

أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية دراسة قياسية للفترة (1990-2019) باستخدام نموذج

### الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء ARDL

*The effect of stock market liquidity on the economic growth in Saudi Arabia: An Econometric Study during the period (1990-2019) using the Autoregressive Distributed Lag Model ARDL*

دبي منيرة<sup>1</sup>، بوعبد الله علي<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة محمد خيضر -بسكرة-، مخبر العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، mounira.debbi@univ-biskra.dz

<sup>2</sup> جامعة محمد خيضر -بسكرة-، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، a.bouabdallah@univ-biskra.dz

تاريخ النشر: 2022/03/15

تاريخ القبول: 2021/12/21

تاريخ الاستلام: 2021/05/29

#### ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي الممثل بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في المملكة العربية السعودية من خلال دراسة قياسية لبيانات سنوية للفترة الممتدة من 1990-2019، ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL).

وقد خلصت الدراسة إلى أن معدل الدوران أي مؤشر سيولة سوق الأوراق المالية لا يؤثر معنويًا على النمو الاقتصادي في السعودية، حيث نجد أن هيمنة شركات كبيرة على السوق وتركز حركة التداول في عدد قليل من الأسهم يعيق النمو الاقتصادي، وبالتالي ينبغي أن يسعى واضعو السياسات إلى زيادة عدد الشركات المدرجة وجذب الشركات الأجنبية العالمية وجعلها مقرًا لها، من خلال النظر في تأثيرها على النمو الاقتصادي عند صياغة السياسات الاقتصادية.

كلمات مفتاحية: سوق الأوراق المالية، نمو اقتصادي، نموذج ARDL، معدل الدوران.

تصنيفات JEL: G1، O40، C6، G12.

#### Abstract:

This study aims to identify the effect of stock market liquidity on the economic growth, which is represented by the per capita GDP, in the Kingdom of Saudi Arabia through a standard study of the annual data for the period 1990-2019. To achieve this goal, the Autoregressive Distributed Slowdown Periods (ARDL) model has been used.

the study concluded that the turnover rate, i.e. the stock market liquidity indicator, does not have a significant impact on the economic growth in Saudi Arabia. We find that the dominance of big companies on the market as well as the centralization of trading at the level of specific number of shares impedes the economic growth. Therefore, policymakers should seek to increase the number of listed companies and try to attract international foreign companies, in addition to making them their headquarters, by considering their impact on the economic growth when constructing economic policies.

**Keywords:** Stock market; Economic growth; ARDL model; Turnover rate.

**Jel Classification Codes:** G1, O40, C6, G12.

مقدمة:

تعد أسواق الأوراق المالية المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي في أي بلد، فهي تؤدي دورا هاما في تعبئة رأس المال وتوفير أسواق ثانوية للمستثمرين والمدخرين من خلال بيع وشراء الأوراق المالية، وسوق الأوراق المالية تعتبر سائلة عندما تكون مستمرة ودائمة حيث يتم من خلالها تنفيذ صفقات كبيرة بسرعة وبسعر يقترب من القيمة السوقية العادلة، وتمثل السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية والأبعاد التي شملتها أفضل أداة لقياس تطور سوق الأوراق المالية، كما تمثل نسبة مهمة جدا من السيولة الكلية في الاقتصاد. وتقوم السيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية بدور لا يمكن الاستغناء عنه في اقتصاديات الدول المتقدمة أو السائرة في طريق التقدم، حيث تسمح بتخفيض المخاطر وتعزيز تعبئة الموارد المالية كونها تتيح للمدخرين سرعة تحصيل أو بيع أصولهم من الأوراق المالية بتكاليف منخفضة، كما أنها تسهل للشركات المدرجة بها الحصول على احتياجاتهم من الموارد المالية بتكاليف منخفضة، ورفع رأسمالها من خلال الإصدارات الجديدة للأسهم، وهو ما ينعكس على كفاءة تخصيص الموارد المالية والنمو الاقتصادي.

هذا الدور جعل العديد من الاقتصاديين يبحثون في طبيعة العلاقة بين السيولة التي توفرها سوق الأوراق

المالية وتأثيراتها من أجل تحقيق النمو الاقتصادي، والمملكة العربية السعودية توجهت مؤخرا بشدة نحو تطوير سوق الأسهم بهدف تنويع مصادر الدخل والخروج من قبضة النفط، بما يتوافق واستراتيجية المملكة في إطار "رؤية المملكة ل سنة 2030"، وباعتبارها آلية لتمويل النشاط الاقتصادي، واحداث النمو الاقتصادي.

**1.1. إشكالية البحث:** من خلال الطرح السابق يمكن صياغة الإشكالية التالية:

**1.1. ما مدى تأثير تطور سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية؟**

**2.1. فرضيات الدراسة:** من اجل الإجابة على الإشكالية السابقة يمكن طرح الفرضيات التالية:

- سيولة سوق الاوراق المالية تؤثر معنويا على النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

- يوجد تأثير معنوي سلبى لمعدل الدوران على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي بالسعودية.

**3.1. أهمية الدراسة:** تكمن أهمية الدراسة في أنها تعد من بين أهم الدراسات المتجددة والتي تحتاج للبحث والتقييم الدائم، والدراسة

مهمة بشكل خاص لأن المملكة العربية السعودية تتجه بقوة نحو تعزيز دور سوق الأسهم في تنويع النشاط الاقتصادي، ومواكبة استراتيجيتها وخططها في إطار تطلعات المملكة لسنة 2030.

**4.1. أهداف البحث:** تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- توضيح المفاهيم العامة لتطور سوق الأوراق المالية وبالنمو الاقتصادي.

- توضيح الدراسات السابقة لعلاقة سيولة سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي.

- دراسة أثر سيولة سوق الأسهم على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي بالسعودية.

**5.1. منهج البحث:** تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتوضيح المفاهيم العامة لتطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي

والعلاقة بينهما، كما اعتمدت الدراسة على المنهج الاستقرائي بهدف قياس أثر تطور سوق الأسهم على النمو الاقتصادي في السعودية، وذلك من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفتات الإبطاء الموزعة (ARDL)، وجمع البيانات تم الاعتماد على مؤسسة النقد العربي السعودي.

**6.1. خطة البحث:** من أجل الإلمام بالموضوع ارتأينا ان يكون محتوى البحث كالتالي:

- المحور الأول: نظرة موجزة حول ادبيات سيولة أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

-المحور الثاني: الدراسات السابقة لعلاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي.

-المحور الثالث: دراسة قياسية لأثر سيولة سوق الأسهم السعودي على النمو الاقتصادي.

## 1. سيولة سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي..... أسس ومفاهيم

يعتبر تطوير سوق الأوراق المالية آلية لتعبئة الموارد المالية وتخصيصها نحو الاستثمارات بما يسمح بتعزيز النمو الاقتصادي، وتعتبر السيولة من أهم سمات السوق الجيدة التي تسمح بتعزيز وظيفتها التمويلية والتخصيصية، لذلك سنتناول في هذا المحور المفاهيم الأساسية لسيولة سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

### 1.2. مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية ومؤشرات قياسها

**1.1.2. مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية:** تعد السيولة سمة هامة من سمات تطور سوق الأوراق المالية، وتعني القدرة على تحويل الأوراق المالية إلى قوة شرائية، أو تحويل القوة الشرائية إلى أوراق مالية، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية، ويعرفها (Ivanovitch 1997) بأنها القدرة على تحويل الأصول المالية بشكل مستمر من شكل إلى آخر، (BOGDAN & al, 2012, p. 183) فالسيولة تعكس سهولة تداول الأوراق المالية، وبالنسبة للمستثمرين تعتبر جزءاً من القرار الاستثماري، أما (Thomas 2006) فقد عرف السوق السائلة بأنها السوق التي يستطيع من خلالها المستثمرين بيع أو شراء كمية كبيرة و غير محدودة من الورقة المالية بشكل اني وبسعر مقارب للسعر الذي يرغبون به، (شنافه، 2017، صفحة 90) ولتتصف السوق بالسيولة ينبغي توافر خمسة أبعاد هي: انخفاض تكاليف المعاملات، الفورية (سرعة تنفيذ الأوامر وتسويتها)، الاتساع (توفر عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية)، العمق (وجود أوامر تداول الأوراق المالية بوفرة وبشكل مستمر)، المرونة (قدرة وسرعة السوق على معالجة أي خلل بين العرض والطلب)، (SARR & LYBEK, 2002, p. 05) وبناء على ماسبق فإن هذه الشروط تعكس سهولة وسرعة تداول الأوراق المالية وبأقل التكاليف.

**2.1.2. مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية:** تعبر السيولة عن سهولة تداول الأوراق المالية، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة، وتقاس سيولة البورصة بمؤشرين أساسيين هما معدل التداول ومعدل الدوران، نوضح ذلك فيما يلي: (اندراس، 2008، صفحة 113.114)

أ. **نسبة حجم التداول:** تمثل نسبة حجم التداول قيمة إجمالي الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية خلال فترة زمنية محددة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، فهي تقيس التداول المنظم لأسهم الشركات كحصة من الناتج الوطني، وبالتالي تعكس سيولة السوق في الاقتصاد يعتبر ارتفاع هذه النسبة مؤشر لارتفاع درجة سيولة السوق، مما يجعل الأصول المالية أكثر قبولاً ويشجع المستثمرين على الاستثمار. كما انخفاض هذه النسبة يعني أن دور البورصة في توفير السيولة لاقتصاد البلد المعني منخفض.

ب. **معدل الدوران:** يمثل معدل الدوران القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة مقسومة على رزمة السوق، فهو يقيس حجم

التداول بالنسبة لحجم السوق، ويكمل معدل الدوران معدل حجم التداول، لان سوق الأوراق المالية قد تكون صغيرة

مقارنة مع الاقتصاد ككل لكنها سائلة ويؤثر معدل الدوران المرتفع على انخفاض تكاليف المعاملات وهو ما يؤثر على حركة الاستثمار وإعادة تخصيص الموارد.

## 2.2. مفهوم النمو الاقتصادي ومؤشرات قياسه

1.2.2. مفهوم النمو الاقتصادي: يعرف النمو الاقتصادي بأنه إحداث زيادة مستمرة في إحداث الثروات المادية، ويعتبر الاستثمار في رأس المال المادي و البشري فضلا عن -التقدم التكنولوجي و كفاءة النظم الاقتصادية -، من اهم مصادر النمو الاقتصادي، (خشيب، 2017) ويعرفه محمد حسين وجدي بانه مجرد الزيادة في الدخل الفردي نتيجة حصول تغيرات عضوية في مكونات المجتمع الاقتصادي تعكس بصفة تلقائية ومن خلال تحقق التوازن الاقتصادي زيادة في طاقة البلد الإنتاجية يتسع بها حجم الإنتاج الحقيقي من السلع والخدمات او تزداد بها عوامل الإنتاج و ترتفع انتاجيتها مع احتفاظ السكان بمعدل تزايد طبيعي، (وجدي، 1973، صفحة 23) اذن نستنتج بان النمو الاقتصادي هو زيادة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية محددة عادة تكون سنة، يرافقتها زيادة في نصيب الفرد من تلك الزيادة.

2.2.2. مؤشرات قياس النمو الاقتصادي: حتى يتم قياس التغير الحاصل في حجم النشاط الاقتصادي نستعمل مجموعة من المؤشرات نذكر أهمها فيما يلي:

أ. الناتج المحلي الاجمالي: يمثل القيمة السوقية للسلع والخدمات النهائية المنتجة ضمن البلاد في فترة زمنية معينة، والهدف منه هو تقدير التدفق العام للإنتاج الحالي ضمن شعب ما، والدخل الذي يولده، خلال الوقت، وتستخدم بعض الادبيات والدراسات التطبيقية مؤشر الناتج الوطني الإجمالي كبديل لمؤشر الناتج المحلي الاجمالي، ويختلف الناتج الوطني الإجمالي عن غيره في انه يتضمن كل السلع والخدمات المنتجة من طرف المواطنين الدائمون في بلد ما في فترة زمنية معينة، بمعنى آخر أن يشمل الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة الى الدخول المتأتية من الاستثمارات الأجنبية. (جبار، 2015، صفحة 100.99)

ب. حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي: يتم تقسيم الناتج المحلي الإجمالي على إجمالي السكان من أجل الحصول على مؤشر حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، "ويعكس هذا المؤشر متوسط الدخل لمواطني البلد، ويستخدم كمؤشر للتعبير على مستويات المعيشة والتنمية باعتباره يشير إلى كمية السلع والخدمات المتاحة في البلد ومقارنتها مع البلدان الأخرى وكذلك عبر السنوات. (جبار، 2015، صفحة 99)

ج. الدخل الوطني الكلي المتوقع: اقترح بعض الاقتصاديين قياس النمو على أساس الدخل المتوقع وليس الفعلي خصوص الدول التي تمتلك موارد غنية كامنة أي تتوفر على الإمكانيات المختلفة للاستفادة من ثرواتها الراهنة، في هذه الحالة يوصي بعض الاقتصاد أن يؤخذ بعين الاعتبار تلك المقومات عند حساب الدخل. (زعيتري، 2019، صفحة 71)

2. الدراسات السابقة: أجريت العديد من الدراسات التطبيقية التي تناولت اختبار العلاقة بين تطور سيولة سوق الاوراق المالية والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات مختلفة، فضلا عن تعدد المؤشرات المستعملة، واختلاف الدول والفترات الزمنية المختارة

للدائرة، وانقسمت تلك الدراسات الى فئتين رئيسيتين: تتمثل الأولى في الدراسات المقطعية، والتي بحثت في مجموعة من الدول او اقاليم، أما الفئة الثانية فهي الدراسات القطرية، والتي عاجلت حالات فردية من الدول، ونذكر منها مايلي:

**1.3 الدراسات المقطعية:** وهي الدراسات التي بحثت في العلاقة بين تطور سيولة أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مجموعة من الدول أو الأقاليم ومن أهم هذه الدراسات:

- دراسة بعنوان "**Stock Markets Banks & Economic Growth**" لـ **Ross Levine and Sara Zervos**، سنة 1998، هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في اثنين وأربعين دولة خلال الفترة (1976-1993)، واستخدمت مؤشرات تعكس تطور الأسواق المالية ممثلة في معدل الرملة، معدل الدوران ومعدل التداول، ونصيب الفرد من الناتج الحقيقي كمتغير تابع، كما قامت هذه الدراسة باستخدام البيانات المقطعية لتحليل تلك العلاقة، وتوصلت الدراسة الى أن درجة سيولة الأسواق المالية مرتبطة ايجابيا ومعنويا بمعدل النمو الاقتصادي.

- دراسة بعنوان "**Stock markets, banks, and growth: panel evidence**"، لـ **BECK Thorsten. and Levine Ross**، سنة 2004، تبحث هذه الدراسة في تأثير اسواق الأوراق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في 40 دولة خلال الفترة (1976-1998)، واستخدمت معدل الدوران، الائتمان المصرفي، الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي الاولي للفرد، متوسط سنوات الدراسة، علاوة السوق السوداء، الانفتاح التجاري، معدل التضخم، نسبة الانفاق الحكومي كمتغيرات مستقلة والناتج المحلي الاجمالي كمتغير تابع، وباستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM). توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي بين سيولة أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي.

- دراسة بعنوان "مؤشرات قياس سيولة سوق الاوراق المالية و اثرها على النمو الاقتصادي"، لـ **ايمن عبد المطلب حسن المولى**، سنة 2011، وتبحث هذه الدراسة الى اختبار علاقة مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لمجموعة من الدول العربية، خلال الفترة (1994-2007)، واستخدمت مؤشرات الرملة السوقية الى الناتج المحلي الاجمالي، قيمة التداول الى الناتج المحلي الاجمالي، معدل الدوران، كمتغيرات مستقلة، ومعدل نمو الناتج المحلي الاجمالي كمتغير تابع، وباستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، توصلت الدراسة الى ان السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية لا تمارس تأثيراً معنوياً على النمو الاقتصادي .

**2.3. الدراسات القطرية:** بحثت العديد من الدراسات في العلاقة بين تطور سيولة سوق الاوراق المالية والنمو الاقتصادي في حالات فردية من الدول ومن اهم هذه الدراسات:

- دراسة بعنوان "**The Impact of Stock Market Liquidity on Economic Growth in Jordan**"، لـ **Shatha Abdul-Khali**، سنة 2013، تبحث هذه الدراسة في أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن، تستخدم بيانات سنوية للفترة (1991-2011)، واستخدمت نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الدوران، كمتغيرات مستقلة، و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وباستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، توصلت الدراسة الى معدل الدوران يؤثر ايجابيا ومعنويا على النمو الاقتصادي، بينما لا توجد دلالة إحصائية لنسبة رملة السوق من الناتج المحلي الاجمالي على النمو الاقتصادي، و يشير الباحث الى انه ينبغي على

واضعي السياسات تعزيز سيولة سوق الأوراق المالية، وبالتالي تساعد على زيادة الاستثمارات المحلية والأجنبية، وتحفيز النمو 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 أفريقيا، من خلال بيانات سنوية للفترة (1994-2015)، واستخدمت مؤشرات نسبة الرسملة السوقية، نسبة التداول، صافي الصادرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الانفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، عرض النقود كمتغيرات مستقلة، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع وباستخدام طريقة المربعات الصغرى، كشفت الدراسة على أنه هناك تأثير إيجابي لسيولة سوق الأسهم على النمو الاقتصادي في جنوب أفريقيا، ويشير الباحث إلى أن كفاءة أنظمة التداول، و الشفافية، واندماج السوق المحلي مع السوق العالمية، تؤثر إيجابيا على نشاط السوق و النمو الاقتصادي.

- دراسة بعنوان "Stock market development and economic growth in Tanzania an : ARDL and bound testing approach"

لـ Saganga Mussa Kapaya، سنة 2019، تبحث هذه الدراسة في العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تنزانيا، خلال الفترة (2001-2019)، واستخدمت مؤشرات نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل التداول، معدل الدوران كمتغيرات مستقلة والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمتغير تابع، وباستخدام نموذج (ARDL)، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية سلبية وإيجابية على المدى القصير والطويل على النمو الاقتصادي، مع وجود تأثير سلبي للنمو الاقتصادي على سيولة سوق الأسهم في المدى الطويل و القصير.

3. الجانب التطبيقي: طبيعة العلاقة بين مؤشرات تطور وسوق الأسهم ونمو النشاط الاقتصادي:

1.4. تحليل تطور متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة: تبحث هذه الدراسة في تحديد أثر سيولة سوق الأوراق

المالية على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالاقتصاد السعودي خلال الفترة من 1990 إلى 2019، باستخدام مقارنة الانحدار الذاتي لفتات الإبطاء الموزعة (ARDL)، وتشمل هذه الدراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية الآتية:

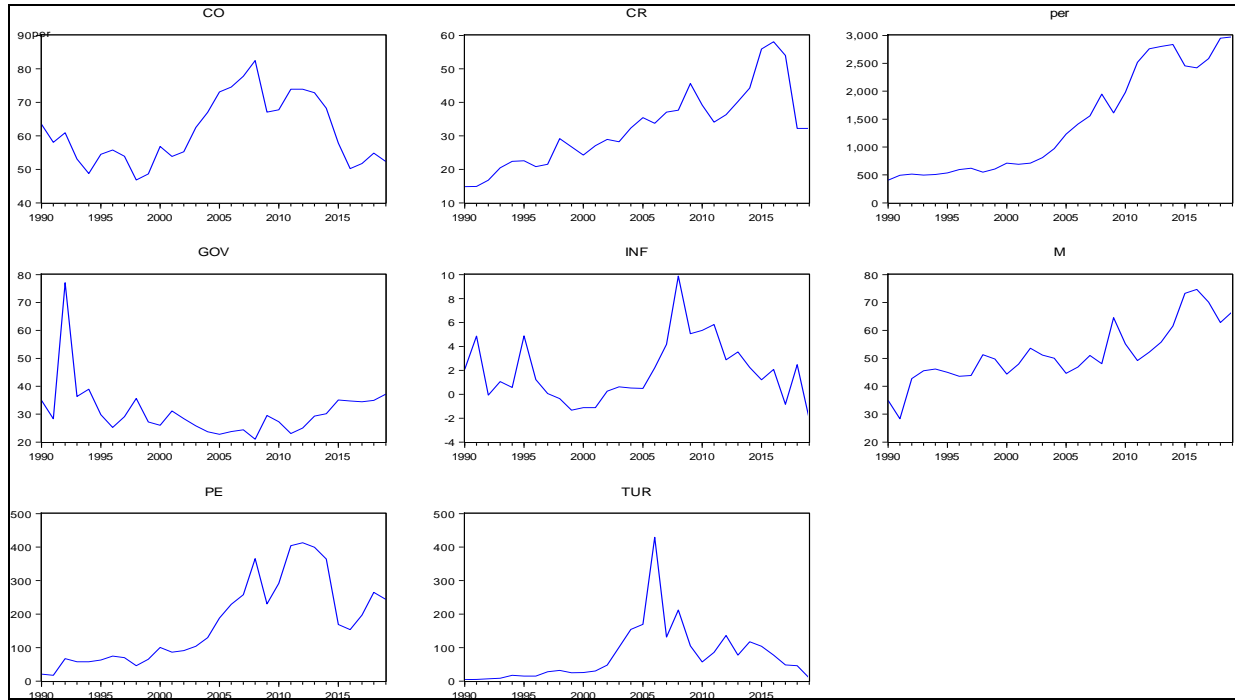
- المتغير التابع: نستخدم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (Per) كمؤشر للنمو الاقتصادي.

- المتغيرات المستقلة: نستخدم معدل الدوران (TUR) كمؤشر لتطور سيولة سوق الأسهم السعودي.

الانفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (GOV)، المعروض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (M)، الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CR)، مؤشر الانفتاح التجاري (CO) و يعادل إجمالي الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، التضخم في الاقتصاد السعودي مقاس بمؤشر أسعار المستهلك (INF)؛ سعر النفط العالمي (PE).

سنبداً الجانب التطبيقي من هذه الدراسة القياسية بتحليل تطور متغيرات الدراسة، حيث تعد هذه المرحلة مهمة في الدراسات القياسية لمعرفة السلوك الاقتصادي للمجتمع، واعطاء صورة واضحة عن المتغيرات.

الشكل 01: "التمثيل البياني لتطور متغيرات الدراسة خلال الفترة 1990-2019"



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

**1.1.4. تطور مؤشر معدل الدوران لسوق الأسهم السعودي (TUR) خلال الفترة 1990-2019:** نلاحظ من الشكل (01) أن معدل الدوران لسوق الأسهم السعودي، شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، وسجل ارتفاعاً قياسياً خلال سنة 2006 بمعدل يفوق 152% عن السنة السابقة، حيث شهدت الفترة من سنة 2001 الى سنة 2006 ارتفاعاً متزايداً في معدل الدوران، نتيجة لزيادة قيمة الأسهم المتداولة مستفيدة من الجهود الإصلاحية والهيكلية التي تبنتها الدولة والهادفة لتنظيم السوق المالي وتطويره، والاستخدام الواسع لتكنولوجيا الاعلام والاتصال، حيث تمثل قيمة الأسهم المباعة والمشتريات عن طريق الأنترنت ما نسبته 51.7% من اجمالي قيمة الأسهم المباعة والمشتريات خلال 2006، مقابل 27.7% سنة 2005، (السعودية، 2007، صفحة 87) كما ساهم في زيادة حجم التداول في البورصة، طرح الشركات الضخمة للاكتتاب العام، وارتفاع أسعار النفط، لتشهد بعد ذلك السوق عدم استقرار في حركة التداول، حيث شهدت أدنى معدلات انخفاض خلال السنوات 2009، 2010 بقيمة 50.45%، 45.85%، نتيجة لانخفاض أسعار الأسهم وحجم التداول في البورصة متأثرة بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، ومتأثرة بالصدمة النفطية لسنة 2014 لتشهد بعد ذلك السوق تسجيل معدلات نمو متباينة خلال السنوات المتبقية.

**2.1.4. تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي في السعودية (Per) خلال الفترة 1990-2019:** نلاحظ من الشكل (01) أن تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، لكن اجمالاً حقق اتجاه تحديدي موجب خلال فترة الدراسة، كما نلاحظ من خلال الشكل أن أعلى معدلات نمو في نصيب الفرد من الناتج

المحلي الاجمالي كانت خلال سنتي 2005، 2011 بقيمة 26.85%، 27% على التوالي نتيجة لارتفاع أسعار النفط العالمية، وتنامي دور القطاع الخاص في الاقتصاد المحلي، وزيادة تنوع القاعدة الإنتاجية، وتحسين البيئة الاستثمارية لمجمل القطاعات الاقتصادية، (السعودية، 2015، صفحة 35) وسجلت أدنى معدلات انخفاض خلال سنتي 2009، 2015 بقيمة 20.16%، 16% على التوالي، متأثراً بتبعات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وانخفاض العوائد النفطية نتيجة للصدمة النفطية لسنة 2014، ليشهد بعدها تحسناً خلال بقية السنوات، مستفيداً من حزم الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي أقرتها الحكومة لتحقيق تطلعات المملكة لسنة 2030.

**3.1.4. تطور المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي (M) خلال الفترة 1990-2019:** يتضح من خلال الشكل (01) أن تطور المعروض النقدي بمفهومه الواسع كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، ولكن اجمالاً حقق اتجاه تحديدي موجب خلال فترة الدراسة، كما سجل أدنى معدلات نمو لنسبة المعروض النقدي من الناتج المحلي الاجمالي خلال السنوات 1991، 2005، بقيمة 18.73%، 14.06% والتي تعود الى تراجع العرض النقدي نتيجة لانخفاض نمو مطلوبات المصارف من القطاع الخاص والعام، انخفاض نمو صافي الإنفاق الحكومي المحلي، ارتفاع التأثير السلبي لعجز ميزان المدفوعات للقطاع الخاص، (السعودية، 2006، صفحة 49) كما تم تسجيل أعلى معدلات نمو في المعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي في السنوات 2009، 2015 بمقدار 33%، 18.96% على التوالي، وهذا راجع لاتساع المعروض النقدي (M3)، نتيجة لعدة أسباب أهمها استمرار مؤسسة النقد السعودية في اتباع سياسة نقدية توسعية والتي انتهجتها سعياً للتعامل مع تداعيات الأزمة العالمية في أواخر 2008، نمو صافي الإنفاق الحكومي المحلي، النمو في مطلوبات المصارف من القطاع الخاص والمؤسسات العامة، وهو ما يجيد أثر العجز في ميزان مدفوعات القطاع الخاص، (السعودي، 2016، صفحة 44) لتشهد انخفاضاً ملموساً سنة 2018 بمعدل 32.43% عن السنة السابقة، لتعاود بعدها الارتفاع سنة 2019 بمعدل 6.22% عن السنة السابقة.

**4.1.4. تطور سعر النفط العالمي (PE) خلال الفترة 1990-2019:** نلاحظ من خلال الشكل (01) أن تطور سعر النفط العالمي، شهد تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، ولكن اجمالاً حقق اتجاه عام تحديدي موجب، حيث بلغ متوسط سعر النفط 64.96 دولاراً لبرميل سنة 2019، مقارنة بـ 5.6 دولاراً للبرميل سنة 1990، وشهدت أسعار النفط انتعاشاً منذ سنة 1995 حيث سجلت ما قيمته 15.6 دولاراً للبرميل، مع تسجيل أعلى معدلات لأسعار النفط خلال السنوات 1995، 2001، 2005، 2017، وتقدر بـ 18.65%، 13.8%، 53.6%، 28.4%، وهذا راجع لعدة أسباب أهمها تحسن الأداء الاقتصادي العالمي، وزيادة الطلب العالمي على النفط ساندته اتفاقية خفض الانتاج داخل منظمة أوبك وبعض الدول خارج المنطقة، (السعودية، 2017، صفحة 39) كما شهد متوسط سعر النفط العالمي أدنى مستويات له خلال السنوات 1998، 2009، 2015 بمعدلات 34.79%، 35%، 48.7% ويعزى ذلك لعدة أسباب أهمها التغيرات التي شهدتها السوق النفطية نتيجة للأزمة المالية العالمية، ضعف نمو الطلب العالمي، وزيادة النمو من الدول خارج أوبك.



**5.1.4. تطور الانفتاح التجاري (CO) خلال الفترة 1990-2019 :** نلاحظ من الشكل (01) ان نسبة حجم التجارة الخارجية السلعية الى الناتج المحلي الاجمالي كمقياس للانفتاح التجاري، في الاقتصاد السعودي، كان متذبذبا بين الارتفاع والانخفاض، وبلغت ذروتها خلال سنة 2011 بقيمة 82.45%، نتيجة ارتفاع قيمة الصادرات والواردات، ويرجع ذلك الى الاصلاحات الهيكلية والمؤسسية التي اتخذتها المملكة، منها انشاء عدد من الجهات التي تهدف الى تنمية الصادرات السعودية غير النفطية وتنويع القاعدة الاقتصادية، (السعودية، 2012، صفحة 98) وسجلت أدنى انخفاض خلال السنوات 1994، 1998، 2015 بقيمة 48.74%، 46.83%، 57.8% وهذا راجع لانخفاض حجم التجارة السلعية للمملكة نتيجة انخفاض أسعار النفط العالمية، أما السلع غير النفطية ربما ذلك يعود لزيادة الطلب الداخلي على السلع القابلة للتصدير.

**6.1.4. تطور الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية (CR) خلال الفترة 1990-2019:** من خلال الشكل (01) يتضح أن تطور الائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، شهد تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض، ولكن اجمالا حقق اتجاه عام تحديدي موجب خلال فترة الدراسة، ويلاحظ من الشكل أيضا أن أعلى معدلات كانت في السنوات 1998، 2009، 2015 وتقدر ب 35.70%، 21%، 26.25% ويعزى ذلك لدور مؤسسة النقد العربي السعودي في تعزيز دور القطاع المصرفي ومئاته وملاءته المالية، ورفي الخدمات المالية و المصرفية التي يقدمها للعملاء والانشطة الاقتصادية و التجارية المختلفة، (السعودية، 2015، صفحة 112) كما شهدت توسعا في استخدام التكنولوجيا المالية في تقديم الخدمات المصرفية، وبالتالي أصبحت المصارف التجارية قادرة بشكل أكبر على خدمة الاقتصاد المحلي، كما شهدت هذه النسبة (CR) تراجع ضئيل جدا بلغ أقصاه خلال سنتي 1999، 2011 بمعدلات 12%، 9% على التوالي.

**7.1.4. تطور معدل التضخم في السعودية (INF) خلال فترة الدراسة 1990-2019:** نلاحظ من الشكل (01) أن تطور معدل التضخم، في الاقتصاد السعودي، شهد تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، مع تسجيل رقما قياسيا في المستوى العام للأسعار سنة 1991 بقيمة 4.86%، ويعود ذلك لارتفاع الانفاق الحكومي على اثر حرب الخليج الثانية، ليسجل بعدها تراجعا في الضغوط التضخمية سنة 1992 بقيمة 101.64% عن السنة السابقة، ويرجع ذلك الى الفترة التي أعقبت حرب الخليج وعودة استقرار الأوضاع الأمنية وانخفاض الانفاق العام وزوال التضخم، وشهدت المملكة ارتفاعا في المستوى العام للأسعار خلال السنوات 2006، 2007، 2008 بنسب 2.21%، 4.17%، 9.87% على التوالي، نتيجة لعدة عوامل كان من أبرزها استمرار الانفاق الحكومي بوتيرة متصاعدة، وارتفاع أسعار النفط الى مستويات غير مسبوقة، ونقص الأيدي العاملة خاصة الماهرة محليا وخارجيا وارتفاع أسعار السلع في الأسواق العالمية بالإضافة الى تطورات سعر صرف الدولار مقابل العملات الأخرى، (السعودية، 2009، صفحة 112) كما شهد المستوى العام للأسعار في المملكة أدنى تراجع للضغوط التضخمية خلال سنتي 2009 و 2019، حيث انخفض المتوسط العام لأسعار المستهلك عام 2009 بنسبة 5.06% مقارنة بارتفاع نسبته 9.87% عام 2008، نتيجة للأزمة الاقتصادية المالية والعالمية التي أثرت على تراجع الطلب العالمي مما أدى الى تراجع أسعار السلع الأولية و الغذائية في الأسواق العالمية، وكذلك انخفض المتوسط العام

لأسعار المستهلك عام 2019 بنسبة 2.1% مقارنة بارتفاع نسبته 2.5% عام 2018، ويعود ذلك لانخفاض الأسعار العالمية للمنتجات والسلع التي تستوردها السوق السعودية.

#### 8.1.4. تطور الانفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي في السعودية (GOV) خلال الفترة 1990-

2019: نلاحظ من الشكل (01) أن تطور الانفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، شهد تذبذبا بين الارتفاع والانخفاض، وبلغ ذروته سنة 1992 بتسجيله قيمة قياسية تقدر ب 77.05% وبمعدل ارتفاع يقدر ب 171.68% عن السنة الماضية، ويعود ذلك الى زيادة الانفاق الحكومي خلال حرب الخليج الثانية، لتشهد بعدها انخفاضا ملحوظا بلغ ذروته سنة 1996 بقيمة 25.24%، ويعود ذلك لزيادة الأعباء المالية وعجز الموازنة، ليعود بعدها للتحسن لتبلغ قيمته 31.13% سنة 2001، ويرجع ذلك لارتفاع أسعار النفط، وبالتالي زيادة العوائد النفطية، كما شهدت هذه النسبة سنة 2009 ارتفاعا ملحوظا، بمعدل نمو يفوق 40% عن السنة السابقة، لزيادة الانفاق خلال الازمة المالية العالمية لسنة 2008، وشهد الانفاق الحكومي سنة 2015 ارتفاعا بمعدل يفوق 16% عن السنة السابقة، هي بمثابة التحول والترشيد نحو بناء اقتصاد قوي متعدد المصادر في ظل انخفاض أسعار البترول و التحديات الاقتصادية و الاقليمية والدولية، (السعودية، 2017، صفحة 103) لتشهد بعدها استمرار في ارتفاع معدلات الانفاق الحكومي خلال السنوات من 2016 الى 2019، حيث خصص هذا الانفاق لمواكبة مرحلة التحول التي تمر بها المملكة .

#### 2.4. 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 Philips Piron 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									
	At Level	Per	CO	CR	M	TUR	GOV	INF	PE
With Constant	t-Statistic	0.1513	-0.5773	-1.8240	-1.7431	-2.8348	0.1513	-2.6381	-1.5522
	Prob	0.5681	0.8181	0.9444	0.1284	0.1818	0.0110	0.3244	0.6269
	at ) (level5%								
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.9850	-1.32	-5.2010	-3.3303	-1.3698	-4.1208	-2.5363	1.9034
	Prob.	0.9644	0.5071	0.4123	0.5226	0.0614	0.0028	0.1029	0.4899
Without Constant & Trend	t-Statistic	2.1184	-1.41	-0.0592	0.5869	1.0851	-2.0421	-2.2366	-0.3327
	Prob.	0.9872	0.4584	0.7116	0.9928	0.0604	0.4683	0.0360	0.5730
	At First Difference	Per	CO	CR	M	TUR	GOV	INF	PE
With Constant	t-Statistic	-4.5588	-4.6226	-5.0180	-6.0528	9.0468	-9.205	8.1359	-4.9977
	Prob.	0.0062	0.0057	0.0027	0.0000	0.0000	0.0000	0.000	0.0018
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.5905	-4.6025	-4.7946	-4.1257	-9.0702	-11.8473	-7.9776	-4.9487
	Prob.	0.0013	0.0011	0.0015	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0004

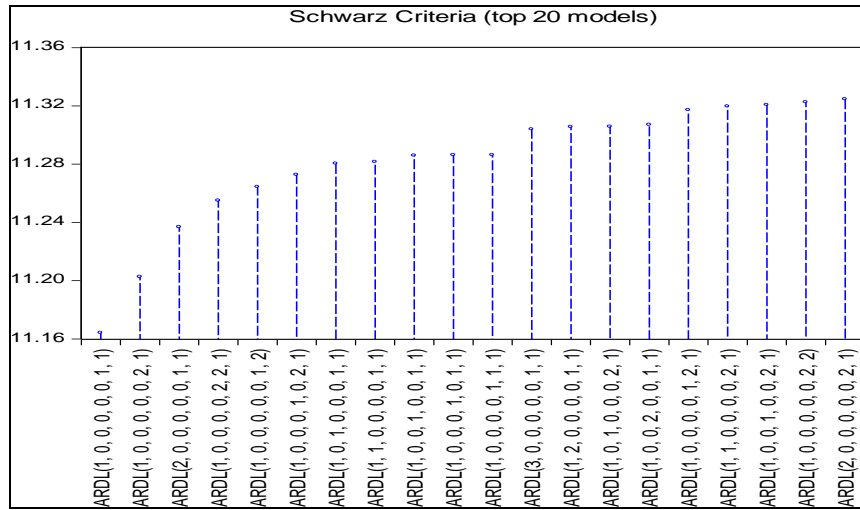
Without	t-Statistic	-3.9587	-4.7067	-4.3976	-5.0071	-9.2186	-9.1766	-8.2460	-5.0071
Constant	<b>Prob.</b>	0.0003	0.0000	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
&Trend									

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

ونلاحظ من خلال الجدول (1) أن كل السلاسل غير مستقرة في المستوى (0) I باستثناء الانفاق الحكومي كنسبة من الناتج فهو مستقر 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) I و (1) I فالطريقة الملائمة لدراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل هي مقارنة .ARDL

### 3.4. اختبار الفجوات الملائمة للنموذج:

الشكل رقم (02): "اختبار الفجوات الملائمة في نموذج الدراسة"



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

من بين الطرق الأكثر استعمالاً لاختبار الفجوة الملائمة هو استعمال دوال المعلومات ومن بين هذه الدوال هي دالة SC و AIC، ووفقاً لهذه الحالة ومن خلال الشكل فإن النموذج المناسب هو  $ARDL(1,0,0,0,0,0,1,1)$  بالاعتماد على معيار SC، وهذا يعني أن المتغير التابع مؤخر بدرجة واحدة، وللمعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي واسعار النفط درجة تأخير واحدة، ولا يوجد للمتغيرات الأخرى أي درجة تأخير.

ومنه وفقاً لنموذج (Pesaran & AL, 2001) يصاغ نموذج ARDL وفق المعادلة التالية:

$$\begin{aligned}
 \Delta fPer_t &= c + \sum_{i=1}^1 \beta_{1i} \Delta fPer_{t-1} + \sum_{i=1}^0 \beta_{2i} \Delta TUR_{t-1} \\
 &+ \sum_{i=1}^0 \beta_{3i} \Delta CO_{t-1} + \sum_{i=1}^0 \beta_{3i} \Delta CR_{t-1} + \sum_{i=1}^0 \beta_{3i} \Delta GOV_{t-1} + \sum_{i=1}^0 \beta_{3i} \Delta INF_{t-1} + \sum_{i=1}^1 \beta_{3i} \Delta M_{t-1} \\
 &+ \sum_{i=1}^1 \beta_{4i} \Delta PE_{t-1} + \alpha_1 fPer_{t-1} + \alpha_2 TUR_{t-1} + \alpha_3 CO_{t-1} + \alpha_3 CR_{t-1} + \alpha_3 GOV_{t-1} + \alpha_3 INF_{t-1} \\
 &+ \alpha_3 M_{t-1} + \alpha_4 PE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)
 \end{aligned}$$

لفتات الإبطاء ARDL

حيث:  $\Delta$ : يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى،  $C$ : الحد الثابت،  $t$ : اتجاه الزمن،  $\varepsilon_t$ : حد الخطأ العشوائي،

$(\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7, \beta_8)$ : معاملات العلاقة قصيرة الأجل .

$(\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5, \alpha_6, \alpha_7, \alpha_8)$ : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

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

$$H0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = \alpha_6 = \alpha_7 = \alpha_8 = 0$$

$$H1: \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \alpha_4 \neq \alpha_5 \neq \alpha_6 \neq \alpha_7 \neq \alpha_8 \neq 0$$

4.4. اختبار التكامل المتزامن

الجدول رقم (02): "اختبار التكامل المتزامن وفق منهجية ARDL"

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TUR	12.81416	58.05403	0.220728	0.4708
CO	90.81476	566.5111	0.160305	0.7496
CR	-292.2369	1380.640	-0.211668	0.2516
GOV	97.60602	373.3784	0.261413	0.5905
INF	99.07217	696.6209	0.142218	0.8345
M	179.0341	755.6465	0.236928	0.0120
PE	62.74441	262.2716	0.239234	0.0000
C	-9651.366	45438.18	-0.212407	0.6660
EC = Per - (12.8142*TUR + 90.8148*CO -292.2369*CR + 97.6060*GOV + 99.0722*INF + 179.0341*M + 62.7444*PE -9651.3663 )				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	16.42575	10%	1.92	2.89
k	7	5%	2.17	3.21
		2.5%	2.43	3.51
		1%	2.73	3.9
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	29	10%	2.196	3.37
		5%	2.597	3.907
		1%	3.599	5.23
Finite Sample: n=30				
		10%	2.277	3.498
		5%	2.73	4.163
		1%	3.864	5.694

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

اختبار التكامل المتزامن يتم من خلال اختبار 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 al. (2001) ، وهذه

المنهجية لا تتطلب أن تكون المتغيرات مستقرة من نفس الدرجة بل يمكن تطبيقها على متغيرات من درجات مختلفة.

القيم الحرجة في اختبار 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  $F=16.42575$  وهي تتعدى القيمة العليا 3.21 مما يدل على وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

كما يظهر أيضا من الجدول (2) أن كلف أسعار النفط العالمية والعرض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي يؤثران معنويا في الأجل الطويل على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي السعودي، ونجد ان معدل الدوران والانفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي والانفتاح التجاري والائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ومعدل التضخم لا يؤثران معنويا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي.

حيث نسب المعنوية على التوالي هي 0.0000، 0.0120، وهي أقل من مستوى المعنوية 5٪، بينما نسب المعنوية 0.4708، 0.5905، 0.2516، 0.8347، 0.7496 أكبر من مستوى المعنوية 5٪.

### جدول 03: "نموذج تصحيح الخطأ وفق منهجية ARDL"

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(per)				
Selected Model: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 0, 1, 1)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Sample: 1990 2019				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(M)	-9.591843	1.429783	-6.708601	0.0000
D(PE)	2.317638	0.144169	16.07585	0.0000
CointEq(-1)*	-0.008930	0.000611	-14.61283	0.0000
R-squared	0.969794	Mean dependent var		88.58969
Adjusted R-squared	0.967470	S.D. dependent var		191.7709
S.E. of regression	34.58797	Akaike info criterion		10.02259
Sum squared resid	31104.51	Schwarz criterion		10.16403
Log likelihood	-142.3275	Hannan-Quinn criter.		10.06688
Durbin-Watson stat	2.030685			

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج (Eviews10)

ويدل اختبار ARDL على وجود علاقة معنوية في الأجل الطويل، والتعبير عن هذه العلاقة موضحة في الجدول (3)، حيث يظهر أن سرعة التعديل نحو التوازن في حالة وجود اختلالات عن هذا المستوى في الأجل القصير تقدر بـ 8.5% - (وهذا ما يوضحه معامل تصحيح الخطأ وهو ذو إشارة سالبة)، والقيمة الاحتمالية هي 0.0000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5٪، وبالتالي عند حدوث اختلالات في العلاقة التوازنية طويلة الاجل سوف تصحح العلاقة التوازنية نفسها تلقائيا. وهذا يتوافق مع الواقع فالكثير من الظواهر لا تستجيب آنيا لمحدداتها فقط بل تكون نتيجة لتراكمات تاريخية أيضا، وهو ما جعل معامل التحديد جد كافي لتفسير النموذج بأكثر من 96٪.

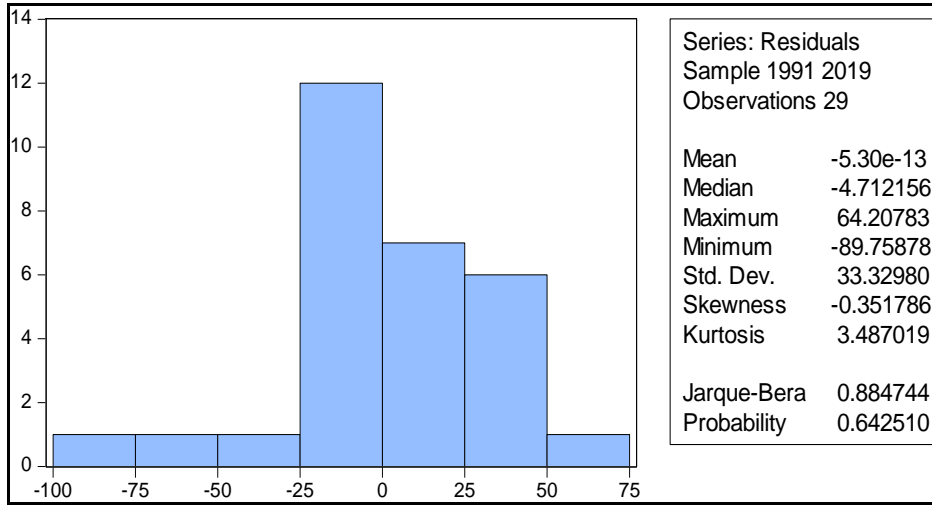
ويمكن تفسير نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل بين متغيرات النموذج الاقتصادي، فوجود أثر موجب لأسعار النفط العالمية على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، يتفق ذلك مع منظور النظرية الاقتصادية، وهذا راجع لارتباط الاقتصاد السعودي بالعائدات النفطية التي ترتبط طرديا مع أسعار النفط العالمية والنمو الاقتصادي، كما نجد عدم وجود دلالة احصائية

لمعدل الدوران في سوق الأسهم السعودي في التأثير على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، وهذا راجع لهيمنة الشركات الكبرى على نشاط السوق، مما يعني تركيز حركة التداول في البورصة في عدد قليل من الاسهم، حيث يعتبر مؤشر لأصحاب الحوافز المالية بأن مزايا تنويع المخاطر منخفضة جدا في السوق، مما يعيق تعبئة الموارد المالية وبالتالي لا يؤثر على النمو الاقتصادي، كما أن هيمنة عدد محدود من الشركات على نشاط السوق يعيق عمل الشركات الصغيرة ومساهمتها في النشاط الاقتصادي، وهذا ما يتوافق كذلك مع منظور النظرية الاقتصادية، ونجد كذلك بأن أغلبية الشركات الأجنبية المدرجة في البورصة لا تمتلك مقرا لها في المملكة، وبالتالي فإن استثمار هذه الشركات الأجنبية كان استثمار مالي ولم يؤثر على الاقتصاد الحقيقي للمملكة، وكذلك نجد أن ارتفاع المعروض النقدي بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي يؤثر معنويا وسلبا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، وهذا راجع لعدم وجود تناسق بين السياسة المالية والسياسة النقدية لزيادة معدلات النمو الاقتصادي على المدى الطويل، وضيق السوق النقدية وتفشي ظاهرة الاكتناز في المملكة، وكذلك لا توجد دلالة احصائية للائتمان الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي على النمو الاقتصادي، حيث أن استخدام التكنولوجيا المالية بشكل واسع في تقديم الخدمات المصرفية في المملكة، ساهم في الغاء العديد من الموظفين والوظائف، و بالتالي أدى الى تلاشي دور الوساطة المالية في القطاع الخاص التأثير على النمو الاقتصادي، ونجد عدم معنوية الانفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، ويرجع ذلك لأن القطاعات غير المنتجة كانت تحظى بأكثر حصص من الميزانية العامة للمملكة، إضافة الى تقييد الاستثمار العام، وهو ما أدى الى عدم تأثيرها على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، أما بالنسبة لمعدل التضخم والذي يشير الى معدل التغير في أسعار السلع المحلية والمستوردة في الأسواق الأولية فنجده لا يؤثر معنويا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، وهذا راجع لأن الاستقرار الاقتصادي الكلي و سياسات التثبيت كان لها دور في التحوط من الضغوط التضخمية، وهو ما عمل على عدم وجود أثر على النمو الاقتصادي، وكذلك نجد أن مؤشر الانفتاح التجاري ممثلا بنسبة التجارة الخارجية الى الناتج المحلي لا يؤثر معنويا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي، وهذا راجع لأن الانفتاح التجاري، قد يؤدي الى زيادة الواردات وتثبيط الصناعات المحلية، وهو ما يتوافق مع أغلبية الدراسات والتي لم تحقق معنوية هذا المتغير، وعلى اعتبار ان الاقتصاد السعودي هو اقتصاد ريعي نفطي فانه يعتمد بشدة على العوائد النفطية في تعزيز النمو الاقتصادي مقارنة بالقطاعات الاقتصادية الأخرى .

## 5.4. تشخيص البواقي

### 1.5.4. اختبار توزيع البواقي

الشكل رقم (03): "اختبار توزيع البواقي"



المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

من خلال الشكل وباستخدام اختبار (Jaque- Bera) تؤكد أن البواقي تتوزع طبيعيا وما يؤكد ذلك احتمالية (Jaque- Bera) والتي تساوي 0.6425 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5٪.

### 2.5.4. اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي :

الجدول رقم(06): "اختبار الارتباط الذاتي للبواقي"

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.012745	Prob. F(1,17)	0.9114
Obs*R-squared	0.021725	Prob. Chi-Square(1)	0.8828

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 10

نلاحظ من الجدول السابق أن الجدول خالي من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي ووجدنا أن احتمالية-Chi

sq تساوي 0.8828 أي أكثر من 5٪، ومنه نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرضية البديلة التي تقول أن سلسلة البواقي تعاني من مشكلة عدم تجانس البواقي.

### 3.5.4. اختبار اختلاف التباين:

الجدول رقم (07): "اختبار اختلاف التباين"

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.012745	Prob. F(1,17)		0.9114
Obs.*R-squared	0.021725	Prob. Chi-Square(1)		0.8828
Dependent Variable: RESID				
Method: ARDL				
Sample: 1990 2019				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDP(-1)	0.000764	0.043367	0.017616	0.9862
TUR	0.000371	0.159780	0.002319	0.9982
CO	0.003444	2.573496	0.001338	0.9989
CR	0.011418	2.268099	0.005034	0.9960

لفترات الإبطاء ARDL

GOV	-0.009337	1.638285	-0.005699	0.9955
INF	-0.043708	4.315373	-0.010128	0.9920
M	0.005290	3.531963	0.001498	0.9988
M(-1)	-0.042688	3.466247	-0.012315	0.9903
PE	0.004772	0.288144	0.016563	0.9870
PE(-1)	-0.008362	0.385568	-0.021689	0.9829
C	1.202793	202.3171	0.005945	0.9953
RESID(-1)	-0.028968	0.256593	-0.112894	0.9114
R-squared	0.000749	Mean dependent var		-5.30E-13
Adjusted R-squared	-0.645825	S.D. dependent var		33.32980
S.E. of regression	42.75870	Akaike info criterion		10.64253
Sum squared resid	31081.21	Schwarz criterion		11.20830
Log likelihood	-142.3166	Hannan-Quinn criter.		10.81972
F-statistic	0.001159	Durbin-Watson stat		2.009585
Prob(F statistic)	1.000000			

المصدر: مخرجات برمجية 10 Eviews

ويظهر من خلال هذا الجدول أن النموذج لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين حيث أن قيم الاحتمالية الخاصة باختبار Chi-sq والتي تساوي 0.2965 تتعدى مستوى المعنوية 5% مما يؤدي إلى رفض الفرض الصفري (عدم ثبات التباين)، وبالتالي فإن المعلمات المقدرة تتميز بالكفاءة مما يعطي نتائج موثوقة فيما تعلق باختبار الفرضيات، وما يمكن استنتاجه من هذه الاختبارات أنها أثبتت صلاحية النموذج للتفسير هناك استقرار وانسجام في النموذج في 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 أسعار النفط العالمية، بينما نجد تأثير سلبي للمعروض النقدي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، في حين نجد عدم وجود دلالة إحصائية لباقي المتغيرات.

#### 4. الخاتمة:

بحثت هذه الدراسة في تحديد أثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في السعودية، على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع خلال الفترة (1992-2019)، من خلال استخدام مقارنة الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)، إذ توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير للسيولة التي يوفرها سوق الأسهم على النمو الاقتصادي في السعودية خلال فترة الدراسة، حيث نجد عدم وجود دلالة إحصائية لمعدل الدوران على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

#### • النتائج : انطلاقاً من الدراسة سالف الذكر يمكن تقديم جملة من الاستنتاجات:

- توصلت النتائج إلى أن سيولة سوق الأسهم السعودي لا تؤثر في الناتج المحلي الإجمالي ونصيب الفرد منه، حيث أن تركيز حركة التداول في البورصة في عدد قليل من الأسهم، يعيق تعبئة الموارد المالية والنمو الاقتصادي.
- كما تشير النتائج إلى أن تركيز نشاط السوق في عدد محدد من الشركات يعيق عمل الشركات الصغيرة ومساهمتها في النشاط الاقتصادي، ونجد كذلك بأن أغلبية الشركات الأجنبية المدرجة في البورصة لا تمتلك مقاراً إقليمية أو دولية لها في المملكة، وبالتالي فإن استثمار هذه الشركات الأجنبية كان استثمار مالي، ولم يحدث أي أثر على التوظيف أو جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية والاقتصاد الحقيقي.



- تبين النتائج عدم وجود تناسق بين السياستين المالية والنقدية في المملكة إضافة الى ضيق السوق النقدي وتفشي ظاهرة الاكتناز، فزيادة المعروض النقدي أثر سلبيا على النمو الاقتصادي ، كما توصلت الى عدم وجود تأثير لنسبة الائتمان المحلي الخاص من الناتج المحلي الاجمالي على النمو الاقتصادي.
- يتضح بأن المملكة وجهت الانفاق الحكومي بنسب كبيرة نحو تمويل قطاعات غير منتجة، حيث لم يحدث الانفاق الحكومي أي أثر على الناتج المحلي الاجمالي ونصيب الفرد منه.
- توصلت النتائج كذلك الى أن الاقتصاد السعودي هو اقتصاد ريعي نفطي، حيث يعتمد بشدة على العوائد النفطية في تعزيز الناتج المحلي الاجمالي ونصيب الفرد منه مقارنة بالقطاعات الاخرى.
- **التوصيات:** بناء على هذه النتائج، يمكن إعطاء جملة من التوصيات التالية:
- نبغي أن يسعى واضعو السياسات إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة، وجذب الشركات الاجنبية مع اشتراط أن تكون لها مقار إقليمية في السعودية، ورفع القيود على حركة رؤوس الأموال.
- ضرورة تفعيل سوق الأوراق المالية وتعميق الوعي الادخاري والاستثماري لدى المواطنين، وتشجيع المستثمرين المؤسساتيين على الاستثمار في الادوات المالية المدرجة في البورصة.
- ضرورة ادخال التكنولوجيا المالية في تعاملات البورصة، من خلال الرقمنة والابتكار وتحسين وظائف البورصة، وبما يتوافق ومتطلبات أسواق الاوراق المالية المعاصرة.
- أهمية توفير أدوات مالية تسمح للمستثمرين الصغار للدخول للبورصة، والمساهمة في الاقتصاد الحقيقي.

## 5. المراجع:

### ❖ المراجع باللغة العربية:

### المؤلفات:

- محمد حسين وجدي، "نشاط التصدير والانماء الاقتصادي بالبلدان النامية: مع دراسة خاصة لحالة الاقتصاد المصري"، (الإسكندرية: دار الجامعات المصرية، 1973)، ص26.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الاوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، (مصر، دار الفكر الجامعي 2008)، ص213، 214.

### الاطروحات:

- جبار شوقي، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ام بواقي، 2015، ص100، 99، 102.
- صارة زعيتري، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية مقارنة مع بعض الدول العربية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة زيان عاشور، الخلفة، 2019، ص71.

- شنانة جوهره، أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2017، ص 90.

### المواقع الإلكترونية

- مؤسسة النقد العربي السعودي. "التقرير السنوي". متوفر على الموقع:  
[http://www.sama.gov.sa /ar-sa/ Economic/Report/](http://www.sama.gov.sa/ar-sa/Economic/Report/). Pdf. 15/12/2020
- جلال خشيب، النمو الاقتصادي، متوفر على الموقع:  
<http://www.Alukah.net> 15/12/2019

❖ المراجع باللغة الأجنبية:

### Articles

- BOGDAN, Siniša, BAREŠA, Suzana, et IVANOVIĆ, Saša, (2012) Measuring liquidity on stock market: Impact on liquidity ratio. Tourism and hospitality management, vol. 18, no 2, p. 183-193.p183.
- SARR, Abdourahmane et LYBEK, Tonny, (2002) Measuring liquidity in financial markets, p05.
- Pesaran, M., & AL. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. Journal of applied econometrics, 16(03), pp. 289-326