

أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي -دراسة حالة السعودية (1992-2019)  
*The impact of stock market development indicators on economic growth Saudi case study (1992-2019)*

منيرة دبي<sup>1</sup>، علي بو عبدالله<sup>2</sup>  
Mounira Debbi<sup>1</sup>, Ali Bouabdallah<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، [mounira.debbi@univ-biskra.dz](mailto:mounira.debbi@univ-biskra.dz)  
<sup>2</sup> جامعة محمد خيضر بسكرة (الجزائر)، [a.bouabdallah@univ-biskra.dz](mailto:a.bouabdallah@univ-biskra.dz)

تاريخ النشر: 2021-09-30

تاريخ القبول: 2021-08-03

تاريخ الاستلام: 2021-05-01

**ملخص:**

تهدف هذه الدراسة إلى قياس تأثير مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 1992-2019، مستخدمين نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL).

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لنسبة حجم التداول على النمو الاقتصادي، ووجود تأثير سلبي لنسبة رأس مال السوق على النمو الاقتصادي، مما يعني أن سيولة السوق ساهمت في تمويل النشاط الاقتصادي الحقيقي والنمو الاقتصادي في السعودية، بينما يعيق تركيز رسملة السوق النمو الاقتصادي.

**كلمات مفتاحية:** سوق الأوراق المالية، النمو الاقتصادي، نموذج ARDL.

**تصنيفات JEL:** G20، O40، C5.

**Abstract:**

*This study aims to measure the effect of stock market development indicators on economic growth in the Kingdom of Saudi Arabia during the period 1992 to 2019, using the Autoregressive Distributed Slowdown (ARDL) model.*

*In this study, we found out that there exists a positive effect of the trading volume ratio on economic growth, and a negative impact of the market capital ratio on economic growth, which means that market liquidity contributed to financing the real economic activity as well as the economic growth in Saudi Arabia, whereas market capitalization curbs the economic growth.*

**Keywords:** Stock market, Economic growth, ARDL model.

**Jel Classification Codes :** G20, O40, C5.

## 1. مقدمة:

عززت الأهمية المتزايدة للنظام المالي في جميع أنحاء العالم القناعة بأن التمويل عنصر هام للنمو الاقتصادي، باعتباره الإطار الذي يتم من خلاله تكوين رأس المال في أي بلد، وأكدت العديد من النماذج النظرية على وجود علاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي، وقد ركزت معظم الدراسات الاقتصادية في هذا المجال على الطريقة التي تؤثر بها الوساطة المالية المتطورة على النمو الاقتصادي والعلاقة بين المتغيرات المالية والحقيقية.

وتعد أسواق الأوراق المالية أحد ركائز النظام المالي، فهي تعمل على حشد وتعبئة المدخرات وتخصيص الموارد المالية بكفاءة نحو القطاعات الإنتاجية المثلى، كما تمكن الحكومة والشركات الخاصة من تمويل مشاريعها الجديدة بالإضافة إلى توسيع المشاريع القائمة، ويتجلى تطور أسواق الأوراق المالية في الخدمات المالية التي توفرها لأصحاب الفائض المالي وأصحاب الحاجة، بمساعدتهم على تحقيق السيولة وتنويع المخاطر وتوظيف أموالهم في محافظ استثمارية تحقق لهم عائد مرتفع، الشيء الذي يؤدي إلى تصاعد الأعمال للقطاعات الحقيقية ومن ثم تحفيز النمو الاقتصادي.

والمملكة العربية السعودية على غرار باقي دول العالم، وقصد مواكبة التطورات في أسواق الأسهم العالمية، وتماشياً مع متطلبات استراتيجية وخطة المملكة في إطار تطلعات المملكة لسنة 2030، عملت على اتخاذ العديد من الإجراءات والإصلاحات لتطوير سوق الأسهم السعودي، باعتباره أساس التنمية الاقتصادية وتعزيز النمو الاقتصادي.

### 1.1 الإشكالية: من خلال الطرح السابق يمكن صياغة الإشكالية التالية :

ما هو تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية في الفترة 1992-

2019؟

### 2.1 فرضيات البحث: من أجل الإجابة على الإشكالية السابقة يمكن طرح الفرضيات التالية :

- \_تطور مؤشرات سوق الأسهم يؤثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي.
  - \_يوجد تأثير ايجابي لمعدل الرسملة السوقية على النمو الاقتصادي في السعودية.
  - \_يوجد تأثير ايجابي ضعيف بين مؤشر قيمة التداول والنمو الاقتصادي في السعودية.
- 3.1 أهمية الدراسة: تكمن أهمية الدراسة في تقييم ومعرفة أثر مؤشرات تطور سوق الأسهم على النمو الاقتصادي، حيث تعد من بين أهم الدراسات المتجددة والتي تحتاج للبحث والتقييم الدائم، والدراسة مهمة بشكل خاص لأن السعودية تتجه بقوة عبر استراتيجيتها وخطتها إلى تنويع اقتصاد المملكة وتطوير سوق الأسهم خلال هذه الفترة، وهذا تماشياً مع تطلعات المملكة لسنة 2030.

### 4.1 أهداف البحث: يسعى هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- \_استعراض المفاهيم العامة لأهم مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.
- \_توضيح الأسس النظرية لآليات تأثير تطور أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

\_إعداد نموذج قياسي لإبراز أثر مؤشرات تطور سوق الأسهم السعودي على النمو الاقتصادي.

**5.1 منهجية الدراسة:** اعتمدنا في هذه الدراسة على منهجين أولهما: المنهج الوصفي لتوضيح المفاهيم العامة لتطور سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، وثانيهما: المنهج الاستقرائي بهدف قياس أثر تطور سوق الأسهم السعودي على النمو الاقتصادي، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)، وتم الاعتماد على مؤسسة النقد العربي السعودي من أجل أخذ بيانات الدراسة. **6.1 الدراسات السابقة:** أجريت العديد من الدراسات التطبيقية التي تناولت اختبار العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات مختلفة، فضلا عن تعدد المؤشرات المستعملة، واختلاف الدول والفترات الزمنية المختارة للدراسة، وغالبية هذه الدراسات توصلت الى وجود علاقة إيجابية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، نذكر منها فيمايلي:

-دراسة بعنوان "Stock Markets Banks & Economic Growth" لـ Ross Levine and Sara Zervos، سنة 1998، تهدف الدراسة إلى اختبار أثر أسواق الأوراق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في إثين وأربعين دولة خلال الفترة (1976-1993)، واستخدمت نسبة رأس مال السوق، نسبة التداول ومعدل الدوران كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي كمؤشر على النمو الاقتصادي، وباستخدام البيانات المقطعية لتحليل تلك العلاقة توصلت الدراسة إلى أن درجة سيولة أسواق الأوراق المالية مرتبطة إيجابيا بالنمو الاقتصادي.

-دراسة بعنوان "How Stock Market Liquidity Impact Economic Growth in South Africa" لـ Chipaumire and Ngirande، سنة 2014، تبحث هذه الدراسة في أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في جنوب إفريقيا خلال الفترة (1994-2015)، واستخدمت مؤشرات نسبة رأس مال السوق و نسبة حجم التداول كمؤشرات لسيولة سوق الأوراق المالية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى، كشفت الدراسة على أنه هناك تأثير ايجابي لسيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في جنوب إفريقيا، ويشير الباحث الى أن كفاءة أنظمة التداول، وارتفاع سياسات الإفصاح عن المعلومات وأنظمة المحاسبة الى المعايير الدولية، أثر إيجابيا على سيولة السوق والنمو الاقتصادي .

-دراسة بعنوان "Stock markets development and Economic Growth in Napel: An ARDL Representation" لـ Jagadish Prasad Bist، سنة 2017، بحثت هذه الدراسة حول العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في نيبال خلال الفترة (1993-2014)، استخدمت القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر على النمو الاقتصادي، وباستخدام نموذج (ARDL) توصلت الدراسة إلى أن رسملة السوق تؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي، لذلك خلصت إلى أنه يجب صياغة السياسات الاقتصادية بطريقة تسهل تطوير سوق الأوراق المالية و زيادة النمو الاقتصادي.

وتوصل باحثون آخرون الى أن أسواق الأوراق المالية عبارة عن كازينو ليس لها تأثير مهم، ويمكن أن يكون لها تأثير سلبي على النمو الاقتصادي نذكر منها فيما يلي:

-دراسة بعنوان "Financial Stock Market and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in Cameroun"، لـ Ake and Ognaligui، سنة 2010، تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الكاميرون خلال الفترة (2006-2010)، واستخدمت مؤشرات الرسملة السوقية، نسبة التداول، معدل الدوران كمؤشرات لتطور سوق الأوراق المالية، والنتائج المحلي الاجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وباستخدام نموذج (Granger.Causality)، توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي تأثير مباشر لسوق الاسهم على النمو الاقتصادي، وفسر الباحث النتائج من خلال القيمة المنخفضة لسيولة ونشاط سوق الأسهم في الكاميرون، ويقترح بأنه ينبغي على حكومة الكاميرون تشجيع الشركات على الولوج والادراج في البورصة، وتعميق الوعي الادخاري والاستثماري في البورصة.

-دراسة بعنوان "Stock Market and Economic Growth in China"، لـ Wang and Ajit، سنة 2013، تبحث هذه الدراسة في تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الصين، تستخدم بيانات ربع سنوية للفترة (1996-2011)، واستخدمت مؤشر الرسملة السوقية كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية والنتائج المحلي الاجمالي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وباستخدام نموذج (multivariateco-integration model)، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لرسملة السوق على النمو الاقتصادي، وفسر الباحث النتيجة بأن تطور سوق الأوراق المالية لا يساهم بشكل إيجابي في النمو الاقتصادي إذا كان السوق مدفوع إدارياً بشكل أساسي .

-دراسة بعنوان "Stock Market Development and Economic Growth in Evidence From Saudi Arabian: Developing countries"، لـ Meshaal J. Alshammary، سنة 2014، تبحث هذه الدراسة في العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية و النمو الاقتصادي في السعودية، خلال الفترة (1993-2009)، استخدمت المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي، كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية، وباستخدام نموذج VAR وتصحيح الخطأ VECM توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لسوق الأسهم السعودي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، ويرجع الباحث النتائج لطبيعة سوق الأسهم السعودي المتقلبة والتقسام الواسع للمخاطر دولياً، إضافة إلى انخفاض حجم التداول و سيطرة الأسهم الفردية على السوق في تلك الفترة.

يتضح من خلال الدراسات السابقة بأنه لم يتم الإجماع على مؤشر محدد لقياس تطور أسواق الأوراق المالية، مع تباين تأثيرها على النمو الاقتصادي، لذلك سنحاول في هذه الدراسة تفحص أثر تطور سوق الأسهم السعودي على النمو الاقتصادي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة، وتميزت هذه الدراسة بشموليتها من حيث الفترة الزمنية (1992-2019)، كما تعد ذات أهمية بالغة نظراً للتوجهات الجديدة والتحولت الجذرية التي شهدتها سوق الأسهم السعودي خلال هذه الفترة.

## 2. الإطار النظري لتطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

**1.2 مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية:** تعتبر سوق الأوراق المالية وسيلة أساسية لضمان الاستخدام الأمثل لموارد المجتمع، وتمثل النظام الذي يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد إلى المؤسسات والقطاعات المتنوعة، بما يساعد على تنمية الادخار ويشجع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد،<sup>1</sup> ولقياس تطور سوق الأوراق المالية، تستخدم معظم الدراسات التجريبية مقياس الحجم والسيولة، نوضح ذلك فيما يلي:

**أ. حجم سوق الأوراق المالية:** تعتبر مؤشرات حجم السوق من أهم مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، ويتم قياسه عن طريق نسبة رأس مال السوق أي قيمة الأسهم المقيدة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي أو بعدد الشركات المدرجة في السوق، استخدمت نسبة رأس مال السوق بشكل متكرر في الدراسات السابقة، والافتراض الكامن وراء هذا المقياس هو أن حجم السوق مرتبط بشكل إيجابي مع القدرة على تعبئة رأس المال وتوزيع المخاطر على مستوى الاقتصاد ككل،<sup>2</sup> من جهة أخرى، تشير الأدلة على وجود تأثير سلبي لرأس مال السوق على النمو الاقتصادي، ويشير (Wang and Ajit2013)<sup>3</sup> إلى أنه إذا كانت أسواق الأسهم لا تساهم بشكل إيجابي في النمو الاقتصادي، فهي أسواق مدفوعة إدارياً بشكل أساسي، كما يستخدم عدد الشركات المدرجة في السوق كمؤشر على حجم السوق، باعتبار أن ارتفاع عدد الشركات المسجلة قد يؤدي إلى زيادة اتساع السوق، وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني.<sup>4</sup>

**ب. عمق سوق الأوراق المالية:** يشير عمق سوق الأوراق المالية إلى نسبة حجم التداول أي قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وتعتبر نسبة التداول كمؤشر لقياس السيولة، وتعني هذه الأخيرة القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، فهو يعكس مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني، وتكمل نسبة التداول نسبة رأس مال السوق لأن نسبة رأس مال السوق قد تكون كبيرة ولكن حركة التداول فيها ضعيفة،<sup>5</sup> وحسب (Levine and Zervos1998)<sup>6</sup> ترتبط سيولة سوق الأوراق المالية إيجابياً مع معدلات النمو الاقتصادي وتراكم رأس المال و نمو الانتاجية، كما تشير أدلة أخرى على وجود تأثير سلبي لسيولة على النمو الاقتصادي، فحسب (Demirguc-kunt and levine1996) السيولة المرتفعة في السوق قد تؤدي الى انخفاض معدل الادخار لأن عدم اليقين يؤدي الى مدخرات احتياطية أقل، كما تؤثر السيولة المرتفعة سلباً على حاكمية الشركات.<sup>7</sup>

**ج. نشاط سوق الأوراق المالية:** يشير نشاط سوق الأوراق المالية الى معدل دوران السهم، ويمثل معدل الدوران القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس مال السوق، فهو يقيس حجم التداول بالنسبة لحجم السوق، ويعتبر مقياس ثاني للسيولة يكمل عمق السوق، لأن السوق قد تكون صغيرة (مقارنة مع الاقتصاد ككل) لكنها سائلة، كما يكمل مقياس الحجم فالسوق قد تكون

صغيرة ونشيطة،<sup>8</sup> تؤكد العديد من الدراسات على وجود تأثير إيجابي لسيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي على غرار (Beck and Levine 2004)<sup>9</sup> و (shatha 2013)<sup>10</sup> ، ووفقا ل (Levine and Zervos 1998) فان سيولة سوق الأوراق المالية تعتبر مؤشر قوي للتنبؤ بنمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و نمو رأس المال ونمو الإنتاجية.

**2.2 مفهوم النمو الاقتصادي:** يعرف النمو الاقتصادي بأنه حدوث زيادة في اجمالي الناتج أو اجمالي الدخل الوطني بما يحقق زيادة متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي،<sup>11</sup> ويرى S.KUZNET، بأنه أحداث زيادات مستمرة في انتاج الثروات المادية، و يعتبر الاستثمار في رأس المال المادي والبشري- فضلا عن التقدم التكنولوجي وكفاءة النظم الاقتصادية -من المصادر الأساسية للنمو الاقتصادي،<sup>12</sup> وبالتالي يمكن تعريف النمو الاقتصادي بالزيادة في اجمالي الدخل الوطني مع كل ما يحققه من زيادة في نصيب الفرد منه، وقياس التغير الحاصل في حجم النشاط الاقتصادي والذي يعبر عن النمو الاقتصادي تستخدم مجموعة من المعايير، نذكر أهمها فيما يلي:<sup>13</sup>

- \_\_\_ معدل التغير في الانتاجية قطاعيا لكل من الأرض، العمل، ورأس المال.
- \_\_\_ معدل النمو الكلي في القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- \_\_\_ نسبة مساهمة الموارد غير المتجددة (الغاز والبتروال...) والقطاعات ذات الحساسية للقطاعات الخارجية (مثل السياحة) والأنشطة الخدمائية في إحداث تغيير في الناتج المحلي الاجمالي.

### 3. آليات تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

أكدت العديد من النظريات والدراسات على دور أسواق الأوراق المالية في توفير الخدمات المالية التي تدعم تخصيص الموارد المالية وتعزيز النشاط الاقتصادي، وخلصت إلى الكشف عن عدد من الآليات لانتقال أثر المتغيرات المالية إلى المتغيرات الحقيقية، والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>14</sup>

**1.3 تأثير أسواق الاوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال تجميع المدخرات:** أشار كل من (Greenwood and smith 1997) الى أنه يمكن لأسواق الأوراق المالية من خلال خفض تكلفة تعبئة المدخرات، أن تزيد من حشد المدخرات نحو مشاريع أكثر إنتاجية، وبالتالي زيادة متوسط إنتاجية الاستثمار ومعدل النمو الاقتصادي، وعلى النقيض من ذلك، يجادل (Mayer 1988) بأن سوق الأوراق المالية لا تمثل مصدرا رئيسيا لتمويل الشركات، على اعتبار أن أهم مصدر لتمويل الشركات هو التمويل الذاتي، ثم التمويل عن طريق الديون، و تأتي اصدارات الأسهم الجديدة في المرتبة الثالثة مع أصغر جزء من تمويل الشركات.

**2.3 تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال السيولة:** توصلت دراسات (Levine 1991) و (Bencivenga et al 1992) الى أنه من خلال تخفيض تكاليف المعاملات وتكاليف السيولة يمكن أن تؤثر أسواق الأوراق المالية إيجابيا على متوسط إنتاجية رأس المال، فمن خلال تطور أسواق الأوراق المالية تصبح مشاريع الاستثمار طويلة الأجل ذات العائد المرتفع أقل عرضة للمخاطرة وأكثر جاذبية للمدخرين، بحيث يمكن للمدخرين بيع أسهمهم في أي وقت وتكاليف منخفضة، وبالتالي ارتفاع

إنتاجية رأس المال ومعدل النمو الاقتصادي، وفي النقيض يرى (Demirguc-kunt and levine 1996) أنه بإمكان أسواق الأوراق المالية ذات السيولة تقليص المدخرات من خلال تخفيف القيود على السيولة، تخفيف حاكمية الشركات لأنها تفسح المجال للمستثمرين ببيع أسهمهم بسرعة ودون قيود، مما يؤثر سلباً على النمو الاقتصادي.<sup>15</sup>

**3.3. تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال الحصول على المعلومات عن الشركات:** من خلال تشجيع المستثمرين للحصول على المعلومات الخاصة بالشركات، يمكن لأسواق الأوراق المالية أن تحسن تخصيص الموارد على اعتبار أن أسعار الأسهم تعكس التقييم الحقيقي للمشاريع الاستثمارية، وبالتالي ارتفاع متوسط إنتاجية رأس المال وتسريع النمو الاقتصادي، وقد أشارت دراسات (Allen 1993) و (Holdstorm and trust 1995) إلى أن سيولة سوق الأسهم قد تزيد من الحوافز لدى المستثمر للحصول على المعلومات الخاصة بالشركات، وبالتالي تحسن حوكمة الشركات، وعكس هذه الفكرة، يرى (Stiglitz 1985-1994) أنه في الأسواق المتطورة تنعكس المعلومات الخاصة بالشركات بسرعة في تغيير السعر، وبالتالي لا يحتاج المستثمر للإفناق للحصول على المعلومات ولا يهتمه مراقبة الشركات، فسيولة السوق لا تحفز المستثمر للحصول على المعلومات ولا تؤثر على حوكمة الشركات.

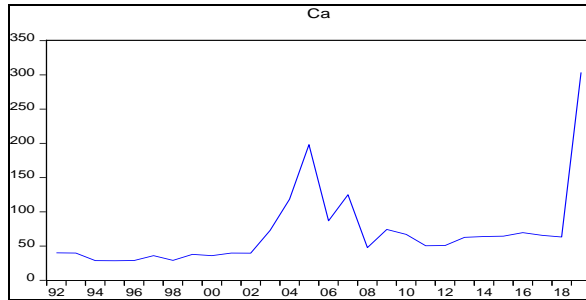
**4.3. تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال مراقبة الشركات:** من خلال ممارسة رقابة صارمة على إدارة الشركات، تؤثر أسواق الأوراق المالية تأثيراً إيجابياً على قرارات الاستثمار التي تتخذها الشركات ومتوسط العائد على الاستثمار، فأسواق الأوراق المالية التي تقيم الشركات جيداً تسمح بتوفير أكثر الحوافز فعالية لمكافأة المسير بالسوق، أي أنه إذا ما ارتفعت الأسعار فإن المسير والمستثمر يستفيدان وهذا يدفع بالمسير لتعظيم القيمة السوقية للشركات (Jensen and Murphy 1990)، فالأسواق المتطورة تساعد على ربط مصلحة المسيرين بالمالكين وهذا يؤدي إلى تخصيص فعال للموارد، إلا أنه هناك من يرى أن السيولة العالية في السوق قد تجعل المستثمرين لا يبالون بتسيير المؤسسات، وكذلك إنتشار المخاطرة في قاعدة واسعة من المستثمرين تقلل من مراقبتهم وتتبعهم لإنجازات الشركات (Shleifer and Vishny 1995).<sup>16</sup>

**5.3. تأثير أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي من خلال تنويع المخاطر:** من خلال تنويع المخاطر وزيادة مجموعة الاستثمارات المحتملة، يمكن لأسواق الأوراق المالية ذات الأداء الجيد و المدمجة دولياً أن تزيد معدل الادخار ومعدل الاستثمار، وكما أظهر (Obstfeld 1994) فإن أسواق الأوراق المالية التي تسمح بالتنوع في المخاطرة تشجع على التحول إلى المشاريع المرتفعة العائد، وهذا التحول يحفز الزيادة في إنتاجية رأس المال والنمو الاقتصادي، وفي النقيض أكدت دراسة (Derveux and smith 1994) على أن التقاسم الواسع للمخاطر عبر أسواق الأوراق المالية المدمجة عالمياً، قد يخفض معدل الادخار و النمو الاقتصادي.<sup>17</sup>

## 4. تحليل تطور متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة

**1.4 تطور نسبة رأس مال السوق في السعودية خلال الفترة 1992-2019:** نلاحظ من الشكل (01) أن نسبة رأس مال السوق (ca)، في السعودية، حققت تذبذبا بين الارتفاع و الانخفاض طول مدة الدراسة، ونلاحظ أيضا أن الفترة من سنة 2002 إلى سنة 2005 شهدت تحقيق معدلات نمو متزايدة في نسبة رأس مال السوق، حيث حققت إرتفاعا قياسي سنة 2005 بزيادة قدرها 83.85% عن سنة 2002، وذلك لزيادة القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي، نتيجة للأداء المالي القوي لمعظم الشركات المساهمة، وتماسك أسعار النفط، ارتفاع عدد المستثمرين في السوق، الإصلاحات الهيكلية والمؤسسية التي قامت بها الحكومة،<sup>18</sup> لتشهد نسبة رأس مال السوق تراجعاً سنة 2006، ولكن سرعان ما اتخذت منحى تصاعدياً سنة 2007، بمعدل 43.73% مقارنة بالسنة السابقة، مدعوماً بارتفاع أسعار النفط والجهود الإصلاحية والهيكلية، لتشهد أثناء الأزمة المالية العالمية سنة 2008، أدنى مستوى لها بقيمة 47.65%، وبمعدل انخفاض يفوق 62% مقارنة بسنة 2007، لتعود نسبة رأس المال بعد ذلك في تحقيق معدلات نمو موجبة خلال الفترة من سنة 2009 إلى سنة 2015، باستثناء سنتي 2010 و 2011، أما عن سنة 2015 فقد واصلت هذه النسبة نموها الإيجابي، بالرغم من انخفاض أسعار النفط العالمية، مستفيدة من الإجراءات الإصلاحية في إطار "رؤية المملكة لسنة 2030"، كما سجلت هذه النسبة (ca) ذروتها سنة 2019 بقيمة 303.52% مقارنة بـ 63.11% سنة 2018، بزيادة تفوق 79%، حيث طرحت هيئة السوق المالية شركة أرامكو السعودية وأدرجتها في السوق المالية الرئيسية، كأكبر إدراج على مستوى العالم.<sup>19</sup>

الشكل رقم (01): تطور نسبة رأس مال السوق في السعودية خلال الفترة 1992-2019.



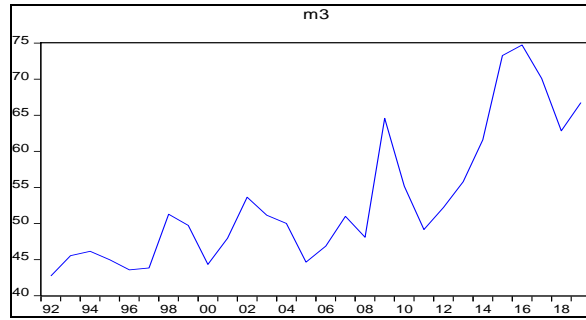
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

**2.4 تطور المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة 1992-2019:** نلاحظ من الشكل (02) أن تطور العرض النقدي بمفهومه الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (m3)، شهد تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض، ولكن إجمالاً حقق اتجاه عام نحو الارتفاع، ويلاحظ من الشكل أيضاً أن أعلى معدلات نمو في نسبة المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كانت في السنوات 1998، 2002، 2009، 2015 وتقدر بـ 17%، 12.88%، 33%، 18.96%، وهذا راجع لتوسع المعروض النقدي (M3)، نتيجة لنمو صافي الإنفاق الحكومي المحلي،



النمو في مطلوبات المصارف من القطاع الخاص والمؤسسات العامة، وهو ما يحدد أثر العجز في ميزان مدفوعات القطاع الخاص نموذج ARDL،<sup>20</sup> ومن العوامل الأساسية التي ساهمت في نمو العرض النقدي، هو تراجع معدلات انتقال رؤوس الأموال إلى الخارج في ظل أحداث 11 سبتمبر 2001، واستمرار مؤسسة النقد السعودية في اتباع سياسة نقدية توسعية والتي انتهجتها سعياً للتعامل مع تداعيات الأزمة العالمية، كما سجلت أدنى معدلات نمو لنسبة العرض النقدي من الناتج المحلي الإجمالي، في السنوات 2005، 2010، 2018، وهي 10.73%، 14.06%، 32.43%، والتي تعود إلى انخفاض العرض النقدي نتيجة لانخفاض نمو مطلوبات المصارف من القطاع الخاص والعام، انخفاض نمو صافي الانفاق الحكومي و ارتفاع التأثير السلبي لعجز ميزان المدفوعات للقطاع الخاص.<sup>21</sup>

الشكل رقم (02): تطور المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة 1992-2019

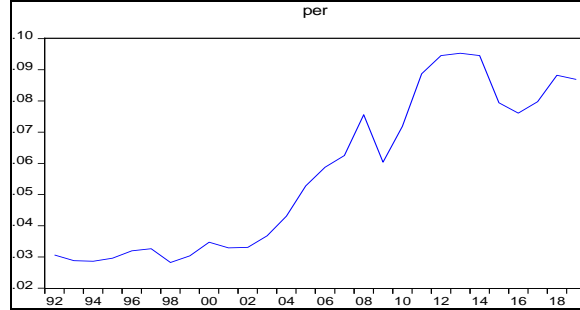


المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

**3.4 تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة 1992-2019:**  
 يتضح من الشكل (03) أن تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (per)، حقق نمواً إيجابياً في معظم فترة الدراسة (1992-2019)، ويلاحظ أيضاً من الشكل أن الفترة من سنة 2002 إلى سنة 2008 شهدت تحقيق معدلات نمو متزايدة في نصيب الفرد من الناتج المحلي، نتيجة تنامي دور القطاع الخاص في الاقتصاد المحلي، وتنامي دور القطاع المصرفي، زيادة تنوع القاعدة الإنتاجية، وتحفيز البيئة الداعمة للاستثمار، وزيادة مساهمة القطاعات غير النفطية في الناتج المحلي الإجمالي، تحسين مناخ البيئة الاستثمارية المحلية لمجمل القطاعات الاقتصادية،<sup>22</sup> ليشهد انخفاضاً سنة 2009 بمعدل 20.16% مقارنة بالسنة الماضية، متأثراً بتبعات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ليواصل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي تحقيق معدلات نمو متزايدة خلال الفترة من سنة 2010 إلى سنة 2014، ليشهد انخفاضاً سنتي 2015 و 2016 بمعدلات 16%، 5%، على التوالي متأثر بانخفاض أسعار البترول، حيث شهد الاقتصاد السعودي تحديات سنة 2016، نتيجة لانخفاض أسعار النفط العالمية إلى ما دون 30 دولار أمريكي، خلال الربع الرابع من سنة 2016،<sup>23</sup> كما حقق نصيب الفرد من الناتج المحلي خلال

سنتي 2017، 2018 ارتفاعا بمعدلات 5.26%، 10.65% على التوالي، مستفيدا من حزم الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي أقرتها الحكومة لتحقيق تطلعات المملكة.

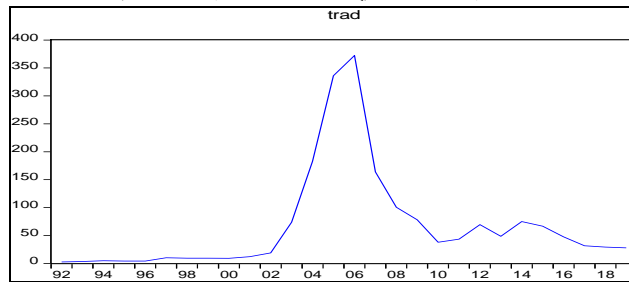
الشكل رقم (03): تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة 1992-2019



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

4.4 تطور نسبة حجم التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1992-2019: نلاحظ من الشكل (04) أن نسبة حجم التداول (trad)، في السعودية، شهدت تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة (1992-2019)، ويلاحظ أيضا من الشكل أن الفترة من سنة 2001 إلى سنة 2006 شهدت تحقيق معدلات نمو متزايدة لنسبة حجم التداول، حيث بلغت ذروتها سنة 2006 بتسجيلها لنسبة 372.26% بزيادة قدرها 96.72% عن سنة 2001، وبمعدل ارتفاع 50.89% مقارنة بالسنة السابقة، نتيجة لزيادة قيمة الأسهم المتداولة مستفيدة من الجهود الإصلاحية والهيكلية التي تبنتها الدولة والهادفة لتنظيم السوق المالي وتطويره، حيث أطلقت المملكة سنة 2001 جيلا جديدا من أنظمة التداول والتسوية أطلق عليه اسم "تداول" كتحديث للنظام الآلي "ESIS"، وخلال عام 2006 أصدرت هيئة السوق إجراءات لتحقيق العدالة والشفافية في المعاملات المالية، حيث تمثل قيمة الأسهم المباعة والمشتريات عن طريق الإنترنت ما نسبته 51.7% من إجمالي قيمة الأسهم المباعة والمشتريات خلال 2006، مقابل 27.7% في العام السابق،<sup>24</sup> وشهدت نسبة التداول انخفاضا خلال الفترة (2007-2010) متأثرة بالأزمة المالية العالمية، حيث بلغ أقصى انخفاض في عام 2010 بنسبة فاقت 58% مقارنة بسنة 2007، لتشهد بعد ذلك السوق عدم استقرار في نسبة حجم التداول، وتسجيل معدلات نمو متباينة خلال السنوات المتبقية.

الشكل رقم (04): تطور نسبة حجم التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 1992-2019



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

5. التحليل القياسي لأثر تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي خلال الفترة 2019-1992: سندرس خلال هذا المحور درجة استجابة نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (per) لتغيرات كل من نسبة رأس مال السوق (ca)، نسبة حجم التداول (trad)، نسبة المعروض النقدي من الناتج المحلي الإجمالي (m3)، حيث سيتم الاستعانة بنموذج الانحدار الذاتي لفترة الإبطاء الموزعة (ARDL)، ويتميز هذا النموذج بأنه لا يتطلب أن تكون المتغيرات متكاملة من الدرجة نفسها وأنه يمكن تطبيقه بغض النظر عما إذا كانت السلاسل الزمنية مستقرة عند مستوياتها  $I(0)$  أو متكاملة من الدرجة الأولى (1) أو كليهما.

ونموذج دراستنا يتضمن 4 متغيرات ألا وهي: نسبة رأس مال السوق (ca)، نسبة حجم التداول (trad)، المعروض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (m3) كمتغيرات مستقلة، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (per) كمتغير تابع.

1.5 دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة: يهدف هذا الاختبار إلى تجنب مشكلة الارتباط الزائف بين المتغيرات المستقلة والتابعة الناتجة عن عدم استقرار السلاسل الزمنية في تقدير النموذج القياسي، لدراسة إستقرارية هذه السلاسل وتحديد درجة تكاملها يتم استخدام اختبار Dickey-Fuller الموسع، وبالاستعانة ببرنامج (Eviews 10)، حيث كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (01): اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)					
Null Hypothesis: the variable has a unit root					
<u>AtLevel</u>		PER	Ca	M3	TRAD
With Constant	t-Statistic	-0.5829	-1.4412	-1.4977	-2.8303
	<b>Prob.</b>	<b>0.8587</b>	<b>0.5472</b>	<b>0.5195</b>	<b>0.0679</b>
		n0	n0	n0	*
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.0693	-2.0815	-2.9750	-2.7405
	<b>Prob.</b>	<b>0.5388</b>	<b>0.5324</b>	<b>0.1570</b>	<b>0.2299</b>
		n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	1.1309	0.0432	0.5371	-2.0930
	<b>Prob.</b>	<b>0.9288</b>	<b>0.6880</b>	<b>0.8256</b>	<b>0.0371</b>
		n0	n0	n0	**
<u>At First Difference</u>		d(PER)	d(Ca)	d(M3)	d(TRAD)
With Constant	t-Statistic	-4.6512	-4.4268	-5.3869	-3.2506
	<b>Prob.</b>	<b>0.0010</b>	<b>0.0018</b>	<b>0.0002</b>	<b>0.0282</b>
		***	***	***	**
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.5403	-4.4123	-4.1752	-3.7855
	<b>Prob.</b>	<b>0.0066</b>	<b>0.0088</b>	<b>0.0172</b>	<b>0.0347</b>
		***	***	**	**
Without Constant & Trend	t-Statistic	-4.3528	-4.4157	-5.3807	-3.3171
	<b>Prob.</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0019</b>
		***	***	***	***

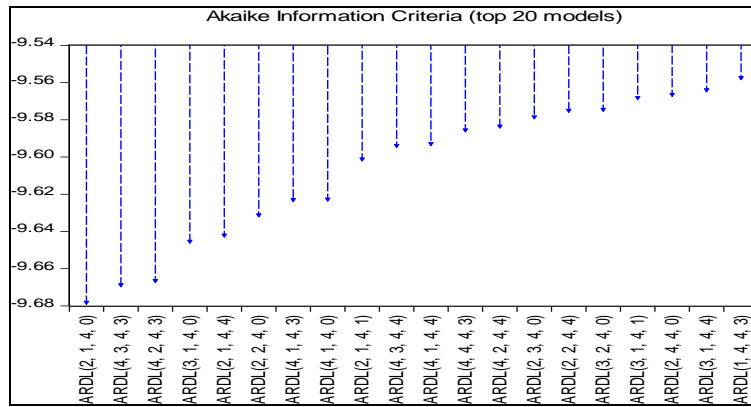
**Notes:**  
a: (\*)Significant at the 10% ; (\*\*)Significant at the 5% ; (\*\*\*) Significant at the 1% and (no) Not Significant

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

نلاحظ من خلال الجدول (1) أن كل السلاسل غير مستقرة في المستوى (0) باستثناء نسبة حجم التداول (trad) فهي مستقرة في صيغة (وجود حد ثابت وعدم وجود حد ثابت واتجاه عام)، وهي تتضمن الفروق والقيم الاحتمالية أقل من 0.05، أما في الفرق الأول فجميع السلاسل مستقرة في كل الصيغ لأنها تتضمن الفروق والقيم الاحتمالية أقل من 0.05، وبما أن السلاسل تحتوي على مزيج من (0) او (1) فالتريقة الملائمة لدراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل هي مقارنة ARDL.

## 2.5 إختبار الفجوات الملائمة للنموذج

الشكل رقم (05): إختبار الفجوات الملائمة في نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

من بين الطرق الأكثر استعمالاً لاختبار الفجوة الملائمة هو استعمال دوال المعلومات ومن بين هذه الدوال هي دالة SIC و AIC، ووفقاً لهذه الحالة ومن خلال الشكل فإن النموذج المناسب هو (2,1,4,0) (ARDL) بالاعتماد على معيار AIC، وهذا يعني أن للمتغير التابع إثنين درجات تأخير، وللمعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي درجة تأخير واحدة، ولنسبة حجم التداول من الناتج المحلي الإجمالي أربع درجات تأخير، ولا يوجد لنسبة رأس مال السوق أي درجة تأخير. ومنه وفقاً لنموذج (Pesaran & AL, 2001)<sup>25</sup> يصاغ نموذج ARDL وفق المعادلة التالية::

$$\Delta fper_t = c + \sum_{i=1}^2 \beta_{1i} \Delta fper_{t-1} + \sum_{i=1}^1 \beta_{2i} \Delta m3_{t-1} + \sum_{i=1}^4 \beta_{3i} \Delta trad_{t-1} + \sum_{i=1}^0 \beta_{4i} \Delta ca_{t-1} + \alpha_1 fper_{t-1} + \alpha_2 m3_{t-1} + \alpha_3 trad_{t-1} + \alpha_4 ca_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

حيث:  $\Delta$ : يشير إلى الفرق من الدرجة الأولى، C: الحد الثابت، t: اتجاه الزمن،  $\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي،  $(\beta_4, \beta_3, \beta_2, \beta_1)$ : معاملات العلاقة قصيرة الأجل (تصحيح الخطأ)،  $(\alpha_4, \alpha_3, \alpha_2, \alpha_1)$ : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

والفرضية الصفرية والبديلة في مقارنة ARDL في المعادلة رقم (1) السابقة هي:

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = 0$$

$$H_1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq 0$$

### 3.5 إختبار التكامل المتزامن

الجدول رقم (02): إختبار التكامل المتزامن وفق منهجية ARDL

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M3	0.002440	0.000490	4.978851	0.0003
TRAD	0.000324	0.000111	2.916114	0.0120
Ca	-0.000172	7.62E-05	-2.252521	0.0422
C	-0.071935	0.027592	-2.607097	0.0217
EC = PER - (0.0024*M3+ 0.0003*TRAD -0.0002*Ca -0.0719 )				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	12.46890	10%	2.37	3.2
K	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
ActualSample Size	24		FiniteSample: n=35	
		10%	2.618	3.532
		5%	3.164	4.194
		1%	4.428	5.816
			FiniteSample: n=30	
		10%	2.676	3.586
		5%	3.272	4.306
		1%	4.614	5.966

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

إختبار التكامل المتزامن يتم من خلال إختبار فيشر (F) على المتغيرات الممثلة للعلاقة التوازنية طويلة الأجل في المستوى، ولكن القيم الحرجة لا تتبع التوزيعات المعيارية ولهذا يتم مقارنتها مع القيم الحرجة لـ (Pesaran et al2001)، وهذه المنهجية لا تتطلب أن تكون المتغيرات مستقرة من نفس الدرجة بل يمكن تطبيقها على متغيرات من درجات مختلفة.

القيم الحرجة في إختبار فيشر (F) لا تتبع القيم الحرجة المعيارية ويتم مقارنتها مع حدود عليا وحدود دنيا، وإذا كانت القيمة المحسوبة تتعدى الحد الأعلى فإن المتغيرات تجمعها علاقة توازنية طويلة الأجل، وإذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الحد الأدنى فالمتغيرات ليست لها علاقة توازنية طويلة الأجل.

ويظهر من خلال الجدول (2) أن القيمة المحسوبة  $F=12.46890$  وهي تتعدى القيمة العليا 3.67 مما يدل على وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. كما يظهر أيضا من الجدول (2) أن كل من المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ونسبة حجم التداول لسوق الأسهم السعودي ونسبة رأس المال لسوق الأسهم السعودي يؤثران معنويا في الأجل الطويل على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ونسب المعنوية على التوالي هي 0.0003، 0.0120، 0.0422 وهي أقل من مستوى المعنوية 5٪.

**الجدول رقم (03): نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL**

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(PER)				
Selected Model: ARDL(2, 1, 4, 0)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Sample: 1992 2019				
Included observations: 24				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PER(-1))	0.663045	0.046470	14.26839	0.0000
-				
D(M3_)	0.000515	7.58E-05	-6.800572	0.0000
D(TRAD_)	3.46E-05	6.62E-06	5.217965	0.0002
-	-8.36E-			
D(TRAD_(-1))	05	8.41E-06	-9.945371	0.0000
D(TRAD_(-2))	7.68E-05	8.55E-06	8.977327	0.0000
-	-8.20E-			
D(TRAD_(-3))	05	8.49E-06	-9.658770	0.0000
-				
CointEq(-1)*	0.109228	0.012097	-9.029252	0.0000
R-squared	0.972810	Mean dependent var		0.002388
Adjusted R-squared	0.963214	S.D. dependent var		0.007502
S.E. of regression	0.001439	Akaike info criterion		-10.01155
Sum squared resid	3.52E-05	Schwarz criterion		-9.667949
Log likelihood	127.1386	Hannan-Quinn criter.		-9.920391
Durbin-Watson stat	2.926302			

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eveiws10)

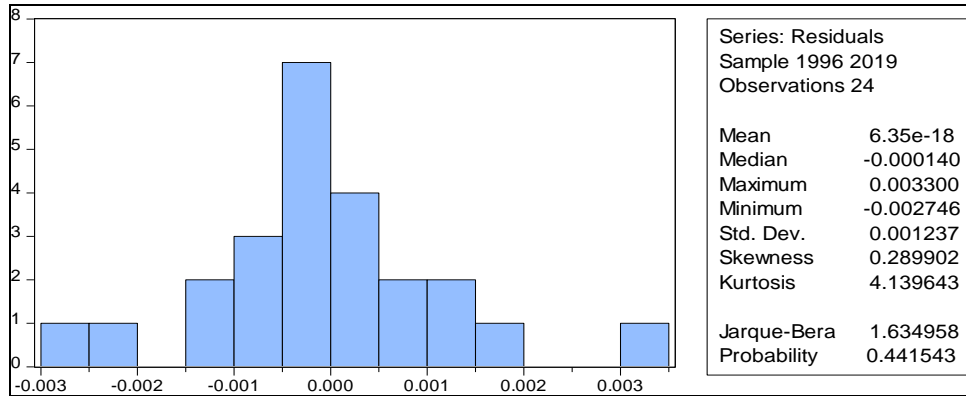
ويدل اختبار ARDL على وجود علاقة معنوية في الأجل الطويل، والتعبير عن هذه العلاقة إلى جانب العلاقة قصيرة الأجل موضحة في الجدول (3)، حيث يظهر أن سرعة التعديل نحو التوازن في وجود اختلافات عن هذا المستوى في الأجل القصير تقدر بـ 10.92% (وهذا ما يوضحه معامل تصحيح الخطأ وهو ذو إشارة سالبة)، ونسبة أقل من المتوسط وتبين أن حوالي 10% من الاختلافات التي تحدث على المستوى التوازني يتم تصحيحها خلال الفترة السابقة لكل المتغيرات والحالية بالنسبة لمتغيري العرض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (m3) و نسبة حجم التداول (trad)، حيث القيم الاحتمالية هي على التوالي: 0.0000 و 0.0002 وهي أقل من مستوى المعنوية 5٪.

وهذا يتوافق مع الواقع فالكثير من الظواهر لا تستجيب أنيا لمحدداتها فقط بل تكون نتيجة لتراكمات تاريخية أيضا، وهو ما جعل معامل التحديد جد كافي لتفسير النموذج بأكثر من 97%. تتوافق هذه النتائج مع النظرية الاقتصادية، فزيادة نسبة حجم التداول لسوق الأسهم السعودي، تعكس درجة السيولة التي توفرها البورصة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد ككل، فبالرغم من كون السوق الثانوية تمثل استثمارا ماليا إلا أنها تسهل تمويل الاستثمار الحقيقي، وذلك بتوفير فرص للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة بأسعار مناسبة، كما تسمح للشركات المساهمة التي ترغب ف يرفع رأسمالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب وهو ما يحسن تخصيص رأس المال نحو المشاريع طويلة الأجل ذات العائد المرتفع، ويعزز النمو الاقتصادي، كما يؤثر ارتفاع حجم الكتلة النقدية المتداولة في السوق كنسبة من الناتج المحلي إيجابا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، لأن ارتفاع الكتلة النقدية يؤدي إلى ارتفاع نفقات الدولة، ونفقات القطاع الخاص، مما يعني زيادة الطلب الكلي، في حين تؤثر نسبة القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي من الناتج المحلي الإجمالي سلبا على النمو الاقتصادي، وهذا راجع إلى تركيز رسملة البورصة في عدد قليل من الشركات الكبرى، وهو مؤشر لأصحاب الحوافظ المالية بأن مزايا تنوع المخاطر منخفضة جدا في السوق، مما يعيق تعبئة الموارد المالية والنمو الاقتصادي، كما أن هيمنة عدد محدد من الشركات على نشاط السوق يعيق عمل الشركات الصغيرة ومساهمتها في النشاط الاقتصادي، ونجد كذلك بأن أغلبية الشركات الأجنبية المدرجة في البورصة لا تمتلك مقرا لها في المملكة، وبالتالي فإن الاستثمار في هذه الشركات الأجنبية كان استثمار مالي ولم يمس الاقتصاد الحقيقي للمملكة، ونشير كذلك إلى أن عدد الشركات المدرجة في البورصة قليل جدا مقارنة مع النقل الاقتصادي و الإقليمي والعالمي على مستوى العالم للمملكة.

## 6. تشخيص البواقي:

### 1.6 إختبار توزيع البواقي:

الشكل رقم (06): إختبار توزيع البواقي

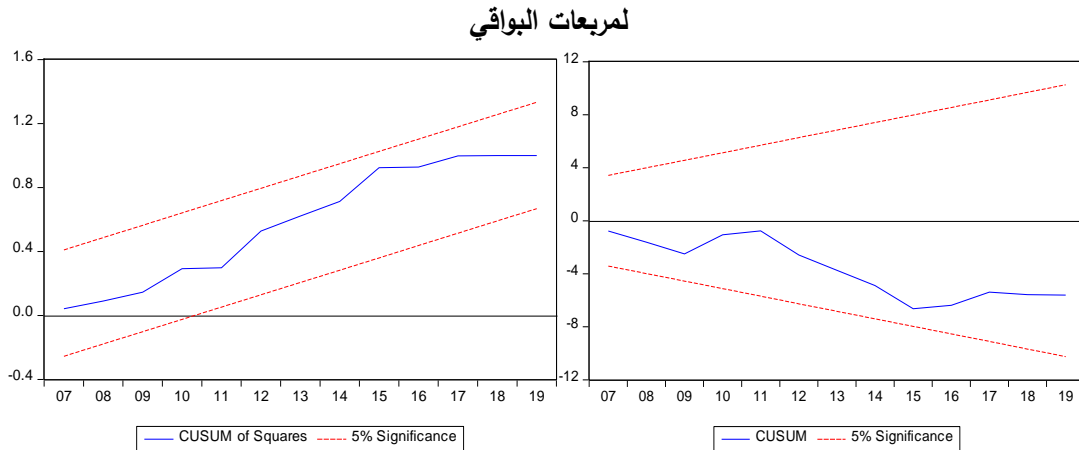


المصدر: مخرجات برمجية 10 Eviews

من خلال الشكل وباستخدام إختبار (Jaque- Bera) تؤكد أن البواقي تتوزع طبيعيا، وما يؤكد ذلك إحتمالية (Jaque- Bera) والتي تساوي 0.441543 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%.

## 2.6 إختبار استقرار النموذج (Stabilité Test)

الشكل رقم (07): إختبار المجموع التراكمي للمعاودة للبواقي الشكل رقم (08): إختبار المجموع التراكمي للمعاودة



لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك أهمها: مجموع التراكمي للبواقي للمعاودة (CUSUM)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي للمعاودة (CUSUM of Squares)، ويعدان من أهم الاختبارات لتوضيح مدى استقرار المعلمات في الأمدين القصير والطويل، فمن خلال الشكلين رقم (7 و8) نلاحظ أن المجموع التراكمي للبواقي للمعاودة (CUSUM) هو عبارة عن خط داخل حدود المنطقة الحرجة مشيراً إلى استقرار النموذج عند حدود معنوية 5%، كما أن المجموع التراكمي لمربعات البواقي للمعاودة (CUSUM of Squares) هو خط يقع داخل حدود المنطقة الحرجة، وما يمكن استنتاجه من هذين الاختبارين أن هناك استقرار وانسجام في النموذج بين نتائج الأمد الطويل ونتائج الأمد القصير.

من خلال تحليلنا للنموذج نستنتج أنه مقبول اقتصادياً وإحصائياً وأن العوامل المؤثرة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة هي بالدرجة الأولى المعروض النقدي وبدرجة أقل نسبة حجم التداول، ونجد تأثير سلبي لنسبة رأس مال سوق الأسهم السعودي من الناتج المحلي الإجمالي.

### 7. تحليل النتائج: توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكرها فيما يلي:

\_ أظهرت الدراسة أن كل من نسبة حجم التداول والمعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي تؤثر إيجابياً وبدلالة إحصائية على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بينما تؤثر نسبة رأس مال السوق سلباً على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال فترة الدراسة.

\_ أثرت نسبة حجم التداول إيجابياً على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، مما يعني أن سيولة سوق الأسهم السعودي هي مؤشر جيد على التنمية الاقتصادية، وهذا راجع للإجراءات التنظيمية والتشريعية التي اتبعتها المملكة لتنظيم السوق، وتزايد تعاملات المستثمرين المؤسساتيين في السوق، إضافة إلى تخفيف القيود المفروضة على تدفقات رأس المال الأجنبي، كما أرجع ارتفاع عدد الأسهم المتداولة إلى التعامل القوي في أسهم شركات الخصخصة التي طرحت للاكتتاب العام، والتي أسهمت



كذلك في جذب المستثمرين المحليين والأجانب، الأمر الذي أدى إلى ارتفاع متوسط إنتاجية رأس المال، وبالتالي ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه.

\_ كان لتوسع المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي تأثيراً إيجابياً على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالسعودية، حيث أن ارتفاع كمية النقود المعروضة خلال هذه الفترة أرجع إلى ارتفاع أسعار البترول وتحسنها في الأسواق العالمية، مما أدى إلى ارتفاع نفقات الدولة، الأمر الذي ينعكس إيجابياً على مستويات الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه.

\_ أثرت نسبة مساهمة رسملة السوق في الناتج المحلي الاجمالي سلبا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ذلك أن عدد الشركات المدرجة قليل جدا مقارنة مع القيمة السوقية للبورصة، وبالتالي فسوق الأسهم السعودي يتسم بدرجة عالية من التركيز، وهو ما يقلص الفرص الاستثمارية ويحد من إمكانيات تنويع المخاطر، كذلك هيمنة شركات كبيرة على السوق يعيق نشاط الشركات الصغيرة، إضافة إلى أن أغلبية الشركات الأجنبية المدرجة في البورصة لا تملك مقرا لها في المملكة، وبالتالي هي تشكل استثمار مالي ولا تساهم في الاقتصاد الحقيقي للمملكة، وفي مثل هذه الظروف، يتراجع معدل الادخار ومعدل الاستثمار، وبالتالي تراجع الناتج المحلي الاجمالي ونصيب الفرد منه.

#### 8. خاتمة:

بحثت هذه الدراسة في تحديد أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي كمتغير تابع خلال الفترة (1992-2019)، وذلك من أجل الكشف عن أهم المؤشرات المؤثرة سلبا وإيجابا على النمو الاقتصادي، باختبار أهم مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية، من خلال استخدام مقارنة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)، إذ أشارت النتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة أن تأثير مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة هي موجبة بالنسبة لنسبة حجم التداول، ونجدها سلبية بالنسبة لرأس مال سوق الأسهم السعودي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي .

**الاقتراحات:** في ختام هذه الدراسة نقترح جملة من الإجراءات التي من الممكن أن تسهم في رفع أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، وتتمثل فيما يلي:

\_ ينبغي أن يسعى واضعو السياسات إلى جذب الشركات الأجنبية العالمية، وتسهيل تدفقات رأس المال الأجنبي، وهو ما يساهم في اتساع السوق وتنوع الفرص الاستثمارية وجذب الموارد المالية.

\_ العمل على رفع نصيب السعودية من المقار العالمية والاقليمية للشركات الأجنبية، بما يسمح بجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتوفير مناصب شغل، وبالتالي المساهمة في النمو الاقتصادي.

\_ تعميق الوعي الادخاري والاستثماري لدى المواطنين، وتشجيع المستثمرين المؤسساتيين على الاستثمار في الأدوات المالية المدرجة في البورصة.

\_ تقديم التسهيلات للشركات الأجنبية الراغبة في الاستثمار الحقيقي والولوج إلى سوق الأسهم السعودي.

## 9. الإحالات والمراجع:

- <sup>1</sup> شعبان محمد اسلام البراوي، (2001)، بورصة الأوراق المالية من منظور اسلامي "دراسة تحليلية نقدية"، دار الفكر الجامعي، دمشق، ص 31.
  - <sup>2</sup> - DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli et LEVINE, Ross. *Stock market development and financial intermediaries: stylized facts. The World Bank Economic Review, 1996, vol. 10, no 2, p. 291-321. p.294*
  - <sup>3</sup> - WANG, Baotai, AJIT, D., et al. *Stock market and economic growth in China. Economics Bulletin, 2013, vol. 33, no 1, p. 95-103.*
  - <sup>4</sup> - عاطف وليم اندراوس، اسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها ص 212.
  - <sup>5</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 213.214.
  - <sup>6</sup> - LEVINE, Ross et ZERVOS, Sara. *Stock markets, banks, and economic growth. American economic review, 1998, p. 537-558. p 537.*
  - <sup>7</sup> - سامية زياطي، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية (أطروحة دكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، (الجزائر: جامعة الجزائر)، 2004، ص 77.
  - <sup>8</sup> - LEVINE, Ross et ZERVOS, Sara. *Stock market development and long-run growth. The World Bank Economic Review, 1996, vol. 10, no 2, p. 323-339. p.329*
  - <sup>9</sup> - BECK, Thorsten et LEVINE, Ross. *Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. Journal of Banking & Finance, 2004, vol. 28, no 3, p. 423-442.*
  - <sup>10</sup> - ABDUL-KHALIQ, Shatha. *The impact of stock market liquidity on economic growth in Jordan. European Journal of Business and Management, 2013, vol. 5, no 30, p. 154-158.*
  - <sup>11</sup> - علي حاتم أشرف، اقتصاديات التنمية، حوض الفرات/النجف الاشرف، مصر، 2017، ص 29.
  - <sup>12</sup> - جلال خشيب، النمو الاقتصادي، ص 06، متوفر على الموقع:
- [http://www.alukah.net.\(12/09/2019\)](http://www.alukah.net.(12/09/2019))
- <sup>13</sup> - مشري محمد ناصر، مرد بريك، دراسة قياسية لأثر تطور السوق المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر، الافاق للدراسات الاقتصادية، رقم 04، 2018، ص 157.
  - <sup>14</sup> - SODJAHIN, William Rolland. *Impact du développement des marchés boursiers sur la croissance économique au Canada. 2005. p 0.6.07*
  - <sup>15</sup> - KIM, Jeongsim. *How does stock market liquidity forecast economic growth? European Journal of Business and Management, 2013, vol. 5, no 31, p. 155-164. p. 155.*
  - <sup>16</sup> - سامية زياطي، مرجع سبق ذكره، ص 78.
  - <sup>17</sup> - سامية زياطي، مرجع سبق ذكره، ص 77.
  - <sup>18</sup> - مؤسسة النقد العربي السعودي، "التقرير السنوي"، 2006، ص 119:
- [https://www.sama.gov.sa/arsa/EconomicReports/AnnualReport/.pdf.\(09/10/2020\)](https://www.sama.gov.sa/arsa/EconomicReports/AnnualReport/.pdf.(09/10/2020))
- <sup>19</sup> - مؤسسة النقد العربي السعودي، مرجع سابق، 2020، ص 106.
  - <sup>20</sup> - مؤسسة النقد العربي السعودي، مرجع سابق، 2016، ص 44.
  - <sup>21</sup> - مؤسسة النقد العربي السعودي، مرجع سابق، 2010، ص 49.
  - <sup>22</sup> - مؤسسة النقد العربي السعودي، مرجع سابق، 2005، ص 35.
  - <sup>23</sup> - مؤسسة النقد العربي السعودي، مرجع سابق، 2017، ص 29.
  - <sup>24</sup> - مؤسسة النقد العربي السعودي، مرجع سابق، 2007، ص 29.
  - <sup>26</sup> - PESARAN, M. Hashem, SHIN, Yongcheol, et SMITH, Richard J. *Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. Journal of applied econometrics, 2001, vol. 16, no 3, p. 289-326*