على اعتبار عتبة مقبولة لمعامل الارتباط بين متغيرين مستقلين (مثلا 0.8 أو 0.7)، ويتم الحسم في الإبقاء على المتغيرات أو حذفها عبر تحليل مصفوفة الارتباط من منظور هاته العتبة هذه التقنية قد تؤدي إلى قرارات خاطئة بحكم أن ارتباطا مرتفعا بين متغيرين مفسرين لا يعني بالضرورة وجود تداخل خطي، مما يفرض تبني تعريفات وتقنيات للكشف أكثر رصانة من المنظور الإحصائي.

في نماذج الانحدار الخطي، يؤدي وجود التداخل الخطي بين المتغيرات المفسرة إلى تقويض نجاعة النمذجة، خصوصا على المستويات الآتية:

• تكبير تباينات معاملات النموذج، مما يعسر التصديق على قيمها ومغزاها الإحصائي.

• إمكانية ظهور مغزى إحصائي ضعيف للمعاملات (بقيم احتمالية p-value ضعيفة مما يؤكد

فرضية انعدام معاملات الانحدار) رغم وجود علاقة ارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وهو ما قد يدفع الباحث إلى إقصاء متغير غير ذي مغزى ظاهريا عن طريق الخطأ.

¹[https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D8%AE%D9%84_%D8%AE%D8%B7%D9%8A_\(%D8%A5%D8%AD%D8%B5%D8%A7%D8%A1\)](https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D8%AE%D9%84_%D8%AE%D8%B7%D9%8A_(%D8%A5%D8%AD%D8%B5%D8%A7%D8%A1)) انحدار خطي آخر تعديل لهذه الصفحة كان يوم 19 سبتمبر 2020،

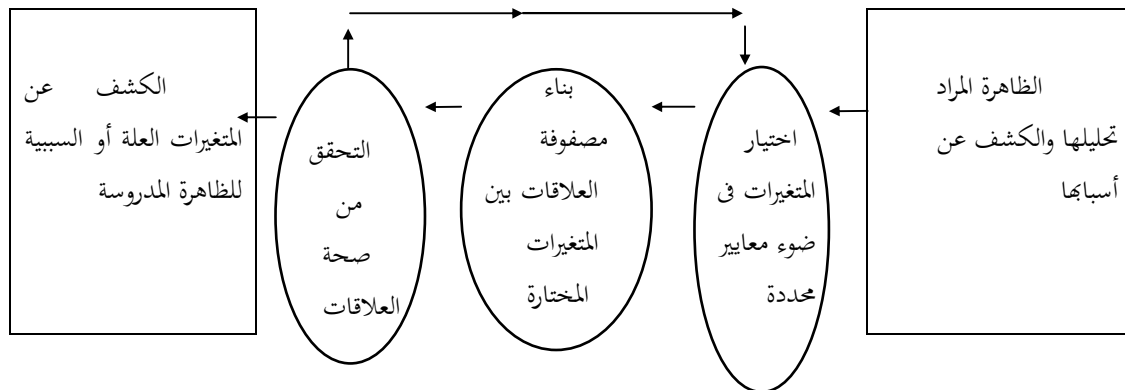
- صعوبة تأويل المعاملات والتأثير الهامشي لتغير المتغير المستقل على قيمة المتغير التابع، إضافة إلى ظهور إشارات غير منطقية لبعض المعاملات تخالف المعارف المتوفرة في مجال الدراسة.
- عدم استقرار النموذج وحساسيته المفرطة تجاه إضافة أو حذف أفراد إحصائيين من العينة المدروسة.

تكمن خطورة التداخل الخطي في كونه يشكل عامل ضعف كامن للنموذج الإحصائي، فهو لا يؤثر على مؤشرات جودة أخرى (معامل التحديد أو نسبة خطأ التوقعات مثلاً).

المطلب الثاني: وصف و تعريف متغيرات الدراسة

من أجل قياس العلاقة بين سوق الأوراق المالية ومدى تأثيرها على النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية سنقوم بتحديد عينتي الدراسة و بتعريف متغيرات كل منها وكذا صياغة الفرضيات ويمثل الشكل الآتي تلخيصاً لخطوات بناء نموذجي التحليل متعدد الانحدار المستخدمة في الدراسة القياسية للموضوع

الشكل رقم 2: بناء نموذجي لتحليل متعدد الانحدار للدراسة القياسية



خطوات بناء نماذج تحليل متعدد الانحدار

الفرع الأول: تحديد مجتمع وعينة الدراسة

إن الظاهرة المراد البحث عنها هي دور مؤشرات سوق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية وبما أن البحث يدور في مجال الأسواق الناشئة قمنا باختيار دولتي ماليزيا و إندونيسيا باعتبارهما دولتين مسلمتين حققنا معجزتين اقتصاديتين بهدف إستخلاص الدروس والعبرة أما عن فترة الدراسة فكانت في الواقع من سنة 2007 إلى 2017 غير أن النموذج الإحصائي تطلب توسيع العينة فقمنا بإدخال بيانات الدولتين من سنة 2000 إلى 2017 أما عن متغيرات الدراسة فكان المتغير التابع هو الناتج المحلي الإجمالي GDP وكانت المتغيرات المستقلة أو المفسرة إثناعشر متغير مستقل وهي مؤشر البورصة، الأسهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي)، يمثل نسبة معدل دوران الأسهم (%)، يمثل إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة من (% GDP)، إجمالي عدد

الشركات المحلية المدرجة في البورصة، إجمالي القيمة السوقية بالمليار دولار، المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي)، الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (بالمليار دولار أمريكي)، سعر الفائدة على الودائع (%)، معدل التضخم ، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا)، الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) وكل قيم المتغيرات مستخرجة من مؤشرات التنمية العالمية لبيانات البنك الدولي لدولتي إندونيسيا وماليزيا والبيانات التاريخية لمؤشري كل من دولة ماليزيا ودولة إندونيسيا و لم نستطع توسيع القاعدة التاريخية للبيانات أدنى من سنة 2000 وذلك لعدم وجود بعض البيانات للسنوات الأقل من سنة 2000 أما عن ترميز متغيرات الدراسة فهي موضحة في الجدول رقم 42

الجدول رقم 42: تعريف لرموز المتغيرات المستعملة في الدراسة

رمز المتغير	اسم المتغير
GDP	يمثل إجمالي الناتج المحلي (القيمة بالمليار دولار).
IB	يمثل مؤشر البورصة.
VAT	يمثل القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، (% من إجمالي الناتج المحلي).
RA	يمثل نسبة معدل دوران الأسهم (%).
VMEL	يمثل إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة (% GDP) = (رسملة السوق).
EB	يمثل إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصة.
VM	يمثل إجمالي القيمة السوقية بالمليار دولار.
VTAE	يمثل القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بالمليار دولار أمريكي.
M2	يمثل المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي).
FDI	يمثل الإستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (بالمليار دولار أمريكي).
TID	يمثل سعر الفائدة على الودائع (%).
INF	يمثل معدل التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا).
CISP	يمثل الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي)

الفرع الثاني: صياغة فرضيات ونموذج الدراسة

تتمثل المنهجية المستعملة في هذه الدراسة باختبار مدى صحة الفرضيات التالية:
 الفرضية 1 القائلة بوجود تأثير مؤشر كوالالامبور للأوراق المالية لماليزيا ومؤشر إندونيسيا على النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا و إندونيسيا على حدى، و أيضا اختبار الفرضية 2 القائلة بوجود تأثير القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة على النمو الاقتصادي في ماليزيا و في إندونيسيا، كما سنقوم أيضا باختبار الفرضية 3 القائلة بأن التغير في معدل دوران الأسهم له تأثير على النمو الاقتصادي في ماليزيا وإندونيسيا كما سنختبر الفرضية 4 القائلة بوجود تأثير إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية على النمو الاقتصادي في ماليزيا وكذلك في إندونيسيا، ثم سنقوم من التحقق من الفرضية 5 القائلة بوجود

تأثير إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في ماليزيا وفي إندونيسيا، كما سنقوم أيضا باختبار الفرضية 6 القائلة بأن التغيير في إجمالي القيمة السوقية له تأثير على النمو الاقتصادي في الدولتين قيد الدراسة كما سنختبر الفرضية 7 القائلة بوجود تأثير القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة على النمو الاقتصادي في ماليزيا وإندونيسيا، ثم ننقل إلى الفرضية 8 الموالية التي تنص على وجود تأثير المعروض النقدي الموسع على النمو الاقتصادي في كل من دولتي ماليزيا و إندونيسيا، و أيضا اختبار الفرضية 9 القائلة بوجود تأثير الإستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في كلتا الدولتين (ماليزيا و إندونيسيا)، كما سنقوم أيضا باختبار الفرضية 10 القائلة بأن التغيير في سعر الفائدة على الودائع له تأثير على النمو الاقتصادي في ماليزيا وفي إندونيسيا، كما سنختبر الفرضية 11 القائلة بوجود تأثير معدل التضخم على النمو الاقتصادي في ماليزيا و إندونيسيا، وسنقوم أيضا باختبار الفرضية 12 القائلة بوجود تأثير الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص على النمو الاقتصادي في دولتي ماليزيا وإندونيسيا.

وفي الأخير ولاختبار مدى صحة الفرضيات السابقة سنقوم بتقدير نموذج قياسي و ذلك بطريقة تقدير البوتسترات ، ولكن لماذا لا نستعمل طريقة المربعات الصغرى العادية ؟، سنجيب عن هذا السؤال فيما بعد لأن الهدف الأساسي هو اختيار طريقة تقدير ملائمة مع دراستنا و لهذا قمنا باختيار هذه الطريقة لعدة أسباب نذكرها فيما بعد.

إن مجتمعي الدراسة هما سوق الأوراق المالية(البورصة) في كل من ماليزيا و إندونيسيا أما حجم العينة التي سنعتمد عليها في دراستنا تساوي 18 مشاهدة.

أي أننا سنقوم باستخدام قاعدة بيانات تاريخية (سلاسل زمنية) لكل من ماليزيا وإندونيسيا حيث أن عدد السنوات يساوي 18 وحدة سنوية فهي بذلك تغطي الفترة السنوية من 2000 إلى غاية 2017 ($T=18$) و بهذا يكون عدد المشاهدات المستخدمة في هذه الدراسة هي 18 مشاهدة .

وهذا بالاعتماد على بيانات مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي والبيانات التاريخية لمؤشرات بورصتي ماليزيا وإندونيسيا .

غير أن البرنامج القياسي إيفيوز يتطلب عدة مشاهدات أكثر من فترة الدراسة ولهذا السبب قمنا بزيادة حجم العينة إلى غاية فترة 2000 لأن بيانات البنك الدولي المتوفرة لكلتا الدولتين معا بالنسبة لكل متغيرات الدراسة تبدأ من سنة 2000 وما فوق أما ما قبل سنة 2000 لا نستطيع عرض كل معلومات الدولتين معا لعدم توفر كل البيانات ولهذا السبب تم اختيار نموذج قياسي " البوتسترات "

الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

و لم نستعمل طريقة المربعات الصغرى العادية وحددت الفترة من 2000 إلى 2017 مع التركيز على فترة 2017/2007.

الجدول 43 بيانات إندونيسيا

متوسط القيمة	متوسط القيمة	بيانات إندونيسيا
2007/2017	2000/2017	المؤشرات/السنوات
1933,945833	1442,940556	مؤشر بورصة إندونيسيا
721,6216667	573,48	إجمالي الناتج المحلي (القيمة الحالية بالمليار دولار الأمريكي)
11,415	10,66166667	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من (% من إجمالي الناتج المحلي)
29,12083333	33,17444444	(%) نسبة معدل دوران الأسهم
39,13583333	35,22	(رسملة السوق) GDP إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة % من
425,75	410,2222222	إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصة
314,3866667	233,375	إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية بالمليار دولار
83,85333333	63,555	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (بالمليار دولار الأمريكي)
30,01416667	28,83444444	الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي)
35,6375	42,07833333	المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي)
14,28416667	9,932222222	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (بالمليار دولار أمريكي)
6,891666667	9,038888889	سعر الفائدة على الودائع (%)
7,105	9,353888889	التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا)

من إعداد الباحثة بالإعتماد على المصدر: world data bank indicators visited on 31/03/2020 والبيانات

التاريخية لمؤشر FTSE لإندونيسيا

الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

الجدول 44 بيانات دولة ماليزيا

متوسط القيمة	متوسط القيمة	بيانات ماليزيا/السنوات
2007/2017	2000/2017	المؤشرات
1514,391818	1153,714444	مؤشر بورصة ماليزيا
279,7218182	216,9738889	إجمالي الناتج المحلي (القيمة بالمليار دولار)
43,86454545	41,4	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، (% من إجمالي الناتج المحلي)
32,01727273	30,505	نسبة معدل دوران الأسهم (%)
137,6790909	136,1205556	إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة % من GDP (رسملة السوق)
924,0909091	916,7222222	إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة بالبورصة
384,78	297,1683333	إجمالي القيمة السوقية بالمليار دولار
119,87	90,64055556	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بالمليار دولار أمريكي
112,9445455	114,9672222	الانتماء المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي)
131,4063636	131,0027778	المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي)
9,661818182	7,391111111	الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (بالمليار دولار أمريكي)
2,897272727	3,001666667	سعر الفائدة على الودائع (%)
2,934545455	3,602222222	معدل التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا)

من إعداد الباحثة بالإعتماد على المصدر world data bank indicators visited on 31/03/2020

والبيانات التاريخية لمؤشر FTSE لإندونيسيا

حتى يمكننا القيام بدراسة تطبيقية حول هذه الظاهرة يتوجب علينا أولاً تعريف النموذجين المستخدمين في هذه الدراسة مع مراعاة ترتيب المتغيرات حسب طبيعتها، أي القيام بتحديد المتغيرات التابعة و المتغيرات المفسرة و هذا ما يجعل كل النموذج يأخذ الصيغة التالية:

• بالنسبة للنموذج الخاص بدولة ماليزيا:

$$GDP_{\text{ماليزيا}} = f(IB, VAT, RA, VMEL, NEB, VM, VTAE, M2, FDI, TID, INF, CISP)$$

• بالنسبة للنموذج الخاص بدولة إندونيسيا:

$$GDP_{\text{اندونيسيا}} = f(IB, VAT,$$

و لتطبيق هذين النموذجين نقوم باستخدام قاعدة بيانات تاريخية (سلاسل زمنية) لكل من ماليزيا و إندونيسيا حيث أن عدد السنوات يساوي 18 وحدة سنوية فهي بذلك تغطي الفترة السنوية من 2000 إلى غاية 2017 (T=18)، و بهذا يكون عدد المشاهدات المستخدمة في هذه الدراسة هي 18 مشاهدة، إذن انطلاقاً من العينة المستخدمة في هذه الدراسة يمكننا كتابة الصيغة الأساسية لكل نموذج على الشكل التالي:

• بالنسبة للنموذج الخاص بدولة ماليزيا:

$$GDP_{\text{ماليزيا}, t} = +\beta + + +$$

• بالنسبة للنموذج الخاص بدولة إندونيسيا:

$$GDP_{\text{اندونيسيا}, t} = + + +$$

ويلاحظ أننا قمنا باستخدام نموذج بدون معلمة تقاطعية، وذلك لعدم وجود قاعدة نظرية تستلزم وجودها في النموذج.

الفرع الثالث: وصف وتحليل متغيرات الدراسة

لقد تم الإعتماد في هذه الدراسة على مجموعة من المتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي في كل من ماليزيا و إندونيسيا، و ذلك من أجل تحديد و تقييم تأثير هذه المتغيرات على النمو الاقتصادي في البلدين قيد الدراسة وفيما يلي سيتم شرح مفصل لمختلف هذه المتغيرات المستخدمة في النموذجين القياسيين للبلدين:

1- إجمالي الناتج المحلي (القيمة بالمليار دولار) (GDP):

هو المؤشر الأكثر شيوعاً لقياس حجم النمو الاقتصادي، والذي يُعرف بأنه حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي أو إجمالي الدخل القومي.

الأمر الذي يؤدي لتحقيق زيادة في متوسط الدخل الفردي الحقيقي مع مرور الزمن، وهناك شرط لحدوث النمو ألا وهو أن يفوق معدل النمو نمو السكان، ويُقاس معدل النمو الاقتصادي بعدة مقاييس منها الآتي:

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

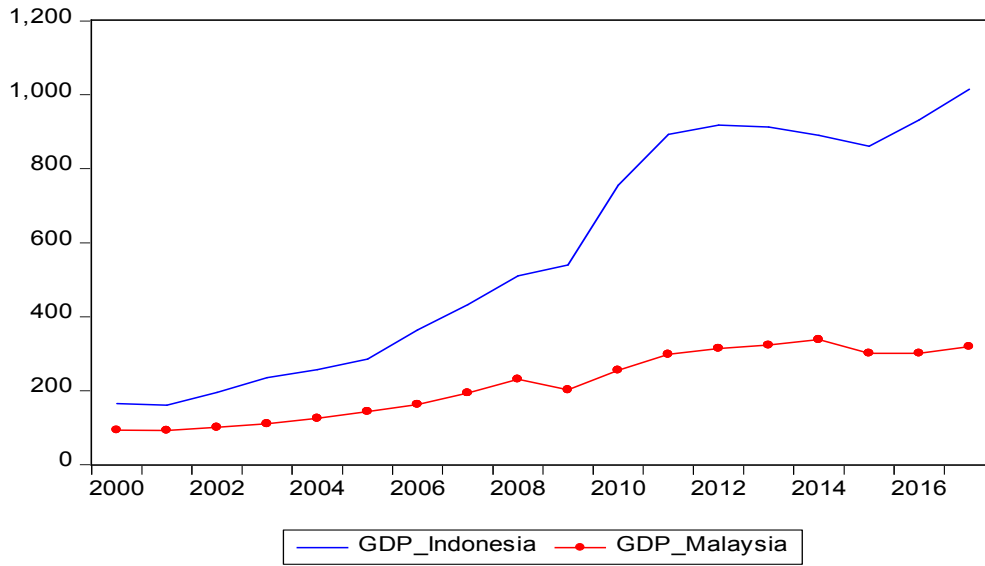
$$\text{معدل النمو الاقتصادي الحقيقي} = \text{معدل الزيادة في دخل الفرد النقدي} - \text{معدل التضخم}.$$

لقد شهد إجمالي الناتج المحلي في كل من ماليزيا وإندونيسيا تذبذباً ملموساً خلال الفترة 2007-2017 وبلغ متوسط إجمالي الناتج المحلي الماليزي خلال الفترة 2000-2017 نحو 216.97 مليار دولار بينما يبلغ متوسط إجمالي الناتج المحلي الإندونيسي خلال نفس الفترة نحو 573.48 مليار دولار، وتبلغ أعلى قيمة للناتج الماليزي 338.06 مليار دولار وكان ذلك سنة 2014، وأدنى قيمة للناتج كانت 193.55 مليار دولار سنة 2007، أي أن الناتج قد زاد بحوالي 134.51 مليار دولار، وبمتوسط زيادة سنوية بلغت 12.23 مليار دولار، وهذا يعكس درجة النمو الاقتصادي الماليزي وقدرتها على تخطي تبعات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية في صيف 2007.

بينما تبلغ أعلى قيمة للناتج الإندونيسي 1015.43 مليار دولار وكان ذلك سنة 2017 وأدنى قيمة للناتج كانت 432.22 مليار دولار سنة 2007، أي أن الناتج قد زاد بحوالي 583.21 مليار دولار، وبمتوسط زيادة سنوية بلغت 52.52 مليار دولار، وهذا يدل على تحقيق الاقتصاد الإندونيسي لمعدل نمو مرتفع خلال الفترة 2007-2017.

يعتبر العام 2009 الأسوأ في اقتصاد كل من ماليزيا وإندونيسيا ويعود ذلك لانعكاسات الأزمة المالية العالمية، حيث أنخفض الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا من 230.81 مليار دولار سنة 2008 إلى 202.26 مليار دولار سنة 2009 أي بتراجع سلبي يبلغ 12.36%.
بينما إرتفع إجمالي الناتج المحلي الإندونيسي من 510.23 مليار دولار سنة 2008 إلى 539.58 مليار دولار سنة 2009، وبزيادة موجبة بلغت 5.75%.

الشكل رقم 3: إجمالي الناتج المحلي لكل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة 2000-2017



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج 12 eviews

2- مؤشر بورصة (IB):

إن المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في كل من ماليزيا وإندونيسيا، يستند على عدد النقاط، فكلما ارتفعت عدد النقاط كلما كان هناك نمو في أداء المؤشر، أي رواج الطلب في السوق، وعندما ينخفض عدد النقاط فإن هذا يعني بأن هناك خسارة بفعل تراجع الأسهم، ويلاحظ من الشكل رقم 1 وجود تذبذب في مؤشري سوق الأسهم في كل من ماليزيا وإندونيسيا.

شهد مؤشر الأوراق المالية في كل من ماليزيا وإندونيسيا تذبذباً ملحوظاً في الفترة 2007-2017، ويعود ذلك لسرعة التأثر في أسعار الأسهم وقيم التداول والتي تعبر عن حجم الاستثمار وتوظيف الأموال في أسواق الأسهم.

ارتفع مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية في ماليزيا من 1324.7 نقطة سنة 2007 إلى 1746.2 نقطة سنة 2017، وخلال الفترة 2007-2017 بلغت قيمة متوسط المؤشر 1514.4 نقطة، وهذا يعني أن المؤشر ورغم التذبذب يتخذ منحى الصعود الإيجابي.

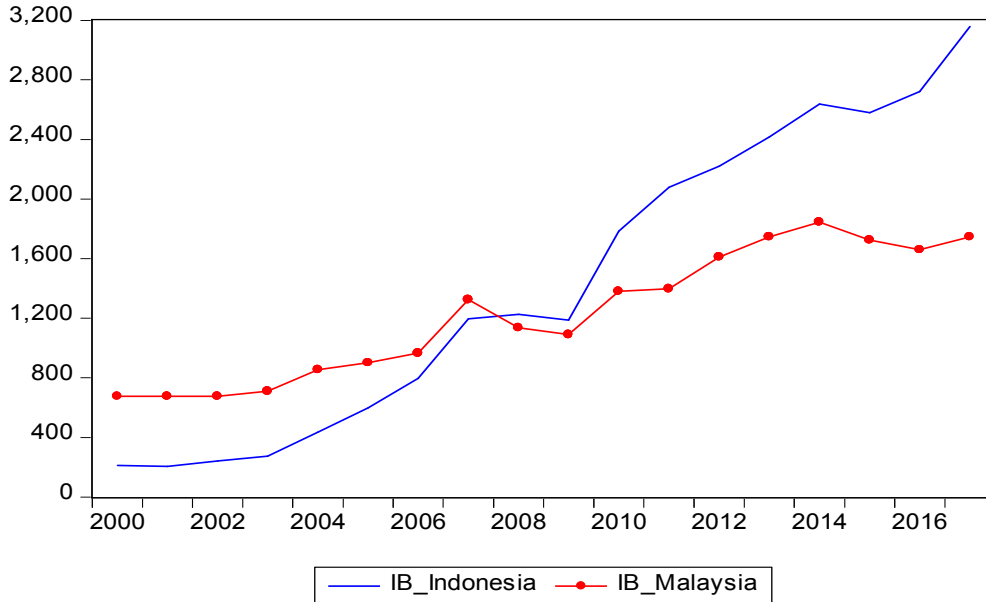
تبلغ أدنى قيمة لمؤشر كوالالمبور للأوراق المالية الماليزي 1135.8 نقطة سنة 2008 ويعود ذلك لتأثر سوق الأوراق المالية الماليزية بالأزمة المالية العالمية صيف 2007، حيث تراجع مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية بنسبة حوالي 85%، حيث تراجع مؤشر كوالالمبور من 1324.7 نقطة سنة 2007 إلى 1135.8 نقطة سنة 2008 ومن سنة 2008 إلى 2009 بنسبة حوالي 96%

بينما ارتفع مؤشر FTSE للأوراق المالية في إندونيسيا من 1195.93 نقطة سنة 2007 إلى 3156.75 نقطة سنة 2017، وخلال الفترة 2007-2017 فقد بلغت قيمة متوسط المؤشر 1933.96 نقطة، وهذا يعني أن المؤشر ورغم التذبذب سنة 2008 إلا أنه لا زال يتخذ منحى النمو الإيجابي.

كما تبلغ أدنى قيمة لمؤشر FTSE للأوراق المالية في إندونيسيا 1226.85 نقطة سنة 2008 لكن آثار الأزمة ظهرت في العام الموالي سنة 2009، حيث تراجع مؤشر FTSE للأوراق المالية في إندونيسيا بنسبة 97 %، و1187 نقطة سنة 2009.

الشكل رقم 4: تطور مؤشر سوق كوالالمبور للأوراق المالية بماليزيا ومؤشر FTSE بإندونيسيا للفترة 2000-

2017



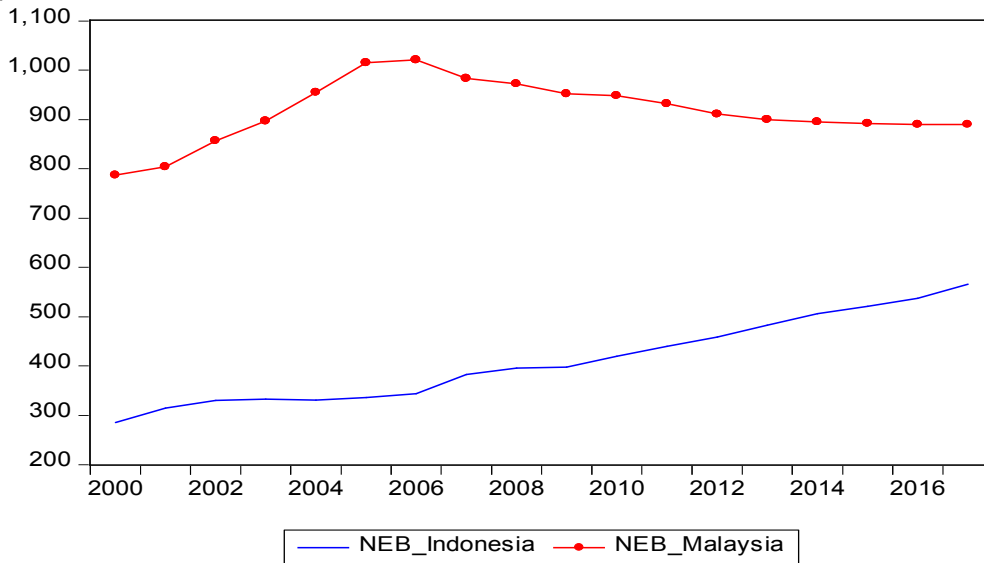
من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

3- إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصة (EB):

مما لا شك فيه أن زيادة عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية عامل مهم لزيادة حجم الاستثمار الوطني وتحفيز الإنتاج الوطني، وعلى الرغم من سوق الأوراق المالية في إندونيسيا أكبر حجماً من سوق الأوراق المالية في ماليزيا، إلا أن عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية في ماليزيا يفوق عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية في إندونيسيا، وتفسير ذلك أن سوق الأوراق المالية الإندونيسي يعتمد على الشركات الأجنبية بدرجة كبيرة.

يبلغ متوسط عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية في ماليزيا وخلال الفترة 2007-2017 نحو 924 شركة، أما متوسط عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإندونيسي لنفس الفترة بلغت 425 شركة.

الشكل رقم 5: إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية في كل من ماليزيا وإندونيسيا



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

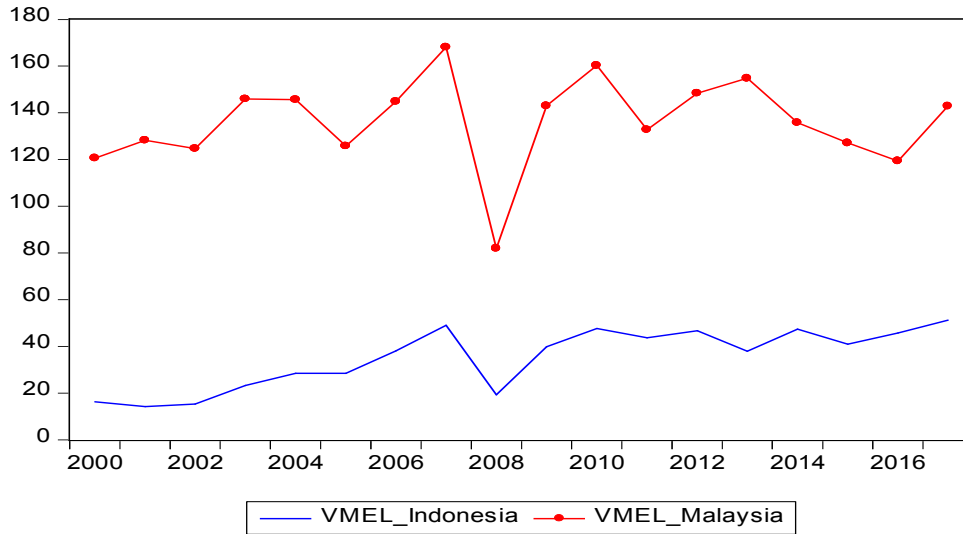
4- (رسملة السوق) إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة من (GDP %) (VMEL):

شهدت رسملة السوق في كل من ماليزيا وإندونيسيا تذبذباً ملحوظاً خلال فترة الدراسة وهناك تباين كبير للرسملة السوقية في كل من ماليزيا وإندونيسيا، حيث بلغت إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة من GDP خلال الفترة 2007-2017 نحو 137.68 % في سوق الأوراق المالية الماليزية ولهذا ماليزيا تكون عرضة للمخاطر في حال إندلاع الأزمات المالية والاقتصادية العالمية لأن القيمة السوقية للأسهم في ماليزيا مرتفعةً أي أن نشاط سوق الأسهم ونمو الاستثمارات المالية أعلى من نمو الناتج المحلي الحقيقي وهذا دليل على تطور السوق وجذبه للمحفظة الأجنبية.

تعتبر ماليزيا ثالث أغنى بلد في جنوب شرق آسيا بعد دولة سنغافورة وبروناي تتمتع باقتصاد سوقي صناعي حديث ويعتبر نسبياً اقتصاداً مفتوحاً وموجهاً من طرف الدولة، ويرجع ذلك إلى الكثافة العالية للصناعات القائمة على المعرفة واعتماد أحدث التقنيات للتصنيع والاقتصاد الرقمي وتعد إنتاجية العمل الماليزية أعلى بكثير من نظيرتها في بلدان الجوار مثل تايلاند، إندونيسيا، الفلبين و فيتنام أما إندونيسيا بالرغم من أنها منذ تسعينات القرن العشرين كان غالبية الاقتصاد خاضع لسيطرة الأفراد الإندونيسيين والشركات الأجنبية إلا أن الحكومة تعتمد على السوق المحلية وملكيته لـ 141 مؤسسة بالإضافة إلى استفحال الاقتصاد الموازي في إندونيسيا كما أنها اهتمت بالقطاع المصرفي في البداية لهذا بلغت رسملة السوق بها 39.14 % وهي الآن تستثمر في مجال إصلاح البنية التحتية لسوق الأوراق المالية وخاصة أنها تملك عدد كبير من السكان وطاقة بشرية هائلة من الشباب كما باشرت في محاربة الاقتصاد الموازي والفساد وتنظيم أدوات الرقابة.

الشكل رقم 6: إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة من GDP في كل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة

2017-2007



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

5- إجمالي القيمة السوقية بالمليار دولار (VM):

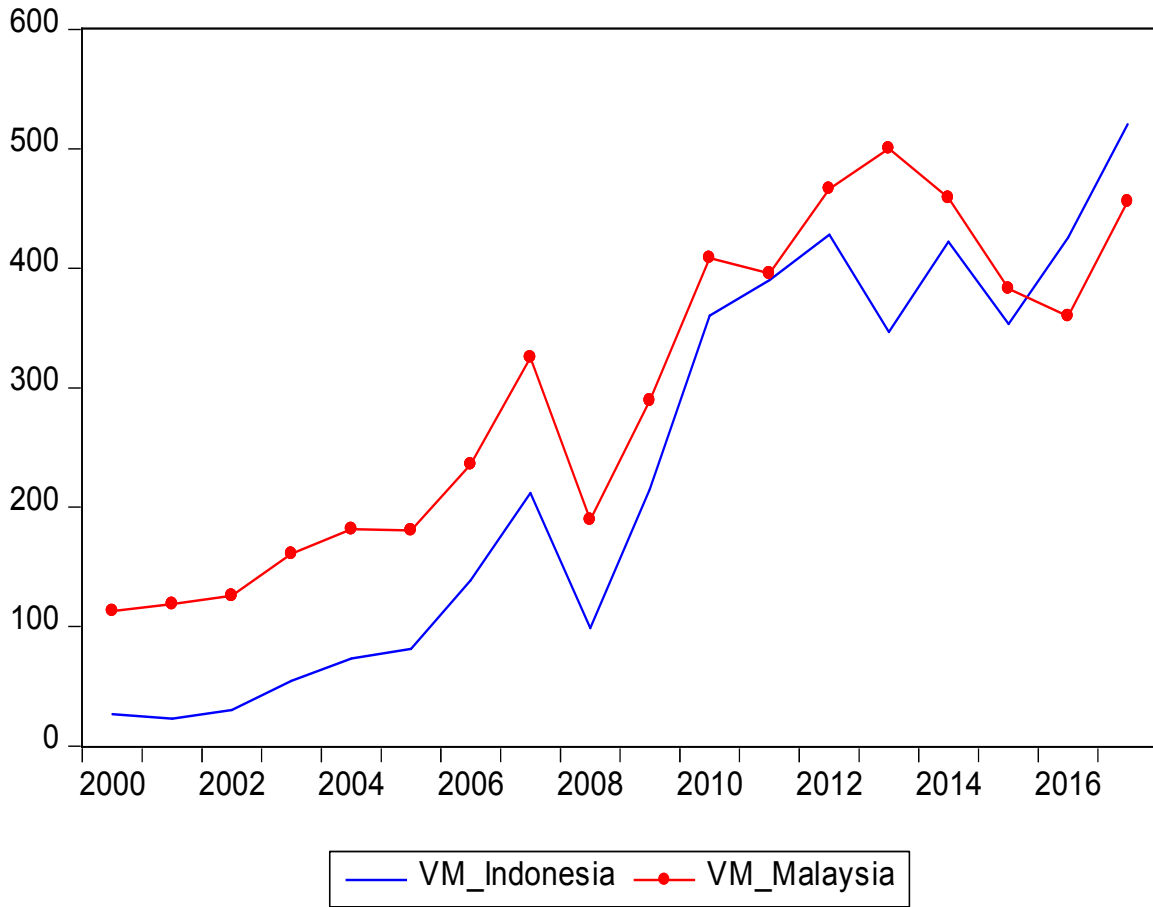
يُعتبر هذا المتغير من أكثر المتغيرات تأثيراً في أداء سوق الأوراق المالية، حيث يلعب إجمالي القيمة السوقية للأسهم دور محوري في تحسين أداء مؤشرات السوق وخلق تأثيرات إيجابية في نمو الناتج المحلي الإجمالي.

لقد شهدت القيمة السوقية الإجمالية تنبهاً واضحاً في كل من سوق ماليزيا وإندونيسيا للأوراق المالية، وتعود أسباب التذبذب إلى تأثير سوق الأوراق المالية بما تتعرض له أسواق الأوراق المالية في العالم، حيث ظل العولمة والانفتاح المالي فإن انتقال عدوى الأزمات المالية والتراجعات الحادة للأسهم بوتيرة متسارعة.

ارتفعت القيمة الإجمالية السوقية في سوق ماليزيا للأوراق المالية من 325.29 مليار دولار سنة 2007 إلى 455.77 مليار دولار سنة 2017، أي أنه وخلال الفترة 2017-2007 فقد ارتفعت القيمة الإجمالية السوقية بنحو 130.48 مليار دولار، وبمتوسط زيادة سنوية بلغت 11.86 مليار دولار. بلغت أدنى قيمة سوقية في ماليزيا نحو 189.24 مليار دولار سنة 2008 متراجعة بنسبة 41.82%.

ارتفعت القيمة الإجمالية السوقية في سوق إندونيسيا للأوراق المالية من 211.7 مليار دولار سنة 2007 إلى 520.69 مليار دولار سنة 2017؛ أي أنه وخلال الفترة 2017-2007 فقد ارتفعت القيمة الإجمالية السوقية بنحو 309 مليار دولار، وبمتوسط زيادة سنوية بلغت 28.09 مليار دولار. بلغت أدنى قيمة سوقية في إندونيسيا نحو 98.76 مليار دولار سنة 2008 متراجعة بنسبة 53.34%.

الشكل رقم 7: إجمالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية في كل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة 2000-2017



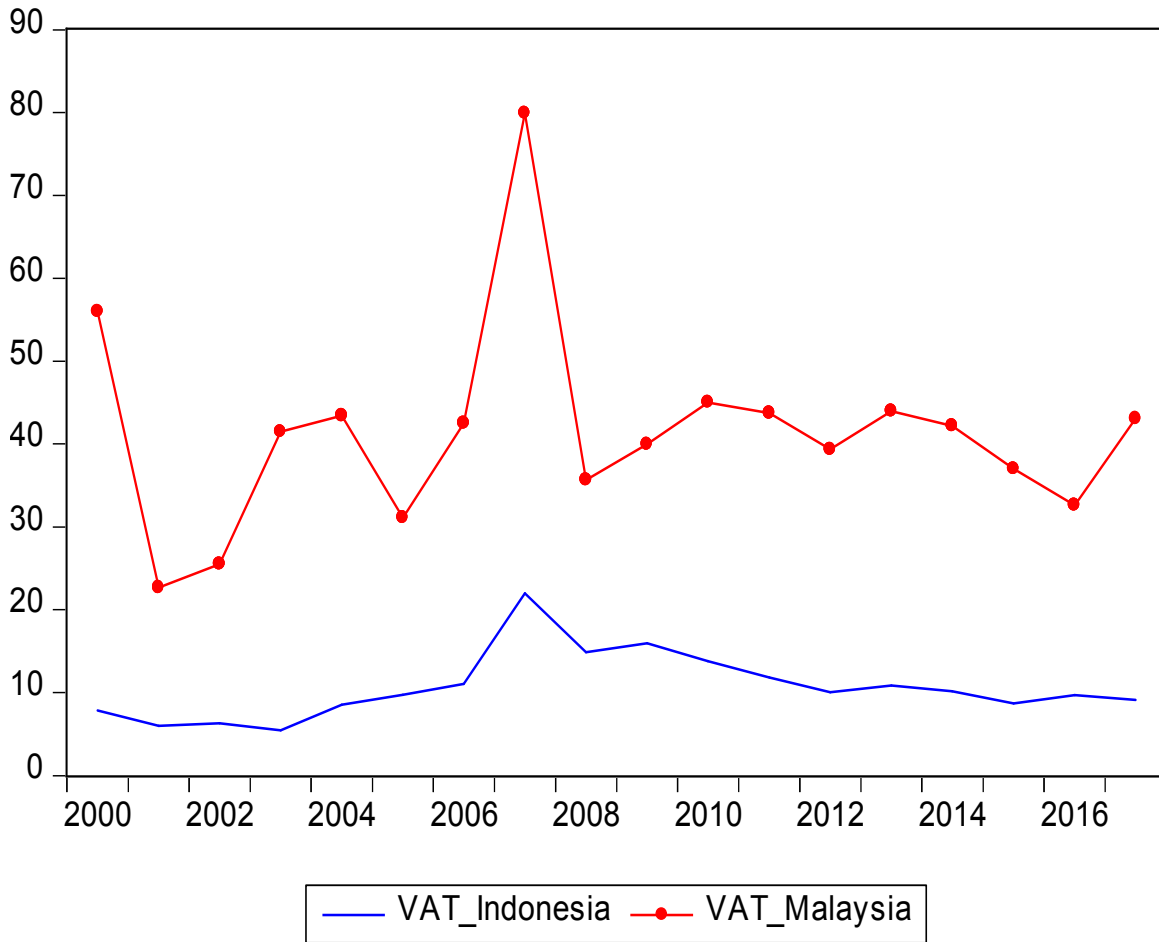
من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

6- معدل التداول (القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، (% من إجمالي الناتج المحلي) (VAT):

تشكل القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي أهمية بالغة في ماليزيا وذلك نتيجة لإنتهاجها مبكرا على البورصات العالمية.

أما إندونيسيا فكان الانفتاح أولا في القطاع المصرفي ثم تحرير رأس المال وبعدها فتح أسواق الأوراق المالية لإندونيسيا، حيث بلغ متوسط القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج في ماليزيا 137.68% خلال الفترة 2007-2017، بينما بلغ متوسط القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج في إندونيسيا لنفس الفترة 39.14% كما أن ماليزيا استقطبت المحفظة الأجنبية نتيجة للتسهيلات تهئية البنية التحتية لتحفيز مستثمري المحافظ.

الشكل رقم 8: القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من GDP لكل من ماليزيا وإندونيسيا



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

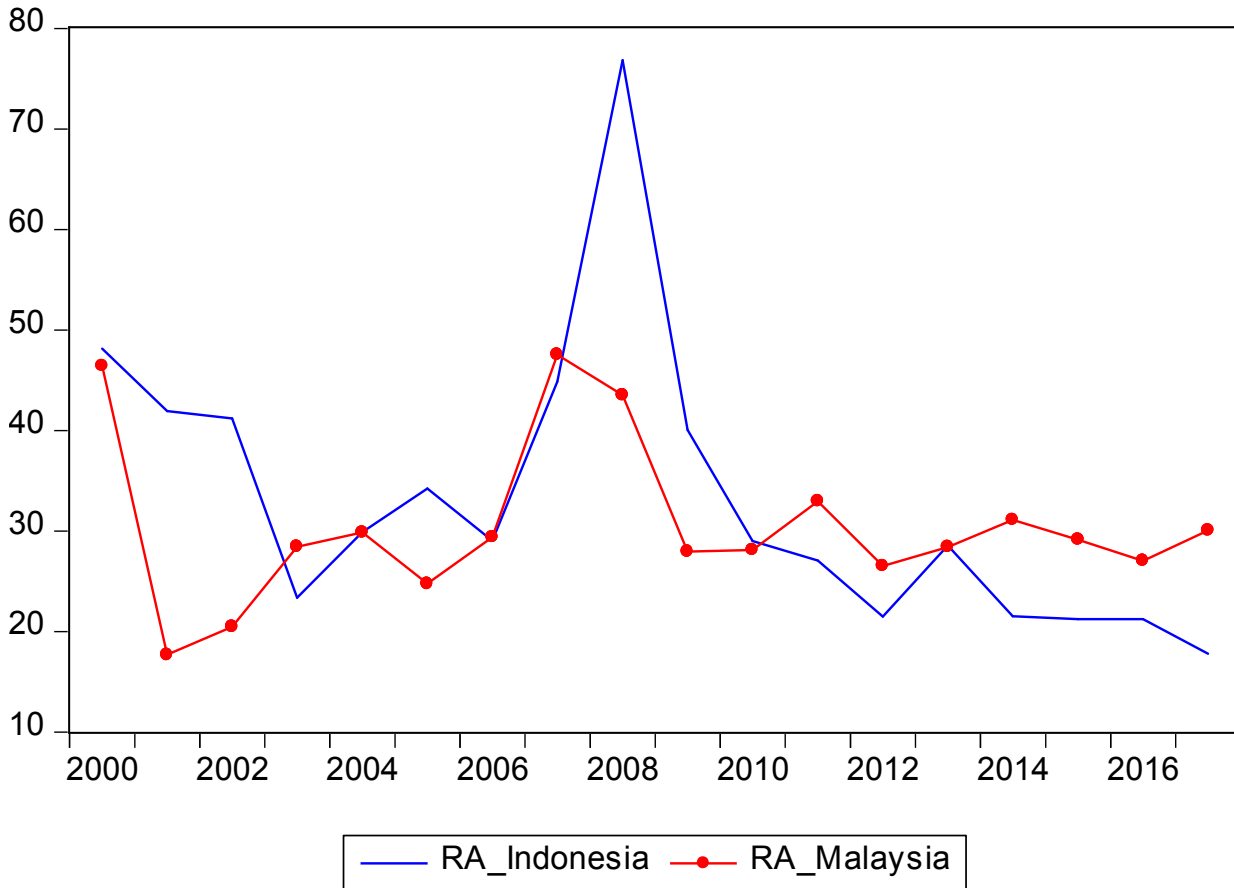
7- نسبة معدل دوران الأسهم (RA):

يُعتبر معدل دوران الأسهم والتي يتم احتسابها من خلال قسمة إجمالي القيمة المتداولة للأسهم إلى إجمالي القيمة السوقية للأسهم بأنها أحد أهم مؤشرات قياس أسواق الأوراق المالية. شهد معدل دوران الأسهم في كل من ماليزيا وإندونيسيا تذبذبا واضحا، حيث بلغ متوسط معدل الدوران في سوق ماليزيا للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2017 نحو 32.01 % ؛ بينما بلغ لنفس الفترة في سوق الأوراق المالية الإندونيسي 29.12%.

تأثرت ماليزيا بالأزمة المالية العالمية فانخفض معدل دوران الأسهم فيها بنسبة 4.04 % سنة 2008 بينما ارتفع معدل دوران الأسهم لنفس العام في سوق الأوراق المالية الإندونيسية بنسبة 31.96 %

سنة 2008 ثم أنخفض بعدها بنسبة 36.75% سنة 2009 غير أنه بعدها واصل في الانخفاض مما يدل على انخفاض نشاط السوق أما في ماليزيا فكان معدا الدوران متذبذب بين الارتفاع والانخفاض وهذا يبين أيضا تأثير السوق بالعوامل الخارجية إذ ويعود التذبذب في السيولة في هذه الفترة في كلتا البلدتين نتيجة لتأثير العوامل الخارجية: الأزمة المالية تليها أزمة السيولة العالمية تليها أزمة النفط العالمية.

الشكل رقم 9: معدل دوران الأسهم في سوق الأوراق المالية بكل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة 2000-2017



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

8- القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بالمليار دولار أمريكي (VTAE):

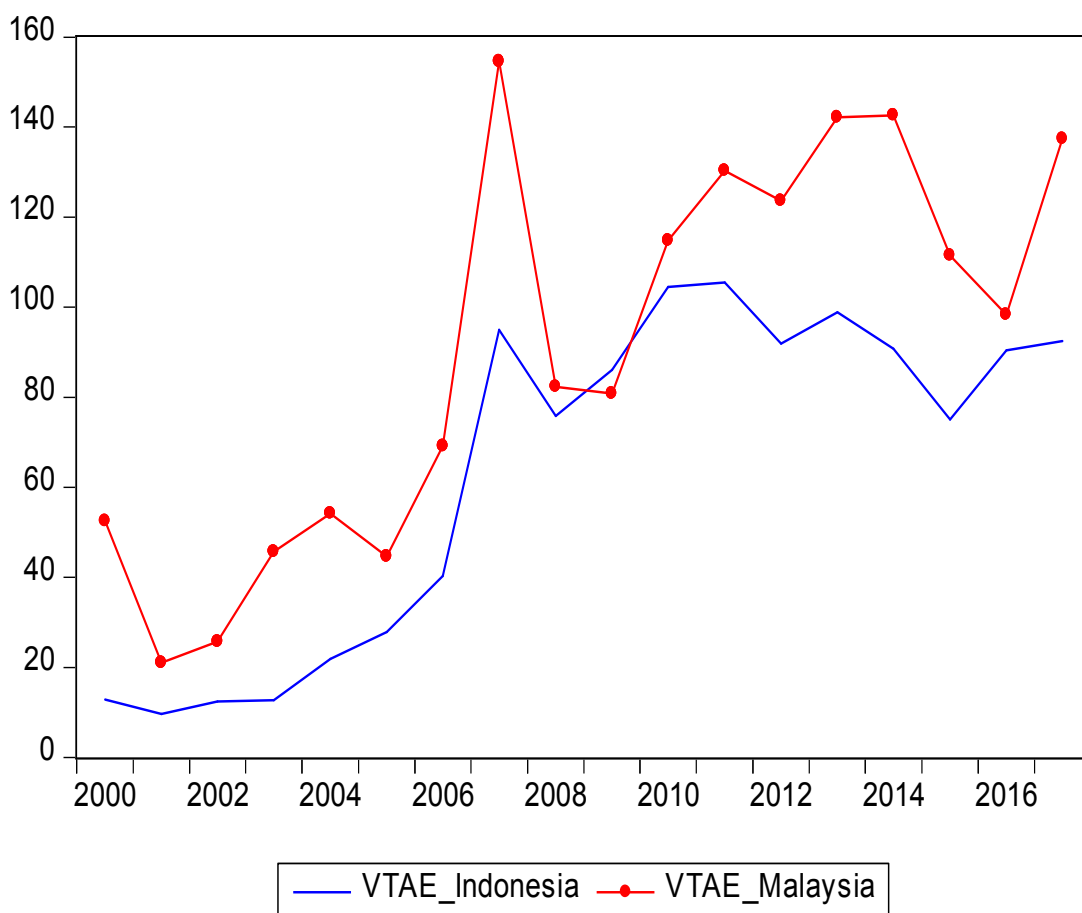
شهدت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة تذبذبا ملحوظا خلال فترة الدراسة في كل من ماليزيا وإندونيسيا حيث تفاوتت أحجام الأسهم المتداولة بين الحين والآخر في كل من سوقي ماليزيا وإندونيسيا ويعود ذلك لإستجابة الأسواق الناشئة للعوامل الخارجية نذكر منها الأزمة المالية ثم إنخفاض أسعار النفط والتسهيل الائتماني الذي أعلنت عنه أمريكا في سنة 2013 (رفع أسعار الفائدة).

الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

خلال الفترة 2007-2017 فقد بلغ متوسط القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق ماليزيا للأوراق المالية نحو 119.87 مليار دولار، و83.85 مليار دولار في سوق إندونيسيا للأوراق المالية. أما متوسط معدل النمو السنوي للقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة فقد بلغت 2.32% في ماليزيا و0.77% لإندونيسيا والجدول يبين قيمتين حرجتين قيمة في سنة 2008 وأخرى في سنة 2015 وهي سنة إنخفاض أسعار النفط.

الشكل رقم 10: القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية في كل من ماليزيا

وإندونيسيا



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

9- المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي) (M2):

تتمتع ماليزيا بارتفاع حجم المعروض النقدي الموسع كنسبة إلى إجمالي الناتج المحلي، حيث يبلغ في ماليزيا أضعاف حجمه في إندونيسيا، ويعني ذلك أن الاقتصاد الماليزي يستند في محددات نموه على التوسع في عرض النقد.

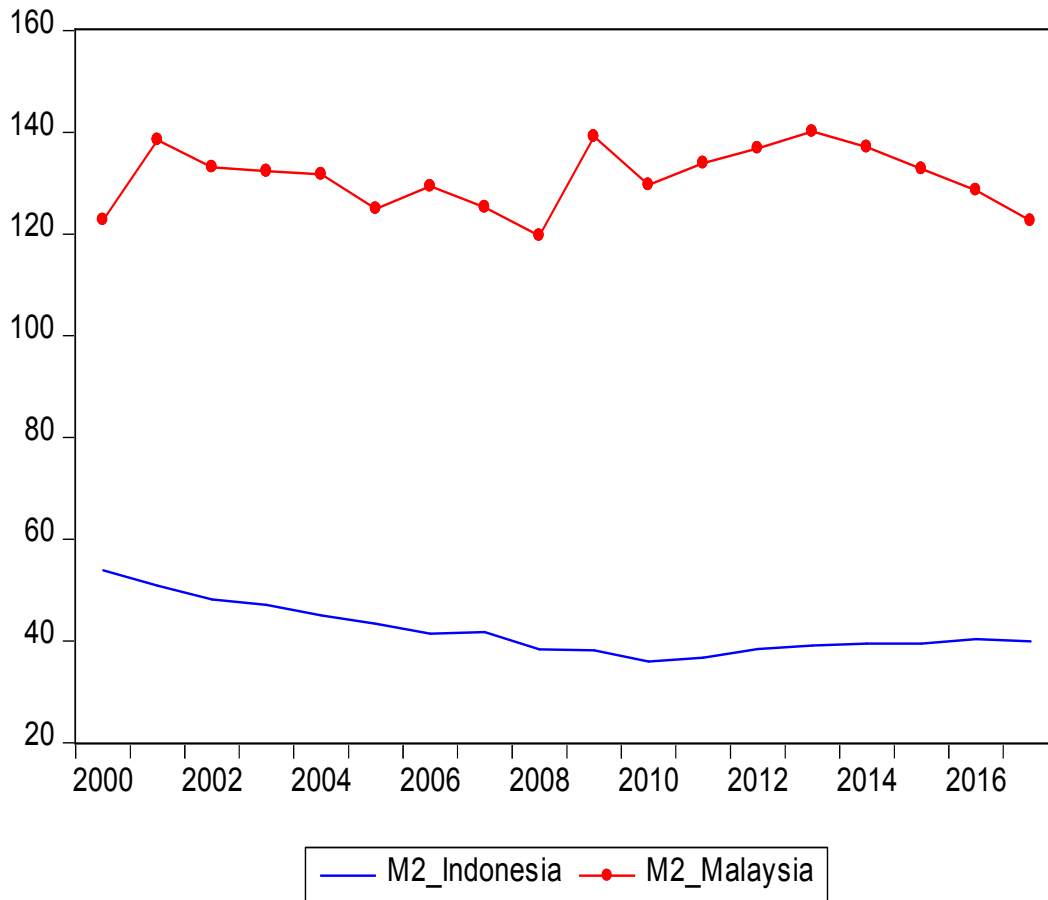
خلال الفترة 2007-2017 فقد بلغ المتوسط السنوي للمعروض النقدي الموسع إلى GDP نحو 131.40% في ماليزيا، و35.64% في إندونيسيا.

وهذا يعني أن الاقتصاد الماليزي يستند في محددات نموه على التوسع في عرض النقد بغرض التحكم في أدوات السياسة النقدية بما يخدم تسريع وتيرة النمو فالمعروض النقدي له تأثير مباشر على التضخم و الدورة الاقتصادية و مستويات الأسعار إذ يحفز الإنفاق مما يزيد من الطلب على المنتجات وهذا بدوره يعزز الإنتاج والتوظيف ويحدث العكس إذا إنخفض المعروض النقدي.

خلال الفترة 2007-2017 فقد بلغ المتوسط السنوي للمعروض النقدي الموسع إلى GDP نحو 131.40% في ماليزيا، و35.64% في إندونيسيا.

الشكل رقم 11: المعروض النقدي الموسع M2 إلى GDP في كل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة 2000-

2017.



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

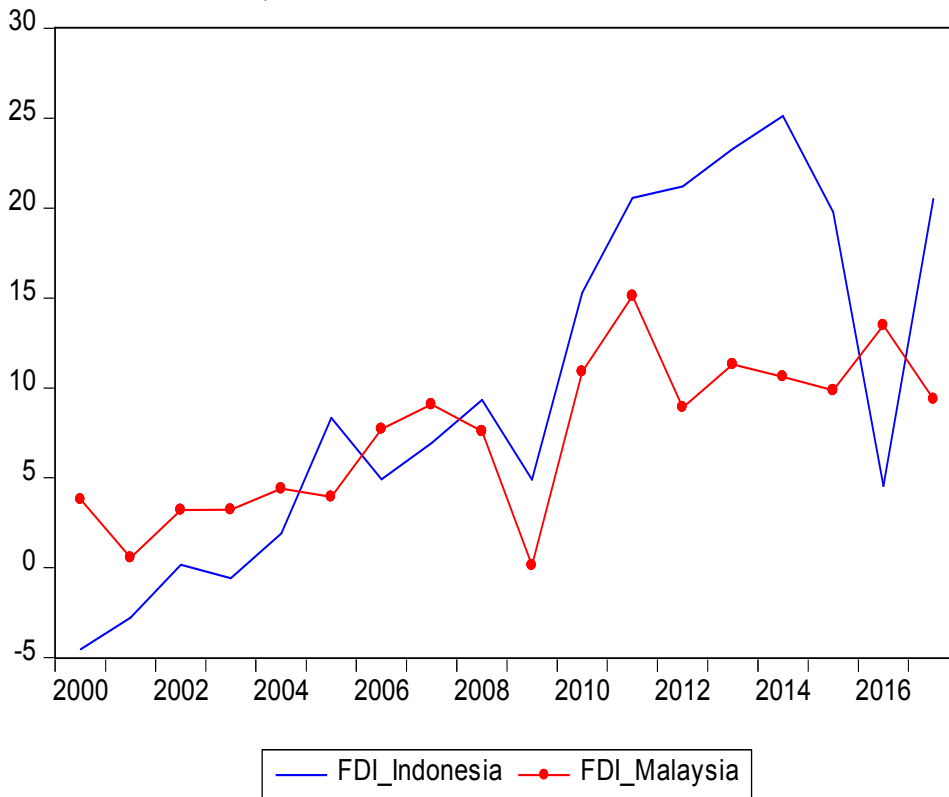
10- الإستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (بالمليار دولار أمريكي) (FDI):

حققت إندونيسيا إرتفاع في حجم الإستثمارات الأجنبية المباشرة حيث بلغ متوسط حجم الإستثمار الأجنبي المباشر في إندونيسيا خلال الفترة 2007-2017 نحو 14.28 مليار دولار، بينما حجم الإستثمار الأجنبي المباشر لنفس الفترة بلغ 9.66 مليار دولار في ماليزيا.

تحولت ماليزيا مبكراً نحو العولمة فمنذ إطلاق عمليات التصنيع الموجهة للتصدير في 1971، تم نقل الشركات المتعددة الجنسيات إلى ماليزيا، مما أدى إلى التوسع السريع في الصادرات المصنعة و ساعد على تحويل البلاد إلى واحدة من أكبر المصدرين الرائدة في العالم في مجال السلع الكهربائية و الإلكترونية ففي عام 2013 ولقد استأثرت ماليزيا بنسبة % 6.6 من الصادرات العالمية للدوائر المدمجة والمكونات الإلكترونية الأخرى.

أما في إندونيسيا فتبدو هنالك علامات لهروب المستثمرين في الأسواق الناشئة مرة أخرى إلى بر الأمان مما يسلب الضوء على الجهود المبذولة من قبل الحكومة الإندونيسية لتقوية سوق السندات، وتعتقد أن إقناع الإندونيسيين بامتلاك مزيد من الإصدارات المقومة، سيحمي النظام المالي في البلاد من الإنهيار في كل مرة تضطرب فيها الأسواق العالمية بالرغم من أن إندونيسيا إستفادت من الحرب التجارية بين أمريكا والصين في الآونة الأخيرة وازدهرت تجارتها السلعية.

الشكل رقم 12: إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة في كل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة 2000-2017

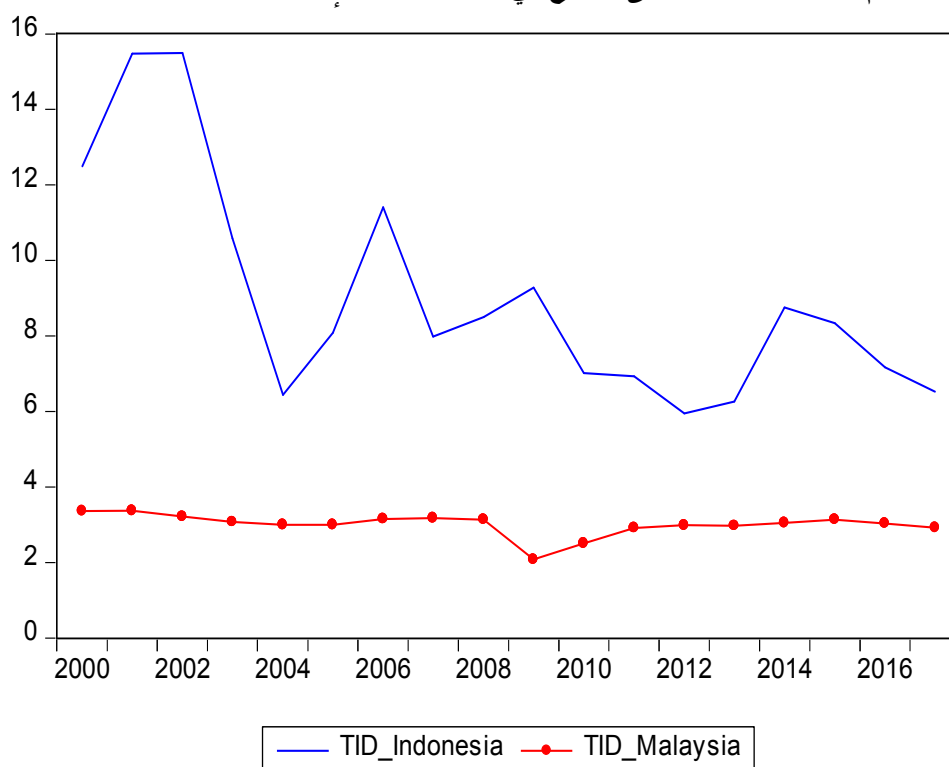


من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

11- سعر الفائدة على الودائع (TID):

يتضح من الشكل رقم 11 أن معدل الفائدة على الودائع في إندونيسيا أعلى منه في ماليزيا وهذا يشجع الأفراد على إيداع أموالهم في المصارف، ويسهم ذلك في مزيد من الإستقرار في الاقتصاد، حيث مهمة المصارف هي تمويل الاستثمار وتلبية إحتياجات المستثمرين والعمل على تحقيق التوازن النقدي. فحسب المنطق الاقتصادي التقليدي، فإن سعر الفائدة له تأثير سلبي على مؤشر سوق الأسهم فعندما يكون سعر الفائدة مرتفعاً، فإن المستثمرين سيحولون أموالهم خوفاً من المخاطر التي قد تحصل في سوق الأسهم، ومن ناحية أخرى، عندما يكون سعر الفائدة منخفضاً جداً، سينقل المستثمرون الأموال لاستثمارها في سوق الأسهم على أمل الحصول على عائد أعلى خلال الفترة 2007-2017 فقد بلغ متوسط الفائدة على الودائع في إندونيسيا 6.89 %، بينما بلغ في ماليزيا لنفس الفترة نحو 2.9 % حيث مارست ماليزيا نظام سعر فائدة منخفض هذا بسبب أن ماليزيا تحتاج إلى توليد النمو الاقتصادي مع استقرار الأسعار أما إندونيسيا فبالرغم من استقطابها للاستثمار الأجنبي المباشر إلا أنها كانت تعتمد أكثر على إيراداتها النفطية والافتراض الخارجي مما سبب لها عجز في حسابها الجاري ليصل إلى نسبة 4,4% من الناتج المحلي الإجمالي في الربع الثاني من عام 2013، وأدى انخفاض أسعار السلع وتراجع صادرات الموارد الطبيعية إلى خفض عائد الصادرات في نفس السنة.

الشكل رقم 13: سعر الفائدة على الودائع في كل من ماليزيا وإندونيسيا خلال الفترة 2000-2017

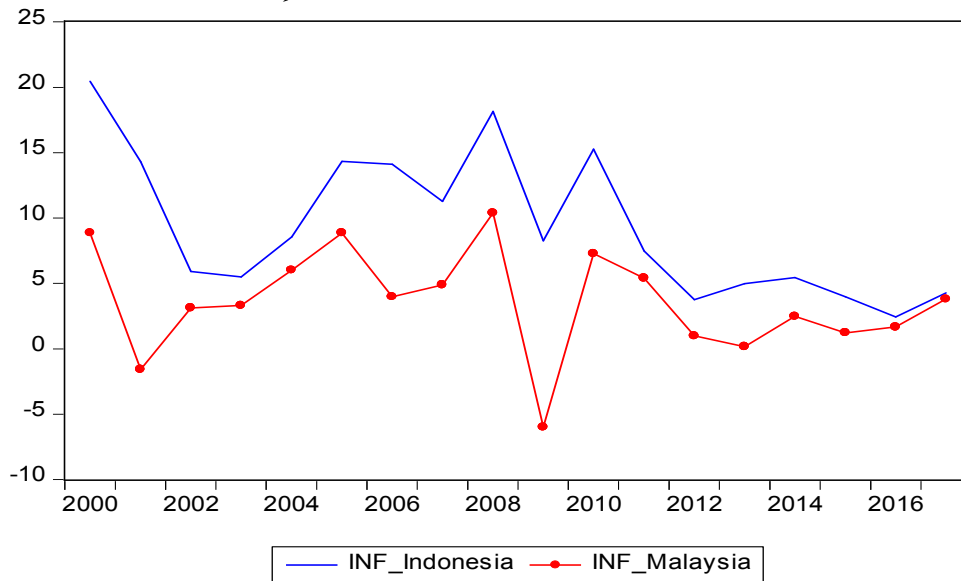


من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

12- معدل التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا) (INF):

تتفاوت معدلات التضخم في كل من ماليزيا وإندونيسيا، حيث أنه وخلال الفترة 2007-2017 يتضح أن ماليزيا تحافظ على معدل تضخم طبيعي ومنخفض قياساً بمعدل التضخم في إندونيسيا، وهذا ما يجعل الاقتصاد الماليزي الأكثر استقرار خصوصاً في المحافظة على القيمة الشرائية للعملة المحلية. يبلغ متوسط معدل التضخم (معامل تكمش الناتج) في ماليزيا خلال الفترة 2007-2017 نحو 2.93%، بينما يبلغ معدل التضخم لنفس الفترة نحو 7.11% في إندونيسيا.

الشكل رقم 14: معدل التضخم (معامل تكمش الناتج) في كل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة 2000-2017



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

13- الائتمان المحلي المُقدم للقطاع الخاص كنسبة من GDP

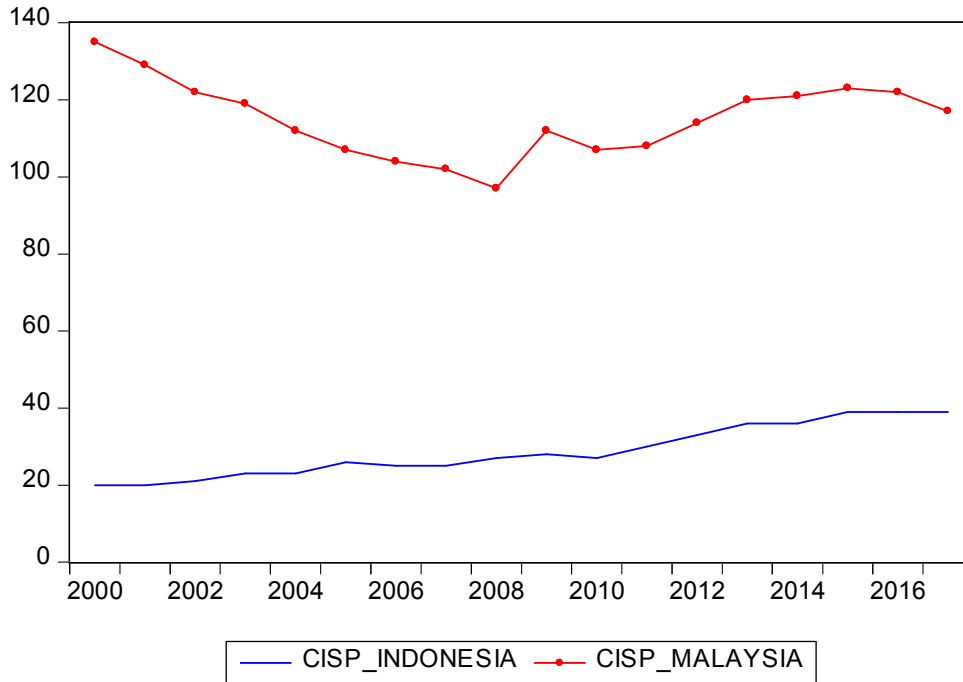
يعتبر القطاع الخاص الأكثر تأثيراً في ماليزيا، حيث يفوق الائتمان المحلي المُقدم للقطاع الخاص إجمالي الناتج المحلي ؛ وهذا يعني أن للقطاع الخاص دور في تمويل أنشطة وقطاعات الاقتصاد الماليزي، حيث يفوق الائتمان المحلي المُقدم للقطاع الخاص كنسبة من GDP في ماليزيا.

خلال الفترة 2007-2017 فقد بلغ المتوسط السنوي للائتمان المحلي المُقدم للقطاع الخاص كنسبة من GDP الماليزي نحو 112.94%، بينما بلغ المتوسط السنوي للائتمان المحلي المُقدم للقطاع الخاص كنسبة من GDP الإندونيسي نحو 30.01% ذلك لأن ماليزيا كانت من السابقين في مجال

الخصخصة وقامت بتشجيع المواطنين ومرافقتهم إيماناً منها بالدور الذي يلعبه الخواص في مجال التنمية الاقتصادية أما إندونيسيا فهي بصدد الإصلاحات وتغيير القوانين حتى يتسنى للخواص المشاركة في التنمية الاقتصادية بالرغم من أنه في المراحل الأولى للتحرير المالي كان معظم الاقتصاد الإندونيسي للشركات الأجنبية والخواص.

الشكل رقم 15: الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من GDP في كل من ماليزيا وإندونيسيا للفترة

2017-2000



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

المطلب الثالث: تحليل محددات النمو الاقتصادي في كل من ماليزيا وإندونيسيا

تم تحديد عدة متغيرات مفسرة للنمو الاقتصادي تمثلت في: مؤشر البورصة، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، نسبة معدل دوران الأسهم، إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية، إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصة، إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، المعروض النقدي، الإستثمار الأجنبي المباشر، التضخم و سعر الفائدة والقطاع الخاص وكذا المعروض النقدي، وكانت المدة الزمنية المعتمدة هي من سنة 2000 إلى غاية 2017، أما المتغير التابع الممثل للنمو الاقتصادي فكان إجمالي الناتج المحلي ومن أجل تطبيق هذه الدراسة سنستعين بتقنية التحليل الشعاعي بالمكونات الأساسية (ACP)، حيث أنها تسمح لنا بمعالجة عدد غير محدود من المتغيرات الكمية وهذا بهدف العرض والتحليل السريع للارتباطات ما بين المتغيرات الكمية، كذلك سنقوم بعرض وتحليل للمتغيرات على رسم بياني ذو بعدين أو ثلاثة أبعاد.

الفرع الأول: الارتباط بين المتغيرات التفسيرية:

سنقوم في هذه المرحلة بعرض مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة وذلك لتحديد قوة الارتباط بين هذه المتغيرات، وكذلك تحديد علاقة الارتباط بينها بغية أن يكون النموذج المراد تقديره مبني على متغيرات مفسرة ومرتبطة بالظاهرة ارتباطاً تاماً لكي نقلل من نسبة الخطأ وسوء التقدير.

الجدول رقم 45: مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة لإندونيسيا

المتغيرات	GDP	IB	VAT	RA	VMEL	EB	VM	VTAE	M2	FDI	TID	INF	CISP
GDP	1,00												
IB	0,98	1,00											
VAT	0,99	0,19	1,00										
RA	0,71	-0,51	0,35	1,00									
VMEL	0,81	0,81	0,48	-0,59	1,00								
EB	0,95	0,98	0,13	-0,51	0,76	1,00							
VM	0,98	0,97	0,21	-0,60	0,89	0,94	1,00						
VTAE	0,88	0,85	0,62	-0,22	0,85	0,79	0,87	1,00					
M2	0,79	-0,73	-0,55	0,23	-0,78	-0,69	-0,74	-0,89	1,00				
FDI	0,88	0,85	0,21	-0,43	0,72	0,79	0,84	0,79	-0,77	1,00			
TID	-0,71	-0,68	-0,40	0,35	-0,74	-0,63	-0,69	-0,73	0,75	-0,68	1,00		
INF	-0,59	-0,59	0,21	0,72	-0,49	-0,66	-0,60	-0,35	0,34	-0,46	0,35	1,00	
CISP	0,78	0,13	0,44	0,55	0,32	0,39	0,49	0,12	0,23	0,29	0,30	0,41	1,00

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

من خلال ملاحظتنا للجدول السابق يمكننا القول بأن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و مؤشر بورصة يساوي 0.98 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يتفق مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وهذا يعطينا فكرة أن الارتباط بين هذين المتغيرين إيجابية، أي أن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما هي علاقة طردية، كما أن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.98 و هي أكبر تماماً من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قويا نسبياً، و يمكن القول بأن هناك علاقة ارتباط بين هذين المتغيرين لأن قيمة معامل الارتباط أكبر تماماً جدا 0.5.

كما نلاحظ أيضاً أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام والقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة يساوي 0.99 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.99 أي أنها أكبر تماماً من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

يُظهر لنا الجدول أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام ومعدل دوران الأسهم يساوي 0.71 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية أيضا، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.71 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعلنا نستنتج أن الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام وإجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية يساوي 0.81 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة

لمعامل الارتباط تساوي 0.81 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا مما يمكننا القول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام ورسمة السوق يساوي 0.81 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يتفق مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وهذا يعطينا فكرة أن الارتباط بين هذين المتغيرين إيجابية، أي أن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما هي علاقة طردية، كما أن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.81 و هي أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي نسبيا.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام وإجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية يساوي 0.95 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.95 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

يُظهر لنا الجدول أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و إجمالي القيمة السوقية يساوي 0.98 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية أيضا، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.98 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعلنا نستنتج أن الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا.

يمكننا القول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة يساوي 0.88 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يتفق مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وهذا يعطينا فكرة أن الارتباط بين هذين المتغيرين ايجابية، أي أن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما هي علاقة طردية، كما أن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.88 و هي أكبر تماما من

0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي نسبيا، و يمكن القول بأن هناك علاقة ارتباط بين هذين المتغيرين لأن قيمة معامل الارتباط أكبر تماما جدا 0.5.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام والمعرض النقدي يساوي 0.79 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.79 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام والاستثمار الأجنبي المباشر يساوي 0.88 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.88 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

يُظهِر لنا الجدول أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة على الودائع يساوي -0.71 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما عكسية أيضا، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة عكسية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.71 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعلنا نستنتج أن الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام ومعدل التضخم يساوي -0.59 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما عكسي، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة عكسية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.59 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص يساوي 0.78 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.78 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

أما بالنسبة لمعامل الارتباط الذي يجمع بين المتغيرات التفسيرية نلاحظ أنه يكاد أن يكون معدوم. حيث أن معامل الارتباط الذي يجمع بين القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة مع مؤشر البورصة يكاد أن يكون مساويا للصفر و هذا يعني أنه ليس هناك علاقة ارتباط تجمع بينهما، و أيضا بالنسبة لمعظم معاملات الارتباط التي تجمع باقي المتغيرات التفسيرية، فمن الشيء الجيد أن تكون المتغيرات التفسيرية مستقلة إحصائيا، أي أنه "إذا وجد أكثر من متغير تفسيري فإن الارتباط بينهم يكون إلزاميا

الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

معدوماً أو ضعيف جداً، فلو أن هناك متغيرين تفسيريين مرتبطين ارتباطاً خطياً تاماً لأعتبر متغيراً واحداً، ومن ثم فإن إدراجهما سوياً في معادلة الانحدار يؤدي إلى عدم دقة في قياس المعلمات¹ وهذا ما يحقق خاصية الانحدار وهي استقلالية المتغيرات التفسيرية فيما بينها.

الجدول رقم 46: مصفوفة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة لماليزيا

المتغيرات	GDP	IB	VAT	RA	VMEL	EB	VM	VTAE	M2	FDI	TID	INF	CISP
GDP	1,00												
IB	0,98	1,00											
VAT	0,77	0,16	1,00										
RA	0,60	0,06	0,79	1,00									
VMEL	0,71	0,20	0,51	-0,10	1,00								
EB	0,72	0,10	0,22	0,14	0,18	1,00							
VM	0,95	0,95	0,22	-0,01	0,42	0,13	1,00						
VTAE	0,87	0,89	0,54	0,36	0,40	0,22	0,91	1,00					
M2	0,77	0,15	-0,30	-0,60	0,38	-0,22	0,28	0,05	1,00				
FDI	0,81	0,79	0,25	0,21	0,11	0,18	0,76	0,79	-0,07	1,00			
TID	-0,60	-0,24	-0,01	0,16	-0,32	-0,37	-0,37	-0,26	0,00	1,00			
INF	-0,79	-0,21	0,23	0,52	-0,32	0,24	-0,27	-0,08	-0,79	0,37	1,00		
CISP	0,73	0,26	0,39	0,63	0,18	0,09	0,11	0,32	0,47	0,14	0,21	1,00	

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

من خلال ملاحظتنا للجدول السابق يمكننا القول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و مؤشر بورصة يساوي 0.98 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يتفق مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وهذا يعطينا فكرة أن الارتباط بين هذين المتغيرين ايجابية، أي أن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما هي علاقة طردية، كما أن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.98 و هي أكبر تماماً من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي نسبياً، و يمكن القول بأن هناك علاقة ارتباط بين هذين المتغيرين لأن قيمة معامل الارتباط أكبر تماماً جدا 0.5.

كما نلاحظ أيضاً أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام والقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة يساوي 0.77 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.77 أي أنها أكبر تماماً من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

يُظهر لنا الجدول أيضاً أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام ومعدل دوران الأسهم يساوي 0.60 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية أيضاً، ويتفق

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية 84 شارع زكريا فنيم بالإسكندرية، مصر، 2000، ص 108.

هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.60 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعلنا نستنتج أن الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام وإجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية يساوي 0.71 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.71 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا وهذا ما يمكننا القول بأن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام ورسمة السوق يساوي 0.71 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يتفق مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وهذا يعطينا فكرة أن الارتباط بين هذين المتغيرين إيجابي، و يمكن القول بأن هناك علاقة ارتباط بين هذين المتغيرين لأن قيمة معامل الارتباط أكبر تماما جدا 0.5.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام وإجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية يساوي 0.72 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.72 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

يُظهِر لنا الجدول أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام وإجمالي القيمة السوقية يساوي 0.95 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية أيضا، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادة على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.95 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعلنا نستنتج أن الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا.

يمكننا القول أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة يساوي 0.87 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يتفق مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وهذا يعطينا فكرة أن الارتباط بين هذين المتغيرين ايجابية، أي أن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما هي علاقة طردية، كما أن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.87 و هي أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي نسبيا، و يمكن القول بأن هناك علاقة ارتباط بين هذين المتغيرين لأن قيمة معامل الارتباط أكبر تماما جدا 0.5.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام والمعروض النقدي يساوي 0.77 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.77 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام والاستثمار الأجنبي المباشر يساوي 0.81 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.81 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

يُظهر لنا الجدول أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام وسعر الفائدة على الودائع يساوي -0.60 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما عكسية أيضا، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة عكسية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.60 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعلنا نستنتج أن الارتباط بين هذين المتغيرين قوي جدا.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و معدل التضخم يساوي -0.79 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما عكسي، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة عكسية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.79 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

كما نلاحظ أيضا أن معامل الارتباط بين الناتج المحلي الخام و الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص يساوي 0.73 وهو ذو دلالة إحصائية، وهذا يوحي بأن علاقة الارتباط التي تجمع بينهما طردية، ويتفق هذا مع الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بينهما، وزيادةً على ذلك فإن القيمة المطلقة لمعامل الارتباط تساوي 0.73 أي أنها أكبر تماما من 0.5 مما يجعل الارتباط بين هذين المتغيرين قوي.

أما بالنسبة لمعامل الارتباط الذي يجمع بين المتغيرات التفسيرية نلاحظ أنه يكاد أن يكون معدوم، حيث أن معامل الارتباط الذي يجمع بين القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة مع مؤشر البورصة يكاد أن يكون مساويا للصفر و هذا يعني أنه ليس هناك علاقة ارتباط تجمع بينهما، و أيضا بالنسبة لمعظم معاملات الارتباط التي تجمع باقي المتغيرات التفسيرية، فمن الشيء الجيد أن تكون المتغيرات التفسيرية مستقلة إحصائيا، أي أنه "إذا وجد أكثر من متغير تفسيري فإن الارتباط بينهم يكون إلزاميا معدوما أو

ضعيف جداً، فلو أن هناك متغيرين تفسيريين مرتبطين ارتباطاً خطياً تاماً لاعتبرا متغيراً واحداً، و من ثم فإن إدراجهما سوياً في معادلة الانحدار يؤدي إلى عدم دقة في قياس المعلمات¹.

الفرع الثاني: اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

الهدف من هذا الاختبار هو معرفة إذا كانت المتغيرات التابعة تتبع التوزيع الطبيعي، فإذا كان المتغير التابع يتبع التوزيع الطبيعي في الانحدار الخطي كما هو في حالتنا فهذا يسمى الانحدار الخطي العام أما إذا كان المتغير التابع لا يتبع التوزيع الطبيعي فهذا يسمى بالانحدار الخطي المعمم فلهذا قبل القيام بأي تقدير يجب أولاً معرفة هذه الخاصة من أجل دقة التقدير وعدم التحيز أيضاً.

الجدول رقم 47: يمثل اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة لإندونيسيا

Probability	Jarque-Bera	Kurtosis	Skewness	المتغيرات
0,354	2,078	1,336	0,014	GDP
0,443	1,630	1,566	0,171	IB
0,375	6,568	4,602	1,244	VAT
0,939	13,942	5,825	1,629	RA
0,391	1,879	1,705	-0,455	VMEL
0,512	1,340	1,859	0,348	EB
0,405	1,808	1,470	0,132	VM
0,301	2,404	1,420	-0,421	VTAE
0,224	2,994	2,992	0,999	M2
0,462	1,543	1,607	0,172	FDI
0,143	3,893	3,206	1,135	TID
0,436	1,660	2,055	0,574	INF
0,311	1,234	2,341	1,345	CISP

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال الجدول رقم 47 أن المتغير التابع GDP يتبع التوزيع الطبيعي مما يجعلنا نستنتج أن الانحدار الذي سنستخدمه في النموذج الأول هو الانحدار الخطي العام، كذلك بالنسبة للمتغيرات التفسيرية والتي تظهر قيمتها الاحتمالية أكبر من 0.05 مما يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية و نرفض الفرضية البديلة و عليه يمكن القول أن كل المتغيرات التفسيرية تتبع التوزيع الطبيعي مما يجعلنا نستنتج أن الانحدار المستخدم في هذا النموذج هو أيضاً الانحدار الخطي العام.

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق ذكره، ص 108.

الجدول رقم 48: يمثل اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة لماليزيا

المتغيرات	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probability
GDP	-0,094	1,421	1,896	0,387
IB	0,017	1,504	1,679	0,432
VAT	1,547	6,651	17,182	0,186
RA	0,933	3,389	2,725	0,256
VMEL	-0,957	4,680	4,864	0,088
EB	-0,292	2,723	0,313	0,855
VM	0,016	1,491	1,708	0,426
VTAE	-0,111	1,654	1,396	0,498
M2	-0,238	2,003	0,916	0,633
FDI	-0,085	2,037	0,717	0,699
TID	-1,802	6,449	18,658	0,890
INF	-0,400	3,185	0,504	0,777
CISP	1,234	1,335	2,564	0,432

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

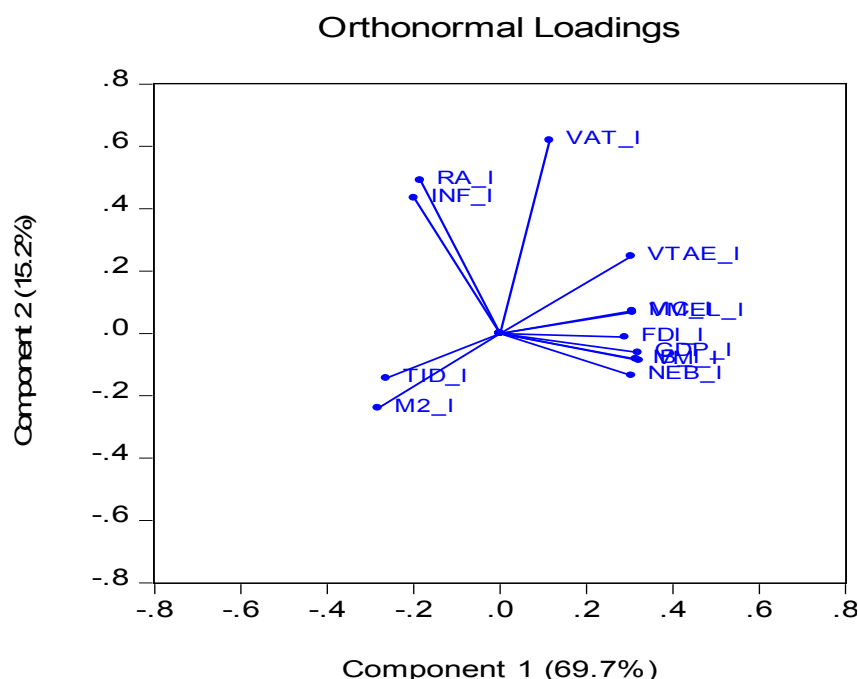
نلاحظ من خلال الجدول رقم 48 أن المتغير التابع GDP يتبع التوزيع الطبيعي مما يجعلنا نستنتج أن الانحدار الذي سنعتمد عليه في النموذج الثاني هو الانحدار الخطي العام، كذلك بالنسبة للمتغيرات التفسيرية والتي تظهر قيمتها الاحتمالية أكبر من 0.05 مما يجعلنا نقبل الفرضية الصفرية و نرفض الفرضية البديلة و عليه يمكن القول أن كل المتغيرات التفسيرية تتبع التوزيع الطبيعي مما يجعلنا نستنتج أن الانحدار المستخدم في هذا النموذج هو أيضا الانحدار الخطي العام.

الفرع الثالث: دائرة معامل الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة:

نلاحظ من خلال الشكل رقم 16 أن المتغيرات سُمِّلت على مستوي ذو بعدين (F1 و F2)، وهذا لأن مجموع القيمة الذاتية لمحور الشعاعي الأول F1 ومحور الشعاعي الثاني F2 يمتلك نسبة كبيرة من الكثافة الإجمالية (Inertie totale)¹ ما يقارب 84,9 بالمئة، أي أننا سُمِّلت على المستوي محاور شعاعية ذات قيمة ذاتية أكبر من الواحد، كما نلاحظ أيضا أن باقي القيم الذاتية عرفت انخفاضا حادا أو سقوطا حرا في نسبة تمثيلها من الكثافة الإجمالية، فهذا يوحي أن نتائج هذه الدراسة التحليلية ستكون مرضية جدا.

¹ $J_{t(o)} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n d^2(i, 0) = p(\text{le nombre des variable})$

الشكل رقم 16: دائرة معامل الارتباط الخطي بين المتغيرات و المحاور لإندونيسيا



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

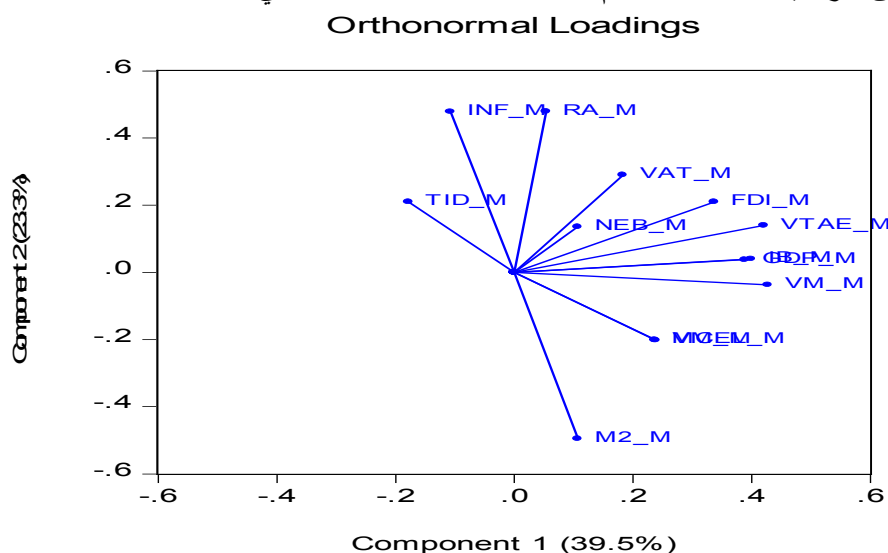
نلاحظ من خلال الشكل السابق أن كل المتغيرات التفسيرية لها علاقة ارتباط مع المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي)، حيث أن هذه العلاقة تكون إما علاقة طردية أو علاقة عكسية كما سبق ووضحناه في مصفوفة معامل الارتباط الخطي، أي أننا نؤكد مرة أخرى صحة النتائج التي تحصلنا عليها سابقاً أن مؤشر البورصة و القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة و معدل دوران الأسهم تتمتع بعلاقة طردية مع الناتج المحلي الإجمالي، و كذلك لباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى التي هي أيضاً تتمتع بعلاقة طردية مع المتغير التابع بالاستثناء متغيران تفسيريان سعر الفائدة على الودائع و معدل التضخم واللذان يتمتعان بعلاقة عكسية مع المتغير التابع، حيث أن هذه النتائج مطابقة لما تظهره دائرة معامل الارتباط الخطي.

كما يمكننا تأكيد صحة استقلالية المتغيرات التفسيرية الملاحظة سابقاً في مصفوفة معامل الارتباط الخطي، حيث أن المسافة التي تربط النقطة الممثلة لمؤشر البورصة بالنقطة الممثلة معدل دوران الأسهم تساوي بتقريب الجذر التربيعي للرقم إثنين¹، ما يؤكد لنا أنهما غير مرتبطان خطياً أي مستقلان، ونفس الشيء بالنسبة لباقي المتغيرات المفسرة الأخرى.

نلاحظ من خلال الشكل رقم 17 أن المتغيرات ستمثل على مستوي ذو بعدين (F1 و F2)، وهذا لأن مجموع القيمة الذاتية لمحور الشعاعي الأول F1 ومحور الشعاعي الثاني F2 يمتلك نسبة

¹ $d^2(j', j) = 2(1 - cor(j', j))$

كبيرة من الكثافة الإجمالية (Inertie totale)¹ ما يقارب 62,8 بالمئة، أي أننا سنُمتل على المستوي محاور شعاعية ذات قيمة ذاتية أكبر من الواحد، كما نلاحظ أيضا أن باقي القيم الذاتية عرفت انخفاضا حادا أو سقوط حر في نسبة تمثيلها من الكثافة الإجمالية، فهذا يوحي أن نتائج هذه الدراسة التحليلية ستكون مرضية جدا. الشكل رقم 17: دائرة معامل الارتباط الخطي بين المتغيرات و المحاور لماليزيا



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن كل المتغيرات التفسيرية لها علاقة ارتباط مع المتغير التابع (الناتج المحلي الإجمالي)، حيث أن هذه العلاقة تكون إما علاقة طردية أو علاقة عكسية كما سبق ووضحناه في مصفوفة معامل الارتباط الخطي، أي أننا نؤكد مرة أخرى صحة النتائج التي تحصلنا عليها سابقا أن مؤشر البورصة و القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة و معدل دوران الأسهم تتمتع بعلاقة طردية مع الناتج المحلي الإجمالي، و كذلك لباقي المتغيرات التفسيرية الأخرى التي هي أيضا تتمتع بعلاقة طردية مع المتغير التابع بالاستثناء متغيران تفسيريان سعر الفائدة على الودائع و معدل التضخم واللذان يتمتعان بعلاقة عكسية مع المتغير التابع، حيث أن هذه النتائج مطابقة لما تظهره دائرة معامل الارتباط الخطي.

كما يمكننا تأكيد صحة استقلالية المتغيرات التفسيرية الملاحظة سابقا في مصفوفة معامل الارتباط الخطي، حيث أن المسافة التي تربط النقطة الممثلة لمؤشر البورصة بالنقطة الممثلة معدل دوران الأسهم تساوي بتقريب الجذر التربيعي للرقم إثنين²، ما يؤكد لنا أنهما غير مرتبطان خطيا أي مستقلان، ونفس الشيء بالنسبة لباقي المتغيرات المفسرة الأخرى.

¹ $J_{t(o)} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n d^2(i, 0) = p(\text{le nombre des variable})$

² $d^2(j', j) = 2(1 - \text{cor}(j', j))$

المبحث الثالث: خطوات تقدير النموذج القياسي و اختبار النتائج

إن الخطوة الأولى تتمثل في تقدير النموذج القياسي السابق ذكره بطريقة المربعات الصغرى العادية لنقوم بعد ذلك بتقييم بسيط للنتائج المتحصل عليها عن طريق اختبارات عديدة التي ستسمح لنا من أن نقول أن هذا النموذج القياسي لا تتوفر فيه الخصائص المرغوبة للمقدرات في حالة العينة الصغيرة و التي هي عدم التحيز، أقل تباين، الكفاءة، الخطية، المثالية الخطية، أدنى متوسط لمربعات الصغرى و الكفاية.

المطلب الأول: خطوات تقدير النموذج القياسي

سيكون من الجيد لو أننا نختار طريقة تقدير مناسبة في حالة العينة الصغيرة (البوتستراب) و التي ستسمح لنا من تحقيق أو الحصول على الخصائص المرغوبة للمقدرات السابق ذكرها كل هذا سنقوم به عن طريق اختبارات عديدة على النموذج القياسي الجديد المقدر بطريقة البوتستراب و من هذه الاختبارات اختبارات المعنوية، تحديد فترات الثقة، اختبار وولد، معايير درجة التبسيط، معيار معامل التحديد، اختبار معنوية الاختلاف بين معاملات من عينات مختلفة و أيضا اختبار إذا ما كانت بواقي هذا النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، ولكن الشيء المهم هو الكشف عن المشاكل القياسية التي يمكن أن يحتويها النموذج القياسي، فلهذا سنقوم بالكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي بطرق عديدة لدعم نتائجنا ثم سنقوم بالكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين كل هذه الاختبارات العديدة ستسمح لنا من تحديد معايير جودة النموذج القياسي لكي يكون تفسير النتائج المحصلة تفسيراً منطقياً مطابقاً للتفسير النظري أو التفسير الإحصائي أو كلاهما معاً.

الفرع الأول: التقدير الأولي للنموذج القياسي: تعرض نتائج هذا التقدير في الجدول التالي:

الجدول رقم 49: تقدير النموذج بطريقة مربعات الصغرى العادية الخاص بماليزيا

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	المتغيرات التفسيرية
0,253	2,959469	0,021301	0,063039	IB
0,1409	-1,69547	1,553918	-2,634621	VAT
0,1024	1,926121	1,599722	3,081258	RA
0,6921	0,415668	7,530268	3,13009	VMEL
0,2256	1,350308	0,034233	0,046225	EB
0,3128	2,797128	0,132892	0,371717	VM
0,4436	0,819997	0,32472	0,266269	VTAE
0,6613	0,460588	0,50765	0,233818	M2
0,0757	2,144161	0,943974	2,024033	FDI
0,3957	-0,914619	8,581588	-7,848883	TID
0,3871	-0,932415	1,019666	-0,950752	INF
0,5245	0,875284	0,445531	0,579359	CISP
/	/	/	0,998170	معامل التحديد
/	/	/	0,994814	معامل التحديد المعدل
/	/	/	2,209241	ديرين واتسون

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من الجدول الأعلى أن كل المعاملات المقدرة أي المعاملات الانحدارية للمتغيرات التفسيرية بدون دلالة إحصائية بصورة مستقلة عند العتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة، فهل يمكن الاعتماد على هذه المعاملات لتفسير الظاهرة محل الدراسة، بطبع لا، لأنه يحذب أولاً النظر في قيمة معامل التحديد في النموذج القياسي.

حيث أن هذا النموذج القياسي يحتوي على معامل تحديد أكبر من 0.5 و كذلك بالنسبة لمعامل التحديد المصحح الذي لا يتأثر بعدد المتغيرات التفسيرية بحيث أن قيمته تتساوى بالتقريب مع معامل التحديد، إذن هل يمكن اعتبار أن معايير تحديد جودة النماذج في تفسير ظاهرة الدراسة هي المعايير التي سبق و ذكرناها، بطبع لا.

حيث أننا نلاحظ في الجدول ارتفاع قيمة معامل التحديد مع عدم معنوية المتغيرات التفسيرية يوحي من أن النموذج يعاني أيضا من مشكلة التعداد الخطي، فلماذا يمكن القول أن تقدير النموذج باستخدام طريقة مربعات الصغرى العادية لا يوفر أو يعطي الخصائص المرغوبة للمقدرات في حالة العينة الصغيرة ألا وهي عدم التحيز، أقل تباين، الكفاءة، الخطية، المثلية الخطية، أدنى متوسط لمربعات الصغرى و الكفاية ؛ فلماذا يجب علينا أن نختار طريقة تقدير مناسبة لهذه الحالة و الطريقة المثلى هي التقدير بواسطة البوتستراب الذي سيسمح لنا من تحقيق تلك الخصائص.

الجدول رقم 50: تقدير النموذج بطريقة مربعات الصغرى العادية الخاص بإندونيسيا

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	المتغيرات التفسيرية
0,2893	4,835879	0,04909	0,237394	IB
0,5298	-6,715847	8,733329	-58,6517	VAT
0,4223	4,473267	1,735307	7,762492	RA
0,4424	-2,537265	11,41443	-28,96144	VMEL
0,6006	-2,312547	0,401158	-0,927696	EB
0,2166	-3,080069	0,337942	-1,040883	VM
0,1264	8,711771	0,857392	7,469407	VTAE
0,3064	2,812968	1,506422	4,237516	M2
0,7957	2,10817	0,825766	1,740855	FDI
0,3883	0,929876	2,588501	2,406985	TID
0,1493	-3,376222	1,769661	-5,974766	INF
0,3658	0,875321	0,764453	0,142435	CISP
/	/	/	0.999279	معامل التحديد
/	/	/	0.997958	معامل التحديد المعدل
/	/	/	2.088169	ديرين واتسون

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من الجدول الأعلى أن كل المعاملات المقدرة أي المعاملات الانحدارية للمتغيرات التفسيرية بدون دلالة إحصائية بصورة مستقلة عند العتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة، فهل يمكن الاعتماد

على هذه المعلمات لتفسير الظاهرة محل الدراسة، بطبع لا، لأنه يحذب أولاً النظر في قيمة معامل التحديد في النموذج القياسي، حيث أن هذا النموذج القياس يحتوي على معامل تحديد أكبر من 0.5 و كذلك بالنسبة لمعامل التحديد المصحح الذي لا يتأثر بعدد المتغيرات التفسيرية بحيث ان قيمته تتساوى بالتقريب مع معامل التحديد، إذن هل يمكن اعتبار أن معايير تحديد جودة النماذج في تفسير ظاهرة الدراسة هي المعايير التي سبق و ذكرناها، بطبع لا، حيث أننا نلاحظ في الجدول ارتفاع قيمة معامل التحديد مع عدم معنوية المتغيرات التفسيرية يوحي من أن النموذج يعاني أيضاً من مشكلة التعداد الخطي، فلهذا يمكن القول أن تقدير النموذج باستخدام طريقة مربعات الصغرى العادية لا يوفر أو يعطي الخصائص المرغوبة للمقدرات في حالة العينة الصغيرة ألا وهي عدم التحيز، أقل تباين، الكفاءة، الخطية، المثلية الخطية، أدنى متوسط لمربعات الصغرى و الكفاية فلهذا يجب علينا أن نختار طريقة تقدير مناسبة لهذه الحالة و الطريقة المثلى هي التقدير بواسطة البوتستراب الذي سيسمح لنا من تحقيق تلك الخصائص.

الفرع الثاني: التقدير الصحيح للنموذج القياسي

تظهر نتائج تقدير هذه النماذج في الجدول التالي:

الجدول رقم 51: تقدير النموذج القياسي الخاص بإندونيسيا بطريقة البوتستراب

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	المتغيرات التفسيرية
0,0002	8,399949	0,028261	0,237394	IB
0,0000	11,70371	5,011376	58,6517	VAT
0,0002	7,740659	1,002821	7,762492	RA
0,0045	4,412663	6,563258	28,96144	VMEL
0,0069	4,031329	0,230122	0,927696	EB
0,0017	5,367451	0,193925	1,040883	VM
0,0000	15,15247	0,49295	7,469407	VTAE
0,0027	4,902959	0,864277	4,237516	M2
0,0107	3,648673	0,47712	1,740855	FDI
0,0085	1,61005	1,494975	2,406985	TID
0,0011	-5,840149	1,02305	-5,974766	INF
0.0000	0.543879	0.876554	0,142435	CISP
/	/	/	0.999279	معامل التحديد
/	/	/	0.997958	معامل التحديد المعدل
/	/	/	2.008169	ديربن واتسون
/	/	/	8.404556	معيار AIC
/	/	/	8.998137	معيار SCHWARZ
/	/	/	8.486403	معيار HQ

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

في هذه الخطوة سيتم تحديد معايير الجودة اللازمة لتقييم النموذج، أي أننا سنقوم بغرلة النتائج المحصلة لكي نأخذ قرار حول مساوى هذا النموذج المصحح و مزاياه، و بهذا يمكننا ملاحظة أن كل

الفصل الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات التنمية الاقتصادية لبورصة كل من إندونيسيا وماليزيا

المعلومات المقدره ذات دلالة إحصائية بصورة مستقلة و التي يمكن تفسيرها فيما بعد، كما نلاحظ أيضا قيمة إحصائية ديرين واتسون قد أكدت عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي من الرتبة الأولى. و هو أمر جيد في التقدير و التفسير النتائج، و بالنسبة للمعايير الأخرى كـمعيار AIC و معيار SCHWARZ و معيار HQ و التي تتفق جميعها في كونها تعطي النموذج تقديرا أكبر كلما قل مجموع مربعات البواقي الممثلة للخطأ العشوائي حيث أن ضعف قيمة هذه المعايير يدل على قوة و جودة النموذج في التفسير و هذا ما يظهره الجدول السابق، و أخيرا المعيار الأساسي و هو معيار معامل التحديد، الذي يتضح أنه قد بلغت قيمته المقدره بـ 0.999279 أي 99 بالمئة ما يعني أن النموذج المختار أو بالأحرى المتغيرات التفسيرية الموضوعة في النموذج أو المتخذة في الدراسة ذات قوة تفسيرية كبيرة و لها تأثير قوي على المتغير التابع؛ كما يمكننا استنتاج أنه بسبب ارتفاع معامل التحديد و بلوغه هذه القيمة يؤكد لنا أن النموذج المختار في الدراسة لا يحتوي نسبيا على متغيرات مهملة و هو شيء أساسي في دقة التقدير.

الجدول رقم 52: تقدير النموذج القياسي الخاص بماليزيا بطريقة البوتسترات

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	المتغيرات التفسيرية
0.0022	5.092710	0.012378	0.063039	IB
0.0264	2.927785	0.899868	2.634621	VAT
0.0161	3.317384	0.928822	3.081258	RA
0.0060	5.714494	4.380846	3.130090	VMEL
0.0057	2.349110	0.019678	0.046225	EB
0.0029	4.849716	0.076647	0.371717	VM
0.0030	4.428587	0.186387	0.266269	VTAE
0.0086	4.791826	0.295289	0.233818	M2
0.0098	3.725228	0.543331	2.024033	FDI
0.0017	-3.580765	4.965243	-7.848883	TID
0.0016	-5.610866	0.590212	-0.950752	INF
0.0000	1.988755	1.986764	0,579359	CISP
/	/	/	0.998170	معامل التحديد
/	/	/	0.994814	معامل التحديد المعدل
/	/	/	2.009241	ديرين واتسون
/	/	/	6.836836	معيار AIC
/	/	/	7.430418	معيار SCHWARZ
/	/	/	6.918683	معيار HQ

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

في هذه الخطوة سيتم تحديد معايير الجودة اللازمة لتقييم النموذج، أي أننا سنقوم بغرلة النتائج المحصلة لكي نأخذ قرار حول مساوئ هذا النموذج المصحح و مزاياه، و بهذا يمكننا ملاحظة أن كل المعلمات المقدر ذات دلالة إحصائية بصورة مستقلة و التي يمكن تفسيرها فيما بعد، كما نلاحظ أيضا قيمة إحصائية ديرين واتسون قد أكدت عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي من الرتبة الأولى و هو أمر جيد في التقدير و التفسير النتائج، و بالنسبة للمعايير الأخرى كمعيار AIC و معيار SCHWARZ و معيار HQ و التي تتفق جميعها في كونها تعطي النموذج تقديرا أكبر كلما قل مجموع مربعات البواقي الممثلة للخطأ العشوائي حيث أن ضعف قيمة هذه المعايير يدل على قوة و جودة النموذج في التفسير و هذا ما يظهره الجدول السابق، و أخيرا المعيار الأساسي و هو معيار معامل التحديد، الذي يتضح أنه قد بلغت قيمته المقدر بـ 0.998170 أي 99 بالمئة ما يعني أن النموذج المختار أو بالأحرى المتغيرات التفسيرية الموضوعة في النموذج أو المتخذة في الدراسة ذات قوة تفسيرية كبيرة و لها تأثير قوي على المتغير التابع، كما يمكننا استنتاج أنه بسبب ارتفاع معامل التحديد و بلوغه هذه القيمة يؤكد لنا أن النموذج المختار في الدراسة لا يحتوي نسبيا على متغيرات مهمة و هو شيء أساسي في دقة التقدير.

الفرع الثالث: تحديد فترات الثقة

و تتمثل نتائج هذين الاختبارين في الجدول التالي:

الجدول رقم 53: تحديد فترات الثقة لمعلمات المجتمع الخاص بإندونيسيا

المتغيرات التفسيرية	المعاملات	القيمة الدنيا عند مستوى 95%	القيمة العظمى عند مستوى 95%
IB	0.237394	0.117275	0.357513
VAT	58.65169	-80.02138	77.28201
RA	7.762492	3.516349	12.00864
VMEL	28.96144	-56.89155	34.03133
EB	0.927696	-1.909293	3.053901
VM	1.040883	-1.867797	4.213970
VTAE	7.469407	5.371443	9.567371
M2	4.237516	0.551435	7.923597
FDI	1.740855	-0.279721	3.761432
TID	2.406985	-3.926850	8.740819
INF	-5.974766	-10.30497	-1.644563
CISP	0.142435	0.098643	1.876545

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

عندما نقبل فرض عدم القائل أن معلمة النموذج تساوي الصفر (0)، فإن هذا يعني أن معلمة المجتمع الحقيقية تساوي الصفر، وفي هذه الحالة لا تظهر هناك حاجة لتحديد فترة الثقة لمعلمة المجتمع،

حيث أننا قد عرفنا قيمتها و هي الصفر، ولكن عندما نرفض فرض العدم، فإن هذا يعني أن معلمة المجتمع تختلف عن الصفر، و إنما تساوي قيمة أخرى غير صفرية، و في هذه الحالة تظهر مشكلة جديدة و هي ضرورة تقدير حدود للقيمة الحقيقية للمجتمع، و هذه هي ما تسمى بمشكلة تحديد فترة الثقة، و لكن يتعين ملاحظة أننا عندما نرفض فرض العدم و نقبل تقدير العينة على أن له معنوية إحصائية هذا لا يعني أن تقدير العينة لمتغيرات الدراسة هي نفسها معاملات المجتمع، وإنما يعني فقط أن المجتمع الذي سحبت منه هذه العينة معلمته الحقيقية لا تساوي صفر، كما يعني أننا يمكن أن نثق في تقدير العينة كأساس جيد لتقدير فترة الثقة لمعلمة المجتمع، و فترة الثقة هي الحدود النهائية التي يكون من المتوقع أن تقع معلمة المجتمع في داخلها بدرجة ثقة معينة، و من خلال نتائج الجدول السابق يمكن أقول أن كل معاملات المجتمع للمتغيرات التفسيرية المستخدمة في هذه الدراسة قد تقع داخل حدود فترة الثقة المقدره باحتمال 95 بالمئة، و هناك احتمال 5 بالمئة أن تقع خارجها.

الجدول رقم 54: تحديد فترات الثقة لمعاملات المجتمع الخاص بماليزيا

المتغيرات التفسيرية	المعاملات	القيمة الدنيا عند مستوى 95%	القيمة العظمى عند مستوى 95%
IB	0,063039	0,010918	0,11516
VAT	2,634621	-6,436921	4,167678
RA	3,081258	-0,833121	6,995637
VMEL	3,13009	-15,29581	21,55599
EB	0,046225	-0,03754	0,129989
VM	0,371717	0,046541	0,696893
VTAE	0,266269	-0,528292	1,060831
M2	0,233818	-1,008357	1,475993
FDI	2,024033	-0,285789	4,333855
TID	-7,848883	-28,84727	13,14951
INF	-0,950752	-3,445786	1,544281
CISP	0.579359	0.098765	1.987643

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

عندما نقبل فرض العدم القائل أن معلمة النموذج تساوي الصفر، فإن هذا يعني أن معلمة المجتمع الحقيقية تساوي الصفر، وفي هذه الحالة لا تظهر هناك حاجة لتحديد فترة الثقة لمعلمة المجتمع، حيث أننا قد عرفنا قيمتها و هي الصفر، ولكن عندما نرفض فرض العدم، فإن هذا يعني أن معلمة المجتمع تختلف عن الصفر، و إنما تساوي قيمة أخرى غير صفرية، و في هذه الحالة تظهر مشكلة جديدة و هي ضرورة تقدير حدود للقيمة الحقيقية للمجتمع، و هذه هي ما تسمى بمشكلة تحديد فترة الثقة، و لكن يتعين ملاحظة أننا عندما نرفض فرض العدم و نقبل تقدير العينة على أن له معنوية إحصائية هذا لا يعني أن

تقدير العينة لمتغيرات الدراسة هي نفسها معاملات المجتمع، وإنما يعني فقط أن المجتمع الذي سحبت منه هذه العينة معلمته الحقيقية لا تساوي صفر، كما يعني أننا يمكن أن نثق في تقدير العينة كأساس جيد لتقدير فترة الثقة لمعلمة المجتمع، و فترة الثقة هي الحدود النهائية التي يكون من المتوقع أن تقع معلمة المجتمع في داخلها بدرجة ثقة معينة، و من خلال نتائج الجدول السابق يمكن أقول أن كل معاملات المجتمع للمتغيرات التفسيرية المستخدمة في هذه الدراسة قد تقع داخل حدود فترة الثقة المقدره باحتمال 95 بالمائة، و هناك احتمال 5 بالمائة أن تقع خارجها.

المطلب الثاني: الاختبارات

الفرع الأول: اختبار وولد

يمكننا استخدام تحليل التباين في اختبار معنوية تأثير المتغيرات التفسيرية ككل (مجتمعة) على المتغير التابع، وبمعنى آخر من الممكن اختبار ما إذا كانت المتغيرات التفسيرية كمجموعة تحدث تأثيراً جوهرياً على المتغير التابع، فبهذا يمكن القول أن الفرض المراد اختباره في هذه الحالة هو فرض العدم الذي ينص على أن المعلمات الانحدارية ككل أي مجتمعة تكون مساوية للصفر في مواجهة الفرض البديل و الذي ينص أنه توجد على الأقل معلمة انحدارية تختلف عن الصفر، فإذا تم قبول فرض العدم فإن هذا يتضمن أن المتغيرات التفسيرية كمجموعة لا تؤثر تأثيراً جوهرياً على المتغير التابع، أما إذا تم رفض فرض العدم و قبول فرض البديل فإن هذا يتضمن أن المتغيرات التفسيرية كمجموعة تؤثر تأثيراً جوهرياً على المتغير التابع، و عليه يمكن أن تجري اختبار المعنوية باستخدام اختبار وولد¹ حيث كانت نتائج هذا الاختبار على الشكل الآتي:

الجدول رقم 55: نتائج اختبار وولد الخاص بنموذج إندونيسيا

Probability	Df	Value	
0.0000	(12, 6)	3078.382	إحصائية فيشر
0.0000	12	36940.58	كاي المربع

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال الجدول السابق أيضاً أن إحصائية إحصائية فيشر وإحصائية إحصائية كاي المربع أصغر تماماً من 0.01 و 0.05 ما يسمح لنا أن نقول أن للنموذج معنوية إحصائية ككل، أي كل معاملات النموذج كمجموعة تؤثر تأثيراً جوهرياً على المتغير التابع مما يدل على جودة و قوة النموذج المقدر في تفسير الظاهرة.

الجدول رقم 56: نتائج اختبار وولد الخاص بنموذج ماليزيا

Probability	df	Value	
0.0000	(12, 6)	1909.920	إحصائية فيشر
0.0000	12	22919.04	كاي المربع

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق ذكره، ص 367.

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال الجدول السابق أيضا أن احتمالية احصائية فيشر واحتمالية إحصائية كاي المربع أصغر تماما من 0.01 و 0.05 ما يسمح لنا أن نقول أن للنموذج معنوية إحصائية ككل، أي كل معلمات النموذج كمجموعة تؤثر تأثيرا جوهريا على المتغير التابع مما يدل على جودة و قوة النموذج المقدر في تفسير الظاهرة.

الفرع الثاني: اختبار معنوية الاختلاف بين معلمات من عينات مختلفة

إذا قمنا بتقدير نموذجنا القياسي مثلا من عينة مأخوذة من فترة زمنية تميزت ببوحه مالية و تطور اقتصادي معتبر و مستقر ثم قمنا بتقدير نفس النموذج من عينة مأخوذة من فترة زمنية تميزت بأزمات اقتصادية كما عرفتها بلادنا سنة 2008 و أردنا اختبار هل هناك اختلاف جوهري في تأثير المتغيرات التفسيرية للدراسة في الفترة الزمنية الأولى و تأثير المتغيرات التفسيرية للدراسة في الفترة الزمنية الثانية فإن تحليل التباين يساعدنا على إتمام ذلك، أي أن تحليل التباين يساعدنا على اختبار مدى استقراره النموذج القياسي عبر الزمن، ولتحديد ذلك سنقوم باختبار شوو الذي سيسمح لنا من التحقق من ذلك.

الجدول رقم 57: نتائج اختبار شوو الخاص بإندونيسيا

Probability	df	Value	
0.0939	(12,10)	2.680120	إحصائية فيشر
0.0989	12	10.72048	إحصائية وولد

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر و القيمة الاحتمالية لإحصائية وولد أكبر تماما من 0.05 و 0.01 مما يعني أننا سنرفض فرض البديل و نقبل فرض العدم القائل أن المعلمات المقدره في النموذج في الفترة الأولى من 2007 إلى غاية 2014 لم تتغير جوهريا بالنسبة لمعلمات المقدره في النموذج للفترة 2014 إلى غاية 2017، مما يوحي أن النموذج القياسي الذي سنستخدمه عليه في دراستنا هو نموذج مستقر عبر الزمن و هذه نتيجة ممتازة لجودة و صحة النموذج في تفسير

النتائج الجدول رقم 58: نتائج اختبار شوو الخاص بماليزيا

Probability	df	Value	
0.1983	(12,10)	3.764539	إحصائية فيشر
0.1094	12	10.76513	إحصائية وولد

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

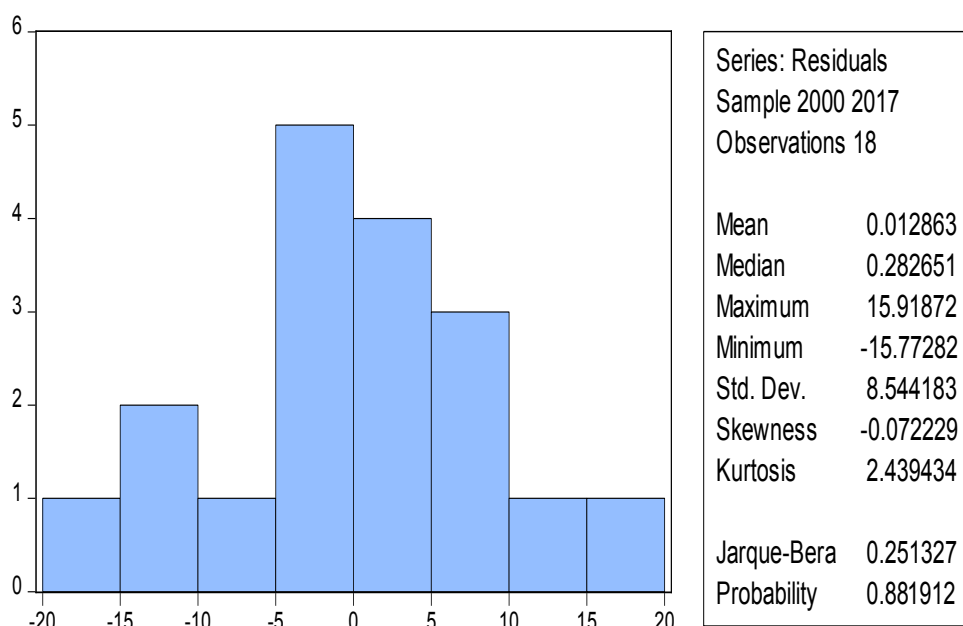
نلاحظ من خلال الجدول السابق أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر و القيمة الاحتمالية لإحصائية وولد أكبر تماما من 0.05 و 0.01 مما يعني أننا سنرفض فرض البديل و نقبل فرض العدم

القائل أن المعلمات المقدرة في النموذج في الفترة الأولى من 2007 إلى غاية 2014 لم تتغير جوهريا بالنسبة لمعلمات المقدرة في النموذج للفترة 2014 إلى غاية 2017، مما يوحي أن النموذج القياسي الذي سنعتمد عليه في دراستنا هو نموذج مستقر عبر الزمن و هذه نتيجة ممتازة لجودة و صحة النموذج في تفسير النتائج.

الفرع الثالث: اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

بعد تأكدنا من أن النموذج يتمتع بمزايا ذات جودة عالية في التقدير حان الوقت في تحليل بواقيه، حيث أننا سنتحقق الآن من الفرضيات التي يجب و يشترط أن تكون في بواقي هذا النموذج لأن عدم توافرها سيضعنا في مشاكل قياسية عديدة، فلهذا أول خطوة سنقوم بها و هي الكشف على إذا ما كانت بواقي هذا النموذج تتبع التوزيع الطبيعي، و الجدول الآتي سيوضح لنا هذا:

الشكل رقم 18: نتائج اختبار jarque-bera الخاص بنموذج إندونيسيا

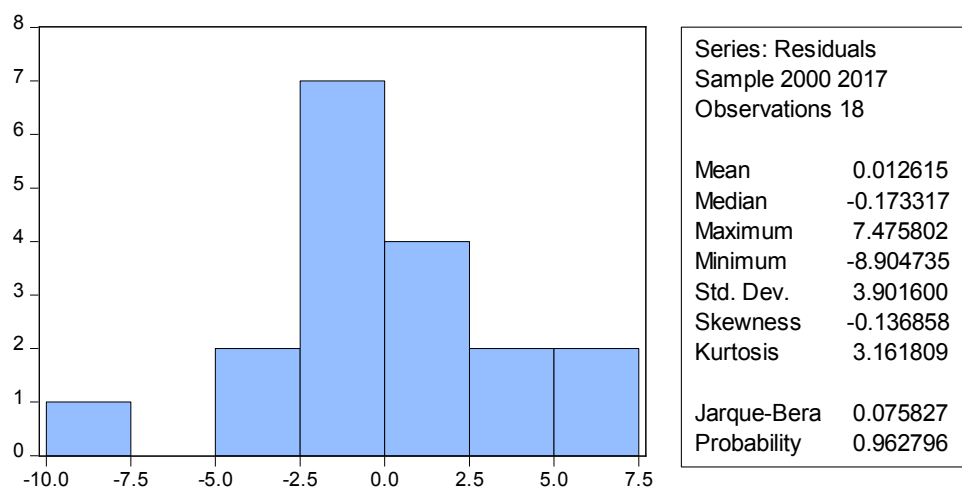


من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

من خلال جدول الإحصاء الوصفي لسلسلة البواقي نجد أن قيمة الانحراف المعياري التي تساوي 8.544183 ضعيفة جدا ما يوحي أن عدم وجود تشتت في المشاهدات بالنسبة للمتوسط الحسابي الذي يساوي 0.012863، هذا يعطينا نتيجة أولية بعدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين بسبب ضعف قيمة الانحراف و التشتت في المشاهدات.

أما بالنسبة لاحتمالية إحصائية Jarque-Bear التي تظهر أنها تساوي 0.881912 و هي أكبر من 0.05 ما يعني أننا سنرفض الفرضية البديلة و نقبل فرضية الصفرية و التي تنص على أن سلسلة البواقي تتبع توزيع طبيعي.

الشكل رقم 19: نتائج اختبار jarque-bera الخاص بنموذج ماليزيا



من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

من خلال جدول الإحصاء الوصفي لسلسلة البواقي نجد ان قيمة الانحراف المعياري التي تساوي 3.901600 ضعيفة جدا ما يوحي أن عدم وجود تشتت في المشاهدات بالنسبة للمتوسط الحسابي الذي يساوي 0.012615، هذا يعطينا نتيجة أولية بعدم وجود مشكلة عدم ثبات التباين بسبب ضعف قيمة الانحراف و التشتت في المشاهدات، أما بالنسبة لاحتمالية إحصائية Jarque-Bear التي تظهر أنها تساوي 0.962796 و هي أكبر من 0.05 ما يعني أننا سنرفض الفرضية البديلة و نقبل فرضية الصفرية و التي تنص على أن سلسلة البواقي تتبع توزيع طبيعي.

1- اختبارات تحديد المشاكل القياسية

تقوم طريقة التقدير البوتستراب على أساس عدد من الافتراضات مثلها مثل طريقة التقدير بالمربعات الصغرى العادية (MCO)، و لاشك أن هذه الافتراضات قد تتوافر في الواقع و قد لا تتوافر، و في حالة توافرها تكون البوتستراب صالحة للاستخدام في قياس العلاقات الاقتصادية محل الاهتمام، أما في حالة عدم توافرها فإن البوتستراب لا تصبح هي الطريقة الملائمة لتقدير معالم العلاقات الاقتصادية، و يتعين البحث في هذه الحالة عن طرق قياسية أخرى أكثر ملائمة، و بمعنى آخر إذا لم تتوفر الافتراضات التي تقوم على أساسها طريقة البوتستراب في الواقع فإن هذا يترتب عليه ظهور بعض المشاكل القياسية التي تجعل من هذه الطريقة أسلوبا غير ملائم لتقدير العلاقات الاقتصادية، و حتى

نختبر مدى توافر هذه الافتراضات يتعين علينا إجراء بعض الاختبارات مستخدمين بعض المعايير القياسية، و سوف نعرض في هذا العنوان مشكلتين قياسيتين ألا و هما مشكلة الارتباط الذاتي و عدم ثبات التباين.

الكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي:

يعتبر الارتباط الذاتي أحد المشاكل التي يترتب على وجودها عدم الدقة في قياس معاملات العلاقات الاقتصادية عند استخدام طريقة البوتستراب أو أي طريقة تقدير أخرى، كما يشير الارتباط الذاتي بوجه عام إلى وجود ارتباط بين القيم المشاهدة لنفس المتغير، وفي نماذج الانحدار عادة ما تشير مشكلة الارتباط الذاتي إلى وجود ارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي و في هذه الحالة تكون قيمة معامل الارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي غير مساوية للصفر، و هي تعني أن خطأ ما حدث في فترة ما، ثم أخذ يؤثر في الأخطاء الخاصة بالفترات التالية بطريقة تؤدي لتكرار نفس الخطأ أكثر من مرة، أي أنه قد يوجد هناك خطأ واحد و لكنه يتكرر في كل الفترات التالية ما يؤدي لظهور قيم الحد العشوائي عند المستوى تختلف عن القيم الحقيقية.¹

ملاحظة:

للارتباط الذاتي أشكال عديدة حيث أنه قد يكون من الرتبة الأولى أو الرتبة الثانية أو من رتبة أعلى، كما يمكن أن يكون الارتباط الذاتي موجبا أو سالبا حيث أن قيمة معامل الارتباط الذاتي تتراوح بين -1 و $+1$ ، أما إذا كان يساوي الصفر فهنا يمكن القول أن مشكلة الارتباط الذاتي غير موجودة، و يمكن توضيح فكرة الارتباط الذاتي الموجب أو السالب من الرتبة الأولى عبر شكل انتشار البواقي.²

الجدول رقم 59: اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للرتبة الأولى الخاص بإندونيسيا

Probability	df	Value	
0.1602	(1,5)	2.717594	إحصائية فيشر
0.1182	1	2.338335	Obs*R-squared

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال نتائج الاختبارات الظاهرة في الجدول السابق و المرجع رقم 11 و المرجع رقم 13 أن المشكلة القياسية المذكورة سابقا قد تم التأكد من عدم وجودها، حيث أن إحصائية ديرين-واتسون الظاهرة في الجدول التقدير للنموذج تتقارب جدا من القيمة 2 مما يوحي لنا أن مشكلة الارتباط الذاتي من الرتبة الأولى بين أخطاء النموذج غير موجودة، و للتأكد من صحة ذلك قمنا بدراسة العلاقة ما بين

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص 386.

² المرجع السابق، ص 388

البواقي و البواقي المؤخرة بفترة واحدة ووجدنا أنه لا توجد علاقة ما بينها و كذلك بالنسبة لـ CORRELOGRAM بواقي النموذج و الذي يظهر أن كل معاملات الارتباط الذاتي ما بين البواقي في فترات مختلفة مساوي للصفر مما يعني عدم وجود هذه المشكلة، وزيادة عن ذلك قمنا أيضا باختبار بروش-جودفري لنفس الرتبة التي تظهر نتائجها في الجدول السابق، حيث قيمته الاحتمالية أكبر تماما من 0.01 و 0.05، ما يجعلنا نقبل فرض عدم القائل أن أخطاء النموذج غير مرتبطة فيما بينها، و لكن عدم وجودها في الرتبة الأولى لا يعني غيابها في الرتبة الثانية، هذا ما جعلنا نعيد الاختبار و لكن برتبة أعلى من الأولى و هي الرتبة الثانية، كانت نتائج هذا الاختبار كالاتي:

الجدول رقم 60: اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للرتبة الثانية الخاص بإندونيسيا

القيمة الإحصائية	درجة الحرية	القيمة الاحتمالية	
إحصائية فيشر	(2,4)	0.100709	0.8189
Obs*R-squared	2	1.371093	0.2787

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيمة الاحتمالية لاختبار بروش-جودفري للرتبة الثانية أكبر تماما من 0.01 و 0.05، ما يجعلنا نقبل فرض عدم القائل أن أخطاء النموذج غير مرتبطة فيما بينها، و بهذا نكون قد أتمنا الخطوة الأولى أو المرحلة الأولى من تحديد عدم وجود مشكلة من المشاكل القياسية.

الجدول رقم 61: اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للرتبة الأولى الخاص بماليزيا

القيمة الإحصائية	Df	Value	Probability
إحصائية فيشر	(1,5)	0.232998	0.6497
Obs*R-squared	1	0.801444	0.3707

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال نتائج الاختبارات الظاهرة في الجدول السابق و المرجع رقم 12 و المرجع رقم 14 أن المشكلة القياسية المذكورة سابقا قد تم التأكد من عدم وجودها، حيث أن إحصائية ديرين-واتسون الظاهرة في الجدول التقدير للنموذج تتقارب جدا من القيمة 2 مما يوحي لنا أن مشكلة الارتباط الذاتي من الرتبة الأولى بين أخطاء النموذج غير موجودة، و للتأكد من صحة ذلك قمنا بدراسة العلاقة ما بين البواقي و البواقي المؤخرة بفترة واحدة ووجدنا أنه لا توجد علاقة ما بينها و كذلك بالنسبة لـ CORRELOGRAM بواقي النموذج و الذي يظهر أن كل معاملات الارتباط الذاتي ما بين البواقي في

فترات مختلفة مساوي للصفر مما يعني عدم وجود هذه المشكلة، وزيادة عن ذلك قمنا أيضا باختبار بروش-جودفري لنفس الرتبة التي تظهر نتائجها في الجدول السابق، حيث قيمته الاحتمالية أكبر تماما من 0.01 و 0.05، ما يجعلنا نقبل فرض عدم القائل أن أخطاء النموذج غير مرتبطة فيما بينها، و لكن عدم وجودها في الرتبة الأولى لا يعني غيابها في الرتبة الثانية، هذا ما جعلنا نعيد الاختبار و لكن برتبة أعلى من الأولى و هي الرتبة الثانية، كانت نتائج هذا الاختبار كالتالي:

الجدول رقم 62: اختبار بروش و جودفري للارتباط الذاتي للرتبة الثانية الخاص بماليزيا

Probability	Df	Value	
0.6156	(2,4)	0.549052	إحصائية فيشر
0.1439	2	3.877101	Obs*R-squared

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن قيمة الاحتمالية لاختبار بروش-جودفري للرتبة الثانية أكبر تماما من 0.01 و 0.05، ما يجعلنا نقبل فرض عدم القائل أن أخطاء النموذج غير مرتبطة فيما بينها، و بهذا نكون قد أتمنا الخطوة الأولى من تحديد عدم وجود مشكلة من المشاكل القياسية.

2- الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين:

يعتبر ثبات التباين أحد الفرضيات الأساسية التي تقوم عليها طريقة البوتستراب أو أي طريقة تقدير أخرى، فإذا توافر هذا الافتراض الذي يشير إلى تباين قيم البواقي حول الخط المقدر و إلى تشتت القيم المشاهدة للمتغير التابع حول الخط المقدر يكون ثابتا، أي يوجد تباين واحد لجميع القيم المشاهدة حول خط الانحدار المقدر، و في حالة اختلال هذا الافتراض و تغير تباين القيم المشاهدة و بالتالي تغير تباين الحد العشوائي مع تغير قيم المتغير التفسيري يؤدي إلى ظهور مشكلة تسمى بمشكلة عدم ثبات التباين، حيث تتمثل هذه المشكلة في تغير قيم الحد العشوائي مع تغير قيم المتغير التفسيري ما يدل على وجود علاقة ارتباط بينهما، و يلاحظ أن وجود مثل هذا الارتباط بين الحد العشوائي و المتغير التفسيري يؤدي لعدم ثبات التباين للحد العشوائي، و بالتالي يترتب على ذلك الإخلال بالافتراضات الأساسية التي تقوم عليها طريقة البوتستراب أو أي طريقة تقدير أخرى و هو ثبات تباين الحد العشوائي¹، و لفحص أو كشف عن هذه المشكلة سنستعين باختبار اختبار بروش-بايجن-جودفري حيث كانت نتائج هذا الاختبار أنظر الجدول رقم 36

الجدول رقم 63: اختبار بروش و بايجن و جودفري لعدم ثبات التباين الخاص بإندونيسيا

Probability	Df	Value	
0.6869	(12,5)	0.747176	إحصائية فيشر
0.4820	12	11.55583	Obs*R-squared

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق ذكره، ص 438.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول السابق أن قيمته الاحتمالية لاختبار بروش وبايجن وجودفري لعدم ثبات التباين أكبر تماما من 0.01 و 0.05، ما يوحي أن مشكلة عدم ثبات التباين لبواقي النموذج غير موجودة، وفي الأخير يمكننا استنتاج أن النموذج الذي سنعمد عليه في دراستنا لا يحتوي على مشاكل قياسية والتي كانت ستسبب تحيزات كبيرة في النتائج، هذا يعني أن النموذج القياسي لهذه الدراسة يتميز بقدرة تفسيرية عالية جدا وذات جودة ممتازة.

الجدول رقم 64: اختبار بروش و بايجن و جودفري لعدم ثبات التباين الخاص بماليزيا

Probability	df	Value	
0.8029	(12,5)	0.570276	إحصائية فيشر
0.5808	12	10.40077	Obs*R-squared

من إعداد الباحثة باستخدام برنامج Eviews 12

نلاحظ من خلال نتائج الجدول السابق أن قيمته الاحتمالية لاختبار بروش وبايجن وجودفري لعدم ثبات التباين أكبر تماما من 0.01 و 0.05، ما يوحي أن مشكلة عدم ثبات التباين لبواقي النموذج غير موجودة، وفي الأخير يمكننا استنتاج أن النموذج الذي سنعمد عليه في دراستنا لا يحتوي على مشاكل قياسية والتي كانت ستسبب تحيزات كبيرة في النتائج، هذا يعني أن النموذج القياسي لهذه الدراسة يتميز بقدرة تفسيرية عالية جدا وذات جودة ممتازة.

المطلب الثالث: عرض وتفسير نتائج مؤشرات بورصتي كل من اندونيسيا وماليزيا

سننظر في هذا المبحث للنتائج المتحصل عليها حول المتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي و تفسير كل واحدة منها:

الفرع الأول: تقييم دور المؤشرين العامين لبورصة الأوراق المالية في كل من اندونيسيا وماليزيا (IB) في تحقيق النمو.

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو مؤشر البورصة ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 0.2374 في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0.06304 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في مؤشر البورصة بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 0.2374 دولار في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0.06304 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في الدولتين، أي أن ارتفاع مؤشر البورصة يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في اندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن مؤشر البورصة يلعب دور كبير في انخفاض أو الزيادة في الناتج

المحلي الإجمالي في كلتا الدولتين تتطابق نتائج التحليل القياسي مع نتائج التحليل النظري حيث كانت ماليزيا في تلك الفترة أكثر انفتاحا من اندونيسيا وبالتالي كان اثر أزمة 2008 على ماليزيا اشد وضوحا غير أن ماليزيا عرفت كيف تتغلب على الوضع إذ بعد سنتين تعافت من الأزمة أما اندونيسيا فتأثرت بأزمة 2008 في مجال نقص الصادرات غير أنها تغلبت على الوضع بتحريك الاستهلاك الداخلي بسبب عدد السكان الكبير وبالتالي امتصت السوق المحلية فائض الإنتاج عن طريق الاستهلاك كما أن التغيير 1 دولار في قيمة مؤشر بورصة اندونيسيا يؤدي إلى تغيير بمقدار 0.2374 يبين بان لاندونيسيا طاقة كامنة لو يتم استغلالها تحافظ على زخم النمو وتحقق معدلات عالية من التقدم لذا لا بد من استغلال هذا الجانب من الاقتصاد وهو تطوير سوق الأوراق المالية الإندونيسي

الفرع الثاني: تقييم دور كل من حجم وسيولة السوق في تحقيق النمو

1- تقييم حجم السوق: ويستدل عنها بمؤشرين هما عدد الشركات المدرجة في البورصة و رسملة البورصة.

1-1 إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة بالبورصة (EB)

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 0.9276 في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0.0462 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية بمقدار مؤسسة واحدة يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 0.9276 دولار في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0.0462 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في كلى الدولتين، أي أن ارتفاع إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية يلعب دور في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كلى الدولتين.

بالنسبة لإندونيسيا ففي كل عام تقوم بإدراج شركات جديدة بالبورصة اذ كان عدد الشركات المدرجة في سنة 2007 يقدر ب 383 شركة وارتفع العدد ليصل في سنة 2017 إلى 566 شركة وهذا يدخل في إطار تشجيع الحكومة للقطاع الخاص بمعنى ارتفعت بمقدار 147.78 % أما الشركات المملوكة من قبل الحكومة فتقدر بحوالي 141 شركة، في حين نجد ماليزيا كانت تملك 983 شركة

مدرجة بالبورصة سنة 2007 غير أن جهودها كانت منصبه كثيرا حول الإصلاح الهيكلي للبورصة فان لم تستوفي الشركة الشروط القانونية أو ترتكب مخالفات تحاكم قضائيا و تخرج من قائمة الإدراج بالبورصة وهذا ما يفسر انخفاض عدد الشركات من 983 إلى 890 سنة 2017 بمعنى أن الانخفاض كان بنسبة 90.81% وهذا أيضا يدخل في إطار الإصلاحات حيث كانت ماليزيا تبحث عن التطور ومواكبة كل التقنيات الحديثة للبورصة كما هو موجود في الدول المتقدمة من رقمه وتكنولوجيا وغيرها.

1-2 تقييم دور رسملة السوق (إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة من (%GDP (VMEL))

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 28.9614 في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 3.1300 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 28.9614 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 3.1300 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في الدولتين، أي أن ارتفاع إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا و ماليزيا أيضا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في الدولتين أيضا، أي أن ارتفاع رسملة السوق يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن رسملة السوق تلعب دورا كبيرا في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كلتا الدولتين، كما سلف الذكر عن عدد الشركات المحلية في كل من ماليزيا وإندونيسيا فماليزيا اهتمت بالتنوع الاقتصادي ورعاية الشركات الصغيرة والمتوسطة لتشق طريقها فكان متوسط إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية في ماليزيا في فترة الدراسة يقدر ب 137.68 % بينما كانت النسبة في إندونيسيا تقدر ب 39.14 % لأن الاقتصاد الموازي كان نشطا بسبب عدم الرقابة وانتشار الرشوة والفساد.

1-3 إجمالي القيمة السوقية بالمليار دولار (VM)

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو إجمالي القيمة السوقية ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 1.0408 في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0,3717 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في إجمالي القيمة السوقية بقيمة واحد دولار يؤدي إلى

تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 1.0408 دولار في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0,3717 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون ايجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في كِلي الدولتين، أي أن ارتفاع إجمالي القيمة السوقية يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في اندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن إجمالي القيمة السوقية يلعب دور في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كِلي الدولتين ونظريا تؤكد هذا بالإيجاب من خلال زيادة عدد الشركات في كل من الدولتين.

أخذت القيم السوقية للشركات المحلية بالارتفاع خلال فترة الدراسة بالنسبة لدولة اندونيسيا عدا سنة 2008 أين شهدت البورصة انهيار في قيمة الأسهم جراء الأزمة العالمية غير انه في سنة 2009 استعادت البورصة عافيتها أما بالنسبة لدولة ماليزيا تأثرت القيم السوقية كذلك سنة 2008 بالأزمة المالية العالمية غير أن القيم كانت في حالة تذبذب بين الارتفاع والانخفاض ذلك لان ماليزيا أعطت أولوية كبيرة للقطاع الخاص وكانت بفضل عملية الحوكمة والإفصاح والشفافية أقصيت عدة شركات من الإدراج في البورصة محاربة للفساد

2- تقييم دور سيولة السوق في تحقيق النمو:

يستدل عن السيولة بمعدل التداول ومعدل الدوران.

1-2 دور معدل التداول (القيمة الإجمالية الأسهم المتداولة) % من إجمالي الناتج

(المحلي)(VAT))

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 58.6517 في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 2.6346 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

أي أن كل تغير في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 58.6517 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 2.6346 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في كِلي الدولتين، أي أن ارتفاع القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة تلعب دورا كبيرا في انخفاض أو زيادة الناتج المحلي الإجمالي في كل من الدولتين، أي أنه أحد المحددات الأساسية في الدراسة ونلاحظ أن نسبة الأسهم المتداولة في كل من ماليزيا وإندونيسيا أخذت منحى التذبذب والانخفاض ابتداء من 2008 إلى غاية 2017 وهذا ما يفسر أولا بتأثير أزمة سنة 2008 ثم بعدها قامت أمريكا برفع الفائدة سنة 2013 حدثت موجة من هروب الأموال الأجنبية إلى الخارج حيث كان المستثمر الأجنبي

يوجه محفظته للاستثمار في الدول الناشئة بسبب العوائد المرتفعة بالرغم من كثرة المخاطر ولما رفعت أمريكا أسعار الفائدة فضل المستثمر الأجنبي الملاذ الآمن فبالرغم من الإصلاحات وتغيير القوانين لصالح الأجانب إلا أنه الهروب كان قد بدأ وخاصة في اندونيسيا لأنها لم تكن على درجة انفتاح وتحفيزات وتسهيلات ماليزيا .

2-2 دور نسبة معدل دوران الأسهم (%)(RA)

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا وهو معدل دوران الأسهم ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة وخمسة بالمئة وكذلك ذات دلالة من الناحية النظرية حيث بلغ تقدير معلمته 7.7624 في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 3.0812 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في معدل دوران الأسهم بنسبة واحد بمئة يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 7.7624 بالمئة في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 3.0812 بالمئة في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون ايجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في كلى الدولتين، أي أن ارتفاع معدل دوران الأسهم يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن معدل دوران الأسهم يلعب دور في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كلى الدولتين فكما ارتفعت نسبة معدل الدوران يعني ذلك أن السوق في حالة نشاط وهو سوق كفو بسبب توفر السيولة (حركة البيع والشراء نشطة وفي تداول مستمر) حتى وإن كان حجم السوق غير متسع فارتفاع معدل الدوران عامل ايجابي و العكس صحيح وهذا أيضا يتطابق مع الدراسة النظرية حيث تبين أن معدل الدوران في ماليزيا وإندونيسيا انخفض أثر الأزمة المالية 2008 ثم عاد للارتفاع بعدها

2-3 القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بالمليار دولار أمريكي (VTAE)

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 7.4694 في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0.2662 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 7.4694 دولار في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و 0.2662 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون ايجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في الدولتين، أي أن ارتفاع القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن القيمة الإجمالية

للأسهم المتداولة يلعب دور في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كلى الدولتين وهذا يتطابق مع الجانب النظري حيث شهدت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة تذبذبا ملحوظا خلال فترة الدراسة في كل من ماليزيا وإندونيسيا ويعود ذلك لاستجابة الأسواق الناشئة للعوامل الخارجية والتي ذكرت سبقا إلا أن نشاط كل من السوقين كان إيجابيا.

الفرع الثالث: تقييم دور بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي في تحقيق النمو

1-1 المعروض النقدي بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي)(M2)

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو المعروض النقدي ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 4.2375 في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0.2338 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في المعروض النقدي بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 4.2375 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0.2338 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في كل من الدولتين، أي أن ارتفاع المعروض النقدي يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في اندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن المعروض النقدي يلعب دور في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كلى الدولتين بالنظر إلى الجانب التحليلي نجد المعروض النقدي في ماليزيا M2 في حالة توسع وهذا ان دل على شيء فهو يدل على تطور النظام المالي إذ أن سوق الأوراق المالية لماليزيا تعد السبابة في إدخال الأدوات الإسلامية للبورصة بالإضافة لابتكار أدوات وأساليب جديدة جعلت البورصة في حالة نشاط دائم ومستمر.

أما إندونيسيا قامت في الفترة مابين 2007 و 2017 بإصلاحات كبيرة بهدف توسيع عمق البورصة وجلب المستثمرين الأجانب وفي سنة 2016 بدأت تظهر النتائج الإيجابية أما التحليل القياسي فهو يتطابق مع التحليلي النظري حيث تبين أن كفاءة البورصة في ابتكار أدوات مالية والتقانة زادت من السيولة.

2-1 دور الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (بالمليار دولار أمريكي)(FDI)

في تحقيق النمو

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو الاستثمار الأجنبي المباشر ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة

من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 1.7408 في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 2,0240 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في الاستثمار الأجنبي المباشر بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 1.7408 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 2,0240 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في كِلي الدولتين، أي أن ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في اندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن الاستثمار الأجنبي المباشر يلعب دور في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كِلي الدولتين.

ركزت خطط وسياسات ماليزيا منذ الاستقلال سنة 1957 حتى الآن على الموارد، و رأس المال البشري، والاستثمار الأجنبي المباشر لتحقيق النمو الاقتصادي أما في إندونيسيا تضمنت الإصلاحات الاستثمارية تحسين ثلاث مجموعات من الإصلاحات و تم الشروع في تنفيذها في عام 2006:

المجموعة الأولى (مجموعة السياسة الاستثمارية) التي صدرت في فبراير 2006 شملت إصلاحات في السياسات للعاملة للاستثمار والأعراف والنظام الضريبي وسوق العمل والمنشآت صغيرة ومتوسطة الحجم.

المجموعة الثانية التي صدرت في مارس 2006 والتي سميت بمجموعة تطوير البنية التحتية تقدمت إطار السياسات التي تحكم الشراكة بين القطاعين العام والخاص والمشاركة في المخاطر بهدف إنشاء البنية التحتية بمشاركة القطاع الخاص.

المجموعة الثالثة مجموعة صدرت في يوليو 2006 وسميت بمجموعة إصلاحات القطاع المالي والتي تستهدف تحسين التنسيق بين الحكومة والبنك المركزي (بنك إندونيسيا) وإكمال الخطوات لتقوية وتنشيط سوق الأوراق المالية إلا أن هنالك علامات لهروب المستثمرين في الأسواق الناشئة مرة أخرى إلى بر الأمان مما يسلب الضوء على الجهود المبذولة من قبل الحكومة الإندونيسية لتقوية سوق السندات.

باستقراء التجربة الماليزية في مجال اجتذاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فإنه يلاحظ أنها تعد من أكثر التجارب نجاحا في استخدام الحوافز لاستقطاب وتوجيه الاستثمار الأجنبي المباشر لصناعات وقطاعات مختارة، كما أنها تتسم بالديناميكية والمرونة، حيث تم بصورة مستمرة تعديل هياكل وطبيعة الحوافز المقدمة للاستثمارات الأجنبية المباشرة في ضوء متطلبات وأهداف التنمية الوطنية، فانقلبت وجهة

الحوافز من التشجيع العام للاستثمار الأجنبي المباشر إلى تشجيع الاستثمارات المتجهة نحو مجالات وقطاعات محددة، كالقطاعات الصناعية عالية التقنية وكذلك الصناعات التصديرية.

كما تم الربط بين الحوافز ومساهمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تنمية مهارات قوة العمل الماليزية وترقية التقنيات المستخدمة بما يعزز من قدرات ماليزيا التنافسية.

1-3 دور سعر الفائدة على الودائع (TID) في تحقيق النمو

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو سعر الفائدة على الودائع ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 2.4069- في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 7.84883- في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، أي أن كل تغير في سعر الفائدة على الودائع بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 2.4069- دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 7.84883- دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون سلبي على الناتج المحلي الإجمالي في كِلي الدولتين.

أي أن ارتفاع سعر الفائدة على الودائع يؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي في اندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن سعر الفائدة على الودائع يلعب دور كبير في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كِلي الدولتين وهذا ما يتطابق مع التحليل النظري فنجد تأثير سعر الفائدة على كل من ماليزيا وإندونيسيا مختلف فالمتوسط السنوي في ماليزيا لا يتعدى 3% أما لإندونيسيا فيفوق 7%؛ خفضت إندونيسيا أسعار الفائدة الرئيسية بين عامي 2016 و 2017 إلى 7% و 6% على التوالي لدعم النمو، كما قامت بتعديل قوانين الاستثمار وتسهيل بعض العمليات وغيرت أيضا في قوانين الملكية للأجانب غير أن ماليزيا بطبيعة أنها انفتحت على الأسواق الخارجية قبل إندونيسيا كانت الأرضية أصلا ممهدة لاستقطاب الأجانب من أجل الاستثمار وحتى أسعار الفائدة كانت في حالة استقرار و منخفضة مقارنة بإندونيسيا فعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة يتوجه المستثمر إلى الاستثمار في الأسهم وعندما تكون أسعار الفائدة مرتفعة يميل المستثمر إلى ادخار رأس ماله في البنوك.

1-4 دور معدل التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا) (INF)

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري ألا و هو معدل التضخم ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 5.9747- في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0.9507- في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

أي أن كل تغير في معدل التضخم بنسبة واحد بالمئة يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 5.9747- بالمئة في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا.

بمعنى أنه كل ما زاد معدل التضخم ب 1 % انخفض الناتج المحلي الإجمالي ب 5.9747 % و 0.9507- بالمئة في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون سلبي على الناتج المحلي الإجمالي في كلتا الدولتين.

أي أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض الناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن معدل التضخم يلعب دور كبير في انخفاض أو الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي في كلى الدولتين وتعتمد كل من إندونيسيا وماليزيا استهداف سعر الفائدة بهدف التأثير على التضخم والنمو الاقتصادي فإندونيسيا عانت كثيرا من ارتفاع التضخم في السابق إلا أنه في الوقت الراهن انخفض معدل التضخم أما بالنسبة لماليزيا فعادة التضخم فيها منخفض وبمعدل طبيعي مقارنة بإندونيسيا ودول أخرى في آسيا.

1-5 الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي)(CISP)

نلاحظ من خلال الجدولين رقم 51 و رقم 52 السابق أن معلمة المتغير التفسيري الأ و هو الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) ذات دلالة إحصائية عند عتبة واحد بالمئة و خمسة بالمئة و كذلك ذات دلالة من الناحية النظرية، حيث بلغ تقدير معلمته 0.1424 في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0.5793 في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

أي أن كل تغير في الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) بنسبة واحد بمئة يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 0.1424 بالمئة في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0.5793 بالمئة في النموذج الخاص بدولة ماليزيا، حيث نلاحظ أن هذا التغير يكون إيجابيا على الناتج المحلي الإجمالي في كل من الدولتين.

أي أن ارتفاع الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي في إندونيسيا و ماليزيا أيضا، باختصار يمكن القول أن الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) يلعب دور في انخفاض أو الزيادة في

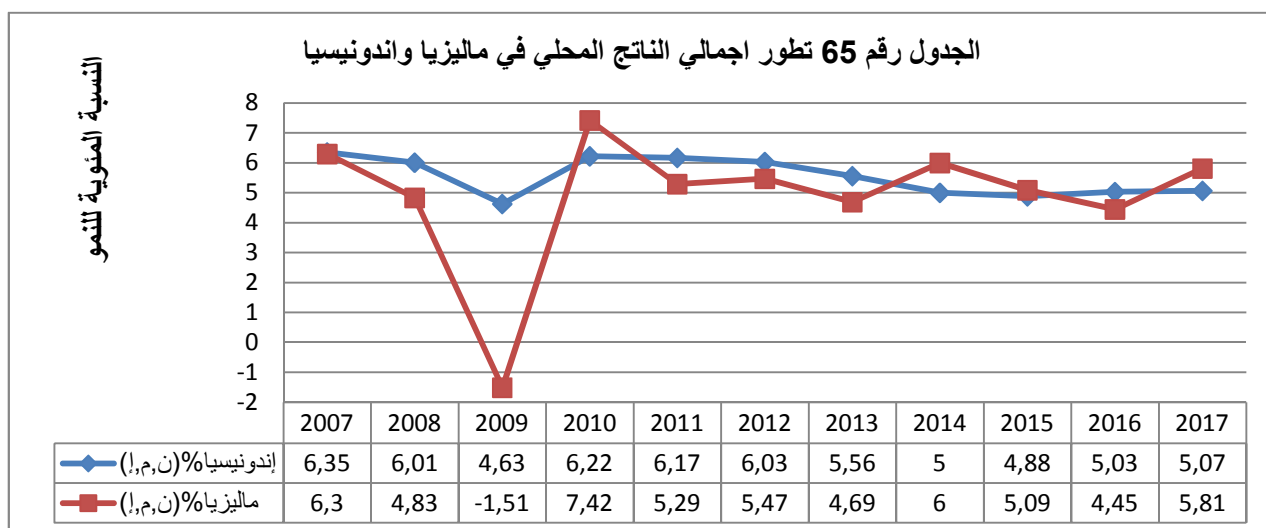
النتائج المحلي الإجمالي في الدولتين قيد الدراسة، فالحكومة الماليزية تعمل على دعم وتعزيز الاستثمار الخاص في الزراعة والصناعة، وقطاع الخدمات لتحقيق معدلات نمو في الاقتصاد المحلي.

أيضا دعم الصادرات من خلال تحسين تنافسية المنتجات، وتعزيز قطاع الخدمات للتصدير والبحث عن تنويع للأسواق الدولية، أما اندونيسيا فبالرغم من تعزيز الإصلاحات المؤسسية وخصخصة بعض المنشآت الحكومية

ومع ذلك فإن نسبة تقدم القطاع كانت أقل بكثير من التوسع الاقتصادي الذي شهدته الدولة في تلك الفترة وهذا يرجع إلى عدم القيام بالإصلاحات الضرورية في القطاع المالي والنظام القانوني والقضائي و رقابة الشركات في تلك الفترة؛ يعتبر القطاع الخاص أكثر تأثراً في ماليزيا، وهذا يعني أن للقطاع الخاص دور في تمويل أنشطة وقطاعات الاقتصاد الماليزي، حيث يقدر المتوسط السنوي للائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من GDP في ماليزيا بنسبة 112.94%.

أما إندونيسيا فهي بصدد الإصلاحات وتغيير القوانين حتى يتسنى للخواص المشاركة في التنمية الاقتصادية بالرغم من انه في المراحل الأولى للتحرير المالي كان معظم الاقتصاد الإندونيسي للشركات الأجنبية والخواص وهذا ما بينه نموذج الدراسة بأن القطاع الخاص يؤثر في الدولتين بالإيجاب.

1-6 النسبة المئوية لتطور النمو خلال فترة الدراسة



من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المالية للبنك الدولي

من خلال تتبع الجدول خلال الفترة 2007-2017 نلاحظ بان متوسط إجمالي الناتج المحلي

لإندونيسيا قد بلغ 5.54 % أما متوسط نمو الناتج المحلي لماليزيا فبلغ 4.89 %؛ كما يبين آثار أزمة

2008 كانت اشد وقعا على ماليزيا منها على اندونيسيا بسبب الانفتاح أكثر من إندونيسيا على الأسواق

الخارجية، غير أنها في سنة 2010 تداركت الأوضاع وتحسن النمو الاقتصادي.

• بالنسبة للنموذج الخاص بدولة ماليزيا:

$$GDP_{\text{ماليزيا } t} = 0.063039IB_t + 2.634621VAT_t + 3.081258RA_t + 3.130090VMEL_t + 0.046225NEB_t \\ + 0.371717VM_t + 0.266269VTAE_t + 0.233818M2_t + 2.024033FDI_t - 7.848883TID_t \\ - 0.950752 + \varepsilon_t$$

• بالنسبة للنموذج الخاص بدولة اندونيسيا:

$$GDP_{\text{الاندونيسيا } t} = 0,237394IB_t + 58,6517VAT_t + 7,762492RA_t + 28,96144VMEL_t + 0,927696NEB_t \\ + 1,040883VM_t + 7,469407VTAE_t + 4,237516M2_t + 1,740855FDI_t + 2,406985TID_t \\ - 5,974766INF_t + \varepsilon_t$$

خاتمة الفصل الثالث:

من خلال هذا الفصل تبين مايلي:

- 1- لتطور سوق الأوراق المالية دورا فعالا في تحقيق النمو الاقتصادي وخاصة في المرحلة الأولى من بداية النمو.
- 2- يستدل على تطور سوق الأوراق المالية بمجموعة من المؤشرات (مؤشرات النشاط، مؤشرات السيولة ومؤشرات الكفاءة).
- 3- توجد بعض المشاكل في عمليات القياس يجب الانتباه لها ومحاولة توحيد أسلوب القياس.
- 4- إن عملية التوازن بين السياسات الاقتصادية الثلاث (السياسة النقدية، السياسة المالية والسياسة التجارية) تزيد من تسريع وتيرة النمو.
- 5- تعرفنا على كيفية تحديد متغيرات الدراسة وتحديد نموذج الدراسة بعدما قمنا بدراسة بعض مؤشرات التي تؤثر على النمو الاقتصادي، ثم قمنا بدراسة علاقة الارتباط التي تجمع بين هذه المتغيرات، و بعدما تمت صياغة النموذج القياسي بطريقة البوتستراب الذي أعطى لنا نتائج حول مدى تأثير المتغيرات التفسيرية على المتغير التابع وتبين أن معظم المتغيرات تؤثر إيجابا على الناتج المحلي الإجمالي باستثناء معدل التضخم وسعر الفائدة على الودائع التي كان تأثيرها سلبي على الناتج المحلي الإجمالي وتبين فعلا أن لسوق الأوراق المالية أثر ايجابي ودور فعال وكانت السوق بمثابة مرآة عاكسة لاقتصاد كل من دولة ماليزيا ودولة إندونيسيا ومن خلال تحليل المخرجات، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج، أهمها:

أولا: بالنسبة لسوق الأوراق المالية في إندونيسيا:

1-1 المؤشر يعكس حالة الاقتصاد وسوق البورصة نشط غير أنه تميز بالتذبذب من حيث التداول وخاصة بعد هروب بعض المستثمرين الأجانب

2-1 سعر الفائدة مرتفع قليلا وهذا ما يشجع على الادخار في البنوك أكثر من الاستثمار

3-1 التضخم مرتفع قليلا بسبب اللجوء إلى الاقتراض والعجز في الحساب الجاري

4-1 المعروض النقدي متوسط

5-1 الاهتمام بالقطاع الخاص متوسط بسبب القوانين والعقبات الإدارية

6-1 الاستثمار الأجنبي المباشر مرتفع بسبب التعديلات في سياسة التحفيز

7-1 بالنسبة لسوق الأوراق المالية في إندونيسيا تعكس حقيقة وضع الاقتصاد فالدولة قامت فعلا بالإصلاحات لكن بحكم المساحة الكبيرة والعدد الهائل للسكان لم تستطع الحكومة من تغطية كل المناطق وكل السكان

8-1 بالرغم من النمو الاقتصادي المرتفع والمستقر إلا انها تأتي ضمن قائمة الدول الأكثر فساداً في العالم ويعيش أكثر من 40 بالمئة من عدد سكانها بمتوسط دخل يومي يقلّ عن دولارين في سنة 2014 فهي لم تجتث الفقر بعد و لا يزال العجز في البنية التحتية كبيراً.

9-1 فبعد عشرين عاماً من الأزمة المالية لعام 1998 في آسيا وعشر سنوات بعد الأزمة المالية العالمية، تحسنت مستويات المعيشة في إندونيسيا إلى الأعلى مما كانت عليه في ذلك الوقت، واكتسب اقتصاد البلاد مرونة ونما نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 70 % خلال العقدين الماضيين كما استقر نمو الناتج المحلي الإجمالي عند حوالي 5 % بينما زاد دخل الفرد وصبح يمثل 4000 دولار أمريكي أخذت وكالات التصنيف علما بسياسات الاقتصاد الكلي الحكيمة التي تم تنفيذها والتقدم المحرز في الإصلاحات الهيكلية ورفعت إندونيسيا التصنيف الدولي للقدرة التنافسية وبيئة الأعمال سنة 2015.

ثانياً: بالنسبة لسوق الأوراق المالية في ماليزيا:

1-2 المؤشر يعكس حالة الاقتصاد وسوق البورصة نشط من حيث التداول وكفو من حيث السيولة

2-2 سعر الفائدة منخفض وهذا يدل على الاتجاه نحو الاستثمار

3-2 التضخم منخفض وهذا يدل على التوازن الاقتصادي

4-2 المعروض النقدي مرتفع يدل على سياسة النمو التوسعية

5-2 الاهتمام بالقطاع الخاص مرتفع يدل على تشجيع الاقتصاد المحلي

6-2 الاستثمار الأجنبي مرتفع يدل على سياسة التحفيز كانت مغرية ومشجعة

7-2 إن بورصة ماليزيا مزدهرة ونشطة كما تتميز بالتنوع من حيث الأدوات والأسواق والمعاملات ومن تلك الجهود التي ظهرت في خطط التنمية المتتالية، هي التركيز على الصناعات المحلية، وفتح

الأسواق أمام الاستثمار الأجنبي، وخلق قيم مضافة في مجال الزراعة والصناعة وقطاع التعليم العالي، فضلا عن تعزيز جهود السياحة الوافدة، التركيز على مجال التطورات التكنولوجية ودعم الأبحاث العملية. 2-8 ركزت ماليزيا على تدعيم جميع قطاعاتها الحيوية لتحقيق هدف الدخل المرتفع، غير أنها لم تحقق الهدف المنشود في سنة 2020 لتصنف كدولة متقدمة فحاليا الدخل الفردي يتعدى 12000 دولار أمريكي ويعد ثاني دخل في آسيا بعد سنغافورة غير أنه في الفترة الأخيرة تسبب عدم الاستقرار السياسي في تباطؤ وتيرة الدخل وخاصة بعد الإعلان عن الفساد الإداري في الحكومة.

ثالثا: بناءً على كل ما تقدم فإن أسواق البورصة في كل من ماليزيا وإندونيسيا في تقدم مستمر نتيجة للسياسات الهادفة والسليمة المتبعة من قبل الحكومات في البلدين.

الخاتمة العامة

عندما قمنا باختيار موضوع "دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية" كان هدفنا هو الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بدور سوق الأوراق المالية، في تنشيط وتفعيل التنمية الاقتصادية وعلى رأسها النمو الاقتصادي ثم قمنا بإسقاط التجربة على بورصتي كل من ماليزيا وإندونيسيا في ظل المستجدات العالمية المعاصرة وذلك بعد عولمة الاقتصاد حيث أسفر مخاض العولمة المالية عن ولادة أسواق مالية ناشئة وذلك بعد عمليات التحرير المالي للنظم المالية في الاقتصادات النامية وكانت أسواق دول جنوب شرق آسيا الأكثر استجابة للعولمة حيث قدمت تجارب تنموية تعد نماذج فريدة مميزة تقتدي بها المجتمعات النامية إذ تبنت أغلب هذه الدول النمط الرأسمالي الآسيوي في التنمية، من حيث كونه يعطي الدور الأكبر للدولة في توجيه الاقتصاد مع الاحتفاظ بحرية السوق وهو نمط يختلف عن النمط الغربي من حيث إعطائه الأولوية لمصلحة الجماعة على مصلحة الفرد وكذلك في حفاظه على القيم الوطنية والدينية مما جعل ميزان القوى الاقتصادية العالمية يتحول لصالح تكتل الآسيان وتحديداً قارة آسيا في ظل ما حققته اقتصادات دولها من معدلات نمو وطفرة تنموية عالية وكذلك ما يتنبأ بتحقيقه مستقبلاً.

1. نتائج الدراسة:

- أضحى النظام المالي أحد أهم مؤشرات النمو الاقتصادي وخاصة بالنسبة للدول المتقدمة فهو يعطي صورة عن خطط التنمية والجزء المحقق من أهدافها، بالإضافة إلى أنه أهم قناة لتميرير الادخار باتجاه الاستثمار بأقل التكاليف، كما يعد قيام النشاط الاقتصادي وتوسعه رهينا بتوفر عناصر الإنتاج المختلفة وفي مقدمتها عنصر رأس المال لذلك فإن الحاجة إلى التمويل يقف وراءها نشوء وتطور الأنظمة المالية والذي يحمل معه تنوعاً متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات.

بناءً على كل ما تقدم فإن أسواق البورصة في كل من ماليزيا وإندونيسيا في تقدم مستمر نتيجة للسياسات الحكومية الصحيحة والسليمة المتبعة من قبل الحكومات في البلدين ولقد تم التوصل للنتائج الآتية:

1- تعد أسواق الأوراق المالية الوجه الثاني لعملة الاقتصاد بسبب الدور الفعال الذي تقوم به في تفعيل مختلف الأنشطة الاقتصادية، ومن شأن هذه الأسواق المنظمة زيادة الكفاءة الاقتصادية وتعزيز حركة الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي، وتحسن الوضع الاقتصادي.

2- يشكل المناخ الاستثماري الملائم من قوانين وتشريعات خاصة بسوق الأوراق المالية مطلباً أساسياً في قيام السوق وتطورها، كما أن توفر مؤسسات مالية قادرة على تعبئة الادخار وتوفير الفرص الاستثمارية يعد مطلباً أساسياً لقيام سوق الأوراق المالية.

الخاتمة العامة

3- تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعاملاً مهماً يؤثر على كفاءة السوق، فالكفاءة السوقية تتحسن بزيادة السيولة، أما المعلومات فهي عنصر حاسم من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى.

4- اقتصاد ماليزيا اقتصاداً متكاملً بدرجة كبيرة مع السوق العالمية في التجارة والاستثمارات المختلفة، وهو ما أدى إلى تأثرها بشكل واضح أعقاب أزمة 2008 وفي ضوء ذلك، يمكن القول بأن ماليزيا واجهت أمرين وهما: التراجع الحاد في الصادرات، والانكماش الحاد في إجمالي الناتج المحلي وفي سنة 2010 بعدها تداركت الأوضاع بسرعة.

كما ساعد اعتماد إندونيسيا الكبير على الاستهلاك المحلي الذي يمثل ما نسبته % 65 من إجمالي الناتج القومي، إضافة إلى الإصلاحات الهيكلية التي قامت بها منذ الأزمة المالية الأولى لعام 1997 على تحمّل أعباء الأزمة المالية 2008 والقدرة على تجاوزها.

5- بالنسبة لأداء البورصة الإندونيسية: قامت الحكومة بعدة أمور إيجابية لتحسين الاقتصاد الإندونيسي منها: الاهتمام بالشركات الخاصة ومحاولة تقويتها والتوجه إلى دعم المصانع المحلية وتوجيهها نحو الإنتاجية مما انعكس على سوق البورصة كما توجهت الحكومة إلى هيكلة لجنة للبورصة وخصوصة بورصة جاكارتا وإصلاح قوانين الإدارة والتنظيم والرقابة والتداول الإلكتروني المتطور.

6- استطاعت بورصة إندونيسيا أن تستفيد من إيجابيات التحرير المالي بعد الأزمات المالية التي أصابها وارتفع أداؤها الاقتصادي والمالي بصورة واضحة، ابتداء من سنة 2016 و 2017.

7- في يونيو 2010 تمت تسجيل أكثر من 341 شركة وطنية ودولية في بورصة جاكارتا بمجموع استثمارات بلغت 269 مليار دولار، رغم أن ثلثي هذه الاستثمارات من شركات أجنبية إلا أن تأثيرها كان إيجابياً، خاصة مع سياسات الحكومة الجديدة في مجال الشفافية وتطوير السياسات الاستثمارية وفي 2011 استعادت إندونيسيا تصنيفها الاستثماري من الهيئات الدولية (Fitch Ratings) و (Moody's Investors) التي تنبأت بزيادة في معدل نمو الاقتصاد الإندونيسي بـ 6% وتوقعات باستقرار العملة.

8- بالنسبة لأداء البورصة في ماليزيا وبناءً على الخطوات الإيجابية التي قامت بها الحكومة الماليزية والتي تتلخص في الآتي: العمل على الإصلاح الهيكلي للاقتصاد الماليزي كما اهتمت الحكومة بالتنمية البشرية المستدامة مما انعكست آثاره على الاقتصاد الماليزي بزيادة الاستثمارات الداخلية وتحسين سوق البورصة وكذلك ضمان المرونة في الاقتصاد الماليزي مما يوفر زخم الاستمرار وألوية الاستدامة وتدعيم سياسات السوق، كما تبين أن سوق الأوراق المالية المتطور والفعال يجذب استثمارات أعلى من خلال تمويل المشاريع الإنتاجية التي تسهم في النمو الاقتصادي وخاصة في المراحل الأولى من التنمية.

الخاتمة العامة

9- استطاعت ماليزيا توفير بنية أساسية كافية لنظام مالي إسلامي شبه متكامل، يجمع بين العمل المصرفي، وأعمال التكافل، وسوق رأس المال الإسلامي. مما أهلها لتسويق نفسها كمركز عالمي للتمويل الإسلامي، ومرجعاً للعديد من الدول في تطبيق الأدوات المالية الإسلامية بشكل عام والصكوك الإسلامية بشكل خاص في أنظمتها المالية، تنقسم سوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى قسمين قسم تقليدي وقسم آخر إسلامي.

10- ينعكس وضع بورصة الأوراق المالية الماليزية، بشكل إيجابي على الواقع الاقتصادي والتنموي في ماليزيا، إذ انتعشت معدلات النمو والنتائج المحلي الإجمالي وانخفضت معدلات التضخم والبطالة. هذا التحسن في مؤشرات التنمية في ماليزيا ساهم فيه بشكل كبير سوق رأس المال بشقيه الإسلامي والتقليدي.

11- توصلنا من خلال الدراسة القياسية إلى:

✓ وجود علاقة ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية بين كل من المؤشرين المركبين لبورصتي إندونيسيا وماليزيا المعبرة عن أثر سوقي الأسهم للدولتين قيد الدراسة والنمو فكل تغير (زيادة) في مؤشر البورصة بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير (زيادة) الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 0.2374 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0.06304 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

✓ وجود علاقة ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية بين كل من مؤشري حجم السوق والتمثلة في الرسملة وعدد الشركات المدرجة بالبورصتين قيد الدراسة بالنمو في كل من إندونيسيا وماليزيا، فكل تغير (زيادة) في إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير (زيادة) الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 28.9614 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 3.1300 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

وكل تغير في إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية بمقدار مؤسسة واحدة يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 0.9276 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0.0462 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا كما تبين أيضا أن كل تغير في إجمالي القيمة السوقية بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير (زيادة) الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 1.0408 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 0,3717 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

✓ وجود علاقة ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية بين كل من مؤشري السيولة (معدل التداول ومعدل الدوران) لسوقي إندونيسيا وماليزيا والنمو الاقتصادي فكل تغير في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 58.6517 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و 2.6346 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

الخاتمة العامة

وكل تغيير في معدل دوران الأسهم بنسبة واحد بالمائة يؤدي إلى تغيير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 7.7624 بالمائة في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و3.0812 بالمائة في النموذج الخاص بدولة ماليزيا كما تبين أيضا أن كل تغيير في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغيير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 7.4694 دولار في النموذج الخاص بدولة اندونيسيا و0.2662 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

✓ وجود علاقة ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية بين كل من المعروض النقدي بمعناه الواسع (%) من إجمالي الناتج المحلي (M2) والنمو الاقتصادي في الدولتين أن كل تغيير في المعروض النقدي بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغيير (زيادة) الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 4.2375 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و0.2338 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

✓ وجود علاقة ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية بين كل من الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الوافدة (بالمليار دولار أمريكي) (FDI) والنمو في إندونيسيا وماليزيا أي أن كل تغيير في الاستثمار الأجنبي المباشر بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغيير (زيادة) الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 1.7408 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و2,0240 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

✓ وجود علاقة ذات أثر إيجابي وذات دلالة إحصائية بين كل من الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) (CISP) والنمو الاقتصادي أي أن كل تغيير في الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) بنسبة واحد بالمائة يؤدي إلى تغيير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار 0.1424 بالمائة في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و0.5793 بالمائة في النموذج الخاص بدولة ماليزيا.

✓ وجود علاقة ذات أثر سلبي وذات دلالة إحصائية بين كل من سعر الفائدة على الودائع (TID) والنمو أي أن كل تغيير في سعر الفائدة على الودائع بقيمة واحد دولار يؤدي إلى تغيير (انخفاض) الناتج المحلي الإجمالي بمقدار -2.4069 دولار في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا و-7.84883 دولار في النموذج الخاص بدولة ماليزيا والإشارة السالبة تدل على العلاقة العكسية.

✓ وجود علاقة ذات أثر سلبي وذات دلالة إحصائية بين كل من معدل التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنويا) (INF) والنمو أي أن كل تغيير في معدل التضخم بنسبة واحد بالمائة يؤدي إلى تغيير الناتج المحلي الإجمالي بمقدار -5.9747 % في النموذج الخاص بدولة إندونيسيا بمعنى أنه كل ما زاد معدل التضخم ب 1 % انخفض الناتج المحلي الاجمالي ب 5.9747 % و-0.9507 % في النموذج الخاص بدولة ماليزيا و الإشارة السالبة تدل على العلاقة العكسية.

II. نتائج اختبار صحة الفرضيات:

1-الفرضية أ: -توجد علاقة ذات أثر إيجابي للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.

بينت نتائج الدراسة القياسية على مؤشري كل من بورصة ماليزيا وإندونيسيا أن ارتفاع المؤشر في سوق البورصة يؤدي إلى ارتفاع إجمالي الناتج المحلي وبالتالي إلى ارتفاع نسبة النمو وهذا ما يدعم صحة الفرضية (أ).

2-الفرضية ب: -توجد علاقة ذات أثر إيجابي لسوق الأوراق المالية من حيث حجم السوق (الرسملة السوقية وعدد الشركات المدرجة بالبورصة وإجمالي القيمة السوقية) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا .

أظهرت نتائج الدراسة بأن سوق البورصة في كل من إندونيسيا وماليزيا كلما تميزت السوق بالعمق والاتساع كلما أثر ذلك بالإيجاب على النمو الاقتصادي وذلك من خلال العلاقة بين:

* الرسملة السوقية كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي: يدل الأثر الإيجابي لهذا المؤشر على مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تنويع المخاطر وتعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار مما يساهم في تحسين معدلات النمو الاقتصادي.

* عدد الشركات المدرجة بالبورصة: يساهم التنوع في الشركات المدرجة في التقليل من حدة المخاطر ومن شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم.

* إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية: ارتفاع القيمة السوقية يدل على زيادة عمق واتساع السوق ومن خلال هذه النتيجة يمكننا قبول الفرضية (ب) وتأكيد صحتها.

3-الفرضية ج: -توجد علاقة ذات أثر إيجابي لسوق الأوراق المالية من حيث الكفاءة (السيولة: معدل التداول ومعدل الدوران وإجمالي القيمة السوقية المتداولة) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.

يقصد بسيولة البورصة سهولة بيع وشراء الأوراق المالية وبأقل التكاليف وهناك مؤشران لدراسة العلاقة بين السيولة والنمو الاقتصادي وهما معدل الدوران ومعدل التداول.

معدل التداول: كلما ارتفعت عملية شراء وبيع الأوراق المالية كلما اتسم السوق بالسيولة.

معدل الدوران: كلما ارتفع معدل الدوران دل ذلك على انخفاض تكاليف المعاملات ودل أيضا على التدفق الحر للمعلومات وسرعة استيعابها من قبل الأسعار وهو مؤشر مكمل لمعدل التداول وحجم السوق.

الخاتمة العامة

برهنت الدراسة على وجود علاقة ذات أثر إيجابي بين سوق الأوراق المالية من حيث الكفاءة (السيولة: معدل التداول ومعدل الدوران وإجمالي القيمة السوقية المتداولة) والنمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا ونتيجة لذلك ندعم صحة الفرضية (ج).

4-الفرضية د: -توجد علاقة ذات أثر إيجابي لسوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي (الاستثمار الأجنبي المباشر، الائتمان المقدم للقطاع الخاص والمعروض النقدي) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.

استقطب الاستثمار الأجنبي المباشر الأجانب في كل من ماليزيا وإندونيسيا وخاصة في ماليزيا وذلك بسبب التسهيلات القانونية وتقديم التحفيز والعوائد المرتفعة كما أدى تشجيع الحكومات للقطاع الخاص وبالخصوص في ماليزيا إلى زيادة النمو ورفع الإنتاجية كما أدى التوسع في المعروض النقدي إلى زيادة النمو وهو ما يؤكد صحة الفرضية (د).

5-الفرضية هـ: -توجد علاقة ذات أثر سلبي لسوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي (سعر الفائدة والتضخم) على النمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) في كل من إندونيسيا وماليزيا.

تبين من خلال هذه الدراسة على وجود علاقة ذات أثر سلبي بين مؤشرات الاقتصاد الكلي (سعر الفائدة والتضخم) والنمو الاقتصادي (إجمالي الناتج المحلي) وهذا بدوره يؤثر سلبا على سوق الأوراق المالية في كل من إندونيسيا وماليزيا وهذا أيضا ما يؤكد صحة الفرضية (هـ).

6-الفرضية و: -إن لتطور سوق الأوراق المالية في كل من إندونيسيا وماليزيا دور في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية.

من خلال نتائج فرضيات الدراسة التجريبية ونتائج اختبار الفرضيات (أ)، (ب)، (ج)، (د)، (و)، (هـ) نستنتج بأنه لتطور سوق الأوراق المالية في كل من إندونيسيا وماليزيا دور في تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية ونتيجة لذلك ندعم صحة الفرضية (و)

III. التوصيات:

يمكن أن تكون اقتراحات يمكن الاستفادة منها:

1-نحث الدول النامية التي تسعى لتحقيق التنمية الاقتصادية على الاهتمام بالاستقرار السياسي وأن تحارب الفساد عن طريق الحوكمة والرقابة وأن تقود عملية التنمية السلطات الحكومية ثم بعد عملية الانطلاق تلقي بها إلى الشعب مع مواصلة المتابعة والإرشاد والتوجيه.

الخاتمة العامة

- 2-نوصي بتحرير المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق المال وكذا الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات وذلك بعد تهيئة البنية التحتية للسوق وتنظيمها وتطوير الكوادر البشرية ثم تقديم التحفيز لجذب المستثمرين الأجانب ويكون ذلك بخطوات مدروسة في تدرج التحرير.
- 3-من أجل تحفيز النمو يجب النهوض بالإنتاجية عن طريق الابتعاد عن النظم الموجهة مركزيا وتبني نموذج أكثر توجهها نحو السوق.
- 4-توفير الشمول المالي الأعمق وتخفيف مخاطر التكنولوجيا المالية والتصدي للقضايا المرتبطة بإدارة المخاطر التنظيمية ومحو الأمية المالية وأمن الفضاء الإلكتروني للبورصات النامية.
- 5-تحرير المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر من القيود المفروضة عليه سواء الوارد للداخل أو المتجه للخارج أو تصفية الاستثمار وتحويلات الأرباح عبر الحدود بهدف تحفيز المستثمر الأجنبي.
- 6-توعية المستثمرين بأهمية التعامل في سوق الأوراق المالية بمختلف أدواتها.
- 7-تقوية أداء الصادرات في ظل تصاعد السياسات الحمائية والعمل على تقليل مخاطر الكوارث الطبيعية أمر مهم للقيام بعملية التنمية الاقتصادية.
- 8-المتابعة الدقيقة لوتيرة السياسات النقدية في اقتصاد الدول المتقدمة والتوترات الجيوسياسية والنزعات من أجل أخذ الحيطة والحذر من هروب رؤوس الأموال قبل تفشي الأزمات.
- 9-الموازنة بين السياسات الاقتصادية من أجل تحقيق استمرارية النمو وتقليل مخاطر الوقوع في الأزمات عند انتشارها.
- 10-الاهتمام بالقطاع الخاص والاهتمام بالتعليم الموجه والهادف والعناية بالموارد البشرية من أجل بناء أجيال صالحة لأي مكان وزمان.
- 11-الاهتمام بالموارد الذاتية للدولة والتركيز عليها في خلق القيمة المضافة.
- 12-الشفافية في تقديم المعلومات الخاصة بأداء البورصات لزيادة ثقة المستثمرين، وبالتالي زيادة الطلب على المشاريع الاستثمارية في الأسواق المالية، وحوكمة نظام الرقابة على أعمال إدارة وتنظيم الاستثمار في البورصة.
- 13-الاهتمام بتنمية وتطوير الأسواق المحلية بهدف تحقيق الاكتفاء الذاتي وامتصاص البطالة وتوسيع شريحة الطبقة المتوسطة.
- 14-الاهتمام بإجراء تقييم فاعل للمخاطر السوقية وعدم المبالغة في التعامل بالمنتجات المالية المعقدة وضرورة إعادة تقييم وإعادة النظر في الكثير من السياسات والاستراتيجيات والممارسات الاقتصادية والمالية، ضرورة إعادة النظر في الأفكار التي تمنع تدخل الدولة في الاقتصاد والأسواق.

الخاتمة العامة

15- تطبيق عمليات التحرير المالي بالتدرج وبمتطلبات هي:

توازن الميزانية العامة، استقرار أسعار الفائدة، استقرار معدلات التضخم، تنوع مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية، ضبط العمليات المالية الدولية، إصلاح النظام المصرفي، إصلاح النظام المالي وحوكمة البنوك والمؤسسات المالية.

16- نحث الجزائر على الاستفادة من التجارب المقدمة في مجال التنمية الاقتصادية، من أجل تطوير سوقها المالي، واستحداث أدوات الاستثمار للتقليل من المخاطر الاستثمارية المصاحبة لمزاولة نشاط الاستثمار في البورصة وبالخصوص الاستفادة من تجربة ماليزيا في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية.

IV . آفاق البحث:

تبين لنا من خلال هذه الدراسة بأن ثمة جوانب هامة جدية بالبحث يمكن أن تكون إشكاليات بحوث ودراسات في المستقبل، نأمل أن تحظى بالتحليل والمناقشة وتكون مكملة لهذا البحث نقترحها فيما يأتي:

01- أثر سوق الأوراق المالية الإسلامية على التنمية الاقتصادية في ماليزيا وبعض دول المشرق (دراسة مقارنة)

02- دراسة مقارنة لأثر مؤشرات سوق رأس المال الإسلامي على مؤشرات الأسواق المالية التقليدية في ماليزيا واندونيسيا.

03- صعوبات تفعيل السوق المالية ودورها في النمو الاقتصادي في الجزائر.

04- متطلبات إنشاء سوق رأس مال إسلامية في الجزائر.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

I. الكتب:

1. أبو فارة، يوسف أحمد "الأزمات المالية والاقتصادية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2015
2. أبو فارة، يوسف أحمد "إدارة الأزمات" إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009
3. أبو قحف، عدنان "الإدارة الإستراتيجية وإدارة الأزمات"، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، 2006
4. أبو موسى، رسمية أحمد الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2005
5. أحمد حشيش، عادل "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار الجامعة الجديدة، 2004،
6. أحمد، أحمد محمد لطفي «معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية»، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006
7. أحمد، عبد الرحمان يسري "دراسات في علم الاقتصاد الإسلامي"الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008
8. إدريس، ثابت عبد الرحمن «كفاءة وجود الخدمات اللوجستية: مفاهيم أساسية وطرق القياس والتقييم»، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006
9. أرنولد، دانييل ترجمة عبد الأمير شمس الدين، «تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس و اليوم»، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر والتوزيع، لبنان 1992
10. آل شبيب، دريد كامل، «الأسواق المالية والنقدية»، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012
11. آل طعمه، حيدر حسين «الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات» مركز الدراسات الاستراتيجية، كربلاء، 2014
12. آل علي، رضا صاحب أبو حمد، إدارة المصارف مدخل تحليل كمي معاصر، دار الفكر، الأردن، 2002
13. آل فواز، مبارك بن سليمان «الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)»، مركز النشر العلمي، ط1، السعودية، 2010
14. الإمام، محمد محمود تجارب التكامل العالمية ومغزاها لتكامل العربي، ط1، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2004
15. اندراوس، عاطف وليم، «أسواق الأوراق المالية»، دار الفكر الجامعي مصر، الإسكندرية 2006
16. اندراوس، عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها "، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2015
17. إيهاب، الدسوقي اقتصاديات كفاءة البورصة"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000
18. باترسون، توماس س ترجمة الخميسي "التغيير والتنمية في القرن العشرين" المجلس الأعلى للثقافة، القاهرة، ط1، 2005
19. بالدوين، ميمير "التنمية الاقتصادية"، ترجمة جرانت اسكندر ومراجعة حسين زكي أحمد، مكتبة طريق العلم، على الموقع books4arab.me
20. البدوي، عبد الحافظ السيد إدارة الأسواق والمؤسسات المالية نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة
21. البراوي، شعبان محمد إسلام "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية" دار الفكر، دمشق، ط1، 2002
22. البزاز، عادل "إدارة الأزمات المالية بين نقطتي الغليان والتحول"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 1995
23. بلجوك، تعريب علي محمد تقي عبد الحسين القرز ويني، الأزمات الاقتصادية للرأسمالية المعاصرة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1981
24. بن حسين، محمد لخضر "الأزمات الاقتصادية، فعلها ووظائفها في البلدان الرأسمالية المتطورة والبلدان النامية"، ترجمة أحمد بن شفير، الجزائر، المعهد الوطني للثقافة العمالية وبحوث العمل، 1995
25. بن هاني، حسين "الأسواق المالية (طبيعتها -تنظيمها - أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، ط1، عمان، الأردن، 2002
26. بني هاني، عبد الرزاق "الاقتصاد القياسي -نظرية الانحدار البسيط والمتعدد"، ج2، دار وائل، ط1، 2014
27. الرشيد، طارق محمد "المرشد في الاقتصاد القياسي التطبيقي"، مطبعة جي تاون، الخرطوم، السودان، 2005
28. البني، كميل حازم "من النمو و التنمية إلى العولمة و الغات"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان 2000

29. التلباني، أحمد محيي الدين محمد "التجربة الاقتصادية الماليزية" التقويم والدروس المستفادة كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، الإسكندرية، 2019، على الموقع:
https://esalexu.journals.ekb.eg/article_110740_3e41c97e7fa19d1906c39a8bf47a6e3b.pdf
30. توادور، ميشيل "التنمية الاقتصادية" ترجمة أ.د. محمود حسن حسني، دار المريخ، السعودية 2006
31. التوني، محمود أحمد " الاندماج المصرفي: النشأة التطور والدوافع والمبررات والآثار مع نظرة على تجارب الاندماج عالميا وعربيا .ومصر"، دار الفجر، مصر، 2007
32. جبلز، مالكوم وآخرون، اقتصاديات التنمية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية، 2009
33. الجمل، جمال جويدان " دراسات في الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002
34. حاتم، سامي عفيفي " التكتلات الاقتصادية بين التنظير والتطبيق"، ط4، جامعة حلوان، القاهرة، 2003
35. حاتم، ساسي عفيف « التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم »، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1991
36. الحاج، علي توفيق و الخطيب، عامر علي إدارة البورصات المالية، دار الإحصاء العلمي ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2012
37. حبيب، كميل والبي، حازم " من النمو والتنمية إلى العولمة و الغات "، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان 2000
38. حبيب، بكري كامل " التنمية الاقتصادية" الدار الجامعية، الإسكندرية، 1988
39. حشيش، عادل أحمد أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، 2004
40. الحصري، نبيه فرج " الخصخصة (دراسة مقارنة) تجربة مصر وماليزيا مع الإشارة للتجارب الغربية، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة مصر، ط2018، 1 على الموقع
https://books.google.dz/books?id=RRp9DwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbg_summary_r&ad=0#v=onepage&q&f=false
41. الحصري، نبيه فرج " الخصخصة (دراسة مقارنة) تجربة مصر وماليزيا مع الإشارة للتجارب الغربية، دار الفجر للنشر والتوزيع القاهرة، مصر، ط2018، 1 على الموقع
https://books.google.dz/books?id=RRp9DwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=fr&source=gbg_summary_r&ad=0#v=onepage&q&f=false
42. حمدي، عبد العظيم اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، مكتبة العربي الحديث، مصر، 2012
43. حمزة، حسن كريم " العولمة المالية والنمو الاقتصادي"، دار الصفاء للنشر، ط1، عمان، 2011
44. الحناوي، محمد صالح و العبد، جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية بالإسكندرية، 2002 .
45. الحناوي، محمد صالح تحليل و تقييم الأسهم والسندات، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005
46. الحناوي، محمد صالح و عبد السلام، السيدة عبد الفتاح " المؤسسات (البورصة والبنوك التجارية)" الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998
47. حنفي، عبد الغفار، " إدارة المصارف: السياسات المصرفية، تحليل القوائم المالية، الجوانب التنظيمية في البنوك التجارية والإسلامية"، الدار الجامعية، مصر، 2007
48. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية " السوق والمؤسسات المالية" كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2001
49. حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمية " الأسواق المالية وتمويل المشروعات" الدار الجامعية للنشر و الطباعة، الإسكندرية، 2005
50. حنفي، عبد الغفار وأبو قحف، عبد السلام الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، 2004
51. حنفي، عبد الغفار " الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005
52. حنفي، عبد الغفار " بورصة الأوراق المالية: أسهم سندات - وثائق استثمار - الخيارات" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية 2003
53. خطيب، شذا جمال، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، عمان، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، 2008
54. خلف، فليح حسن " التنمية والتخطيط لاقتصادي"، عالم الكتاب الحديث، عمان، 2006
55. الداغر، محمود محمد " الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)"، دار الشروق للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2005
56. داودي، الطيب " الاستراتيجية الذاتية لتمويل التنمية الاقتصادية"، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008
57. الداعي، عباس كاسم " السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية" دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2010

58. راضي، عبد المنعم و عزت، فرج، " اقتصاديات النقود والبنوك"، دار البيان، مصر، 2001
59. الراوي، خالد وهيب الاستثمار مفاهيم، تحليل، استراتيجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 1999
60. رزق، عبد الله " اقتصاديات ناشئة في العالم: نماذج تنموية لافتة"، دار الفارابي، بيروت، لبنان، 2009
61. رشاد، عبد اللطيف، " أساليب التخطيط للتنمية" المكتبة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000
62. الرشيد، طارق محمد المرشد في الاقتصاد القياسي التطبيقي، مطبعة جي تاون، الخرطوم، السودان، 2005
63. رضوان، سمير عبد الحميد " أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية"، المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996.
64. الرفاعي، غالب عوض الرفاعي و بلعربي، عبد الحفيظ " اقتصاديات النقود والبنوك"، دار وائل، عمان، الأردن، 2002
65. رمزي، زكي " العولمة المالية"، دار المستقبل العربي، القاهرة، مصر، 1999
66. زويل، محمود أمين، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، الإسكندرية، 2000
67. السعيد، هالة حلمي الأسواق المالية الناشئة ودورها في التنمية الاقتصادية في ظل العولمة، بنك الكويت الصناعي، 1999
68. سلام، عماد صالح إدارة الأزمات في البورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، شركة أبو ظبي للطباعة والنشر، أبو ظبي، 2002
69. سلامة، رمزي علي إبراهيم اقتصاديات التنمية، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1991
70. سلفادور، دومينيك " الاقتصاد الدولي" ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993
71. سو، زكريا أوانج " ماليزيا" الموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-إندونيسيا) المملكة العربية السعودية. المجلد 7، شوال، 1419هـ.
72. السواعي، خالد محمد " Evviews والقياس الاقتصادي"، دائرة المكتبة الوطنية، ط1، عمان، الأردن، 2011
73. سويلم، محمد علي " أدوات الاستثمار في البورصة (دراسة مقارنة)" دار المطبوعات الجامعية، ط1، 2013
74. السيد، جودة صلاح بورصة الأوراق المالية علميا عمليا، الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، مصر، 2000
75. السيسي، صلاح الدين حسن " بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتاب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى 2003
76. السيسي، صلاح الدين حسن " دراسات نظرية و تطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة: البنوك و البورصة و تمويل المشروعات - الخصخصة- المصارف الشاملة."، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع القاهرة، 2002
77. شعبان، أحمد و علي، محمد " انعكاسات المتغيرات المعاصرة على القطاع المصرفي ودور البنوك المركزية" دراسة تحليلية تطبيقية لحالات مختارة من البلدان العربية، الدار الجامعية، مصر، 2007
78. شعباني، إسماعيل " مقدمة في اقتصاد التنمية، نظريات التنمية والنمو استراتيجيات التنمية"، ط2، دار هومة، الجزائر، 1997
79. الشمري، كاظم محمد وآخرون أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 1999
80. شمعون، شمعون، البورصة "بورصة الجزائر"، دار هومة للنشر والطباعة والتوزيع، الجزائر، 2005
81. صباح حسن عبد العكيلي " الأزمة المصرفية في دول جنوب شرق آسيا خلال فترة تسعينات القرن الماضي ودورها في توجهات السياسة النقدية" جامعة بغداد 2009
82. صقر، عمر العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003
83. طاهر، جميل " النفط والتنمية المستدامة في الأقطار العربية- الفرص والتحديات"، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 1997
84. عبد الحميد، عبد المطلب " العولمة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها"، الدار الجامعية، مصر، 2006
85. عبد الحميد، عبد المطلب، " الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية"، الدار الجامعية، الإسكندرية 2009
86. عبد الحميد، عبد المطلب « البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها»، الدار الجامعية، مصر، 2000
87. عبد النبي، محمد أحمد، الأسواق المالية الأصول العملية والتحليل الأساسي، الطبعة 1، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009
88. عبد النعيم، ثروت محمد الانحدار، مكتبة الأنجلو المصرية، القاهرة، مصر، 2005
89. عبده، مصطفى محمد " تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة (منهج التحليل الأساسي)" كليبواترا للطباعة و الكمبيوتر القاهرة الطبعة الأولى 2001

90. عجمية، محمد عبد العزيز وعطية، ناصف إيمان "التنمية الاقتصادية دراسة نظرية وتطبيقية" ، قسم الاقتصاد ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، 2003
91. العريبي، عصام فهد الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق) ، دار الرضا للنشر، سوريا ، 2002
92. عطية ، عبد القادر محمد عبد القادر ، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الجامعية 84 شارع زكريا فنيم بالإسكندرية، مصر، 2000
93. عطية، عبد القادر محمد عبد القادر "اتجاهات، حديثة في التنمية" الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002-2003
94. علي ، عبد المنعم السيد و العيسى ،نزار الدين ، " النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار الحامد، الأردن، 2005
95. علي، عبد المنعم السيد و العيسى ،نزار سعد الدين " النقود والمصارف والأسواق المالية" دار الحامد الأردن، 2005
96. عمر، شابرا محمد الأزمة المالية العالمية: هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها ، ترجمة رفيق المصري، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي ،جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009
97. عواد ،علاء الدين حسن " تحليل تغيرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية" مركز بحوث الشرق الأوسط ، القاهرة جامعة عين شمس، 1999
98. عوض ،جابر سعيد ، ماليزيا والإطار التنظيمي للتعاون الإقليمي في منطقة جنوب شرق آسيا (الآسيان)، في مجموعة باحثين في كتاب ماليزيا وجنوب شرق آسيا، برنامج الدراسات الماليزية ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، جامعة القاهرة . 2009
99. العيسوي ،إبراهيم " التنمية في عالم متغير -دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها-" دار الشروق، مصر، ط1، 2000
100. الغنيمي، زين الدين عبد المقصود " إندونيسيا "لموسوعة الجغرافية للعالم الإسلامي المجلد السابع إقليم جنوب شرقي آسيا (ماليزيا-بروناي-إندونيسيا) المملكة العربية السعودية. المجلد 7، شوال، 1419هـ
101. فأرجا، يوجين ،" أزمة النظام الرأسمالي" ، ترجمة أحمد فؤاد بليغ ، بيروت ، 1975
102. فايز ، الحبيب " نظرية التنمية والنمو الاقتصادي" ط1 ، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1985
103. الفنجري، محمد شوق " المذهب الاقتصادي في الإسلام" الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1986
104. قابل ،محمد صفوت " الدول النامية و العولمة "، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2003
105. قريافص ،رسمية " أسواق المال ، أسواق ، رأسمال ، مؤسسات" الدار الجامعية ، الإسكندرية، مصر، 1999
106. قريافص ،رسمية ،" الأسواق و المؤسسات المالية ، جامعة الإسكندرية، 1998
107. القريشي، مدحت التنمية الاقتصادية: نظريات وسياسات وموضوعات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2007
108. كريم ،حمزة حسن " العولمة المالية و النمو الاقتصادي"، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الاردن، 2010
109. لحالات مختارة من البلدان العربية ، الدار الجامعية ، مصر، 2007
110. محفوظ ، جبار " تنظيم وإدارة البورصة"، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002
111. محمد ، عامر " استراتيجيات إدارة الأزمات والحكومات" ، دار العلوم للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 2006
112. محمد، السريتي، الوهاب ،نجا علي عبد النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008
113. محمد، عطية محمد عبد القادر " الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق" ، الدار الجامعية ، ط2، بالإسكندرية، مصر، 2000
114. محي الدين ،عمرو " أزمة النمر الآسيوية، الجذور والآليات والدروس المستفادة" دار الشروق ، ط1، 2000
115. المصري ،بلال محمد سعيد " تجربة ماليزيا في التنمية الاقتصادية (دروس مستفادة)" كلية الاقتصاد والعلوم الادارية ، غزة، فلسطين، 2016
116. مصطفى ، أحمد فريد و آخرون، " تطور الفكر و الوقائع الاقتصادية" ، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية 2000
117. مصطفى، محمد وأحمد، سمير " النماذج الرياضية والتنمية الاقتصادية"، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية (مصر)، 1999
118. مطاوع ،سعيد عبد الحميد ، " الأسواق المالية المعاصرة"، مكتبة أم القرى، مصر، 2001
119. معروف ، هويشار " الاستثمارات والأسواق المالية" دار الصفاء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، ط1، 2003
120. معروف، هوشيار " دراسات في التنمية الاقتصادية" دار الصفاء للنشر، جامعة البلقاء التطبيقية، ط1 ، 2005
121. ملاك، وسام " البورصات والأسواق المالية "، ج2 ، دار المنهل ، بيروت ، لبنان، 2003

122. موريس، روب " النمو الاقتصادي والبلدان المتخلفة" ترجمة هشام متولي، الطبعة الثانية، دار الطليعة للطباعة والنشر، بيروت 1979
123. الموسوي ، ضياء مجيد ، البورصات (أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية مصر، 2003
124. موسيث ،دوجلاس. ف" مبادئ التنمية المستدامة"، ترجمة بهاء شاهين ، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية ، ط1، 2000
125. المومني، غازي فلاح إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008
126. ناصر ، يوسف " دينامية التجربة اليابانية في التنمية المركبة، دراسة مقارنة بين الجزائر وماليزيا"، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2010
127. ناصف، إيمان عطية " مبادئ الاقتصاد الكلي" المكتب الجامعي الحديث ،الإسكندرية ، مصر، 2006
128. النجار، فريد ، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999
129. النجار، إبراهيم عبد العزيز " الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي" الدار الجامعية ، الإسكندرية 2009
130. النشار ،محمد فتح الله ، التعامل بالأسهم ،دار الجامعة الجديدة للطباعة ، الإسكندرية ، 2006
131. نعمة الله ، حمد رمضان، عابد، محمد سيد إيمان و ناصف، عطية النظرية الاقتصادية الكلية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2003
132. النعيم، ثروت محمد عبد الانحدار، مكتبة الأنجو المصرية، القاهرة، مصر، 2005.
133. النعيمي ،عدنان وآخرون، " الإدارة المالية: النظرية والتطبيق "، دار الميسرة، الأردن، 2007
134. نوري الشمري ،ناظم محمد وآخرون، " أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، دار وائل، عمان، الأردن، 1999
135. هاني، حسين بني " الأسواق المالية: طبيعتها تنظيمها أدواتها المشتقة "، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002
136. الهدي ،ماجد السلام ، جاسم محمد، مبادئ إدارة الأزمات: الاستراتيجية والحلول، دار زهران للنشر و التوزيع، الأردن، 2008
137. هندي، منير إبراهيم أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، مصر ، 2008
138. هندي، منير إبراهيم الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، مصر، 2009
139. هندي، منير إبراهيم الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002
140. الهيتمي، الحافظ أبي بكر " مجمع الزوائد ومنبع الفوائد"، دار الكتب العلمية بيروت 1988، ج 4
141. يونس، محمود وأمين، الوصال كمال اقتصاديات: نقود وبنوك وأسواق مالية، قسم الاقتصاد ، الإسكندرية ، مصر ، 2005

المقالات:

1. أديب قاسم شندي " الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة" جامعة واسط ، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية ، العدد الخاص بمؤتمر الكلية 2013 ، ص-ص: (145، 173)
2. باشي ،أحمد دور الجبابة في محاربة التلوث ، مجلة معهد العلوم الاقتصادية ، المجلد 7، العدد2، 2003 ،ص-ص (129،165)
3. براني ، عبد الناصر ، سمير ،بركات " دور الهيئات الرقابية المالية في تنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية: سوق رأس المال الإسلامي. نموذجا" مجلة الشريعة و الاقتصاد ، العدد10 ص(342-374)
4. البطاط ،منتظر فاضل سعد ، جودة ندوة هلال " تحليل تداعيات الأزمة المالية العالمية الأسباب والآثار" كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة البصرة ،مجلة الاقتصادي الخليجي، المجلد27، العدد (19) لسنة 2011 ص-ص(1-35)
5. بن علا، بلقاسم ، " دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي و المصرفي الجزائري (1990-2011) "، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، المجلد 1 العدد الثاني، ديسمبر 2014 ، ص-ص (277-304)
6. بوراس ،أحمد ، « العولمة و الأسواق المالية في الدول النامية » مجلة العلوم الإنسانية ، عدد، 17 جوان 2002 ، ص-ص(21،35)
7. بوعشة ،مبارك و ديلمي، الأخضر " الأقلية في جنوب شرق آسيا في إطار نموذج الأوز الطائر" مجلة العلوم الإنسانية، المجلد6، العدد 10 ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، الجزائر ، 2006 ،ص-ص(291-312)

8. بومدين، نورين منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية ، مجلة جامعة حسبية بن بو علي بالشلف، المجلد 5 العدد 10، الجزائر، 2013، ص-ص(120، 147)
9. بيج، جون " معجزة بلدان جنوب شرق آسيا، البناء أساس للنمو" مجلة التمويل والتنمية، المجلد 31، العدد 1، 1994
10. جبار محفوظ "العولمة المالية وانعكاساتها على الدول النامية" مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية ، المجلد 3، العدد 07، ديسمبر 2002، ص-ص(202-183)
11. الجبوري، مهدي سهر و الجوارى، مناضل عباس " تجربة جنوب شرق آسيا و محاولة الاستفادة منها في الاقتصاد العراقي" مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد الرابع، العدد الرابع، العراق، 2006، ص-ص(102-96)
12. جديدين، لحسين وأخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد 1، العدد الثاني، ديسمبر 2012، ص-ص(262، 248)
13. جسام، محمد صالح " أهمية الصادرات الصناعية في تنمية دول جنوب شرق آسيا وفق أنموذج الأوز الطائر كوريا الجنوبية، دراسة حالة" مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية ، المجلد 7، العدد 13، 2015، ص-ص(157، 130)
14. الجوارى، مناضل عباس حسين " نظرية سرب الإوز الطائر (الآسيوية) ومحاولة الاستفادة منها في الاقتصاد العراقي" مجلة الإدارة و الاقتصاد ، المجلد الثالث ، العدد 11 ، 2014، جامعة ، كربلاء ، العراق ، ص-ص(73، 1)
15. الجوزي، غنية و باشي، أحمد " نعكاسات التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق اندونيسيا"، مجلة العلوم التجارية، المجلد 18 العدد 2، ديسمبر 2019، ص-ص(173، 160)، ص 170 عل الموقع <https://www.asjp.cerist.dz/en/downArticlepdf/360/18/2/104950>
16. حسين، سحر عباس أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "الأردن حالة دراسة"، مجلة جامعة كربلاء العلمية ، جامعة كربلاء ، المجلد السادس ، العدد الثالث ، 2008 ، ص-ص(24-35)
17. حواس، أمين "المعجزات الآسيوية: بعض الدروس للبلدان النامية الأخرى" مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 3 العدد 4 ص-ص(107-132) على الموقع <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/7441>
18. الحوراني، أكرم ، " المتغيرات الدولية ومدى انعكاسها على الأسواق المالية الناشئة " ، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية العلوم ، الاقتصادية والقانونية ، المجلد 27 ، العدد 4 ، 2005 ، ص-ص(9، 26)
19. خبابة، حسان دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة بسكرة، المجلد 3، العدد 5، ص-ص(262، 245) ديسمبر 2003 ، ص-ص(262، 245)
20. خضر، حسان " تحليل الأسواق المالية" مجلة جسر التنمية، العدد 27 ، المعهد العربي للتخطيط، السنة الثالثة مارس 2004 ، الكويت، ص-ص(1-17)
21. درج، علي أحمد "التجربة التنموية الماليزية والدروس المستفادة منها عربياً" مجلة جامعة بابل، العلوم الصرفة والتطبيقية، العدد 3، المجلد 23، 2015 ص-ص(1370، 1361) ديسمبر 1998
22. رجب، سميرة براهيمية " دراسة حول التقارب والتباعد في الاقتصادات النامية: استراتيجيات تنموية و آفاق مستقبلية: حالة البلدان المغاربية و بلدان جنوب شرق آسيا" مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 73/70 شتاء -ربيع 2015 ، ص-ص(69-72)
23. رقية، بوفنتش و منيرة، عباس " أثر الشركات ذات الغرض الخاص على أداء السوق المالي: دراسة قياسية تحليلية لآثار إصدارات شركة Cagamas Mbs على أداء المؤشر العام للسوق المالي الماليزي خلال الفترة 2004-2018" مجلة الباحث، المجلد 20 العدد 01، 2020، ص-ص(625-639)
24. رمزي، زكي المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، مجلة دراسات اقتصادية، دار الخلدونية، الجزائر ، العدد 1، المجلد الثاني 2000 ص-ص(35-56)
25. سليم، رضوان " دور السياستين المالية والنقدية في تحقيق التنمية الاقتصادية" مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 8 العدد 8، 2008، ص-ص(89، 105) <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/6068>
26. سليم، مولدي " اتفاقيات التكامل الإقليمي و تحديات جذب الاستثمار الأجنبي المباشر ، حالة رابطة جنوب شرق آسيا (الآسيان)" المجلة الجزائرية للعولمة و السياسات الاقتصادية المجلد 3 ، العدد 1، 2012، ص-ص(155-164)
27. شراد، صوفيا ، رياض، دنش " عولمة النظم المالي" مجلة الاجتهاد القضائي المجلد 8 العدد 11 ، جامعة بسكرة، ص-ص(143-156)
28. الشرعة، علي عواد " الآسيان وتجربة التعاون الإقليمي، دراسة في مقومات التجربة وتحدياتها وإمكانات لاستفادة منها" مجلة انسانيات الجزائرية ، العدد 8 ماي أوت، ص-ص(88-63)، 1999، <http://journals.openedition.org/insaniyat/8350> تاريخ الزيارة 10/09/21 على 10 سا 13د

29. شريفة، جعدي و ناصر، سليمان قياس الكفاءة التشغيلية باستخدام طريقة النسب المالية لعينة من البنوك العاملة بالجزائر دراسة تطبيقية خلال الفترة 2006-2010، مجلة الباحث دورية سنوية، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد 12 العدد 12، 2013، صص (159-164)
30. شكر ،نغم نذير "التجربة التنموية في اندونيسيا" مجلة تكريت للعلوم السياسية ، العدد 13 صص (85، 109) على الموقع <https://www.iasj.net/iasj/article/151165> تاريخ الزيارة 2021/03/06 على 06:39
31. طريح ،إبراهيم ، محمد ، نيفين "العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي - بدائل السياسة للاقتصاد المصري"، مجلة مصر ، المعاصرة ، القاهرة ، المجلد 98 العدد 486 ، 2007، صص (287-356)
32. العصفور، صالح" الارتباط والانحدار البسيط" المعهد العربي للتخطيط ، جسر التنمية، المجلد 7 العدد 2، نوفمبر 2005، الكويت، السنة الرابعة ، صص (71-79)
33. علي، خالفي ، عبد الوهاب ، رميدي "رابطة دول جنوب شرق آسيا (الآسيان)"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السادس، صص (81-94) على الموقع [https://www.univ-chlef.dz/renaf/Articles Renaf N 06/article 05.pdf](https://www.univ-chlef.dz/renaf/Articles%20Renaf%20N%2006/article%2005.pdf)
34. فضلي،نادية فاضل عباس "التجربة التنموية في ماليزيا من العام ٢٠٠٠ - ٢٠١٠" مجلة دراسات دولية، العدد 54، صص (155، 188) على الموقع <https://www.iasj.net/iasj/download/36ddfa200ba0ac4f>
35. فوزي ،إسماعيلي ، تدفقات رؤوس الأموال وترتيبات أسعار الصرف في الأسواق الناشئة واقتصاديات الانتقالية - البدائل الممكنة لنشوء الاقتصاد الجزائري، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد 5 ، جوان 2009 ، صص (78-51)
36. قحاييرة ،أمال "أسباب نشأة أزمة المديونية الخارجية للدول النامية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا مخبر العولمة واقتصاديات شمال أفريقيا جامعة الشلف ، المجلد 2، العدد 03 ، ديسمبر 2005 ، صص (135-156)
37. ماشيسون، دونالد الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل والتنمية، FMI، المجلد 36، العدد 3، جوان 1999
38. مداحي ،محمد و ترقو ،محمد "العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) - دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII بيورصة اندونيسيا" مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات العدد الخامس جوان 2007 ، جامعة ميله الجزائر، المجلد 3، العدد 1، صص (116-95)
39. مداني ،أحمد ، بومدين ، نورين " دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا" مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 01 العدد 03، صص (53-69) <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/112670>
40. مفتاح ،صالح و معارفي، فريدة "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها" مجلة الباحث ، عدد 07 ، 2009-2010 ، صص : (181 ، 194)

الأطروحات

1. أوكيل ، نسيمه ، " الأزمات المالية و إمكانية التوقي منها و التخفيف من آثارها مع دراسة حالة جنوب شرق آسيا" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2007-2008
2. بدوي ،محمد عبد المطلب عبد المطلب ، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة و آثارها على المتغيرات الاقتصادية: دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر، إسرائيل، تركيا، أطروحة دكتوراه ، جامعة عين شمس: كلية التجارة، 2002، صص 42
3. بوكساني، رشيد ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2005_2006
4. زروني ، مصطفى النمو الاقتصادي واستراتيجيات التنمية بالرجوع إلى اقتصاديات دول جنوب شرق آسيا، دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1999/2000
5. زيطاري، سامية ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة لأسواق الأوراق المالية العربية" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع القياس الاقتصادي ، جامعة الجزائر ، 2004
6. زين الدين ،بن قبلية "أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر"، أطروحة دكتوراه . تخصص العلوم الاقتصادية جامعة بويكربالفايد، تلمسان، الجزائر (2015/2016)
7. سلطان ،مونيا " كفاءة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا" ، أطروحة دكتوراه جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، 2014/2015

8. هوارى تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008
9. سيدي أحمد ،كبداني "أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية:دراسة تحليلية وقياسية" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص :اقتصاد، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان، الجزائر، 2012/2013
10. صافي ، وليد أحمد " الأسواق المالية العربية الواقع والأفاق"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر ، 2003
11. طويرش، عبد الله عويد مفلح ، العلاقة بين أحجام التداول و عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية الناشئة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم المالية و المصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية ،الأردن،2006
12. العقون ،نادية "العولمة الاقتصادية والأزمات المالية:الوقاية والعلاج دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية" أطروحة دكتوراه علوم تخصص اقتصاد التنمية قسم العلوم الاقتصادية جامعة الحاج لخضر ، باتنة، الجزائر ، 2012/2013
13. مرعي، عبد الرحمان دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، أطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007، .
14. مرهج، منذر عبد الكريم أثر استراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية أطروحة دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال ، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة بالإسماعيلية ، جامعة قناة السويس، 2004 على الموقع <https://www.noonpost.com/content/25931>
15. مزاهدية،رفيق "الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،تخصص اقتصاد دولي، جامعة الحاج لخضر بباتنة،الجزائر 2014/2015
16. نصابة، مسعودة "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال ، تجربة ماليزيا نموذجا" أطروحة دكتوراه، قسم العموم الاقتصادية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، 2012/2013

الرسائل

1. حاج موسى،_نسيمة الأزمة المالية الدولية وأثرها على الأسواق المالية العربية ، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات مالية وبنوك، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2009 / 2008 الجزائر ، ، ص. 29
2. الربيعي، علي مهدي داود سلمان " التحليل الاقتصادي لمؤشرات التنمية المستدامة في بلدان آسيوية مختارة" رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة كربلاء،العراق، 2009
3. الرستي ، نايف بن إبراهيم "تقسيم استراتيجي للتجربة الماليزية ومدى الاستفادة منها في الاستراتيجيات العربية"رسالة ماجستير في العلوم الاستراتيجية، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، 2014
4. شاهيناز، جمال الدين محمد "العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي"، رسالة ماجستير ، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد، 2003
5. صديقي، صفية طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية مع التطبيق على بورصة باريس خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2010، مذكرة ماجستير ، جامعة ورقلة، الجزائر ، 2012.
6. عبد العكيلي ،صباح حسن "الأزمة المصرفية في دول جنوب شرق آسيا خلال فترة تسعينات القرن الماضي ودورها في توجهات السياسة النقدية"النقدية بحث تطبيقي قدم إلى مجلس المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية - جامعة بغداد 2009 م وهو جزء من متطلبات نيل شهادة الدبلوم العالي (المعادلة للماجستير)في المصارف
7. عمار، صافي " محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية - دراسة مقارنة بين مصر ، تونس و الجزائر - مذكرة ماجستير في اقتصاديات المالية و البنوك،جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2009 .
8. غزال، محمد "دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية"، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر 2012/2013

9. نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا" رسالة ماجستير ،كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007
10. النصاروي، نور عباس عمران " استخدام اسلوب البوستراتب في تحليل النماذج المعلمية و شبه المعلمية و المقارنة بينهما" رسالة ماجستير في علوم الاحصاء، كلية الادارة والاقتصاد ،جامعة كربلاء ، العراق، 2017

الدراسات والتقارير

1. بنك الإسكندرية، "النشرة الاقتصادية" المجلد 53، 2005
2. بنك الإسكندرية، النشرة الاقتصادية، المجلد 35، 2003
3. تقرير الأمم المتحدة "النظام المالي الدولي والتنمية" 29 جويلية 2013 (A/68/ 221)
4. تقرير التنمية البشرية 2013 "تهضة الجنوب، تقدم بشري في عالم متنوع.
5. التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي سنة 2019
6. التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي سنة 2019
7. جابر عوض ، دور الدولة بين الاستمرارية والتغيير في الخبرة الآسيوية، مركز الدراسات الآسيوية ، جامعة القاهرة، 2009
8. الجمعية العامة للأمم المتحدة "ماليزيا" 6-13 فبراير 2009 ، جنيف، (A/HRC/WG.6/4/MYS/119 November 2008)
9. الجمعية العلمية لنادي الدراسات الاقتصادية على الموقع www.sarambite.com
10. دراسة الحالة الاقتصادية والاجتماعية في العالم لعام ٢٠١٢ (سعيًا إلى تمويل جديد للتنمية) منشورات الأمم المتحدة (A.12. II. C).
11. دليل الإحصاءات النقدية والمالية، صندوق النقد الدولي، 2002
12. دونالد ماشيسون، الأزمات المالية في الأسواق الناشئة، مجلة التمويل و التنمية، FMI، المجلد 36، العدد 3، جوان 1999
13. ربابعة، عبد الرؤوف ،و خطاب، سامي ، "التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية" هيئة الأوراق المالية والسلع . أبو ظبي - دبي - الشارقة، فبراير/ مارس 2006
14. سعيد النجار، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 1994
15. صندوق الأمم المتحدة الإنمائي للمرأة (اليونيفيم) : المكتب الإقليمي للدول العربية ، عمان ، الأردن ، 2002
16. الصندوق الدولي للتنمية الزراعية "جمهورية إندونيسيا" الدورة 88 (13-14) سبتمبر 2006
17. صندوق النقد الدولي، الأزمة والتعافي، آفاق الاقتصاد العالمي ، أبريل 2009
18. طفلاح، أحمد "الأزمات المالية وأزمات سعر الصرف وأثرها على التدفقات المالية"، المعهد العربي للتخطيط ،أفريل 2005
19. محسن محمد صالح "النهوض المالي: قراءة في الخلفيات ومعالم التطور الاقتصادي" مركز الإمارات للدراسات والبحوث الإستراتيجية، العدد 136
20. مركز الأعمال والتمويل الساحلي الرائد في المنطقة الآسيوية من المحيط الهادي تاريخ الزيارة 2021/11/07 على 14:17
21. المعهد العربي للتخطيط، تجرب دول جنوب شرق آسيا" تجربة ماليزيا في التخطيط الإستراتيجي" على الموقع https://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2016/362_P16044-4.pdf
22. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية 1999 UNCTAD, Trade and Development Report, Geneva,
23. المؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات، مناخ الاستثمار في الدول العربية ، الكويت ، 2019
24. وزارة الخارجية الماليزية ، قسم الإعلام الخارجي ، ماليزيا باختصار كوالالمبور ، امبانجسنديريان برهاد ، 1994
25. يوسف، ناصر "دينامية التجربة اليابانية في التنمية المركبة، دراسة مقارنة بين الجزائر وماليزيا"، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، 2010

المؤتمرات و الملتقيات

1. أبو حمور، محمد "جذور الأزمة المالية والاقتصادية وتحدياتها" ، المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي ، جامعة العلوم الإسلامية العالمية ، عمان ، الأردن ، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010
2. أحمد، زغدار الأزمة المالية الآسيوية و الأزمة العقارية الأمريكية ... الأسباب والدروس المستخلصة من الأزميتين، ملتقى الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية و المصرفية ، خميس مليانة، الجزائر ، 5 و 6 ماي . 2009

3. الأسرج ، حسين عبد المطلب ، " الأزمة الاقتصادية العالمية وسياسات مواجهتها في الدول العربية"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009
4. الباجوري، خالد عبد الوهاب البنداري " تأثير الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات الدول العربية" المؤتمر الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، يومي 1 و 2 ديسمبر 2010
5. برودي ،نعيمة و بلعربي، عبد القادر " تيار عولمة الأسواق المالية إلى أين"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و 22 نوفمبر 2006
6. بو عتروس، عبد الحق " إدارة و تنظيم بورصة القيم المنقولة"، مؤتمر الأسواق المالية و دورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد-جامعة تشرين 2003
7. بوشنافة، الصادق و موزاوي ،عائشة، دور حماية الإبداع المعرفي في تحفيز أنشطة البحث والتطوير (تجربة ماليزيا)، الملتقى الدولي الأول حول اقتصاديات المعرفة والإبداع، جامعة سعد دحلب-البلدية، 2013
8. جرجس ،داوارد ناشد ، وآخرون " تجارب تنمية في النمو والتنوع الاقتصادي :أندونيسا نموذجا" الملتقى العلمي الدولي الأول حول: الآليات الجديدة لتمويل التنمية الاقتصادية نحو تمويل مستدام للتنمية في الجزائر المنعقد يومي 25 و 26 أبريل 2018 جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل
9. حريري، عبد الغني " دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المالي " ، ورقة بحثية ضمن أعمال الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف يومي 21 - 20 أكتوبر 2009
10. الرزين، عبد الله بن محمد الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 16-18/3/1426هـ
11. عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي " أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية" الملتقى الدولي:سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية- يومي 21 و 22 نوفمبر كلية العلوم الاقتصادية والتسيير جامعة محمد خيضر بسكرة، 2006
12. عبد القادر ،بريش ، محمد ،طرشي ، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية ، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية ، المركز الجامعي خميس مليانة ، الجزائر، يومي 5 و 6 ماي 2009
13. العربية -تحرير سعيد النجار-، صندوق النقد العربي، أبو ظبي
14. عصفور، أمل مصطفى " إدارة البورصات العربية وسبل تنميتها"، ملتقى حول: بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية ،مصر، شرم الشيخ، مصر، يومي 6-7 مارس 2005
15. العكري، سكيبة " مكافحة الفقر ماليزيا نموذجا"، صحيفة الوسط البحرينية ،العدد 1087 الأحد 28 .أغسطس 2005.م . البحرين
16. العموص، عبد الفتاح " الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية"، المؤتمر العلمي حول الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، بيروت، لبنان 19 و 20 ديسمبر 2009
17. العيسوي ،إبراهيم ، " نموذج التنمية المستقلة، البديل لتوافق واشنطن وإمكانية تطبيقه في زمن العولمة"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الذي عقده المعهد العربي للتخطيط حول " مقاربات جديدة لصياغة السياسات التنموية"، بيروت، يومي 20 و 21 مارس 2006
18. غينيا،مانويل " دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي والتصحيح الهيكلي"، بحث مقدم إلى ندوة السياسات المالية وأسواق المال العربية -تحرير سعيد النجار-، صندوق النقد العربي، أبو ظبي
19. فوزي ،اسماعيل " أزمة القروض العقارية في الولايات المتحدة تحول إلى أزمة مالية عالمية" مداخلة في الملتقى الدولي حول الأزمة المالية العالمية و التراجع الاقتصادي العالمي وأثرها على الاقتصاديات الأورو-مغربية ، جامعة عبد الرحمان ميرة ، بجاية ، يومي 10 و 11 أكتوبر 2009
20. القرى ،محمد علي : استعراض الكتابات المعاصرة في التنمية الاقتصادية من المنظور الإسلامي، ندوة الفكر الإسلامي في الاقتصاد المعاصر، القاهرة، سبتمبر 1988

قائمة المراجع

21. القماطي، سالم مفتاح " تفعيل سوق الأوراق المالي في ليبيا، ورقة عمل من ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية طرابلس، 2005
22. مرابط، ساعد ، بلميهوب، أسماء، العولمة وتأثيرها على اداء الاسواق المالية الناشئة، ملتقى الدولي حول سياسات التمويل وآثارها على الاقتصاديات والمؤسسات - حالة الجزائر - جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006
23. مرابط، ساعد الأزمة المالية العالمية : 2008 الجذور والتداعيات، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، أيام 21 - 20 أكتوبر. 2009
24. مراد، ناصر " الأزمة المالية العالمية: الأسباب، الآثار وسياسات مواجهتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية و الحوكمة العالمية ، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، أكتوبر 2009
25. المناعي، جاسم، " قوانين منظمة التجارة العالمية في مجال الخدمات المالية وتأثيراتها المحتملة على القطاع المصرفي الخليجي، المؤتمر المصرفي الرابع لدول مجلس التعاون الخليجي حول العمل المصرفي في ظل المنافسة والأسواق المالية العالمية المتغيرة، الدوحة، قطر 24-25 أكتوبر 1998
26. يسلم، عوض بن عوض ، " مدى تأثير المصارف الإسلامية بالأزمة المالية العالمية "، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل ، المركز الجامعي بغرداية ، الجزائر، يومي 23 و 24 فيفري 2011

I. القوانين والمراسيم

1. المعايير الشرعية هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2010 م رفع: عبد الرحمان النجدي ، معيار رقم 17

ثانيا :المراجع باللغة الأجنبية

Books:

1. Artus ,Patrick & autres « la crise des subprimes » Rapports du conseil d'Analyse Economique (Paris la documentation Francaise, 2008
2. B. JAQUELLOT et .B.SOLNIK, « Marchés Financiers Gestion de Portefeuilles et des Risques », (Paris : DINOD, 3° Edition, 1997)
3. Baddour, Julien et Nurbel , Alain, "éléments de macroéconomie keynésienne" éditions publibook, paris 2009
4. Barreau, Jean et Delehay, Jacqueline Gestion Financière. 10e Edition ,Paris: Dunod, 2001
5. BELATTAF ,Matouk, économie du développement, ed. office des publications universitaires (OPU), Alger, 2010
6. Bosson, Luc Corinne ; Evarard, Christian Jacques, L'Asie du Sud-Est: des nouveaux pays industrialisés, Ed. de boeck, bruxelles 1998
7. Combe, François et Lepinat, Thibaut « Problèmes Monétaires et Financiers Internationaux », (Paris :Ed Gualino, 2004)
8. Coulom Steve, « Le nouvel équilibre mondiale et les pays émergents ? », TECHNIP, Paris(2012),
9. DALLENE, Pierre et NOMJON, Alain et TELLENE, Cédric "De l'internationalisation à la globalisation" Ed ELLIPSES Paris, 2007
10. Dixon, Chris "South East Asia in the World Economy", Cambridge, University Press, New York, 1991
11. Dufour , Jean-François « les marchés émergents » édition Armand colin, Paris, 1999
12. Faugère, Jean Pierre et Voisin, Collette Le Système Financier Monétaire International: Crise et Mutation, 5e Edition (Paris: Nathan, 2000).
13. Ferrondier ,Robert, & Koen, Vincent « Marché de capitaux et technique financiers », 4ed, Economica, Paris 1997
14. Gordon ,Robert, « Macroeconomics» 8th ed, MC Graw, I Lill, 1999
15. Gravereau ,Jacques et Trauman, Jacques "crises financières", Edition Economica, 2001.
16. Hamon ,Jaques, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : Les grands Auteurs en finance, Collection Dirigée par M.Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003.

17. Harrison, Andrew et dalkiran, et elsey, Ertugrul Ena **Business international et mondialisation: vers en nouvelle Europe**, Ed. de Boeck, bruxelles 2004
18. Hill, Hal " **Malaysian Economic Development: Looking Backwards and Forward**, Department of Economics, Crawford School of Economics and Government, College of Asia and the Pacific, Australian National University, November 2010
19. J.E ,Stiglitz & C.E,Walsh « **Principes d'économie moderne** », Edition de Boek ,2eme Edition, 2004
20. Jacques Bichot, « **La monnaie et les systèmes financiers** », Edition Ellipses, Les économiques, Paris,1997.
21. John, WONG **The Asean model of regional coopertion in Seiji Naya & Migvel Urrulia (eds), Lessons in development a comparative study of Asia and Lozin America senfran cisco**.- International center of economic Growth, 1989
22. Kham Vorapheth, " **forces et fragilités de la chine: les incertitudes du grand dragon**", édition l'harmattan, paris 2009
23. King. R and Levine. R, 1993, « **Finance and Growth Schumpeter Might be Right?** », Quarterly Journal of economic 108,
24. Koening, Gilbert « **analyse monétaire et financière** », Edition economica, Paris, 2000
25. KOHLI ,Ulrich, "**Analyse macroéconomie**", De Boeck, Bruxelles Belgique 1999
26. Lehu ,Jean Marc, « **L'encyclopédie du marketing** » édition d'Organisation (2004)
27. leonardo ,Corbo victorio hernandez, "**Marco economica adjustment to capital Inflows**". America .1994
28. Lombra , Raymond E. & other, « **Money and the Financial system-theory, institutions, and Policy-** », Edition Raymand, U.S.A, 1980
29. Love, Patrick et Lattimor, ralph « **le commerce international, libre, équitable et ouvert ?** » ed.de L'OCDE, Paris,2009
30. Martinet, Alain **Lexiques de Gestion**, 5e Edition ,Paris: Dalloz, 2000.
31. Mishkin, Frederic S. **the Economic of Money, Banking and Financial Market**, Sixth Edition, Addison-wesley, USA, 2001
32. Nkingi, Nkere Ntanda "**La Crise Financière Internationale de 2008 et ses conséquences**", édition L'harmattan, paris 2009
33. Nurkse, Ragar **Problems of capital formation in underdeveloped countries**, oxford, 1953
34. pavoine, Jacques " **les trois crises du xx^e siècle**", Edition Ellipses, 1994,
35. Perkins, Dwight H. et Radelet ,Steven et lindauer, David I. **Economie du Développement**, 3e Edition, de Boeck, Bruxelles, 2008
36. Peter, Montagnon **Stock Markets: Brisk Business on the Bourse**, Financial Times, Survey:Indonesia, 25June /1996
37. Plihon ,Dominique « **Les enjeux de la globalisation financière, Mondialisation au-delà des mythes** », (Alger Ed : CASBAH,1997)
38. Ranis and Stewart, **The Asian Crisis and Human Development**, 1998.
39. Stemitsiotis, Louhas « **Taux de change de référence et système monétaire internationale** », 1992,

Articles

1. Beck ,Thorsten "**Développement de la finance et croissance économique : banques vers marches financiers ?** ", La revue Secteur privé et développement, (2010), N° 5, p-p: 24-26.
2. Bekaert ,Geert & Harvey ,Campbell " **Time-Varying World Market integration**", Journal of Finance, Vol N°2, 1995, p p (403-444).
3. Holden ,Paul and Prokopenko ,Vassili « **Finacial Development and Povertry Allevation :Issues and policy Implications for developing and transition Countries** » IMF working Paper, October 2001, P-P(1-39)
4. Schwert ,William « **why does stock market volatility change over time ?** » THE JOURNAL OF FINANCE * VOL. XLIV, NO. 5 * DECEMBER 1989 p-p (115, 153)
5. A, Minda. « **La dollarisation intégrale, une option monétaire de dernier ressort pour l'Amérique Latine ?** », Revue monde en développement, N°130, tome 33, Université Toulouse, 2005, p 15.P-P(15-39)
6. AHMAD ,EATZAZ and HAMDANI ,ANIS " **THE ROLE OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT IN ECONOMIC GROWTH**" Pakistan Economic and Social Review, Volume XLI, No. 1&2 (2003), pp.(29-43)
7. Altunbas, Yener et Evans ,Lynne ; Molyneux ,Philip "**Bank Ownership and Efficiency**", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33(4),2001, pp(.926-954).
8. Blancher ,Nicolas et Maigury ,Claire, "**comparaison de processus de la régionalistion en Afrique Sub saharienne et en Asie Oriental**", (Paris : Revue Analitique de la Literature, **Revue Tiers Monde**, juillet sept.1998), Vol39 N°155p-p(505-528)

9. Duke, Lawrence K. and. Papaioannou, Michael G « **Accessing Emerging Stock Markets Prerequisites for International Investor** », **The Journal of Investing, Vol2, N° 2, 1993, p p(18-25).**
10. HOVAGUIMIAN ,ANDRE " **The Role of Financial Institutions in Facilitating Investment and Capital Flows**" <https://www.elibrary.imf.org/view/books/071/02392-9781557754189-en/C02.xml.p.p:38.39> p-p(29-53)
11. Hugon, Philippe **Les sequences inverses de la regionalization** revue tiers monde, vol39, n 155 juillet-septembre, 1998, P-P(529-555)
12. J.B.Azour, « **Avenir des pays émergents : quelle attitude face aux entrées massives des capitaux ?** » revue d'économie financière n°41 juin 1997/41, p-p (157,168)
13. Jawan ,Jayum A. and others, **Development: The Malaysian Experience**, Journal of Public Administration and Governance, Department of Politics and Government Faculty of Human Ecology, University Putra Malaysia (UPM) 43400, Serdang, Selangor, Malaysia. December 05, 2014, Vol. 4, No. 4. P-P(159,165)
14. KARYOTIS, Catherine **Mondialisation des marchés et circulation des titres**, Revue Banque, Paris 2005, p-p(1-253)
15. Loubis ,Amani Borhan-eddine "**Democracy in Indonesia**" journal of Indonesian Islam Volume 04, Number 02, December 2010, P-P (414,436)
16. Mahmoud ,Abdul Rahman Abbas« **Economic development in Islamic thought** » journal of The Iraqi University, 2016, Volume 36, Issue 3, Pages (194-216).
17. Marcel, Mbaloula « **La problématique de l'émergence économique des pays en voie de développement** », Revue Congolaise de Gestion, 2011/2, Numéro 14, <http://www.cairn.info>, P-P(107,118)
18. Ozawa ,Terutomo "**Foreign direct investment and economic development**" Transnational Corporations, vol. I no. 1 (February 1992), p-p(27-54) sur site :https://unctad.org/system/files/official-document/iteiitv1n1a3_en.pdf
19. Pieter ,Van Dijk. **Flux financiers et marchés émergents en Asie**. In: Revue d'économie financière, n°44, 1997. Les systèmes financiers asiatiques. pp. (159-178).
20. R,M,Solow,«**Technical change and aggregate production function**»;Rev,Eco;Statist, N°39- 1957,PP(312-320)
21. Richard, Roll, **An Empirical Survey of Indonesian Equities 1985-1992**, Pacific-Basin Finance Journal, Volume n° 3 (July) 1995, p-p (159,192).
22. SCALOPINO, Robert A. "**Asia and the United States the Challenges Ahead**" Foreign Affairs, vol.69, n°1, 1989.- p.p.(89-114)
23. Schwert ,William « why does stock market volatility change over time ? »The journal of finance, Vol XLIV N° 5, december 1989, p-p(1115,1153)
24. Yagoubi ,Mohammed. "**A Study of the Influence of the Changes of Stock Exchange Indices in Developed Stock Exchange on Islamic and Traditional Stock Indices in Emerging Stock Exchanges**" Faculty of Economic and Commercial - Sciences and Management Sciences Blida-Algeria sur site <https://doi.org/10.12816/0054734>
مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية – المجلد الثامن عشر – العدد الأول، صص (16-1) 2018

Theses:

1. Changwatchai,Piyaphan **The Determinants of FDI inflows by industry to ASEAN**, Dissertation doctor of Philosophy , Department of Economics, The University of Utah, August 2010
2. HEMCHE Omar « **CRISES FINANCIERES : EFFET DE CONTAGION SUR LES PAYS DÉVELOPPÉS ET LES PAYS ÉMERGENTS** » thèse de doctorat IMD en sciences économiques université Abou Baker Belkaid-Tlemcen ; ALGERIE, 2013/2014 <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-0796993/document>
3. Mahjouba Zaiter Lahimer "**L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économiques dans les pays en développement**", THESE de Doctorat en Sciences Economiques, l'Université Paris Dauphine, 2011.
4. MINH ,Ban Kosal « **Développement financier et croissance économique le cas des principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge** » thèse de doctorat en science économique, Mention Monnaie, Finances et économie internationale , l'université lumiere , Lyon 2 ; 2007
5. NADA SALIBA « **Mondialisation et libéralisation financière : endettement et crises dans les pays émergents d'Asie. Le cas de la Thaïlande, la Corée du Sud, l'Indonésie et la Malaisie**. HAL Id, UNIV, SORBONE, 2009, thèse de doctorat, sciences économiques, Paris 3 , sur site : <https://tel.archives-ouvertes.fr>.

Studies and reports

1. Ar.Knoema.com/atlas/البيانات و الاحصاءات ماليزيا(البيانات) visité le 23/09/2020 à 10 :30
2. Ar.Knoema.com/atlas/indonesia(البيانات و الاحصاءات) ، visité le 23/03/2020 à 10h 38
3. ASEAN Statistical Yearbook 2016/2017
4. ASEAN Statistical Yearbook 2019
5. Bursa malaysia, Islamic Capital Market, on line available at: http://www.bursamalaysia.com/misc/islamic_markets_brochure.pdf 10/09/2013.

قائمة المراجع

6. BURSA MALAYSIA'S ISLAMIC MARKETS available at http://www.mifc.com/index.php?ch=ch_directory_regulators&pg=pg_directory_regulators_entities&ac=78 in 07/09/2014 at 13h00
7. Data world bank indicators, visited le 31/03/2020 à 10h57
8. GCC Trade and Investment Flows." <https://impact.econ-asia.com/perspectives/economic-development/gcc-trade-and-investment-flows-0>
9. Hanna Donald, Indonesian Experience with Financial Sector Reform, World Bank Discussion Paper 237 (Washington: World Bank),1994<http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/>.
10. https://stringfixer.com/ar/Securities_Commission_Malaysia2020/01/10
11. https://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2005/32_C22-4.pdf
12. IMF Concludes Article IV Consultation with Malaysia”, Public Information Notice No. 99/88, Washington, D.C., 1999.
13. IMF, "World Economic Outlook Database," (accessed 18 March 2015), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/index.aspx>
14. INDONESIA STOCK EXCHANGE, annual report 2015
15. Indonesia stock exchange, annual report 2018
16. IPAF (Institut Pengembangan Analisis Financial), The Emerging Asian Bond Market, Background Paper, Indonesia, World Bank, East Asia and Pacific Region, June 1995
17. Islamic Securities Guidelines (SUKUK GUIDELINES), Securities Commission of Malaysia, Kuala Lumpur, 2011
18. King. R and Levine. R, 1993, « Finance and Growth Schumpeter Might be Right? », Quarterly Journal of economic 108,
19. Levine Ross,Zervos Sara, "Stock Market Developmentand Long-Run Growth “, World Bank. Working. Paper. N°1582, Washington, 1996
20. Malaysai-Securities-Commission-Annual-Report-scar2018_eng , PART 5 Statements , Stat istics and Activities,
21. Organisation de coopération et développement économique, les études économiques de l’OCD E:Indonésie 2015
22. RASAMEEL « 2013 Annual Global Sukuk Report », J A N U A R Y 2 0 1 4
23. Sylvia Delannoy, Géopolitique des marchés émergents : ils changent le monde ,PUF.2012 P11
24. The Economist Intelligence Unit, "Re-drawing the ASEAN map: How companies are crafting new strategies in South-east Asia," November 2014, (Accessed 19 March 2015), http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Asia%20Pacific/bk_ap_redrawingaseanmap_15.pdf
25. Thorsten Beck, “Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes?,” World Bank Policy Research, Working Paper Series(46-56), (June 1, 2008). accessed 22/04/2014
26. UNCTAD, "World Investment Report 2014," June 2014, (accessed 17 March 2015), <http://unctad.org/en/pages/DIAE/World%20Investment%20Report/Annex-Tables.aspx>
27. United Nations Economic &Social Commission for Asia and the Pacific, Local Government in Asia & the Pacific- A comparative Study, Country Paper Malaysia [https://www.labuanibfc.com/clients/Labuan_IBFC_78C2FF81-703A-4CAA-8926-A348A3C91057/contentms/img/resource_centre/publication/download/LABUAN%20STRUCTURE%20\(KPMG\).pdf](https://www.labuanibfc.com/clients/Labuan_IBFC_78C2FF81-703A-4CAA-8926-A348A3C91057/contentms/img/resource_centre/publication/download/LABUAN%20STRUCTURE%20(KPMG).pdf)
28. World bank »east Asia :the road to recovery »Washington DC 1998
29. World Bank, “Doing Business 2013: Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises,” 10 th Ed, (Washington: World bank group, 2013),
30. World Bank, “East Asia: The Road to Recovery”, Washington, D.C., 1998.
31. WWW.TRADINGECONOMICS.COM./statistics/INDONESIA ,visité le 10/11/2020 à 13 :43
32. OCDE 2015, **études économiques de l’ocde (indonésie)** mars 2015 ;Synthèse, P6
33. OCDE 2018, **ÉTUDE ÉCONOMIQUE 2018 – INDONÉSIE** sur site : <http://www.oecd.org/fr/eco/etudes/etude-economique-indon%20E9sie.htm>
34. UNESCO science report: towards 2030; 2015 https://ar.unesco.org/sites/default/files/usr15_southeast_asia_and_oceania_ar.pdf
35. https://unctad.org/system/files/information-document/PR06031_ar.pdf, UNCTAD/PRESS/PR/2006/031* visité le 20/12/2020à 8h00

Conferences and meetings

1. Adnan,Nouree « **Measurement of financial development:afresh approach** »,8 th international conference on Islamic economics and finance, Qatar foundation
2. Dahel,Riad « **Volatility in Arab Stock Markets** », **Paper presented at the workshop on “Arab Stock Markets: Recent Trends and Performance”**, organized at the Arab Planning Institute, Kuwait, March 15-16, 1999.
3. Griffith-Jones, Stephany with Cailloux, Jacques and Pfaffenzeller Stephan, “**The East Asian Financial Crisis: A Reflection on its Causes, Consequences and Policy Implications**” IDS Discussion Paper 367.
4. Isabella Reuttner and Todd Glass, "**he Financial Development Index 2012: Stalled Recovery In Search of Growth.**” In World Economic Forum, "**The Financial Development Report 2012**”, accessed 27/01/2014
5. Kunt ,Dermirguc& Ross, Levine « **Stock market development and financial intermediation : Stylized Facts** », The World Bank Economic Review, WPS 1462, 1996
6. Levine ,Ross & Zervos, Sara « **capital control liberalisation and stock market development** », POLIcy RESEARCH WORKING PAPER 1622, World Bank, Washington,1996
7. Robert Boyer,Mario Dehove et Dominique Plihon « **Les crises financières** » rapport , Réalisé en PAO au Conseil d’Analyse Économique par Christine Carl , La Documentation française. Paris, 2004
8. Thorsten Beck, "**Développement de la finance et croissance économique : banques vers marchés financiers ?** ", La revue Secteur privé et développement, 2010.

23. المعرفة "اقتصاد ماليزيا" www.marefa.org تاريخ الزيارة 2021/04/04 على الساعة 14 سا 54د.
24. من ويكيبيديا الموسوعة الحرة "بورصة اندونيسيا"
https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%A5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%B3%D9%8A%D8%A7_08/11/2021_%D8%A7%D9%8A%D8%A7
25. من ويكيبيديا الموسوعة الحرة "بورصة سوريا"
https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9_%D8%B3%D9%88%D8%B1%D8%A7%D8%A8%D8%A7%D9%8A%D8%A7
26. من ويكيبيديا، الموسوعة الحرة " مؤشر جاكارتا الاسلامي"
https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1_%D8%AC%D8%A7%D9%83%D8%B1%D8%AA%D8%A7_%D8%A7%D9%84%D8%A5%D8%B3%D9%84%D8%A7%D9%85%D9%8A
27. من ويكيبيديا، الموسوعة الحرة "اندونيسيا" 2020/11/13 على 23 سا 51 آخر تعديل للصفحة يوم 15 أكتوبر 2020، الساعة 00:27 على الموقع
<https://ar.wikipedia.org/wiki/%D8%A5%D9%86%D8%AF%D9%88%D9%86%D9%8A%D8%B3%D9%8A%D8%A7>
28. مؤشر MSCI للأسواق الناشئة
https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D8%A4%D8%B4%D8%B1_MSCI_%D9%84%D9%84%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82_%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%A7%D8%B4%D8%A6%D8%A9
29. مؤشر MSCI للأسواق الناشئة يوم 2020/04/01
https://ar.wikipedia.org/wiki/%D9%85%D9%84%D9%81:MSCI_logo_2019.svg
30. مؤشرات التنمية 2019، المركز الاحصائي لمجلس التعاون لدول الخليج العربي
<https://gccstat.org/images/gccstat/docman/publications/GCC%20Development%20Indicators%202019%20.pdf>
31. ناصر التميمي "رابطة دول جنوب شرق آسيا": آفاق واعدة لصادرات الطاقة الخليجية" تاريخ الزيارة 2021/03/29 على الموقع
<https://studies.aljazeera.net/en/node/3847>
32. نشرة مال وأعمال، 2018 ، كيف حقق الاقتصاد الماليزي طفرتة .. وهل التجربة ملائمة للسعودية؟ على الانترنت: https://www.aleqt.com/2009/05/01/article_24935.html
33. هشام محمو، اقتصادات آسيا نمو متعدد السرعات ومؤشرات تعاف متناقضة، صحيفة الاقتصادية، 27 /03/ 2021، الزيارة 2021/04/05
https://www.aleqt.com/2021/03/26/article_2058681.html
34. الهند واندونيسيا تتصدران أسواق السندات السيادية حول العالم يوم 2021/11/12 على 22 سا 31 على الموقع
<https://lusainews.net/article/business/global/09/05/2016>
35. Article <http://www.aleqt.com/2014/03/17/>,
36. <http://alraimedia.com/articles.aspx>
37. <http://drb-hicom.com/cms/solutiopages/home.aspx/17/08/2016>
38. http://elearning.univ-biskra.dz/moodle2019/pluginfile.php/30048/mod_resource/content/1/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D8%AC%D8%B1%D8%A8%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%86%D9%85%D9%88%D9%8A%D8%A9%20%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%A7%D9%84%D9%8A%D8%B2%D9%8A%D8%A9.pdf
39. http://en.wikipedia.org/wiki/Bursa_Malaysia in 07/09/2014 at 13h15
40. <http://tarek39.sosblog.fr>
41. http://www.aleqt.com/2009/05/01/article_24935.html visité le 31/07/2018 à 13 :40
42. <http://www.aswaqpress.com/articles>
43. <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate>
44. <http://www.comcec.org/ar/wp-content/uploads/2019/04/1-Agenda-n%C2%B0-4-ICDT-Arabic-Executive-Summury-Annual-Report.pdf> 18/04/2021 à 00H03
45. <http://www.moqatel.com/openshare/Behoth/Dwal-Modn1/Indonesia/index.htm>, visité le 14/11/2020 à 00 :29
46. <http://www.moqatel.com/openshare/default.htm> 05/04/2019 à 15h00
47. <http://www.pu.edu.pk/images/journal/pesr/PDF-FILES/3%20EATZAZ%20The%20Role%20of%20FDI%20in%20Economic%20Growth-V41-2003.pdf>
48. <http://www.publications.zu.edu.e>
49. <https://a7mar.blogspot.com/2016/07/Indirect-funding.html> visité le
50. <https://ar.earnmoneyfromhometoday.com/kuala-lumpur-stock-exchange> .visité le 01/10/2021 à 09h49
51. <https://ar.history-hub.com/akbr-alsnaaat-fy-andonysya>
52. https://ar.hrvwiki.net/wiki/ftse_bursa_malaysia_klci visité le 06/11/2021 à 07h47
53. <https://ar.talkingofmoney.com/emerging-markets-analyzing-indonesia-s-gdp>
54. https://ar.unesco.org/sites/default/files/usr15_malaysia_ar.pdf
55. [https://ar.wikiqube.net/wiki/Financial_Services_Authority_\(Indonesia\)](https://ar.wikiqube.net/wiki/Financial_Services_Authority_(Indonesia)) 08/11/2021 à 22 :18
56. <https://arabic.cnn.com/> نشر يوم 08 سبتمبر 2020
57. https://areq.net/m/بورصة_إندونيسيا.html
58. https://areq.net/m/بورصة_سورابايا.html
59. https://areq.net/m/مؤشر_جاكرتا_الإسلامي.html
60. <https://democraticac.de/?p=40237>
61. <https://lakhasly.com/ar/view-summary/jtPvgqJeZI> visité le 06/11/2021 à 08h07m

الملاحق

الملحق رقم 1: تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة إندونيسيا بطريقة المربعات الصغرى

Dependent Variable: GDP_I
 Method: Least Squares
 Date: 10/02/21 Time: 21:12
 Sample: 2000 2017
 Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IB_I	0.237394	0.049090	4.835879	0.2893
VAT_I	-58.65170	8.733329	-6.715847	0.5298
RA_I	7.762492	1.735307	4.473267	0.4223
VMEL_I	-28.96144	11.41443	-2.537265	0.4424
NEB_I	-0.927696	0.401158	-2.312547	0.6006
VM_I	-1.040883	0.337942	-3.080069	0.2166
VTAE_I	7.469407	0.857392	8.711771	0.1264
M2_I	4.237516	1.506422	2.812968	0.3064
FDI_I	1.740855	0.825766	2.108170	0.7957
TID_I	2.406985	2.588501	0.929876	0.3883
INF_I	-5.974766	1.769661	-3.376222	0.1493
MC_I	4566.950	1160.458	3.935471	0.7664
CISP_I	0.142435	0.764453	0.875321	0.365800
R-squared	0.999279	Mean dependent var		573.4800
Adjusted R-squared	0.997958	S.D. dependent var		318.2947
S.E. of regression	14.38202	Akaike info criterion		8.404556
Sum squared resid	1241.055	Schwarz criterion		8.998137
Log likelihood	-63.64100	Hannan-Quinn criter.		8.486403
Durbin-Watson stat	2.088169			

الملحق رقم 2: تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة ماليزيا بطريقة المربعات الصغرى

Dependent Variable: GDP_M
 Method: Least Squares
 Date: 10/02/21 Time: 21:07
 Sample: 2000 2017
 Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IB_M	0.063039	0.021301	2.959469	0.2530
VAT_M	-2.634621	1.553918	-1.695470	0.1409
RA_M	3.081258	1.599722	1.926121	0.1024
VMEL_M	3.130090	7.530268	0.415668	0.6921
NEB_M	0.046225	0.034233	1.350308	0.2256
VM_M	0.371717	0.132892	2.797128	0.3128
VTAE_M	0.266269	0.324720	0.819997	0.4436
M2_M	0.233818	0.507650	0.460588	0.6613
FDI_M	2.024033	0.943974	2.144161	0.0757
TID_M	-7.848883	8.581588	-0.914619	0.3957
INF_M	-0.950752	1.019666	-0.932415	0.3871
MC_M	-343.0139	765.9771	-0.447812	0.6700
CISP_M	0.579359	0.445531	0.875284	0.524500
R-squared	0.998170	Mean dependent var		216.9739
Adjusted R-squared	0.994814	S.D. dependent var		91.19410
S.E. of regression	6.567407	Akaike info criterion		6.836836
Sum squared resid	258.7850	Schwarz criterion		7.430418
Log likelihood	-49.53153	Hannan-Quinn criter.		6.918683
Durbin-Watson stat	2.209241			

الملحق رقم 3 : تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة إندونيسيا بطريقة البوستراب

Dependent variable: GDP_I				
Method: Least Squares				
Date: 10/02/21 Time: 21:10				
Sample: 2000 2017				
Included observations: 18				
Bootstrapped standard errors (10000 repetitions)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IB_I	0.237394	0.028261	8.399949	0.0002
VAT_I	58.65170	5.011376	11.70371	0.0000
RA_I	7.762492	1.002821	7.740659	0.0002
VMEL_I	28.96144	6.563258	4.412663	0.0045
NEB_I	0.927696	0.230122	4.031329	0.0069
VM_I	1.040883	0.193925	5.367451	0.0017
VTAE_I	7.469407	0.492950	15.15247	0.0000
M2_I	4.237516	0.864277	4.902959	0.0027
FDI_I	1.740855	0.477120	3.648673	0.0107
TID_I	2.406985	1.494975	1.610050	0.0085
INF_I	-5.974766	1.023050	-5.840149	0.0011
MC_I	4566.950	666.4257	6.852902	0.0005
CISP_I	0.142435	0.876554	0.543879	0.000000
R-squared	0.999279	Mean dependent var	573.4800	
Adjusted R-squared	0.997958	S.D. dependent var	318.2947	
S.E. of regression	14.38202	Akaike info criterion	8.404556	
Sum squared resid	1241.055	Schwarz criterion	8.998137	
Log likelihood	-63.64100	Hannan-Quinn criter.	8.486403	
Durbin-Watson stat	2.008169			

الملحق رقم 4: تقدير نموذج الدراسة الخاصة بدولة ماليزيا بطريقة البوستراب

Dependent variable: GDP_M				
Method: Least Squares				
Date: 10/02/21 Time: 22:10				
Sample: 2000 2017				
Included observations: 18				
Bootstrapped standard errors (10000 repetitions)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IB_M	0.063039	0.012378	5.092710	0.0022
VAT_M	2.634621	0.899868	2.927785	0.0264
RA_M	3.081258	0.928822	3.317384	0.0161
VMEL_M	3.130090	4.380846	5.714494	0.0060
NEB_M	0.046225	0.019678	2.349110	0.0057
VM_M	0.371717	0.076647	4.849716	0.0029
VTAE_M	0.266269	0.186387	4.428587	0.0030
M2_M	0.233818	0.295289	4.791826	0.0086
FDI_M	2.024033	0.543331	3.725228	0.0098
TID_M	-7.848883	4.965243	-3.580765	0.0017
INF_M	-0.950752	0.590212	-5.610866	0.0016
MC_M	343.0139	444.6235	4.771471	0.0047
CISP_M	0.579359	1.986764	1.988755	0.000000
R-squared	0.998170	Mean dependent var	216.9739	
Adjusted R-squared	0.994814	S.D. dependent var	91.19410	
S.E. of regression	6.567407	Akaike info criterion	6.836836	
Sum squared resid	258.7850	Schwarz criterion	7.430418	
Log likelihood	-49.53153	Hannan-Quinn criter.	6.918683	
Durbin-Watson stat	2.009241			

الملحق رقم 5: مجال الثقة الخاص بمعلمات النموذج لدولة إندونيسيا

Coefficient Confidence Intervals

Date: 10/02/21 Time: 22:43

Sample: 2000 2017

Included observations: 18

Variable	Coefficient	95% CI	
		Low	High
IB_I	0.237394	0.117275	0.357513
VAT_I	58.65169	-80.02138	77.28201
RA_I	7.762492	3.516349	12.00864
VMEL_I	28.96144	-56.89155	34.03133
NEB_I	0.927696	-1.909293	3.053901
VM_I	1.040883	-1.867797	4.213970
VTAE_I	7.469407	5.371443	9.567371
M2_I	4.237516	0.551435	7.923597
FDI_I	1.740855	-0.279721	3.761432
TID_I	2.406985	-3.926850	8.740819
INF_I	-5.974766	-10.30497	-1.644563
MC_I	4566.950	1727.411	7406.489
CISP_I	0.142435	0.098643	1.876545

الملحق رقم 6 : مجال الثقة الخاص بمعلمات النموذج لدولة ماليزيا

Coefficient Confidence Intervals

Date: 10/02/21 Time: 22:45

Sample: 2000 2017

Included observations: 18

Variable	Coefficient	95% CI	
		Low	High
IB_M	0.063039	0.010918	0.115160
VAT_M	2.634621	-6.436921	4.167678
RA_M	3.081258	-0.833121	6.995637
VMEL_M	3.130090	-15.29581	21.55599
NEB_M	0.046225	-0.037540	0.129989
VM_M	0.371717	0.046541	0.696893
VTAE_M	0.266269	-0.528292	1.060831
M2_M	0.233818	-1.008357	1.475993
FDI_M	2.024033	-0.285789	4.333855
TID_M	-7.848883	-28.84727	13.14951
INF_M	-0.950752	-3.445786	1.544281
MC_M	343.0138	-2217.292	1531.264
CISP_M	0.579359	0.098765	1.987643

الملحق رقم 7 اختبار وولد لمعنوية المعلمات ككل للنموذج الخاص بإندونيسيا

Wald Test: Equation: I_INTERV			
Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3078.382	(12, 6)	0.0000
Chi-square	36940.58	12	0.0000

الملحق رقم 8 اختبار وولد لمعنوية المعلمات ككل للنموذج الخاص بماليزيا

Wald Test: Equation: EQ01			
Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	1909.920	(12, 6)	0.0000
Chi-square	22919.04	12	0.0000

الملحق رقم 9 اختبار شو الخاص بنموذج الدولة الأندونيسية

Chow Breakpoint Test: 2008
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints
Varying regressors: All equation variables
Equation Sample: 2000 2017

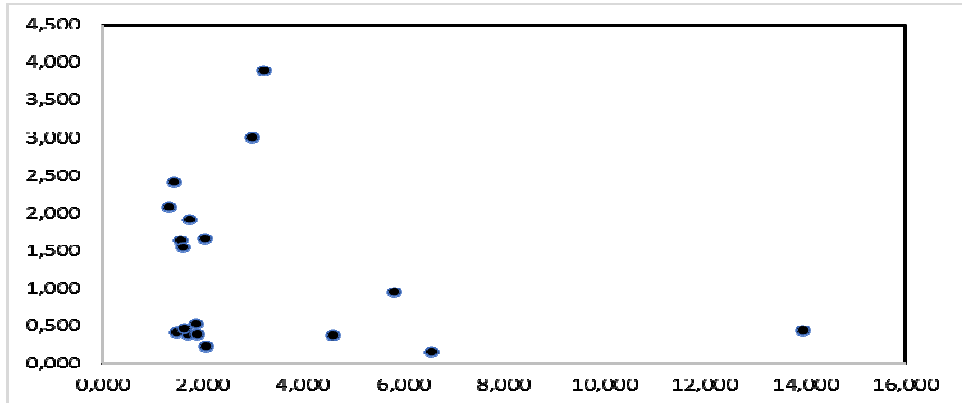
F-statistic	2.680120	Prob. F(12,10)	0.0939
Log likelihood ratio	13.11368	Prob. Chi-Square(12)	0.0107
Wald Statistic	10.72048	Prob. Chi-Square(12)	0.0989

الملحق رقم 10 اختبار شو الخاص بنموذج الدولة الماليزية

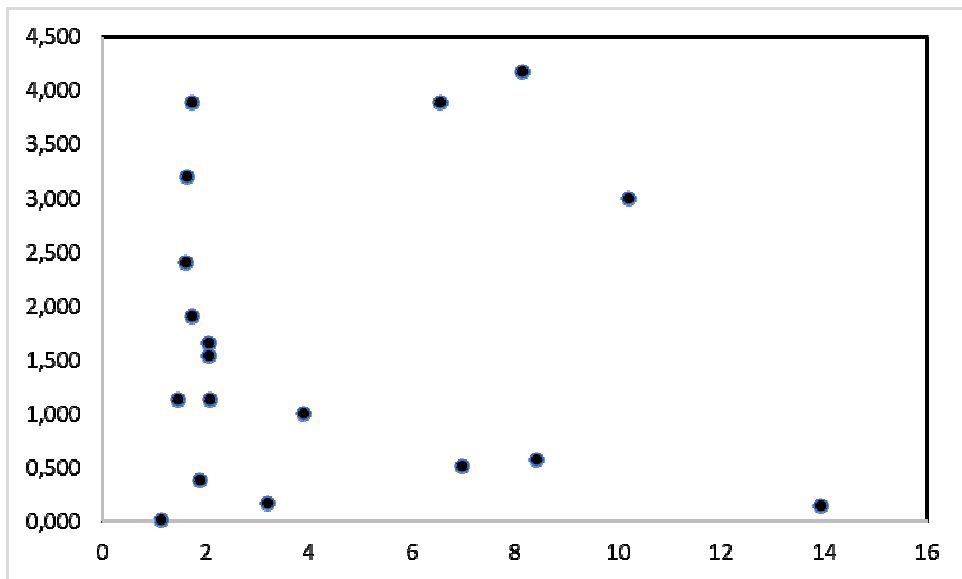
Chow Breakpoint Test: 2008
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints
Varying regressors: All equation variables
Equation Sample: 2000 2017

F-statistic	3.764539	Prob. F(12,10)	0.1983
Log likelihood ratio	13.87165	Prob. Chi-Square(12)	0.1098
Wald Statistic	10.76513	Prob. Chi-Square(12)	0.1094

الملحق رقم 11 : العلاقة ما بين البواقي و البواقي المؤخرة بفترة واحدة



الملحق رقم 12 : العلاقة ما بين البواقي و البواقي المؤخرة بفترة واحدة



الملحق رقم 13:

CORRELOGRAME لبواقي النموذج الخاص بدولة إندونيسيا للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي

Date: 10/03/21 Time: 00:32

Sample: 2000 2017

Included observations: 18

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.149	-0.149	0.4716	0.492
		2	-0.256	-0.285	1.9515	0.377
		3	0.034	-0.065	1.9784	0.577
		4	-0.247	-0.364	3.5447	0.471
		5	0.066	-0.088	3.6666	0.598
		6	0.090	-0.131	3.9111	0.689
		7	-0.067	-0.127	4.0561	0.773
		8	0.214	0.113	5.6981	0.681
		9	0.011	0.064	5.7027	0.769
		10	-0.343	-0.261	11.008	0.357
		11	-0.008	-0.172	11.011	0.442
		12	0.055	-0.127	11.195	0.512

الملحق رقم 14

CORRELOGRAME لبواقي النموذج الخاص بدولة ماليزيا للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي

Date: 10/03/21 Time: 00:33

Sample: 2000 2017

Included observations: 18

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.217	0.217	0.9990	0.318
		2	-0.077	-0.130	1.1309	0.568
		3	-0.186	-0.148	1.9582	0.581
		4	-0.313	-0.269	4.4841	0.344
		5	0.152	0.283	5.1278	0.400
		6	0.188	0.029	6.1909	0.402
		7	0.029	-0.086	6.2180	0.515
		8	-0.029	-0.053	6.2474	0.620
		9	-0.050	0.157	6.3457	0.705
		10	-0.022	-0.026	6.3676	0.783
		11	-0.110	-0.246	6.9843	0.800
		12	-0.116	-0.091	7.7916	0.801

الملحق رقم 15: اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الأولى الخاصة بنموذج دولة إندونيسيا

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	2.717594	Prob. F(1,5)	0.1602
Obs*R-squared	2.338335	Prob. Chi-Square(1)	0.1182

الملحق رقم 16

اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الأولى الخاصة بنموذج دولة ماليزيا

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.100709	Prob. F(2,4)	0.8189
Obs*R-squared	1.371093	Prob. Chi-Square(2)	0.2787

الملحق رقم 17

اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الثانية الخاصة بنموذج دولة إندونيسيا

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.232998	Prob. F(1,5)	0.6497
Obs*R-squared	0.801444	Prob. Chi-Square(1)	0.3707

الملحق رقم 18

اختبار بروش جودفري للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للرتبة الثانية الخاصة بنموذج دولة ماليزيا

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.549052	Prob. F(2,4)	0.6156
Obs*R-squared	3.877101	Prob. Chi-Square(2)	0.1439

الملحق رقم 19

اختبار بروش بايجن جودفري للكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الخاص بدولة إندونيسيا

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.747176	Prob. F(12,5)	0.6869
Obs*R-squared	11.55583	Prob. Chi-Square(12)	0.4820
Scaled explained SS	0.923818	Prob. Chi-Square(12)	1.0000

الملحق رقم 20

اختبار بروش بايجن جودفري للكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الخاص بدولة ماليزيا

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.570276	Prob. F(12,5)	0.8029
Obs*R-squared	10.40077	Prob. Chi-Square(12)	0.5808
Scaled explained SS	1.248084	Prob. Chi-Square(12)	1.0000

الملحق رقم 21 جدول بيانات إندونيسيا

المؤشرات وبيانات إندونيسيا	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
مؤشر بورصة إندونيسيا	211.69	205.42	242.7	273.13	435.42	599.98	797.24	1195.9	1226.9	1187	1785.9	2078.8	2221.9	2415.7	2637.4	2579.2	2722.1	3156.8
إجمالي الناتج المحلي (القيمة الحالية بالمليار دولار أمريكي)	165.02	160.45	195.66	234.77	256.84	285.87	364.57	432.22	510.23	539.58	755.1	892.97	917.87	912.52	890.81	860.85	931.88	1015.4
القيمة الإجمالية للأهم المتداولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي	7.82	6	6.33	5.45	8.52	9.75	11.06	21.96	14.87	15.95	13.83	11.81	10.02	10.83	10.18	8.72	9.7	9.11
نسبة معدل دوران الأسهم (%)	48.12	41.91	41.2	23.35	29.87	34.21	29.03	44.84	76.8	40.05	28.99	27.04	21.47	28.52	21.5	21.24	21.23	17.77
إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة من GDP	16.25	14.33	15.37	23.28	28.52	28.48	38.1	48.98	19.36	39.83	47.73	43.69	46.65	37.99	47.39	41.04	45.69	51.28
إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصة	286	315	330	333	331	336	344	383	396	398	420	440	459	483	506	521	537	566
إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية بالمليار دولار	26.81	23	30.07	54.66	73.25	81.43	138.89	211.7	98.76	214.94	360.39	390.11	428.22	346.67	422.12	353.27	425.77	520.69
القيمة الإجمالية للأهم المتداولة (بالمليار دولار أمريكي)	12.9	9.64	12.39	12.76	21.88	27.86	40.32	94.91	75.85	86.07	104.45	105.48	91.93	98.86	90.72	75.05	90.41	92.51
الانتماء المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي)	19.91	20.29	21.28	22.95	23.39	26.43	24.6	25.46	26.55	27.66	27.25	30.08	33.43	36.06	36.42	39.12	39.4	38.74
المعرض للتدفق بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي)	53.88	50.89	48.17	47.04	45.03	43.35	41.4	41.75	38.31	38.2	36	36.74	38.39	39.08	39.48	39.46	40.36	39.88
الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الواردة (بالمليار دولار أمريكي)	-4.55	-2.78	0.15	-0.6	1.9	8.34	4.91	6.93	9.32	4.88	15.29	20.56	21.2	23.28	25.12	19.78	4.54	20.51
معدل الفائدة على الودائع (%)	12.5	15.48	15.5	10.59	6.44	8.08	11.41	7.98	8.5	9.28	7.02	6.93	5.95	6.26	8.75	8.34	7.17	6.52
التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنوي)	20.45	14.3	5.9	5.49	8.55	14.33	14.09	11.26	18.15	8.27	15.26	7.47	3.75	4.97	5.44	3.98	2.44	4.27
رسملة السوق	0.16	0.14	0.15	0.23	0.29	0.29	0.38	0.49	0.19	0.4	0.48	0.44	0.47	0.38	0.46	0.41	0.46	0.51

المصدر world data bank indicators visited on 31/03/2020

البيانات التاريخية لمؤشر FTSE لإندونيسيا

الملحق رقم 22 جدول بيانات ماليزيا

المؤشرات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
مؤشر بورصة ماليزيا			675.93	710.73	855.54	900.68	965.67	1324.65	1135.79	1090.34	1379.39	1397.05	1610.44	1746.05	1844.8	1724.42	1659.18	1746.2
إجمالي الناتج المحلي (القيمة الحالية بالمليار دولار)	93.79	92.78	100.85	110.2	124.75	143.53	162.69	193.55	230.81	202.26	255.02	297.95	314.44	323.28	338.06	301.35	301.26	318.96
الأهم المتداولة، القيمة الإجمالية (% من إجمالي الناتج المحلي)	55.99	22.67	25.51	41.48	43.44	31.1	42.5	79.9	35.67	39.97	45.01	43.74	39.33	43.98	42.2	37	32.63	43.08
نسبة معدل دوران الأسهم (%)	46.41	17.68	20.46	28.43	29.84	24.73	29.35	47.54	43.5	27.95	28.09	32.94	26.5	28.41	31.08	29.11	27.01	30.06
إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (% GDP) كنسبة من	120.65	128.23	124.72	145.93	145.6	125.77	144.8	168.07	81.99	143	160.26	132.78	148.39	154.79	135.78	127.08	119.43	142.9
إجمالي عدد الشركات المحلية المدرجة بالبورصة	787	804	857	897	955	1015	1021	983	972	952	948	932	911	900	895	892	890	890
إجمالي القيمة السوقية بالمليار دولار	113.16	118.98	125.78	160.81	181.62	180.52	235.58	325.29	189.24	289.22	408.69	395.62	466.59	500.39	459	382.98	359.79	455.77
القيمة الإجمالية للأهم المتداولة بالمليار دولار أمريكي	52.51	21.03	25.73	45.71	54.19	44.64	69.15	154.64	82.32	80.84	114.79	130.32	123.66	142.16	142.65	111.48	98.29	137.42
الانتماء المحلي المقدم إلى القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي)	135	129.1	121.83	118.97	111.94	106.52	103.66	101.58	96.75	111.61	107.12	108.43	114.12	119.9	120.58	123.1	121.98	117.22
المعرض للتدفق بمعناه الواسع (% من إجمالي الناتج المحلي)	122.7	138.46	133.1	132.31	131.71	124.96	129.34	125.2	119.59	139.17	129.64	133.89	136.8	140.09	137.1	132.81	128.58	122.6
الاستثمار الأجنبي المباشر، صافي التدفقات الواردة (بالمليار دولار أمريكي)	3.79	0.55	3.2	3.22	4.38	3.92	7.7	9.07	7.57	0.11	10.89	15.12	8.9	11.3	10.62	9.86	13.47	9.37
معدل الفائدة على الودائع (%)	3.36	3.37	3.21	3.07	3	3	3.15	3.17	3.13	2.08	2.5	2.91	2.98	2.97	3.05	3.13	3.03	2.92
معدل التضخم، معامل تكميش إجمالي الناتج المحلي (% سنوي)	8.86	-1.58	3.13	3.3	6.01	8.86	3.98	4.88	10.39	-5.99	7.27	5.41	1	0.17	2.47	1.22	1.66	3.8
رسملة السوق	1.21	1.28	1.25	1.46	1.46	1.26	1.45	1.68	0.82	1.43	1.6	1.33	1.48	1.55	1.36	1.27	1.19	1.43

المصدر world data bank indicators/البيانات التاريخية لمؤشر FTSE لماليزيا