

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي.

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

الموضوع :

دور الأسواق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية

-دراسة حالة البحرين وماليزيا-

إعداد الطالبتان:

-تسعديت شلوش

-فايزة غبوي

تمت المناقشة يوم: 2019/09/21 أمام اللجنة المكونة من:

أ/ بومصباح صافية.....رئيساً

د/ بن معتوق صابر.....مشرفاً

د/ بوعيطة عبد الرزاق.....مناقشاً

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# إهداء

أهدي هذا العمل إلى:

إلى الوالدين الكريمين - حفظهما الله -

إلى إخوتي وأخواتي وذويهم

إلى كل الأصدقاء خاصة ريمة

إلى كل طالب علم ومحِب للمعرفة.

# إهداء

أهدي هذا العمل إلى:

إلى أبي وأمي - حفظهما الله -

إلى إخوتي

إلى كل أفراد العائلة

إلى أعز صديقاتي سارة وفايزة.

# تُشكرات

نشكر الله عز وجل الذي وفقنا لإتمام هذا العمل الذي يعتبر قطرة من بحر،  
ونتمنى أن تتمالا استفادة منه من بعدنا

ونتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ الفاضل بن معتوق صابر الذي أشرف على هذا العمل

بتوجيهاته ونصائحه القيمة، كما نشكر كذلك كل من علمنا من الطور الابتدائي إلى

الجامعي.

إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل المتواضع.

فهرس المحتويات

الإهداء

التشكرات

فهرس المحتويات

فهرس الجداول والأشكال

أ-د ..... مقدمة عامة

**الفصل الأول: الأسواق المالية الناشئة والتنمية الاقتصادية**

07 ..... تمهيد

**المبحث الأول: الأسواق المالية الناشئة**

08 ..... **المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية**

10-08 ..... الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية وتقسيماتها

10 ..... الفرع الثاني: وظائف وأهمية الأسواق المالية

11 ..... **المطلب الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة**

12-11 ..... الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة

14-12 ..... الفرع الثاني: خصائص ومعايير تصنيف الأسواق المالية الناشئة

15-14 ..... الفرع الثالث: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة ومحددات نموها

18-16 ..... الفرع الرابع: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية الناشئة ومؤشرات

..... الفرع الخامس: حوافز ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة

**المبحث الثاني: مدخل مفاهيمي حول التنمية الاقتصادية**

20 ..... **المطلب الأول: مفهوم التنمية الاقتصادية**

21-20 ..... الفرع الأول: تعريف وعناصر التنمية الاقتصادية

22-21 ..... الفرع الثاني: أبعاد التنمية الاقتصادية

22 ..... **المطلب الثاني: متطلبات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية**

22 ..... الفرع الأول: متطلبات التنمية الاقتصادية

23-22 ..... الفرع الثاني: استراتيجيات التنمية الاقتصادية

23 ..... **المطلب الثالث: نظريات ومؤشرات التنمية الاقتصادية**

24-23 ..... الفرع الأول: نظريات التنمية الاقتصادية

25	..... الفرع الثاني: مؤشرات التنمية الاقتصادية
26	..... <b>المطلب الرابع:</b> أهداف ومعوقات التنمية الاقتصادية
26	..... الفرع الأول: أهداف التنمية الاقتصادية
27-26	..... الفرع الثاني: معوقات التنمية الاقتصادية
<b>المبحث الثالث: فعالية الأسواق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية</b>	
27	..... <b>المطلب الأول:</b> تعبئة المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال
28-27	..... الفرع الأول: تعبئة المدخرات وتوفير السيولة
28	..... الفرع الثاني: استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية
28	..... <b>المطلب الثاني:</b> تقليل التضخم وتحديد هيكل أسعار الفائدة
28	..... الفرع الأول: تقليل الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية
28	..... الفرع الثاني: إيجاد آلية مناسبة لتحديد هيكل أسعار الفائدة
29	..... <b>المطلب الثالث:</b> الإفصاح المالي والعمل على تقليل المخاطر المالية
29	..... الفرع الأول: تفعيل مبدأ الإفصاح المالي
30-29	..... الفرع الثاني: إدارة وتقليل المخاطر المالية
<b>خلاصة الفصل</b>	
<b>الفصل الثاني: دراسة تجرئتي السوق المالي البحرئني والسوق المالي المالئزي</b>	
<b>في تحقيق التنمية الاقتصادية</b>	
33	..... تمهيد
<b>المبحث الأول: دراسة تجربة السوق المالي البحرئني</b>	
34	..... <b>المطلب الأول:</b> نبذة عن دولة البحرئن
35-34	..... الفرع الأول: تعريف مملكة البحرئن
36-35	..... الفرع الثاني: الاقتصاد البحرئني
36	..... <b>المطلب الثاني:</b> السوق المالي البحرئني
36	..... الفرع الأول: نشأة وتطور السوق المالي البحرئني
37	..... الفرع الثاني: إدارة السوق وشروط الإدراج فئها
38	..... الفرع الثالث: وظائف وأهداف السوق
38	..... الفرع الرابع: الهئئة الرقابئة على السوق المالي البحرئني

39	المطلب الثالث: واقع السوق المالي البحريني ودوره في التنمية الاقتصادية.....
40-39	الفرع الأول: القيمة السوقية للسوق المالي البحريني .....
41-40	الفرع الثاني: الإدراجات في سوق البحرين للأوراق المالية .....
43-41	الفرع الثالث: تداول الأسهم في سوق البحرين للأوراق المالية.....
45-44	الفرع الرابع: الناتج المحلي الإجمالي في البحرين .....
46-45	الفرع الخامس: أداء مؤشرات السوق المالي البحريني .....
	المبحث الثاني: دراسة تطبيقية على السوق المالي الماليزي.
47	المطلب الأول: نبذة عن دولة ماليزيا.....
48-47	الفرع الأول: التعريف بدولة ماليزيا .....
49-48	الفرع الثاني: التجربة التنموية الماليزية.....
49	المطلب الثاني: السوق المالية الماليزية.....
50-49	الفرع الأول: مفهوم السوق المالي الماليزي .....
52-50	الفرع الثاني: أقسام ووظائف السوق المالي الماليزي .....
	الفرع الثالث: الجهات الرقابية على السوق المالي الماليزي.....
53	المطلب الثالث: واقع السوق المالي الماليزي ودوره في التنمية الاقتصادية.....
54-53	الفرع الأول: القيمة السوقية للسوق المالي الماليزي .....
55-54	الفرع الثاني: الشركات المدرجة في السوق المالي الماليزي.....
57-56	الفرع الثالث: اصدارات ماليزيا بين الصكوك والسندات.....
59-57	الفرع الرابع: الأسهم المدرجة في السوق المالي الماليزي.....
60-59	الفرع الخامس: الناتج المحلي الاجمالي في ماليزيا.....

خلاصة الفصل

الخاتمة العامة

قائمة المراجع




قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
35	معلومات تعريفية بمملكة البحرين	01
36	أهم المؤشرات الاقتصادية لدولة البحرين لعام 2019.	02
39	تطور القيمة السوقية لبورصة البحرين خلال الفترة (2008-2018).	03
40	الإدراجات في سوق البحرين خلال الفترة (2008-2018).	04
41	تطور حركة تداول الأسهم في سوق البحرين خلال فترة (2008-2018).	05
44	تطور الناتج المحلي الإجمالي في البحرين خلال الفترة (2008-2018).	06
45	أداء مؤشرات سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2018).	07
47	أهم المعطيات العامة والاقتصادية لماليزيا.	08
48	أهم المؤشرات الاقتصادية لدولة ماليزيا لعام 2019.	09
53	تطور القيمة السوقية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2008-2018).	10
55	تطور عدد الشركات المدرجة المحلية في بورصة ماليزيا خال الفترة (2008-2018).	11
56	تطور قيمة إصدارات ماليزيا بين الصكوك والسندات المحلية خلال الفترة (2008-2018).	12
58	تطور الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة (2008-2018).	13
59	تطور الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال الفترة (2008-2018).	14

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
39	تطور القيمة السوقية لبورصة البحرين خلال فترة (2008-2018).	01
42	تطور قيمة الأسهم المتداولة في بورصة البحرين خلال فترة (2008-2018).	02
42	تطور كمية الأسهم المتداولة في بورصة البحرين خلال فترة (2008-2018).	03
43	تطور حجم الصفقات المتداولة في بورصة البحرين خلال فترة (2008-2018).	04
44	تطور الناتج المحلي الإجمالي في البحرين خلال (2008-2018).	05
46	تطور أداء مؤشرات سوق البحرين للأوراق المالية خلال فترة (2008-2018).	06
54	تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال (2008-2018).	07
55	تطور عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال (2008-2018).	08
56	تطور قيمة إصدار الصكوك والسندات في ماليزيا خلال (2008-2018).	09
58	تطور الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال (2008-2018).	10
59	تطور حجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال (2008-2018).	11



# مقدمة عامة

## مقدمة عامة

إن التحولات الاقتصادية التي طرأت على العالم بأجمعه أصبحت تفرض مواكبة ما يحدث من تطورات وتغيرات هيكلية في الاقتصاد العالمي والبحث عن الطريق المناسب لتحقيق النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، ولعل أسرع ما حصل من التحولات تلك التي شهدتها الجانب المالي عن طريق ظهور مؤسسات مالية تمويلية جديدة تتقدم مع تقدم المشاريع وتكبر لتستوعب ضخامتها ورؤوس أموالها، والتي نجد من أهمها الأسواق المالية.

تعتبر الأسواق المالية سواءً منها المتقدمة أو النامية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، نظراً لما تقوم به من وظائف ومهام، والمتثلة أساساً في ربط قطاعات الفئات المالي بقطاعات العجز، حيث تمثل حلقات نماء القطاع المالي في أي دولة، مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفئات ومصدراً حيوياً لتمويل قطاعات العجز، فأصبحت الوسيلة المناسبة لتمويل خطط التنمية الاقتصادية والتوجيه السليم للموارد وتوفير السيولة اللازمة لها.

ومع تبني الدول لخيار التمويل عن طريق السوق المالية كان ضرورة حتمية خاصة في الدول النامية، وذلك لضعف اقتصادياتها، فظهرت أسواق في هذه الدول سجلت اسمها في وسط الأسواق المالية كما زادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، أطلق عليها مصطلح أسواق مالية ناشئة، حيث استقطبت هذه الأخيرة تدفقات مالية ضخمة، إذ تحولت من طبيعة القيود المصرفية إلى طبيعة الأوراق المالية، فشهدت بذلك هذه الأسواق نمواً كبيراً عزز من دورها في تمويل مشاريع التنمية والاقتصاد الوطني، ومن أهم هذه الأسواق التي حققت هذا النمو نجد دولة البحرين التي تعتبر بوابة الشرق الأوسط في استقطاب رؤوس الأموال والاستثمارات، بالإضافة إلى دولة ماليزيا التي اعتبرت تجربتها التنموية من أهم التجارب في العالم.

## أولاً: الإشكالية

باعتبار الأسواق المالية الناشئة حديثة العهد، والمرآة الكاشفة للحالة الاقتصادية للعديد من الدول النامية وعلى ضوء ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما مدى مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية في كل من مملكة البحرين وماليزيا؟

ويتفرع عن السؤال الرئيسي السابق الأسئلة الفرعية التالية:

1- ما هو مفهوم الأسواق المالية الناشئة؟ وما هي محددات نموها؟

2- ما هي علاقة الأسواق المالية الناشئة بالتنمية الاقتصادية؟

3- كيف تساهم الأسواق المالية في تحقيق التنمية في كل من البحرين وماليزيا؟

## ثانيًا: الفرضيات

بناءً على الإشكالية السابقة والأسئلة المتفرعة عنها ، نقدم الفرضيات التالية:

1-السوق المالي الناشئ هو مصطلح يطلق على سوق الدولة التي يمر اقتصادها بمرحلة التحول باتجاه اقتصاد السوق.

2-تعمل الأسواق المالية الناشئة على توجيه رؤوس الأموال عن طريق الأوراق المالية لتمويل خطط التنمية الاقتصادية.

3-إن تحقيق التنمية الاقتصادية في البحرين وماليزيا متعلق بتنمية وتفعيل الموارد المالية المتواجدة في أسواقها المالية.

## ثالثًا: أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في إبراز دور الأسواق المالية الناشئة في تمويل التنمية الاقتصادية وتعبئة المدخرات كنموذج معاصر، والتي تستهدف تحقيق التكامل المالي والاقتصادي وزيادة التدفقات النقدية، وإسقاط ذلك على كل من دولة البحرين وماليزيا.

## رابعًا: أهداف الدراسة

إن الغرض من تناول هذا الموضوع هو محاولة لتحقيق الأهداف التالية:

- ضبط المصطلحات للأسواق المالية الناشئة والتنمية الاقتصادية ؛
- معرفة العلاقة بين التنمية الاقتصادية والأسواق المالية الناشئة؛
- إبراز الدور الذي تلعبه الأسواق المالية الناشئة في كل من ماليزيا والبحرين في توفير الموارد المالية للنهوض بالتنمية الاقتصادية في هاتين الدولتين.

## خامسًا: أسباب اختيار الموضوع

هناك عدة أسباب دفعتنا لاختيار هذا الموضوع، نذكر منها:

- الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بأسواق المال؛
- الدراسة يدخل في إطار تخصصنا؛
- أهمية الأسواق المالية الناشئة في اقتصاد الدول النامية.

## سادسًا: الدراسات السابقة

1-دراسة بلال دبوز، بعنوان **فعالية الأسواق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير الأكاديمي في علوم التسيير جامعة العربي بن مهدي، أم البواقي، 2014. هدفت الدراسة إلى إبراز شروط ومتطلبات فعالية أسواق الأوراق المالية والدور الذي يمكن أن تؤديه في توفير الموارد المالية الضرورية للنهوض بالتنمية الاقتصادية، وخلصت إلى أن الأسواق المالية تعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وأن العديد من أسواق الأسهم العربية تعاني من غياب العدالة في الحصول على المعلومات

المهمة، أما سوق الأوراق المالية الجزائرية فإنها مازالت في مراحلها الأولى تسعى إلى التطور بالرغم من مواجهتها العديد من العراقيل وفي جميع المجالات، وأوصت الدراسة بتحفيز الادخار، وذلك من خلال الترتيب الادخارية، والاستمرارية والتوسع في برامج الخوصصة إذ تشكل عمليات الخوصصة أحد أهم المتطلبات التي يمكن من خلالها تعزيز التداول في الأوراق المالية.

2- دراسة صالحى هالة، بعنوان آليات اندماج وتفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية- دراسة حالة سوقى ماليزيا والبرازيل 1995-2012، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015. هدفت الدراسة إلى تحديد سبل التفاعل والاندماج الايجابي للأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية وكذلك تحليل تطور أداء الأسواق المالية الناشئة خاصة في أوقات الأزمات المالية ومدى فعالية ضوابط رأس المال والكشف عن العلاقة التي تربط هذه الأسواق مع الأسواق المالية العالمية، فقد خلصت الدراسة إلى أن الأسواق المالية الناشئة هي إلى حد بعيد أقل تدويلاً من تلك المتطورة، وأن العولمة المالية أثرت على مسار واتجاه النظام المالي العالمي الذي نتج عنه ظهور الأسواق المالية الناشئة، وبدراسة قياسية لعلاقة ارتباط بورصة كل من ماليزيا والبرازيل في الانفتاح والاندماج توصلت إلى أن بورصة البرازيل منفتحة على الأسواق المالية العالمية، وفي الأخير أوصت الدراسة بضرورة التنوع في الأدوات المالية المتاحة بحيث يمكن من خلالها إدارة التدفقات الأجنبية، وكذلك وضع قيود وسياسات للتحكم في الطلب على رؤوس الأموال الأجنبية.

3- دراسة مونية سلطان، بعنوان كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني- دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015. هدفت الدراسة إلى معرفة الدور الحقيقي الذي تلعبه الحوكمة في استقرار السوق المالي والحفاظ على كفاءته وكذلك التعرف على مختلف المؤشرات الاقتصادية التي بواسطتها نعرف إن كان السوق المالي الناشئ بصفة عامة والسوق المالي الماليزي بصفة خاصة يتمتع بالكفاءة وإبراز دور كفاءة سوق ماليزيا المالي في اقتصادها، فقد توصلت الدراسة إلى أن كفاءة الأسواق المالية الناشئة تتأثر بالأزمات سلبيًا وتتأثر بحوكمة الشركات إيجابًا وأن دور كفاءة سوق الأوراق المالية الماليزية يتمثل في تطوير اقتصادها، نتيجة الدور الرقابي الذي تمارسه هيئة سوق الأوراق المالية. وان ماليزيا سوقها متطور ولكن لا تتميز بالكفاءة التامة، ولكن تسعى جاهدة إليها. وفي الأخير أوصت الدراسة بان على الحكومة الماليزية أن تجعل سوقها للأوراق المالية تحكمه بالكامل مبادئ وأحكام شرعية لتفادي الوقوع في الأزمات فانه يساعدها إلى الوصول إلى مراتب عليا من الكفاءة.

4- دراسة بوعبد الله علي، بعنوان اثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014. هدفت الدراسة إلى التعرف على الأسواق المالية الناشئة وإعطاء صورة على الكفاءة ومؤشرات قياسها وتبيان أثر الأسواق المالية

الناشئة على استقرار الصرف، ومن خلال التحليل توصل الباحث إلى أن الأسواق الناشئة نجحت في دعم التنمية الاقتصادية من خلال زيادة الكفاءة وتخصيص رأس المال ونقل التكنولوجيا، كما كانت لها تأثيرات سلبية منها مساهمتها في حدوث العديد من الأزمات المالية المدمرة، وهناك علاقة تأثير وتأثر بين سوق الصرف وسوق الأوراق المالية من خلال نشاط سلوك الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية، وهذا ما تبين من خلال الأزمة الآسيوية 1997.

### سابعًا: منهج الدراسة

تم استخدام المنهج الوصفي والمنهج التحليلي نظرًا لطبيعة الموضوع المدروس، حيث تناولنا فيه وصف الجوانب النظرية للأسواق المالية الناشئة والتنمية الاقتصادية وكذلك تحليل أداء كل من السوق البحريني والسوق الماليزي ودورهما في تحقيق التنمية الاقتصادية.

### ثامنًا: هيكل البحث

للإجابة عن إشكالية البحث وانطلاقًا من الفرضيات التي تم صياغتها للوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة، قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين، حيث تناول الفصل الأول: الأسواق المالية الناشئة والتنمية الاقتصادية من خلال ثلاث مباحث، حيث تناول المبحث الأول الأسواق المالية الناشئة، من خلال عرض المفاهيم الخاصة بالأسواق المالية بصفة عامة، والإطار النظري للأسواق المالية الناشئة، من خلال التطرق لمفهوم وخصائص ومعايير تصنيف الأسواق المالية الناشئة، وكذلك إلى المنتجات المالية المتداولة فيها، وأيضًا حوافز ومخاطر الاستثمار في هذه الأسواق، في حين تعرض المبحث الثاني إلى مدخل مفاهيمي حول التنمية الاقتصادية، حيث تناول أهم المفاهيم المتعلقة بالتنمية الاقتصادية، أما في المبحث الأخير تطرقنا إلى فعالية الأسواق المالية الناشئة في التنمية الاقتصادية وإبراز العلاقة بينهما.

أما الفصل الثاني خصصناه للإطار التطبيقي، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، تناولنا فيهما دراسة تطبيقية على السوق المالي البحريني والماليزي، وذلك من خلال التطرق إلى كل من الاقتصاد البحريني والماليزي، وكذلك إلى الأساس النظري لكل من السوق المالي البحريني والماليزي والهيئات الرقابية، وأيضًا إلى واقع كل من السوقين في تحقيق التنمية الاقتصادية.



# الفصل الأول



## تمهيد

حظيت الأسواق المالية بأهمية كبيرة سواءً من طرف الدول المتقدمة أو النامية، وهذا لما توفره من ميكانزمات وما تقوم به من دور هام في حشد مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية مختلفة. ولقد شهدت الدول النامية تطورات هامة في اقتصادياتها، خاصة على مستوى أسواقها المالية وهذا لأهمية الدور الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية. حيث أصبح اهتمام هذه الدول متزايد في جلب الموارد وتوفير التمويل وتوجيه المدخرات، مما أدى إلى ضرورة الاهتمام الفعال بالأسواق المالية المتواجدة بها لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والدفع بعجلة التنمية الاقتصادية.

من خلال هذا الفصل سوف نتطرق إلى دراسة الأسواق المالية بصفة عامة والأسواق المالية الناشئة بصفة خاصة وعلاقتها بالتنمية الاقتصادية، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، وهي كالتالي:

**المبحث الأول: الأسواق المالية الناشئة؛**

**المبحث الثالث: مدخل مفاهيمي حول التنمية الاقتصادية؛**

**المبحث الرابع: فعالية الأسواق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية.**

## المبحث الأول: الأسواق المالية الناشئة

من خلال هذا المبحث سوف نتعرف على الأسواق المالية وظائفها وأهميتها، والاطار النظري للأسواق المالية الناشئة.

### المطلب الأول: أساسيات حول الأسواق المالية

تعتبر السوق المالية المرآة العاكسة للوضع الحقيقية للاقتصاد الذي تتواجد به.

### الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية وتقسيماتها

#### أولاً: مفهوم الأسواق المالية

للأسواق المالية عدت تعاريف نذكر منها:

- السوق المالي هو السوق الذي تُباع وتشتري به الأوراق المالية، ويعتبر من الأسواق الحديثة مقارنة مع أسواق السلع الأخرى، إلا أنها أظهرت نوعاً من التنظيم، والإمكانات العالية، ويعود ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه الأسواق.<sup>1</sup>

- السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائضة من الاتصال الدائم مع الأطراف التي لديها عجز في الأموال، حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة.<sup>2</sup>

- السوق المالي هو السوق الذي يتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.<sup>3</sup> ومنه نستخلص أن السوق المالية هي ذلك المجال الذي يتم فيه الجمع بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الفائض المالي، وتعمل على توفير التمويل للاقتصاد ككل.

ومن خلال التعاريف السابقة نجد أن هناك مجموعة من الخصائص للأسواق المالية تتميز بها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:<sup>4</sup>

- تتسم الأسواق المالية بتداول الأوراق المالية، الأمر الذي أكسبها أهمية بالغة، خاصة من الناحية التمويلية للمشروعات الإنتاجية قيد التأسيس أو القائمة التي تحتاج السيولة الكافية المرتبطة بفترات السداد المناسبة؛

- تتسم الأسواق المالية بعوائد مرتفعة نسبياً، وبذلك استقطبت اهتمام المستثمرين بهدف الحصول على فوائد أكبر من خلال فروق الأسعار؛

<sup>1</sup> وليد صاني، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، ط1، 2009، ص 16.

<sup>2</sup> عبد الغفور دادن، تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي-دراسة حالة السوق المالي للإمارات المتحدة والجزائر-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2015-2016، ص 14.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية-أسواق رأس المال-البورصات-شركات الاستثمار-، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 30.

<sup>4</sup> سميحة بن مياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 15.

-على الرغم من أن الأدوات التمويلية للأسواق المالية ذات عوائد كبيرة نسبياً، خاصة أسواق رأس المال إلا أنها تتسم بدرجة مخاطرة عالية جداً مقارنة بالأسواق النقدية، وذلك لكونها أدوات استثمار طويلة الأجل مما يولد مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية.

## ثانياً: تقسيمات الأسواق المالية

يتم تقسيم الأسواق المالية إلى قسمين أساسيين، هما سوق النقد وسوق رأس المال.

### 1- سوق النقد

تتمثل سوق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية قصيرة الأجل، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن سنة، ويكون إقراض الأموال لأجل قصير بهدف استثمار الأموال المتاحة لفترة مؤقتة أيضاً، وبعبارة أخرى فإن سوق النقد تمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل.<sup>1</sup> فالسوق النقدي إذاً هو السوق الذي يتم فيه تداول أدوات استثمار قصير الأجل، مثل أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع وغيرها.<sup>2</sup>

### 2- سوق رأس المال

سوق رأس المال هي الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل، والطلبين أو المقترضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين.<sup>3</sup> كما يعرف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال، ويتكون هذا السوق من شكلين:<sup>4</sup>

#### الشكل الأول: أسواق حاضرة

وهي الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) وأحياناً يُطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل قيمة الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة، فالسوق المنظم على عكس السوق غير المنظم يتميز بأن له مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو بالشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، 1993، بدون ذكر البلد، بدون سنة، ص 40.

<sup>2</sup> ماهر كنج شكري، المالية الدولية-العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق-، دار الجامعة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2004، ص 65.

<sup>3</sup> مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار الكنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005، ص 61.

<sup>4</sup> عبد الغفار وآخرون، مرجع سابق، 2006، ص 31.

<sup>5</sup> منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مركز الدلتا للطباعة، مصر، 2002، ص 493.

## الشكل الثاني: أسواق آجلة

ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضا تتعامل في الأسهم والسندات، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آتيا على أن يستلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

## الفرع الثاني: وظائف وأهمية الأسواق المالية

للأسواق المالية عدة وظائف، كما تلعب دورا هاما في النشاط الاقتصادي من تعبئة المدخرات، توجيه الموارد وغيرها.

## أولا: وظائف السوق المالي

يمكن إيجاز بعض وظائف الأسواق المالية من خلال م ايلي:<sup>1</sup>

- إيجاد المال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية الذين تزيد إيراداتهم على نفقاتهم ولا يجدون الخبرة الكافية لتشغيلها؛

- توفير التمويل اللازم لأصحاب المشروعات والاستثمارات المختلفة؛

- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

## ثانيا: أهمية السوق المالي

تكمن أهمية الأسواق المالية في الدور الرئيسي الذي تلعبه في الموازنة بين وحدات الفائض ووحدات العجز أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها و القطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال أو الموارد. كما تساعد في جذب رؤوس أموال أجنبية وفي تمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية بطرح أسهم وسندات المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها، كذلك تعتبر وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي يعاني منها الكثير من القطاعات والمستثمرين المتمثلة في عدم مقدرة البنوك على منح الائتمان، بالإضافة إلى أنها تلعب دورا هاما في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعا وشراء مما له أثر في تنمية ثروتهم.<sup>2</sup>

انظر:

<sup>1</sup> صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2011، ص 84-87.

-أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية -دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد خاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، العراق، 2013، ص 162.

<sup>2</sup> -دارين وشاح وشاح، دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2009، ص 15.

كما يساعد السوق المالي على منح القروض بشروط مناسبة وتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخاصة.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية الناشئة

لقد نجحت الأسواق المالية الناشئة إلى حد بعيد في عملية تعبئة المدخرات واجتذاب المستثمرين الدوليين، وهي أسواق برزت خلال العشريتين الماضيتين كأحد الأقطاب المهمة في الاقتصاد العالمي والمؤثرة على هيكل تدفقات رؤوس الأموال دولياً.

### الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة

ظهر مصطلح الأسواق المالية الناشئة في أوائل الثمانينات عندما قررت البلدان النامية دفع اقتصادياتها نحو اقتصاد السوق.<sup>2</sup> وتم استخدامه لأول مرة سنة 1981 من طرف الشركة المالية الدولية التي أطلقتته على أسواق الأوراق المالية التي يكون حجمها أو نشاطها أو مستوى تطورها في نمو متزايد.<sup>3</sup>

في الحقيقة لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة، فهناك عدة تعاريف نذكر أهمها:

-الأسواق المالية الناشئة هي الأسواق التي تأسست حديثاً نتيجة الحاجة الماسة للتحويلات الاقتصادية التي يشهدها العالم ومنذ ثلاثة عقود من الزمن ولاسيما في الدول النامية، مما يؤشر حداثة هذه الأسواق في أعرفها وتقاليدها المالية.<sup>4</sup>

-الأسواق المالية الناشئة هي مجموع الأسواق المتواجدة بالدول النامية، تشترك جميعها بارتفاع عوائد الاستثمار فيها، ارتفاع تقلبات أسعارها، تمثل فرصاً لتنويع الربح بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المتقدمة.<sup>5</sup>

-الأسواق المالية الناشئة هي سوق الأوراق المالية التي تمر بمرحلة انتقالية، وبعبارة أخرى هي السوق الذي ينمو في حجم ونشاط ومستوى التطور.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> -حسن علي خريوش، الأسواق المالية-مفاهيم وتطبيقات-، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 17.

<sup>2</sup> Duc khuongnguyen ,**liberqlisqtionfinancière et marchés émergents**-collection l'esprit économique-L'harmattan, 2008, p 19.

<sup>3</sup> سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية البلدان الناشئة-حالة أسواق الأوراق المالية العربية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2004، ص 44.

<sup>4</sup> سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، بدون ذكر البلد، 2017، ص 35.

<sup>5</sup> حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2004، ص 3.

<sup>6</sup> -benjamin Ndoug, **les marchés boursiers émergent** Edition Rublibook, 2011,p77.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن الأسواق المالية الناشئة هي السوق المالية الموجودة في اقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق ذاته، ويمكن أن نطلق على سوق مالي لفظ سوق ناشئ إذا انطبق عليه على الأقل أحد المعيارين التاليين:<sup>1</sup>

-إذا وجدت هذه السوق في اقتصاد نام؛

-إذا كانت السوق ذاتها في حالة نمو.

وبالتالي فان الأسواق المالية الناشئة هي أسواق مالية حديثة النشأة، تتواجد بالدول النامية وتتميز بتحقيق عوائد مرتفعة للمستثمرين وبأقل تكلفة.

### الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة ومعايير تصنيفها

للأسواق المالية الناشئة عدة خصائص وتصنيفات، نستعرض أهمها في هذا المطلب.

#### أولاً: خصائص الأسواق المالية الناشئة

تتسم غالبية الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من المميزات، منها ما يأتي:

**1-صغر حجم السوق:** يعكسه كل من مؤشر رسملة البورصة ومؤشر عدد الشركات المسجلة في السوق، وعلى الرغم من تحقيق بعض الأسواق معدلات جيدة وارتفاع مؤشراتها إلى أكثر من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة إلا أنها تبقى متميزة بنوع من الحجم المتواضع.<sup>2</sup>

**2-التركيز:** يعني هذا المؤشر مدى مساهمة الشركات العشرة الأولى (أو 3-5 شركات كما يرى البعض الآخر) في رسملة البورصة، ويعني أيضا تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين أو المستثمرين، حيث قد تكون شركات عائلية مغلقة مقيدة في السوق المعنية، أي يمكن قياس مستوى التركيز بالنظر إلى القيمة السوقية للأسهم الكبرى المقيدة.

**3-نقص التنظيم وضعف الإدارة:** فحسن سير تلك الأسواق وغيرها لا يتوقف فقط على الكفاءات و الاطارات التي تتوافر عليها فحسب، وإنما يتوقف أيضا بصورة غير مباشرة على مدى توفر المعلومات الدقيقة عن الشركات المقيدة، الطرق المحاسبية، القوانين المتعلقة بحماية المدخرين وغيرها من العوامل التي لو توفرت لكافة المتعاملين لزادت إلى حد ما من كفاءة تلك الأسواق، وكل هذا من مهام إدارة الأسواق المالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مريم عديلة، بن شرشار عز الدين، دور صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في الدفع من أداء الأسواق المالية الناشئة-دراسة حالة سوق الأسهم السعودي-، فيالمؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة-الجزائر، 17-18 نوفمبر 2015، ص 12.

<sup>2</sup> رشا كهيبة، شكري معمر سعاد، انعكاسات حوكمة الشركات على الأسواق المالية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة-الجزائر، العدد الثالث، جوان 2016، ص 148.

<sup>3</sup> -محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال-الهيكل، الأدوات، الإستراتيجيات-، دار الهدى عين مليلة، ط1، 2011، ص 678-680.

**4-التذبذب:** يعرف التذبذب بأنه التغيرات التي تحدث على مستوى العوائد في مستوى الأوراق المالية، قد يتعلق بمعلومات جديدة، وأن ما يميز الأسواق الناشئة هو شدة التذبذب وعدم فعالية الأسعار، وهذا قد يؤدي إلى عدم استقرار عائدات السوق وارتفاع درجة المخاطرة.<sup>1</sup>

**5-التطور السريع:** تسجل الأسواق الناشئة في فترة وجيزة نموا كبيرا جدا في عدد الشركات المدرجة بها، وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها أسواق تزامنت في انشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج خصوصية واسعة.<sup>2</sup>

بالإضافة إلى أن بعض هذه الأسواق تعتبر جاذبة للاستثمارات الخارجية خاصة في المنطقة العربية كون معدلات الفائدة فيها منخفضة والعائدات الاستثمارية مرتفعة مع غيرها من الأسواق.<sup>3</sup>

### ثانياً: تصنيف الأسواق المالية الناشئة

يمكن تصنيف الأسواق المالية الناشئة ضمن مجموعتين:<sup>4</sup>

#### 1-الأسواق الناشئة الأكثر تقدماً:

هذه المجموعة تضم أسواق بلدان عدة مثل: ماليزيا، المكسيك، كوريا الجنوبية، تجمعها بعض الخصائص المشتركة مع الأسواق المتطورة، والتي هي:

-معدلات تضخم منخفضة؛

-استقرار نسبي في أسعار الصرف، أنظمة مالية و مصرفية متطورة؛

-سهولة التوجه إلى الأسواق الدولية للأسهم و السندات؛

-استخدام تقنيات متطورة نسبياً في كافة العمليات الواقعة على الأوراق المالية.

حيث أسواق هذه المجموعة لا يمكن أن تشبه بأسواق البلدان المتقدمة، ولا زالت أمامها مراحل من التقدم يجب إن تجتازها، لذلك فهي شديدة الحساسية على الظروف الاقتصادية السائدة، لابل أنها عرضة على وجهائمتقلباتحاداً في الأسعار، كما أن المشروعات المحلية ليستفي معظمها مؤهلة رأسياً لتلبية الشروط الخاصة بالتسعير(نشر المعلومات الحاسبية والمالية، التقيد بالقواعد الحاسبية) بل يقتصر التسعير أحياناً في هذه الأسواق على كبريات الشركات الدولية والشركات المتعددة الجنسيات.

<sup>1</sup> -محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر-العوائد و المخاطر-، حمير للنشر والترجمة، بدون ذكر البلد، 2018، ص 252.

<sup>2</sup> -هاجر يحي، سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية في إطار مبادئ سنتياغو-دراسة حالة الانتقال من صندوق ضبط الموارد إلى صندوق سيادي في الجزائر-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة فرحات عباس-الجزائر، 2019-2017، ص 86.

<sup>3</sup> -جهاد عودة، مقدمة في العلاقات الدولية المتقدمة-السياسات الدولية والإستراتيجية-، المكتب العربي للمعارف، بدون ذكر البلد، 2014، ص 359.

<sup>4</sup> -مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني(دراسة حالة بورصة ماليزيا). أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2014-2015، ص 46-47.

## 2- الأسواق الحديثة الناشئة أو تلك التي تعاني من الركود

ينطبق هذا المصطلح على أسواق جميع البلدان التي لا يمكن أن تعتبر اقتصادها متقدماً، ومميزات الأسواق الحديثة الناشئة والأسواق الراكدة أنها أسواق البلدان النامية، وأسواق بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وأسواق البلدان التي ظهرت على إثر سقوط الاتحاد السوفياتي السابق، وكذلك أسواق بعض البلدان الاشتراكية في آسيا فان النتائج التي حققتها هذه البلدان كانت على وجه عام غير مرضية، كما أن توجهها نحو تدفقات رؤوس الأموال الدولية كان محدوداً أيضاً، هذه الأسواق المالية هي إجمالاً في مرحلة نشوء حيث يبدو حجم الاقتصاد الوطني متواضع فيها، وهذا بدوره ينعكس سلباً على حجم العمليات.

### الفرع الثالث: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة ومحددات نموها

على الرغم من الطبيعة الخاصة لكل سوق من الأسواق الناشئة إلا أنه من الممكن تصور وصف عام تمر به مراحل نمو جميع الأسواق الناشئة، وقد تختلف كل مرحلة من تلك المراحل وفق الوضع الدولي الاقتصادي والإطار العام لعملية نمو هذه الأسواق بها.

### أولاً: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

هناك أربعة مراحل أساسية تمر بها الأسواق الناشئة خلال عملية النمو وهي:<sup>1</sup>

#### -مرحلة البداية:

تتصف الأسواق الناشئة بقلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار مع ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة وتتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع، الأمر الذي يجعلها تجذب بعض المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى.

#### -مرحلة النمو:

يرتفع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم كما يتم البدء في تطوير اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرصة أكبر لتحقيق الربح وثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي.

#### -مرحلة التطور:

تصبح عوائد السوق مرتفعة وأقل تقلباً مع الزيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرّة وتزداد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح أولى إصداراتها للجمهور، الأمر الذي يخلق مزيداً من الوساطة المالية الناجحة وقد تدفع الحاجة إلى تقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> صالحى هالة، آليات اندماج وتفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية-دراسة حالة ماليزيا والبرازيل-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2015-2016، ص 72-73.



## -مرحلة النضج:

وهي المرحلة النهائية والتي تعبر عن النضج وتتميز بما يلي:

-ارتفاع درجة السيولة فيها بدرجة كبيرة؛

-استقرار السوق ونموه؛

وكذلك يزداد اتساع السوق المالي كما تنخفض علاوة المخاطر للأوراق المالية في كثير من الاقتصاديات مؤشر للحالة الاقتصادية كما تعكس درجة ثقة المستثمرين الاجانب في اقتصاد الدولة.

## ثانياً: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة

ترجع أسباب النمو في الأسواق المالية الناشئة وزيادة قدرتها على جذب الاستثمارات الأجنبية بمعدلات كبيرة إلى نوعين من العوامل نستعرضها فيما يلي:

### 1-العوامل الداخلية

وهي مجموعة السياسات الاقتصادية، التي تحكم صانعي السياسة في الدول النامية، والتي من شأنها أن تساعد على جذب الاستثمارات إلى الأسواق الناشئة، وتمثل هذه العوامل في:<sup>1</sup>

-سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها معظم الدول النامية لتوفير المناخ الملائم لنمو الأسواق الناشئة، وتهدف أساساً هذه السياسات إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، مع زيادة دور القطاع الخاص؛  
-ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض الدول النامية مثل: كوريا واندونيسيا، والتي حققت معدلات نمو أعلى من بعض الدول الصناعية المتقدمة؛

-إصلاح القطاع المالي حيث يُعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق المالية الناشئة، والمتمثل في قيام بعض الدول النامية بتحرير أسعار الفائدة والتخلي عن الائتمان الموجه، وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات.

### 2-العوامل الخارجية

تعتبر العوامل الخارجية والتي يسميها البعض عوامل الدفع من المحددات المهمة لنمو أسواق الأوراق المالية الناشئة، وتمثل هذه العوامل في:<sup>2</sup>

-انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، وقد حفز هذا الانخفاض المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة الاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة ذات العائد المرتفع؛  
-الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدته الدول الصناعية في أوائل التسعينات؛

<sup>1</sup>عباسية تونس، عبد المالك مهري: الأسواق المالية الناشئة في ظل العولمة المالية بين خيارى التكيف والتأقلم أو التقوقع والانعزال، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي. جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة-الجزائر، 17-18 نوفمبر 2015، ص 06.

<sup>2</sup>مونية سلطان، مرجع سابق، ص 52-53.

-التغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي تمت من أجل المزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات لتقليل القيود المالية في الدول الصناعية؛

-الاتجاه نحو زيادة التنوع الدولي لمحفظة الأوراق المالية للمستثمرين ذوي الطابع المؤسسي مثل شركات التأمين؛  
-تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة أدى إلى تحسين كفاءتها، وهذا نتيجة الاحتكاك والاتصال المباشر بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة.

### الفرع الرابع: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية الناشئة ومؤشرات أدائها

تعرض في الأسواق المالية الناشئة عدة أدوات مالية تسمح للمستثمرين بالتنوع في محافظهم الاستثمارية، والاستثمار في مختلف القطاعات.

### أولاً: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية الناشئة

في هذا الصدد يقتضي التمييز بين نوعين من المنتجات المالية المعروضة على المستثمرين في الأسواق المالية الناشئة، وهي:<sup>1</sup>

#### 1-المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة

يجري تداول ثلاث فئات أساسية من الأدوات المالية في الأسواق الناشئة، وهي تحديداً:  
أ-**الأسهم**: إن نسبة تدفقات رؤوس الأموال باتجاه الأسواق الناشئة المستثمرة بأسهم لازالت تشهد المزيد من الارتفاع منذ أن وضعت حيز التطبيق أكبر برامج الخوصصة وتحرير الأسواق، وكذا معالجة أزمة المديونية، إذ شهدت عام 1994 إصدارات لأسهم جديدة في الأسواق الناشئة بلغ مجموعها قرابة 52 مليار دولار.  
ب-**السندات**: شهد الاستثمار بالسندات في الأسواق الناشئة نمواً كبيراً خلال العقد السابق، خاصة في المكسيك، الهند، تايلاندا، كما نشير إلى النجاح الكبير الذي عرفته السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كون أن هذا المنتج يوفر حماية للمستثمر، بالإضافة إلى مساهمته بالاستفادة من فرص فائض القيمة الذي قد يتحقق في المستقبل.

ج-**المنتجات المالية المشتقة**: ترتبط مداخل البلدان ذات الأسواق الناشئة في الغالب بعائدات الصادرات من المواد الأولية، لذلك فإن بعض هذه الأسواق كانت قد بدأت منذ سنوات عدة بتطوير منتجات مالية مشتقة من أجل إدارة خطر تقلب أسعار السلع المصدرة، في المقابل تعتبر المنتجات المالية المشتقة سواء كانت على معدلات فائدة أو على أسعار الصرف أو على مؤشرات أخرى حديثة النشأة في معظم هذه الأسواق، ونستثني من هذه الأخيرة بعض الأسواق كتلك التي في ماليزيا أو البرازيل، التي تعد على وجه عام أقل تنظيمًا من تلك التي توجد في البلدان المتقدمة.

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 170-

2- إصدارات شركات الأسواق الناشئة لمنتجات في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق لمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة، فيما يلي هذه المنتجات:

أ-المنتجات المالية من نموذج الأسهم: المقصود بذلك على وجه الخصوص:

ال(EDR) (European Depositary Receipt)

وال(GDR) (Global Depositary Receipt)

وال(ADR) (American Depositary Receipt)

وهي في مجملها أسهم نموذجية مصدرة إلى الأسواق الناشئة، لكنها مسعرة في أسواق أجنبية متطورة.

ب-المنتجات المالية من نموذج السندات: شهدت إصدارات المقترضين في الأسواق الناشئة باليورو-سندات المزيد من الانتشار خلال السنوات الأخيرة، فهناك السندات المصدرة بالين والموظفة في أسواق مالية غير يابانية، وهناك أيضا السندات المصدرة بغير الدولار الأمريكي والموظفة في الولايات المتحدة الأمريكية التي لاقت الاهتمام الشديد من قبل المستثمرين.

ج-المنتجات المالية المشتقة: في هذا الصدد يشار إلى تطور أدوات التغطية المتعلقة بالأسواق الناشئة المصدرة والمسعرة في أسواق مالية أخرى.

### ثانياً: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة

يمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين، الأولى وتهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجة أدائها، والزاوية الثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعوائد:<sup>1</sup>

#### 1-المؤشرات المرتبطة بنشاط السوق

وتتلخص ضمن ثلاث مجموعات رئيسية، وهي:

أ-حجم السوق: ويقاس حجم السوق وفق مؤشرين:

-رسملة السوق: يحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر انه يدرس قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالي.

-عدد الشركات المسجلة: وهو مقياس يعبر أيضا على حجم السوق، وتدل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في السوق المالي وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر.

<sup>1</sup> ساعد مرابط، أسماء بلميهوب: العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على اقتصاديات المؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006، ص 13-15.

ب- السيولة: وتقاس وفق مؤشرين، هما:

- معدل التداول: ويقاس التداول المنظم لأسهم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل.

- معدل الدوران: ويحسب بقسمة قيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق، وهو يكمل مقياس رسملة السوق، وهذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق.

ج- التركيز: تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق.

## 2- المؤشرات المرتبطة العوائد

وهي مؤشرات اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار في الأسواق المالية، وهي:

أ- المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية: استخدم في 1998م، وهو يظهر المرادوية المتوسطة للأسواق المالية لفترة معينة، ويعتمد على حساب رسملة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في الدول النامية.

ب- مؤشر مورغان ستانلي: يقوم بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي بحساب هذا المؤشر، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في البلدان النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق ولكنه لا يعطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق.

## الفرع الخامس: حوافز ومخاطر الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة

لقد ساهمت الأسواق المالية الناشئة في زيادة تدفقات رؤوس الأموال نحو الدول النامية كما ساهمت في تحقيق التنمية الاقتصادية، وهذا لا ينفي وجود مخاطر وآثار سلبية نتجت من خلال هذه الأسواق.

### أولاً: حوافز الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة

هناك عدة دوافع تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية إلى الأسواق المالية الناشئة نذكر أبرزها فيما يلي:<sup>1</sup>

- ارتفاع متوسط العائد وإمكانية التنبؤ بمقدار العائد الممكن الحصول عليه؛

- الحصول على عوائد مرتفعة خلال فترة زمنية قصيرة؛

- التنوع في المحفظة الاستثمارية؛

- الاندماج الضعيف لأسواق رأس المال الناشئة مع أسواق رأس المال العالمية يجعل منها مصدراً لعوائد مرتفعة

مقارنة بالأسواق المتطورة الأكثر اندماجاً؛

- الفرق الكبير بين معدل الفائدة العالمي ومعدل الفائدة المحلي في الأسواق الناشئة وارتفاع معدلات النمو المتوقع

في الدول النامية مقارنة بمعدلات النمو المتوقع في الدول المتقدمة.

<sup>1</sup> سامية زيطاري، مرجع سابق، ص 55-59.

## ثانياً: مخاطر الاستثمار في الأسواق الناشئة

- تعرض الأسواق الناشئة لجملة من المخاطر، ويمكن تحديد هذه المخاطر على النحو التالي:<sup>1</sup>
- التقلبات:** تعد الأسواق الناشئة أكثر تقلباً بوجه عام من معظم الأسواق المتقدمة، وتعود تقلبات أسعار الأوراق المالية في الأسواق الناشئة إلى الأسباب التالية:
  - اعتماد بعض اقتصاديات الدول الناشئة بدرجة كبيرة على مجموعة صغيرة من الصادرات السلعية والقطاعات الصناعية، أي افتقارها للتنوع.
  - انحصار التداول في بعض الأوراق المالية في هذه الأسواق بشكل كبير وهذا بإمكانه التأثير في مؤشر السوق في حالة الأوضاع السيئة لهذه الأوراق المالية.
  - المعلومات والتكاليف الإدارية:** ارتفاع تكاليف الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة مقارنة مع الأسواق المالية المتقدمة مثل ارتفاع عمولات السماسرة ورسوم الضريبة المفروضة على قيمة التعامل، وهذا راجع إلى نقص المنافسة في هذه الأسواق بسبب قلة السماسرة وبيوت الحفظ.
  - إعادة رأس المال إلى البلد الأصلي:** وجود قيود على دخول وخروج الأموال الأجنبية، أو على حركة العملات الأجنبية داخل البلدان النامية، الشيء الذي يصعب تحويل الأموال إلى داخل وخارج الدولة.
  - مخاطر السيولة:** قد تكون هناك نسبة كبيرة من الأوراق المالية المدرجة في السوق غير متاحة للتداول بسبب طبيعة ملكيتها، فانخفاض حجم التداول يؤدي إلى انخفاض حجم السيولة، أي يعني أن المستثمرين قد لا يتمكنون من البيع أو الشراء بالسعر المطلوب عندما يرغبون في ذلك.
  - المخاطر السياسية:** إن الحروب والانقلابات العسكرية والتدخلات المتعددة للحكومة في شؤون الاقتصاد بشكل عام والسوق المالي بشكل خاص بإمكانه أن يؤدي بالمستثمرين بالشعور بعدم الاستقرار السياسي ومن ثم العدول عن الاستثمار في هذه الأسواق.

<sup>1</sup> محمد زيدان، يعقوبي محمد: دراسة مقارنة لتأثير تغيرات سعر الصرف على المؤشرات المالية الإسلامية والتقليدية على مستوى الأسواق المالية الناشئة، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة-الجزائر، 17-18 نوفمبر 2015، ص 10-11.

## المبحث الثاني: مدخل مفاهيمي حول التنمية الاقتصادية

تعد التنمية مسألة اجتماعية وسياسية تحتل مكانا بارزا في الأمور العالمية، حيث تحتل دراسة التنمية الاقتصادية ومشاكلها اليوم مركز الصدارة في الفروع التي يبحثها الفكر الاقتصادي العالمي.

### المطلب الأول: مفهوم وأبعاد التنمية الاقتصادية

تعتبر المواضيع التي اهتمت بالتنمية الاقتصادية عموما من أهم المواضيع التي تمت مناقشتها من طرف الاقتصاديين على اختلاف توجهاتهم، ونظرا للجدل الذي يثيره موضوع التنمية من حيث مختلف المفاهيم المرتبطة بها وكذا سبل تحقيقها فإنه سيتم الوقوف على مختلف هذه المفاهيم.

### الفرع الأول: تعريف وعناصر التنمية الاقتصادية

تعتبر التنمية الاقتصادية الوسيلة التي تساهم في تطوير المجتمع وإحداث تغييرات جذرية تساهم في تحسين الحياة الاجتماعية، الاقتصادية والسياسية.

#### أولاً: تعريف التنمية الاقتصادية

توجد تعاريف متنوعة للتنمية الاقتصادية، نذكر من بينها ما يلي:

- التنمية الاقتصادية هي تقدم المجتمع عن طريق استنباط أساليب إنتاجية جديدة أفضل ورفع مستويات الإنتاج من خلال إنماء المهارات والطاقات البشرية وخلق تنظيمات أفضل، هذا فضلا عن زيادة رأس المال المتراكم في المجتمع على مر الزمن.<sup>1</sup>

- التنمية الاقتصادية هي العملية التي يتم بمقتضاها الانتقال من حالة التخلف إلى حالة التقدم، هذا الانتقال يقتضي إحداث عديد من التغييرات الجذرية والجوهرية في البنيان والهيكل الاقتصادي.<sup>2</sup>

- التنمية الاقتصادية هي العملية التي تحدث من خلال تغيير شامل ومتواصل، مصحوب بزيادة في متوسط الدخل الحقيقي وتحسين في توزيع الدخل لصالح الطبقة الفقيرة وتحسين نوعية الحياة وتغيير هيكلية في الإنتاج.<sup>3</sup>

- التنمية الاقتصادية هي عملية متعددة الأبعاد، تتضمن إجراء تغييرات جذرية في الهياكل الاجتماعية والسلوكية والثقافية، والنظم السياسية والإدارية، جنبا إلى جنب، مع زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق العدالة في توزيع الدخل الوطني.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد العزيز عجيمة، محمد علي الليثي، التنمية الاقتصادية - مفهوماً نظرياتها سياساتها-، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 20.

<sup>2</sup> محمد عبد العزيز عجيمة، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية- دراسات نظرية وتطبيقية-، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 77.

<sup>3</sup> عبد القادر عطية، اتجاهات حديثة في التنمية. الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 09.

<sup>4</sup> محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل - دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص 14.

وبالتالي نستنتج أن التنمية الاقتصادية هي العملية التي يتم من خلالها النهوض بمستوى الاقتصاد الوطني على كافة الأصعدة والمستويات حيث تعكس التطور الحاصل في القطاع الاقتصادي.

### ثانياً: عناصر عملية التنمية الاقتصادية

إن نجاح التنمية الاقتصادية يقتضي توفر عدة عناصر لتحقيق الأهداف المسطرة، ومن أهم هذه العناصر ما يلي:<sup>1</sup>

-خلق الإطار الملائم لعملية التنمية: تقتضي التنمية الاقتصادية لنجاحها إجراء تغييرات متعددة في المجالات السياسية والاجتماعية والثقافية في المجتمع، كما تتطلب وجود كفاءات إدارية وتنظيمية ملائمة.

-التصنيع: يعتبر التصنيع عنصراً أساسياً لعملية التنمية الاقتصادية، ومظهراً من مظاهر قوة الدولة، ومجالاً لزيادة فرص العمل للجميع، ووسيلة لاستثمار الموارد الوطنية.

-رفع المستوى الاستثماري(التراكم الاستثماري): تقتضي التنمية الاقتصادية توافر الموارد العينية اللازمة لها، وعلى ذلك فهي بحاجة إلى رؤوس الأموال لتحصل بها هذه الموارد من أجل رفع مستوى الاستثمار بالبلدان النامية.

### الفرع الثاني: أبعاد التنمية الاقتصادية

للتنمية الاقتصادية أربعة أبعاد رئيسية، وهي:<sup>2</sup>

#### أولاً: أبعاد اقتصادية

وتنصرف في جوهرها إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، من حيث التغيرات التي تحدث في العلاقات النسبية بين القطاعات الإنتاجية وبين الناتج القومي أو في نسب العاملين في القطاعات المختلفة وهي نسب وعلاقات يتم استخدامها للحكم على مدى تقدم أو تخلف اقتصاد ما.

#### ثانياً: أبعاد اجتماعية

وتعرف على أنها أسلوب حديث في العمل الاجتماعي تقوم على إحداث تغيير حضاري في طريقة التفكير والعمل والحياة عن طريق تحسين مستويات التعليم والصحة والرفاهية عموماً لكافة المواطنين، وزيادة الاهتمام بالطبقة المتوسطة، والطبقة العاملة، وتنمية الثقافة الوطنية من أجل المشاركة في تنفيذ برامج التنمية لإحداث التغيير اللازم لتطوير المجتمع.

<sup>1</sup> خالد عيادة نزال عليمات، انعكاسات الفساد على التنمية الاقتصادية- دراسة حالة الأردن-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر3، 2014-2015، ص 52-53.

<sup>2</sup> معتز محمد مصبح، دور الوقف الخيري في التنمية الاقتصادية-دراسة حالة تطبيقية لقطاع غزة-، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2013، ص 38.

### ثالثًا: أبعاد سياسية

وتعرف بأنها مجموعة الأفكار التي يمكن من خلالها المساهمة في تكوين رأي عام للتأثير به لدى القرار السياسي، أي المشاركة في صنع القرار السياسي من خلال مجموعة من الوسائل: الأحزاب، الجمعيات، النقابات، وهي مستوى متطور من الفكر، يبحث عن ترقية علاقة الدولة بالمجتمع والتي تتطلب مرونة كافية وفعالية من المؤسسات السياسية تتماشى مع متطلبات مراحل التنمية.

### رابعًا: أبعاد تنظيمية وإدارية

وتعرف بأنها تطوير قدرات الإداريين وتحسين أدائهم والتأثير على البيئة التي يعملون فيها عن طريق دراسة الهياكل التنظيمية وتحديث القوانين واللوائح المعمول بها.

### المطلب الثاني: متطلبات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية

لتحقيق التنمية الاقتصادية في بلد ما لا بد من توفير المتطلبات الأساسية للقيام بعملية التنمية ووضع خطط إستراتيجية.

### الفرع الأول: متطلبات التنمية الاقتصادية

تتطلب التنمية الاقتصادية عدة مستلزمات، من أبرزها ما يلي:<sup>1</sup>

ـ التخطيط وتوفير البيانات والمعلومات اللازمة؛

ـ توفير الموارد البشرية المتخصصة؛

ـ توفير الأمن والاستقرار اللازم؛

ـ نشر الوعي التنموي بين المواطنين؛

ـ الإنتاج بجودة وتوفير التكنولوجيا الملائمة؛

ـ وضع السياسات الاقتصادية الملائمة.

### الفرع الثاني: استراتيجيات التنمية الاقتصادية

للتنمية الاقتصادية استراتيجيات نوجزها فيما يلي:

#### أولاً: استراتيجية التنمية الزراعية

وهي استراتيجية تعتمد على تطوير القطاع الزراعي من خلال مجموعة من الأساليب والتقنيات، وقد أثبتت التجارب العالمية الدور الهام الذي تلعبه الزراعة في إحداث التنمية الاقتصادية، ويكمن الدور التنموي للزراعة في التخلص من التبعية الغذائية والتقليل من مشكل البطالة، إلى جانب توفير المواد الأولية للقطاع الصناعي وتوسيع سوق المنتجات المصنعة.

<sup>1</sup> احمد دودين، أساسيات التنمية الإدارية والاقتصادية في العالم العربي، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، بدون ذكر البلد، 2014، ص 166.



### ثانياً: الاستراتيجية المعتمدة على التنمية الصناعية

تعتمد استراتيجية التنمية الصناعية على تطوير القطاع الصناعي، وتوجد العديد من استراتيجيات التصنيع أبرزها:

- 1- استراتيجية إحلال الواردات:** يقصد بالإحلال محل الواردات أن يقوم المجتمع بإنتاج ما كان يستورده من الخارج، ولنجاح هذا الإحلال لابد من حماية الصناعة المحلية من المنافسة الأجنبية في الأسواق المحلية.
- 2- استراتيجية التصنيع للتصدير:** ويقصد بها القيام بإنشاء صناعات تتوافر لها فرصة تصدير منتجاتها إلى الخارج، وقد تم اللجوء إلى هذه الاستراتيجية لان الدول النامية تعتمد بشكل كبير على تصدير المواد الأولية. ويمكن الدور التنموي للصناعة في تنوع الصادرات وتحسين مستوى الإنتاجية ومن ثم الكفاءة الاقتصادية.<sup>1</sup> بالإضافة إلى دعم الاستقلال الاقتصادي الذي أصبح ضرورة لا غنى عنها لتعزيز الاستقلال السياسي للبلد.<sup>2</sup>

### ثالثاً: الاستراتيجية المعتمدة على تطوير العنصر البشري

تتضمن الاستراتيجية المعتمدة على تطوير العنصر البشري أساساً الاعتماد على الإنسان وقدراته المعرفية لأجل تحقيق التنمية، ويكمن دور رأس المال البشري في التنمية الاقتصادية في تحقيق التطور التقني في المسار الإنتاجي ولا يتم هذا إلا بوجود الأفراد والمتعاملون الحاملون للمعارف والأفكار.<sup>3</sup>

### المطلب الثالث: نظريات ومؤشرات التنمية الاقتصادية

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى أهم مؤشرات ونظريات التنمية الاقتصادية.

### الفرع الأول: نظريات التنمية الاقتصادية

هناك عدة نظريات للتنمية الاقتصادية قام بها مجموعة من المفكرين الاقتصاديين نذكر أبرزها فيما يلي:

#### أولاً: نظرية مراحل النمو الاقتصادي

تتمثل هذه النظرية في إسهامات كل من الاقتصادي والت روستو والاقتصاديان هارود ودومار.

- 1- مساهمة والت روستو:** تعتبر نظرية المؤرخ الاقتصادي والت روستو من أبرز المساهمات التي ظهرت في مطلع الستينات، واستناداً إلى هذه النظرية التي اشتهرت في الأوساط الأكاديمية بعد نشر روستو كتابه "مراحل النمو الاقتصادي: البيان غير الشيوعي" في سنة 1960م، يمكن وصف التحول من التخلف إلى التطور على أساس سلسلة من المراحل يفترض أن تمر فيها جميع البلدان (مرحلة المجتمع التقليدي، مرحلة التهيؤ للإقلاع، مرحلة الإقلاع، ثم مرحلة الاستهلاك الوفير).

<sup>1</sup> جميلة معلم، تجارب التنمية في الدول المغاربية والاستراتيجيات البديلة - دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب -، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة باتنة-الجزائر، 2016-2017، ص 71-85.

<sup>2</sup> فليح حسن خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط1، 2006، ص 233.

<sup>3</sup> جميلة معلم، مرجع سابق، ص 83.

ويعتقد روستو بان نظرية مراحل النمو الاقتصادي التي تستند على تجربة البلدان المتقدمة يمكن أن تكون دليلاً للتعرف على مستويات التنمية بالنسبة لبلدان العالم الثالث.

**2- نموذج هارود-دومار:** ارتبط هذا النموذج باسمي الاقتصادي البريطاني روي هارود والاقتصادي الأمريكي ايفريدومار. وقد ركز هذا النموذج على أهمية دور الادخار في زيادة الاستثمار، ويجب على كل بلد ادخار نسبة معينة من الناتج القومي الإجمالي كحد أدنى سنوياً لغرض استبدال رأس المال الثابت (المعدات، الأبنية، الخ...<sup>1</sup>). ولكي يتم النمو يكون من الضروري تقديم إضافات استثمارية صافية جديدة إلى رصيد رأس المال.<sup>2</sup>

### ثانياً: نظرية التحولات الهيكلية

من أبرز كُتاب هذه النظرية هو الاقتصادي آرثر لويس الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد. بالإضافة إلى مجموعة أخرى من الاقتصاديين، وتركز هذه النظرية على الآلية التي يمكن بواسطتها تحويل اقتصاديات البلدان الفقيرة من حالة التخلف والاعتماد على الزراعة التقليدية إلى حالة التقدم والاعتماد بنسبة أكبر على القطاعين الصناعي والخدمي كمصدر للدخل والعمالة ومن أجل أن تكون اقتصادياتها أكثر تنوعاً ومرونة وقدرة على مواجهة التغيرات المفاجئة الناتجة عن الظروف الطبيعية أو التقلبات في الطلب العالمي.

### ثالثاً: نظرية التبعية للنظام الرأسمالي العالمي الجديد

اكتسبت هذه النظرية دعماً متزايداً خلال عقد السبعينات بين المثقفين من بلدان العالم الثالث، وذلك نتيجة لحيبة الأمل بنظريات ونماذج التنمية التي ظهرت خلال عقد الخمسينيات والستينيات، واستناداً إلى هذه النظرية تعتبر بلدان العالم الثالث أسيرة لتنظيم مؤسسات اقتصادية وسياسية على المستويين المحلي والدولي، بحيث أصبحت اقتصاداتها تحكمها علاقات التبعية والهيمنة من جانب البلدان المتقدمة.<sup>3</sup>

### رابعاً: النظرية الكلاسيكية الجديدة (النيوكلاسيكية)

تفترض هذه النظرية أن عملية التراكم الرأسمالي عملية مستمرة متدرجة يتحقق لها التناسق في داخلها من خلال الوفورات التي تنشأ عن استخدام التكوين الرأسمالي، خاصة مع توفر الخبرات الفنية والإدارية وسهولة انتقال عناصر الإنتاج والاستقرار السياسي وسيادة المنافسة التامة.<sup>4</sup>

### خامساً: النظرية الحديثة للنمو

منذ منتصف القرن الماضي بدأ الاقتصاديون يشككون ويتعدون عن افتراضات النظرية النيوكلاسيكية، وهذا ما أدى إلى ظهور النظرية الحديثة للنمو، وترى هذه النظرية أن قدرة العمالة على الإنتاج يمكن أن تتحقق من خلال

<sup>1</sup> عبد الوهاب الأمين، التنمية الاقتصادية - المشكلات والسياسات المقترحة مع إشارة إلى البلدان العربية -، دار الحافظ للنشر والتوزيع، السعودية، ط1، 2000، ص 47-57.

<sup>2</sup> ميشيل تودارو، ترجمة وتعريب: محمود حسن حسني، محمود حامد عبد الرزاق، التنمية الاقتصادية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2006، ص 126.

<sup>3</sup> عبد الوهاب الأمين، مرجع سابق، ص 57-71.

<sup>4</sup> كمال توفيق خطاب، رؤيا إسلامية نحو التنمية، مجلة علوم الشريعة والقانون، مجلد33، العدد02، 2006، ص 370.

الاستثمار في المورد البشري، وذلك بإكسابهم المزيد من الخبرات والمهارات وذلك من خلال عملية التعليم بصفة أساسية أو خارج النظام التعليمي أيضا، وترى انه يمكن التغلب على قانون نقص الغلة من خلال الاستثمار في كل من القوى العاملة ورأس المال البشري بشكل متوازي.<sup>1</sup>

## الفرع الثاني: مؤشرات التنمية الاقتصادية

توجد ثلاث معايير رئيسية لقياس التنمية الاقتصادية نذكرها فيمايلي:

### أولاً: معايير الدخل

تعتمد مؤشرات الدخل على قياس التنمية ضمن معيار الدخل القومي الكلي ومعيار الدخل القومي المتوقع ثم معيار متوسط الدخل من خلال نصيب الفرد من الدخل الحقيقي الإجمالي، إلا أن هذا المؤشر فيه عدة صعوبات من بينها ضعف الأجهزة الإحصائية في تقدير الدخل بدقة، إضافة إلى اختلاف الأسس والطرق في حسابات الناتج الإجمالي ومشكلة عدم ثبات أسعار الصرف الخارجية واختلاف الأسعار الرسمية عن الأسعار الحقيقية.

### ثانياً: المعايير الاجتماعية

يقصد بالمعايير الاجتماعية العديد من المؤشرات الخاصة بنوعية الخدمات التي تعايش الحياة اليومية لأفراد المجتمع، وتمثل في: المعايير الصحية، المعايير التعليمية، معايير التغذية، معايير نوعية الحياة المادية، ودليل التنمية البشرية) معيار التقدم البشري).<sup>2</sup>

### ثالثاً: المعايير الهيكلية

كانت الدول المتقدمة تعمل خلال فترة طويلة على توجيه اقتصاديات الدول النامية نحو إنتاج مواد غذائية وغيرها من المنتجات الأولية الزراعية والمعدنية حتى يتسنى لها ضمان الحصول على تلك المنتجات الأولية بأسعار ملائمة، لكن بعد الحرب العالمية الثانية وما تعرضت له أسعار المنتجات الأولية من تقلبات انعكس أثرها على مختلف أوجه النشاط الاقتصادي، وكذلك استمرار تبعيتها الاقتصادية للعالم الخارجي اتجهت هذه الدول إلى إحداث تغييرات هيكلية في بيئتها الاقتصادية حيث ترتب على هذا الاتجاه تغييرات واضحة في هيكل الصادرات والواردات وعلى فرص العمل وعلى توزيع السكان، وهذه المتغيرات تم اتخاذها كمؤشرات للدلالة على التنمية والتقدم الاقتصادي.<sup>3</sup>

## المطلب الرابع: أهداف ومعوقات التنمية الاقتصادية

<sup>1</sup> شادي جمال الغرابوي، اثر رأس المال البشري على النمو الاقتصادي في فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة- فلسطين، 2015، ص 37-39.

<sup>2</sup> أوكيل حميدة، دور الموارد المالية العمومية في تحقيق التنمية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس- الجزائر، 2015-2016، ص 75-78.

<sup>3</sup> محمد عبد العزيز عجيمة، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية-دراسات نظرية وتطبيقية-، الناشر قسم الاقتصاد، مصر، 2003، ص 108-

للتنمية الاقتصادية أهداف محددة ومختلفة حسب الظروف الاجتماعية والاقتصادية والسياسة لدولة ما من جهة، ووجود معوقات عديدة تساهم في عرقلة تحقيق هذه الأهداف ونجاح عملية التنمية من جهة أخرى.

### الفرع الأول: أهداف التنمية الاقتصادية

على الرغم من صعوبة تحديد أهداف معينة للتنمية الاقتصادية نظرا لاختلاف ظروف كل بلد واختلاف أوضاعه الاجتماعية والاقتصادية والسياسية، إلا انه يمكننا أن نحدد بعض الأهداف الأساسية التي يجب أن تتبلور حولها التنمية نذكر منها:<sup>1</sup>

—زيادة الدخل القومي الحقيقي؛

—رفع مستوى المعيشة؛

—تقليل التفاوت في توزيع الدخل والثروات؛

—التوسع في الهيكل الإنتاجي؛

—تعديل التركيب الهيكلي للاقتصاد القومي لصالح قطاعي الصناعة والخدمات.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: معوقات التنمية الاقتصادية

هناك مجموعة من العقبات تواجه البلدان النامية إزاء قيام التنمية الاقتصادية فيها وهي تختلف من مجتمع لآخر وان كان يوجد حد أدنى مشترك بينها، ويمكن تقسيم معوقات التنمية إلى ثلاث أقسام رئيسية هي:<sup>3</sup>

#### أولاً: المعوقات الاقتصادية

تعاني غالبية الدول النامية من معوقات اقتصادية عديدة من أهمها انخفاض مستوى الدخل مما يسبب انخفاضاً في مستوى التغذية يؤدي إلى انخفاض مستوى الصحة، وانخفاض مستوى الصحة يسبب بدوره انخفاضاً في مستوى إنتاجية الفرد العامل، ومن الطبيعي أن ينعكس انخفاض الإنتاجية على مستوى الدخل، ويعمق من أسباب انخفاض الإنتاجية تخلق أساليب الإنتاج المتبعة، تدني مستوى التكنولوجيا المستخدمة، وسوء توزيع قوة العمل بين القطاعات الإنتاجية.

#### ثانياً: المعوقات السياسية والاجتماعية والفكرية

يعتبر العامل السياسي عاملاً قوياً في عملية التنمية، لان عدم توافر الاستقرار السياسي يشكل عائقاً أمام عملية التنمية وهو حال البلدان النامية، وعليه فان اتخاذ القرارات الاقتصادية التنموية يتطلب استقراراً سياسياً في الدولة لكي تستطيع أن تعمل بجد لتغير المجتمع نحو الأفضل والخروج من المشاكل تدريجياً.

<sup>1</sup> حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي- مفاهيم وتجارب-، دار البداية، ط1، عمان-الأردن، 2014، ص 69-71.

<sup>2</sup> محمد مروان السمان وآخرون، مبادئ التحليل الاقتصادي الجزئي والكلّي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط5، عمان-الأردن، 2011، ص 396.

<sup>3</sup> حربي محمد موسى عريقات، مرجع سابق، ص 71-74.

أما بالنسبة للعوامل الاجتماعية، فالتنمية نفسها أسلوب العلاج لمشاكل المجتمع، فلو أدت التنمية إلى تحسين مستوى معيشة أفراد المجتمع فإن هذا طبيعي يؤدي إلى تهيئة ووجود مناخ سياسي واجتماعي مستقر في دفع عملية التنمية إلى الإمام.

ولا شك أن هناك عادات وتقاليد اجتماعية تقف عائقا أمام عملية التنمية، فالعمل ليس له مواصفات ومسؤوليات محددة، وكذلك التعيين لا يتم بناء على القدرات والكفاءات الثقافية والخبرات، وإنما الاعتماد فقط على المحسوبيات العشائرية والحزبية بشكل عام.

فالتغيير لا بد وان يأتي من أفراد المجتمع بدون استثناء وذلك عن طريق العمل الجاد والصدق والأمانة في المعاملات من اجل توفير المناخ الملائم لعملية التنمية واتخاذ القرارات المناسبة لدفع عملية التنمية إلى الإمام في سبيل تحقيق الرفاهية والسعادة لكل أفراد المجتمع.

### ثالثا: المعوقات التكنولوجية والتنظيمية

تعتبر العقبات الإدارية من العقبات التي تواجه عملية التنمية الاقتصادية والتي تتمثل في نقص الكفاءات الإدارية والفنية المتخصصة، ومن اجل دفع عجلة التنمية إلى الأمام لا بد من الابتعاد عن إتباع الأساليب الإدارية المعقدة والروتين والبيروقراطية والعشائرية والطائفية والمحسوبيات في شتى المجالات لأنها تعتبر من عوائق التنمية، التطوير الإداري ضروري للحاق بركب التقدم بما يناسب كل دولة بالنسبة لنقل التكنولوجيا في الجهاز الإداري مع التكثيف والتركيز على الدورات التكوينية لرفع مستوى الجهاز الحكومي والقطاع الخاص سويا لان القطاعين مسؤولين عن عملية التنمية الإدارية في الدولة.

### المبحث الثالث: فعالية الأسواق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية

تلعب الأسواق المالية الناشئة دورا هاما في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، نستعرض أهم هذه الأدوار من خلال المطالب التالية:<sup>1</sup>

#### المطلب الأول: تعبئة المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية

تتمارس سوق الأوراق المالية دورا مهما ومحوريا في توجيه وتعبئة المدخرات من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي للقيام بعملية استثمارها.

#### الفرع الأول: استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية

تسعى سوق الأوراق المالية الناشئة إلى جلب الاستثمارات الأجنبية وهذا بإتباع طرق شتى أهمها منح فوائد مرتفعة ومغرية وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يحقق لها مكانة خاصة بين الشركات ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة ومركزها المالي. ومنه فإن تدفقات رؤوسا لأموال الأجنبية

<sup>1</sup> - شام عبد الوهاب، زودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية مقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور. المركز الجامعي بالصوف، ميلة- الجزائر، العدد الرابع، ديسمبر 2016، ص 10-08.

تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها، وخير دليل على أهمية رؤوس الأموال الأجنبية في الانتعاش الاقتصادي تجارب البلدان الناشئة في جنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية التي تشهد أسواق الأوراق المالية بها ديناميكية كبيرة.

### الفرع الثاني: تعبئة المدخرات وتوفير السيولة

لقد هدف تجميع الإصلاحات التي تمت إلى تحديد دور سوق الأوراق المالية الناشئة من حيث كونه يمثل آلية لتعبئة المدخرات الوطنية وتوظيفها في مختلف مجالات الاستثمار بما يخدم عملية التنمية الاقتصادية وهو الأمر الذي يتطلب ترشيح أساليب التعامل مع السوق بالطريقة التي تنقل سلامة المعاملات ودقتها، وتوفير الحماية للمتعاملين، هذا وتلعب سوق الأوراق المالية الناشئة دورا كبيرا في خلق السيولة، إذ تؤثر سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، عن طريق تمكين المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع الأوراق المالية التي هي بحوزتهم بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم ومن خلال هذه السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية.

### المطلب الثاني: التقليل من التضخم وتحديد هيكل أسعار الفائدة

تساهم السوق المالية في التقليل من الفجوة التضخمية وتحديد أسعار فائدة تتناسب مع النشاط الاقتصادي الوطني.

### الفرع الأول: تقليل الضغوط التضخمية وتصحيح التشوهات السعرية

إن إقامة سوق الأوراق المالية أو تفعيل دورها في الدول النامية يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وعلاج التشوهات السعرية، وبالتالي جعل معدلاتها مستقرة، وذلك من خلال مساهمة هذه السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل لإضافة فرص استثمارية جديدة وللتوسيع في الاستثمارات القائمة لنشاط الأعمال، وهو ما يزيد معدلات النمو في العرض الكلي من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (السلع والخدمات) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب الكلي.

### الفرع الثاني: إيجاد آلية مناسبة لتحديد هيكل أسعار الفائدة

تساهم سوق الأوراق المالية الناشئة في تحديد أسعار الفائدة، ويتم ذلك باستخدام البنك لسياسة السوق المفتوحة والتي تمثل إحدى أدوات السياسة النقدية، التي بموجبها يقوم البنك المركزي ببيع وشراء السندات الحكومية في سوق الأوراق المالية، وذلك بغية التأثير على السيولة النقدية وهي كالأسعار الفائدة، وفي هذا الخصوص تشير العديد من الدراسات إلى وجود علاقة قوية بين السياسة النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق المال، حيث أكدت على وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود من ناحية وبين كل من أسعار الفائدة ومستوى النشاط الاقتصادي من ناحية أخرى.

### المطلب الثالث: الإفصاح المالي وتقليل المخاطر المالية

تسعى الأسواق المالية الناشئة إلى تحقيق الشفافية والحد من درجة المخاطر المالية من اجل الاستمرارية، التطور وتحقيق التنمية في البلدان المتواجدة فيها.

### الفرع الأول: تفعيل مبدأ الإفصاح المالي

نظرا لما كانت تعانيه أسواق الأوراق المالية من افتقارها للنصوص القانونية الواضحة، راعت جميع الإصلاحات التأكيد على مبدأ الإفصاح المالي، لاسيما أن المعلومات الداخلية غير المعلنة تتركس ظاهرة عدم التكافؤ في الفرص الاستثمارية، فتحقق مكاسب غير عادية للبعض على حساب الآخرين، حيث أن عدم توافر هذه المعلومات لبعض المستثمرين يجعلهم في وضع استثماري خاطئ يفضي إلى اتخاذ قرارات غير سليمة وبالتالي تحملهم لمستويات مخاطرة غير متوقعة مما يؤدي إلى حدوث فترات كساد وهبوط لمستوى أداء السوق.

### الفرع الثاني: إدارة وتقليل المخاطر المالية

حيث تزود أسواق الأوراق المالية الناشئة الأفراد والشركات والحكومات بحماية ضد مختلف المخاطر المالية، والتأمين على الدخل والاستثمار وذلك من خلال بيع بوليصات التأمين، وكذلك توزيع الثروة على عدة أدوات استثمارية خدمة لمبدأ التنوع من خلال عمل محافظ مالية استثمارية و إدارتها والتأمين عليها، أو الاستثمار في الأدوات المستقبلية وعقود الخيار التي تحافظ على المحفظة المالية من خطر انهيار الأسعار.

وبالإضافة إلى هذا الدور الذي تقوم به الأسواق المالية الناشئة والتي تتشارك فيه مع الأسواق المتقدمة في بعض النقاط في دفع عجلة التنمية، إلا أنها تنفرد بدور خاص في تحقيق التنمية الاقتصادية في البلدان النامية المتواجدة فيها والذي يتمثل في ما يلي:<sup>1</sup>

### 1- انخفاض تكلفة تمويل التنمية:

لقد عمدت الدول النامية على الاقتراض في تمويل عمليات التنمية بما لفترات طويلة، وكانت القروض تتم في غالب الأحيان بأسعار الفائدة العالمية وبالتالي لعبت سياسات الإقراض وارتفاع أسعار الفائدة دورا رئيسيا في زيادة حجم الديون الخارجية للدول النامية وزيادة تكلفة الديون وخدمتها على الدول المقترضة أما نشأة الأسواق الناشئة بالدول النامية واجتذابها لتدفقات مالية هائلة في صورة استثمار مالي في الأدوات المالية المختلفة المطروحة في هذه الدول على الحصول على الأموال اللازمة لها وبتكلفة تقل عن تكلفة القروض التي كانت تلجأ لها من قبل.

### 2- تحسين قيمة العملة في دول الأسواق الناشئة:

ساعد نمو الأسواق الناشئة على تدفق رؤوس الأموال إلى داخل هذه الدول بشكل قد يؤدي إلى تحسن في عملة الدول المتلقية لهذه التدفقات، ففي الدول التي تتبع نظام تعويم العملات ( هو حال الكثير من دول الأسواق

<sup>1</sup>صالحى هالة، مرجع سابق، ص 81-83.

الناشئة ) فإن أي تدفق لرأس المال داخل هذه الدول بما يفوق القدرة اللازمة لتمويل العجز الحساب الجاري يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وينعكس ذلك على تحسن سعر الصرف الاسمي للعملة مما ينتهي إلى تحسن في سعر الصرف الحقيقي، وذلك في حال انخفاض مرونة الطلب على الصادرات والواردات.

### 3- تخفيف حدة التقلبات الاقتصادية:

لقد ساعد نمو الأسواق الناشئة على تخفيف من حدة التقلبات الاقتصادية، حيث إن المستثمرين في الأوراق المالية يمتنعون عن بيع أية أصول لديهم إذا كانت أسعار هذه الأصول في حدها الأدنى (حالة كساد)، وأيضاً يمتنعون عن شراء أية أصول مالية إذا كان سعرها في حدها الأقصى (حالة رواج ) رغبة منهم في تحقيق أرباح رأسمالية من خلال عمليات بيع هذه

الأصول أو شرائها، وهذا الامتناع عن البيع أو الشراء في فترات ذروة الكساد والرواج يمثل عاملاً داخلياً في التخفيف من حدة الدورة الاقتصادية، وهذا يعني أن نشاط الأسواق الناشئة ساعد بدرجة كبيرة على تقريب بين ذروة الرواج والكساد في الدورة الاقتصادية أي أنه ساعد على تحقيق الاستقرار في الدورة الاقتصادية لدول الأسواق الناشئة.

### 4- دورها في استعادة راس المال الهارب:

ترتكز قرارات المستثمرين في الدول النامية والدول المتقدمة على مقارنة العائد بالمخاطر في كل من دولة المستثمر والدول الأخرى، ومن ثم عدم وجود فرص للاستثمار في أسواق الأوراق المالية المحلية، وغياب الثقة في المناخ الاستثماري يعد من أسباب هروب رؤوس الأموال إلى الدول المتقدمة، حيث يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية الناشئة أحد عوامل الجذب لاسترداد الأموال الهاربة وخاصة تلك التي تبحث عن عائد أعلى وهو ما يتوافر في تلك الأسواق، وعادة ما يعود جزء من هذه الأموال الهاربة إلى الأسواق الناشئة حتى قبل أن يكتشف المستثمر الأجنبي الفرص الاستثمارية في الأسواق الناشئة، نظراً لقرب المستثمر المحلي في الدول ذات الأسواق المالية الناشئة من مصادر المعلومات الخاصة بالتطورات الاقتصادية والأحداث المتوقعة عن المستثمر الأجنبي.



## خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل، توصلنا إلى أن الأسواق المالية الناشئة هي أسواق مالية قائمة في الدول النامية شهدت تطور ونمو كبير رغم حداثتها. وتم عرض أهم الخصائص والمميزات التي تجعل هذه الاسواق قطب فعال في جذب رؤوس الأموال الاجنبية من خلال العوائد المرتفعة التي يمكن أن تحققها، بالإضافة الى انخفاض تكلفة الاستثمار فيها.

كما تم التعرف على أهمية الأسواق المالية الناشئة في الاقتصاد الوطني ودورها الفعال في تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى مختلف القنوات الاستثمارية والدفع بعجلة التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، وذلك من خلال الاعتماد عليها كمصدر حديث في تمويل مختلف المشاريع الاقتصادية، خاصة الكبرى منها.

# الفصل الثاني

## تمهيد

شهدت الأسواق المالية الناشئة في كثير من الدول النامية تطورات عميقة وسريعة في السنوات الأخيرة، تمثلت في فتح أسواقها وتحريرها من القيود المالية ورفع مستوى كفاءتها والسعي لاستيعاب المستجندات في الأدوات والمؤسسات المالية، وبالتالي العمل على زيادة جاذبية أسواقها وقدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، ومن بين هذه الأسواق نجد سوق الأوراق المالية الماليزية وسوق البحرين للأوراق المالية، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية وسوق البحرين من الأسواق المالية الناشئة والرائدة في إصدار الأدوات المالية المبتكرة، وخاصة منها المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق القليلة التي تحظى بالاهتمام والمتابعة، لما تقدمه من تطور في الأدوات والعمليات المستحدثة، بالإضافة إلى تمويل الاقتصاد ككل و المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

وفي هذا الفصل سنقوم بدراسة وتحليل الجوانب التطبيقية لدور كل من السوق المالي الماليزي وسوق البحرين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية، وقد تم تقسيم هذا الفصل إلى:

**المبحث الأول:** دراسة تجربة السوق المالي البحريني؛

**المبحث الثاني:** دراسة تجربة السوق المالي الماليزي.

## المبحث الأول: دراسة تجربة السوق المالي البحريني

ساهمت الخصائص الجغرافية والإستراتيجية لموقع مملكة البحرين، بالإضافة إلى السياسة الاقتصادية المنفتحة على الاستثمار المحلي والأجنبي في تعزيز مكانة البحرين كمركز مالي ومصرفي رائد، وقد استطاعت بفضل مواردها الفنية والبشرية تعزيز توجه البلاد كمركز اقتصادي من خلال توفير قاعدة من البنى التحتية الحديثة والمتقدمة في قطاع الاتصالات والخدمات الأخرى اللازمة لأداء البنوك والمؤسسات المالية.

### المطلب الأول: نبذة عن دولة البحرين

تقع دولة البحرين في جنوب غرب قارة آسيا، وتُعتبر الدولة الأسرع تقدماً اقتصادياً في العالم العربي.

### الفرع الأول: التعريف بمملكة البحرين

تقع مملكة البحرين على أرخبيل مكون من 33 جزيرة في الخليج العربي قبالة الساحل الشرقي لشبه الجزيرة العربية.<sup>1</sup> كانت البحرين إمارة سابقاً وأصبحت مملكة في سنة 2002، عندما نصب الشيخ حمد بن عيسى سلمان آل خليفة نفسه ملكاً.<sup>2</sup>

ومن خلال الجدول التالي يمكن تلخيص أهم المعطيات العامة والاقتصادية لدولة البحرين:

<sup>1</sup> مجلس التنمية الاقتصادية، في الموقع الإلكتروني: <https://.bahrainedb.com>، تاريخ الاطلاع: 2019/07/03، الساعة

.13:15

<sup>2</sup> [www.gdl.qa](http://www.gdl.qa)، الساعة 14:20، تاريخ الاطلاع: 2019/06/12

الجدول رقم(01): معلومات تعريفية بمملكة البحرين

	الاسم الرسمي	البحرين
	العاصمة	المنامة
	نظام الحكم	ملكية دستورية مع برلمان منتخب ديمقراطيا
	الملك	حمد بن عيسى آل خليفة
معلومات عامة	رئيس الوزراء	خليفة بن سلمان آل خليفة
	المساحة	779.95 كم <sup>2</sup>
	تعداد السكان	1,503,091 نسمة(2018)
	دين الدولة	الإسلام دين المملكة الرسمي تعتنقه الأغلبية بالإضافة إلى وجود ديانات أخرى
	اللغة الرسمية	اللغة العربية بينما تستخدم في قطاع الأعمال اللغة الانجليزية كلغة رسمية
معلومات اقتصادية	العملة	الدينار البحريني (يرتبط رسميا بالدولار )
	السعر الثابت لصرف العملة	1 دينار بحريني = 2.65 دولار أمريكي

المصدر: www.bahrain.bh، تاريخ الاطلاع 2019/06/13، الساعة 14:20.

### الفرع الثاني: الاقتصاد البحريني

يُعتبر الاقتصاد البحريني المركز الأول في اعتماده على التنوع الاقتصادي بين دول مجلس التعاون الخليجي، كما يتمتع بتنمية بشرية مرتفعة فيما يحتل دخل الفرد البحريني مركزا متقدما بين دول العالم. وتعد البحرين مركزا ماليا ومصرفيا اقليميا مهما، حيث تعتبر المحور الرئيسي للبنوك والمصارف في منطقة الخليج العربي والشرق الأوسط.<sup>1</sup> كما تسعى البحرين منذ 2016 حتى اليوم إلى اتخاذ خطوات نحو التحول إلى الاقتصاد الرقمي ومركزا للتكنولوجيا في المنطقة الخليجية، وقد صنفت في المرتبة الثانية على صعيد المدن من حيث التدفقات الدولية الأكثر كثافة في التجارة ورأس المال.<sup>2</sup> وقد وضع مؤشر الحرية الاقتصادية الصادر من معهد "فريزر" الكندي لسنة 2018، البحرين صدارة الدول العربية من حيث الحرية الاقتصادية، لتأتي في المرتبة ال 30 عالميا من بين 162 دولة يتبعها المعهد على مستوى العالم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> الخليج اونلاين، في الموقع الالكتروني: <https://alkhaleejonline.net>، تاريخ الاطلاع: 2019/06/21، الساعة 15:41.

<sup>2</sup> مجلس التنمية الاقتصادية، <https://bahrainedb.com>، تاريخ الاطلاع: 2019/07/03، الساعة 20:00.

<sup>3</sup> arabic.cnn.com. 23/06/2019 20:45, .

ومن خلال الجدول التالي نستعرض أهم المؤشرات الاقتصادية لدولة البحرين سنة 2019:

الجدول رقم(02): أهم المؤشرات الاقتصادية لدولة البحرين لعام 2019.

الناتج المحلي الإجمالي	2.73 %
معدل التضخم	0.4- %
البطالة	3.9 %

المصدر: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

### المطلب الثاني: السوق المالي البحرين

تعتبر سوق البحرين للأوراق المالية من أهم الأسواق المالية العربية والدولية الناشئة، وقد نجحت في استقطاب العديد من الشركات الأجنبية والعربية.

#### الفرع الأول: نشأة وتطور السوق المالي البحرين

يوجد في دولة البحرين سوق للأوراق المالية يتمتع بالشخصية الاعتبارية، ويتولى هذا السوق مباشرة نشاطه وفقاً لأحكام القانون رقم 04 لسنة 1987.<sup>1</sup> وقد افتتحت سوق البحرين للأوراق المالية عام 1989، وأعلن في منتصف التسعينات عن تحويلها إلى سوق دولية، حيث سمح بتسجيل أسهم الشركات الإقليمية الدولية، صناديق الاستثمار والسندات الأجنبية.<sup>2</sup> ويرجع تاريخ سوق الأسهم البحرينية إلى سنة 1957 عندما تم تحويل مصرف البحرين الوطني إلى مؤسسة عامة لتكون نواة لشركة الأسهم البحرينية، وصاحب ذلك ظهور بعض المؤسسات الأخرى مثل شركة الجوهرة للأوراق المالية التي استمرت بصفة غير رسمية حتى 1987م وتأسست سوق البحرين للأوراق المالية في العام 1987 بموجب المرسوم التشريعي رقم (4) الخاص بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية والقرار الوزاري رقم (13) الصادر في 1988، وبدأت السوق عملها بشكل رسمي في يونيو 1989، حيث كان عدد الشركات المدرجة حينها 29 شركة مساهمة عامة بحرينية، وقد عملت السوق منذ إنشائها باتخاذ عدة خطوات لتوسيع وترسيخ السوق المالية في تجارة الأسهم العادية، والسندات، والصناديق المشتركة وصكوك التمويل الإسلامي ومشتقاتها وذلك على الصعيدين الإقليمي والعالمي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المادة رقم (01) مرسوم بقانون رقم (04) لسنة 1987، المؤرخ في 05 مارس 1987، المتعلق بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية، الجريدة الرسمية العدد 1736، مملكة البحرين، ص 03.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية-الأهمية، الأهداف، السبل و مقترحات النجاح-، ط1، عالم الكتب للنشر والتوزيع، بدون ذكر البلد، 2003، ص 62.

<sup>3</sup> سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص 88.

وبصدور المرسوم رقم 60 سنة 2010 تم تحويل سوق البحرين للأوراق المالية إلى "بورصة البحرين" كشركة مساهمة بحرينية مغلقة.<sup>1</sup>

## الفرع الثاني: إدارة السوق وشروط الإدراج فيها

### أولاً: إدارة السوق المالي البحريني

تتولى إدارة سوق البحرين إدارة يطلق عليها "مجلس إدارة السوق"، حيث يقوم بجميع الاختصاصات والصلاحيات اللازمة لإدارة السوق برئاسة محافظ مؤسسة نقد البحرين ويكون تشكيل أعضائه من عضوان يمثلان مؤسسة نقد البحرين ويكون أحدهما نائب للرئيس، عضوان يمثلان غرفة تجارة وصناعة البحرين، عضوان يمثلان البنوك الوطنية، عضوان يمثلان مكاتب الوساطة في السوق، ومن أهم المسؤوليات التي يقوم بها المجلس ما يلي:<sup>2</sup>

- رسم السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق؛  
- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتداول في الأوراق المالية؛  
- تحديد القواعد والإجراءات والنظم الخاصة بالإصدار وإدراج وتداول أدوات الدين في السوق، وتحديد الرسوم المقررة عليها؛

- إقرار ميزانية السوق واعتماد الحسابات الختامية؛  
- تحديد أيام وساعات التداول في قاعة السوق وفقاً للظروف المناسبة؛  
- تشكيل اللجان الاستشارية وغيرها من اللجان حسب الحاجة لتلبية مختلف احتياجات السوق.

### ثانياً: شروط ومتطلبات الإدراج داخل السوق

أما فيما يخص الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة يمكن تلخيصها فيما يلي:<sup>3</sup>  
- تكون شركة مساهمة؛

- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين؛  
- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 500000 دينار بحريني أو ما يعادلها بالعملة الأخرى وأن لا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50% على الأقل؛

- تكون الشركة قد حققت أرباحاً في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ طلب الإدراج وكذلك التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحاً؛

<sup>1</sup> رفيق مزهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة-الجزائر، 2014-2015، ص 162-163.

<sup>2</sup> محمد صادق إسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، al arabipublishing and distributing، بدون ذكر البلد، 2016، ص 160.

<sup>3</sup> بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 216.

-تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.

### الفرع الثالث: وظائف وأهداف السوق المالي البحريني

#### أولاً: وظائف السوق المالي البحريني

تقوم سوق البحرين للأوراق المالية بوظيفتين أساسيتين تتمثلان في<sup>1</sup>:

-تنظيم سوق الأوراق، الإشراف، والعمل على تطوير أطره التشريعية والفنية؛

-تطبيق الإجراءات الإدارية والفنية وكذلك تقديم كافة التسهيلات التي تضمن سلامة وعدالة التداول في السوق.

#### ثانياً: أهداف السوق المالي البحريني

يهدف سوق البحرين للأوراق المالية إلى تحقيق الأهداف التالية<sup>2</sup>:

-تطوير سوق الأوراق المالية سواء عند الإصدار أو عند التداول، على نحو يساعد على تحقيق أهداف السياسة

الاقتصادية للدولة، ويخدم عمليات التنمية فيها؛

-تطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها وسهولتها، ويوفر حماية للمتعاملين

-إنشاء ودعم الصلات والروابط مع أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية؛

-تشجيع الادخار والنهوض بالوعي الاستثماري للمواطن بما يكفل توجيه المدخرات إلى القطاعات الاقتصادية

ذات العائد الأكبر للفرد والمجتمع؛

-توفير التمويل اللازم لدعم متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

#### الفرع الرابع: الجهة الرقابية على السوق المالي البحريني

الجهة أو الهيئة الرقابية التي يخضع لها سوق البحرين للأوراق المالية هي مصرف البحرين المركزي، حيث يقوم

بالإشراف على تنظيم ومراقبة قطاع السوق المالي وفقاً للمعايير والقواعد المنصوص عليها في المجلد الصادر من

طرف مصرف البحرين المركزي الخاص بأسواق رأس المال.

وتكمن مراقبة وإدارة مصرف البحرين المركزي لسوق البحرين للأوراق المالية في ما يلي<sup>3</sup>:

-المراقبة والإشراف على أسواق الأوراق المالية المرخص لها، وأنظمة التقاص والتسوية والإيداع المركزي؛

-الموافقات على الإدراج أو الطرح العام للأوراق المالية؛

<sup>1</sup> خواني ليلي، استخدام التكنولوجيا الحديثة في الأسواق المالية- واقع البلدان العربية-، مجلة &finance internationale finance، تلمسان-الجزائر، العدد 07، جانفي 2017، ص 09.

<sup>2</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية-طبيعتها، تنظيمها، ادواتها المشتقة-، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، ط1، 2014، ص 102.

<sup>3</sup> الموقع الرسمي لمصرف البحرين المركزي. [www.cbb.gov.bh](http://www.cbb.gov.bh)، تاريخ الاطلاع 2019/06/26، الساعة 12:45.



-الإشراف والمراقبة على الشركات المدرجة؛

-تنظيم عمليات الاستحواذ والدمج وإعادة شراء الأسهم بشكل عادل وشفاف؛

-تنفيذ مبادرة توعية المستثمرين، ومراقبة وسطاء السوق.

### المطلب الثالث: واقع السوق المالي البحريني ودوره في التنمية الاقتصادية

من خلال هذا المطلب نستعرض اهم المؤشرات التي توضح مدى مساهمة سوق البحرين للأوراق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية.

#### الفرع الأول: القيمة السوقية

ان مؤشر القيمة السوقية هو مقياس يعكس مستوى نشاط السوق، فارتفاع هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث زيادة الاسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو في كليهما، ومن ثم يعكس لنا ارتفاع النشاط الاقتصادي لبلد ما.

الجدول رقم (03): تطور القيمة السوقية لبورصة البحرين خلال الفترة (2008-2018).

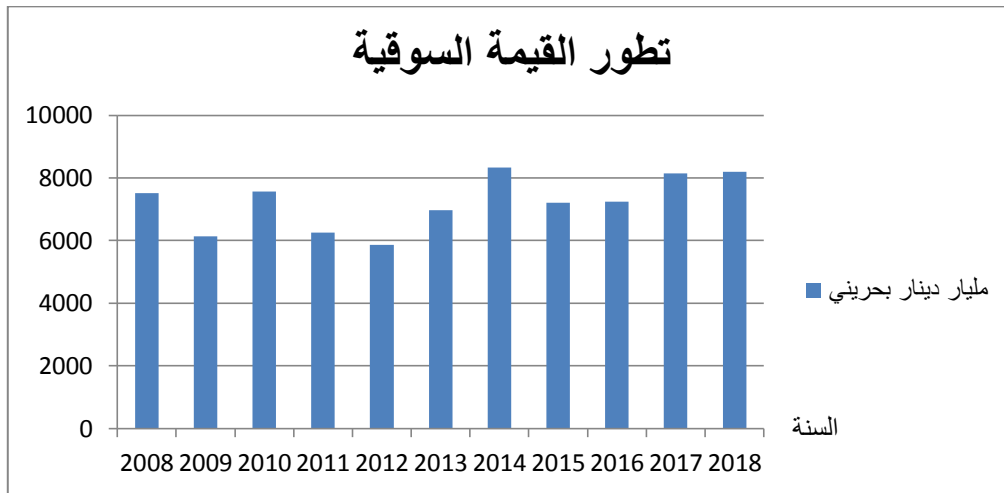
الوحدة: مليار دينار بحريني

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية	7,520.1	6,131.11	7,562.52	6,254.41	5,855.64	6,962.95	8,327.07	7,199.9	7,248.4	8,146.33	8,198.530

المصدر: بورصة البحرين، التقرير السنوي، 2008-2018.

يمكن ترجمة الجدول إلى التمثيل البياني التالي:

الشكل رقم (01): تطور القيمة السوقية لبورصة البحرين خلال فترة(2008-2018).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (03).

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن:

-القيمة السوقية لسوق البحرين للأوراق المالية شهدت تذبذبا، بين ارتفاع وانخفاض خلال فترة (2008-2018)؛

-انخفاض القيمة السوقية لسوق البحرين للأوراق المالية إلى 6,13 مليار دينار بحريني في سنة 2009، بحيث سجلت 7,52 مليار دينار بحريني في سنة 2008، ويعود السبب في ذلك إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008، ثم لترتفع بعد ذلك إلى 7,56 مليار دينار بحريني في سنة 2010، مسجلة نمو بنسبة 23.35% بسبب ادراج شركة البحرين للألمنيوم(البا)؛

-وفي سنتي 2010، 2011 انخفضت القيمة السوقية لسوق البحرين للأوراق المالية، حيث سجلت على التوالي: 6.52 مليار دينار بحريني، 5.85 دينار بحريني، والسبب في هذا تراجع نمو كافة القطاعات المدرجة داخل السوق؛

-أما خلال فترة (2013-2018) فنلاحظ ارتفاع مستمر في القيمة السوقية، باستثناء سنة 2015 التي شهدت انخفاض طفيف حيث سجلت 7,19 مليار دينار بحريني، وذلك يعود إلى مخاوف المستثمرين من تداعيات انخفاض اسعار النفط؛

-ارتفاع مؤشر القيمة السوقية في سوق البحرين للأوراق المالية، خاصة خلال السنوات الأخيرة من الدراسة يبين نمو السوق من حيث المعاملات وارتفاع معدل التداول فيها، بالإضافة الى ارتفاع اسعار أسهم الشركات المدرجة، وهو ما يعكس مدى مساهمة السوق في تمويل التنمية الاقتصادية وتحقيق النمو الاقتصادي في البحرين.

### الفرع الثاني: الإدراجات في سوق البحرين للأوراق المالية

تسعى سوق البحرين للأوراق المالية، إلى ادراج ادوات مالية مختلفة وضم أكبر عدد من شركات المساهمة العامة، وذلك من أجل زيادة نشاط البورصة ودورها في التمويل لتحقيق التنمية الاقتصادية.

الجدول رقم(04): تطور عدد الإدراجات في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2018-

.2018).

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات المدرجة	51	49	49	49	47	47	47	46	44	43	44
السندات	05	04	03	03	03	23	04	09	06	08	10
عدد الصكوك	10	10	08	08	05	10	04	06	05	05	5
عدد الصناديق الاستثمارية	39	35	35	31	26	23	21	19	19	19	17

المصدر: بورصة البحرين، التقرير السنوي، 2008-2018.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

-انخفاض عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية خلال فترة (2008-2018)، حيث انخفضت من 51 شركة في عام 2008 إلى 44 شركة في عام 2018، ويعود السبب إلى اقفال بعض الشركات وتطبيق برنامج الخوصصة من طرف الحكومة البحرينية على الشركات والمؤسسات العمومية؛

-انخفاض في كل من السندات، الصكوك و الصناديق الاستثمارية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية خلال فترة (2008-2012)، حيث انخفض عدد السندات من 50 سندات في سنة 2008 إلى 03 في سنة 2012، وانخفاض الصكوك من 10 صكوك إلى 05 صكوك من جهة، وانخفاض صناديق الاستثمار من 39 صندوق استثماري إلى 26 صندوق من جهة اخرى؛

-وفي سنة 2013 نلاحظ ارتفاع في حجم كل من السندات والصكوك، حيث ارتفع حجم السندات إلى 23 سند والصكوك ارتفعت إلى 10 صكوك، في حين استمر انخفاض عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة، حيث بلغت في هذه السنة 23 صندوق استثماري؛

-خلال فترة (2014-2018) انخفاض حجم السندات والصكوك المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية، واستمرار انخفاض الصناديق الاستثمارية المدرجة ليلعب عددها 17 صندوق استثماري نهاية عام 2018.

رغم انخفاض الأدوات المالية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية، إلا انها تتميز بالتنوع، وهو الأمر الذي يؤدي إلى جذب المتعاملين إلى السوق حسب احتياجاتهم من الأدوات المالية وارتفاع مستوى نشاط السوق، وهذا من متطلبات التنمية الاقتصادية في البحرين.

### الفرع الثالث: الأسهم في سوق البحرين للأوراق المالية

تشير حركة تداول الاسهم في سوق البحرين للأوراق المالية، إلى مدى قدرة السوق على جذب المستثمرين ورؤوس الأموال.

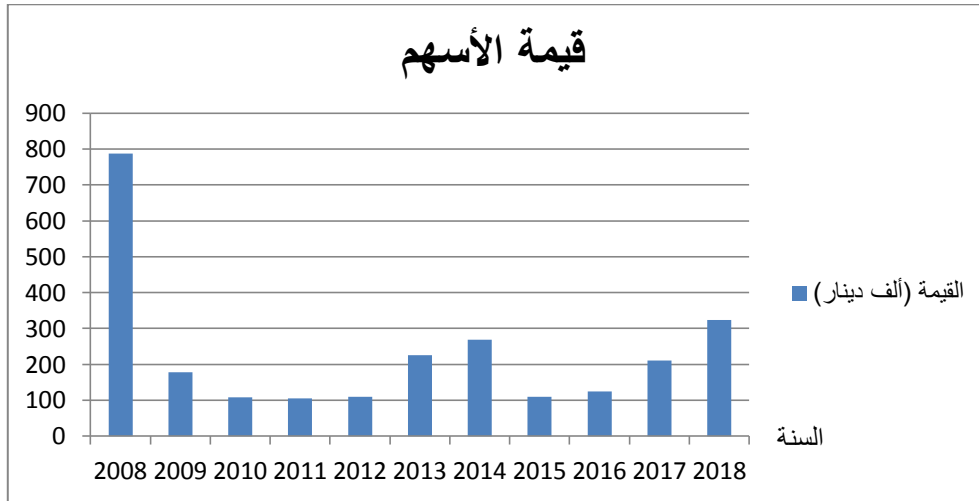
#### الجدول رقم(05): تطور حركة تداول الأسهم في سوق البحرين خلال فترة (2008-2018)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البيان											
القيمة ( ألف دينار)	787,350	178,357	108,411	104,966	110,244	225,868	269,333	109,975	124,454	211,339	323,833
الكمية ( ألف سهم)	1,675	852,249	612,189	520,224	627,708	1,867,761	1,127,448	515,561	734,392	1,129,827	1,441,082
عدد الصفقات (صفقة)	43,540	30,317	19,647	11,818	10,168	14,197	16,217	11,248	10,592	19,440	19,225

المصدر: بورصة البحرين، التقرير السنوي، 2008-2018.

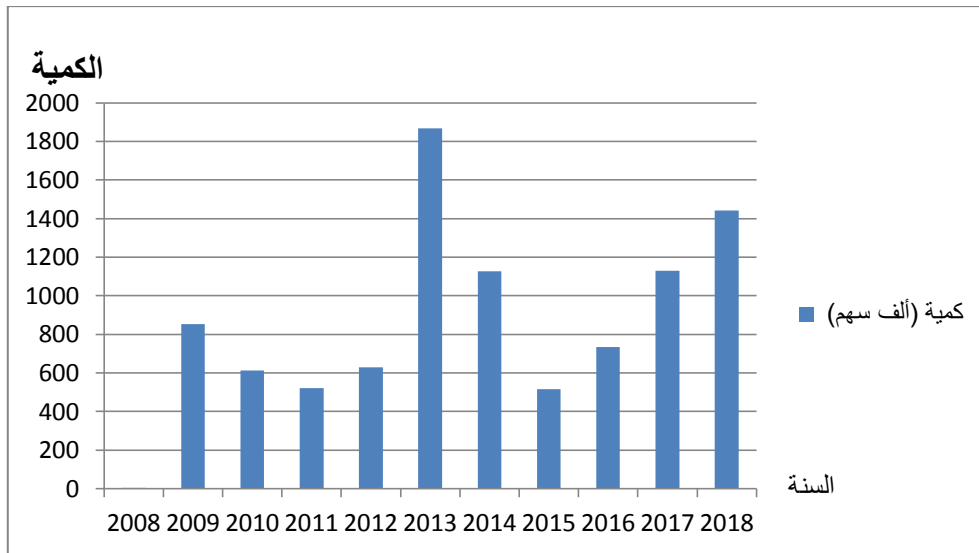
يمكن تمثيل معطيات الجدول في الأشكال البيانية التالية:

الشكل رقم(02): تطور قيمة الأسهم المتداولة في بورصة البحرين خلال فترة(2008-2018).



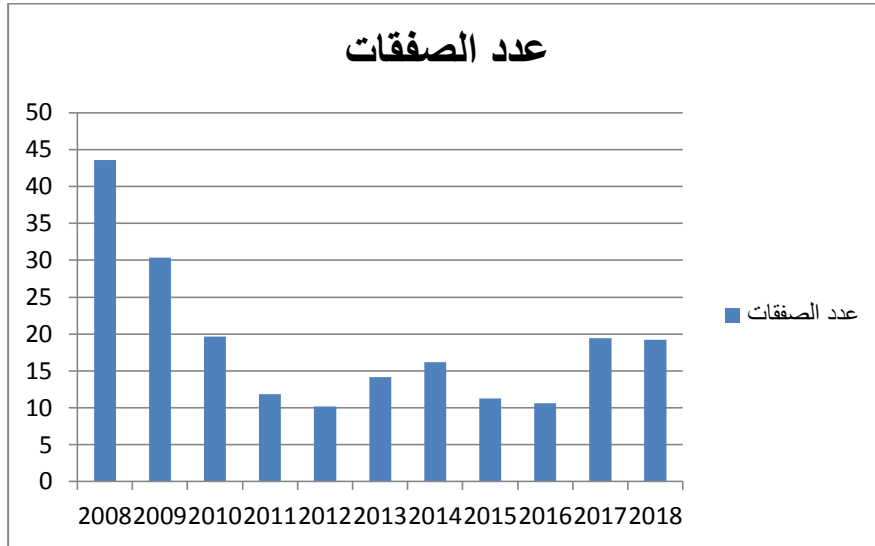
المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم(05).

الشكل رقم(03): تطور كمية الأسهم المتداولة خلال فترة(2008-2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم(05).

الشكل رقم(04): تطور حجم الصفقات المتداولة في بورصة البحرين خلال(2008-2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم(05).

من خلال الجدول والاشكال السابقة نلاحظ، أن سوق البحرين للأوراق المالية شهدت خلال فترة (2008-2012) ارتفاع في كمية الأسهم المتداولة مع تراجع قيمتها من جهة، وانخفاض عدد الصفقات المتداولة من جهة اخرى، حيث ارتفعت كمية الاسهم من 1,657 ألف سهم في عام 2008 إلى 627,7 في عام 2012 وانخفاض قيمتها من 787,3 الف دينار بحريني إلى 110,2 الف دينار بحريني، في حين انخفضت عدد الصفقات من 43540 صفقة في عام 2008 الى 10168 صفقة في عام 2012، ويعود السبب إلى تأثير السوق بأزمة الرهن العقاري 2008 والتي انهارت بسبها معظم الاسواق المالية في العالم. وفي سنتي 2013، 2014 نلاحظ ارتفاع في كل من كمية الاسهم لتداوله مع ارتفاع قيمتها وعدد الصفقات، ويمكن ان يكون السبب في ذلك ارتفاع اسهم الشركات المدرجة او طرح اسهم جديدة للاكتتاب. وخلال سنتي 2015، 2016 نلاحظ تراجع حركة تداول الاسهم في سوق البحرين للأوراق المالية ويعود السبب إلى نقص المعاملات داخل السوق وتخوف المستثمرين من انهيار اسعار الاسهم بسبب أزمة انخفاض اسعار النفط.

أما بالنسبة لسنتي 2017، 2018 ارتفع حجم الاسهم المتداولة وقيمتها في سوق البحرين للأوراق المالية، بالإضافة الى ارتفاع عدد الصفقات المتداولة، والسبب في ذلك هو تطور وسائل التداول في البحرين حيث انشأت عام 2018 منصة الاكتتاب الالكترونية والتي ساهمت بشكل كبير في ارتفاع حركة التداول في سوق البحرين. ان تطور حركة تداول الأسهم المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية خلال فترة (2008-2018) دليل على زيادة المعاملات وارتفاع معدل دوران الأسهم في السوق، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع النشاط الاقتصادي في البحرين.

### الفرع الرابع: الناتج الاجمالي المحلي في البحرين

يعكس مؤشر الناتج المحلي الاجمالي دور السوق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل الاقتصاد الوطني، والجدول الموالي بين تطور الناتج المحلي الاجمالي في البحرين:

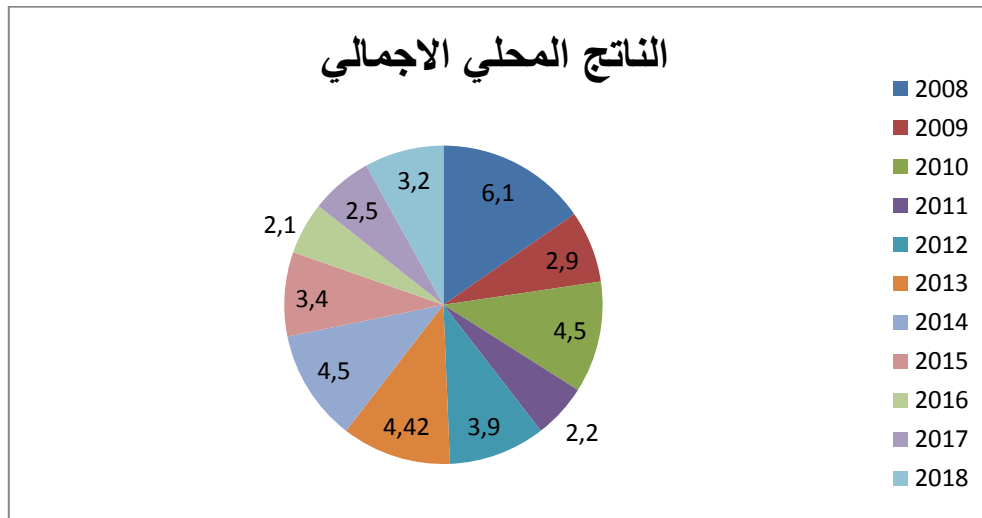
الجدول رقم(06): تطور الناتج المحلي الإجمالي في البحرين بالأسعار الثابتة خلال فترة(2008-2018).

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الناتج المحلي الاجمالي(%)	6,1	2,9	4,5	2,2	3,9	4,42	4,5	3,4	2,1	2,5	3,2

المصدر: بورصة البحرين، التقرير السنوي، 2008-2018.

ويمكن ترجمة هذا الجدول إلى الشكل البياني التالي:

الشكل رقم(05): تطور الناتج المحلي الاجمالي في البحرين خلال(2008-2018).



المصدر: اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق.

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن البحرين شهدت معدلات نمو موجبة في الناتج المحلي الاجمالي خلال فترة (2008-2018)، رغم تباطؤ نموه في بعض السنوات، فقد بلغ اقصاه عام 2008 حيث سجل نمو بالأسعار الثابتة بنسبة 6.1%، وادنى نمو في عام 2016 بنسبة 2.1%.

-انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي من 6.1% في عام 2008 إلى 2.9% في عام 2009، والسبب يعود إلى تراجع نمو القطاع المالي ومساهمته في الناتج المحلي الاجمالي بسبب الازمة المالية العالمية 2008، ليسجل بعد ذلك معدل نمو بنسبة 4.5% في سنة 2010.

-وفي سنة 2011 انخفض معدل نمو الناتج المحلي في البحرين إلى 2.2% وهذا بسبب الأحداث السياسية والأمنية في المنطقة وانعكاسات أزمة الديون التي شهدته معظم دول الاتحاد الأوروبي والتي أثرت سلباً على بعض المعاملات، ثم ارتفع بعد ذلك إلى 3.9% في عام 2010.

-استمرار ارتفاع معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في البحرين خلال سنتي 2013، 2014 ليسجل على التوالي: 4.42%، 4.5%، والسبب الرئيسي في هذا يعود إلى زيادة الاستثمارات في قطاع السياحة في البحرين.

-اما خلال فترة (2015-2017) انخفض معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي في البحرين، ويعود السبب إلى انهيار اسعار البترول، ليرتفع بعد ذلك إلى 3.2% في سنة 2018.

ان نمو الناتج المحلي الاجمالي في البحرين دليل على قدرة سوقها المالي في توفير الوسائل والأدوات المالية (أسهم-سندات-صكوك) في تمويل كافة القطاعات والشركات المدرجة في السوق، وهو ما يعزز دورها في تحقيق النمو الاقتصادي وتمويل التنمية الاقتصادية.

### الفرع الخامس: أداء مؤشرات السوق البحريني

تعد مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية من الأدوات الهامة في رصد ومتابعة التطورات التي شهدتها الأسواق ودرجة فعاليتها، وفي بورصة البحرين نجد المؤشرات التالية:

- **مؤشر البحرين العام:** يقوم برصد وقياس حركة أسعار أسهم جميع شركات المساهمة العامة في البحرين والمسجلة في السوق؛

- **مؤشر استرداد:** ويقوم برصد تحركات أسعار مجموعة من الشركات المختارة من جميع قطاعات السوق وفق معايير محددة؛

- **مؤشر داوجونز البحرين:** أول مؤشر تأسس من اجل قياس اداء الاستثمارات التي تكون وفق أحكام الشريعة الاسلامية؛

- **مؤشر البحرين الاسلامي:** تأسس بعد الغاء بورصة البحرين لمؤشر داوجونز البحرين.

الجدول رقم(07): أداء مؤشرات سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2018).

الوحدة: نقطة

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
مؤشر البحرين العام	1,804.07	1,458.24	1,432.26	1,143.69	1,065.61	1,248.86	1,426.57	1,215.89	1,220.45	1,331.71	1,337.26
مؤشر داوجونز البحرين	151.90	121.74	121.05	98.20	89.53	110.67	122.80	104.97	-	-	-
مؤشر استيراد	1,829.60	1,456.09	1,509.60	1,218.26	1,102.58	1,270.28	1,503.75	1,285.80	-	-	-
مؤشر البحرين الإسلامي	-	-	-	-	-	-	-	818.30	909.81	1,089.28	823.10

المصدر: بورصة البحرين، التقرير السنوي، 2008-2018.

يمكن ترجمة معطيات الجدول السابق إلى الشكل التالي:

الشكل رقم(06): تطور أداء مؤشرات سوق البحرين للأوراق المالية خلال فترة (2008-2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (07).

من خلال الجدول والشكل البياني السابقين نلاحظ أنه قد سجل مؤشر البحرين العام للأوراق المالية 1,804.07 نقطة نهاية سنة 2008، وسجل مؤشر داوجونز البحرين 151.9 نقطة ومؤشر استيراد 1,829.60 نقطة، وفي نهاية سنة 2009 شهد تراجع أداء وانخفاض كل مؤشرات السوق، حيث تراجع مؤشر البحرين العام بنسبة 23,71% ليبلغ 1,458.24 نقطة مقارنة بـ 1,804.07 نقطة، مؤشر داوجونز انخفض بنسبة 24,77% ومؤشر استيراد تراجع بنسبة 25,6%، ويعود السبب في ذلك الى انخفاض اسعار أسهم 30 شركة مدرجة في السوق.

أما بالنسبة لسنتي 2010، 2011 استمر تراجع وانخفاض كل من مؤشر البحرين العام، داوجونز البحرين ومؤشر استيراد. وفي سنة 2012 إلى غاية 2014 ارتفعت مؤشرات سوق البحرين للأوراق المالية بنسب مختلفة مقارنة مع سنة 2010 و 2011 حيث ارتفعت بنسب كبيرة مقارنة لما كانت عليه، وهذا دليل على ارتفاع اسعار اسهم الشركات المدرجة في السوق.

في حين سنة 2015 انخفضت مؤشرات السوق واطلاق مؤشر البحرين الإسلامي والذي سجل في هذه السنة 818.30 نقطة، اما سنتي 2016، 2017 ارتفع مؤشر البحرين العام ليسجل 1,331.71 نقطة نهاية سنة 2017 من جهة، وارتفاع مؤشر البحرين الإسلامي إلى 1,089.28 نقطة نهاية سنة 2017 من جهة اخرى، كما تما الغاء كل من مؤشر داوجونز و مؤشر استيراد في سوق.

وفي سنة 2018 استمر ارتفاع مؤشر البحرين العام ليسجل نهاية السنة 1,337.26 نقطة، وانخفاض مؤشر البحرين الإسلامي إلى 823.10 نقطة، والسبب هو انخفاض اسعار الاسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية.



## المبحث الثاني: دراسة تجربة السوق المالي الماليزي

شهد الاقتصاد الماليزي قفزة نوعية خلال النصف الثاني من القرن الماضي، حيث ساهمت عدة ظروف بالنهوض بالاقتصاد المحلي للوصول به إلى مطاف اقتصاديات الدول المتقدمة، وتعد التجربة الاقتصادية الماليزية بالحديثة نسبيا، غير أن نموذجها في تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد تجربة تستحق الدراسة، وما يلفت الانتباه اعتماد ماليزيا على مبادئ الاقتصاد الإسلامي، والعمل على تطوير وسائله وأدواته، مما كان لها الأثر الإيجابي في دخول ماليزيا لمرحلة جديدة من النمو والتطور.

### المطلب الأول: نبذة عن دولة ماليزيا

يعد الاقتصاد الماليزي من أقوى اقتصاديات في جنوب شرق آسيا، وهذه المكانة ما كان ليحتلها، لولا تظافر جهود الفاعلين من سياسيين واقتصاديين و السكان المحليين.

### الفرع الأول: التعريف بدولة ماليزيا

تقع ماليزيا في الجنوب الشرقي لقارة آسيا، عاصمتها كوالالمبور ونظام الحكم فيها ملكي دستوري اتحادي، تبلغ مساحتها 330.290 كيلو متر مربع، وينقسم إتحاد ماليزيا إلى ثلاث أقسام أساسية، وهي:<sup>1</sup>

- ماليزيا الغربية وتشمل العاصمة كوالالمبور.

- ماليزيا الشرقية ومجموعة الجزر الصغيرة والتي تبلغ مساحتها حوالي 3300 كيلو متر مربع.

ومن خلال الجدول الموالي يمكن استعراض أهم المعطيات العامة والاقتصادية لدولة ماليزيا:

### الجدول رقم(08): أهم المعطيات العامة والاقتصادية لماليزيا

الاسم الرسمي	ماليزيا
العاصمة	كوالالمبور
نظام الحكم	ملكية دستورية
الملك	عبد الله ابن السلطان احمد شاه
رئيس الوزراء	مهاتير محمد
المساحة	330.290 كم <sup>2</sup>
تعداد السكان	أكثر من 31 مليون نسمة
دين الدولة	الإسلام، حيث يقدر عدد المسلمين 55 % من السكان والباقي ديانات أخرى.
العملة	رينغت، رمزها RM

المصدر: نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي-، مرجع سابق، ص 132.

<sup>1</sup> نزار سناء، دور آلية التوريق المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال-دراسة حالة سوق رأس المال الماليزي-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2015-2016، ص 131.

ومن خلال الجدول التالي نستعرض أهم المؤشرات الاقتصادية لدولة ماليزيا سنة 2019:

الجدول رقم(09): اهم المؤشرات الاقتصادية في ماليزيا لعام 2019.

الناتج المحلي الإجمالي	4.09 %
معدل التضخم	1.4 %
البطالة	3.3 %

المصدر: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

### الفرع الثاني: التجربة التنموية الماليزية

لقد مر الاقتصاد الماليزي بمراحل عديدة حتى وصل إلى موقعه بين الاقتصاديات الكبرى في العالم، وتتمثل هذه المراحل في<sup>1</sup>:

#### -المرحلة الأولى: من 1970 – 1990

في هذه الفترة ومنذ استقلال ماليزيا إلى نهاية الستينات كان النظام الرأسمالي هو السائد، مروراً بقيام إتحاد ماليزيا في سنة 1963 وحدثت المشاكل والاضطرابات العرقية، في 1969 تم ظهور قوانين السياسة الاقتصادية الجديدة في 1970 وانتهائها بإنشاء البنك الإسلامي الماليزي 1983، ويطلق على هذه الفترة بفترة مفترق الطرق، حيث تميزت هذه المرحلة بمعطيات اقتصادية اجتماعية وسياسية، أهمها ما يأتي:

-ظهرت في هذه المرحلة نوع من المؤسسات التعاونية لتقديم خدمات إلى الفئات الفقيرة والمستضعفة التي همشت من قبل الاستعمار البريطاني.

-طبقت ماليزيا خطة اقتصادية تبدأ من 1970 وتنتهي في 1990، وهي ما تعرف بالسياسة الاقتصادية الجديدة، حيث قامت هذه الأخيرة على إعادة الهيكلة الاقتصادية والاجتماعية للتوزيع العادل للثروات بين أفراد المجتمع الماليزي.

#### -المرحلة الثانية: خطة الإصلاح 1990-2020

أتى عام 1990 ليحمل معه أهداف جديدة ورؤية مستقبلية للتنمية في ماليزيا، حيث شرعت الحكومة في تطبيق الخطة الجديدة بمجرد انتهائها من الخطة السابقة 1970-1990 فهذه الأخيرة كان هدفها الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي والسياسي، وحتى الدولي من خلال دخولها في منطقة الآسيان التي تهدف إلى تحقيق الحياد والأمن والسلام لشعوب المنطقة، فتمكنت ماليزيا من الوصول إلى أهداف الخطة القديمة مما مهد لها الطريق إلى الهدف الأساسي وهو أن تصنف ماليزيا كدولة صناعية متقدمة في نهاية هذه الخطة، وتسمى بالخطة الإستراتيجية 2020 مع مضاعفة متوسط دخل المواطن الماليزي إلى أربعة أضعاف لما هو عليه في 1991، كما أن

<sup>1</sup> نزار سناء، مرجع سابق، ص 136-137.

الحكومة الماليزية تسعى لتحقيق ناتج إجمالي خام يصل إلى 920 مليار رينغيت ماليزي مع نهاية هذه الخطة، لذلك تسعى ماليزيا إلى تكثيف النشاط الصناعي على أراضيها بحيث تستهلك كل الموارد الخام التي تنتجها، ليس ذلك فحسب إنما تستورد المزيد من الموارد الأولية لتدخل ضمن الدورة الصناعية لها، وفي حالة حدوث ذلك ستوفر ملايين من فرص العمل الجديدة وتنشيط الاقتصاد أكثر.

### المطلب الثاني: السوق المالي الماليزي

تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية من الأسواق المالية الناشئة والرائدة في إصدار الأوراق المالية المبتكرة، كما أن نشأتها تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر وهذا ما يجعلها ضمن الأسواق المالية تحض بالاهتمام والمتابعة لما تقدمه من تطور مستمر في الأدوات والعمليات المالية.

### الفرع الأول: مفهوم السوق المالي الماليزي

#### أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية الماليزية

لا يختلف مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية عن المفهوم الشائع لسوق الأوراق المالية بأنه ذلك المكان الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل من طرف أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض ولا يقتصر سوق الأوراق المالية الماليزية على السوق المنظم بل يشمل أيضا السوق الغير المنظم لاسيما سوق السندات، ويتم في سوق الأوراق المالية الماليزية تداول عدة أدوات مالية تتمثل في السندات بأنواعها (حكومية، خاصة)، وأسهم شركات المساهمة، وشهادات صناديق الاستثمار، وعقود المستقبلات للسلع والخدمات المالية، وعقود الخيارات.<sup>1</sup>

#### ثانياً: نشأة وتطور السوق المالية الماليزية

##### 1- نشأة سوق الأوراق المالية الماليزية:

يرجع تاريخ ظهور سوق الأوراق المالية في ماليزيا إلى سنة 1930، حيث أسست جمعية سماسرة بورصة سنغافورة كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، أما تأسيس سوق الأوراق المالية بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960 بتأسيس بورصة الملايو، وتشكلها من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة، واحدة في سنغافورة وأخرى في كوالالمبور، وشكلت سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف والفاكس.

<sup>1</sup> براني عبد الناصر، دور الهيئات الرقابية الماليزية لتنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية - سوق رأس المال الاسلامي نموذجاً-، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الاسلامية، قسنطينة-الجزائر، العدد 10، 2016، ص 345.

وفي عام 1964 تم تأسيس سوق الأوراق المالية الماليزية، ليتم في سنة 1965 الفصل بين الغرفتين وتأسيس بورصة في كل بلد على حدى، وسميتا باسم واحد "سوق الأوراق المالية الماليزية السنغافورية" واستمرار عمل البورصة وأداء وظائفها ككيان مشترك حتى سنة 1973 ليتم التقسيم الفعلي للبورصة ويتم تشكيل كلا من:<sup>1</sup>

- بورصة كوالالمبور للأوراق المالية بردها بماليزيا.
- بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة.

## 2-تطور سوق الأوراق المالية الماليزية

عملت الحكومة الماليزية على الارتقاء بهذا السوق والدفع به إلى الامام، وجعله مصدرا حيويا للتنمية والعنصر الرئيسي في تمويل الاقتصاد المحلي، مما أدى إلى اعتماد برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية (Malaysian capital Market Master plan)، وتحت رعاية وزير المالية الماليزية.

وبدأ العمل بتطوير الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية في 2001/02/22 والتي تتضمن 152 توصية تغطي 11 ناحية، ومن أهم الأهداف التي تضمنتها الخطة:<sup>2</sup>

- زيادة تنافسية وكفاءة المؤسسات العاملة في السوق؛
- توفير أنظمة الرقابة الفعالة والمنتظمة؛
- جعل سوق الأوراق المالية الماليزية المصدر الرئيسي في العملية التمويلية للشركات الماليزية؛
- الوصول بها بأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.

## الفرع الثاني: أقسام ووظائف السوق المالي الماليزي

### أولا: أقسام السوق المالي الماليزي

تشكل سوق الأوراق المالية الماليزية من ثلاث أقسام رئيسية، وهي:<sup>3</sup>

#### 1-سوق رأس المال:

وتتشكل من سوق تقليدية وسوق إسلامية للأصول المالية المتوسطة والطويلة الأجل.

<sup>1</sup> محمد غزال، دور الصكوك الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية -دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف-الجزائر، 2012-2013، ص 163.

<sup>2</sup> محمد غزال، مرجع سابق، ص 163-164.

<sup>3</sup> أنظر:

- حراق مصباح، كمال قسول، دور الصكوك الاسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، ميلة-الجزائر، عدد خاص، المجلد رقم 02، أبريل 2018، ص 101-103.

-كتاف شافية، دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والاسلامية-، أطروحة دكتوراة غير منشورة، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2013-2014، ص 115.

- براني عبد الناصر، مرجع سابق، ص 348.

-صالحى هالة، مرجع سابق، ص 126.

أ-السوق التقليدية: وتتشكل هي الأخرى من:

-سوق الأسهم

-سوق أدوات الدين(السندات): وهي عبارة عن سوق منظمة ويتم فيها تداول السندات الحكومية والخاصة في ماليزيا التي تزيد فترة استحقاقها عن سنة.

ب-السوق الإسلامية: وتتشكل هي أيضا من:

-سوق الصكوك الإسلامية: وتدخل هذه السوق ضمن سوق السندات في ماليزيا، بحيث تشكل صنف السندات المتوافقة مع أحكام الشريعة.

-سوق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية: تمثل هذه السوق الآلية التي يمكن من خلالها التعامل بفتة معنية من الأسهم المتداولة، وتكون موافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

-سوق الصناديق الاستثمارية الإسلامية: تمثل هذه السوق الآلية التي يتم بموجبها التعامل بالأصول المالية لصناديق الاستثمار الإسلامية.

2-سوق المشتقات المالية:

لقد بدأت هذه السوق بالظهور في 1980 مع إنشاء بورصة ماليزيا للسلع، وتتداول في هذه السوق عقود المستقبلية، وعقود الخيارات.

3-سوق الأوراق المالية الدولية (مركز LABUAN):

قررت الحكومة الماليزية في إطار خطتها الهادفة لدعم القطاع المالي في 1990 إنشاء مركز مالي دولي خارجي LA BOUAN INTERNATONAL OFFSHORE وقد جاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المحلي، وتركزت إستراتيجية المركز على جذب أكبر قاعدة ممكنة من المؤسسات المالية العالمية.

ثانيا: وظائف السوق المالية الماليزية

يؤدي سوق رأس المال الماليزي وظائف هامة في الاقتصاد الماليزي، تتمثل في<sup>1</sup>:

-يعتبر الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض والقطاعات التي تعاني عجزا على وجه الخصوص من جهة أخرى؛

-تجميع رؤوس الأموال من طرف المؤسسات المالية الماليزية المختلفة بعضها إلى بعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية؛

-توفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال من أجل تشجيع تطور الشركات الخاصة في ماليزيا، بهدف الاستثمار في الأنشطة الاقتصادية؛

<sup>1</sup> عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال-التجربة الماليزية نموذجًا-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2014-2015، ص 184-185.

- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار وجذب الاستثمار الأجنبية.

### الفرع الثالث: الجهات الرقابية على السوق

تتمثل الجهات الرقابية على سوق رأس المال الماليزي في ما يلي:<sup>1</sup>

#### أولاً: الجهة الرقابية العليا

تمثل هيئة الأوراق المالية الماليزية الجهة الرقابية العليا لسوق الأوراق المالية الماليزية، وترتبط مباشرة بوزارة المالية، وقد تم إنشاء هذه الهيئة واعتبارها جهة عليا في إدارة السوق المالية عام 1993 من طرف الحكومة، حيث تقوم هذه الهيئة بمجموعة من الوظائف نذكر أهمها في:

- الإشراف على السجلات في تسجيل الاكتتاب لكافة الشركات المدرجة؛

- السماح بإصدار سندات الشركات، والرقابة على الأنظمة المتعلقة بصناديق الاستثمار؛

- مراقبة أنشطة البورصات وبيت المقاصة والإيداع المركزي.

#### ثانياً: الجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس مال ماليزيا

هناك مجموعة من الجهات الفرعية لمساعدة هيئة الأوراق المالية الماليزية في تأدية وظائفها، والمسائل المتعلقة بعمليات سوق رأس المال في ماليزيا. وتتكون الجهات الفرعية من البورصة الماليزية المحدودة والشركات التابعة لها، وأهم هذه الشركات:

- **بورصة الأوراق المالية المحدودة:** وهي مؤسسة منظمة، يتم فيها تداول الأوراق المالية، وهي مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المتعلقة بالأوراق المالية، وكذلك تطبيق القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة.

- **بورصة المقاصة للأوراق المالية المحدود:** وهي جهة المقاصة المركزية للأسهم المتداولة في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والبورصة الماليزية المختصة بعرض الأسعار والتعاملات للأوراق المالية إلكترونياً.

- **بورصة الإيداع المحدودة:** وهي الجهة التي من خلالها يتم تنفيذ التعاملات للأوراق المالية بدون تبادل الشهادة بين المشتري والبائع للأسهم.

- **بورصة المشتقات المحدودة:** وهي بورصة تتداول فيها منتجات المشتقات (عقود المستقبلات، والخيارات، والمبادلات)، وتخضع هذه البورصة للرقابة المتكاملة بين هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة بذاتها.

<sup>1</sup> علاء عباس داخل، سوق الأوراق المالية ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية-ماليزيا نموذجاً-، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 19، العدد 04، 2017، ص 191.

-نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2007، ص 92-96.

-ساسة جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية-دراسة حالة ماليزيا والسودان-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2014-2015، ص 201.

-بورصة المقاصة للمشتقات المحدودة: وهي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، وهي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة والتسوية عن تداول عقود المستقبلات والخيارات.

### ثالثاً : اللجنة الشرعية الماليزية

جاء إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية مكان مجمع دراسة الأدوات الإسلامية في 16 ماي 1996، وذلك بتعين من وزارة المالية الماليزية، لتؤدي دورها ومهامها التنظيمية والرسمية وتقوم اللجنة بالعديد من المهام و الأدوار في مجال الرقابة وتقديم الاستشارات والتوعية والتوجيه وإصدار القرارات من جهة، كما لها مهام تفعيل وتطوير الأدوات المالية ومن أهم الوظائف التي تقوم بها هذه اللجنة نذكر منها ما يلي:

-تكييف الأدوات المالية التقليدية وفق الأحكام الشرعية واستحداث للأدوات المالية الشرعية؛

-إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية؛

-الإجابة على الأسئلة والاستفسارات وتوعية الأطراف الفاعلة في السوق وتقديم الاستشارة والمراجعة.

### المطلب الثالث: واقع السوق المالي الماليزي ودوره في التنمية الاقتصادية

يلعب السوق المالي الماليزي دورا بارزا في تعبئة الموارد المالية لتمويل الأنشطة الاقتصادية، وهذا ما يعزز دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي في ماليزيا.

### الفرع الاول: القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية

يمكن تتبع تطور القيمة السوقية لسوق الاوراق المالية الماليزية من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (10): تطور القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة(2008-2018).

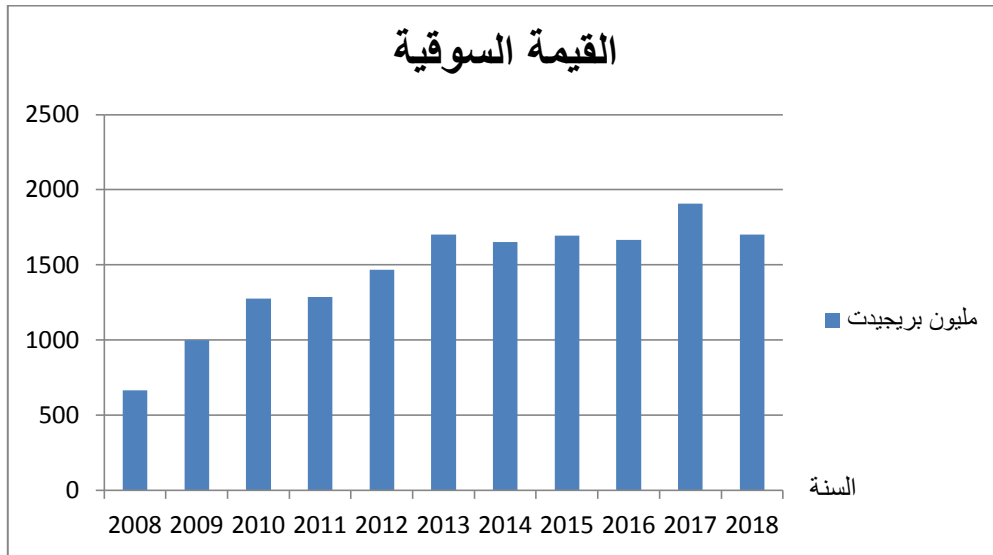
الوحدة: بليون رينجت ماليزي.

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة السوقية	663.8	999.5	1,275.3	1,285	1,465.68	1,702.15	1,651.17	1,694.78	1,667.37	1,906.48	1,700.37

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقارير السنوية، 2008-2018.

ويمكن ترجمة الجدول السابق إلى الشكل التالي:

الشكل رقم(08): تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال(2008-2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدول السابق والتمثيل البياني المرفق له، أن القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة (2008-2013) في تزايد مستمر، حيث ارتفعت من 663.8 بليون رينجت ماليزي عام 2008 إلى 1,701.15 بليون رينجت ماليزي في عام 2013، ويعود السبب في ذلك إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل السوق جذاب لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بتوفير أدوات مالية مبتكرة (الصكوك) و اقل مخاطرة من الأدوات المالية التقليدية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

أما خلال فترة (2014-2018) شهدت سوق الأوراق المالية الماليزية تذبذبا في تطور القيمة السوقية بين الانخفاض والارتفاع حيث سجلت في هذه الفترة أقصا قيمة لها سنة 2017 ب 1,906.84 بليون رينجت ماليزي، وأدنى قيمة سنة 2014 ب 1,651.17 بليون رينجت ماليزي.

ان تطور القيمة السوقية في ماليزيا خلال فترة (2008-2018)، ورغم انخفاضها في بعض السنوات، إلا انها تعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية الماليزية في استقطاب رؤوس الأموال واجتذاب المتعاملين، وذلك من خلال توسيع قاعدة الأوراق المالية، خاصة في سوق المنتجات الاسلامية والتي تلعب دورا كبيرا في حشد الموارد المالية لتمويل المشروعات الكبرى.

### الفرع الثاني: الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية

تسعى سوق الأوراق المالية الماليزية لضم أكبر عدد من الشركات، وذلك بقصد زيادة نشاطها ودورها في تمويل المشاريع الاقتصادية وتنشيط التنمية الاقتصادية في ماليزيا.



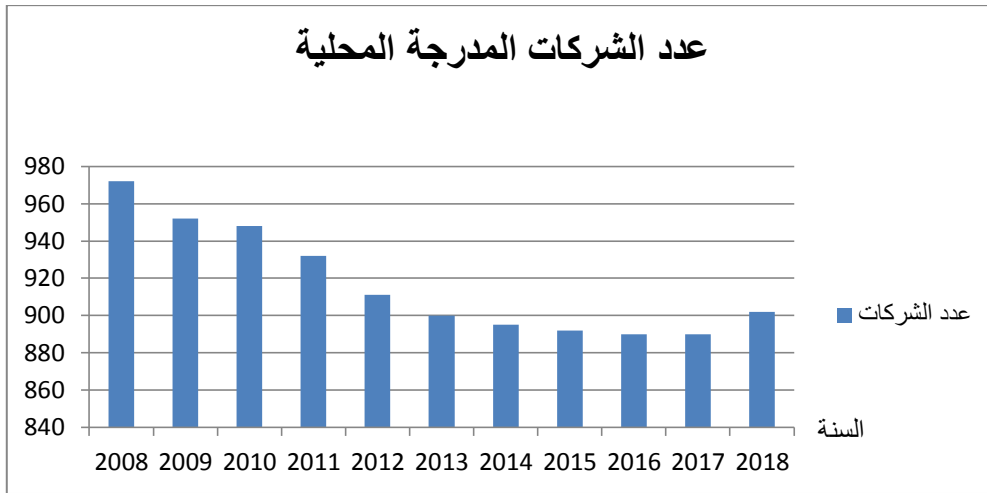
الجدول رقم(11): تطور عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال  
(2018-2008).

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الشركات	972	952	948	932	911	900	895	892	890	890	902

المصدر: الموقع الرسمي للبنك الدولي .data.albankaldawli.org

وبناء على معطيات الجدول السابق نتوصل إلى الشكل التالي:

الشكل رقم(09): تطور عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال  
(2018-2008).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدول السابق والشكل السابقين، أن عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية في انخفاض مستمر خلال فترة (2018-2008)، باستثناء سنة 2018 التي شهدت ارتفاعاً في عدد الشركات المحلية المدرجة في السوق إلى 902 شركة، حيث نلاحظ انخفاضاً تدريجياً في عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى أن بلغت 890 شركة سنة 2017 بعدما كانت 972 شركة سنة 2008.

ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تطبيق الحكومة الماليزية لبرامج الخصخصة على المؤسسات والشركات لتحسين أدائها وتسييرها من أجل تفعيل دورها في تنشيط عملية التنمية الاقتصادية وذلك في وجود سوق مالية منظمة مما يسمح بتوفير فرص استثمارية أفضل لهذه المؤسسات.

### الفرع الثالث: إصدارات ماليزيا بين الصكوك والسندات

تختلف احتياجات المتعاملين في سوق الأوراق المالية الماليزية، مما أدى إلى اختلاف الأدوات المالية المستعملة في تلبية هذه الاحتياجات.

الجدول رقم(12): تطور قيمة اصدار الصكوك والسندات في ماليزيا خلال فترة (2008-2018).

الوحدة: بليون رينجت ماليزي.

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
قيمة الاصدارات	96,757	23,530	23,255	29,927	32,208	48,445	42,076	61,630	77,260	93,758	37,106
السندات التقليدية	33,234	33,955	28,328	78,903	71,091	99,129	76,070	48,334	63,729	94,154	50,965
الصكوك الاسلامية	129,991	57,485	79,533	108,83	103,299	147,57	118,146	109,964	140,989	187,912	89,871
إجمالي السندات والصكوك	25,56	59,06	48,17	72,50	68,82	67,17	64,39	43,95	45,20	50,10	57,86
نسبة الصكوك إلى إجمالي السندات والصكوك %											

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقارير السنوية، 2008-2018.

ويمكن ترجمة الجدول السابق إلى الشكل الموالي:

الشكل رقم (10): تطور قيمة اصدار الصكوك والسندات في ماليزيا خلال(2008-2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

من خلال الجدول والشكل البياني المرفق له نلاحظ:

-قيمة إصدار الصكوك الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية أكبر من قيمة إصدار السندات التقليدية خلال فترة (2008-2018)؛

-قيمة إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة (2008-2013) في تزايد مستمر من جهة، وانخفاض قيمة إصدار السندات التقليدية من جهة أخرى، حيث ارتفعت قيمة إصدار الصكوك من 33,234 بليون رينجت ماليزي في سنة 2008 إلى 99,1 بليون رينجت في سنة 2013 أي بنسبة 68,72% من إجمالي إصدار الصكوك والسندات في السوق، وفي المقابل انخفاض قيمة إصدار السندات التقليدية من 96,7 بليون رينجت ماليزي إلى 48,4 مليون رينجت، وهذا من أجل تطوير الحكومة الماليزية الصكوك الاسلامية وجعل ماليزيا سوق مالية اسلامية مركزة على جذب الاستثمارات الاجنبية؛

-وخلال فترة (2014-2016) شهد انخفاض ملحوظ في قيمة إصدار الصكوك في سوق الأوراق المالية الماليزية من جهة، وارتفاع قيمة إصدار السندات التقليدية من جهة أخرى، حيث انخفضت قيمة إصدار الصكوك إلى 63,7 بليون رينجت أي بنسبة 45,20% من إجمالي إصدار الصكوك والسندات في السوق، وارتفاع قيمة إصدار السندات التقليدية إلى 77,2 بليون رينجت، ويعود السبب في ذلك إلى إيقاف البنك المركزي الماليزي من إصدار الصكوك وهو ما أدى إلى تراجع قيمة اصدار الصكوك وارتفاع قيمة اصدار السندات في السوق؛

-وفي نهاية سنة 2017 نلاحظ ارتفاع في كل من قيمة إصدار الصكوك والسندات التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزية حيث سجلت على التوالي 94,1 مليون رينجت، 93,7 بليون رينجت؛

-اما سنة 2018 فقد سجلت انخفاض شديد في قيمة إصدارات سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث انخفضت قيمة اصدار السندات إلى 37,1 بليون رينجت، وانخفضت قيمة اصدار الصكوك إلى 50,9 بليون رينجت أي بنسبة 57.68% من إجمالي إصدار السندات والصكوك في السوق، ويعود السبب الرئيسي في هذا الانخفاض إلى ارتفاع أسعار النفط وهو ما أدى الى تراجع الاقتراض من بعض الجهات لاسيما الحكومات المصدرة للنفط.

زيادة قيمة الاصدارات بين الصكوك والسندات في سوق الأوراق المالية، خاصة قيمة الصكوك الاسلامية يدل على زيادة حجم التداول في السوق، وذلك من خلال زيادة توظيف المستثمرين امولهم في شراء وبيع هذه الاصدارات (الصكوك والسندات)، وهذا ما يعكس دورها في ارتفاع النشاط الاقتصادي و تحقيق التنمية الاقتصادية في ماليزيا.

#### الفرع الرابع: الأسهم المدرجة فيسوق الأوراق المالية الماليزية

هناك نوعان من الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الماليزية وهما الاسهم المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية والأسهم الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية.

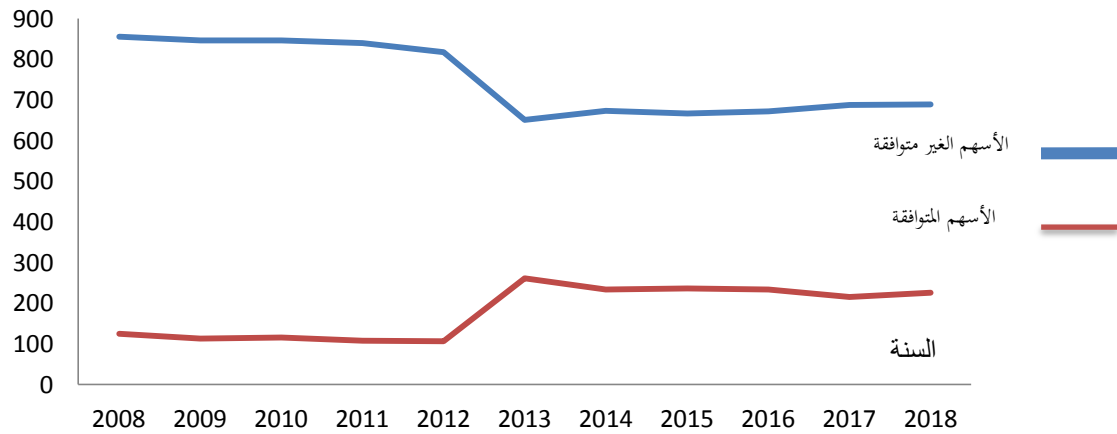
الجدول رقم (13): تطور الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال فترة(2008-2018)-  
.(2018).

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	855	846	846	839	817	650	673	667	671	688	689
عدد الأسهم الغير متوافقة مع الشريعة الإسلامية	125	113	115	107	106	261	233	236	233	215	226
مجموع الأسهم المدرجة في البورصة	980	959	961	946	923	911	906	903	904	903	915

المصدر: هيئة الأوراق المالية الماليزية، التقارير السنوية، 2008-2018.

ويمكن تمثيل معطيات الجدول في الشكل الموالي:

الشكل رقم(11): تطور الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال(2008-2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

من خلال الجدول السابق والتمثيل البياني المرفق له، نلاحظ:

- عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية أكبر من عدد الأسهم الغير متوافقة مع أحكام الشريعة خلال فترة الدراسة (2008-2018)؛
- عدد الأسهم المتوافقة مع الشريعة المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية كانت متناقصة خلال سنوات الدراسة، حيث كانت 885 سهم في سنة 2008 لتتخفّف إلى 689 سهم في سنة 2018؛
- عدد الأسهم الغير متوافقة مع أحكام الشريعة المدرجة في سوق الأوراق المالية كانت متزايدة بشكل تصاعدي من 125 سهم في سنة 2008 إلى 226 سهم سنة 2018؛

-رغم تراجع عدد الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة في سوق الأوراق المالية الماليزية إلا أنها بقيت تفوق الأسهم الغير متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهذا دليل على ممارسة المستثمرين أنشطة مشروعة أكثر من أنشطة محرمة شرعا.

ومن خلال ما سبق نستنتج أن التنوع في الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزية يحفز أصحاب الفوائض المالية في الاستثمار ومنه زيادة حجم التداول بالإضافة إلى تحسين تسيير أداء المؤسسات والشركات من طرف المساهمين وهذا ما يدفع إلى تحقق معدلات نمو وتمويل التنمية الاقتصادية للبلد.

### الفرع الخامس: إجمالي الناتج المحلي في ماليزيا

حققت ماليزيا خلال فترة (2008-2018) نمو في حجم الناتج المحلي الاجمالي وهذا ما يظهره الجدول التالي:

الجدول رقم(14): تطور حجم الناتج المحلي الاجمالي في ماليزيا خلال فترة (2008-2018).

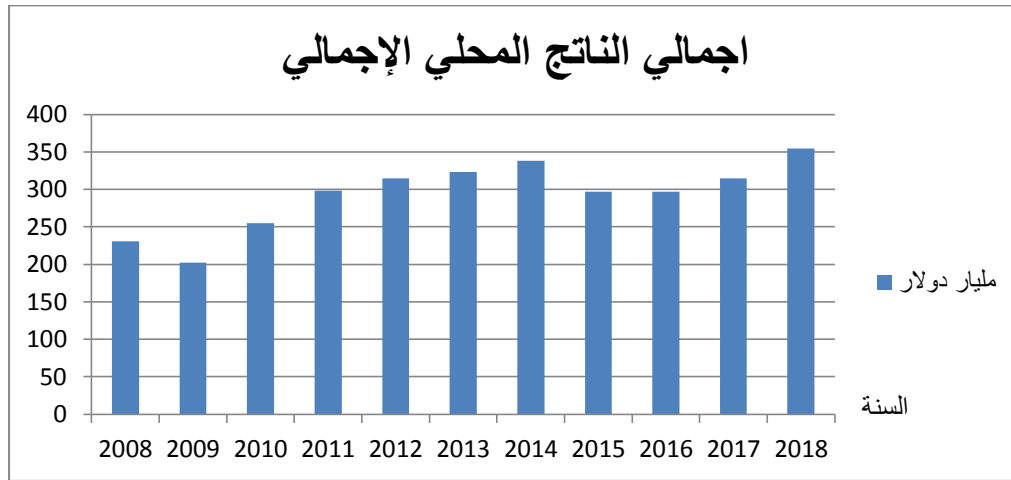
الوحدة: مليار دولار أمريكي.

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الناتج المحلي الاجمالي	230.81	202.26	255.02	297.95	314.44	323.28	338.06	296.64	296.75	314.71	354.35

المصدر: الموقع الرسمي للبنك الدولي. data.albankaldawli.org

ويمكن تمثل الجدول السابق بيانيا على النحو التالي:

الشكل رقم(12): تطور حجم الناتج المحلي الاجمالي في ماليزيا خلال (2008-2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق.

نلاحظ من خلال الجدول السابق والشكل المرافق له، النمو المستمر لحجم الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا خلال فترة (2008-2018)، باستثناء سنة 2009 والتي شهدت انخفاض طفيف في حجم الناتج المحلي الإجمالي إلى 202,2 مليار دولار مقارنة بـ 230,8 مليار دولار سنة 2008، ويعود هذا الانخفاض إلى تداعيات الأزمة

المالية العالمية 2008 التي مست أغلب دول العالم، كما نلاحظ تراجع في حجم الناتج المحلي الإجمالي سنة 2015 إلى 296,4 مليار دولار بعدما كان 338,06 مليار دولار سنة 2014، ويعود السبب في ذلك إلى انخفاض قيمة العملة الماليزية، ثم ارتفع بعد ذلك ليلغ ذروته سنة 2018، حيث سجل ما يقارب 354,3 مليار دولار.


وبذلك نستنتج أن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يعكس مدى قدرة سوق الأوراق المالية الماليزية على تعبئة الموارد وتمويل التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال توفير السيولة المناسبة للاقتصاد عن طريق زيادة التنوع في الأوراق المالية المتداولة والأصول المالية التي يمكن بيعها بسهولة.

بعد دراستنا لكل من السوق المالي البحريني والسوق المالي الماليزي، يمكن ذكر أهم الفروقات الموجودة بين السوقين فيما يلي:

- يعد سوق البحرين للأوراق المالية حديثة النشأة مقارنة بسوق الأوراق المالية الماليزية؛
- تتركز وظائف السوق المالي البحريني على العمل في تطوير أطره التشريعية والفنية أكثر من دعمها للاقتصاد، عكس السوق المالي الماليزي؛
- تتعدد الجهات الرقابية التي تخضع لها سوق الأوراق المالية الماليزية، بينما سوق البحرين للأوراق المالية تخضع لجهة رقابية وحيدة والمتمثلة في مصرف البحرين المركزي؛
- ان نشاط وحجم سوق البحرين للأوراق المالية متواضع مقارنة مع حجم ونشاط سوق الأوراق المالية الماليزية، ويتبين هذا من خلال القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة لكلا السوقين.

## خلاصة الفصل

تناول هذا الفصل الدراسة التطبيقية لكل من السوق المالي البحريني والسوق المالي الماليزي ودور كل منهما في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث تم التعرف على ماهية كل سوق وخصائصه والهيئات الرقابية المسؤولة على تنظيمه، وتوصلنا إلى ان تطور الناتج المحلي الاجمالي في دولة البحرين وماليزيا خلال فترة(2008-2018) يعكس فعالية ودور أسواقها المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية، وأن هناك وجود تنوع في الادوات المالية المتداولة في كلا السوقين من أسهم، سندات وصكوك وهذا التنوع يؤدي إلى جذب المستثمرين، ويعتبر مؤشر القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية هي الاكثر نمو وتطور من سوق البحرين للأوراق المالية.



خاتمة عامة



## خاتمة عامة

تعتبر السوق المالية الناشئة ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي في الدول النامية، حيث تقوم بدور في غاية الأهمية في عمليات التمويل المالي للمشاريع الاقتصادية المختلفة، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية. وفي ظل التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية نجد أن الأسواق المالية الناشئة عملت على مواكبة التطور الحاصل في عالم الأسواق المالية سعياً منها لتحقيق مزيد من النمو والانتعاش، وأصبحت تحظى بأهمية كبيرة كونها تمثل قطب يعمل على جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتعبئة الموارد وتمويل التنمية الاقتصادية. فقد عملت كل من البحرين وماليزيا منذ انشاء اسواقهم المالية على التطور وتحسين ادائها وذلك من اجل المساهمة في رفع معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية.

## أولاً: نتائج الدراسة

من خلال دراستنا لهذا الموضوع توصلنا إلى النتائج التالية:

- 1- السوق المالية هو ذلك السوق المنظم في مكان جغرافي معين، يتم فيه شراء وبيع الأوراق المالية من قبل العارضين والطالبين في وجود وسطاء.
- 2- تتميز الأسواق المالية الناشئة بمجموعة من الخصائص والمميزات تختلف عن غيرها من الأسواق، منها صغر حجم السوق، التركيز والتذبذب وكذلك التطور السريع، وهذه الخصائص لا توجد في الأسواق المالية بصفة عامة، كما أن المنتجات المالية المتداولة في هذه الأسواق تنقسم إلى فرعين، وهي المنتجات المالية المسعرة والمتداولة في الأسواق الناشئة ويتداول فيها الأسهم والسندات والمنتجات المالية المشتقة، إصدارات شركات الأسواق المالية الناشئة في الأسواق الخارجية والتسعير في هذه الأسواق والمنتجات صادرة في الأسواق الناشئة.
- 3- التنمية الاقتصادية هي إحداث تغييرات جذرية في الهياكل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية في المجتمع مع زيادة معدلات النمو الاقتصادي وهذا يتطلب عدة مستلزمات مهمة من تخطيط وتوفير موارد بشرية متخصصة ووضع سياسات اقتصادية ملائمة مع وجود نشر الوعي التنموي بين الأفراد يساهم في نجاح عملية التنمية الاقتصادية.
- 4- تلعب الأسواق المالية الناشئة دور هام في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، وذلك عن طريق تعبئة المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وكذلك تسعى إلى تحقيق الشفافية والحد من درجة المخاطر المالية من أجل الاستمرارية، التطور وتحقيق التنمية في البلدان المتواجدة فيها.
- 5- تضم السوق الماليزية عدة أقسام تابعة لها، منها سوق رأس المال والذي يتشكل من السوق التقليدية والذي تتداول فيه الأسهم وسوق السندات ويتداول فيه السندات الحكومية، والسوق الإسلامية الذي تتداول فيه الأدوات المالية الإسلامية، وسوق المشتقات المالية، وسوق الأوراق المالية الدولية.

6- يوجد في سوق الأوراق المالية البحرينية والماليزية جهات رقابية تعمل على مراقبة وتطوير الأدوات المالية في السوق، بالنسبة لسوق البحرين تتمثل الجهة الرقابية التي يخضع لها السوق في مصرف البحرين المركزي، حيث يقوم بالإشراف على تنظيم ومراقبة قطاع السوق المالي وفقا للمعايير والقواعد المنصوص عليها في المجلد الصادر من طرف مصرف البحرين المركزي الخاص بأسواق رأس المال، أما الجهات الرقابية على السوق المالي الماليزي تتمثل في الجهة الرقابية العليا والجهات الرقابية الفرعية لسوق رأس مال ماليزيا، وكذلك اللجنة الشرعية الماليزية التي أوكل لها مهمة مراقبة عمليات سوق الأوراق المالية الإسلامية واستشارتها في المسائل الفقهية المتعلقة بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية.

7- يعتبر مؤشر الشركات المدرجة في بورصة البحرين وماليزيا أحد المؤشرات التي تعكس مدى نجاعة وتطور البورصة وكذلك مدى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية.

8- يعكس نمو الناتج المحلي الإجمالي في كل من السوق المالي البحريني والسوق المالي الماليزي مدى مساهمة هذين الاخيرين في تمويل كافة القطاعات من خلال حشد المدخرات وتوجيهها.

#### ثانياً: اختبار الفرضيات

-الفرضية الأولى يثبت صحتها، ذلك أن الأسواق المالية الناشئة هي تلك الأسواق المتواجدة في اقتصاد نام، تسعى إلى تحقيق التطور والنمو المستمر لتصل إلى مستوى الأسواق المالية المتطورة من خلال انفتاحها على الأسواق الدولية.

-الفرضية الثانية يثبت صحتها، ذلك أن علاقة الأسواق المالية الناشئة بالتنمية تتمثل في الدور الذي تلعبه من الناحية التمويلية وحشد المدخرات وتحويلها إلى استثمارات عن طريق الأوراق المالية وتوفير فرص متاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

-الفرضية الثالثة يثبت صحتها، ذلك ان تفعيل الموارد المالية في اي سوق مالي مرتبط بتوفير نظام مالي فعال قائم على الشفافية ومناخ استثماري ملائم يعتمد على التنوع في الادوات المالية تتماشى مع رغبة المستثمرين في توظيف اموالهم في مختلف المشاريع الاقتصادية مما يساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، ويظهر هذا في السوق المالي البحريني والماليزي من خلال الهيئات الرقابية والتنوع في الادوات المالية المدرجة ونمو القيمة السوقية في كلا السوقين.

من خلال النتائج السابقة يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

1- تأهيل الكوادر اللازمة للعمل في السوق المالية الناشئة من أجل الخروج بنتائج أفضل فيما يخص الدور الذي تقوم به في تحقيق التنمية الاقتصادية؛

2- اختصاص هيئة الأوراق المالية بالأعمال الرقابية واستقلالها المادي والإداري بما يوفر لها العمل في مناخ جيد وينعكس إيجاباً على تداول الأوراق المالية ويضمن مناخ آمن للمستثمرين؛

- 3- ربط الأسواق الناشئة فيما بينها، وإدماجها ضمن سوق مالية موحدة من اجل العمل أكثر على تحقيق التنمية الاقتصادية في البلدان المتواجدة فيها؛
- 4- نشر ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية لدى عامة الجمهور في الدول النامية، وذلك باستخدام كافة الوسائل المتاحة، وذلك من أجل تعزيز دور السوق المالية في تحقيق التنمية الاقتصادية في هذه الدول؛
- 5- العمل على تعزيز الدور الرقابي الذي تقوم به هيئة السوق المالي وذلك بهدف حماية المستثمرين والمساهمين في تحقيق الاستقرار.

#### رابعًا: آفاق البحث

- بعد دراسة هذا الموضوع واستخلاص النتائج منه تبين لنا أن هناك جوانب هامة جديرة بالدراسة والبحث لتكون إشكاليات بحوث ودراسات أخرى، وهي:
- دراسة مقارنة لمؤشرات الأداء بين الأسواق المالية الناشئة والأسواق المالية المتقدمة؛
  - دور بورصة الجزائر في تحقيق النمو الاقتصادي؛
  - دراسة كفاءة الأسواق المالية المتقدمة والناشئة ودورها في تمويل الاقتصاد الوطني (دراسة مقارنة).



# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

## I. المراجع باللغة العربية

## أولاً: الكتب

- 1- احمد دودين، أساسيات التنمية الإدارية والاقتصادية في العالم العربي. دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، بدون ذكر البلد، 2014
- 2- جهاد عودة، السياسات الدولية والإستراتيجية (مقدمة في العلاقات الدولية المتقدمة). المكتب العربي للمعارف، بدون ذكر البلد، 2014.
- 3- وليد صافي، انس البكري، الأسواق المالية والدولية. دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 4- حسني علي خريوش، الأسواق المالية (مفاهيم وتطبيقات). دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 5- حسين بن هاني، الأسواق المالية- طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة-، دار ومكتبة الكندي للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ط1، 2014.
- 6- حربي محمد موسى عريقات، التنمية والتخطيط الاقتصادي (مفاهيم وتجارب). دار البداية، الطبعة الأولى، عمان، 2014.
- 7- ماهر كنج شكري، المالية الدولية (العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق). دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 8- مبارك بن سليمان محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة. دار الكنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، الطبعة الأولى، 2005.
- 9- محمد مروان السمان وآخرون، مبادئ التحليل الاقتصادي الجزئي والكلّي، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، عمان، 2011.
- 10- محمد عبد العزيز عجيمة، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية). الناشر قسم الاقتصاد، مصر، 2003.
- 11- محمد عبد العزيز عجيمة، إيمان عطية ناصف، التنمية الاقتصادية (دراسات نظرية وتطبيقية). الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 12- محمد عبد العزيز عجيمة، محمد على الليثي، التنمية الاقتصادية (مفهومها- نظرياتها- سياساتها). الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 13- محمد صادق إسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، arabipublishing and distributing، بدون ذكر البلد، 2016.

- 14- محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر). دار حميش للنشر والترجمة، بدون ذكر البلد، 2018.
- 15- ميشيل تودارو: ترجمة وتعريب محمود حسن حسني، محمود حامد محمود عبد الرزاق، التنمية الاقتصادية. دار المريخ للنشر، السعودية، 2006.
- 16- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية. مركز الدلتا للطباعة، مصر، 2002.
- 17- محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الاستراتيجيات). دار الهدى، الجزائر، الطبعة الأولى، 2011.
- 18- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، بدون ذكر البلد، 1993.
- 19- سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية. دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، بدون ذكر البلد، 2017.
- 20- عبد الوهاب الأمين، التنمية الاقتصادية (المشكلات والسياسات المقترحة مع إشارة إلى البلدان العربية). دار الحافظ للنشر والتوزيع، السعودية، الطبعة الأولى، 2000.
- 21- عبد القادر عطية، اتجاهات حديثة في التنمية. الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 22- عبد الغفار حنفي وآخرون، الأسواق المالية (أسواق رأس المال-البورصات-شركات الاستثمار). الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 23- فليح حسن خلف، التنمية والتخطيط الاقتصادي. عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2006.
- 24- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية- الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح-، ط1، عالم الكتب للنشر والتوزيع، بدون ذكر البلد، 2003.
- ثانياً: الرسائل والأطروحات
- 25- أوكيل حميدة، دور الموارد المالية العمومية في تحقيق التنمية الاقتصادية. أطروحة دكتوراه، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس - الجزائر، 2015-2016.
- 26- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 27- جميلة معلم، تجارب التنمية في الدول المغاربية والاستراتيجيات البديلة (دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب). أطروحة دكتوراه، جامعة باتنة-الجزائر، 2016-2017.
- 28- دارين وشاح وشاح، دور الاستثمارات الأجنبية في تطوير أداء سوق فلسطين للأوراق المالية. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2009.

- 29- هاجر يحي، سياسات ترشيد دور صناديق الثروة السيادية في اطار مبادئ سنتياغو) دراسة حالة الانتقال من صندوق ضبط الموارد الى صندوق سيادي في الجزائر). اطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف- الجزائر، 2016-2017.
- 30- كتاف شافية، دور الأدوات المالية والإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة سطيف1، الجزائر، 2013-2014.
- 31- مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني (دراسة حالة بورصة ماليزيا). أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2014-2015.
- 32- محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف- الجزائر، 2012-2013.
- 33- محي الدين حمداني، حدود التنمية المستدامة في الاستجابة لتحديات الحاضر والمستقبل (دراسة حالة الجزائر). أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008-2009.
- 34- معتز محمد مصبح، دور الوقف الخيري في التنمية الاقتصادية (دراسة حالة تطبيقية لقطاع غزة). رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة-فلسطين، 2013.
- 35- نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق- دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا-، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة- فلسطين، 2007.
- 36- نزار سناء، دور آلية التوريد المصرفي والتصكيك الإسلامي في سوق رأس المال- دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، 2015-2016.
- 37- سامية زيتاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة (دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية). أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2004.
- 38- ساسية جدي، دور الهندسة المالية في تطوير الصناعة المالية الإسلامية- دراسة حالة ماليزيا والسودان-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 2014-2015.
- 39- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية (دراسة حالة بعض الدول العربية). أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، 2014-2015.
- 40- عبد الحميد فيجل، تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال- التجربة الماليزية نموذجاً-، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، 2014-2015.

- 41- عبد الغفور دادن، تحليل تدفقات الاستثمار في الأوراق المالية ودورها في دعم النمو الاقتصادي (دراسة حالة السوق المالي للإمارات المتحدة والجزائر). أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة-الجزائر، 2015-2016.
- 42- صالحى هالة، آليات اندماج وتفاعل الأسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية (دراسة حالة سوقى ماليزيا والبرازيل 1995-2012). رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2014-2015.
- 43- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية (دراسة تجربة جمهورية مصر العربية). أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 2011-2012.
- 44- رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة-الجزائر، 2014-2015.
- 45- شادي جمال الغرابوي، اثر رأس المال البشري على النمو الاقتصادي في فلسطين. رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة- فلسطين، 2015.
- 46- خالد عيادة نزال عليمات، انعكاسات الفساد على التنمية الاقتصادية (دراسة حالة الأردن). أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 2014-2015.
- ثالثاً: المجالات
- 47- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد خاص بمؤتمر الكلية، جامعة واسط، العراق، 2013.
- 48- براني عبد الناصر، دور الهيئات الرقابية الماليزية لتنمية وتنشيط سوق الأوراق المالية -سوق رأس المال الإسلامي نموذجاً-، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة- الجزائر، العدد 10، 2016.
- 49- حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية. مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة- الجزائر، 2004.
- 50- حراق مصباح/كمال قسول، دور الصكوك الإسلامية في تعبئة المدخرات المالية لتمويل التنمية الاقتصادية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، ميلة-الجزائر، عدد خاص، المجلد رقم 02، افريل 2018.
- 51- كمال توفيق حطاب، رؤيا إسلامية نحو التنمية. علوم الشريعة والقانون، مجلد33، العدد02، 2006.
- 52- علاء عباس داخل، سوق الأوراق المالية ودوره في تمويل التنمية الاقتصادية- ماليزيا نموذجاً-، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 19، العدد 04، 2017.



- 53-رشا كهينة/ شجري معمر سعاد، انعكاسات حوكمة الشركات على الأسواق المالية. مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله- الجزائر، العدد الثالث، جوان 2016.
- 54-شمام عبد الوهاب، زودة عمار، الدور التنموي لأسواق الأوراق المالية مقومات تفعيل بورصة الجزائر لتحقيق هذا الدور. المركز الجامعي بوالصوف، ميله- الجزائر، العدد الرابع، ديسمبر 2016.
- 55-خواني ليلي، استخدام التكنولوجيا الحديثة في الأسواق المالية- واقع البلدان العربية-، مجلة finance et finance international، تلمسان-الجزائر، العدد 07، جانفي 2017.

#### رابعاً: الملتقيات والمؤتمرات

- 56-محمد زيدان، يعقوبي محمد: دراسة مقارنة لتأثير تغيرات سعر الصرف على المؤشرات المالية الإسلامية والتقليدية على مستوى الأسواق المالية الناشئة، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة-الجزائر، 17-18 نوفمبر 2015.
- 57-مريمعت عديلة، بن شرشار عز الدين: دور صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة-الجزائر، 17-18 نوفمبر 2015.
- 58-ساعد مرابط، أسماء بلميهورب: العولمة المالية وتأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على اقتصاديات والمؤسسات (دراسة حالة الجزائر والدول النامية)، جامعة محمد خيضر، بسكرة-الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.
- 59-عبابسية تونس، عبد المالك مهري: الأسواق المالية الناشئة في ظل العولمة المالية بين خيارى التكيف والتأقلم أو التقوقع والانعزال، المؤتمر الدولي حول: الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي. جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة-الجزائر، 17-18 نوفمبر 2015.

#### خامساً: الجرائد الرسمية والتقارير السنوية

- 60-المادة رقم (01)مرسوم بقانون رقم (04) لسنة 1987، المؤرخ في 05 مارس 1987، المتعلق بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية ، الجريدة الرسمية العدد 1736، مملكة البحرين.
- 61-التقارير السنوية لبورصة البحرين للأوراق المالية.
- 62- التقارير السنوية لهيئة الأوراق المالية الماليزية Securities commission malaysia and reported.

#### سادساً: مواقع الكترونية

- 63-الموقعالالكتروني، [www.qdl.qa](http://www.qdl.qa).
- 64-الموقع الالكتروني cnn بالعربية، [arabia.cnn.com](http://arabia.cnn.com).

65-الموقع الالكتروني [www.tradingeconomics](http://www.tradingeconomics)

66-الموقع الرسمي للبنك الدولي. [.data.albankaldawli.org](http://data.albankaldawli.org)

67-الخليج اونلاين، [.https://alkhaleejonline.net](https://alkhaleejonline.net)

68-مجلس التنمية الاقتصادية، [.https://bahrainedb.com](https://bahrainedb.com)

69-مصرف البحرين المركزي، [.www.cbb.qov.bh](http://www.cbb.qov.bh)

## .II المراجع باللغة الاجنبية

70-benjamin Ndoug, les marchés boursiers émergent. Edition Rublibook, 2011.

71-Duc khuong Nguyen, Libéralisation financière et marchés émergent( collection l'esprit économique). L'harmatta, 2008.

## ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة دور الأسواق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية، وإسقاط ذلك على كل من دولة البحرين ودولة ماليزيا، ومن أجل ذلك تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لوصف وتحليل مختلف متغيرات الدراسة. وتوصلت الدراسة إلى أن للأسواق المالية الناشئة دور هام في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، وذلك عن طريق تعبئة المدخرات واستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، كما تسعى هذه الأسواق إلى تحقيق الشفافية والحد من درجة المخاطر المالية من أجل الاستمرارية، التطور وتحقيق التنمية في البلدان المتواجدة فيها.

**الكلمات المفتاحية:** السوق المالية، الأسواق المالية الناشئة، التنمية الاقتصادية، البحرين، ماليزيا.

## Summary

This study seek To identify the role of emerging financial markets in the economic development.and our research will be applied To malaysia and Bahrain using a descriptive analytical approach to describe the various variables of the subject.

The study concluded that emerging financial markets have an important role in advancing economic development in developing countries. Through mobilizing markets also seek to achieve transparency and reduce the degree of financial risks for the countinuity. And development in their countries

**Key words:** financial market, emerging financial markets, economic development, Bahrain, Malaysia.