

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه LMD

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

العنوان

أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية: دراسة عينة من الدول
بالإشارة إلى حالة الجزائر

إعداد الطالبة:

شنة خديجة

إشراف الأستاذ

أ.د/ شريف براهيم

مشرفا

مشرفا مساعدا

أ.د/ حمو محمد

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
أ.د نورين بومدين	أستاذ	جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف	رئيسا
أ.د شريف براهيم	أستاذ	جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف	مشرفا ومقررا
أ.د حمو محمد	أستاذ	جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف	مشرفا مساعدا
أ.د سحنون جمال الدين	أستاذ	جامعة أحمد بن يحيى الونشريسي تيسمسيلت	ممتحنا
أ.د سيساني ميدون	أستاذ	جامعة ابن خلدون تيارت	ممتحنا
د مداني أحمد	أستاذ محاضر أ	جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025/2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿ وَاتَّقُوا اللَّهَ وَيُعَلِّمُكُمُ اللَّهُ وَاللَّهُ بِكُلِّ شَيْءٍ عَلِيمٌ ﴾

صَدَقَ اللَّهُ الْعَلِيِّ الْعَظِيمِ

إهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع

إلى من وهبوني الأمل وعلّموني أن أرتقي سلم الحياة بحكمة وصبر
براً، إحساناً ووفاءً لهما والداي الكريمين.

إلى من وهبني الله نعمة وجودها في حياتي، سندي ورفيقة دربي
أختي الغالية أمينة.

إلى جميع زملاء دفعتي وخاصة أمحمدي بوزينة رشيدة وقرشي محمد
وكل من كان له دور من قريب أو بعيد في إتمام هذا البحث.
أسأل المولى عز وجل أن يجزي الجميع خير الجزاء في الدنيا
والآخرة.



خديجة

سَهْرَة شُكْرٍ وَتَقْدِيرٍ

أحمدك اللهم حمدا كثيرا طيبا يليق بجلال وجهك الكريم وعظيم
سلطانك، وأصلي وأسلم على الهادي البشير والسراج المنير، سيدنا محمد رسول
الله وعلى آله وصحبه الأطهار الذين اهتدوا بهديه وساروا على دربه فكانوا
هداة مهتدين.

أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف البروفيسور "شريفني
إبراهيم" والأستاذ المشرف المساعد البروفيسور "حمو محمد" على توجيهاتهما
ونصائحهما القيمة التي ساهمت في إتمام هذا العمل.
كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم
بالمشاركة في مناقشة هذا البحث وتقييمه، وهذا شرف لي.
دون أن أنسى جميع أساتذة الكلية الأفاضل وكل الطاقم الإداري لجامعة
حسنية بن بوعلي لما قدموه لنا من مجهودات أثناء فترة التكوين.
وفي الأخير أعرب عن امتناني العميق لكل من قدم لي الدعم والمساعدة أو
أهداني نصيحة أو كلمة تشجيع كان لها الأثر الطيب في مسيرتي لإتمام هذا
العمل العلمي.



خديجة

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية في مجموعة مختارة من الدول، حيث تمثلت عينة الدراسة في أربعة دول عربية هي الأردن، العراق، قطر والجزائر، خلال الفترة 2008 إلى 2022 باستخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، وتم تقدير العلاقة بين الإنفاق العام وكل من مؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول، بالاعتماد على النماذج الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وبينت نتائج الاختبارات الإحصائية أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

وقد أظهرت النتائج أن للإنفاق العام تأثيراً إيجابياً ومعنوياً إحصائياً على القيمة السوقية، ما يشير إلى أن زيادة الإنفاق العام الموجه للاستثمار يمكن أن يسهم في رفع القيمة السوقية، إلا أن تأثيره على حجم التداول كان ضعيفاً وأقل دلالة من الناحية الإحصائية، مما يدل على أن هناك عوامل أخرى قد تلعب دوراً أكبر في التأثير على سيولة السوق، كما تبرز الدراسة وجود تباين في التأثيرات بين الدول، وهو ما يعكس اختلاف الهياكل الاقتصادية، وفعالية السياسات المالية، ومستوى تطور كل سوق، وتؤكد هذه النتائج على أهمية صياغة استراتيجيات إنفاق عام تتماشى مع أهداف تطوير الأسواق المالية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول.

الكلمات المفتاحية: الإنفاق العام، الأسواق المالية، القيمة السوقية، حجم التداول، بيانات السلاسل الزمنية المقطعية. الجزائر.

تصنيف JEL: C33, G12, G10, H50

Abstract:

This study aims to analyze the impact of public expenditure on the performance of financial market indicators in a selected group of countries, the sample consists of four Arab countries: Jordan, Iraq, Qatar, and Algeria, covering the period from 2008 to 2022, using Panel data models, the relationship between public expenditure and two key indicators market capitalization and trading volume was estimated based on three econometric models: pooled regression, fixed effects, and random effects, Statistical tests indicated that the random effects model is the most appropriate.

The results show that public expenditure has a statistically significant and positive effect on market capitalization, suggesting that increased investment oriented public spending can enhance market value, However, its impact on trading volume was weaker and less statistically significant, implying that other factors may play a more prominent role in influencing market liquidity, The study also highlights variations in the effects across countries, reflecting differences in economic structures, fiscal policy effectiveness, and the maturity of financial markets. These findings underscore the importance of designing public expenditure strategies that align with financial market development goals and promote economic stability in these countries.

Keywords: Public Expenditure, Financial Markets, Market Capitalization, Trading Volume, Panel Data, Algeria.

JEL Classification: H50, G10, G12, C33



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
—	إهداء
—	شكر وتقدير
—	الملخص
I-VIII	فهرس المحتويات
X	قائمة الجداول
XII	قائمة الأشكال
XV	قائمة الملاحق
أ-ح	مقدمة
62-2	الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مفهوم النفقة العامة وقواعدها وتقسيماتها
3	المطلب الأول: ماهية النفقة العامة
3	أولاً: تعريف النفقة العامة
4	ثانياً: عناصر النفقة العامة
7	ثالثاً- تطور الفكر المالي للنفقة العامة
13	المطلب الثاني: قواعد الإنفاق العام، محدداته ومصادر تمويله
13	أولاً: قواعد الإنفاق العام
16	ثانياً: محددات الإنفاق العام
21	ثالثاً: مصادر تمويل الإنفاق العام
25	المطلب الثالث: تقسيمات النفقات العامة
26	أولاً: التقسيمات العلمية للنفقات العامة
30	ثانياً: التقسيمات الوضعية للنفقات العامة

فهرس المحتويات

33	المبحث الثاني: تزايد حجم الإنفاق العام وسبل ترشيده
33	المطلب الأول: النظريات المفسرة لتزايد الإنفاق العام
33	أولا: قانون التوسع المتزايد لنشاطات الدولة لـ Adolf Wagner
36	ثانيا: دراسة الاقتصاديين بيكوك ووايزمان
38	ثالثا: دراسة Musgrave في تحليل نمو الإنفاق العام
40	المطلب الثاني: أسباب تزايد النفقات العامة
41	أولا: الأسباب الظاهرية لتزايد النفقات العامة
43	ثانيا: الأسباب الحقيقية لتزايد النفقات العامة
46	المطلب الثالث: ترشيد الإنفاق العام ومتطلبات نجاحه
46	أولا: تعريف ترشيد الإنفاق العام
47	ثانيا: أهداف ترشيد الإنفاق العام
47	ثالثا: شروط نجاح عملية ترشيد الإنفاق العام
49	المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة ومؤشرات قياسها
49	المطلب الأول: الآثار الاقتصادية المباشرة للنفقات العامة
49	أولا: آثار النفقات العامة على الإنتاج الوطني
51	ثانيا: آثار النفقات العامة على الاستهلاك
52	ثالثا: آثار النفقات العامة على توزيع الدخل القومي
52	رابعا: آثار النفقات العامة على الادخار
53	خامسا: آثار النفقات العامة على الاستقرار الاقتصادي
54	سادسا: آثار النفقات العامة على مستوى التشغيل
55	المطلب الثاني: الآثار الاقتصادية غير المباشرة للنفقات العامة
55	أولا: الأثر المضاعف
57	ثانيا: الأثر المعجل
59	المطلب الثالث: المؤشرات الكمية لقياس الآثار الاقتصادية للنفقات العامة

فهرس المحتويات

59	أولاً: الميل المتوسط للنفقات العامة
60	ثانياً: الميل الحدي للنفقات العامة
60	ثالثاً: المرونة الداخلية للنفقات العامة
60	رابعاً: نصيب الفرد من النفقات العامة
62	خلاصة الفصل
138-64	الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية
64	تمهيد
65	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
65	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية، نشأتها ومراحل تطورها
65	أولاً: مفهوم الأسواق المالية
69	ثانياً: نشأة الأسواق المالية
71	ثالثاً: مراحل تطور الأسواق المالية
73	المطلب الثاني: عناصر السوق المال، أركانه وخصائصه
73	أولاً: عناصر السوق المالي
73	ثانياً: أركان السوق المالي
76	ثالثاً: خصائص الأسواق المالية
77	المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية، أهميتها ومتطلباتها
77	أولاً: وظائف الأسواق المالية
79	ثانياً: أهمية الأسواق المالية
80	ثالثاً: متطلبات السوق المالي النشط
82	المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية وأدواتها
82	المطلب الأول: تقسيمات الأسواق المالية
82	أولاً: تصنيف الأسواق المالية من حيث أجل الأدوات المتعامل بها
88	ثانياً: تصنيف الأسواق المالية من حيث صفة الإصدار

فهرس المحتويات

91	ثالثا: تصنيف الأسواق المالية من حيث تنظيم التعامل
94	رابعا: تصنيف الأسواق المالية من حيث زمن تنفيذ الصفقة
95	المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالية
95	أولا- الأسهم
102	ثانيا- السندات
105	ثالثا- المشتقات المالية
118	المطلب الثالث: أنواع التحليل في الأسواق المالية
119	أولا: التحليل الأساسي
121	ثانيا: التحليل الفني
123	المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها
123	المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية ومستوياتها
123	أولا: مفهوم كفاءة السوق المالي
125	ثانيا: أنواع كفاءة الأسواق المالية
126	ثالثا: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
128	رابعا: مستويات كفاءة السوق المالي
129	المطلب الثاني: ماهية مؤشرات الأسواق المالية
129	أولا: تعريف مؤشر السوق المالي
130	ثانيا: الاستخدامات الأساسية لمؤشرات الأسواق المالية
131	ثالثا: المؤشرات المستعملة لقياس أداء الأسواق المالية
134	المطلب الثالث: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية
134	أولا: مؤشر داو جونز Dow Jones
135	ثانيا: مؤشر ستاندرد آند بورز 500 (S&P 500)
136	ثالثا: مؤشر فاينانشل تايمز 100 (FT-SE 100)
136	رابعا: مؤشر (CAC-40)

فهرس المحتويات

136	خامسا: مؤشر (DAX 30)
136	سادسا: مؤشر (Nikkei)
138	خلاصة الفصل
191-140	الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية
140	تمهيد
140	المبحث الأول: التحليل النظري لعلاقة الإنفاق العام بالأسواق المالية وقنوات تأثيره عليها
140	المطلب الأول: علاقة الإنفاق العام بالأسواق المالية
142	المطلب الثاني: آليات انتقال أثر الإنفاق العام على الأسواق المالية
142	أولا: تأثير الإنفاق العام على السوق المالي من خلال آلية المضاعف
143	ثانيا: تأثير الإنفاق العام على السوق المالي من خلال آلية المزاخمة
144	ثالثا: تأثير الإنفاق العام على السوق المالي من خلال آلية الخصخصة
146	المطلب الثالث: انعكاسات الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية
151	المبحث الثاني: هيكل الإنفاق العام في الدول العربية
151	المطلب الأول: تقسيمات النفقات العامة في الأردن
153	المطلب الثاني: تقسيمات النفقات العامة في العراق
155	المطلب الثالث: تقسيمات النفقات العامة في قطر
156	المطلب الرابع: تقسيمات النفقات العامة في الجزائر
161	المبحث الثالث: واقع الأسواق المالية في الدول العربية
161	المطلب الأول: لمحة حول سوق الأردن للأوراق المالية
161	أولا: نشأة سوق عمان للأوراق المالية
163	ثانيا: أهداف ومبادئ سوق عمان للأوراق المالية
164	ثالثا: الهيئات التنظيمية لسوق رأس المال الأردني
167	رابعا: تقسيمات أسواق بورصة عمان
168	خامسا: الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان

فهرس المحتويات

169	سادسا: أنواع المؤشرات التي يتم حسابها في بورصة عمان
171	المطلب الثاني: لمحة حول سوق العراق للأوراق المالية
171	أولا: نشأة سوق العراق للأوراق المالية
172	ثانيا: أهداف سوق العراق للأوراق المالية
172	ثالثا: تنظيم سوق العراق للأوراق المالية
173	رابعا: آليات التداول في سوق العراق للأوراق المالية
174	المطلب الثالث: لمحة حول سوق قطر للأوراق المالية
174	أولا: نشأة سوق قطر للأوراق المالية
176	ثانيا: أهداف سوق قطر للأوراق المالية
177	ثالثا: الهيئات التنظيمية لسوق قطر للأوراق المالية
178	رابعا: أسواق سوق قطر للأوراق المالية
180	خامسا: الأوراق المالية المتداولة في سوق قطر للأوراق المالية
181	المطلب الرابع: لمحة حول سوق الجزائر للأوراق المالية
181	أولا: نشأة بورصة الجزائر
184	ثانيا: الهيئات التنظيمية لبورصة الجزائر
188	ثالثا: أسواق بورصة الجزائر
191	خلاصة الفصل
255-193	الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية
193	تمهيد
194	المبحث الأول: تحليل تطورات الإنفاق العام لمجموعة من الدول العربية خلال الفترة 2008-2022
194	المطلب الأول: تحليل تطور الإنفاق العام في الأردن
198	المطلب الثاني: تحليل تطور الإنفاق العام في العراق
201	المطلب الثالث: تحليل تطور الإنفاق العام في قطر

فهرس المحتويات

204	المطلب الرابع: تحليل تطور الإنفاق العام في الجزائر
209	المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية خلال الفترة 2008-2022
209	المطلب الأول: تطور مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية
209	أولا: تطور المؤشر العام ASE 100
210	ثانيا: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات
211	ثالثا: تطور مؤشرات حجم السوق
213	رابعا: تطور مؤشرات سيولة السوق
216	المطلب الثاني: تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية
216	أولا: تطور المؤشر العام ISX Price Index
217	ثانيا: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات
218	ثالثا: تطور مؤشرات حجم السوق
221	رابعا: تطور مؤشرات سيولة السوق
222	المطلب الثالث: تطور مؤشرات سوق قطر للأوراق المالية
222	أولا: تطور المؤشر العام QEI
223	ثانيا: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات
224	ثالثا: تطور مؤشرات حجم السوق
226	رابعا: تطور مؤشرات سيولة السوق
228	المطلب الرابع: تطور مؤشرات سوق الجزائر للأوراق المالية
229	أولا: تطور المؤشر العام دزاير أندكس
230	ثانيا: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات
231	ثالثا: تطور مؤشرات حجم السوق
233	رابعا: تطور مؤشرات سيولة السوق
237	المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية

فهرس المحتويات

	لمجموعة من الدول العربية
237	المطلب الأول: تحديد المتغيرات وصياغة النموذج
237	أولاً: مصادر المعلومات
237	ثانياً: المنهجية المستخدمة في تحليل البيانات
238	ثالثاً: التعريف بمتغيرات الدراسة
238	رابعاً: صياغة النموذج القياسي المقترح
239	المطلب الثاني: الاختبارات الإحصائية لمتغيرات الدراسة
239	أولاً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
240	ثانياً: تحليل الارتباط بين المتغيرات
240	ثالثاً: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية
241	رابعاً: اختبار التكامل المشترك لمتغيرات النموذج
243	المطلب الثالث: تقدير وتحليل أثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية
243	أولاً: تقدير وتحليل نماذج بانل الثلاثة لأثر الإنفاق العام على القيمة السوقية
248	ثانياً: تقدير وتحليل نماذج بانل الثلاثة لأثر الإنفاق العام على حجم التداول
253	ثالثاً: مناقشة النتائج
255	خلاصة الفصل
257	خاتمة
266	قائمة المراجع
290	قائمة الملاحق



قائمة الجداول، الأشكال
والملاحق

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
1-II	مراحل تطور الأسواق المالية	71
2-II	أنواع السندات	103
3-II	الفرق بين السهم والسند	105
4-II	مزايا وعيوب عقود المبادلات	111
1-III	تطورات الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية في الدول العربية للفترة (2008-2022)	147
2-III	هيكل النفقات العامة للموازنة العامة في الأردن	152
3-III	أهم المخططات التاريخية لتطور بورصة قطر	174
4-III	الشركات المدرجة في السوق الرئيسية بورصة الجزائر إلى غاية 2022/12/31	188
1-IV	تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)	210
2-IV	تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)	217
3-IV	تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)	224
4-IV	تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	230
5-IV	وصف متغيرات النموذج القياسي	238
6-IV	الإحصاء الوصفي لبيانات ومتغيرات الدراسة	239
7-IV	مصفوفة الارتباط بين الإنفاق العام والقيمة السوقية	240
8-IV	مصفوفة الارتباط بين الإنفاق العام وحجم التداول	240
9-IV	نتائج اختبارات ADF، LLC، و PP لمعرفة استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة	241
10-IV	نتائج اختبار Pedroni للتكامل المشترك بين الإنفاق العام والقيمة السوقية	241
11-IV	نتائج اختبار Pedroni للتكامل المشترك بين الإنفاق العام وحجم التداول	242
12-IV	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للقيمة السوقية	243

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

244	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة للقيمة السوقية	13-IV
245	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية	14-IV
246	نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)	15-IV
246	نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)	16-IV
247	تأثيرات الدول التي شملتها العينة في القيمة السوقية خلال الفترة 2008-2022	17-IV
248	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للحجم التداول	18-IV
249	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لحجم التداول	19-IV
250	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية لحجم التداول	20-IV
251	نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)	21-IV
251	نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)	22-IV
252	تأثيرات الدول التي شملتها العينة في حجم التداول خلال الفترة (2008-2022)	23-IV

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
1-I	أنواع الرقابة على الإنفاق العام	15
2-I	الاعتبارات التي تتوقف عليها المقدرة المالية للدولة	20
3-I	أسس وأهداف التقسيمين العلمي والوضعي للنفقات العامة	25
4-I	أنواع النفقات العامة حسب التقسيمين العلمي والوضعي	26
5-I	أنواع النفقات التحويلية	28
6-I	منحنى أدولف فاجنر للإنفاق العام	34
7-I	التمثيل البياني لفرضية بيكوك ووايزمان في تفسير ظاهرة تزايد النفقات العامة	38
8-I	الأسباب الاجتماعية المؤدية إلى زيادة حجم الإنفاق العام	44
9-I	أثر الإنفاق العام على الاستقرار الاقتصادي	54
10-I	الأثر المضاعف والمعجل للنفقات العامة	58
1-II	عناصر السوق المالي	73
2-II	أركان السوق المالي	74
3-II	دورة التدفق المالي المباشرة وغير المباشرة بين وحدات الفائض والعجز	76
4-II	تقسيمات الأسواق المالية	82
5-II	أدوات السوق النقدية	84
6-II	المعلومات التي تنعكس على أسعار الأوراق المالية حسب مستويات الكفاءة الثلاثة	129
1-III	تطورات الإنفاق العام والقيمة السوقية وحجم التداول في الدول العربية للفترة (2008-2022)	149
2-III	أهداف سوق عمان للأوراق المالية	163
3-III	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	166
4-III	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	183
5-III	أنواع السندات التي تشملها عمليات المؤتمن المركزي	187
6-III	التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر	188
7-III	توزيع التداولات حسب الشركة المصدرة في السوق الرئيسية إلى غاية 2022/12/31 (%)	189
1-IV	تطور إجمالي الإنفاق العام في الأردن خلال الفترة 2008-2022	195
2-IV	مساهمة إجمالي الإنفاق العام في الناتج المحلي الإجمالي في الأردن للفترة (2008-2022)	195

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

196	تطور مكونات الإنفاق العام في الأردن خلال الفترة 2008-2022	3-IV
197	معدل نمو الإنفاق العام في الأردن للفترة (2008-2022)	4-IV
199	معدل نمو إجمالي الإنفاق العام في العراق للفترة (2008-2022)	5-IV
199	نسبة مساهمة إجمالي الإنفاق العام في الناتج المحلي الإجمالي في العراق للفترة (2008-2022)	6-IV
200	مكونات الإنفاق العام في العراق للفترة (2008-2022)	7-IV
201	تطور هيكل الإنفاق العام في قطر للفترة (2008-2022)	8-IV
203	معدل نمو إجمالي الإنفاق العام في قطر للفترة (2008-2022)	9-IV
203	الأهمية النسبية للإنفاق العام في الناتج المحلي الإجمالي في قطر للمدة (2008-2022)	10-IV
205	اتجاه تطور إجمالي الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2008-2022	11-IV
206	معدلات نمو إجمالي الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2008-2022	12-IV
206	هيكل الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2008-2022	13-IV
207	نسب نفقات التسيير والتجهيز إلى إجمالي الإنفاق العام في الجزائر للفترة (2008-2022)	14-IV
209	تطور المؤشر العام لبورصة عمان ASE 100 خلال الفترة (2008-2022)	15-IV
211	تطور القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)	16-IV
212	القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان قطاعيا خلال الفترة (2008-2022)	17-IV
213	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)	18-IV
214	تطور حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)	19-IV
215	تطور معدل الدوران في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)	20-IV
217	تطور المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022)	21-IV
219	تطور القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)	22-IV
219	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022)	23-IV
220	تطور عدد الشركات المدرجة قطاعيا في سوق العراق للأوراق المالية سنّي 2008 و 2022	24-IV
221	تطور حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)	25-IV
222	تطور معدل الدوران في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)	26-IV
223	تطور المؤشر العام لبورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)	27-IV
225	تطور القيمة السوقية ومعدل رسملة السوق لبورصة قطر للفترة (2008-2022)	28-IV

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

226	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)	29-IV
227	تطور حجم التداول في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)	30-IV
228	تطور معدل الدوران في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)	31-IV
229	تطور المؤشر العام لبورصة الجزائر دزايير أندكس للفترة (2008-2022)	32-IV
232	تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	33-IV
233	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	34-IV
234	تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	35-IV
235	تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	36-IV

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	العنوان	الصفحة
(1)	تطور الإنفاق العام ومكوناته في الأردن خلال الفترة (2008-2022)	290
(2)	تطور الإنفاق العام ومكوناته في العراق خلال الفترة (2008-2022)	291
(3)	تطور الإنفاق العام ومكوناته في قطر خلال الفترة (2008-2022)	292
(4)	تطور الإنفاق العام ومكوناته في الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	293
(5)	تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في بورصة عمان للفترة (2008-2022)	294
(6)	القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان قطاعيا خلال الفترة (2008-2022)	295
(7)	تطور مؤشرات سيولة السوق في الأردن خلال الفترة (2008-2022)	296
(8)	تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022)	297
(9)	تطور مؤشرات سيولة السوق في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022)	298
(10)	تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في بورصة قطر للفترة (2008-2022)	299
(11)	تطور مؤشرات سيولة السوق في بورصة قطر للفترة (2008-2022)	300
(12)	تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)	301
(13)	تطور مؤشرات سيولة السوق في بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)	302
(14)	نتائج اختبار Pedroni للتكامل المشترك بين الإنفاق العام والقيمة السوقية	303
(15)	نتائج اختبار Pedroni للتكامل المشترك بين الإنفاق العام وحجم التداول	304
(16)	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للقيمة السوقية	305
(17)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة للقيمة السوقية	305
(18)	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية	306
(19)	نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)	306
(20)	نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)	306
(21)	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي لحجم التداول	307

قائمة الجداول، الأشكال والملاحق

307	نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لحجم التداول	(22)
308	نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية للحجم التداول	(23)
308	نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)	(24)
308	نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)	(25)



مقدمة

تمهيد:

مع تزايد التحديات وتوسع دور الدولة في تلبية تطلعات المجتمعات، برزت أهمية النفقات العامة كأداة فعالة بيد صُنّاع القرار المالي، تُستخدم لتحفيز النمو الاقتصادي، تقليص فجوة الدخل بين فئات المجتمع، ودفع عجلة التنمية الشاملة، حيث يلعب الإنفاق العام دورًا محوريًا في الاقتصادات الحديثة باعتباره أحد المحركات الرئيسية للاقتصاد من خلال مساهمته في تمويل القطاعات الأساسية مثل الصحة، التعليم، الدفاع، وغيرها من القطاعات التي توفر الرفاه الاجتماعي، كما يُعد مكونًا رئيسيًا وأداة فعالة من أدوات السياسة المالية، التي تُستخدم لتعزيز التنمية الاجتماعية والاقتصادية، ومع اتساع مسؤوليات الحكومات أصبحت الإدارة الفعالة للنفقات العامة أمرًا بالغ الأهمية، حيث تشمل هذه الإدارة تحديد أولويات الإنفاق العام لتحقيق أفضل تخصيص للموارد وضمان الشفافية والمساءلة والاستدامة على المدى الطويل، من خلال مراقبة كفاءة الإنفاق العام، حيث توفر المؤشرات الاقتصادية مثل الإنفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وتركيبه النفقات العامة، رؤى حول أولويات الدولة الاقتصادية وصحتها المالية.

والإنفاق العام سواء على البنية التحتية أو الخدمات العامة أو البرامج الاجتماعية له آثار مباشرة وغير مباشرة على الأسواق المالية هذه الأخيرة التي تلعب دورًا بالغ الأهمية في عمل الاقتصادات الحديثة، ويُعدّ تطورها أمرًا بالغ الأهمية لتحقيق التقدم الاقتصادي، والحفاظ على الاستقرار المالي العالمي، فمنذ بداياتها في التجارة غير الرسمية إلى أنظمتها الرقمية المتطورة اليوم، تواصل الأسواق المالية تطورها، ويتطلب ضمان نموها المستدام مزيجًا متوازنًا من التنظيم الفعال، والابتكار التكنولوجي، ورفع الوعي والثقافة المالية، ويمكننا القول أن الأسواق المالية تُعد ركيزة أساسية لتعبئة المدخرات فهي بمثابة منصات يتم من خلالها تداول الأدوات المالية بين المشترين والبائعين وبالتالي فهي تعمل على توجيه الأموال من المدخرين والمستثمرين إلى الأفراد، والشركات، والحكومات التي تحتاج إلى رأس المال للاستهلاك أو الاستثمار أو التنمية، وهي بذلك تساهم في تخصيص رأس المال بكفاءة، وتدعم الاستقرار الاقتصادي والنمو، غير أن فعاليتها تعتمد بشكل كبير على مدى كفاءتها في مجالات السيولة والشفافية.

والعلاقة بين النفقات العامة والأسواق المالية علاقة ديناميكية ومتراصة بعمق، حيث يلعب الإنفاق العام دورًا محوريًا في التأثير على الأسواق المالية ومؤشراتها المختلفة، من خلال تعزيز السيولة وزيادة الطلب الكلي، وبذلك فهو يساهم في دعم أداء الأسواق المالية وتحسين كفاءتها، كما يؤدي إلى خلق بيئة اقتصادية مستقرة تُشجع المستثمرين وتُحفز النشاط الاستثماري، إضافة إلى ذلك، ينعكس تأثير الإنفاق الحكومي على القطاعات الاقتصادية الأخرى من خلال تعزيز الإنتاجية وتحفيز النمو الاقتصادي، مما يدفعها نحو مستويات أعلى من الأداء والتطور، كما يمكن تحقيق تأثيرات مضاعفة تدعم الاقتصاد الكلي وتؤثر إيجابيًا على السوق المالي من خلال توجيه الإنفاق نحو مشاريع استراتيجية، مثل البنية التحتية والتعليم والصحة.

مقدمة

كما يتجلى أثر الإنفاق العام على الأسواق المالية من خلال التأثير في ثقة المستثمرين، أسعار الفائدة، التضخم، والأداء الاقتصادي بشكل عام، وعندما ترغب الحكومات في زيادة إنفاقها، خاصة من خلال تمويل العجز، فإنها غالبًا ما تلجأ إلى الاقتراض من الأسواق المالية عبر إصدار السندات أو أدوات الدين الأخرى، وهذا بدوره يؤثر على العرض والطلب على رأس المال، وأسعار الفائدة، وتوفير التمويل للاستثمار الخاص، ومن جهة أخرى فإن الأسواق المالية تساهم أيضًا في تشكيل قرارات الإنفاق العام، إذ يمكن أن تؤثر ردود أفعال السوق على قدرة الحكومة على الاقتراض بتكاليف معقولة، لا سيما في الدول التي تعاني من مستويات دين مرتفعة أو عجز مالي، كما أن تقلبات الأسواق المالية تؤثر على إيرادات الحكومة، خصوصًا من الأرباح الرأسمالية أو الضرائب على المعاملات المالية، مما قد يغيّر من قدرتها على الإنفاق، وبالتالي نستطيع القول بأن فهم هذه العلاقة أمر ضروري لوضع سياسات مالية رشيدة تدعم النمو الاقتصادي دون أن تتسبب في زعزعة استقرار الأسواق المالية.

من جانب آخر تعد ظاهرة تزايد النفقات العامة من أبرز السمات التي أصبحت تميز اقتصادات الدول، سواء النامية منها أو المتقدمة، وبالطبع لم تُستثنى الجزائر من هذه القاعدة، فمنذ الاستقلال وحتى اليوم، شهد الإنفاق العام في الجزائر نموًا ملحوظًا، مدفوعًا برغبتها في مواكبة التحولات العالمية المتسارعة، وتحقيق مستويات أعلى من الرفاهية الاجتماعية، وقد اعتمدت الدولة على النفقات العامة كأداة محورية لتنفيذ أهداف السياسة المالية، مستفيدة من مواردها المتاحة، وعلى رأسها قطاع المحروقات الذي يُشكل العمود الفقري لإيرادات الموازنة العامة، غير أن الاعتماد المفرط على هذا القطاع، في ظل ارتفاع متواصل في حجم النفقات مقارنة بالإيرادات فرض على الحكومة ضرورة ترشيد الإنفاق العام والبحث عن بدائل تمويلية أكثر استدامة، وفي هذا السياق برزت الأسواق المالية كأحد الحلول الواعدة، فلجوء الجزائر إلى تطوير منظومتها المالية والانفتاح على أدوات السوق، يعكس سعيها نحو تنويع مصادر التمويل وتقليص التبعية لقطاع المحروقات، مما يعزز الأداء الاقتصادي ويدفع بعجلة التنمية إلى الأمام.

ونظرًا لما تواجهه العديد من الدول العربية، ومنها الجزائر من تحديات ناجمة عن التوسع المستمر في النفقات العامة، برزت الحاجة الملحة إلى البحث عن آليات تمويل بديلة تضمن تحقيق التوازن المالي وتعزيز الاستدامة الاقتصادية، وفي هذا السياق، أصبحت الأسواق المالية من الأدوات الحيوية التي يمكن الاعتماد عليها لدعم جهود التنمية، وعليه نسعى من خلال بحثنا هذا إلى دراسة أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية باعتبارها إحدى القنوات التمويلية الواعدة التي تساهم في تحقيق الاستقرار المالي.

إشكالية البحث:

في سياق ما سبق ذكره وتماشياً مع أهداف البحث، تمت صياغة الإشكالية الرئيسية على الشكل الآتي:

هل يؤثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول محل الدراسة؟

مقدمة

ولنتمكن من الإجابة على الإشكالية الرئيسية ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ✍ هل يؤدي ترشيد الإنفاق العام إلى تحفيز المستثمرين على التوجه نحو الأسواق المالية؟
- ✍ ما هي الآليات التي يمكن من خلالها انتقال تأثير الإنفاق العام إلى الأسواق المالية؟
- ✍ كيف تتفاعل الأسواق المالية مع التغيرات في سياسات الإنفاق العام خاصة في أوقات الأزمات الاقتصادية؟
- ✍ هل هناك تأثير للإنفاق العام على القيمة السوقية وهل يختلف هذا التأثير من دولة إلى أخرى؟
- ✍ هل يستجيب حجم التداول للتغيرات في الإنفاق العام وهل تختلف هذه الاستجابة باختلاف الدول؟

فرضيات البحث:

حتى نتمكن من الإجابة على هذه الأسئلة اعتمدنا الفرضيات البحثية التالية:

- ✍ **الفرضية الأولى:** يساهم ترشيد الإنفاق العام في تحسين مناخ الاستثمار وتنمية أدوات التمويل في الأسواق المالية وهو ما يطور من أداء هذه الأسواق.
- ✍ **الفرضية الثانية:** ينتقل تأثير الإنفاق العام إلى الأسواق المالية من خلال زيادة الطلب الكلي عبر زيادة أرباح الشركات.
- ✍ **الفرضية الثالثة:** يظهر تأثير الإنفاق العام على الأسواق المالية بشكل أوضح في فترات الأزمات الاقتصادية أو الانتعاش المالي.
- ✍ **الفرضية الرابعة:** يؤثر الإنفاق العام إيجابيا على القيمة السوقية، لكن هذا التأثير يتوقف على كفاءة توجيه الإنفاق العام ومستوى تطور الأسواق المالية في كل دولة.
- ✍ **الفرضية الخامسة:** ارتفاع الإنفاق العام يؤدي إلى تحفيز النشاط الاستثماري وهذا ما يساهم في ارتفاع حجم التداول في الأسواق المالية، لكن ذلك يعتمد على الهيكل الاقتصادي في كل دولة.

أهمية البحث:

يُساهم البحث في فهم الدور الحقيقي للإنفاق العام في تحفيز الأسواق المالية أو تعطيلها، مما يساعد صانعي السياسات الاقتصادية على تحقيق التوازن بين الإنفاق الحكومي والاستقرار المالي، كما أن اختيار مجموعة دول متنوعة من حيث مستوى التطور الاقتصادي والتي تشمل الأردن، العراق، قطر، والجزائر، يوفر منظورا غنيا يمكن الاستفادة منه في تصميم سياسات مالية أكثر كفاءة في المستقبل، كما تنبع هذه الأهمية أيضا من خلال الدور المحوري الذي يلعبه الإنفاق العام في دعم وتعزيز كفاءة الأسواق المالية، مما يساهم في تحفيز النشاط الاقتصادي بشكل أوسع، هذا التأثير الذي يمتد ليشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى، حيث يدفعها نحو مسارات أكثر نمواً وتطوراً، مما يعزز من قدرة الاقتصاد على تحقيق التنمية المستدامة.

مقدمة

أهداف البحث: تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

- التعرف على مختلف المفاهيم الخاصة بالنفقات العامة.
 - الإحاطة بالمصطلحات المتعلقة بالأسواق المالية.
 - تسليط الضوء على مدى مساهمة السوق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية.
 - محاولة معرفة الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني.
 - الإشارة إلى أن العمل على ازدهار السوق المالية في الجزائر من شأنه أن يساهم في تشجيع الاستثمار وتحريك عجلة التنمية.
 - محاولة تحديد طبيعة العلاقة بين الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية.
 - البحث عن الآثار التي يمكن أن يخلفها الاعتماد على الأسواق المالية كبديل للمحروقات في تمويل الاقتصاد الوطني.
- منهجية وأدوات البحث:**

يعتمد هذا البحث على المنهج الاستنباطي للإجابة عن الإشكالية المطروحة والتحقق من صحة أو خطأ الفرضيات، حيث يركز هذا المنهج على أداتي الوصف والتحليل من أجل الإلمام بالمفاهيم النظرية للموضوع، أما الجانب التطبيقي فتم الاعتماد فيه على المنهج الاستقرائي بالاعتماد على الأدوات الإحصائية المتمثلة في برنامج Eviews لمعرفة قوة وطبيعة العلاقة بين المتغيرات المعتمدة في الدراسة القياسية، ففي الجانب النظري تناولنا الإطار العام لموضوع البحث من خلال استعراض الخلفية العلمية للمفاهيم الأساسية، والاطلاع على أبرز الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع سواء على المستوى المحلي أو الدولي، أما الجانب التطبيقي فحاولنا من خلاله التركيز على تحليل البيانات المتوفرة باستخدام أدوات إحصائية ملائمة، من أجل قياس العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتفسير النتائج وفقاً لأهداف البحث وسيتم توظيف الجداول البيانية والمقارنات الكمية لتوضيح اتجاهات الإنفاق العام وأثره على أداء الأسواق المالية.

حدود البحث:

تشكل هذه الحدود الأساس المنهجي للدراسة، مما يساعد في بناء إطار بحثي متماسك يعكس التأثيرات الحقيقية للإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول المختارة خلال الفترة المحددة، كما يتضمن تحديد حدود البحث تقديم دراسة دقيقة تسمح بتحليل تأثير الإنفاق العام، وفهم أعمق للفروقات بين الدول المدروسة، مما يساعد في تقديم توصيات قابلة للتطبيق لتعزيز كفاءة الإنفاق الحكومي في دعم الأسواق المالية.

- الحدود الموضوعية: تعد نقطة الانطلاق لتحديد إطار البحث وتوضيح كيفية تنظيم الدراسة وتحليل البيانات، وذلك يتطلب تعريف المتغيرات والمؤشرات التي سيتم دراستها والتركيز على تحليل العلاقة بين الإنفاق العام وأداء الأسواق المالية، حيث يساعد هذا الإطار في تقديم تحليل معمق حول كيفية تأثير الإنفاق الحكومي على استقرار الأسواق المالية ونموها، مع مراعاة العوامل الاقتصادية الأخرى التي قد تؤثر على النتائج.

مقدمة

– **الحدود المكانية:** شملت الدراسة أربع دول ذات خصائص اقتصادية وسياسية مختلفة، وهي الأردن، العراق، قطر، والجزائر، مما يعكس تنوعاً جغرافياً واقتصادياً، ويضفي بعداً مقارناً على البحث، وهذا ما يساعد في فهم كيفية تأثير السياسات الحكومية على الأسواق المالية في سياقات مختلفة، كما يعكس هذا التنوع في الاقتصادات والأسواق المالية اختلاف مستويات تطور الأسواق المالية ومدى تأثيرها بالإنفاق الحكومي، مما يساعد في التوصل إلى نتائج أكثر شمولية.

– **الحدود الزمانية:** يغطي البحث فترة تمتد لـ 15 عاماً، من 2008 إلى 2022، وهي فترة مليئة بالأحداث الاقتصادية التي أثرت على الأسواق المالية، مثل الأزمة المالية العالمية في 2008، تقلبات أسعار النفط، الاضطرابات السياسية الإقليمية، وجائحة كورونا في 2020، حيث يتيح هذا الإطار الزمني دراسة تأثيرات الإنفاق العام على المدى القصير والمتوسط والطويل، مما يمكن من تحليل الاتجاهات الاقتصادية ودورات السوق خلال فترات الاستقرار والأزمات.

أسباب اختيار الموضوع:

اخترنا هذا الموضوع بناء على الأسباب التالية:

- ① رغبة منا في الاطلاع على الدور الذي من الممكن أن يلعبه الإنفاق العام كأحد الأدوات الرئيسية للسياسات الاقتصادية في التأثير بشكل مباشر وغير مباشر على أداء الأسواق المالية.
- ② اختيارنا للعينة المتمثلة في الأردن، العراق، قطر، والجزائر من شأنه أن يتيح لنا الفرصة لدراسة هذا الأثر في أربع بيئات اقتصادية مختلفة، تتميز بتباين هياكلها الاقتصادية ومستويات تطور أسواقها المالية، مما سيسمح لنا بإجراء تحليل مقارن يُبرز الاختلافات والتشابهات في تأثير الإنفاق العام عبر دول ذات أنماط إنفاق مالي مختلفة.
- ③ أما عن اختيارنا للفترة الزمنية الممتدة من 2008 إلى 2022، فذلك جاء بناء على أنها فترة تتميز بأحداث عالمية مهمة أثرت بشكل جوهري على الاقتصادات والأسواق المالية في العديد من الدول ودفعت بالعديد من الحكومات إلى زيادة الإنفاق العام لتحفيز الاقتصاد، كما فرضت استجابات مالية غير مسبقة من الحكومات لدعم الاقتصاد والأسواق المالية.

الدراسات السابقة:

– **دراسة:** نوار كنعان الدباغ، محمد ذنون محمد الشرايبي، إدريس رمضان حجي (2022) بعنوان: أثر الإنفاق العام في أداء الأسواق المالية سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2009-2020 أنموذجاً، مقال علمي في مجلة العلوم المالية والمحاسبية، هدف هذا البحث إلى تحليل أثر الإنفاق الحكومي على أداء سوق العراق للأوراق المالية، وذلك من خلال اعتماد مؤشر رسملة سوق الأسهم إلى إجمالي الناتج المحلي وقد استخدم الباحثين نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لاختبار التكامل المشترك بين المتغيرات، واعتمدت الدراسة على بيانات فصلية للفترة الممتدة من 2009 إلى 2020، وتوصل الباحثين إلى نتيجة مفادها غياب علاقة توازنية طويلة الأجل بين الإنفاق

مقدمة

الحكومي ورسملة سوق الأسهم، مما يشير إلى عدم وجود أو ضعف تأثير الإنفاق الحكومي على أداء سوق العراق للأوراق المالية.

- **دراسة:** نور الهدى عمارة (2022) بعنوان: أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية الإماراتية (2005-2019)، مقال علمي في مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، هدفت من خلالها الباحثة إلى تحديد طبيعة واتجاه العلاقة بين سياسة الإنفاق العام والسياسة الضريبية وأداء أسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات، من خلال الاعتماد على تحليل اختبار الارتباط باستخدام برنامج Eviews، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين الإنفاق العام ومؤشرات حجم السوق والأسعار، وعكسية مع مؤشرات سيولة السوق في حين انعدام العلاقة بين الإيرادات الضريبية ومؤشرات أداء السوق.

- **دراسة:** سيف ثائر حسين (2021)، بعنوان: أثر متغيرات السياسة المالية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2019، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة العراق، هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحليل واقع السياسة المالية في العراق ومعرفة العلاقة بين متغيرات السياسة المالية المتمثلة في (النفقات الجارية، الاستثمارية، الناتج المحلي الإجمالي، عوائد الضرائب وعجز الموازنة) ومؤشرات الأسواق المالية المتمثلة في المؤشر العام للسوق وتوصلت الدراسة القياسية إلى وجود علاقة ذات تأثير معنوي بين كل من (النفقات الجارية، الاستثمارية، الناتج المحلي الإجمالي، عوائد الضرائب) والمؤشر العام للسوق وانعدام هذا التأثير بين متغير عجز الموازنة والمؤشر العام للسوق.

- **دراسة:** EMORI, ENYA و EBA, AUGUSTINE OKPAJE و IBOR, BASSEY INA (2018) GABRIEL بعنوان: **The Impact of Public Sector Expenditure on the Development of the Nigerian Capital Market** مقال علمي في مجلة **International Review Of Management and Business Research** في المجلد رقم 07 العدد 02.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الإنفاق العام على تنمية سوق رأس المال النيجيري، من خلال فحص تجريبي لأثر الإنفاق الرأسمالي والجاري والإجمالي على القيمة السوقية وحجم المعاملات، تم جمع المؤشرات الاقتصادية الكلية والمالية المتعلقة بالإنفاق العام في نيجيريا وسوق رأس المال النيجيري وتحليلها باستخدام الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية، وشملت الدراسة الفترة من عام 1990 إلى 2015، وأظهرت النتائج وجود ارتباط قوي بين الإنفاق الرأسمالي والجاري والإجمالي للحكومة من جهة، وبين القيمة السوقية وإجمالي قيمة المعاملات من جهة أخرى، حيث تم التوصل إلى أن هناك:

✓ علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الرأسمالي والقيمة السوقية.

✓ علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإنفاق الجاري والقيمة السوقية.

✓ علاقة إيجابية قوية بين إجمالي الإنفاق العام والقيمة السوقية.

مقدمة

✓ علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين إجمالي الإنفاق العام وإجمالي قيمة المعاملات.

وبناءً على ذلك أوصت الدراسة بضرورة اتخاذ الحكومة إجراءات لتعزيز سوق رأس المال وزيادة ثقة المستثمرين في عملياته، مما يتيح للمستفيدين من الإنفاق العام توجيه جزء من هذه الموارد نحو الاستثمارات في السوق المالية، كما أشارت الدراسة إلى إمكانية استخدام الإنفاق العام كأداة لتحسين أداء سوق رأس المال في نيجيريا، عبر إعادة تشكيل الانطباع العام حول جاذبية الاستثمار في هذا القطاع.

- **دراسة: علي كنعان (2018)** بعنوان: أثر السياسات النقدية والمالية على تقلبات أسعار الأسهم في تركيا، مقال علمي في جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، تمثل هدف الدراسة في اختبار أثر أدوات السياستين النقدية والمالية على أسعار الأسهم في السوق المالية التركية من خلال استخدام العرض النقدي وأسعار الفائدة كمتغيرات عن السياسة النقدية، والإنفاق الحكومي والإيرادات الضريبية كمتغيرات عن السياسة المالية، ومؤشر أسعار الأسهم في سوق اسطنبول المالي كمتغير عن سوق المال باستخدام بيانات شهرية للفترة الممتدة من 2006 إلى 2016، وذلك بإجراء تحليل انحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى، وإجراء اختبار VECM لتحديد فيما إذا كان هناك علاقة في الأجلين الطويل والقصير بين المتغيرات المدروسة، وخلصت الدراسة إلى أن أدوات السياسة النقدية ترتبط بعلاقة عكسية مع أسعار الأسهم بينما لا توجد علاقة بين أدوات السياسة المالية وأسعار الأسهم، كما تبين أن تغيرات أسعار الفائدة لها علاقة مع تقلبات أسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل، بينما تغيرات العرض النقدي لها علاقة في الأجل الطويل فقط.

- **دراسة: مناصرة خولة (2016)** بعنوان: أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة (1990-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، تمثل هدف الدراسة في معرفة أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية، وكيفية قياسها، وتحليل أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية في الأردن من خلال الاعتماد على معاملات الارتباط، وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين النفقات العامة وأداء سوق الأوراق المالية حيث أن النفقات العامة خاصة تلك الموجهة لتطوير البنية التحتية تؤدي إلى انخفاض تكاليف الإنتاج وبالتالي زيادة ربحية الشركات ورفع قيمة أسهمها وهو ما ينعكس بالإيجاب على أداء سوق الأوراق المالية.

- **دراسة: حنان عبدلي (2014)**، بعنوان: دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية دراسة سوق مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة حسينة بن بوعلي الشلف، تمحور هدف الدراسة حول التعرف على واقع السياسة المالية وسوق الأوراق المالية في كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية من خلال قياس وتحليل تأثير المتغيرات المالية المتمثلة في الإنفاق الحكومي والإيرادات العامة على المؤشر العام لأسعار الأسهم، وتوصلت نتائج

مقدمة

الدراسة إلى وجود تأثير واضح للنفقات العامة على المؤشر العام لأسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية بينما كان تأثير الإيرادات العامة أكبر من تأثير النفقات العامة في مصر مقارنة بنيويورك.

علاقة البحث الحالي بالدراسات السابقة:

شهد المجال البحثي إنجاز العديد من البحوث والدراسات التي تناولت العلاقة بين السياسة المالية وتأثيرها على مختلف المتغيرات الاقتصادية ومع ذلك، فإن أغلب هذه الدراسات لم تُسلط الضوء بشكل مباشر أو تفصيلي على العلاقة بين الإنفاق العام بشكل خاص ومؤشرات الأسواق المالية، ومن هنا تبرز أهمية دراستنا الحالية، التي تختلف عن غيرها من حيث تركيزها على الإنفاق العام وأثره المحدد على مؤشرات الأسواق المالية، بالإضافة إلى ذلك تتميز هذه الدراسة بقياس هذا الأثر لمجموعة من الدول مجتمعة حيث حاولنا من خلالها سد هذه الثغرة البحثية وتبسيط الضوء على هذا الجانب المهم.

تقسيمات البحث: ينقسم هذا البحث إلى أربعة فصول رئيسية كما يلي:

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

نهدف من خلاله إلى استكشاف المفاهيم الأساسية المرتبطة بالإنفاق العام من حيث التركيز على مفهوم النفقة العامة وقواعدها وتقسيماتها، كما سنسعى من خلاله إلى فهم ظاهرة تزايد حجم الإنفاق العام وسبل ترشيده وسنستعرض فيه مختلف الآثار الاقتصادية للنفقات العامة ومؤشرات قياسها.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

سنقوم من خلاله بتبسيط الضوء على مختلف المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية وتقسيماتها وأدواتها ونتعرف فيه على مفهوم كفاءة الأسواق المالية وسنشرح فيه أهم المؤشرات المستخدمة لتقييم أداء الأسواق المالية.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

سنتناول فيه دراسة القنوات المختلفة التي يمكن للإنفاق العام أن يؤثر من خلالها على الأسواق المالية، كما سنقدم فيه قراءة تحليلية لهيكل النفقات العامة وواقع الأسواق المالية في الدول العربية عموماً مع التركيز على الدول محل الدراسة بشكل خاص.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

سنقوم من خلاله بتحليل تطورات المسجلة في الإنفاق العام إلى جانب تحليل مؤشرات الأسواق المالية في الدول المختارة كعينة للدراسة، كما سنقوم فيه بقياس أثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية باستخدام أدوات التحليل الكمي المناسبة.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

◀ المبحث الأول: مفهوم النفقة العامة وقواعدها

وتقسيماتها

◀ المبحث الثاني: تزايد حجم الإنفاق العام وسبل

ترشيده

◀ المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة

ومؤشرات قياسها

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

تمهيد:

حظي موضوع النفقات العامة بالاهتمام الكبير خاصة بعد اتساع دور الدولة وتعاقب الأزمات الاقتصادية في القرن العشرين، والتي استدعت زيادة تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، حيث ساهم تطور الفكر المالي في زيادة الاهتمام بالإنفاق العام بعد أن كان التقليديون يعتقدون بأن دور الدولة محدود ومقتصر على الدفاع والأمن فقط وأن السوق هو من يتحكم في الوضع الاقتصادي من خلال قدرته على تحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب، غير أن الدولة في الفكر الحديث أصبحت لها دور رئيسي في التوزيع العادل للثروة إضافة إلى مراقبة وتقييم كفاءة الإنفاق العام، حيث أصبح الإنفاق العام يمثل أحد أهم العوامل المؤثرة في الأداء الاقتصادي، كونه يُعد أداة رئيسية تستخدمها الحكومة لتلبية احتياجات المجتمع وتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، وذلك لما له من دور فعال في تحفيز النمو الاقتصادي، وتعزيز التنمية المستدامة، وتحقيق العدالة الاجتماعية من خلال توفير الخدمات الأساسية للمواطنين مثل التعليم والصحة، إضافة إلى تمويل المشاريع الإنشائية مثل البنية التحتية والطرق وغيرها، وبالتالي أصبحت مسألة كفاءة ترشيد الإنفاق العام وكذلك كيفية توزيع الموارد المالية وتخصيصها من التحديات التي تواجه الحكومات كونها تنعكس إيجاباً أو سلباً على الاقتصاد والمجتمع ككل.

وبناءً على ذلك تُعنى العديد من الدراسات بتحديد مفهوم النفقات العامة ودراساتها كأداة أساسية للسياسة المالية التي تهدف الحكومات من خلالها إلى توجيه النشاط الاقتصادي نحو الاتجاه المرغوب وتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية.

لذلك سنتناول في هذا الفصل المفاهيم الأساسية للإنفاق العام من خلال ثلاثة مباحث، حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى مفهوم النفقة العامة وقواعدها وتقسيماتها، ثم سنحاول من خلال المبحث الثاني تسليط الضوء على تزايد حجم الإنفاق العام وسبل ترشيده، وسنتقل في المبحث الثالث إلى استعراض أهم الآثار الاقتصادية للنفقات العامة ومؤثراتها.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

المبحث الأول: مفهوم النفقة العامة وقواعدها وتقسيماتها

يُعد الإنفاق العام عنصراً أساسياً في النشاط الحكومي لأنه يعكس التزامات الدولة اتجاه تحقيقها للأهداف الاقتصادية والاجتماعية المخططة ويعبر عن مدى قدرتها على توفير الرفاه العام للمجتمع، لذلك فإن محاولتنا لفهم الإنفاق العام تتطلب منا التعرف على ماهية النفقة العامة وتطورها التاريخي أولاً، ثم معرفة القواعد التي تحكم هذا الإنفاق والمحددات التي تتوقف عليها عملية تحديد حجم الإنفاق العام، بالإضافة إلى الإشارة إلى المصادر أو الموارد المالية المختلفة التي تساهم في تمويله، دون أن ننسى استعراض أهم التقسيمات للنفقات العامة.

المطلب الأول: ماهية النفقة العامة

أولاً- تعريف النفقة العامة: معظم خبراء المالية يعرفون النفقات العامة على أنها استخدام هيئة عامة لمبلغ من النقود لتلبية احتياجات عامة¹، كما عرفت النفقات العامة أيضاً بأنها عبارة عن مبالغ نقدية تخرج من الذمة المالية للدولة أو إحدى الهيئات العامة التابعة للدولة بهدف تلبية الاحتياجات العامة²، وتُعرف أيضاً على أنها مبالغ نقدية تمت الموافقة عليها من قبل السلطة التشريعية ويتم إنفاقها بواسطة شخص عام لتوفير سلع وخدمات عامة وتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية³.

يُشير الإنفاق العام أيضاً إلى إجمالي المصروفات التي تقوم بها الحكومة خلال فترة زمنية محددة، بهدف تلبية احتياجات المجتمع الذي تنظمه هذه الحكومة، يُعتبر الإنفاق العام من الأدوات الرئيسية للسياسة المالية، حيث يعكس دور الدولة في النشاط الاقتصادي، يُظهر هذا الدور التطور من الدولة الحارسة إلى الدولة المتدخلية، ثم إلى الدولة المنتجة، ومع تطور الإنفاق العام تزايدت تنوعاته وتقسيماته، مما يعكس التطور الذي شهده هذا المفهوم⁴.

كما يُوصف الإنفاق العام كذلك بأنه توظيف الأموال المخصصة لأنشطة المصلحة العامة وفقاً لتفويضات الميزانية⁵.

¹ محمود رياض عطية، أسباب ازدياد النفقات العامة في مصر، دار نشر الثقافة، الاسكندرية، 1948، ص 42.

² عثمان سلمان غيلان العبودي، الإشكالات الدستورية والقانونية في تنظيم الاختصاصات المالية الاتحادية، ط1، المركز العربي للدراسات والبحوث العلمية، مصر، 2019، ص 300.

³ سليمة طبائية، ساسية عناني، السياسة المالية في الجزائر وانعكاساتها على الأداء الاقتصادي - دراسة تحليلية للفترة (2001-2014)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 08، العدد 03، جوان 2017، ص 186.

⁴ خالد أحمد علي محمود، التجارة الدولية بين الحماية والتحرر والنظرية الحديثة وآثارها في الفكر الاقتصادي العالمي، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، ص 331.

⁵ Eric DEVAUX, FINANCES PUBLIQUES, Bréal, France, 2002, P 70

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

والملاحظ أنه بالقدر الذي تتفاوت به نفقات الأفراد بناءً على ظروفهم وأحوالهم الاجتماعية والمهنية وحتى السياسية، تتباين أيضًا النفقات العامة بحسب خصائص الدول، غير أن هناك بعض الاختلافات بين المالية العامة ومالية الأفراد، تتجلى في ما يلي:

✓ أن الأفراد يحددون كمية وتوزيع نفقاتهم استنادًا إلى إيراداتهم، بينما تحدد الدولة أولاً نفقاتها ثم تبحث عن الموارد المالية لتلبية تلك النفقات.

✓ تسعى الدولة عادةً إلى توفير الخدمات للجميع دون تمييز، في حين يكون الريح هو المحرك الرئيسي لقيام الأفراد بالأعمال.

✓ تشغل الاستثمارات طويلة الأمد حيزًا كبيرًا من نفقات الدولة مثل إقامة مشاريع البنية التحتية كبناء المستشفيات، تعبيد الطرق، إنشاء المصانع وغيرها من المشاريع التي تخدم الاقتصاد والأفراد، في حين إنفاق الأفراد يتميز بكونه ذو طابع شخصي ولا يهتم لمصالح المجتمع ككل.

وبالتالي يمكن القول بأن مفهوم النفقة العامة يشير إلى الإنفاق الذي تقوم به الدولة لتلبية احتياجات المجتمع وتحقيق الأهداف العامة في مختلف القطاعات كالعليم، الصحة، البنية التحتية، الأمن والدفاع، التنمية الاقتصادية والرعاية الاجتماعية، والتي من شأنها أن تعمل على تعزيز رفاهية المجتمع.

ثانياً- عناصر النفقة العامة: من خلال تعريف النفقة العامة يتبين أنها تشمل على ثلاثة عناصر:

1- النفقة العامة مبلغ من النقود: استخدام مبالغ نقدية يمثل العنصر الأساسي في النفقات العامة، حيث تُستخدم هذه المبالغ لتلبية احتياجات الدولة من السلع والخدمات الأساسية وتمويل المشاريع الاستثمارية ومنح الإعانات المختلفة، وفي ظل النظام الاقتصادي النقدي حيث تتم المعاملات الاقتصادية عبر النقود تُعتبر النقود وسيلة الدفع الرئيسية للحكومة، مماثلة لدورها لدى الأفراد، وبغض النظر عن النظريات الاجتماعية، فإن الإيرادات تُعتبر المصدر النقدي الأساسي للنفقات لذلك أخذت النفقة العامة شكل النقود، ومن مزايا استخدام النقود في الإنفاق هو تيسير عمل النظام المالي وتعزيز مبدأ الرقابة لضمان الاستخدام الأمثل للموارد وفقًا للقواعد التي تحقق المنفعة العامة¹.

وساهمت جملة من العوامل في جعل النفقة تأخذ الصفة النقدية لها من بين أبرز هذه العوامل نجد:

✓ تبسيط عملية مراقبة تنفيذ النفقات بهدف تحقيق الأهداف المخططة، ومن الواضح أن هذا الأمر يزداد تعقيدًا في حالة ما إذا كانت النفقات بصورة غير نقدية.

¹ طاهر الجنابي، علم المالية العامة والتشريع المالي، دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، 1970، ص 17.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

✓ زوال نظام المقايضة والاعتماد على النقود كوسيلة لإجراء جميع المعاملات بدلا من الاقتصاد العيني.

✓ سعي الحكومات لتبني مبادئ الحكم الرشيد.

✓ التوزيع العادل للدخل الذي أضحي مسعى للدول من أجل تحقيق العدالة الاجتماعية بين الفئات المختلفة في المجتمع.

✓ صرف النفقات بشكلها النقدي وفر درجة عالية من الأمان مقارنة بالمعاملات التبادلية التي كانت معتمدة من قبل.

2- صدور النفقة بواسطة جهة عامة: يعتبر شرط صدور النفقة من جهة عامة - كالدولة أو تنظيمها - ركناً أساسياً لوجود النفقة، وتصنف ضمن النفقات العامة، تلك النفقات التي تقوم بها الكيانات القانونية العامة كالدولة، والهيئات العامة الوطنية، والمؤسسات العامة، وتشمل أيضاً نفقات المشروعات العامة، فحضور هذه المنشآت لتنظيم تجاري في إدارتها وسعيها لتحقيق الربح لا يخفي طبيعتها كجهاز من أجهزة الدولة يقوم بنشاط مميز قصد تحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية معينة، فالجهة الوحيدة التي تتولى عملية الإنفاق العام هي الدولة من خلال أجهزتها المختلفة ضمن القوانين المعمول بها والمصادق عليها من طرف البرلمان، بالمقابل لا يُعتبر الإنفاق الخاص من قبل الأفراد أو المؤسسات مثل الجمعيات الخيرية جزءاً من النفقات العامة، حيث لا يتم تمويلها من خزينة الدولة، ولكي يتم تصنيف النفقة من النفقات العامة يُشترط أن يكون الأمر بها من قبل شخص معنوي عام، فالطبيعة القانونية للأمر بالإنفاق عنصر أساسي في تحديد ما إذا كانت هذه النفقة عامة أو خاصة، والمقصود بالشخص المعنوي العام ذلك الشخص الذي تنظم قواعد القانون العام علاقاته بغيره من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين¹. وكان الفكر المالي قد أشار إلى فكرتين رئيسيتين للفرقة بين النفقتين العامة والخاصة هما²:

2-1- الفكرة الوظيفية للنفقة العامة: بناءً على هذا المعيار، تُعتبر النفقات العامة تلك النفقات التي تقوم بها الحكومة أثناء ممارستها لسلطتها السيادية، في حين تُعد النفقات التي تقوم بها الحكومة في ظروف مماثلة لتلك التي ينفق فيها الأفراد نفقات خاصة، مثل النفقات على المشاريع التجارية والصناعية التي تمتلكها الحكومة، كما تُعتبر نفقات عامة أيضاً تلك التي يقوم بها القطاع الخاص أو القطاع المختلط بناءً على الصلاحيات التي منحتها له الحكومة.

¹ عادل عامر، دور الدولة في تحقيق التوازن الاقتصادي، دار حروف منشورة للنشر الإلكتروني، مصر، 2016، ص 183.

² حديجة الأعسر، اقتصاديات المالية العامة، دار الكتب المصرية، مصر، 2016، ص ص 70، 71.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

2-2- الفكرة القانونية للنفقة العامة: تُفسر هذه الفكرة بأن الطابع العام للنفقة يرتبط بالوضع القانوني للشخص المنفق، فالنفقات العامة تُنفذ عادةً من قبل الأشخاص المعنوية العامة، وهم أشخاص مرتبطون بالقانون العام، حيث تهدف نشاطاتهم إلى تحقيق المصلحة العامة، ويعتمدون في ذلك على سلطة الجبر، وهذا يختلف عن طبيعة نشاط أشخاص القانون الخاص الذين يسعون إلى تحقيق المصلحة الخاصة، ويعتمدون في ذلك على التعاقد.

الفكرة القانونية للإنفاق العام مرتبطة بالتصور التقليدي لدور الدولة في المجتمع، الذي يراها على أنها "الدولة الحارسة" ذات المهام المحدودة حيث تركز بشكل أساسي على الوظائف التقليدية مثل الأمن والدفاع والعدالة، ومع ذلك، فإن كلاً من المنظورين الوظيفي والقانوني يميل إلى تضيق نطاق الإنفاق العام، مستبعداً العديد من عمليات الشراء الحكومية التي تهدف إلى تشغيل مؤسساتها وتحقيق التزاماتها، مثل الهيئات العسكرية والقضائية، ونتيجة لذلك، يدعو بعض الاقتصاديين إلى فكرة أوسع وأشمل للإنفاق العام، مؤكدين أنه يشمل النفقات التي تقوم بها القطاعات العامة، بما في ذلك الكيانات الحكومية والمؤسسات التجارية والصناعية، بالإضافة إلى المشاريع الاقتصادية المختلطة عندما تكون تحت إدارة وسيطرة الدولة.

3- الغرض من الإنفاق هو إشباع حاجة عامة: فبدون هذا الغرض لا يُعد الإنفاق إنفاقاً عاماً حتى لو كان مصدره أفراد تخضع للقانون العام، لأن الهدف من الإنفاق العام هو تحقيق فائدة عامة لحاجة عامة، مما يوسع مفهوم الفائدة العامة ليشمل تحقيق بعض الأهداف الاجتماعية والاقتصادية، كذلك يمكن أن يكون الهدف من الإنفاق العام تحسين توزيع الدخل وتحقيق العدالة الاجتماعية من خلال تقليل الفجوة بين الأثرياء والفقراء، كتقديم المساعدات العينية مثل الدعم الغذائي وخدمات الرعاية الصحية والتعليم، بالإضافة إلى المساعدات النقدية الموزعة على بعض الفئات المحتاجة، ويهدف الإنفاق العام أيضاً إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادي، مثل تقليل مشكلة البطالة من خلال منح مصاصات البطالة والمساعدات في إعادة التأهيل لبعض العمال والموظفين، يمكن أن يشمل هدف الإنفاق العام أيضاً إنشاء مناطق حضرية جديدة، وتحقيق التنمية الإقليمية، وتعزيز التوسع الثقافي من خلال المجتمعات الحضرية الجديدة، جميع تلك الأهداف وغيرها التي يتم تخصيص الإنفاق العام لتحقيقها ستؤدي إلى تحقيق فائدة عامة لأفراد المجتمع من خلال تلبية الحاجات العامة، إذا غابت الفائدة العامة عن إنفاق أشخاص القانون العام، فإن إنفاقهم لا يُعتبر إنفاقاً عاماً¹.

ويعتمد هذا العنصر على سنيين²:

¹ عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010، ص 176.

² نوال بوعلام سمر، دليلك في المالية، دار البازوري العلمية، الأردن، 2021، ص 169.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

– يتمثل الأول في أن المبرر الوحيد للنفقات العامة هو وجود حاجة عامة تقوم الدولة أو الجهات العامة الأخرى بتلبيتها نيابة عن الأفراد، وبالتالي يجب أن يكون الهدف من الإنفاق العام هو تحقيق فائدة عامة تتمثل في تلبية حاجة عامة.

– أما السند الثاني يقوم على مبدأ المساواة بين المواطنين في تحمل الأعباء العامة، يعود ذلك إلى أن المساواة بين الأفراد في تحمل عبء الضرائب وحدها لا يكون كافياً لتحقيق هذه المساواة إذا تم إنفاق عائدات الضرائب لخدمة المصالح الخاصة لبعض الأفراد أو الفئات الاجتماعية على حساب الآخرين.

في الحقيقة، يثير إشباع الحاجات العامة، أو تحقيق المنفعة العامة، الكثير من الجدل بين الاقتصاديين نظراً لصعوبة قياسها، بدليل المحاولات العديدة التي بُذلت في سبيل تطوير مقاييس لقياس المنفعة العامة، ومن هذه المحاولات¹:

- يتم تحقيق أقصى درجات المنفعة العامة عندما تكون التضحية الحدية التي يتحملها الأفراد لتمويل النفقات العامة متساوية مع المنفعة الحدية التي يحصلون عليها من دخولهم المتبقية بعد خصم جزء منه لتمويل تلك النفقات.
- تتحقق أقصى درجات المنفعة العامة عندما تكون المنافع الحدية لجميع النفقات العامة متساوية في مختلف جوانب استخدامها.
- يتم تحقيق أقصى درجات المنفعة العامة عندما يتم توزيع النفقات على مختلف جوانب استخدامها بحيث يتم تحقيق أكبر قدر ممكن من الدخل القومي.

ثالثاً- تطور الفكر المالي للنفقة العامة:

1- النفقة العامة في الفكر التقليدي: في الفكر التقليدي، لم يُعط الكلاسيكيون أهمية كبيرة للبحث حول طبيعة النفقات العامة، كان ذلك نابعا من موقف فكري أساسي يركز على تقييم دور الدولة في الحياة الاقتصادية، ونظراً لأن المالية العامة تمثل مجال عمل السلطات العامة من نفقات وإيرادات، فإنها ترتبط بشكل مباشر بمفهوم دور الدولة في الحياة الاقتصادية، لذلك، كان من الضروري ربط الاهتمام بالمالية العامة ومفرداتها بمفهوم دور الدولة، حيث يزداد الاهتمام بالمالية العامة مع زيادة دور الدولة والعكس صحيح².

ففي بداية نشأة الفكر الاقتصادي الكلاسيكي، الذي كان يندرج ضمن إطار فكري رأسمالي، كانت نفقات الدولة محدودة في مجالات معينة مثل الأمن والدفاع والقضاء، لكن مع مرور الوقت، اتسع نطاق النفقات العامة ليشمل كافة مجالات التدخل الحكومي، هذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بالنفقات العامة لإشباع الحاجات العامة، أي تلبية

¹ عزت قناوي، أساسيات في المالية العامة، دار العلم للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص 46.

² سلام عبد الكريم مهدي سميسم، السياسة المالية في التاريخ الاقتصادي الإسلامي، ط1، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 46.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

احتياجات المجتمع ككل مثل التعليم والصحة والبنية التحتية وإدارة الاستثمار في المشاريع المختلفة التي تعود بالفائدة على المجتمع بشكل عام مثل الطرق والمدارس والمستشفيات.

أي أن الكلاسيكيون كانوا يؤيدون الحد الأدنى للتدخل الحكومي في الاقتصاد، ويعتبر الإنفاق العام من وجهة نظرهم أداة لتلبية احتياجات المجتمع وتوفير الخدمات الضرورية للأفراد، وكان من أبرز رواد هذا الفكر آدم سميث الذي أشار إلى أن الحكومة يجب أن تلعب دوراً محدوداً في الاقتصاد وتركز على وظائف أساسية مثل الدفاع والعدالة، بالإضافة إلى العديد من مؤيدي هذا الاتجاه أمثال ديفيد ريكاردو، جون باتيست ساي، وجون ستيوارت ميل، الذين كانوا ينادون بالدور المحدود للحكومة في الاقتصاد ويركزون على الحرية الاقتصادية والتجارة الحرة كوسيلة لتعزيز النمو والازدهار الاقتصادي.

التقليديون لم يفصلوا بين الإنفاق الحكومي والإنفاق الفردي من حيث المبدأ، بل اعتبروا أن كل منهما يمثل تضييعاً وفقداناً للثروة القومية، وأبرز ما يعبر عن وجهة النظر هذه هي عبارة ساي Say: "بأن أفضل النفقات هي الأقلها حجماً"¹

فكرة "اليد الخفية" التي طرحها آدم سميث في كتابه "ثروة الأمم" عام 1776م، تشير إلى أن الأفراد يسهمون بشكل غير مقصود في تعزيز المنفعة العامة دون تدخل من الحكومة، يتم ذلك من خلال اندفاعهم لتحقيق مصالحهم الشخصية، وقدرتهم على تحديد أسعار السلع والخدمات والتحكم فيها من خلال تفاعل العرض والطلب، مما يتيح توجيه الأمور في نهاية المطاف بطريقة تتناسب مع مصالح الجميع.²

نتج عن ذلك بروز عدة مبادئ للفكر الكلاسيكي التي أثرت في مفهوم النفقات العامة أهمها³:

- كانت الفكرة الرائجة هي أن أفضل النفقات العامة هي التي تكون أقل حجماً، لأنها تنطوي على تحويل موارد اقتصادية قيمة من القطاع الخاص المنتج إلى القطاع الحكومي غير المنتج، وبالتالي، يُفترض أن زيادة حجم هذه النفقات العامة ستؤدي إلى تحويل الموارد من قطاع يحقق فيه عائد إلى قطاع آخر غير منتج، مما يؤدي في النهاية إلى تقليل رفاهية أفراد المجتمع.

¹ محمود محمد داغر، علي محمد علي، الإنفاق العام على مشروعات البنية التحتية وأثره في النمو الاقتصادي في ليبيا (منهج السببية)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، المجلد 19، العدد 51، 2010، ص 111.

² Adam Smith, **THE WEALTH OF NATIONS**, an electronic classic series publication, the pennsylvania state university, USA, 2005, P 364.

³ بن نوار بومدين، النفقات العامة على التعليم، دراسة حالة قطاع التربية الوطنية بالجزائر 1980-2008، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2011، ص 12، 13.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

- يجب أولاً تحديد حجم الإنفاق العام في الموازنة العامة، ثم البحث عن مصادر الإيرادات العامة ذات التكلفة الأقل لتمويل هذه النفقات لحماية رفاهية الأفراد، فلا ينبغي تحصيل إيرادات عامة أكبر من حجم النفقات العامة، حتى لا تضيق، وأيضاً يجب علينا أن لا نجمع إيرادات عامة أقل من النفقات العامة المقدرة، حتى تتمكن الدولة من أداء وظائفها الأساسية للأفراد في المجتمع.
- الحفاظ على توازن الموازنة العامة واستقرارها سنوياً، حيث لا ينبغي سحب موارد اقتصادية من أفراد المجتمع تزيد أو تقل عن حجم الإنفاق العام المقدر، لأن زيادتها ستؤدي إلى تبديد الموارد الاقتصادية، بينما قلتها تتسبب في عرقلة الدولة عن أداء وظائفها الأساسية مثل الدفاع والأمن والعدالة، يعكس هذا المبدأ نظرة الفكر الاقتصادي التي تؤيد عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، وذلك في إطار الموازنة العامة، لتحقيق أهداف اقتصادية.
- حيادية النفقة العامة التي تعني عدم تأثير النفقات العامة على الأنشطة الاقتصادية المختلفة مثل الزراعة، الصناعة، التجارة، وغيرها، أو على المراكز النسبية لأصحاب الدخول المختلفة في المجتمع، يجب ألا تستخدم هذه النفقات لدعم قطاع اقتصادي بحد ذاته أو لتشجيع فئة معينة من أفراد المجتمع، ويعود هذا إلى الفكر الاقتصادي الذي كان سائداً في ذلك الوقت والذي يعتبر الإنفاق العام غير منتج، مما يقلل من أهمية الجانب الوظيفي للنفقات العامة.
- لذا، حذَّ أنصار المذهب الحر من تدخل الدولة في الميدانين الاقتصادي والاجتماعي، لأنهم كانوا يعتبرون أن كل تدخل للدولة، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، يعيق سير القوانين الطبيعية التي تحقق التوازن، فهم يرون أن تمويل الدولة للإعانات والهبات للطبقات الفقيرة عبر فرض الضرائب على دخول الأغنياء يؤدي إلى انحراف التوازن الطبيعي، من جهة، ويعتقدون أنه يخفض حجم مدخرات واستثمارات هذه الطبقة، ومن جهة أخرى، يزيد من الأسعار نتيجة لتوزيع الإعانات على الفئات الفقيرة¹.
- وبالتالي فإن المفهوم التقليدي للنفقات العامة كان محدود المجال، حيث كان هدفه لا يتجاوز مفهوم التوازن بين حجم النفقات والإيرادات، وذلك بسبب محدودية دور ووظائف الدولة.

¹ عبد الكريم صادق بركات، دراسة في الاقتصاد المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1983، ص 309.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

2- النفقة العامة في الفكر الحديث:

تمثل الأزمة الاقتصادية التي ضربت النظام الرأسمالي عام 1929 تحولاً جديداً في التفكير الاقتصادي، فقد قام جون مينارد كينز بانتقاد النظريات والقوانين السابقة التي كانت تعتبر الإنفاق العام محايداً وغير إنتاجي، حيث اعتبر أن المشكلة تكمن في نقص الطلب الكلي¹.

كينز رفض تماماً مفهوم "اليد الخفية" Invisible Hand وبين أن عمليات التغيير في المجتمع الرأسمالي لا تحدث بشكل تلقائي ولا يمكن تصحيحها ذاتياً، كما أكد أنه ليس هناك اتجاه حتمي أو طبيعي للاقتصاد يقوده نحو التوازن الذي يحقق التوظيف الكامل، ومن هنا تأتي أهمية التدخل الحكومي لتصحيح الاختلال في التوازن، وذلك من خلال سياسات الاستثمار والسياستين المالية والنقدية².

حسب كينز، ففي فترات الركود الاقتصادي عندما يكون هناك نقص في الإنتاج يمكن للحكومة أن تلعب دوراً أساسياً في تعزيز النشاط الاقتصادي، يكون ذلك عبر آلية المضاعفة من خلال زيادة الإنفاق العام لزيادة الطلب الكلي وتشجيع الاقتصاد³.

وكان كينز قد قدم من خلال كتابه الشهير "النظرية العامة في الفائدة والتشغيل والنقود" الذي نشره سنة 1936، نموذجاً جديداً للتحليل الاقتصادي أشار فيه إلى نظرة مختلفة تماماً عن النظرة الكلاسيكية للنفقة العامة، حيث أكد في تحليله على الدور الحيوي الذي يلعبه الإنفاق العام في تعزيز النمو الاقتصادي والأهمية الكبيرة للنفقات العامة الاستثمارية مثل الاستثمار في البنية التحتية والتعليم والأبحاث والتطوير في زيادة الإنتاجية وتعزيز النمو على المدى الطويل، حيث شدد كينز على الدور الهام الذي يمكن أن تلعبه الحكومة في الاستهلاك عن طريق زيادة الإنفاق العام على الخدمات العامة وتوفير الدعم للأسر ذات الدخل المنخفض، وبذلك تعمل على زيادة الإنفاق الاستهلاكي وتعزيز الطلب الكلي.

ومن هذا المنطلق فإن كينز يقترح أن الحكومة يمكنها استخدام أدوات السياسة المالية للتحكم في الوضع الاقتصادي، وذلك من خلال قيامها بزيادة الإنفاق العام أو تخفيض الضرائب لتحفيز الطلب ودفع عجلة النمو الاقتصادي في حالة الركود الاقتصادي التي يشهد فيها الاقتصاد تراجعاً في الطلب العام، الذي يتسبب بدوره في حدوث تباطؤ في

¹ زراري نور الدين، جابة أحمد، أثر الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2001-2014)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2017، ص 748.

² عبد الرزاق الفارس، الحكومة والفقراء والإنفاق العام - دراسة لظاهرة عجز الموازنة وآثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية-، ط 1، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 1997، ص 26.

³ Matthieu CARON, Budget et politiques budgétaires, Bréal, France, 2007, P 40.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

النمو وارتفاع في معدلات البطالة، حيث يعتبر كينز الإنفاق العام من أدوات الحكومة الرئيسية للتعامل مع هذه المشكلات، لتعويض انخفاض الإنفاق الخاص وتحفيز النشاط الاقتصادي الذي يؤدي بدوره إلى زيادة دخل الأفراد وزيادة الإنفاق الاستهلاكي.

كما يرى كينز أن زيادة الإنفاق العام تؤدي أيضا إلى زيادة الاستثمارات الخاصة، حيث أن الإنفاق العام على البنية التحتية والمشاريع العامة يمكن أن يخلق فرصا استثمارية جديدة ويشجع القطاع الخاص على زيادة الاستثمارات، إضافة إلى أنه ركز على أهمية الطلب الكلي في الاقتصاد، الذي تؤدي زيادته إلى زيادة الإنتاج وتوظيف المزيد من اليد العاملة، ففي حالة البطالة العالية، يعتقد كينز أن الإنفاق العام يمكن أن يحفز النشاط الاقتصادي من خلال زيادة الطلب الذي يحفز المؤسسات والشركات على زيادة الإنتاج الأمر الذي يسمح بخلق فرص عمل جديدة.

وتجلى تأثير هذا التغير في الفكر الاقتصادي بالنسبة لدور الدولة في الاقتصاد على مفهوم النفقة العامة كما يلي¹:

- تعدد النفقات العامة بناءً على تعدد الحاجات العامة وتطورها، مقارنة بالمعتقدات التقليدية، يعكس هذا التغير الزيادة في دور الدولة وتطورها، حيث تشمل النفقات العامة العديد من المجالات الجديدة، وتتضمن هذه المجالات زيادة المسؤوليات الحكومية في تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي، من خلال تنفيذ مشاريع عامة، وإعادة التعمير، وإعادة توزيع الدخل بين فئات المجتمع المختلفة.
- تشهد زيادة في حجم النفقات العامة وزيادة نسبتها إلى الناتج القومي، نتيجة لتزايد الحاجات العامة وتحول المبدأ من الحياد المالي إلى المالية الوظيفية، حيث تُعطى الأولوية للنفقات بدلاً من الإيرادات، ويُسمح بحدوث عجز مالي ما دام يُسهم في تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي، دون وجود أي عائق.
- انتقال النفقة العامة من كونها نفقة حيادية إلى نفقة ذات تأثير على النشاط الاقتصادي والاجتماعي، حيث أصبحت وسيلة للدولة للتصدي للأزمات الاقتصادية، فوفقاً لفكرة كينز، تلعب النفقات العامة دوراً في زيادة الطلب الكلي الفعّال، مما يؤدي في نهاية المطاف إلى زيادة في الإنتاج وفرص العمل ومستويات الدخل القومي.

وإجمالاً فإن كينز اعتبر أن الإنفاق العام وسيلة فعالة للحكومة للتدخل في الاقتصاد وتعزيز النمو الاقتصادي وتخفيف البطالة وأكد على أن النشاط الاقتصادي يتأثر بتغيرات الإنفاق العام كونه أحد أهم أدوات السياسة المالية.

¹ العربي بن علي بوعلام، آليات ترشيد النفقات العامة في الجزائر، رسالة ماجستير في الحقوق، جامعة الجيلالي البابس، سيدي بلعباس، 2017، ص 24.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

مع تعرض النظام الرأسمالي لظاهرة الركود التضخمي، التي حدث فيها التضخم والركود في آن واحد، وتحول التضخم إلى مشكلة صعبة، ظهرت المدرسة النقدية بقيادة مؤسسها ميلتون فريدمان لتوجه الكثير من الانتقادات للفكر الكينزي في العديد من النقاط، ومن أهمها¹:

- اعتماد السياسة الإنفاقية لا يعتبر حلاً فعالاً لحل المشكلات الاقتصادية.
 - يُعتقد بشكل عام أن تخفيض الضرائب يمكن أن يؤدي نظرياً وآلياً إلى زيادة الادخار الخاص، مما يساهم في رفع مستوى الاستثمار الإنتاجي.
 - رواد المدرسة النقدية يرون بخلاف ما يروج له كينز، أنه من الممكن استخدام سعر الفائدة، سواء برفعه أو خفضه، لتقليص أو تعزيز الإقراض حسب الظروف الاقتصادية.
- فالنقدون يعتبرون أن سعر الفائدة يعد مؤشراً على تكلفة الاقتراض، حيث يتوقف الإنفاق والاستثمار على الأوضاع الاقتصادية العامة وعلى التوقعات المستقبلية للأعمال، وبالتالي فإن تحديد سعر الفائدة من قبل البنوك المركزية ليس بالضرورة يؤثر على الإنفاق والاستثمار بالطريقة التي يتوقعها كينز، وتنادي المدرسة النقدية بالحد من دور الحكومة وتقليل الإنفاق العام، فوفقاً لأصحاب هذه المدرسة فإن الإنفاق العام يعد أحد العوامل ذات التأثير السلبي على النشاط الاقتصادي، فهم يعتقدون بأن زيادة الإنفاق العام تؤدي إلى زيادة الطلب على الموارد والخدمات، وبالتالي ارتفاع الأسعار وحدوث التضخم مما يؤدي في نهاية المطاف إلى تدهور الاقتصاد.
- ومن هذا المنطلق يقترح النقديون أنه يجب على الحكومة تقليل الإنفاق العام بهدف تحقيق التوازن المالي وحسب رأيهم فإن تقليص الإنفاق على البرامج الاجتماعية أو التعليم أو الصحة أو البنية التحتية يعد استراتيجية فعالة لتحقيق الاستقرار المالي وتخفيف النمو الاقتصادي.

¹ بن عزة محمد، ترشيد سياسة الإنفاق العام باتباع منهج الانضباط بالأهداف دراسة تقييمية لسياسة الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 1990-2009، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2010، ص 7.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

المطلب الثاني: قواعد الإنفاق العام، محدداته ومصادر تمويله

أولاً- قواعد الإنفاق العام: هناك قواعد تضبط عملية الإنفاق العام تتمثل فيما يلي:

1- قاعدة المنفعة: يُراد بذلك أن النفقات العامة تسعى إلى تحقيق أقصى قدر ممكن من الفوائد بأقل تكلفة ممكنة، أو تحقيق أعلى مستوى من الرفاهية لأكبر عدد ممكن من أفراد المجتمع، وبموجب هذا المفهوم، لا يُبرّر الإنفاق إلا بالفوائد التي تتبعه، لذا فإن تدخل الدولة في الإنفاق العام في مجال معين دون تحقيق فائدة للأفراد يعني عدم جدوى هذا الإنفاق¹.

يؤمن بعض الأفراد بأن تحقيق النفقات العامة لأقصى قدر من المنافع العامة يتم عندما تتساوى المنافع الحدية للمجتمع مع المنافع الحدية للنقدي للأفراد بعد فرض الضرائب، هؤلاء يرون أن المنفعة العامة تمثل مجموع المنافع الفردية لأفراد المجتمع، حيث يعتبرون الضرائب تكلفة يدفعها الأفراد مقابل الخدمات التي تقدمها الدولة، ومع ذلك تجاهل أصحاب هذا الرأي خاصية النفقات العامة كونها تخضع لاعتبارات سياسية واجتماعية، وبالتالي تتعدد مصادر المنفعة المرتبطة بنفقات الحكومة، حيث تشمل تحسين وسائل الإنتاج وتعزيز الطاقة الإنتاجية للفرد والمجتمع بشكل عام، وليس فقط الإنتاجية الحدية والدخل المترتب عليها.

يتطلب تحقيق قاعدة المنفعة القصوى من الدولة توجيه نفقاتها نحو إشباع الحاجات العامة، حيث يستلزم ذلك دراسة أحوال الاقتصاد والمجتمع، وتقدير مقدار الحاجة إلى مختلف أوجه الإنفاق، كما يجب تحديد المشاريع ذات الأولوية حسب طبيعة المشكلات التي تواجه الاقتصاد الوطني، وتوجيه الإنفاق نحو تلك المشاريع التي تحقق منافع اقتصادية واجتماعية، يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار مساهمة هذه المشاريع في توظيف الموارد الاقتصادية والعائد المتحقق منها، ومدى الحاجة والمدة الزمنية اللازمة لتنفيذها، حيث تعتمد وسيلة الدولة لتحقيق قاعدة المنفعة القصوى في الإنفاق العام على توفير البيانات الإحصائية والمعلومات الاقتصادية لمختلف أوجه النشاط الاقتصادي والاجتماعي في الدولة، وتشمل الخطط الاقتصادية الشاملة وضع الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، مع وسائل تحقيق هذه الأهداف، وتحديد الأولويات في التنفيذ على المدى القصير والمتوسط².

¹ بان صلاح عبد القادر، مقومات الإنفاق العام، ورقة بحثية منشورة في العدد الخاص لبحوث مؤتمر فرع القانون العام المنعقد تحت عنوان -مؤتمر الإصلاح الدستوري والمؤسساتي الواقع والمأمول-، يومي 13 و 14 نوفمبر 2018، جامعة بغداد، ص 343.

² محمد الخصاونة، المالية العامة: النظرية والتطبيق، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص ص 52، 53.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

2- قاعدة الاقتصاد في النفقة: تعتبر هذه القاعدة شرطاً ضرورياً لتحقيق قاعدة المنفعة القصوى التي تم التطرق إليها، فمن الواضح أن المنفعة الجماعية القصوى للنفقة لا تحدث إلا عندما يتم استخدام النفقات بأقل قدر ممكن، ولذلك يتوجب على جميع الهيئات والمشروعات العامة في الدولة أن تأخذ في اعتبارها الاقتصاد في نفقاتها، ومع ذلك، يجب فهم أن الاقتصاد في النفقة لا يعني بالضرورة الحد من النفقات أو تقليصها، بل يهدف إلى إدارة النفقات بفعالية وتجنب الإسراف والتبذير والسعي لتحقيق أقصى قدر من العائد بأقل تكلفة ممكنة من أجل تعظيم الفوائد الجماعية، فالتبذير، الذي يُعرف بـ "التسيب المالي"، يؤدي إلى ضياع موارد مالية في أمور غير ضرورية، يمكن استخدامها في مجالات أخرى تكون أكثر فائدة، أو حتى تركها في يد الأفراد للاستفادة منها بشكل أفضل، بالإضافة إلى ذلك يضعف التبذير الثقة في الإدارة المالية للدولة، ويعزز موقف المكلفين الذين يرفضون دفع الضرائب¹.

تتعدد مظاهر التبذير والإسراف المالي العام في جميع أنحاء العالم، وخاصة في الدول النامية نظراً لضعف الرقابة السياسية، هذه المظاهر تتضمن دفع مرتبات وأجور الموظفين الزائدين عن الحاجة، والإسراف في عمليات شراء الحكومة وتوريداتها، وعدم اتباع الطرق التجارية المناسبة في الشراء والبيع، واستئجار المباني والسيارات بدلاً من شرائها، وغيرها من أشكال التبذير، لذلك ينبغي تنظيم النفقات العامة في مختلف القطاعات بناءً على احتياجاتها الفعلية، مع التأكيد على عدم تحميل الدولة نفقات إلا إذا كانت ضرورية تماماً وتخدم المصلحة العامة بشكل كبير، بالإضافة إلى ذلك، يمكن لوسائل الإعلام والرقابة الفعالة أن تلعب دوراً هاماً في مراقبة الإنفاق الحكومي لضمان توجيهه نحو الأهداف الفعالة والمناسبة².

¹ عادل أحمد حشيش، أصول المالية العامة -دراسة تحليلية لمقومات مالية الاقتصاد العام-، ط1، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 82.

² سوزي عدلي ناشد، المالية العامة النفقات العامة-الإيرادات العامة-الميزانية العامة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006، ص 54.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

هناك ثلاث سلطات يمكن أن تمارس الرقابة على الإنفاق العام، وتنقسم الرقابة وفقاً لهذه السلطات إلى ثلاثة أنواع كما يوضحها الشكل التالي:

الشكل رقم I-1: أنواع الرقابة على الإنفاق العام

الرقابة الإدارية

- هي رقابة سابقة على الإنفاق تتولاها وزارة المالية على باقي المصالح الحكومية بواسطة المراقبين والموظفين الحسابيين العاملين في مختلف الوزارات والمصالح والهيئات، مهمتها عدم السماح بصرف أي مبلغ إلا إذا كان في وجه وارد في الميزانية العامة وفي حدود الاعتماد المقرر له.

الرقابة السياسية (البرلمانية)

- تمارسها السلطات النيابية والتشريعية ودور البرلمان ولا يقتصر دورها على رقابة تنفيذ الاعتمادات المقررة في الميزانية، بل يشمل أيضاً حجم الإنفاق العام وتخصيصه، ويرجع ذلك إلى حق البرلمان في التحقيق وطلب البيانات والوثائق عن سير التنفيذ، وحق فحص الحسابات الختامية وحق إقرار أو رفض الاعتمادات الإضافية.

الرقابة المحاسبية المستقلة

- تقوم بها أجهزة متخصصة مهمتها الرقابة على أوجه الإنفاق العام بصورة خاصة، وتتولى التأكد من أن جميع عمليات الإنفاق قد تمت على الوجه القانوني، وفي حدود قانون الميزانية والقواعد المالية السارية، وقد تكون هذه الرقابة سابقة لعملية صرف النفقات أو لاحقة عليها.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المرجع: سوزي عدلي ناشد، المالية العامة النفقات العامة-الإيرادات العامة-الميزانية العامة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006، ص 55.

3- قاعدة العدالة: يُقصد بها عدم تقييد فوائد المجتمع العامة لفئة معينة ذات نفوذ، أو تخصيص موارد مالية لمنطقة معينة بصورة تفوق حاجة المناطق الأخرى في البلاد بدون مبرر منطقي ومقبول في إطار تحقيق المساواة بين المواطنين والمناطق الجغرافية المختلفة، وذلك لتوزيع فوائد التنمية بالتساوي بين جميع أفراد المجتمع وضمان عدم وجود تفاوت اقتصادي بين الأقاليم المختلفة¹.

¹ أحمد محمد عادل، اقتصاديات المالية العامة للدولة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2022، ص 45.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

4- قاعدة الترخيص: تعني أن النفقات تصرف من قبل هيئة عامة باستعمال أموال عامة، لذا ينبغي على تلك الهيئة العامة الحصول على إذن من السلطة المختصة، يأتي هذا لأن الإنفاق على تلبية الحاجات العامة التي تحقق المنفعة لا يمكن أن يتم إلا بقانون، وبعد ذلك لا يهم إذا كانت السلطة المختصة هي التي تحدد النفقات العامة، سواء كانت البرلمان في النطاق المركزي، أو الهيئات العامة بالنسبة لاختصاصاتها الزمانية والمكانية، وما يميز النفقات العامة عن النفقات الخاصة هو وجود قاعدة الترخيص، حيث إما أن تكون تلك النفقات تخضع لمراجعة البرلمان في النطاق المركزي، أو تتطلب إذنًا من الهيئات المحلية المختصة إذا كانت تندرج ضمن اختصاصاتها، بينما لا تخضع النفقات الخاصة لمثل هذه الإجراءات¹.

ثانياً- محددات الإنفاق العام:

تتوقف عملية تحديد حجم الإنفاق العام على عدة محددات وفقاً للاستراتيجيات المالية المعتمدة من قبل كل دولة وفي فترات زمنية مختلفة لدى نفس الدولة أيضاً، كما تختلف باختلاف الظروف والأوضاع الاقتصادية لذلك وتتمثل أهم محددات الإنفاق العام فيما يلي:

1- دور الدولة: يعتبر دور الدولة عنصراً حاسماً في تحديد حجم الإنفاق العام، حيث يتم تحديد الإنفاق فقط عندما تتدخل الدولة لتلبية الاحتياجات العامة، وبالتالي كلما كان دور الدولة أكبر كلما زاد حجم الإنفاق العام لذلك فحجم الإنفاق العام كان أقل خلال فترة الدولة الحارسة لأن القطاع الخاص هو الذي كان مسؤولاً عن الأنشطة الاقتصادية التي تحقق المكاسب والأرباح، بينما كان دور الدولة مقتصرًا فقط على تأمين المجتمع من التهديدات الخارجية وتوفير الأمن والقضاء وإقامة المشاريع الكبرى مثل بناء الطرق والجسور والسدود وإقامة المستشفيات والمدارس.

ازداد حجم النفقات العامة مع توسع دور الدولة في فترة الدولة المتدخلة والدولة المنتجة، وشاركت عدة عوامل في زيادة تدخل الدولة وزيادة نفقاتها العامة، حيث تدخلت الدولة في الحياة الاقتصادية لإعادة إعمار ما تم تدميره خلال الحرب العالمية الأولى، ومعالجة الأزمة الاقتصادية في عام 1929 من خلال التوسع في الاستخدام وزيادة الدخل الموزع لتحفيز الطلب الفعال، كما كان تدخل الدولة أيضاً في الحياة الاجتماعية من أجل مكافحة البطالة والامية والأوبئة من خلال إقامة المشاريع العامة، مثل بناء المدارس والمستشفيات، كما تدخلت الدول في الحياة السياسية من خلال

¹ محمد سلمان سلامة، الإدارة المالية العامة، دار المعتر للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 74.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

نشر المبادئ الديمقراطية وتطبيق العلاقات الخارجية، مع زيادة مسؤوليات الدولة، ونتيجةً للتحويل نحو الاشتراكية، شهدت النفقات العامة ارتفاعاً متزامناً مع اتساع النشاط العام للدولة¹.

في الفكر التقليدي القائم على التوازن التلقائي وانعدام تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، حيث يقتصر دورها على تقديم خدمات الأمن والعدالة والدفاع، كان حجم النفقات العامة ضعيفاً، نظراً للخدمات المحدودة التي كانت تقدمها الدولة، ومع تطور دور الدولة وزيادة تدخلها في النشاط الاقتصادي، وظهور المبادئ الاشتراكية، تعاظم دور الدولة وارتفعت معه النفقات العامة، لاسيما بعد حدوث أزمة الكساد العالمي في عام 1929 التي استدعت تدخل الدولة، التي بدأت بدورها في الإنفاق على إنشاء المصانع والمنشآت الإنتاجية، مع الموازنة مع قيامها بتحقيق الأمن والعدالة والدفاع².

2- المقدرة المالية للدولة: تعتبر قدرة الدولة على جمع الإيرادات العامة ركيزة ضرورية في تحديد حجم النفقات العامة، حيث تعبر المقدرة المالية للدولة عن قدرة اقتصاد الدولة على تحمل الأعباء والمصاريف المختلفة كالضرائب والرسوم مثلاً دون أن يؤثر ذلك سلباً على المستوى المعيشي للأفراد أو القدرة الإنتاجية الوطنية أو قيمة العملة، ويمكن للدولة تعديل حجم النفقات العامة بشكل مرناً لتلبية احتياجات المجتمع وتحقيق الأهداف العامة، مع الحفاظ على مستوى معيشة المواطنين والقدرة الإنتاجية الوطنية وقيمة العملة. وتتوقف المقدرة المالية القومية على عاملين هامين هما³:

2-1- الطاقة الضريبية: هي القدرة التي تمتلكها الدولة على فرض ضرائب ورسوم مختلفة على الناتج القومي أو الدخل القومي، دون التأثير السلبي على القدرة الإنتاجية الوطنية، وتتوقف الطاقة الضريبية على عاملين رئيسيين هما:

أ- هيكل الإنتاج: عندما يكون للصناعة دور رئيسي في هيكل الاقتصاد وتشكل حصة كبيرة من الناتج القومي، فإن الدولة تستطيع فرض ضرائب ورسوم على هذا القطاع بنسبة أعلى، ويعود ذلك إلى أن الصناعة غالباً ما تكون لها مجموعة متنوعة من الأنشطة الاقتصادية، وبالتالي يمكن فرض الضرائب على عدة جوانب مختلفة مثل الإنتاج، والاستهلاك، والعمالة، والأرباح، على عكس هيكل الإنتاج القائم على القطاع الزراعي أو الاستخراجي حيث يكون للدولة قدرة أقل على فرض ضرائب على هذه القطاعات، سبب ذلك هو أن الزراعة والاستخراج عادة ما تتمتع

¹ محمد سلمان سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 83، 84.

² حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، ط1، دار النهضة العربية للطباعة الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 70.

³ محمود محمد الدمرداش، اقتصاديات المالية العامة - مع إشارة خاصة لتطور النظام المالي في المملكة العربية السعودية -، ط1، دار الإجازة، الرياض، 2018، ص 79، 81.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

بخصوصية واستدامة محدودة في تحصيل الضرائب، حيث يكون من الصعب تقدير الإيرادات المحققة بدقة وفرض الضرائب على العمليات الزراعية والاستخراجية، إضافة إلى ذلك فإن إنتاجية العمل ورأس المال في الصناعة تكون أعلى مقارنة بالزراعة والاستخراج هذا يعني أن القطاعات ذات الإنتاجية العالية تسهم بشكل أكبر في الناتج القومي وبالتالي يمكن فرض ضرائب أكبر عليها بدون التأثير السلبي على القدرة الإنتاجية القومية.

وتعتبر العلاقة بين الناتج القومي والطاقة الضريبية علاقة طردية حيث كلما زاد الناتج القومي، اتسعت الطاقة الضريبية والعكس صحيح، بمعنى آخر تزيد الحكومة من مستويات الضرائب عندما تزيد الإيرادات الوطنية ويتوسع الاقتصاد، وتقلل من مستويات الضرائب عندما تنخفض الإيرادات وينكمش الاقتصاد وهنا يتضح كيف يؤثر هيكل الاقتصاد في مستويات الإيرادات الضريبية للحكومة فارتفاع الإنتاج القومي في الاقتصاد الصناعي يتيح للحكومة فرصة فرض ضرائب أعلى على الناتج الإجمالي الوطني مقارنة بالاقتصاد الزراعي.

ب- هيكل توزيع الدخل القومي: عندما يكون هناك توزيع عادل للدخل القومي، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع الطاقة الضريبية ذلك يعني أن هناك عددا أكبر من الأفراد سيحصلون على دخول معتدلة أو عالية ومع وجود الضرائب المباشرة، سيتم فرض الضرائب على هذه الدخول بنسبة عالية، مما يرفع من مستوى الطاقة الضريبية ويزيد من إيرادات الحكومة، وكلما اتسم توزيع الدخل القومي بعدم المساواة الشديدة فإن جزءا كبيرا من الدخول الفردية يقع تحت حد الإعفاء (سواء لاعتبارات إعفاء الحد الأدنى اللازم للمعيشة أو للأعباء العائلية)، وذلك لا يخضع للضرائب المباشرة.

يمكن أن تكون هناك سياسات ضريبية تستخدم الضرائب التصاعدية لمعالجة عدم المساواة في توزيع الدخل، ومع ذلك، قد يكون لعدد قليل من الأفراد الذين يخضعون للضرائب التصاعدية تأثير محدود في تعويض تأثير عدم المساواة في التوزيع العام للدخل القومي، وبالتالي فإن رفع الضرائب ليس بوسعه تعديل تلك العدالة التوزيعية.

كما يجب مراعاة أن المبالغة في رفع أسعار الضرائب قد يتسبب في ظاهرة التهرب الضريبي، حيث يحاول الأفراد تجنب دفع المزيد من الضرائب.

2-2- المقدرة الإقراضية: يقصد بالمقدرة الإقراضية مقدرة الدخل القومي على الاستجابة لمتطلبات الدولة الائتمانية، وهذه المقدرة تتوقف بصفة عامة على عدة عوامل أهمها:

أ- حجم المدخرات الفردية: تعتمد مقدرة الدولة على الإقراض العام على حجم المدخرات الفردية، ويتأثر حجم المدخرات الفردية بعدة عوامل، بما في ذلك حجم الدخل الفردي فكلما ارتفع الدخل الفردي، زادت المدخرات الفردية وعندما يكون للفرد دخل أعلى، فإنه يكون قادرا على تلبية احتياجاته الأساسية والاستهلاك ومن ثم يتبقى جزء للادخار، كذلك يتوقف حجم الادخار الفردي على الميل الحدي للاستهلاك، وهو العامل الذي يحدد لنا كيفية

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

اقتسام الزيادة الحاصلة في الدخل بين الاستهلاك والادخار، ولما كان هناك احتمال كبير في الميل الحدي للاستهلاك للانخفاض مع ارتفاع الدخل، فإن معنى ذلك أن الادخار يتزايد مع تزايد الدخل، أي أن الميل الحدي للادخار يتزايد مع تزايد الدخل، والعكس صحيح.

وحجم المدخرات الفردية القابلة للاتجاه للقروض العامة يتوقف على مستوى الاقتطاع الضريبي، فالضرائب تؤدي إلى تخفيض الدخل الفردية أو الصافية لهؤلاء الذين يتحملونها ويستتبع ذلك أن الضرائب تؤدي إلى خفض كل من الاستهلاك والادخار، ولكن الانخفاض في الادخار يكون أكبر من الانخفاض في الاستهلاك، وتفسير ذلك أنه يسهل على الفرد ضغط ادخاره مقارنة بضغط استهلاكه.

ب- توزيع الجزء المدخر بين مجالات الإقراض الخاص والإقراض العام: عندما يتم ضبط كمية المدخرات المتاحة في المجتمع، فإن استطاعة الدولة على تلبية احتياجاتها من القروض العامة يستند على المنافسة بين الائتمان الخاص والائتمان العام، فعندما تكون الفرصة لتحقيق الربح أمام القطاع الخاص منخفضة أو غير موجودة، فإن المدخرات تتجه نحو الإقراض العام، حيث يستفيد القطاع العام من المدخرات التي يمكن أن تذهب للاستثمار في القطاع الخاص وبالتالي يكون للدولة استطاعة أكبر لتلبية احتياجاتها المالية من خلال الإقراض العام.

عندما يتنافس الائتمان الخاص والائتمان العام على المدخرات الخاصة، يجب على الدولة تشجيع الادخار الخاص للاستثمار في القروض العامة وحتى يتحقق ذلك ينبغي أن تحافظ الدولة على استقرار رأس المال وتحميه من التدهور في قيمة العملة، كما ينبغي أن توفر الدولة مزايا مثل معدلات فائدة تنافسية للقروض العامة، لا تقل عن المعدلات الممنوحة للقروض الخاصة.

أي أن هناك مجموعة من العوامل والاعتبارات تؤثر على المقدرة المالية القومية، وأن هذه المقدرة تتغير بتغير هذه الاعتبارات، على افتراض ثبات حجم الدخل القومي ويمكن تلخيص أهم هذه الاعتبارات في الشكل التالي:

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

الشكل رقم I-2: الاعتبارات التي تتوقف عليها المقدرة المالية للدولة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المرجع: خالد سعد زغلول حلمي، إبراهيم الحمود، الوسيط في المالية العامة، ط2، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، مصر، 2002، ص 104.

3- الوضع الاقتصادي:

للإنفاق العام دور أساسي في تحقيق التوازن الاقتصادي وتأثيره على الوضع الاقتصادي، حيث تكون العلاقة بين مستوى النفقات العامة والنشاط الاقتصادي علاقة طردية، وذلك لأن أي زيادة في النشاط الاقتصادي تتبعها زيادة في النفقات العامة، وكل منهما يتأثر ويؤثر في الآخر.

تأثير الإنفاق العام في إحداث التوازن الاقتصادي وزيادة حجم الطلب الكلي ينعكس على حالة الاقتصاد بأكمله لذلك يتوقف حجم الإنفاق على الوضع الاقتصادي السائد، سواء كان الاقتصاد يعاني من الركود أو التضخم، لأن سياسة الإنفاق العام تتماشى مع مؤشرات الوضع الاقتصادي، كما أن فهم مستوى النشاط الاقتصادي يتطلب فهم مستوى الطلب الفعلي، الذي يشمل الطلب الحكومي والخاص على البضائع والخدمات، سواء الاستهلاكية أو الاستثمارية، وبما أن الطلب الحكومي يتأتى من النفقات العامة، فهذا يعني أن النفقات العامة هي جزء أساسي من الطلب الفعلي الذي يحدد مستوى النشاط الاقتصادي، وبالتالي يمكن للنفقات العامة أن تلعب دورًا

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

ملموسًا في زيادة مستوى الطلب الفعلي، وخاصة في حالات الركود حيث ينخفض مستوى الطلب الفعلي بالنسبة للوضع الاقتصادي، مما يتطلب من الحكومة زيادة النفقات العامة لتحفيز النشاط الاقتصادي.

في حالة التضخم، حيث يحدث ارتفاع في مستوى الطلب الفعلي وبالتالي ارتفاع في الأسعار، يصبح من الضروري اتخاذ جهود لتقليص الطلب الفعلي وبالتالي تقليل النفقات الحكومية لتناسب مع حجم العرض الكلي، يتم ذلك عادة من خلال استخدام سياسات مالية، وبشكل خاص سياسات الإنفاق، للتدخل في تحقيق التوازن الاقتصادي المطلوب ومعالجة التضخم بشكل فعال.

يمكن أن تكون التقلبات الاقتصادية عاملاً مؤثرًا في حجم الإنفاق العام، سواء كان الإنفاق جاريًا أو اقتصاديًا أو اجتماعيًا، وبالتالي فإن جميع هذه الأنواع من النفقات تتأثر بالوضع الذي يكون عليه الاقتصاد¹.

ثالثاً- مصادر تمويل الإنفاق العام: لتغطية النفقات العامة، تتطلب الدولة تنظيم مواردها المالية بشكل كافٍ، حيث تحصل الدولة على هذه الموارد من الداخل عن طريق اقتطاع جزء من الدخل القومي، وذلك وفقًا لقدرة الدولة المالية القومية، وإذا لزم الأمر، يمكن للدولة الحصول على هذه الموارد من الخارج في حالة عدم كفاية الموارد المحلية، تشمل هذه الموارد، التي يُطلق عليها الإيرادات العامة، مجموعة متنوعة من المصادر مثل إيرادات أملاك الدولة (الدومين) والضرائب والرسوم والقروض العامة والإصدار النقدي².

1- إيرادات أملاك الدولة: تشير إلى الدخل الذي تحققه الحكومة كمقابل للممتلكات التي تمتلكها وتديرها الحكومة وهيئاتها العامة، بالإضافة إلى ذلك قد تحقق الحكومة إيرادات من المشروعات التي تمتلكها وتديرها، والتي تشارك فيها في بعض الأحيان مثلما يفعل القطاع الخاص، وخاصة في ضوء الدور المتزايد للحكومة في الاقتصاد، يمكن أن يكون الدومين عامًا أو خاصًا.

✓ **الدومين العام:** يشمل الأموال والممتلكات التي تمتلكها الحكومة بشكل عام وتخضع لأحكام القانون العام والتشريعات العامة، وتُكرس للمنفعة العامة دون مقابل مالي، مثل الأنهار والطرق والموانئ، ومع ذلك، قد تقرر الحكومة في بعض الحالات فرض رسوم على الاستفادة من هذه الممتلكات، كما هو الحال في فرض

¹ أعاد حمود القيسي، المالية العامة والتشريع الضريبي، ط9، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص ص 50، 51.

² محمد سعيد فهدود، علم المالية العامة، مطبعة معهد الإدارة العامة، المملكة العربية السعودية، 1983، ص 31.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

رسوم على زيارة الحدائق العامة أو استخدام بعض الطرق، وذلك بهدف تغطية جزء من التكاليف العامة أو تحسين جودة الخدمة¹.

✓ **الدومين الخاص:** يعبر عن الأموال والممتلكات التي تمتلكها الدولة ملكية خاصة، وبالتالي يجوز التصرف فيها سواء بالبيع أو التأجير وتخضع لأحكام القانون الخاص، ويشمل الدومين الخاص كل من الدومين العقاري الذي يشمل ما تمتلكه الدولة من الأراضي الزراعية وأراضي البناء والعقارات المبنية، إلى جانب الدومين الصناعي المتمثل في الأنشطة الصناعية والتجارية التي تمارسها الدولة، والدومين المالي الذي يشمل الاستثمارات المالية مثل الأسهم والسندات التي تمتلكها الدولة².

2- القروض العامة: تُستخدم القروض العامة كمورد من الموارد المالية للدولة وأداة لتمويل الإنفاق العام، حيث تمثل ديوناً تُكتب عادةً من خلال السندات الحكومية والمؤسسات المالية، أو المصارف داخل حدود الدولة المقترضة، بالإضافة إلى الأفراد والمصارف في الخارج والمؤسسات المالية الدولية والحكومات الأجنبية، ويتعين على الدولة المقترضة التزاماً بسداد المبالغ المقترضة ودفع الفوائد على القرض، وفقاً للشروط المتفق عليها³، تخلف القروض العامة آثاراً توسعية عند إنفاقها لتمويل نفقات عامة استثمارية منتجة، حيث يمكن أن تعوض الانكماش الذي يحدث عند إصدارها، يتطلب ذلك توجيه حصيلة القرض نحو الاستثمارات الإنتاجية التي تزيد من القدرة الإنتاجية الوطنية، مما يؤثر إيجاباً على الاستثمار الخاص ببساطة لأنه يساهم في تكوين رؤوس الأموال العينية، كما يمكن للنفقات العامة الاستهلاكية أيضاً أن تحقق آثاراً إيجابية، على سبيل المثال، عند تخصيص حصيلة القرض لتغطية تكاليف التعليم أو الرعاية الصحية أو الثقافية، أو حتى تقديم دعم اقتصادي للمشاريع الخاصة، هذا يمكن أن يرفع معدل العائد على هذه المشاريع وبالتالي يزيد من قدرتها الإنتاجية⁴.

3- الضرائب: تعتبر الضرائب من أبرز مصادر الإيرادات العامة للدولة، وقد زادت أهميتها بشكل كبير نظراً لدورها الحيوي كأداة لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، تُعرف الضريبة عموماً بأنها فريضة مالية نقدية تُفرضها

¹ عزت عبد الحميد البرعي، مبادئ الاقتصاد المالي المالية العامة (النفقات العامة-الإيرادات العامة-القروض العامة-الموازنة العامة)، الولاء للطبع والتوزيع، مصر، 2005، ص 213.

² لحسن دردوري، حولة مناصرة، بوخاري فاطنة، السياسة المالية ومقومات تنمية أسواق الأوراق المالية، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2018، جامعة الوادي، الجزائر، ص 112.

³ اسماعيل حمادي مجبل، بركات حاتم عبد ناصر الزويبي، فاعلية الإنفاق العام في تحقيق بعض مؤشرات التنمية المستدامة في العراق للمدة (1995-2018)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 70، نوفمبر 2022، العراق، ص 160.

⁴ عمارة رانيا محمود، المالية العامة (الإيرادات العامة)، ط1، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، الجيزة، مصر، 2015، ص 74.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

الدولة على الوحدات الاقتصادية استناداً إلى قدرتها الجبائية، دون تقديم مقابل محدد، وتستخدم وبشكل نهائي لتمويل النفقات العامة¹، حيث أن المكلف الذي يدفع الضريبة لا يحصل على منفعة مباشرة من دفعها، بل يتلقى الفوائد عبر مشاركته في الإنفاق العام على مختلف المجالات الاقتصادية والاجتماعية، لذلك يجب أن يكون الهدف الرئيسي للإيرادات الضريبية هو تحقيق الفوائد العامة، بدلاً من الفوائد الخاصة²، لأن تمويل النفقات العامة من خلال زيادة الضرائب ينتج عنه عادةً ارتفاع في الدخل القومي بقدر يعادل الارتفاع في النفقات العامة³، حيث أن مبدأ الاقتصاد في النفقات يُعتبر أحد أهم مبادئ الضريبة، فهو يهدف إلى جعل عملية التحصيل أكثر كفاءة من خلال تقليص نفقات جباية الضريبة إلى أقصى حد ممكن، مما يجعلها أقل تكلفة وأكثر فعالية مقارنةً بإيرادات الضريبة⁴.

4- الرسوم: الرسوم هي المبالغ التي تحصلها الدولة من بعض الأفراد مقابل تقديم خدمات محددة أو تمتعهم بمزايا معينة، تشمل الرسوم عدة أنواع، مثل الرسوم القضائية، الرسوم الجامعية، رسوم تسجيل الملكية العقارية، والرسوم المفروضة على بعض الأنشطة مثل الصيد والذبح والحفلات⁵، تتميز الرسوم بتحقيق النفع الخاص إلى جانب النفع العام، حيث يُدفع الرسم مقابل الخدمة الخاصة التي يحصل عليها الفرد من إحدى الهيئات العامة، وتتميز هذه الخدمة بأن النفع الذي يعود من أدائها لا يقتصر على الفرد، بل يمتد إلى الفائدة العامة للمجتمع ككل، يظهر ذلك واضحاً في حالة الرسوم التي يتم دفعها لتسجيل الملكية العقارية، حيث تسمح للأفراد بالحفاظ على حقوقهم، كما تساهم في استقرار الملكية وتقليل النزاعات في المجتمع⁶، وتختلف الرسوم عن الضرائب حيث أن هذه الأخيرة تكون إجبارية وبدون مقابل في حين أن الرسوم تكون مقابل خدمة معينة تقدمها الدولة للفرد بطلب منه.

5- الإصدار النقدي: يُعد الإصدار النقدي أحد الموارد التي تستخدمها الدولة لتمويل نفقاتها العامة من خلال طباعة الأوراق النقدية اللازمة والتي تكون بحاجة إليها، حيث يحق للدولة إصدار هذه العملات ومنحها قوة دفع الديون لكونها صاحبة السيادة، على الرغم من أن الإصدار النقدي يُعتبر من أقل الموارد تكلفة، إلا أنه قد يؤدي إلى

¹ طارق قدوري، مساهمة ترشيد الإنفاق الحكومي في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر، دراسة تطبيقية للفترة (1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 86.

² حامد سعيد نور الدين، أثر إصلاح النظام الضريبي، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 15.

³ برنارد برنبيه، وإيف سيمون، أصول الاقتصاد الكلي، ط1، ترجمة عبد الأمير إبراهيم شمس الدين، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1989، ص 383.

⁴ الحرتسي حميد عبد الله، تطبيقات فنيات الضرائب بالنظام الجبايي، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 30.

⁵ محمد سلمان سلامة، مرجع سبق ذكره، ص 102.

⁶ دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: (1990-2004)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 178.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

زيادة التضخم وارتفاع معدلات التضخم وانخفاض قيمة العملة المحلية، مما ينجم عنه تأثيرات سلبية على الاقتصاد الوطني¹.

هذه الآثار تشكل ما يعرف باسم "العبء الاقتصادي للإصدار الجديد" حيث يُعرف بآثاره الخطيرة، كما يمثل تحدياً كبيراً خاصة مع كون الإصدار النقدي سهلاً، مما يمكن أن يؤدي إلى تدهور في قيمة العملة واضطرابات في التوازن النقدي، لذلك فقد تم فرض قيود وضوابط على استخدام هذا الأسلوب في الوقت الحالي، مما يقيد حرية الدولة في زيادة كمية النقود المطبوعة بما يتناسب مع الحاجة، ومن المهم أيضاً أن يكون الجهاز الإنتاجي مرناً وقادراً على التكيف، فإذا لم يكن كذلك، فإن اللجوء إلى التمويل من خلال الإصدارات النقدية الجديدة يصبح محفوفاً بالمخاطر حيث يمكن أن يؤدي إلى التضخم الذي يؤثر سلباً على عمليات التنمية نتيجة لزيادة التكاليف².

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 236.

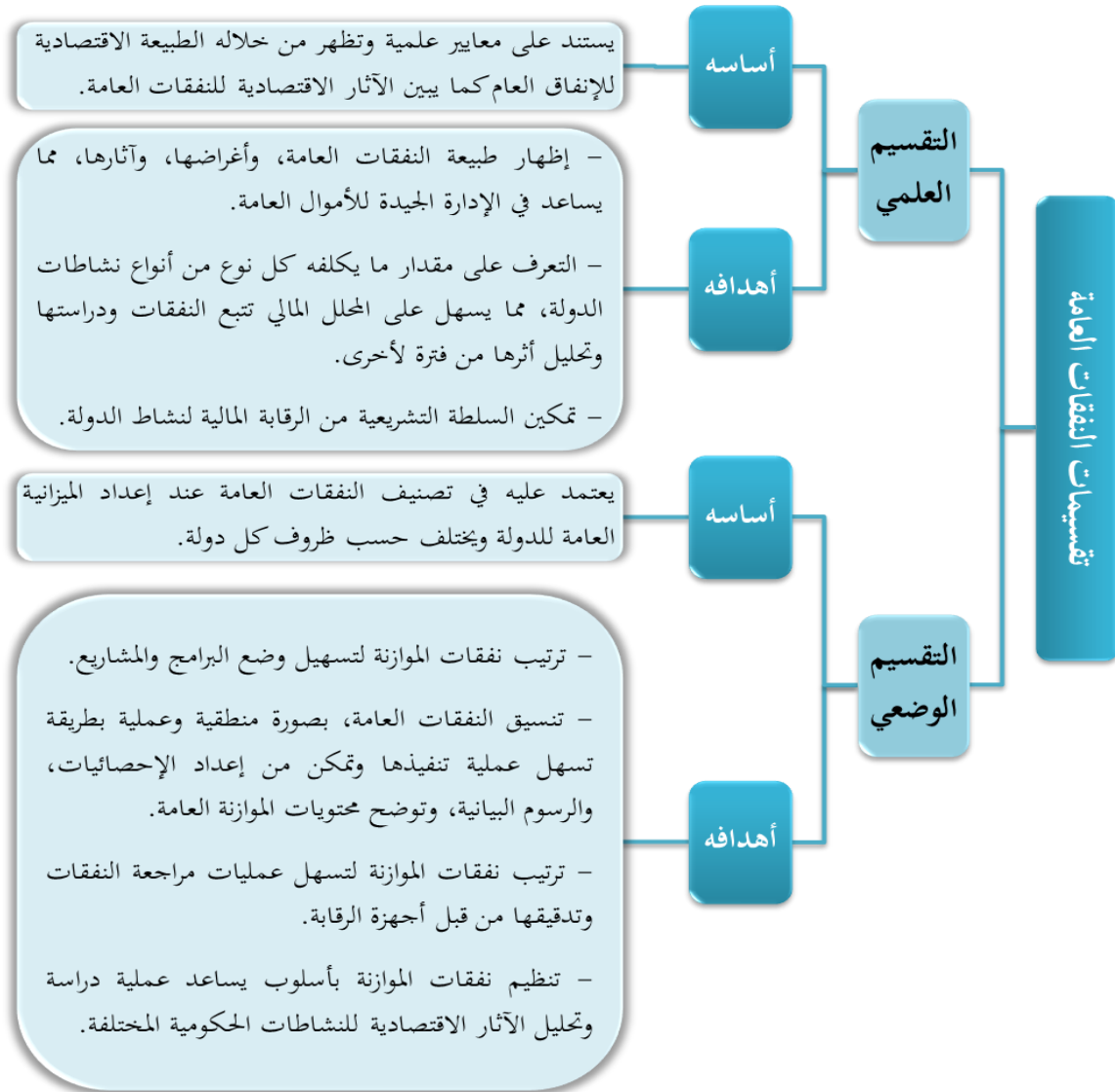
² عطوي فوزي، المالية العامة (النظم الضريبية وموازنة الدولة)، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003، ص 139.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

المطلب الثالث: تقسيمات النفقات العامة

تختلف تقسيمات النفقات العامة باختلاف طبيعة النفقة العامة وقد أجمع المتخصصون في المالية العامة على وجود تقسيمين أساسيين للنفقات العامة هما: التقسيم العلمي والتقسيم الوضعي، حيث يبين الشكل أدناه أساس وأهداف كل تقسيم.

الشكل رقم I-3: أسس وأهداف التقسيمين العلمي والوضعي للنفقات العامة



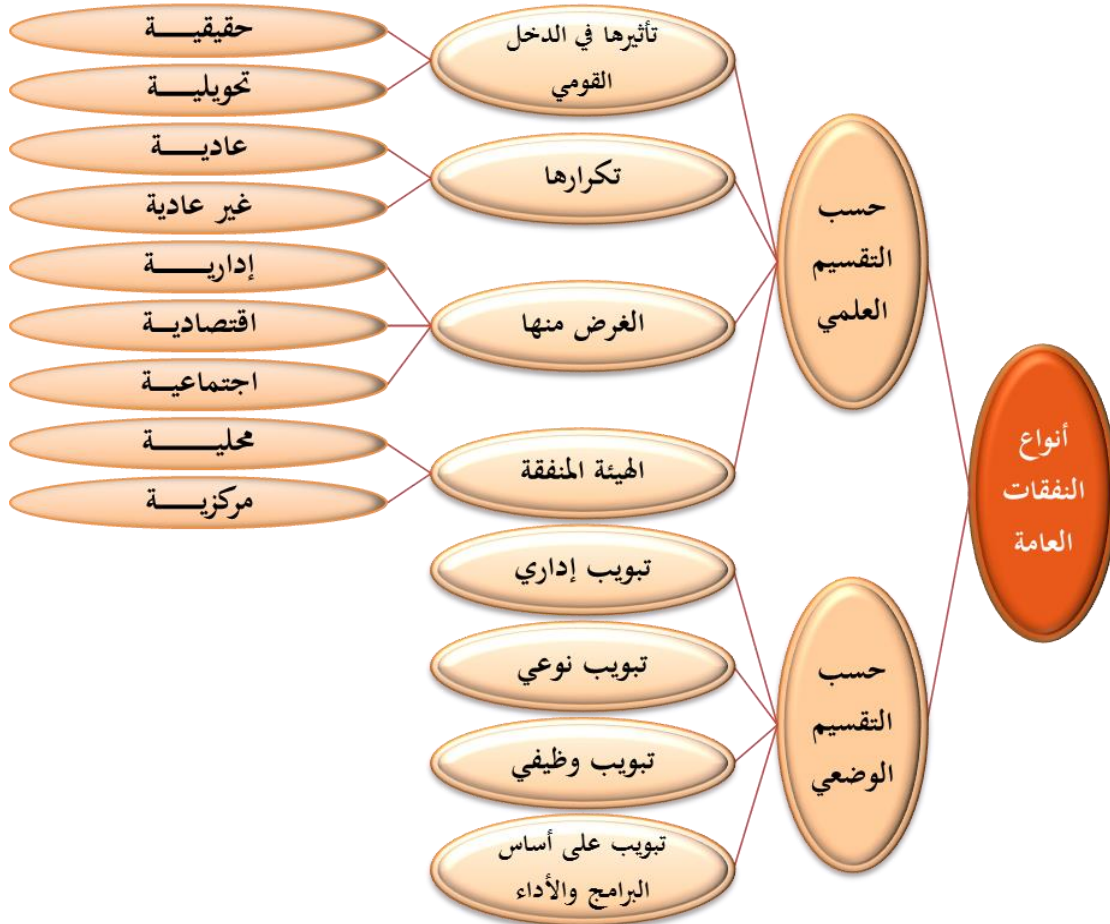
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المرجعين:

- دردوري لحسن، لقلبي الأخصر، أساسيات المالية العامة، دار حميشا للنشر والترجمة، القاهرة، 2019، ص 65.
- محمد شاكر عصفور، أصول المالية العامة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2008، ص 264.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

وتتعدد النفقات العامة حسب طبيعة كل تقسيم، وفيما يلي الشرح المفصل لكل نوع من أنواع النفقات العامة:

الشكل رقم I-4: أنواع النفقات العامة حسب التقسيمين العلمي والوضعي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المرجعين:

- دردوري حسن، لقليطي الأخضر، مرجع سبق ذكره، ص 67.

- محمد شاكر عصفور، مرجع سبق ذكره، ص 268.

أولاً- التقسيمات العلمية للنفقات العامة:

1- تقسيم النفقات حسب تأثيرها في الدخل القومي: تقسم إلى نفقات حقيقية ونفقات تحويلية

1-1- النفقات الحقيقية: هي التي تُنفق من أجل الحصول على خدمات، سلع، أو استثمارات إنتاجية من قبل

الدولة، مثل الرواتب وتكاليف اللوازم والمواد الضرورية لتشغيل الأجهزة الحكومية، بالإضافة إلى الاستثمارات الرأسمالية،

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

وعندما تنفق الدولة هذه الأموال، فإنها تحصل على قيمة مقابل هذا الإنفاق، مثل الخدمات أو السلع، مما يسهم في زيادة الدخل الوطني¹.

1-2- النفقات التحويلية: هي تلك النفقات التي لا تُسفر عن حصول الدولة على سلع أو خدمات أو رؤوس أموال، بل تقوم من خلالها الدولة بنقل جزء من الدخل القومي من فئات عالية الدخل إلى فئات محدودة الدخل وتمثل هذه النفقات في تحويل القوة الشرائية بين الأفراد أو الجماعات دون تغيير إجمالي الدخل، حيث تقوم الدولة بتلك النقلات دون مقابل، ولذلك لا تشمل هذه المدفوعات أي استهلاك فوري للموارد الحقيقية، بل تمثل مجرد نقل للقدرة الشرائية.

كنموذج عن النفقات التحويلية، يُعتبر تقديم الإعانات والمساعدات الاجتماعية والاقتصادية من قبل الدولة للأفراد والمشروعات مثلاً بارزاً، تهدف الدولة من خلال هذه النفقات إلى إعادة توزيع الدخل، حتى لو بشكل جزئي لصالح الفئات المستهدفة، تُفضل الدولة أن يتحمل الأفراد عبء هذه النفقات من خلال سياسة ضريبية تقررهما، بدلاً من أن يتحملوا هذا العبء مباشرة، خاصةً الفقراء منهم، يعني هذا أن النفقات التحويلية هي إجراء لتحويل الدخل من طبقة اجتماعية إلى أخرى، دون زيادة في حجم الدخل الوطني الفعلي، ولذلك تُسمى هذه النفقات بالنفقات التوزيعية حيث تؤثر في التوزيع دون أن تزيد في الدخل الحقيقي الإجمالي².

مثلاً في بعض الأوقات يكون هناك تفاوت في الدخل بين الأفراد فتشرع الحكومات في اتخاذ بعض الإجراءات للتخفيف من حدة هذا التفاوت ويكون من بين هذه الإجراءات العمل على فرض الضرائب على أصحاب الدخل المرتفعة ثم توزيعها على أصحاب الدخل المنخفضة، وهذا ما يساهم في رفع مستوى الرفاهية لأصحاب الدخل المنخفضة من خلال تحسن حالتهم الاجتماعية.

وتنقسم النفقات التحويلية إلى ثلاث أنواع كما يبينها الشكل التالي:

¹ محمد شاكر عصفور، أصول الموازنة العامة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2008، ص 264.

² عادل أحمد حشيش، أساسيات المالية العامة - مدخل لدراسة الأصول الفن المالي للاقتصاد العام -، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1992، ص 67.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

الشكل رقم I-5: أنواع النفقات التحويلية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المرجع: عزت قناوي، أساسيات في المالية العامة، دار العلم للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص 51.

وهناك ثلاث معايير للتمييز بين الإنفاق الحقيقي والإنفاق التحويلي وهي¹:

أولاً- معيار الزيادة في الإنتاج القومي: فالإنفاق الذي يؤدي إلى زيادة الإنتاج القومي بشكل مباشر يعد إنفاقاً فعلياً أما إذا كان عكس ذلك فيعتبر إنفاقاً تحويلياً.

ثانياً- معيار المستهلك المباشر: إذا كانت الدولة هي المستهلك المباشر فالنفقة فعلية، أما إذا كان المستهلك هو الأفراد فالنفقة تحويلية.

ثالثاً- معيار المقابل: فإن شراء السلع والخدمات من قبل الدولة تعتبر نفقات حقيقية، أما الإنفاق الذي لا يُقابل حصوله على سلعة أو خدمة، فيعتبر إنفاقاً تحويلياً، ويعتبر البعض الرواتب التقاعدية جزءاً من الإنفاق الفعلي، حيث تُعتبر تعويضاً عن الخدمة التي قدمها العامل للدولة في وقت سابق.

2- تقسيم النفقات وفقاً لمدى تكرارها في ميزانية الدولة: تنقسم إلى نوعين نفقات عادية ونفقات غير عادية كما يلي²:

2-1- النفقات العادية: تسمى كذلك بالنفقات الاعتيادية أو الجارية وهي تلك النفقات التي تصرف بصورة دورية ومنتظمة سنوياً مثل مرتبات الموظفين ونفقات الصيانة ونفقات العدالة وجميع النفقات الإدارية الضرورية لتسيير الإدارة

¹ عفيف عبد الكريم صندوق، دور السياسة المالية العامة في تحقيق التوازن الاقتصادي مع إشارة خاصة إلى واقع الجمهورية العربية السورية، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي، كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد والتخطيط، جامعة دمشق، سوريا، دمشق، 2000، ص 57.

² لحسن دردوري، ولقبطي الأخضر، أساسيات المالية العامة، ط 1، دار حميرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2019، ص 65، 66.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

العام، تُعتبر هذه النفقات جزءاً لا يتجزأ من عمليات الإدارة اليومية، وتكرر بانتظام خلال فترة الميزانية السنوية سواء كان مبلغها متغيراً أو ثابتاً مقارنة بالسنة السابقة، فهي تتميز بالتكرار الدوري لنوعها في كل ميزانية سنوية، دون الضرورة لتكرار مبلغها وذلك بناءً على الظروف والاحتياجات الخاصة بكل فترة.

2-2- النفقات غير عادية: المعروفة أيضاً بالنفقات الاستثنائية، هي تلك النفقات التي لا تتكرر بشكل منتظم في ميزانية الدولة، تتميز هذه النفقات بعدم الدورية، حيث تحدث بشكل غير منتظم وعرضي، ويصعب توقع حدوثها مسبقاً، تشمل النفقات الاستثنائية حالات الحروب، وانتشار الأوبئة الطارئة، وحوادث الكوارث الطبيعية، وغيرها من الأحداث الغير متوقعة التي تتطلب إنفاق موارد مالية إضافية للتخفيف من تبعاتها.

3- تقسيم النفقات حسب أغراضها: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف النفقة العامة إلى ثلاث أغراض أو أهداف¹:

3-1- النفقة العامة الإدارية: تشير إلى النفقات المتعلقة بإدارة المصالح العامة والتي تعد ضرورية لأداء وظائف الدولة، وتشمل هذه النفقات تكاليف الدفاع والأمن والعدالة والأقسام السياسية، وتُعتبر هذه النفقات ضرورية في المجالات التقليدية وتلعب دوراً في حماية الأفراد داخلياً وخارجياً، وتعزيز العدالة، وتنظيم الشؤون السياسية للمواطنين.

3-2- النفقة العامة الاقتصادية: تشمل النفقات التي تنفقها الدولة لتحقيق أهداف اقتصادية رئيسية، وتعتبر هذه النفقات عادة استثمارية، حيث تهدف الدولة من خلالها إلى زيادة الإنتاج الوطني وتراكم رؤوس الأموال، ويكتسب هذا النوع من النفقات أهمية بالغة في الدول النامية، حيث تقوم الدولة بإنشاء رأس المال بنفسها نظراً للنفقات الكبيرة اللازمة، ونظراً لعدم قدرة القطاع الخاص على تنفيذها أو رغبته في ذلك، تشمل هذه النفقات بناء الطرق والجسور والسدود وغيرها، التي تشكل البنية التحتية الأساسية للتنمية الاقتصادية.

3-3- النفقة العامة الاجتماعية: هي تلك النفقات المرتبطة بأهداف وأغراض اجتماعية تبناها الدولة، مثل تلبية الاحتياجات العامة التي تعزز الجانب الاجتماعي للمواطنين، يتم ذلك من خلال توفير فرص التعليم والرعاية الصحية ودعم الفئات الفقيرة أو ذات الدخل المحدود، مثل منح المعونات للأسر المحتاجة وتوفير فرص العمل للعاطلين عن العمل، تشمل هذه النفقات تخصيصات مالية لقطاعات مثل التعليم، الصحة، النقل، والإسكان، يُعتبر الإنفاق على التعليم من بين أهم الأولويات في الإنفاق الاجتماعي، حيث يعكس تقدم المجتمع، سواء في البلدان المتقدمة أو النامية، حيث يُخصص جزء كبير من الإنفاق العام لهذا القطاع.

¹ بوروشة كريم، دور السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازن الخارجي، دراسة حالة الجزائر (1990-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2019، ص 32.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

4- تقسيم النفقات حسب الهيئة التي تقوم بالإنفاق: حسب هذا المعيار يتم تصنيف النفقات العامة إلى ¹:

4-1- نفقات محلية: تشير إلى النفقات التي يقوم بها الهيئات المحلية في إقليم أو منطقة معينة، وتشمل هذه النفقات الإنفاق على البنية التحتية مثل الطرق والجسور والسدود، والإنفاق على الخدمات العامة مثل التعليم والصحة في تلك المنطقة، حيث يتم توجيه هذه النفقات لتوفير السلع والخدمات وتنمية الإقليم أو المنطقة، مما يؤدي في النهاية إلى رفع مستوى رفاهية سكان المجتمع في ذلك الإقليم أو تلك المنطقة وتختلف النفقات المحلية من إقليم إلى آخر ومن منطقة إلى أخرى بناءً على الاحتياجات والإيرادات المتاحة لكل إقليم أو منطقة.

4-2- نفقات مركزية: هي النفقات التي تنفق من قِبل الهيئات المركزية وتخصص لتحقيق النفع العام لصالح أفراد المجتمع في جميع الأقاليم أو المناطق دون استثناء وتشمل هذه النفقات النفقات العسكرية المخصصة للدفاع الوطني مثل شراء الأسلحة والمعدات والتجهيزات التي تلبي احتياجات برامج تسليح الجيش في فترات السلم والحرب، بالإضافة إلى الرواتب والمعاشات وغيرها، وتشمل أيضا النفقات على السلك الدبلوماسي في الخارج وهيئات السلطة المركزية. ويفيد هذا التصنيف في إجراء المقارنة الآلية بين التخصيصات المالية للأقاليم أو المناطق، كما أنه يساعد في متابعة تطور النفقات العامة في جميع الأقاليم أو المناطق خلال فترة زمنية معينة، وبذلك فهو يسمح بإعطاء صورة شاملة وواضحة للسلطات المركزية حول احتياجات كل إقليم أو منطقة على حدى، مما يساعد في اتخاذ القرارات المالية والتخطيط الاقتصادي بشكل أفضل.

ثانياً- التقسيمات الوضعية للنفقات العامة:

1- التبويب الإداري: وفق هذا التبويب يتم تصنيف النفقات العامة حسب الوحدات الإدارية الحكومية التي تقوم بتنفيذ الأنشطة الحكومية، ويتم هذا التصنيف عن طريق تقسيم النفقات إلى وزارات ودوائر حكومية، بالإضافة إلى تخصيصات رئاسة الدولة والسلطة التشريعية، حيث يتم تحديد قسم من النفقات لكل وزارة أو دائرة، ومن ثم يتم تقسيم النفقات داخل كل وحدة حكومية إلى مجموعات متباينة ².

يُعَدُّ هذا التقسيم هاما ومحوريا في كل موازنة عامة، إذ يلزم لتمكين رؤساء الوحدات الإدارية من وضع سياسات الإنفاق داخل حدود اختصاصهم، بناءً على الإمكانيات المالية المتاحة لهم من الموارد العامة، إضافة إلى ذلك، يمنح

¹ علي محمد خليل، وسليمان أحمد اللوزي، المالية العامة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 102.

² خصاونة جهاد سعيد، المالية العامة والتشريع الضريبي، ط 1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999، ص 58.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

هذا التقسيم الباحثين فرصة للتمييز بين الاعتمادات المخصصة لكل جهاز من أجهزة الدولة، سواء مع الدول الأخرى أو مع التخصيصات السابقة، مما يُمكن من أخذ تصور شامل عن اتجاهات السياسة العامة للدولة¹.

2- التبويب النوعي: يُطلق على تصنيف الاعتمادات وفقاً لطبيعتها أو وفقاً لأغراض الإنفاق مصطلح التبويب النوعي، ويتم من خلاله تقسيم الاعتمادات داخل كل فصل أو فرع وفقاً لطبيعة النفقة، مثل الرواتب والمصروفات الإدارية والتشغيلية وتكاليف الصيانة والمشاريع، ويوضح هذا التبويب ما تنفقه الدولة وأجهزتها الإدارية على السلع والخدمات اللازمة لتأدية أعمالها، يشار إليه كذلك من خلال مصطلح الموازنة التقليدية أو موازنة البنود، حيث يتم التركيز فيها على بيان مختلف الخدمات والمواد التي تقتنيها الحكومة لتنفيذ أعمالها، وتُذكر بالتفصيل في بنود الموازنة أنواع الخدمات التي تحصل عليها الحكومة، مثل رواتب الموظفين، وأجور العمال، والمكافآت، والبدلات، وتكاليف التنقل، وغيرها من أنواع النفقات، ويُساعد هذا التبويب على التعرف على توزيع النفقات حسب طبيعتها، كما يُساعد في إحكام الرقابة على الإنفاق في الوزارات والمصالح الحكومية من الناحية المالية للتأكد من عدم تجاوز الاعتمادات المبينة في بنود الميزانية عند الإنفاق².

3- التبويب الوظيفي: تقسيم النفقات العامة إلى مجموعات إنفاق متعددة، حيث يرتبط كل منها بأداء وظيفة معينة من الوظائف التي تقوم بها الحكومة، لتحقيق هذا التقسيم في موازنة الدولة، يتطلب الأمر أولاً تحديد الوظائف أو الخدمات التي ستقدمها الدولة، ولأغراض هذا التبويب يتم تقسيم مجموعة الوظائف الحكومية إلى عدة وظائف، ومنها وظيفة الدفاع، ووظيفة الأمن، ووظيفة الصحة، ووظيفة التعليم، ووظيفة الزراعة، ووظيفة القضاء، ووظائف حكومية أخرى، ويتم توزيع أو تبويب الإنفاق الحكومي على هذه الوظائف، بغض النظر عن الجهة الإدارية التي ستقوم بتأديتها، يمكن أن تتم تلك الوظيفة عبر عدة جهات إدارية تابعة لعدة وزارات حكومية، ومع ذلك، تواجه التبويب الوظيفي مشكلة رئيسية وهي وجود نفقات حكومية قد يصعب تبويبها أو تصنيفها وظيفياً، حيث أن تلك النفقات قد تمثل في حد ذاتها وظيفة محددة، مثل نفقات الوزارة، ديوان المحاسبة، مجلس الأمة، وغيرها.

قدم الخبراء التابعين للأمم المتحدة مقترحاً لتبويب وتصنيف النفقات الحكومية إلى خمس مجموعات إنفاقية يتضمن:

- الخدمات العامة الأساسية، التي تشمل الأمن، العدالة، الدفاع الخارجي، ونفقات إدارة الجهاز الحكومي.
- الخدمات الجماعية، التي تضم المرافق العامة، الدفاع المدني، النظافة، وغيرها.
- الخدمات المستحقة، مثل التعليم، الصحة، القضاء، وغيرها.

¹ العامري سعود جايد، مدخل معاصر في علم المالية العامة، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2020، ص 58.

² محمد شاكر عصفور، مرجع سبق ذكره، ص 271.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

• الخدمات الاقتصادية التي تشمل الزراعة، الصناعة، النقل، الطاقة، وغيرها.

• الخدمات غير القابلة للتخصيص، مثل نفقات الدين العام، مجلس الأمة، ديوان المحاسبة، وما إلى ذلك¹.

من بين أهم فوائد التقسيم الوظيفي هو أنه يتناسب مع الدول التي تمتلك هيكل إدارية تنظيمية مستقرة، يسمح هذا التقسيم بدراسة وتحليل النفقات العامة لمختلف الوظائف الحكومية على مدى سنوات متعددة، وكذلك يمكن من خلاله دراسة تطور الأهمية النسبية لتلك النفقات عبر السنوات، بالإضافة إلى ذلك، يتيح هذا التقسيم مقارنة هذه الأهمية خلال فترة زمنية محددة، وعلاوة على ذلك، يُعتبر هذا التقسيم خطوة أساسية نحو تقييم الأداء الحكومي وتحديد قدرة جهاز الحكومة على تحقيق الأهداف المخططة².

4- التبويب على أساس البرامج والأداء: هو نهج حديث لتقسيم بنود الموازنة العامة للدولة، يتمثل هذا النهج في خطة عمل تبرز فيها أهداف الوحدات الحكومية ووسائل تحقيقها، حيث يتم تقديم تلك الأهداف في شكل برامج تعمل الحكومة على تنفيذها، بحيث يتضمن كل برنامج بيانات تفصيلية تغطي الموضوع الذي يتناوله البرنامج، وجهة تنفيذه، وأهدافه، وكيفية تمويله، ووحدات أدائه، ودرجة ارتباطه بالبرامج الأخرى، بالإضافة إلى أي بيانات تسلط الضوء على خصائص البرنامج، يتم تخصيص الاعتمادات المالية لكل برنامج لتمويله، وتوزيع هذه الاعتمادات داخل البرنامج وفقاً لطبيعته، على سبيل المثال، في مجال الزراعة، قد تحدد الحكومة عدد المساحات الزراعية التي سيتم إصلاحها وتكاليف هذا الإصلاح، بالإضافة إلى برامج مكافحة الآفات الزراعية³. ولهذا التبويب مزايا عديدة تتمثل في⁴:

✓ تقديم صورة دقيقة عن حجم الإنفاق الحكومي من خلال تحديد مسبق لتكاليف الأعمال المخطط تنفيذها.

✓ توسيع صلاحيات مديري الدوائر في التخطيط والرقابة الذاتية، وتحميلهم مسؤولية الأداء، مما يعزز مبدأ المساءلة والمسؤولية.

✓ رفع كفاءة أداء أجهزة الرقابة المالية والإدارية من خلال إضافة مؤشرات جديدة للتقويم والرقابة.

✓ تنسيق البرامج والأنشطة الحكومية ومنع الازدواج فيها.

¹ محمد الخصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 77.

² سعيد عبد العزيز عثمان، المالية العامة مدخل تحليلي معاصر، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 479.

³ عادل رزق، إدارة الأزمات المالية العالمية - منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيق -، ط1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2010، ص 505.

⁴ أكرم إبراهيم حماد، المحاسبة الحكومية وتطبيقاتها، ط1، دار أمواج للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 61.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

✓ مرونة توزيع المخصصات على المهام والأنشطة بناءً على أهميتها النسبية، مما يسهم في استخدام الموارد بشكل أمثل.

✓ رفع كفاءة النظام المحاسبي وزيادة الاعتماد على بيانات تكاليف الأداء الحكومي وتحسين موثوقية التقارير المالية.

✓ إنشاء قاعدة بيانات موثقة وعلمية حول مجالات الأداء الحكومي الحالي والسابق.

✓ رفع كفاءة الوحدات الحكومية في إدارة وتنفيذ البرامج والمشروعات الحكومية.

✓ إيجاد مبررات منطقية للإنفاق الحكومي بناءً على مستواه وشكله الحالي والمستقبلي.

المبحث الثاني: تزايد حجم الإنفاق العام وسبل ترشيده

أدى تزايد تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي إلى ارتفاع ملحوظ وسريع في حجم النفقات العامة وذلك استجابة لمتطلبات التنمية الاقتصادية، هذا الأمر دفع العديد من الباحثين إلى دراسة ظاهرة تزايد النفقات العامة بهدف فهم مسبباتها وآثارها، حيث ظهرت عدة نظريات لمحاولة تفسير هذه الأسباب والعمل من أجل إيجاد الأساليب الفعالة التي يمكن أن تخفف من آثارها السلبية على الاقتصاد مع التركيز بشكل خاص على اتباع سياسة ترشيد الإنفاق العام من أجل ضمان استخدام الأموال العامة بفعالية وكفاءة عاليتين.

المطلب الأول: النظريات المفسرة لتزايد الإنفاق العام

ظاهرة تزايد النفقات العامة تعتبر واحدة من أبرز القضايا التي اهتم بها علماء المالية العامة وحاولوا دراستها، ليس فقط من حيث أسبابها، بل أيضاً فيما يتعلق بآثارها على الإيرادات العامة، هذا الأمر مهم بشكل خاص لأن الدولة لا تستطيع أن ترفع إيراداتها إلى ما لا نهاية، كما لا يمكنها فرض أو زيادة الضرائب إلى ما يتجاوز حدوداً معينة لأن ذلك يحدث خللاً في المعايير الاقتصادية والاجتماعية التي ينبغي الحفاظ عليها، وبالمثل، لا يمكن للدولة اللجوء إلى الاقتراض دون أن تأخذ بعين الاعتبار قدرة الاقتصاد الوطني على تحمل الديون والوفاء بها¹.

أولاً- قانون التوسع المتزايد لنشاطات الدولة لـ Adolf Wagner:

يُعتبر الاقتصادي الألماني أدولف فاجنر Adolf Wagner أول من اهتم بدراسة العلاقة بين نمو النفقات العامة وحجم النشاط الاقتصادي، فقد تتبع تطور النفقات العامة ومستوى النشاط الاقتصادي في العديد من الدول في ثمانينات القرن التاسع عشر، حيث توصل إلى أن النفقات العامة تميل إلى النمو بمرور الوقت بمعدل يفوق معدل نمو

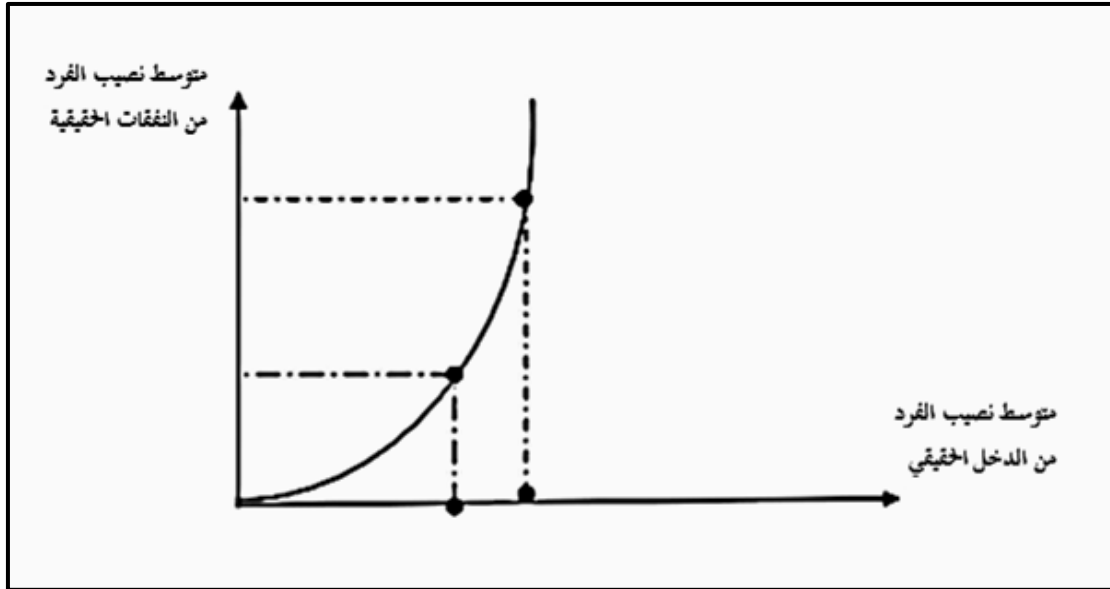
¹ علي زغدود، المالية العالمية، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2011، 41.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

النشاط الاقتصادي، وقد عُرفت هذه العلاقة بين نمو النفقات العامة والنشاط الاقتصادي بقانون فاجنر أو قانون نمو النفقات العامة¹.

حسب قانون فاجنر، يجب أن يتجاوز نمو الإنفاق العام بمرور الوقت نمو الناتج الوطني، حيث ينص هذا القانون على أن الإنفاق الحكومي ينمو بمعدل أسرع من الدخل الوطني، نظرا لارتباط الإنفاق العام بالنمو الاقتصادي². والشكل الموالي يوضح العلاقة الطردية بين النفقات العامة والدخل الوطني التي تنعكس على متوسط نصيب الفرد، حيث يكون نمو نصيب الفرد من الإنفاق العام أكبر من نمو نصيب الفرد من الدخل الوطني.

الشكل رقم I-6: منحنى أدولف فاجنر للإنفاق العام



المصدر: نجلاء محمد ابراهيم بكر، المالية العامة، أكاديمية طيبة للعلوم المتكاملة، مصر، دون سنة نشر، ص14.

حيث يمثل المحور الأفقي متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي الذي يعبر عنه بالصيغة التالية:

$$\frac{\text{حجم الدخل الوطني الحقيقي}}{\text{عدد السكان}} = \text{متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي}$$

بينما يوضح المحور العمودي متوسط نصيب الفرد من النفقات الحقيقية الذي يتم الحصول عليه بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{حجم النفقات العامة}}{\text{عدد السكان}} = \text{متوسط نصيب الفرد من النفقات الحقيقية}$$

¹ محمود حامد محمود، قضايا اقتصادية معاصرة، دار حميثا للنشر والترجمة، مصر، 2017، ص 132.

² WIJEWEERA Albert, GARIS Ton, **WAGNER'S LAW AND SOCIAL WELFARE: THE CASE OF THE KINGDOM OF SAUDI ARABIA**, Journal of Applied Econometrics and International Development, vol 9, issue 2, 2009, P 201.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

وأوضح فاجنر أن تطور الإنفاق العام هو نتيجة طبيعية لتغير الهيكل الاقتصادي والاجتماعي للدول، حيث أشار إلى أن هذه الظاهرة ترتبط بثلاثة أسباب وهي¹:

- **التوسع في مجال التصنيع والتحديث:** يؤدي هذا إلى إحلال الأنشطة العامة محل الأنشطة الخاصة، وهو الدور الذي تقوم به الدولة في محاولة للتأثير على الطلب الفعال، والمعروف اصطلاحاً بالأثر التعويضي للإنفاق العام، يتضمن ذلك تقديم إعانات مباشرة وغير مباشرة لعدة صناعات، واتخاذ إجراءات إضافية لتحديد الكمية المستوردة من السلع وما ينتج محلياً، أو الإنفاق على مشروعات اكتسبت أهمية بعد الحرب العالمية الثانية، مثل إنتاج خدمات أساسية للنشاط الاقتصادي كالمواصلات بأنواعها المتعددة، ومصادر الطاقة، والمشروعات المرتبطة بحالة الطوارئ، كما يترافق التطور مع زيادة في النفقات الاجتماعية بمعدل يفوق الزيادة في النفقات الكلية، مما يتطلب تعديل تركيب الإنتاج باتجاه السلع الاجتماعية كجزء من عملية التطور الاقتصادي.

- **نمو الدخل النقدي:** الذي يؤدي إلى زيادة نسبة الدخل المخصصة للرفاهية، خاصة في المجالات الثقافية والتعليمية، وقد أشار فاجنر إلى أن المرونة الداخلية للطلب على السلع والخدمات العامة تكون عالية، حيث يطالب أفراد المجتمع بمزيد من السلع والخدمات العامة نتيجة لارتفاع دخلهم، أو يطالبون بمستوى جيد منها إذا لم يكن بمقدورهم مطالبة الحكومة بها قبل زيادة دخولهم، وتؤدي زيادة المطالبة بمثل هذه السلع العامة إلى نمو الإنفاق الحكومي لتلبية هذه الاحتياجات. وبالتالي، كلما حقق المجتمع نمواً اقتصادياً معيناً، زاد نشاط الدولة وفقاً لفرضية فاجنر، وبالتالي ينمو الإنفاق الحكومي باستمرار، سواء في حجمه المطلق أو النسبي، بمعدل يتجاوز نسبة زيادة متوسط دخل الفرد من الناتج القومي، ويتناسب مستوى الإنفاق العام طردياً مع مستوى دخل الفرد، حيث تكون العلاقة بينهما دالية، كما يعبر عنها القانون: $G = f(Y)$ حيث G تمثل الإنفاق الحكومي، وتشير (Y) إلى متوسط دخل الفرد، وينطلق هذا القانون من فكرة أن ارتفاع مستويات الدخل يضع ضغطاً على الحكومة لتقديم المزيد من الخدمات.

$$\frac{G}{Y} = f\left(\frac{Y}{N}\right)$$

أما الصيغة الرياضية العامة لقانون Wagner فتأخذ الشكل التالي:

حيث:

G : يمثل الإنفاق العام.

Y : يمثل الدخل القومي.

N : يمثل عدد السكان.

¹ محمد غالي راهي الحسيني، التوسع المالي واتجاهات السياسة المالية - دراسة تحليلية -، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص ص 18، 23.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

$$\frac{\partial G}{\partial Y} > 0$$

مع أن:

أي أن مرونة النفقات العامة بالعلاقة مع الدخل القومي موجبة.

- **التطور الاقتصادي والتكنولوجي:** وما يستلزمه من سيطرة الحكومة على إدارة الابتكارات الطبيعية من أجل رفع الكفاءة وتعزيز الاستثمار في القطاعات التي يتجاهلها القطاع الخاص في الاستثمار، حيث يؤدي النمو الاقتصادي إلى زيادة الطلب الكلي، مما يدفع بطبيعة الحال إلى زيادة الإنفاق الحكومي وتوسيع نطاق القطاع الحكومي، نظرا لدوره في تنفيذ مهام الحكومة التي تتضمن توفير بيئة مناسبة لحقوق الملكية، ومكافحة الاحتكار، وضمان قوانين النشاط الاجتماعي، وإدارة البيئة، بالإضافة إلى النفقات الخاصة بالدفاع الوطني، تتدخل الحكومة أيضًا لتصحيح التفاوتات الناجمة عن نظام السوق، والتخفيف من ظاهرة الفقر وإعادة توزيع الدخل والثروة. إلا أنه وبالرغم من الاجتهادات التي قام بها فاجنر في تفسير ظاهرة تزايد الإنفاق العام غير أن هناك العديد من الانتقادات التي وجهت له و التي من بينها¹:

- ✓ اهتمام فاجنر بمعالجة الزيادة في النفقات العامة بصورة مطلقة وليست نسبية، ذلك أن نسب الزيادة في النفقات العامة لا تكون متساوية في كافة مراحل المتغيرات الاقتصادية، حيث ترتفع في فترات الرواج وتنخفض في فترات الكساد.
- ✓ أهمل فاجنر عامل الزمن في تفسيره لتزايد النفقات العامة، فبالرغم من تطرقه لتحليل الاقتصادي المالي التاريخي إلا أنه لم يتطرق إلى أن تزايد النفقات العامة تكون متقطعة عبر الزمن.
- ✓ لم يهتم بدور العوامل الأخرى في التأثير على تزايد النفقات العامة، بل كان جل تركيزه على العامل الاقتصادي وما يحدثه من تأثير.

ثانيا- دراسة الاقتصاديين بيكوك ووايزمان (Peacock & Wiseman):

بيكوك ووايزمان أجروا دراسة في الفترة ما بين (1955-1980) حول ظاهرة زيادة الإنفاق العام في المملكة المتحدة ووجدوا أن النمو الاقتصادي ليس العامل الوحيد المؤثر في هذه الزيادة، فالمعروف أنه خلال فترات الأزمات والحروب، تزيد الدولة من الإنفاق العام، نتيجة لارتفاع الضرائب بسبب قبول المواطنين بتحمل الأعباء الضريبية الإضافية خلال هذه الفترات مقارنة بفترات السلم والاستقرار، التي تواجه الحكومة فيها صعوبة في زيادة الإنفاق العام بسبب معارضة

¹ طارق الحاج، المالية العامة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص 139.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

الشعب لزيادة الضرائب، وهذا ما يتيح للحكومة التوسع في الإنفاق أثناء الأزمات والحروب، ويصعب بعد ذلك الرجوع إلى مستويات الإنفاق السابقة وعليه يظهر ما يعرف بالأثر الإزاحي.

حسب بيكوك ووايزمان، فإن دراسة سلوك الإنفاق من سنة إلى أخرى يعد أكثر أهمية من دراسة السلوك على المدى الطويل، ويصفون تطور الإنفاق العام بأنه يشبه الهضبة لاحتوائها على الارتفاعات حيث تحدث هذه الارتفاعات في أوقات الحروب والأزمات، وعلى المدى الطويل، تؤدي الأزمات والحروب إلى تغييرات هيكلية في مستويات الإنفاق، ومن ثم تحدث طفرات وانخفاضات في المدى القصير حتى تحدث أزمة حادة أو حرب جديدة، كما يعترفون بأهمية عوامل أخرى مثل الأسعار والتغيرات السكانية والبطالة في تفسير الزيادة في الإنفاق العام¹.

فرضية بيكوك ووايزمان تعتمد على ثلاثة أسس رئيسية²:

✓ القدرة الدائمة للحكومة على إيجاد طرق فعالة لإنفاق الدخل أو العائدات المتاحة.

✓ عدم رغبة الشعوب في تحمل معدلات ضريبة مرتفعة.

✓ محدودية خيارات الحكومات حيث يجب عليها قبول رغبات الشعوب.

ويقسم الباحثان الفترة الزمنية إلى نوعين³:

– **الفترة الأولى:** فترة السلام هي الفترة التي يسود فيها نوع معين من الاستقرار الاجتماعي والسياسي، وتتميز بثبات في النفقات العامة ومعدلات الضرائب والإيرادات.

– **الفترة الثانية:** هي فترة الاضطرابات والحروب التي يتزايد فيها الإنفاق العام والإيرادات الضريبية، حيث تدفع الاضطرابات الاجتماعية الحكومة نحو تلبية احتياجات الشعب من السلع والخدمات العامة، مما يزيد من نفقاتها، بالإضافة إلى ذلك يزيد الطلب على تمويل الإنفاق المتزايد، مما يؤدي إلى زيادة قدرات الحكومة الضريبية وتوسيع نطاق فرض الضرائب، وعند انتهاء الاضطرابات يحدث استقرار في حجم التدفقات العامة والإيرادات الضريبية، ويُعرف هذا التأثير بأثر الإزاحة Displacement Effect، حيث يتحول الإنفاق العام والإيرادات الضريبية من مستويات منخفضة إلى مستويات أعلى.

¹ سليم سليمان الحجابا، محددات الإنفاق العام في بعض الدول العربية للفترة (2000-2014)، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2018، ص 95.

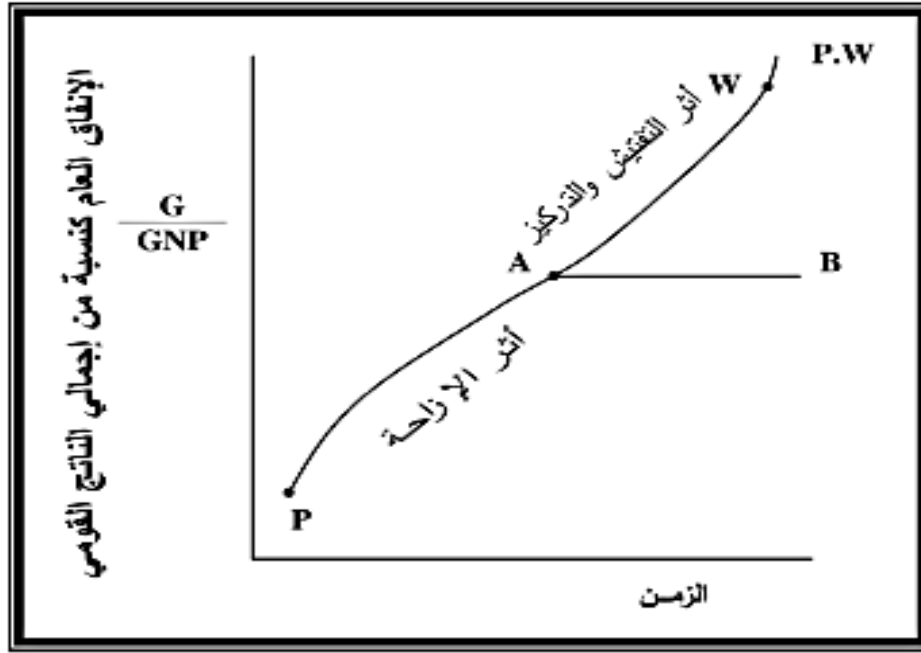
² رقيب نيمان، تحليل ظاهرة تزايد النفقات في الجزائر وفق نموذجي فاجنر- بيكوك ووايزمان خلال الفترة (2000-2015)، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 7، العدد 13، أبريل 2020، ص 106.

³ حيدر مجيد عبود الفتلاوي، دور السياسات المالية في معالجة مشكلة الفقر، ط 1، دار البازوري العلمية، الأردن، 2017، ص 38.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

بعد ذلك، يظهر أثر التفتيش *Inspection Effect*، حيث تزداد نفقات الدولة على النشاطات الجديدة مثل زيادة الإنفاق في المجالات العسكرية والصحية والتعليمية وفي النهاية يتأثر حجم الإنفاق العام بأثر التركيز *Concentration Effect*، حيث يُعزز هذا الأثر نشاط الدولة ويساهم في تعزيز عملية التنمية الاقتصادية.

الشكل رقم I-7: التمثيل البياني لفرضية بيكوك ووايزمان في تفسير ظاهرة تزايد النفقات العامة



المصدر: حيدر مجيد عبود الفتلاوي، دور السياسات المالية في معالجة مشكلة الفقر، ص 38.

يوضح المحور العمودي نسبة الإنفاق العام إلى إجمالي الناتج القومي، بينما يمثل المحور الأفقي الزمن أما المنحنى $(P.W)$ فيعبر عن المسار الزمني لتزايد نسبة الإنفاق العام إلى إجمالي الناتج القومي، ففي البداية، يكون الإنفاق الحكومي عند المستوى P ، ثم يزداد نتيجة لحدوث الاضطرابات الاجتماعية، مما يؤدي إلى نقله إلى مستوى أعلى عند النقطة A نتيجة لأثر الإزاحة، يمكن أن يستمر هذا الزيادة إذا ظهر أثر التفتيش والتركيز، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الإنفاق العام حتى تصل إلى النقطة W ، أما في حال عدم ظهور آثار التفتيش والتركيز، يبقى الإنفاق الحكومي ثابتاً عند مستوى معين عبر الزمن، كما يوضحه الخط المستقيم AB ، يستمر هذا الثبات حتى حدوث اضطرابات جديدة تزيد من نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ثالثاً- دراسة **Musgrave** في تحليل نمو الإنفاق العام: قام **Musgrave** بتحليل ظاهرة نمو النفقات العامة من خلال ربطها بمراحل التنمية الاقتصادية التي قسمها إلى ثلاثة مراحل كما يلي¹:

¹ زيتوني عمار، بوعكاز إيمان، ظاهرة تزايد الإنفاق العمومي في الجزائر: دراسة تحليلية للفترة (1963-2011)، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، جوان 2016، ص 507.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

أ- **مرحلة التطور الأولى:** التي تتطلب نفقات مرتفعة على التعليم، الصحة، العدالة، القانون والبنية التحتية للاقتصاد، حيث يشكل الإنفاق الحكومي نسبة عالية من الناتج في هذه المرحلة نظرا لعدم كفاية الادخار لتمويل النفقات اللازمة وبالتالي تشهد هذه المرحلة انخفاضا في معدلات الدخل الفردي وارتفاعا في الطلب على الخدمات العامة.

ب- **مرحلة النمو الوسطى:** هنا يبدأ الاستثمار الخاص بمساهمته تدريجيا في الاقتصاد نتيجة الزيادة المعتبرة في الادخار الخاص وبذلك يصبح دوره مكملا لدور الاستثمار العام إلى غاية أن يصبح دور الدولة دورا تكميليا للقطاع الخاص.

ج- **مرحلة النضج:** في هذه المرحلة تكون مستويات الدخل الفردي مرتفعة لذلك يزيد الطلب على السلع الكمالية كالسيارات والأجهزة الكهربائية وبالتالي تعمل الاستثمارات من أجل توفير هذه السلع، ولأن معدلات الإنفاق على الخدمات الأساسية في هذه المرحلة تميل إلى الانخفاض كون أن معظم هذه الحاجيات الأساسية تم تلبيتها، وبالتالي فإن الحاجة المتزايدة للعمالة الماهرة في المجتمعات يؤدي إلى زيادة الإنفاق على التعليم، وبالتالي فإن زيادة الإنفاق العام في هذه المرحلة تكون مرتبطة أساسا بتحقيق الرفاهية الاجتماعية والاقتصادية.

قام Musgrave بقياس ظاهرة زيادة النفقات العامة في مجموعة من الدول النامية عن طريق تطبيق مؤشري المرونة الداخلية للنفقات العامة والميل الحدي لها نسبة إلى الناتج القومي الإجمالي، حيث تعرف المرونة الداخلية للنفقات على أنها نسبة زيادة النفقات إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي¹.

بشكل عام، درجة المرونة هي مقياس لاستجابة متغير معين للتغيرات التي تحدث لمتغير آخر، يُفسر مؤشر المرونة الداخلية للنفقات العامة على أنه عندما يكون معامل المرونة أكبر من الواحد، فإن النفقات العامة تزيد بمعدلات تفوق معدلات النمو في الناتج القومي الإجمالي، ويُعبر عن ذلك بالصيغة التالية:

$$\frac{\frac{E_t - E_t - 1}{E_t - 1}}{\frac{GNP_t - GNP_t - 1}{GNP_t - 1}}$$

حيث: t تمثل الوحدة الزمنية، GNP تمثل الناتج القومي الإجمالي، E تمثل النفقات العامة

¹ عبد القادر مطاي، عمر دلال فؤاد، ظاهرة تزايد النفقات العامة في الجزائر وأهم محدداتها: دراسة تحليلية للفترة (1970-2016)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، أكتوبر 2020، ص 44.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

بينما الميل الحدي للإنفاق العام يُعبر عن ذلك الجزء من الزيادة في الدخل القومي المخصص لتلبية الاحتياجات العامة، فالميل الحدي للإنفاق العام يعرف على أنه التغير في النفقات العامة مقابل التغير في الناتج القومي الإجمالي،

ويمثل بالصيغة التالية:

$$\frac{E_t - E_{t-1}}{GNP_t - GNP_{t-1}}$$

غير أن المعادلة أعلاه لا تعبر بصورة بارزة عن العلاقة الإحصائية القائمة بين النفقات العامة والدخل القومي، حيث تعد العلاقة الخطية بين النفقات العامة والدخل القومي أفضل العلاقات تمثيلاً ويمكن التعبير عنها من خلال الاقتصاد

$$Y = a + bX$$

القياسي كما يلي¹:

حيث تمثل: Y النفقات العامة، X الدخل القومي، a الحد الثابت، b الميل الحدي للنفقات العامة.

المطلب الثاني: أسباب تزايد النفقات العامة

أدى تطور دور الدولة من الدولة الحارسة إلى الدولة المتدخلة ثم إلى الدولة المنتجة إلى توسع كبير في دورها وتدخلها في مختلف الأنشطة، مما نتج عنه زيادة مطردة في حجم ونوعية الإنفاق العام، هذه الظاهرة أصبحت شائعة عالمياً ولم تقتصر على دولة معينة أو تتأثر بمستوى تقدم الدولة أو طبيعة نظامها الاقتصادي والسياسي، هذا التوسع في الإنفاق العام يظهر كزيادة مطلقة سواء في الأسعار الجارية أو الثابتة، إضافة إلى ارتفاع نسبتها إلى الدخل القومي².

وهناك أسباب عديدة وراء تزايد النفقات العامة، والتي يمكن تصنيفها إلى نوعين: أسباب ظاهرية وأخرى حقيقية، ومن المهم التفريق بين هذين النوعين، حيث تشير الأسباب الظاهرية إلى العوامل التي تؤدي إلى تضخم الرقم الحسابي للنفقات العامة دون أن تترتب عليها زيادة فعلية في كمية السلع والخدمات المنتجة لتلبية الحاجات العامة. أما الأسباب الحقيقية فهي التي تؤدي إلى زيادة فعلية في متوسط نصيب الفرد من الخدمات العامة، مما يعني أنها تساهم في رفع القيمة الحقيقية للنفقات العامة في حالة بقاء مساحة الإقليم وعدد سكانه على ما هو عليه. وعموماً يمكن إجمال هذه الأسباب كالآتي:

¹ محمد بن عزة، يحي زروقي، إشكالية تطور الإنفاق العام وعلاقته بالنمو الاقتصادي في الجزائر رؤية تحليلية وقياسية لقانون "A. Wagner" ودراسة "Musgrave" حول زيادة النفقات العامة، مجلة مجاميع المعرفة، جامعة تندوف، الجزائر، المجلد 2، العدد 1، أبريل 2016، ص 38.

² نزار عساف، مفاهيم ومصطلحات اقتصادية، دار البازوري العلمية، الأردن، 2020، ص 12.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

أولاً- الأسباب الظاهرية لتزايد النفقات العامة:

1- انخفاض قيمة النقود: أصبح الانخفاض في قيمة النقود سمة بارزة في الحياة الاقتصادية الحديثة، حيث لم تستطع أي دولة تجنب هذه الظاهرة، لذا، بات من الشائع القول أن التضخم أصبح جزءاً لا يتجزأ من اقتصاد أي دولة. المتعارف عليه أن التضخم يعبر عن حالة يزيد فيها الطلب الكلي على العرض الكلي للسلع الاستهلاكية، بحيث لا يتمكن العرض من الاستجابة لهذه الزيادة، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، بحيث لا يشمل التضخم الارتفاع المؤقت في الأسعار بسبب نقص مؤقت في المحاصيل الأساسية أو ارتفاع الأسعار مرة واحدة ثم استقرارها، بل يشير إلى الارتفاع المستمر في الأسعار على مدى فترة زمنية، ونتيجة للتضخم، تزداد كمية النقود المطلوبة لشراء نفس الكمية من السلع والخدمات التي كان يمكن الحصول عليها سابقاً بكمية أقل من النقود. وبالتالي تتضح العلاقة الطردية بين الأسعار والنفقات؛ إذ يتطلب ارتفاع الأسعار المزيد من النفقات للحصول على نفس القدر من السلع والخدمات، وهذا يعني أن انخفاض قيمة النقود يؤدي إلى زيادة ظاهرية في النفقات العامة حيث لا تعكس هذه الزيادة تحسناً في القيمة الحقيقية للنفع المحقق من هذه النفقات وبعبارة أخرى، قد ترجع الزيادة في النفقات العامة إلى ارتفاع الأسعار وليس إلى زيادة كمية السلع والخدمات التي تم شراؤها أو إنتاجها، لذلك عند دراسة ومقارنة النفقات العامة على مر فترات مختلفة لتحديد الزيادة الحقيقية، يجب استبعاد تأثير تدهور القوة الشرائية للنقود، ويمكن تحقيق ذلك باستخدام الأرقام القياسية.

$$\text{النفقات العامة بالأسعار الثابتة} = 100 \times \frac{\text{النفقات العامة بالأسعار الجارية}}{\text{المستوى العام للأسعار}}$$

إذن من هذه المعادلة يتضح أن الفرق بين النفقات الإسمية والحقيقية هو مقدار الزيادة الناتج عن ارتفاع الأسعار¹.

2- اختلاف الطرق المحاسبية والمالية: من المعروف أن الأساليب المحاسبية والمالية قد شهدت تطوراً كبيراً منذ النصف الثاني من القرن التاسع عشر، مما أدى إلى زيادة ملحوظة في نفقات الدولة، ومن المبادئ الفنية المتبعة في إعداد الميزانية العامة للدولة اعتماد فكرة الميزانية الصافية أو الإجمالية، وتقوم فكرة الميزانية الصافية على تخصيص الإيرادات العامة، مما يسمح لبعض الهيئات والمؤسسات العامة بإجراء مقاصة بين إيراداتها ونفقاتها، بحيث تتمكن من

¹ ياسين مصطفى، أثر تقلبات أسعار البترول على النفقات العمومية في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ألكلي محمد أولحاج، البويرة، 2020، ص 95.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

خصم نفقاتها من إيراداتها المحصلة، ونتيجة لذلك، يظهر في الميزانية العامة للدولة فقط فائض الإيرادات على النفقات إلى جانب المبالغ التي تمثل صافي النفقات أو الإيرادات، كانت فكرة الميزانية الصافية تُستخدم بشكل كبير في الماضي. أما بالنسبة لفكرة الميزانية الإجمالية، فهي لا تعتمد على مبدأ تخصيص الإيرادات، وبالتالي تظهر جميع النفقات العامة التي تصرفها المرافق والهيئات العامة في الميزانية العامة للدولة، والتي تشمل كافة النفقات والإيرادات دون إجراء أي مقاصة بينهما.

ومن بين صور تغير الفن المالي أيضاً، زيادة حجم الإنفاق العام بشكل ظاهري نتيجة لتغيير الأساليب الحكومية، على سبيل المثال، عندما يحدث تعديل في بداية السنة المالية، يتم إضافة نفقات بقيمة السنة السابقة إلى حسابات السنة المالية الجديدة، كما ينشأ تعدد في الميزانيات العامة مما يؤدي إلى تداخل بينها¹.

3- زيادة عدد السكان: زيادة عدد الأفراد في دولة ما يعتبر عبئاً جديداً وإضافياً عليها، حيث تتزايد نفقاتها نتيجة لارتفاع عدد السكان وحاجاتهم المتزايدة ورغباتهم المتنوعة، ومع ذلك ينبغي التنبيه إلى أن الزيادة في حجم النفقات العامة ليست زيادة فعلية، بل هي زيادة ظاهرية ناجمة عن زيادة عدد السكان، وبالتالي فإن هذه الزيادة الرقمية ليست مؤشراً على زيادة حقيقية في النفع العام، إذ لا يوجد مقابل فعلي لهذه الزيادة في الإنفاق العام²، ويختلف هذا العامل عن باقي العوامل الأخرى؛ إذ إن زيادة النفقات العامة التي تنتج عن زيادة عدد السكان ليست بمفردها زيادة ظاهرية بل من المنطقي أن تتزايد نفقات الدولة بزيادة عدد السكان، ومع ذلك، يجب أن نفحص الزيادة الحقيقية من خلال مقارنة الإنفاق الكلي للدولة مع عدد السكان في هذا الصدد، يُعتبر تقسيم الإنفاق الكلي على عدد السكان مؤشراً أدق على الزيادة الحقيقية في الإنفاق للفرد الواحد خلال فترة المقارنة³.

4- اتساع مساحة إقليم الدولة: تؤدي زيادة مساحة الإقليم لأي دولة إلى ارتفاع حجم النفقات العامة، وذلك لتلبية الأعباء الجديدة التي تتحملها الدولة، وعلى الرغم من أن هذا العامل ليس من أسباب الزيادة الشكلية في النفقات العامة، إلا أنه يجب أخذه بعين الاعتبار عند مقارنة أرقام الإنفاق العام بين فترات زمنية مختلفة تغيرت فيها مساحة إقليم الدولة⁴.

¹ بن نوار بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 49.

² لحسن دردوري، لقلبي الأخضر، مرجع سبق ذكره، ص 75.

³ عيسائي العارم، العوامل المفسرة لظاهرة تزايد النفقات العامة في الجزائر للفترة 2000-2015، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، جوان 2018، ص 17.

⁴ خالد سعد زغلول حلمي، إبراهيم الحمود، مرجع سبق ذكره، ص 123.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

ثانياً- الأسباب الحقيقية لتزايد النفقات العامة:

تعود الزيادة الحقيقية في النفقات العامة لعدة أسباب أهمها:

1- الأسباب المذهبية: تتعلق هذه الأسباب بالتطور التاريخي لدور الدولة في الحياة الاقتصادية والاجتماعية، بانتقالها من الدولة الحارسة إلى الدولة المتدخلة، وبالتحديد بعد الحرب العالمية الثانية أين ازداد تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية، خاصة في الدول الرأسمالية، حيث بدأت الدولة تتولى العديد من الأنشطة التي كانت تعتبر من اختصاص القطاع الخاص، مما أدى إلى زيادة مطلقة في حجم النفقات العامة بالنسبة إلى الدخل القومي، ولم يكن الوضع مختلفاً في الدول الاشتراكية، حيث تسود الإيديولوجية الجماعية وتتولى الدولة كافة العمليات الإنتاجية، مما يؤدي إلى زيادة النفقات العامة حتى تتطابق مع الدخل القومي¹.

2- الأسباب الاقتصادية: من أهم الأسباب التي تفسر ظاهرة التزايد المستمر في النفقات العامة نجد²:

أ- زيادة الدخل القومي: تؤدي زيادة الدخل القومي في العصر الحديث إلى تمكين الدولة من زيادة نسبة الاقتطاع منه على شكل تكاليف أو أعباء عامة، حتى دون الحاجة إلى فرض ضرائب جديدة أو رفع أسعار الضرائب الحالية وبذلك فإن الموارد المتاحة تشجع الدولة على زيادة إنفاقها في مختلف المجالات.

ب- التوسع في المشروعات العامة: يؤدي التوسع في إنجاز المشاريع العامة وعلاج التقلبات التي تحدث في النشاط الاقتصادي، لاسيما في حالات الكساد والمنافسة بين الاقتصادات القومية، إلى تزايد النفقات العامة، حيث تسعى الدولة من خلال هذه المشروعات إلى تحقيق موارد لحزبتها أو تسريع عملية التنمية الاقتصادية ومحاربة الاحتكار، ومن جهة أخرى، يفرض الكساد على الدولة زيادة الإنفاق لرفع مستوى الطلب الكلي إلى حد يسمح بتحقيق العمالة الكاملة ضمن القدرة الإنتاجية للاقتصاد القومي، ورغم أن هذه السياسة قد تكون فعالة في الدول المتقدمة، إلا أنها ليست دائماً في مصلحة الدول النامية، علاوة على ذلك، يؤدي التنافس الاقتصادي الدولي إلى زيادة النفقات العامة من خلال تقديم إعانات اقتصادية للمشروعات الوطنية لتشجيع التصدير ومنافسة المشروعات الأجنبية في الأسواق الدولية، أو من خلال إعانات للإنتاج لتمكين المشروعات الوطنية من مواجهة المنافسة الأجنبية في الأسواق المحلية.

3- الأسباب الاجتماعية: تعد ظاهرة الهجرة من الريف إلى المدينة من أهم الأسباب الاجتماعية التي تتسبب في زيادة حجم النفقات العامة، فمتوسط نصيب الفرد من الخدمات في المدن يفوق ذلك في الريف، مما يضطر الدول إلى

¹ سوزي عدلي ناشد، أساسيات المالية العامة النفقات العامة- الإيرادات العامة- الميزانية العامة، ط 1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008، ص 67.

² عادل أحمد حشيش، أصول المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 105.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

زيادة الإنفاق العام، خاصة في مجالات الخدمات الصحية والتعليمية والثقافية، وكذلك في توفير الكهرباء والماء والغاز والمشتقات النفطية والمواصلات زيادة على النفقات التقليدية على الأمن والقضاء والدفاع¹، كما أن تطور الوعي الاجتماعي يُعد من الأسباب الأخرى لزيادة النفقات العامة، إذ أصبح الأفراد في مختلف المجتمعات يعتقدون بأن من واجب الحكومة تأمينهم ضد المرض والشيخوخة والفقر، مما يدفع الدولة لزيادة إنفاقها على مراكز الرعاية الاجتماعية ودور الأيتام والعجزة ودور الحضانة ورعاية الأمومة والطفولة، وغيرها من المؤسسات التي تقدم الخدمات الاجتماعية، وهذا يؤدي إلى تنوع أوجه الإنفاق وزيادة حجمه.

الشكل رقم I-8: الأسباب الاجتماعية المؤدية إلى زيادة حجم الإنفاق العام



المصدر: سمير صلاح الدين حمدي، المالية العامة، ط1، مكتبة زين الحقوقية والأدبية، بيروت، لبنان، 2015، ص73.

4- الأسباب السياسية والعسكرية: ساهم خروج المجتمع الدولي من حالة العزلة السياسية إلى حالة الانفتاح السياسي في التأثير بشكل كبير على نمو العلاقات الدولية، أين زادت أهمية التمثيل السياسي والمشاركة في عضوية المنظمات الدولية والهيئات التابعة لها، حيث لجأت العديد من الدول، وخصوصاً الدول المتقدمة اقتصادياً، إلى تقديم المنح والمساعدات والقروض للدول النامية أو الدول التي تواجه كوارث بيئية، بهدف تعزيز العلاقات الدولية وتحقيق التنمية المستدامة ومساعدة الدول في التغلب على التحديات البيئية والاقتصادية والاجتماعية التي تعيق تقدمها².

¹ محمود صالح عطية، أسباب زيادة النفقات العامة بين الفكر التقليدي والفكر الحديث مع الإشارة إلى العراق، مجلة ديبالي للبحوث الإنسانية، جامعة المستنصرية، العراق، المجلد 01، العدد 50، 2011، ص 10.

² محمد الخصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 65.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

مع تصاعد التوترات بين الدول وزيادة عدم الاستقرار في العالم، تزايدت النفقات المخصصة لاقتناء الأسلحة بهدف توفير الأمن والدفاع، إذ تعد النفقات العسكرية واحدة من أهم الأسباب التي أدت إلى زيادة الإنفاق العام، حيث باتت تشكل نسبة معتبرة من إجمالي الإنفاق العام، كما أن انتشار استخدام الأسلحة الحديثة، التي تأتي مع تكاليف مرتفعة، يعد أحد أهم أسباب زيادة الإنفاق العسكري، بالإضافة إلى ذلك فإن انتشار سياسات التحالفات العسكرية التي تتحكم فيها الدول الكبرى، تؤدي إلى تقديم مساعدات عسكرية وقروض للدول الأخرى المتحالفة معها¹.

5- الأسباب الإدارية: تتعلق هذه الأسباب بالتوسع الأفقي والرأسي للجهاز الإداري، ويمكن تصنيف هذه الأسباب إلى مجموعتين²:

أ- الأسباب الإدارية الناجمة عن توسع الجهاز الإداري: مع تطور دور الدولة وتوسع الخدمات العامة المقدمة للمجتمع، شهد الجهاز الإداري لمعظم الحكومات توسعاً ملحوظاً، زاد عدد الوزارات والهيئات والمؤسسات والمصالح المتعددة التي تقوم كل منها بدور مختلف في تقديم الخدمات العامة كنتيجة طبيعية للتطور الاجتماعي والاقتصادي والسياسي للدول، وقد ساهم التوسع في وظائف الحكومة والتخصص وتقسيم العمل في زيادة عدد الموظفين في الجهاز الإداري للحكومة، هذا النمو في عدد الموظفين يؤدي إلى زيادة حجم الإنفاق العام، نظراً لما تتطلبه الهياكل التنظيمية من موارد مالية لتلبية احتياجاتها وضمان تقديم الخدمات العامة بشكل فعال.

ب- الأسباب الإدارية نتيجة استخدام أساليب الإدارة الحديثة في إدارة أجهزة الدولة: الهدف الأساسي من تلك الأساليب والمعدات الحديثة هو رفع الأداء وتحسين ضبط ومراقبة الحسابات في الدوائر الحكومية، كما يتضمن ذلك استخدام الآلات الحاسبة الإلكترونية والمعدات المكتبية الحديثة، بالإضافة إلى ذلك، يتطلب رفع كفاءة الأداء في تلك الدوائر الرسمية رفع مستوى نوعية الموظفين، وهذا قد يتطلب دفع مرتبات أعلى لاستقطاب الموظفين المؤهلين للعمل في الوظائف العامة، هذا النوع من التحسينات في الإدارة قد يؤدي إلى زيادة حجم الإنفاق العام، حيث تستثمر الحكومة في توظيف الموظفين المؤهلين لتحقيق أهدافها بشكل أكثر فعالية.

6- الأسباب المالية: من بين الأسباب المالية التي تساهم في زيادة حجم النفقات العامة نجد:

أ- سهولة الاقتراض: سهولة الاقتراض كانت تختلف في الماضي عما هي عليه الآن، ففي السابق لم تلجأ الدولة إلى القروض العامة إلا في الظروف الاستثنائية والطارئة، لكن في الوقت الحاضر، أصبحت الدولة تقترض بشكل كبير وقد باتت بعض الدول تعطي الأفضلية أحياناً للقروض العامة على الضرائب نظراً لأن الضرائب تتطلب تشريعات قانونية

¹ الحسن دردوري، لقلبي الأخصر، مرجع سبق ذكره، ص 78.

² عبد الله الشيخ محمود الطاهر، مقدمة في اقتصاديات المالية العامة، ط 2، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، 1992، ص 123.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

معقدة بالإضافة إلى الردود الاجتماعية والسياسية التي تتولد من تصاعد العبء الضريبي، يتضمن هذا النوع من الاقتراض زيادة في النفقات العامة من خلال اتساع خدمة الدين العام، بالإضافة إلى الأعباء المترتبة عن التسهيلات والمزايا التي تقدمها الدولة للمكثبين في القرض العام¹.

ب- وجود تراكم مالي: عندما يكون هناك تراكم مالي راجع إلى وجود فائض في الإيرادات فإن ذلك قد يغري الحكومة لزيادة الإنفاق على مشاريع جديدة غير ضرورية، مما يؤدي إلى زيادة النفقات العامة وهذا ما لا يتناسب مع الأوقات التي يتطلب فيها الوضع المالي للدولة اتخاذ إجراءات تقشفية التي تحتاج فيها إلى خفض النفقات العامة كذلك عندما يكون هناك أموال احتياطية للدولة فيجب على الحكومة أن تتخذ قرارات مالية حكيمة تركز فيها على النفقات ذات الأولوية والاستثمارات الضرورية وأن تحتفظ بجزء من هذا الفائض في فترات الرخاء من أجل استغلاله في فترات الركود والأزمات وإنفاقه على برامج الإنعاش الاقتصادي بدلا من الانجراف في زيادة النفقات غير اللازمة.

المطلب الثالث: ترشيد الإنفاق العام ومتطلبات نجاحه

أولا- تعريف ترشيد الإنفاق العام:

ترشيد الإنفاق العام يشير إلى الجهود المبذولة لزيادة كفاءة وفعالية الإنفاق بحيث يمكن للاقتصاد الوطني تمويل وتلبية التزاماته الداخلية والخارجية بأفضل طريقة ممكنة، مع الحد من مصادر التبديد والإسراف إلى أدنى حد ممكن، لذلك يهدف ترشيد الإنفاق العام إلى تحقيق أقصى إنتاجية عامة بأقل قدر ممكن من النفقات العامة².

ويشير الإنفاق المالي الرشيد إلى أهمية توجيه جزء من النفقات العامة نحو الأغراض الإنتاجية والاستثمارية بجانب الأغراض الاستهلاكية، ويتطلب ذلك استخدام أفضل الأساليب والوسائل العملية المتاحة للحصول على أقصى فائدة من هذه النفقات، كما ينبغي عدم تمويل المشاريع التي لا تعود بالنفع على المجتمع بشكل عام³.

وبالتالي يمكن القول بأن ترشيد الإنفاق العام يشير إلى جملة الإجراءات والسياسات التي تهدف من خلالها الحكومة إلى تقليص حجم النفقات الحكومية وضبطها واستخدام الموارد العامة بنجاعة وفعالية كبيرتين بهدف تحقيق التوازن المالي وتحسين الأداء المالي العام، الأمر الذي يتطلب البحث عن الطرق الفعالة للتخفيض من الإنفاق العام دون التأثير على المتطلبات الأساسية التي يحتاجها المجتمع، ويستدعي صياغة استراتيجيات لترشيد الإنفاق العام تقوم على

¹ كمال عبد حامد آل زبارة، تطور النفقات العامة وهيكلتها في العراق، مجلة أهل البيت، جامعة أهل البيت، العراق، العدد 15، مارس 2014، ص 13.

² سهير محمد السيد حسن، الاقتصاد المالي، دار النشر، مصر، 2002، ص 84.

³ فاطمة محمد راشد علي، السياسة المالية ودورها في تخصيص الموارد الاقتصادية بين الاقتصاد الوضعي والإسلامي، دار التعليم الجامعي، ط 1، مصر، 2019، ص 262.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

تقليل النفقات غير الضرورية التي لا تعود بالنفع على الاقتصاد والمجتمع ومراقبة الميزانية وخاصة البرامج الحكومية بشكل دوري ومتواصل وهذا كله من شأنه أن يعمل على تعزيز الاستدامة المالية وتحسين الأداء الاقتصادي.

ثانيا- أهداف ترشيد الإنفاق العام:

ترشيد الإنفاق العام يهدف إلى تحقيق ما يلي¹:

- رفع الكفاءة الاقتصادية عند استخدام الموارد والإمكانات المتاحة بشكل يزيد من كمية ونوع المخرجات بنفس مستوى المدخلات، أو بشكل يقلل من المدخلات بنفس مستوى المخرجات.
- التقليل من عجز الموازنة وتقليص الفجوة بين الإيرادات المتاحة والإنفاق المطلوب، كما يساهم في السيطرة على التضخم والمديونية، ويعزز جهود تدعيم وتحديث مشروعات البنية التحتية.
- مراجعة هيكلية المصروفات، من خلال تقليص الحجم وتعديل نوعية المصروفات التي لا تسفر عن عوائد مالية كبيرة.
- تحريك عجلة التطور والتنمية وتجاوز التحديات الاقتصادية والاجتماعية التي تواجه الدولة.
- التصدي للإسراف والتبذير وجميع أشكال سوء استخدام السلطة والموارد المالية العامة.
- ضمان التوازن بين السكان والموارد عبر مختلف الفترات الزمنية، سواء كانت قصيرة أم متوسطة المدى.
- تفادي مخاطر المديونية وتأثيراتها، خاصة أن العديد من الدول النامية تواجه تحديات في سداد ديونها نتيجة لإسرافها فيها في الماضي.
- المساهمة في تعزيز القدرات الوطنية لتحقيق الاكتفاء الذاتي النسبي على المدى الطويل، وبالتالي تفادي المجتمع التعرض لمخاطر الاعتماد الاقتصادي والسياسي وغيرها.
- تأمين الاحتياطات ضد جميع الظروف المالية الصعبة والمتغيرة، سواء على الصعيدين المحلي والدولي.

ثالثا- شروط نجاح عملية ترشيد الإنفاق العام: هناك جملة من الشروط التي تضمن نجاح عملية ترشيد الإنفاق العام منها:

1- ترتيب الأهداف وفقا لأهميتها: وذلك من خلال التركيز على الأولويات وبرامج الإنفاق العام التي لها أهمية كبيرة وأثر واضح في تحقيق التوازن بين الموارد والاحتياجات في المستقبل والتي تعمل على تعزيز التنمية الاقتصادية

¹ مداحي عثمان، دور الرقابة على تنفيذ الموازنة العامة في ترشيد الإنفاق العام، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 16، العدد 24، نوفمبر 2020، ص 111.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

والاجتماعية، وتساهم في تحسين جودة الخدمات العامة المقدمة للمواطنين وتدعم الشرائح الضعيفة والمحتاجة من المجتمع، وهذا لا يمنع من إمكانية إجراء التعديلات اللازمة في الأولويات عند الضرورة وعندما تفرض الظروف الاستثنائية إجراء هذا التعديل.

2- التركيز على تحديد الحجم الدقيق للإنفاق الذي يحقق النفع العام: يعتمد هذا على التخطيط الدقيق من خلال تحديد الأهداف التي يجب تحقيقها من الإنفاق العام بدقة مما يساعد على تعزيز استخدام الموارد بشكل فعال وتحقيق نتائج إيجابية للمجتمع وذلك لاستغلال الموارد والمال العام وتوجيههما نحو أوجه الإنفاق التي تلبى احتياجات الأفراد في المجتمع بشكل عادل، الأمر الذي يستوجب تقديرا دقيقا للاحتياجات الحالية والمستقبلية في مجالات مختلفة مثل التعليم والصحة والنقل والبنية التحتية والأمن والتنمية الاجتماعية والبيئية وغيرها.

3- كفاءة الأجهزة الحكومية وقدرتها على دراسة الأثر المتوقع للإنفاق العام على المجتمع والاقتصاد: وذلك من خلال تحليل البيانات المالية والاقتصادية لتقدير التكاليف والفوائد المحتملة، والاستفادة من البحوث والدراسات الاقتصادية لتوجيه القرارات المتعلقة بالإنفاق العام، الأمر الذي يتطلب استخدام التكنولوجيا والأنظمة المعلوماتية المتطورة لتحسين كفاءة سير العمليات وتسهيل تدفق المعلومات كما يستوجب ذلك توفر الهياكل التنظيمية الملائمة وتوزيع الاختصاصات بشكل واضح وفعال.

4- الرقابة المنتظمة والدورية لبرامج الإنفاق العام: من خلال الاطلاع على الإحصائيات المتعلقة بمشاريع وبرامج الإنفاق العام وتحليلها بشكل دقيق ومقارنة الأهداف المخططة بالنتائج المحققة وتقييم هذه النتائج ثم تحديد ما إذا كانت تحقق الفعالية المرجوة أم لا.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

المبحث الثالث: الآثار الاقتصادية للنفقات العامة ومؤشرات قياسها

تلعب النفقات العامة دوراً حيوياً في توفير السلع والخدمات العامة التي يحتاجها أفراد المجتمع، بالإضافة إلى أنها تساهم في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية من خلال تمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة، لكن فعالية الإنفاق الحكومي في تحقيق هذه الأهداف تعتمد بشكل كبير على جودة التخطيط والتنفيذ والمراقبة، لأن النفقات العامة من شأنها أن تترك آثاراً متعددة على الاقتصاد، إما بشكل مباشر أو غير مباشر، كما أن اتباع سياسة إنفاقية غير مدروسة قد يؤدي إلى آثار سلبية مثل التضخم أو زيادة الدين العام.

المطلب الأول: الآثار الاقتصادية المباشرة للنفقات العامة

تشمل الآثار الاقتصادية المباشرة للنفقات العامة الآثار على حجم الإنتاج الوطني، الآثار على الاستهلاك والآثار على نمط توزيع الدخل الوطني أو ما يسمى بإعادة توزيع الدخل الوطني وعلى الادخار والاستقرار الاقتصادي ومستوى التشغيل، وفيما يلي تفصيل كل أثر من هذه الآثار على حدى:

أولاً- آثار النفقات العامة على الإنتاج الوطني: يتجلى تأثير النفقات العامة على الإنتاج الوطني من خلال تأثيرها على حجم الطلب الكلي الفعلي، حيث تعد النفقات العامة جزءاً هاماً من هذا الطلب، وتزداد أهميتها بازدياد مظاهر تدخل الدولة في حياة الأفراد، وتتوقف العلاقة بين النفقات العامة وحجم الطلب الكلي على حجم النفقة وطبيعتها، وبشكل أكثر دقة ترتبط النفقات الحقيقية بالطلب على السلع والخدمات بينما ترتبط النفقات التحويلية بطريقة تصرف المستفيدين منها، ومن ناحية أخرى يرتبط أثر النفقة العامة على الإنتاج بمدى تأثير الطلب الكلي الفعلي في حجم الإنتاج والعمالة، ويتوقف ذلك بدوره على مدى مرونة الجهاز الإنتاجي ومستوى العمالة والتشغيل في الدول المتقدمة وعلى درجة النمو في البلاد النامية¹.

فعلياً تؤثر النفقات العامة على القدرة الإنتاجية للاقتصاد الوطني مما يؤدي إلى زيادة هذه القدرة، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، حيث ينتج عن ذلك ارتفاع في الناتج الوطني والدخل الوطني، ويمكن تصنيف تأثير كل نوع من النفقات في رفع القدرة الإنتاجية على النحو التالي²:

- **النفقات الإنتاجية أو الاستثمارية:** تعمل هذه النفقات على إنتاج السلع المادية وتقديم الخدمات العامة لتلبية احتياجات الاستهلاك للأفراد، كما تساهم في تشكيل رؤوس الأموال العينية التي تستخدم في الاستثمار، حيث

¹ سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص 71.

² محرز محمد عباس، اقتصاديات المالية العامة - النفقات العامة، الإيرادات العامة، الميزانية العامة للدولة -، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008، ص ص 100، 103.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

يعتبر الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري من أنواع النفقات المنتجة التي تزيد من حجم الدخل الوطني وتعزز الكفاءة الإنتاجية للاقتصاد الوطني، وأحياناً تقوم الدولة بالدعم الاقتصادي لبعض المشاريع العامة أو الخاصة بهدف تحقيق أهداف اقتصادية معينة، على سبيل المثال، قد تخفض الدولة أسعار السلع الاستهلاكية الواسعة الاستخدام أو تعوض المؤسسات العامة عن خدماتها غير العادية للأفراد لضمان استمرارها في تقديم المنفعة العامة، بالإضافة إلى ذلك قد تمنح الدولة دعماً للتصدير أو لبعض المشاريع العامة أو المؤسسات لتغطية العجز في ميزانيتها، وتقديم دعم للصناعات أو القطاعات الإنتاجية لتعزيز الاستثمار أو لتحويل عناصر الإنتاج (العمل أو رأس المال) إلى هذه القطاعات.

● **النفقات الاجتماعية:** تشمل كل من النفقات التحويلية والحقيقية التي يتمثل هدفها في تحقيق أهداف اجتماعية معينة، وهذه النفقات تؤثر مباشرة على الإنتاج سواء بشكل نقدي أو عيني، ففي حالة النفقات الاجتماعية التي تتم عبر تحويلات نقدية أو إعانات، والتي تهدف إلى تحويل جزء من القدرة الشرائية لفئات معينة محدودة الدخل، من الصعب تحديد تأثيرها المباشر على حجم الإنتاج بسبب عدم معرفة أنواع السلع التي ينفق عليها هؤلاء الأفراد بشكل محدد، ومع ذلك، نظراً لارتفاع ميل هذه الفئات للإنفاق وتوجهها نحو الاستهلاك الأساسي، فمن المنطقي أن تؤدي هذه الإعانات النقدية إلى زيادة الطلب على السلع الأساسية، مما يتبع ذلك زيادة في إنتاج هذه السلع، أما إذا كانت النفقات الاجتماعية تتخذ شكل تحويلات عينية مثل الإعانات أو التحويلات المباشرة، فإنها تساهم بشكل كبير في زيادة الإنتاج، لأن هذه النفقات تعزز إنتاج السلع والخدمات الاستهلاكية، مثل نفقات التعليم والصحة، التي ترفع المستوى الاجتماعي للأفراد وتمكنهم من أداء أعمالهم بكفاءة أعلى، وكلما زادت الاستثمارات في تحسين المستوى التقني والتعليمي والصحي والمعيشي للعمال، كلما ارتفعت الطاقة الإنتاجية لهم وزاد الإنتاج بشكل عام.

● **النفقات العسكرية:** تمتلك النفقات العسكرية أثراً فعالاً على الإنتاج الوطني، على وجه الخصوص كونها تمثل في العصر الحديث نسبة كبيرة من حجم الإنفاق الكلي للدول، والنفقات العسكرية يمتد أثرها ليشمل الاستعداد للحرب وما بعد الحرب، وبالتالي أثر هذه النفقات يشمل النواحي العسكرية والسياسية بصورة مباشرة والنواحي الاقتصادية بصورة غير مباشرة، وترى النظرية المالية التقليدية أن النفقات العسكرية تعد من النفقات الاستهلاكية غير المنتجة بينما تميل النظرية الحديثة إلى التمييز بين الآثار الانكماشية والتوسعية للنفقات العسكرية.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

وتتمثل الآثار الانكماشية للنفقات العسكرية على حجم الإنتاج الوطني في كونها تعمل على تحويل بعض عناصر الإنتاج (العمل والموارد المالية) إلى إشباع الأغراض العسكرية والحربية مما يؤثر على الإنتاج العادي للأفراد بالنقصان، مما يؤدي إلى الإقلال من الاستهلاك من جهة وارتفاع أسعار عناصر الإنتاج من جهة أخرى.

أما الآثار التوسعية للنفقات العسكرية على حجم الإنتاج العسكري فتتمثل في الحالات التي ترصد فيها النفقات للصناعات الحربية وإنشاء الموانئ والمطارات والطرق ونفقات البحث العلمي في مجالات الذرة والعلوم النووية، وتصدير الأسلحة كما هو الحال بالنسبة لمعظم الدول الغربية الأوروبية.

وتؤثر تلك النفقات بالسلب على الدول النامية التي تعتمد في إعداد جيوشها ومعداتها على الدول الصناعية مما يؤدي إلى حدوث عجز في ميزان مدفوعاتها بسبب اضطراب الدولة إلى صرف جزء كبير من العملات الأجنبية في أغراض التسليح من الخارج.

وتتأثر النفقات العسكرية بالأوضاع الاقتصادية السائدة في الدولة فعندما يصل اقتصاد الدولة إلى مرحلة التشغيل الكامل فإن النفقات الحربية لها أولوية على كافة النفقات الأخرى لكونها تمثل أساس الدفاع عن سيادة الدولة ضد أي غزو خارجي أما في حالة نقص التشغيل فإن النفقات الحربية والفروع الإنتاجية الأخرى التي تتوقف عليها تؤدي إلى تشغيل العمال العاطلين والقضاء على البطالة.

ثانياً- آثار النفقات العامة على الاستهلاك: يظهر أثر الإنفاق العام على الاستهلاك من خلال ما يحدثه من تزايد في الطلب الكلي على السلع الاستهلاكية، حيث يتجلى ذلك في جوانب عدة تتمثل في:

✓ **نفقات الاستهلاك العام (الحكومة):** تساهم الحكومة وأجهزتها في تعزيز الاستهلاك الوطني عندما تقوم بالإنفاق على الخدمات مثل الدفاع والأمن والتعليم، وتشترى الآلات والمعدات والأجهزة الضرورية لتنفيذ الوظائف العامة.

✓ **نفقات الاستهلاك الخاص (الأفراد):** عندما تقدم الحكومة دخولا للأفراد في شكل أجور ومرتبات وفوائد مدفوعة لمقرضيها، فإن ذلك يؤدي أيضا إلى زيادة الاستهلاك القومي¹.

✓ **نفقات الدعم العيني:** وهي النفقات الناجمة نتيجة تقديم الحكومة لنوعين من الإعانات:

أ- الإعانات المقدمة مباشرة للفئات الاجتماعية المحرومة أو ضعيفة الدخل كالمناح الخاصة بالبطالة وغيرها، حيث تعمل هذه الإعانات على زيادة حجم استهلاك هذه الفئات بصورة مباشرة نتيجة ارتفاع الميل الحدي للاستهلاك.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي)، ط1، سلسلة الدراسات الاقتصادية، مجموعة النيل العربية، 2003، ص 61.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

ب- الإعانات الاقتصادية الموجهة لبعض مشروعات القطاع العام والخاص، التي تعمل على خفض تكاليف الإنتاج، وبالتالي انخفاض أسعار هذه المشروعات في الأسواق، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي عليها الذي ينتج عنه زيادة الاستهلاك الكلي¹.

ثالثاً- آثار النفقات العامة على توزيع الدخل القومي: تؤثر النفقات العامة في توزيع الدخل القومي على طبقات المجتمع المختلفة من خلال سبيلين وهما²:

✓ أن الخدمات العامة غير القابلة للتجزئة يتمتع بها جميع الأفراد في المجتمع، ومع ذلك، يتحمل الأفراد ذوو الدخل الكبيرة الجزء الأكبر من نفقات هذه الخدمات، وبالتالي، يُعتبر الإنفاق على تلك الخدمات نوعاً من نقل الدخل من أصحاب الدخل المرتفعة إلى أصحاب الدخل المنخفضة.

✓ تتلقى الطبقات الفقيرة فوائد أكبر من بعض الخدمات العامة مقارنة بالطبقات الغنية، مثل إعانات البطالة والرعاية الطبية في المستشفيات، وملاجئ الأيتام والعجزة، وبالتالي يُعتبر الإنفاق على هذه الخدمات نوعاً من نقل الدخل من أصحاب الدخل الكبيرة إلى أصحاب الدخل القليلة.

حتى يتحقق هذا التأثير، ينبغي أن تكون أغلب الإيرادات العامة مستمدة من الضرائب المباشرة، وبخاصة الضرائب التصاعدية، حيث يكون نصيب الطبقات الغنية من هذه الضرائب أكبر من نصيب الطبقات المعوزة.

رابعاً- آثار النفقات العامة على الادخار:

من خلال العلاقة الطردية بين الدخل والادخار، التي تعبر عن زيادة المدخرات كلما كان هناك ارتفاع في مستوى الدخل، يظهر التأثير المباشر للإنفاق العام على الادخار من خلال تأثيره على الميل الحدي للادخار، يعتمد تأثير هذا الإنفاق على توزيع الدخل بين فئات المجتمع، حيث يكون للإنفاق العام تأثير كبير عندما يستفيد أصحاب الدخل المرتفعة منه، لأن الميل الحدي للادخار لديهم مرتفع، يمكن أن يظهر الإنفاق العام في شكل خدمات عامة أو إعانات لدعم أسعار السلع الأساسية، مما يؤدي إلى زيادة الدخل الحقيقية للأفراد ذوي الدخل المحدود وبالتالي زيادة مدخراتهم وهذا ما ينعكس إيجاباً على مستوى الادخار الكلي³.

¹ حميد عزري، أثر النفقات العامة على التضخم (دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1990-2017))، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020، ص 28.

² محمود رياض عطية، موجز في المالية العامة، دار المعارف، مصر، 1969، ص 77

³ منعم أحمد خضير، نعمان منذر يونس، قياس أثر الإنفاق العام على التنمية المستدامة في العراق للمدة (2000-2016) باستخدام نموذج ARDL، مجلة تركزت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 3، العدد 43، 2018، ص 316.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

خامسا-آثار النفقات العامة على الاستقرار الاقتصادي:

يمر الاقتصاد القومي بحالات من عدم التوازن، سواء كان ذلك بسبب حالة الانكماش الاقتصادي أو حالة الكساد التضخمي، فحالة التضخم تعني أن العرض الكلي للسلع والخدمات غير قادر على تلبية الطلب الكلي، في هذه الحالة فإن إجمالي الإنفاق القومي (بما في ذلك الاستهلاك، الاستثمار، النفقات الحكومية، وصافي التعامل مع العالم الخارجي) يتجاوز إجمالي الإنتاج القومي، معنى ذلك أن هناك كمية كبيرة من النقود تقابلها كمية قليلة من السلع وهذا يشير إلى زيادة الطلب الكلي على السلع والخدمات مقارنة بالإنتاج الكلي، نتيجة لذلك ترتفع الأسعار بمعدلات تتزايد بزيادة الفجوة التضخمية التي تعبر عن الفارق بين الطلب الكلي والعرض الكلي.

وحالة الانكماش تعد حالة معاكسة تماما لحالة التضخم، حيث يحدث قصور في الطلب الكلي عن العرض الكلي وهنا يكون إجمالي الإنفاق القومي أقل من إجمالي الإنتاج القومي، هذا يعني أن هناك كمية قليلة من النقود تقابلها كمية كبيرة من السلع، حيث يؤدي ذلك إلى انخفاض الأسعار وزيادة معدلات البطالة مع توسع الفجوة الانكماشية والتي تمثل الفارق بين العرض الكلي والطلب الكلي.

للتصدي لهذه الحالة تتدخل الدولة باستخدام الأدوات المالية والتي تشمل السياسة الإنفاقية والسياسة الضريبية السياسة الإنفاقية تتضمن زيادة الإنفاق الحكومي و/أو خفض الضرائب من خلال تقديم تسهيلات ضريبية وتخفيضات لتشجيع الاستثمار وتعزيز النشاط الاقتصادي في محاولة لتعزيز الطلب الكلي وتخفيف الاقتصاد، والعكس صحيح عندما ترغب في تقييد الطلب الكلي والتخفيف من التضخم، حيث تسمح هذه الأدوات المالية للدولة من التدخل لتحقيق التوازن والاستقرار الاقتصادي.

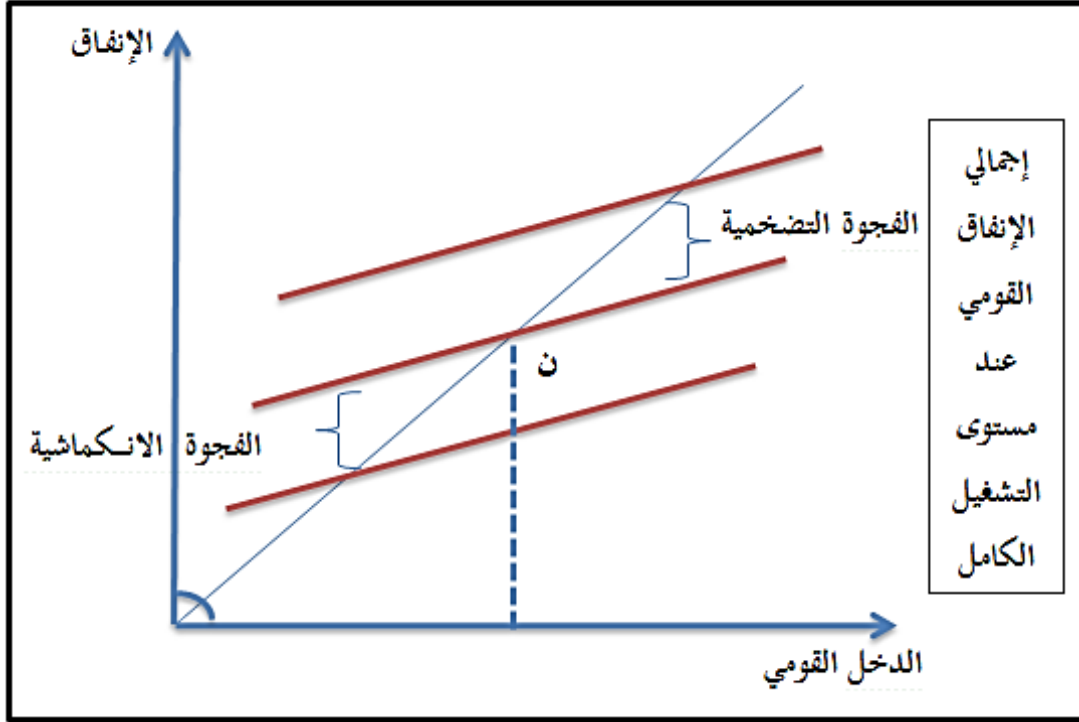
ونظرا لأن أسباب التضخم تكمن في زيادة الطلب الكلي ووجود قوة شرائية فائضة، تتدخل الدولة في هذه الحالة لامتصاص تلك الزيادة والعمل على التخلص من الفجوة التضخمية، ويتم ذلك عن طريق خفض الإنفاق الحكومي الذي يعد أحد المكونات الرئيسية للإنفاق القومي وتقليل كافة أشكال الإسراف والتبذير في القطاع الحكومي بشرط الحرص على عدم التأثير على أي شكل من أشكال الإنفاق التي تهدف إلى زيادة القدرة الإنتاجية للاقتصاد، حيث يصاحب ذلك زيادة في حجم الضرائب، وذلك للمساهمة في تقليص القوة الشرائية الزائدة والتحكم في الطلب الكلي، مما يساهم في الحد من التضخم والحفاظ على استقرار الأسعار والنمو الاقتصادي.

وعلى العكس من ذلك ففي حالة الانكماش ونقص الطلب الكلي، تقوم الدولة باتخاذ إجراءات لتعزيز القوة الشرائية وتخفيف الطلب الفعلي، حيث تهدف هذه الإجراءات إلى زيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض الضرائب بهدف تحفيز

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

وتشجيع الإنفاق القومي حتى يقترب من مستوى الإنتاج القومي، مما يؤدي تدريجياً إلى تقليل الفجوة الانكماشية تدريجياً¹، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم I-9: أثر الإنفاق العام على الاستقرار الاقتصادي



المصدر: عادل فليح العلي، المالية العامة والقانون المالي والضريبي، الأردن، 2011، ص 89.

زيادة الإنفاق الحكومي من خلال القيام بمشاريع تنموية وإنشاء بنى تحتية وتعزيز القطاعات الاقتصادية المختلفة من شأنه المساهمة في زيادة الطلب على السلع والخدمات وتعزيز النشاط الاقتصادي، إضافة إلى ذلك فتخفيض الضرائب يزيد من الدخل المتاح للأفراد والشركات، مما يشجع على زيادة الإنفاق والاستثمار ويمكن أن تشمل التخفيضات الضريبية تخفيضات على الضرائب الشخصية أو الضرائب المتعلقة بالشركات والاستثمارات، وبهذه الطرق تستطيع الدولة تحفيز الطلب الفعلي وتعزيز النشاط الاقتصادي في حالة الانكماش حيث تقوم بزيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض الضرائب، وبذلك تسعى لتقليل الفجوة الانكماشية.

سادساً-آثار النفقات العامة على مستوى التشغيل: أشار كينز إلى أهمية زيادة الإنفاق الحكومي كوسيلة لمعالجة انخفاض الطلب وانتشار البطالة، حيث يرى أن زيادة الإنفاق العام قد تكون سهلة التحقيق وقادرة على زيادة الإنفاق

¹ عادل فليح العلي، المالية العامة والقانون المالي والضريبي، الجزء الأول، ط 2، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 88، 89.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

الكلية وتحفيز المنتجين بتحسين توقعاتهم ولتحقيق زيادة الإنفاق العام، يمكن للحكومة استخدام إحدى الوسيّتين التاليتين:

✓ اللجوء للموارد غير العادية من خلال الاقتراض العام وإصدار النقود، وهنا تقوم الحكومة بإدخال قوة شرائية جديدة في السوق، مما يؤدي إلى زيادة الطلب وارتفاع مستوى الإنتاج والعمالة.

✓ الاعتماد على الموارد العادية عن طريق توجيه جزء من دخول الطبقات الغنية لصالح الطبقات الفقيرة، سواء عبر الإعانات أو أي شكل آخر من أشكال الدعم. في هذه الحالة أيضاً، سيزداد الطلب نتيجة امتصاص الاحتياطي الزائد للأفراد وتحويله للاستهلاك، مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وارتفاع مستوى العمالة.

ومن الواضح أن زيادة الطلب لن تؤدي بشكل عام إلى زيادة حجم الإنتاج وامتصاص المزيد من قوة العمل العاطلة إلا إذا كان هناك قوى عاطلة في الاقتصاد الوطني، وبمعنى آخر يجب أن يكون مستوى النشاط الاقتصادي أقل من مستوى التشغيل الكامل لعوامل الإنتاج مثل الأراضي ورؤوس المال واليد العاملة، بالإضافة إلى ذلك إذا كان الجهاز الإنتاجي غير مرن بما يكفي، بحيث لا يمكن نقل عوامل الإنتاج بسهولة بين مختلف فروع الإنتاج لتحقيق التشغيل الكامل، فإن الإنفاق العام سيقصر على زيادة حجم الطلب دون زيادة الإنتاج ورفع مستوى العمالة والنتيجة الطبيعية لذلك ستكون زيادة في المستوى العام للأسعار¹.

وبالتالي نستطيع القول بأن آثار الإنفاق العام على مستوى التشغيل تظهر من خلال التغيرات التي تطرأ على معدلات البطالة في الاقتصاد حيث أن تحقيق فوائد الزيادة في الإنفاق العام يتطلب أن يكون هناك توازن بين زيادة الطلب وزيادة الإنتاج.

المطلب الثاني: الآثار الاقتصادية غير المباشرة للنفقات العامة

إضافة للآثار الاقتصادية المباشرة للنفقات العامة هناك آثار اقتصادية غير مباشرة تنتج من خلال دورة الدخل، وهي ما يعرف من الناحية الاقتصادية بآثار المضاعف والمعجل، حيث يطلق على أثر المضاعف الاستهلاك المولد، كما يطلق على أثر المعجل الاستثمار المولد.

أولاً - الأثر المضاعف:

أشار كينز في نظريته إلى الأثر الذي يحدثه الإنفاق على الدخل وهو ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بآثار المضاعف

¹ مجدي شهاب، أصول الاقتصاد العام - المالية العامة -، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص 244.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

والتفسير الاقتصادي للمضاعف يشير إلى أن زيادة أحد عناصر الإنفاق المستقلة تؤدي إلى زيادة في الدخل التوازني وهذه الزيادة في الدخل تؤدي بدورها إلى ارتفاع الإنفاق الاستهلاكي المستحث، نظرا لأن مستوى الإنفاق الاستهلاكي يعتمد على مستوى الدخل ومن ثم يحدث نمو إضافي في الدخل نتيجة لهذه الزيادة في الاستهلاك، وتنشأ سلسلة من الارتدادات الإضافية على الدخل بسبب هذه الزيادة في الاستهلاك.

أي أن معادلة مضاعف الإنفاق العام تكون محددة بالصيغة التالية¹:

$$\text{مضاعف الإنفاق العام } K_G = \frac{\text{التغير في الدخل القومي } (\Delta Y)}{\text{التغير في الإنفاق العام } (\Delta G)}$$

وبالتالي، يكون التأثير على الدخل Y أكبر من قيمة التغير الأصلية في العنصر الإنفاقي المستقل، بمعنى آخر يكون للتغير في الدخل تأثير مضاعف نسبة للتغير في العنصر الإنفاقي المستقل وقيمة هذا المضاعف تعتمد على الميل الحدي للاستهلاك (c_1)، فكلما كانت قيمة c_1 أكبر كلما زادت قيمة المضاعف².

حيث تتأثر قيمة التغير في الدخل بالميل الحدي للاستهلاك، فهما يرتبطان رقميا ارتباطا طرديا فهو يزيد بزيادة الميل الحدي للاستهلاك وينخفض بانخفاضه، ويمكن تعديل الصيغة السابقة لمضاعف الإنفاق العام لتصبح كالآتي³:

$$\text{مضاعف الإنفاق العام } K_G = \frac{1}{1 - \text{الميل الحدي للاستهلاك } (C)}$$

ويؤدي التوسع في النفقات العامة إلى توزيع إيرادات إضافية في شكل أجور للعمال ومرتبات للموظفين أو أثمان سلع تنفقها الدولة للموردين بحيث يتم إنفاق جزء من هذه الدخول الجديدة، وحجم هذا الإنفاق يعتمد على درجة الميل الحدي للاستهلاك، هذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب وبالتالي زيادة الإنتاج وفي النهاية يؤدي ذلك إلى توزيع دخول جديدة أخرى يستخدم جزء منها لزيادة الطلب على السلع الاستهلاكية، وبذلك تنشأ سلسلة متتالية من الإنفاقات حيث ينخفض المبلغ المخصص للاستهلاك في كل مرة حتى يتلاشى تقريبا وبالتالي يؤدي ذلك إلى سلسلة من

¹ نزار سعد الدين العيسى، إبراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، ط1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص221.

² عبد الرحمن محمد السلطان، النظرية الاقتصادية الكلية، ط1، مكتبة المالك فهد الوطنية، الرياض، 2018، ص105.

³ العمراوي سليم، مساهمة سياسة الإنفاق العام بالجزائر في تحقيق النمو الاقتصادي خارج قطاع الخروقات -دراسة اقتصادية قياسية للفترة (1980-2015)، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018، ص50.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

الإنفاقات يكون مجموعها أكبر بكثير من الإنفاق الأولي، ومعدل زيادة الدخل القومي يعتمد على هذه القيمة المضاعفة¹.

يجب أن نلاحظ أن تأثير المضاعف يختلف حسب مرونة وتوسع الجهاز الإنتاجي وقدرته على التكيف مع زيادات الاستهلاك المتتالية، فعندما يكون الجهاز الإنتاجي مرنا وقادرا على التكيف مع الزيادات المستمرة في الاستهلاك، يكون للمضاعف تأثير قوي وواضح، وهذا ما يحدث في الدول المتقدمة حيث يتسم الاستهلاك فيها بدورات طويلة والقدرة الإنتاجية فيها تتميز بالمرونة الكبيرة، أما في الدول النامية أو المتخلفة فإن تأثير المضاعف يكون ضعيفا على الرغم من زيادة الميل الحدي للاستهلاك لدى الأفراد في تلك الدول ويعود ذلك إلى عدم مرونة الجهاز الإنتاجي في تلك الدول وعدم قدرته على التكيف مع زيادة الاستهلاك².

ثانيا- الأثر المعجل:

هناك تأثيرات أخرى غير مباشرة للنفقات العامة على الاقتصاد تحدث من خلال زيادة الطلب على أموال الاستثمار والتي تعرف بالاستثمار المولد، يُعرف هذا التأثير بأثر المعجل أو المسارع، حيث يُظهر لنا المعجل كيف يؤثر معدل التغير في الإنتاج القومي (أي الطلب الكلي على الإنتاج والاستثمار) في الاستثمار، ويعتمد أثر المعجل على معامل رأس المال، الذي يعبر عن العلاقة الفنية بين رأس المال والإنتاج، حيث يوضح المعجل العلاقة بين تغير الطلب على المنتجات، سواء في مجال الاستهلاك أو الاستثمار، وتغير النشاط الاستثماري، فعلى سبيل المثال، تزيد النفقات العامة من الإنتاج القومي بشكل أولي، وهذا ما يسمح بزيادة أكبر في الاستثمار بنسبة أعلى، وبهذا يمثل المعجل النسبة بين قيمة الزيادة في الاستثمار وقيمة الزيادة في الإنتاج³.

وإذا كان اهتمام كينز قد انصب على دراسة مبدأ المضاعف الذي يقيس عدد مرات تضاعف الدخل الوطني نتيجة الزيادة في الإنفاق الاستثماري، فإن اهتمام كل من كلارك، روبنسون وهارود قد اتجه نحو مبدأ المعجل الذي يقيس عدد مرات تضاعف الاستثمار نتيجة زيادة الدخل الوطني ويمكن شرح أثر المعجل انطلاقا من المعادلة التالية⁴:

$$K_t = v \cdot Y_t$$

حيث أن:

K_t : مخزون رأس المال الضروري للحصول على مستوى معين من الإنتاج في الفترة t .

¹ محمد خير العكام، المالية العامة، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2018، ص 95.

² عادل أحمد حشيش، أصول المالية العامة، مرجع سبق ذكره، ص 126.

³ زينب حسين عوض الله، مبادئ المالية العامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008، ص 92.

⁴ زكاري محمد، دراسة العلاقة بين النفقات العمومية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2012، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2014، ص 29.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

Y_t : الناتج في الفترة t .

v : المعجل وهو كمية ثابتة، أي نسبة رأس المال إلى الناتج.

وبالتالي التغير في مخزون رأس المال يعطى وفق العلاقة التالية:

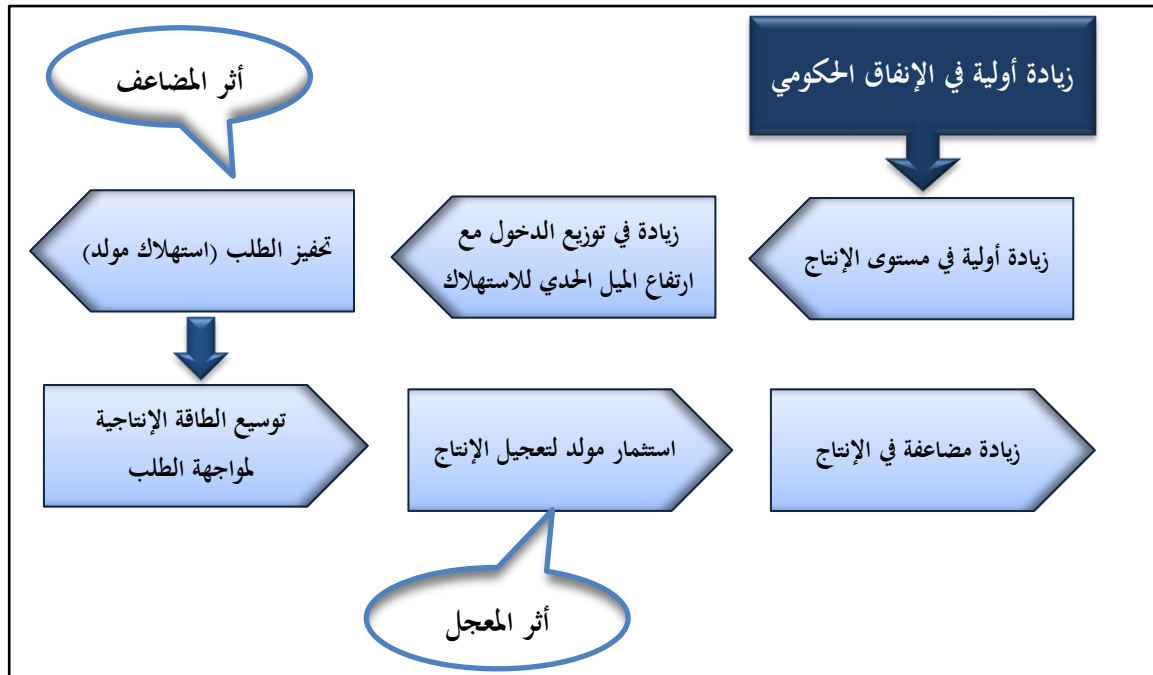
$$\Delta K = K_t - K_{t-1} = v \cdot Y_t - v \cdot Y_{t-1} = v \cdot (Y_t - Y_{t-1}) = v \cdot \Delta Y$$

وبما أن الاستثمار الصافي ما هو إلا التغير في مخزون رأس المال فإن:

$$I_t = \Delta K_t = v \cdot \Delta Y_t$$

وبالتالي نلاحظ أنه وفقاً لمبدأ المعجل فإن زيادة الدخل الوطني تؤدي إلى زيادة الاستثمار بنسبة أكبر من الزيادة في الدخل، حيث أن الزيادة في الدخل تزيد الطلب على السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تحفيز الشركات على زيادة الاستثمار وبالتالي زيادة الطلب على السلع الرأسمالية من أجل إنتاج السلع الاستهلاكية المطلوبة أي ارتفاع الإنفاق الاستثماري لتلبية هذا الطلب المتزايد، وهذا ما يفسر ارتفاع الاستثمار الناجم عن زيادة الدخل.

الشكل رقم I-10: الأثر المضاعف والمعجل للنفقات العامة



المصدر: وليد عبد الحميد عايب، الآثار الاقتصادية الكلية لسياسة الإنفاق الحكومي دراسة تطبيقية قياسية

لنماذج التنمية الاقتصادية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2010، ص 149.

يفسر مبدأ المعجل الكيفية التي تؤثر بها التغيرات في معدل نمو الاستهلاك على الاستثمار الخاص، ومن الواضح أن

الاستثمار الخاص يلعب دوراً حاسماً في تطوير إنتاج السلع الاستهلاكية، فإذا كان معدل النمو في الاستهلاك ثابتاً

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

سيبقى الاستثمار الصافي ثابتاً أيضاً عبر السنوات، ولكن الوضع يتغير إذا تغير معدل نمو النفقات الاستهلاكية، إذا زادت هذه النفقات بشكل أسرع من السابق فسيكون هناك حاجة إلى زيادة كبيرة في الاستثمار الصافي لإنتاج المزيد من السلع الاستهلاكية، وبالتالي سيؤدي ارتفاع معدل نمو الإنفاق الاستهلاكي بمفرده إلى زيادة في الاستثمار الصافي وعلى العكس إذا كان نمو الإنفاق الاستهلاكي أبطأ من السابق فسيكون هناك حاجة أقل إلى الاستثمار الصافي لإنتاج زيادة ضئيلة في الاستهلاك نسبياً للفترة السابقة، لذا فمجرد انخفاض في معدل نمو الإنفاق الاستهلاكي سيؤدي إلى انخفاض في الاستثمار الصافي وفقاً لمبدأ المعجل، والسبب في ذلك يعود إلى أن الاستثمار الخاص يتفاعل بشكل كبير عندما يتغير معدل الاستهلاك بسرعة ويتأثر بشكل سلبي عندما ينمو الاستهلاك ببطء (أو ينخفض) وهذا يعتمد على مبدأ المعجل الذي يشير إلى تأثير معدل تغير الاستهلاك على الاستثمار بشدة¹.

المطلب الثالث: المؤشرات الكمية لقياس الآثار الاقتصادية للنفقات العامة

هناك مجموعة من المؤشرات تساعد على فهم تأثير النفقات العامة على الاقتصاد الوطني وتساهم في تقييم كيفية استفادة المجتمع من هذا الإنفاق من خلال قياس آثار النفقات العامة في الاقتصاد والتي تتمثل فيما يلي:

أولاً- الميل المتوسط للنفقات العامة: هذا المؤشر يوضح نسبة النفقات العامة إلى الدخل الوطني، يتم استخدامه لقياس درجة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ويحتسب كما يلي²:

$$\text{الميل المتوسط للنفقات العامة} = \frac{\text{النفقات العامة في سنة معينة}}{\text{الدخل الوطني للسنة نفسها}}$$

فإذا ارتفعت قيمة المؤشر عن 50 % دل ذلك على اتساع تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية وتأثيرها على النشاط الاقتصادي من خلال مؤسسات القطاع الحكومي وعلى النقيض من ذلك إذا كانت قيمة المؤشر أقل من 50% فذلك يشير إلى عدم حرص الدولة على التدخل في النشاط الاقتصادي³.

¹ جيمس جواريني، وريچارد استروب، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة وتعريب عبد الفتاح عبد الرحمن، وعبد العظيم محمد، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1988، ص 283.

² خالد شحادة الخطيب، وأحمد زهير شامية، أسس المالية العامة، ط3، دار وائل، الأردن، 2007، ص 109.

³ نوزاد عبد الرحمن الهيتي، ومنجد عبد اللطيف الخشالي، المدخل الحديث في اقتصاديات المالية العامة، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 71.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

ثانياً- الميل الحدي للنفقات العامة: يعبر عن ذلك الجزء من الزيادة في الدخل القومي الذي يوجه لإشباع الحاجات العامة، حيث يمثل التغير في الإنفاق العام الذي يحدث عند تغير الدخل القومي بمقدار وحدة واحدة، ويتم حسابه من خلال الصيغة التالية:

$$\frac{\text{التغير في النفقات العامة}}{\text{التغير في الدخل الوطني}} = \text{الميل الحدي للنفقات العامة}$$

وتتراوح قيمة الميل الحدي للنفقات العامة ما بين الصفر والواحد، وكلما ازدادت قيمة هذا المؤشر فإن ذلك يدل على زيادة اهتمام الدولة بإشباع الحاجات العامة، حيث تخصص لها نسبة عالية من أي زيادة في الدخل القومي ويحدث العكس في حالة انخفاض هذا المؤشر، حيث يشير ذلك إلى تراجع اهتمام الدولة بالحاجات العامة، وتجدد الإشارة إلى أنه بالإمكان استخدام هذا المؤشر لإجراء المقارنة ما بين دول متعددة أو داخل الدولة الواحدة خلال فترات زمنية مختلفة¹.

ثالثاً- المرونة الداخلية للنفقات العامة: يستخدم هذا المؤشر لقياس مدى استجابة النفقات العامة للتغيرات في الدخل القومي، فكلما كانت القيمة العددية لمعامل المرونة الداخلية أكبر من الواحد الصحيح دل ذلك على أن الاستجابة عالية وكلما كانت قيمته أقل من الواحد الصحيح فإن الاستجابة تكون ضعيفة، ويتم حسابه كما يلي²:

$$\frac{\text{التغير النسبي في النفقات العامة}}{\text{التغير النسبي في الدخل الوطني}} = \text{المرونة الداخلية للنفقات العامة}$$

كما تستخدم صيغة رياضية أخرى للتعبير عن هذا المؤشر وهي كالآتي:

$$\frac{\text{الميل الحدي للنفقات العامة}}{\text{الميل المتوسط للنفقات العامة}} = \text{المرونة الداخلية للنفقات العامة}$$

رابعاً- نصيب الفرد من النفقات العامة: يعبر نصيب الفرد من النفقات العامة عن مستوى الرفاهية التي يتمتع بها الأفراد من خلال الخدمات الصحية والتعليمية والمعاشية المقدمة لهم، ويتم التوصل إليه من خلال العلاقة التالية:

¹ طلال محمود كداوي، الاتجاهات العامة للنفقات الاعتيادية في العراق، مجلة تنمية الرافدين، العدد 4، 1978، ص 155.

² سعيد علي محمد العبيدي، اقتصاديات المالية العامة، ط1، دار دجلة ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011، ص 104.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

$$\text{نصيب الفرد من النفقات العامة} = \frac{\text{النفقات العامة في سنة معينة}}{\text{عدد السكان للسنة نفسها}}$$

ويلاحظ من خلال هذه العلاقة أن عدد السكان يلعب دوراً أساسياً في تحديد قيمة هذا المؤشر، فإذا كانت الزيادة في عدد السكان تفوق الزيادة في النفقات العامة فإن ذلك سيؤدي إلى تراجع نصيب الفرد من تلك النفقات وبالتالي انخفاض مستوى الرفاه الذي يتمتع به¹.

¹ مكي عمارية، أثر الإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1986-2017، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2018، ص 91.

الفصل الأول: المفاهيم الأساسية للإنفاق العام

خلاصة الفصل:

تعرضنا في هذا الفصل إلى المفاهيم الأساسية للإنفاق العام وتوصلنا إلى أن النفقات العامة هي تلك النفقات التي تقوم بها الحكومة من أجل تمويل الخدمات والمشاريع الاستثمارية التي تعود بالنفع على المجتمع ككل، حيث تشمل هذه النفقات الصحة، التعليم، البنية التحتية، الأمن، الرعاية الاجتماعية وغيرها من الخدمات التي يحتاجها الأفراد. ولاحظنا أيضا أن النفقات العامة تطورت على مر السنين بتطور الفكر المالي وتطور احتياجات الأفراد في المجتمع، وهذا ما ساهم في تنوع النفقات العامة حسب الأغراض والأهداف التي تخدمها، فمنها النفقات الاستثمارية التي تهدف إلى بناء وتحسين البنية التحتية وتعزيز التنمية الاقتصادية، ومنها النفقات التشغيلية التي تغطي تكاليف تشغيل الحكومة وتقديم الخدمات، الأمر الذي لعب دورا كبيرا في زيادة حجم الإنفاق العام، حيث شهدت السنوات الأخيرة زيادة ملحوظة في النفقات العامة نتيجة للتحديات الاقتصادية والاجتماعية المتزايدة، مما تسبب في هدر الموارد المالية، لذلك تسعى العديد من الحكومات إلى ترشيد النفقات العامة من خلال التخطيط الجيد والإصلاحات الاقتصادية والإدارية لضمان استخدام الأموال بكفاءة وفعالية، وتحقيق أقصى قدر من النتائج بأقل تكلفة ممكنة، نظرا للآثار التي تتركها النفقات العامة على الاقتصاد بشكل عام، فالنفقات الاستثمارية قد تعزز النمو الاقتصادي وتحسن البنية التحتية، بينما قد تؤدي النفقات التشغيلية غير الفعالة إلى هدر الموارد وتبديد الأموال العامة، وفي بعض الحالات قد تسبب زيادة في الديون العامة وتأثيرات سلبية على الاستقرار المالي للدولة.

✍ الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

◀ المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

◀ المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية وأدواتها

◀ المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دورًا حيويًا في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال تشجيع الأفراد والشركات على التوجه إليها لاستثمار أموالهم بفضل قدرتها على تخصيص الموارد، وتوفير السيولة من خلال ما توفره هذه الأسواق من أدوات متنوعة مثل الأسهم والسندات والعملات والسلع، أين يتم من خلالها تحديد الأسعار عبر تفاعل العرض والطلب وتوفير جميع البيانات الضرورية عن قيمة الأصول، وبذلك فهي تخدم كل من الأفراد والشركات والاقتصاد بوجه عام. وتعتبر كفاءة السوق المالية بمثابة حجر الزاوية في مجال الاستثمار في الأسواق المالية لما لها من تأثيرات كبيرة على المستثمرين وصانعي السياسات والباحثين، فكلما كان السوق يتمتع بالكفاءة فهذا يعني أن الأوراق المالية مسعرة بشكل صحيح، حيث تتعدد مستويات كفاءة السوق المالية بين المستوى الضعيف الذي يركز على البيانات التاريخية ويعتمد على التحليل الفني، والمستوى شبه القوي الذي يشمل البيانات المالية المتاحة علناً ويستند إلى التحليل الأساسي، والمستوى القوي الذي تعكس فيه الأسعار السوقية جميع المعلومات، سواء كانت عامة أو خاصة مما يستحيل على أي مستثمر تحقيق عوائد أعلى من المتوسط.

وبما أن الأسواق المالية تعد بوصلة الاقتصاد، فإن قياس أدائها وكفاءتها يعتمد على مجموعة من المؤشرات التي يستخدمها صانعو السياسات والمحللون لتقييم الأداء العام للاقتصاد، والتي تعد بمثابة مرآة تعكس الوضع الاقتصادي العام حيث تساعد هذه المؤشرات المستثمرين على اتخاذ القرارات الصائبة بشأن استثماراتهم وتطوير استراتيجيات سوقية فعالة، كما تستخدم كأداة فعالة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أي تغييرات فعلية في السوق، فنجد من بين هذه المؤشرات مؤشر حجم السوق المعبر عنه بالقيمة السوقية وعدد الشركات، في حين يقدم كل من حجم التداول ومعدل الدوران نظرة سريعة حول سيولة السوق، فكلما كانت أحجام التداول منخفضة دل ذلك على نقص السيولة، وكلما كانت مرتفعة دل ذلك على إمكانية شراء وبيع الأوراق المالية بسرعة دون التأثير بشكل كبير على أسعارها، بالإضافة إلى مؤشر درجة التركيز، مؤشر عدم الاستقرار ومؤشر اندماج السوق وتسعير الأصول الرأسمالية.

ونظرا للأهمية البالغة للأسواق المالية أردنا التطرق في هذا الفصل إلى الإطار النظري للأسواق المالية من خلال تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، حيث سنخصص المبحث الأول للحديث عن الأسواق المالية من حيث المفهوم والنشأة ومراحل التطور، ثم سنتناول في المبحث الثاني أهم التقسيمات للأسواق المالية ومختلف أدواتها، لتتعرف في المبحث الثالث على كفاءة الأسواق المالية وأهم ومؤشراتها.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

أصبحت الأسواق المالية في عصرنا الحالي جزءاً لا يتجزأ من البنية التحتية الأساسية لعمل الاقتصادات الحديثة، وهذا بعد أن شهدت تطورات عديدة على مر العصور، فاليوم لم يعد التعامل في هذه الأسواق مقتصرًا على أماكن محددة، بل أصبحت عمليات التداول تتم عبر منصات إلكترونية لتداول الأدوات المالية بمختلف أنواعها، كما أن تعدد وظائف هذه الأسواق جعلها تلعب دورًا مركزيًا في تعزيز النمو من خلال تعبئة المدخرات من المقرضين وتوجيهها نحو المقترضين لتحقيق الاستثمارات المنتجة التي تساهم في تكوين رأس المال اللازم لعملية التطوير الاقتصادي.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية، نشأتها ومراحل تطورها

أولاً- مفهوم الأسواق المالية:

مصطلح السوق المالي يتألف من كلمتين: "السوق" و"المال"

1- تعريف السوق لغة واصطلاحاً:

1-1- تعريف السوق لغة: جاء في المعجم الوسيط، السوق هو الموضع الذي يُجلب إليه المتاع والسلع للبيع والابتاع (تؤنث وتذكر)¹.

1-2- تعريف السوق اصطلاحاً: يعرف السوق في الاصطلاح الفقهي بأنه اسم لكل مكان حدث فيه التبايع بين الأفراد المشاركين في البيع، فلا يقتصر الحكم المشار إليه على المكان المعروف باسم "السوق"، بل ينطبق على كل موقع يحدث فيه التبايع².

ويعرف السوق اصطلاحاً على أنه المجال أو الإطار الذي يجمع بين البائعين (جانب العرض) والمشتريين (جانب الطلب) لبيع سلعة، خدمة، أصل مالي أو نقدي، أو حتى عناصر الإنتاج، والسوق بهذا المعنى يجب أن يحقق شرطين أساسيين³:

✓ **الأول:** التواصل الوثيق بين البائعين والمشتريين الذي يمكن أن يتم بطرق متعددة، سواء كان ذلك بالمقابلة المباشرة أو من خلال وسيط (مثل السمسار)، أو عبر الهاتف، أو عبر شبكة الإنترنت، أو عن طريق المراسلات، وسائر وسائل التواصل الأخرى.

¹ مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط (عربي/عربي)، ط4، مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004، ص 465.

² أركان عبد اللطيف، إيمان عبد الله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مجلة العلوم الإسلامية، المجلد 1، العدد 22، جامعة تكريت، العراق، 2014، ص 2.

³ عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص 66.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ الثاني: وحدة السعر للسلعة الواحدة أو للسلع المتشابهة في سوق واحد أو في كل الأسواق، ولا يتأثر هذا السعر بالاختلافات الناتجة عن معاملات خاصة مثل تكاليف الشحن أو الرسوم الجمركية وما شابهها.

2- تعريف المال لغة واصطلاحاً:

2-1- تعريف المال لغة: تأتي كلمة المال في اللغة من (مول) وهو ما يمتلكه الإنسان من كل شيء، وجمعه هو أموال، ويُشار إلى كلمة المال بالضميرين المذكر والمؤنث حيث يمكن القول "هو المال" أو يقال "هي المال" وهي من الفعل تَمَوَّل¹.

كما تستخدم عبارة رجل مال للدلالة على الرجل الذي يمتلك كمية كبيرة من المال، ونقول تَمَوَّلَ الرجل إشارة إلى الشخص الذي أصبح ذا مال، والجدير بالذكر أن المفهوم الاقتصادي للمال يختلف عن المفهوم الشائع الذي يتبادر إلى أذهان كافة الناس، فكل ما يستفاد منه أو ينتفع به على أي وجه من وجوه النفع يعد مالا².

2-2- تعريف المال اصطلاحاً: يطلق مصطلح المال على ما يتم امتلاكه من موارد سواء كانت قليلة أو كثيرة وكل ما يتمول ويُمتلَك بما في ذلك الأرض الخصبة ومنتجاتها وجميع الحيوانات التي تعيش على هذه الأرض وتتغذى على منتجاتها ويشمل كل عمليات البيع والشراء والاقتناء³.

وكلمة المال في الأصل يرتبط معناها بالذهب والفضة، وتم توسيع مفهوم هذه الكلمة ليشمل كل ما يقتنيه الإنسان من ممتلكات سواء كانت ثياباً أو متاعاً أو عروضاً وأكثر ما يُطلق المال عند العرب على الإبل، نظراً لأنها كانت تُعد أكثر ممتلكاتهم، ومن توسع أكثر فقد عرفه بأنه يشمل كل ما يمتلكه الإنسان ويقتنيه من جميع الأشياء⁴.

أما بالنسبة لمصطلح المال في لغة المتعاملين في الأسواق المالية وخبراء البورصات، يُشير هذا المصطلح إلى نوع خاص من الأموال، وهي الأموال بصورتها النقدية، يعني ذلك أن كل الأدوات المالية التي يتم إصدارها في السوق المالية، مثل

¹ نعمة خلف سليمان الخالدي، الإعفاءات المالية في الأحوال الشخصية والعقوبات -دراسة فقهية مقارنة-، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 13.

² سيداً شيخ زرار، صور الرقابة على المال العام ونظم حمايته (في الفقه الإسلامي والقانون الوضعي دراسة مقارنة)، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2016، ص 44.

³ منال إبراهيم عشري، التكتلات الاقتصادية المعاصرة في العالم الإسلامي (الدين - المال - التكامل)، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020، ص 51.

⁴ باسم محمد حسين علي الدليمي، أحكام القيمة في الفقه الإسلامي، ط1، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2006، ص 36.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

الأسهم والسندات والأذونات وما شابهها، يتم إصدارها بهدف جمع وتجميع الأموال على شكل نقد سائل، وذلك من أجل استخدامها كرأس مال للشركات أو لأغراض أخرى تتطلب توفر السيولة النقدية¹.

3- تعريف الأسواق المالية: تجدر الإشارة إلى أن مفهوم السوق المالي ينبثق من مفهوم السوق بشكل عام، وإذا كان معنى السوق قد تطور ليشير إلى كل تعامل في سلع معينة أو غيرها، سواء تم ذلك بواسطة الالتقاء المباشر في مكان معين، أو بواسطة طرق غير مباشرة مثل شبكات الاتصال الهاتفية وغيرها، فإن السوق المالية تعبر عن التعامل في الأموال من خلال عمليات العرض والطلب ويتم ذلك إما في أماكن محددة مثلما يحدث في بورصات الأوراق المالية، أو عبر وسائل الاتصال المتنوعة مثل السوق الموازية، من خلال المؤسسات المالية المتخصصة في تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً مثل بيوت السمسرة وشركات الاستثمار والبنوك التجارية².

وهناك جملة من التعريفات التي قدمت للأسواق المالية منها:

- التعريف الأول: سوق المال هي عبارة عن آلية لانتقال الأموال بين مقدمي القروض (أصحاب المدخرات) والمقرضين (أصحاب الاستثمارات) الذين يرغبون في استغلال هذه الأموال، فمن خلال هذه السوق يتم تجميع مدخرات الملايين من الأفراد وتحويلها إلى المقرضين، حيث توجد هناك فرص لأولئك الذين لا ينفقون كامل دخلهم لتوجيهها إلى أولئك الذين يحتاجون إلى مزيد من الأموال مقارنة بما يملكون، وبالتالي هذه السوق عبارة عن قنوات يتمكن من خلالها أولئك الذين لا ينفقون كل دخولهم من وضع أموالهم تحت تصرف أولئك الذين يتجاوز إنفاقهم حجم دخولهم³.

- التعريف الثاني: يُعرف سوق الأوراق المالية على أنه نظام يجمع بين البائعين والمشتريين لأصول مالية معينة أو أنواع محددة من الأوراق المالية، هذا النظام يتيح للمستثمرين الفرصة لشراء وبيع الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية داخل الأسواق المالية، يمكن القيام بهذه العمليات إما من خلال السماسرة أو الشركات المختصة في هذا المجال، ونظرًا لنمو شبكات ووسائل الاتصال تم التقليل من أهمية الحاجة إلى التواجد الجغرافي في مقر السوق المالية المركزية، مما سمح

¹ شافية كتاب، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية-، ط1، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014، ص 7.

² مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، ط1، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 4.

³ Lawrence S.Ritter, William L. Silber, **Principles of Money, Banking and Financial Market**, Fifth Edition, Basic Books, Inc, Publishers, New York, 1986, P 67.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

بإجراء الصفقات خارج السوق المالية من خلال شركات السمسرة المنتشرة في الأماكن المتعددة¹، حيث تمثل الأسواق المالية واجهة الحضارة الحديثة لاقتصادات البلدان وتعزز من تقدمها، وتطورها جاء كنتيجة للتقدم الاقتصادي والصناعي الذي شهدته معظم الدول في العالم².

- التعريف الثالث: السوق المالية هي الإطار الذي يجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، بغض النظر عن وسيلة التواصل أو المكان، ومن الضروري توافر قنوات اتصال فعالة بين المشتريين والبائعين في السوق، مما يضمن أن الأسعار تكون متماثلة في أي لحظة زمنية معينة للأوراق المالية المتداولة³.

- التعريف الرابع: تعرف السوق المالية على أنها الوسيط الذي يمكن المدخرين الذين يرغبون في الاستثمار من خلال مدخراتهم - سواء بشكل مباشر أو من خلال وسطاء- من توجيه هذه المدخرات نحو مؤسسات الأعمال وأصحاب المشروعات والأفراد، ويشمل هؤلاء الوسطاء كافة أنواع المؤسسات مثل المصارف وشركات التأمين ومؤسسات التقاعد وشركات الصناديق المشتركة ومؤسسات الاستثمار وشركات السمسرة وتقوم الأسواق المالية من خلال هؤلاء الوسطاء بتحقيق توازن بين الأموال المتاحة للاستثمار والفرص المتاحة التي تقدمها هذه المؤسسات في مجال النشاط الاقتصادي⁴.

- التعريف الخامس: السوق المالي يُعرف بأنه السوق الذي يُستخدم لتمويل الاستثمارات طويلة ومتوسطة الأجل من قبل مختلف القطاعات الاقتصادية، بما في ذلك القطاع الحكومي والشركات والأفراد، ويعتمد نجاح هذا السوق على عدة عوامل، منها توافر المدخرين وكفاءة البنية التحتية الاقتصادية، بالإضافة إلى ملائمة التشريعات المتعلقة بتعزيز الاستثمار⁵.

من خلال ما سبق يمكن القول أن السوق المالي هو عبارة عن حلقة الوصل التي تربط بين فئتين اثنتين هما أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي وهو الفضاء الذي يسمح بالتقاء العروض والطلبات على

¹ محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993، ص 52.

² رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق- رأس المال- مؤسسات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999، ص 17.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة -الجزء الأول-، ط1، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 34.

⁴ محمد صالح بن ألفا عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2015، ص 26.

⁵ نوال بوعلام سمر، البورصة والأسواق المالية، ط1، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2021، ص 30.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

الأدوات المالية وبالتالي انتقال الأصول بمختلف أنواعها بين الفئتين، بما يضمن سهولة تداولها وتحويلها من مدخرات مكتنزة إلى استثمارات فاعلة تساهم في خدمة الاقتصاد على المدى المتوسط والطويل.

ثانياً- نشأة الأسواق المالية:

تعود جذور الأسواق المالية إلى عهد الرومان ففي القرن الخامس قبل الميلاد، أسس الرومان Colleg In Marcaterum، حيث قامت الإمبراطورية الرومانية بجمع الأموال من المدخرين بهدف تمويل مشاريع بناء روما، ولما تطلبت هذه المشاريع الضخمة تجميع مبالغ كبيرة من الأموال، جاءت فكرة اللجوء إلى الأفراد في المجتمع وتوزيع عبء الاستثمار عليهم من أجل المساهمة في تمويل هذه المشاريع¹.

جاء لفظ بورصة من المكان الذي كان يجتمع فيه التجار في مدينة بروج Bruges في بلجيكا، وتحديدًا في بيت أحد الأشخاص المرموقين في المدينة، خلال تلك الفترة هاجرت بيوت تجارة وصيرفة إيطالية إلى بروج وأسسوا مستعمراتهم هناك، وأقاموا مراكز تجارية مشهورة عالمياً، وكانت ثلاث قنصليات إيطالية (جنوة، البندقية وفلورنسا) تعتبر مقراتها الدائمة في قلب مناطق الأعمال في بروج قنصلية البندقية في العصور السابقة، كان لها مقر دائم في فندق تملكه عائلة Bourse، أفراد هذه العائلة اشتهروا بأعمال الوساطة والسمسرة للزوار والتجار الذين كانوا يزورون الفندق، وكانوا يجتمعون في المنزل أو في بيت أحد الصيارفة في المدينة نفسها، حيث كان يضع كيساً من النقود على واجهة المنزل. وكلمة Bourse الفرنسية تعني كيساً بالعربية، حيث كان عمل أفراد عائلة Van de bourse بمدينة بروج هو الوساطة بين هؤلاء التجار، وكان صاحب الدار صيرفياً، ونقش ثلاثة أكياس نقود على واجهة منزله دلالة على حرفته وسميت عائلته باسم Bourse الذي اشتق منه اسم البورصة هذا الرمز الذي يمثله وضع كيس نقود على واجهة المنزل هو ما أسس لاحقاً لاستخدام كلمة البورصة للإشارة إلى المكان الذي يتم فيه التداول والوساطة في الأوراق المالية².

يرى المؤرخون أن عام 1339 م، يعتبر نقطة بداية مفهوم البورصة، نسبة إلى اسم عائلة الشخص الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية في ذلك الوقت، الذين كانت وظيفتهم الرئيسية هي استقبال الإيداعات ومنح القروض، لتسهيل عمليات التجارة بين البائعين والمشتريين ثم زاد عدد الوسطاء بشكل كبير، وبدأت

¹ محمد صادق اسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، ط1، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016، ص 20.

² أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة -دراسة فقهية-، ط1، دار الكتاب الثقافي، عمان، الأردن، 2018، ص 20.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

أسعار العملات تتحدد بناءً على عوامل مثل كثرة العملات وندرتها، عرضها وطلبها، بالإضافة إلى التغيرات الطارئة على العملات المحلية والأجنبية¹.

في عام 1688 أسست في إنجلترا بورصة الأوراق المالية، حيث بدأ التداول في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري، إلى جانب أسهم شركة الهند الشرقية وبعض الشركات الأخرى، وشهدت هذه الفترة تطوراً في عملية تبادل الأوراق التجارية، خاصة فيما يتعلق بالكمبيالات، كانت من أبرز ملامح هذه الفترة القرار الصادر عن الملك وليم الثالث في عام 1693، الذي تم بمقتضاه منح مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يريد شرائه، وكانت المعاملات على هذه الأوراق تجرى بالقرب من مباني بورصة البضائع أو في المقاهي القريبة منها، ومع قيام الثورة الصناعية نشأت المشاريع الضخمة التي كان من الصعب لمستثمر فردي تنفيذها بمفرده، حيث دعت الحاجة إلى قيام مؤسسات تجذب مدخرات الأفراد وتستثمرها في المشروعات الإنتاجية، وفي هذه الفترة أيضاً ازداد التعامل في الأوراق المالية، مما أدى إلى ضرورة إنشاء أسواق الأوراق المالية المستقلة ووضع النظم التنظيمية لها، وفي عام 1773 أنشئت أول بورصة للعمل في الأوراق المالية في لندن، وبعدها جاء تأسيس عدة أسواق في كل من باريس في عام 1808، ونيويورك في عام 1821، ثم في طوكيو في عام 1877، وأخيراً تم تأسيس بورصة في هونغ كونج في عام 1891، بعد ذلك انتشرت بورصات الأسهم والسندات في العديد من دول العالم². وهناك عدة عوامل أدت إلى نشأة الأسواق المالية نذكر منها³:

- **التغير الصناعي:** التغير الصناعي أدى إلى تحول كبير في أوروبا، حيث انتقل الإنتاج من الصناعات الصغيرة إلى الصناعات الكبيرة، هذا التغير الجذري ساهم في توليد الحاجة إلى المواد الخام التي تحتاج إليها هذه الصناعات.
- **زيادة السكان:** انتشار المدن وزيادة عدد السكان خلال الثورة الصناعية أثر بشكل كبير على الحاجة إلى توفير المواد الغذائية، هذه الزيادة في الحاجة أدت إلى نشوء سوق عالمي لتجارة المحاصيل الزراعية، ثم ظهرت فئة من التجار تعرف بالمضاربين، وفئة أخرى تعرف بتجار الجملة، وتأسست البورصات لتكون مكاناً ملائماً ومنظماً لإجراء هذه المعاملات.

¹ قبصر عبد الكريم الهيبي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009، ص 208.

² أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

³ شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، ط1، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص 34.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

- **اقتراض الحكومات:** كان لزاماً على الحكومات خلال فترات الحروب اللجوء إلى الاقتراض من المواطنين لتمويل مصاريف الحروب والحصول على المواد الصناعية اللازمة والبحث عن أسواق لبيع منتجاتهم، حيث تمثلت هذه العملية في تقديم الحكومات لمستندات لهؤلاء المقرضين.
 - **اقتراض الشركات:** لجأت الشركات إلى الاقتراض وتقديم المستندات لهؤلاء الدائنين بناءً على فكرة أن هذه المستندات تعتبر تأميناً ويمكن بيعها في أي وقت ترغب فيه هذه الشركات لزيادة رأسمالها.
 - **ضخامة المشروعات:** مع تطور الصناعة وزيادة حجم المشروعات وتوسع رأس المال المطلوب لتأسيس الشركات أصبح من الضروري البحث عن مصادر تمويل لهذه الشركات، نتيجة لذلك ظهرت شركات المساهمة، حيث تم تجزئة رأس مالها إلى أسهم يمكن للأفراد شراؤها للمشاركة في تمويل وإدارة هذه الشركات.
- ثالثاً- مراحل تطور الأسواق المالية:** تطور مفهوم السوق المالي تبعاً لوظائفه المتجددة حيث مرت فكرة السوق المالي بعدة مراحل وهي:

الجدول رقم II-1: مراحل تطور الأسواق المالية

المراحل	التطورات التي شهدتها الأسواق المالية
المرحلة الأولى	شهدت هذه المرحلة زيادة ملحوظة في عدد البنوك الخاصة ومكاتب الصرافة، مما أدى إلى ارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وبدأ الأفراد في الاهتمام بشكل متزايد باستثمار مدخراتهم في مجموعة متنوعة من المشروعات المختلفة سواء كانت تجارية أو زراعية أو عقارية، هذا التطور أدى إلى زيادة حجم المعاملات التجارية والمشروعات التي تطلبت المزيد من رؤوس الأموال حيث وجد الأفراد أنفسهم عاجزين عن تمويل هذه المشروعات بمواردهم الشخصية، لذا بدأوا في اللجوء إلى البنوك للحصول على القروض حيث قد يترتب على هذا الاقتراض عواقب وتحديات وخيمة، مثل تحمل تكاليف الفائدة وتقييدات السداد ومخاطر أخرى قد تؤثر على الوضع المالي للأفراد.
المرحلة الثانية	في هذه المرحلة بدأت البنوك المركزية بالظهور وممارسة دور كبير في تنظيم النظام المالي والتأثير فيه بشكل ملحوظ بعد أن كانت البنوك التجارية تتمتع بحرية مطلقة في أداء أنشطتها المصرفية في المرحلة الأولى ومع دخول المرحلة الثانية أصبحت البنوك التجارية تعمل بشكل تقليدي على خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً للقواعد والتوجيهات الصادرة من البنك المركزي وبالتالي بدأت القروض

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

التي تقدمها هذه البنوك تكون محددة وموجهة بشكل أكبر من قبل البنك المركزي. وبالرغم من زيادة الطلب من قبل الأفراد على القروض، إلا أنها أصبحت تخضع لضوابط ولوائح صارمة تفرضها البنوك المركزية.	
ما ميز هذه المرحلة ظهور البنوك المتخصصة في تقديم القروض متوسطة وطويلة الأجل، مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية، بالإضافة إلى بنوك التنمية والاستثمار، وغيرها، هذه البنوك بدأت تلعب دورًا مهمًا في تمويل المشاريع المختلفة من خلال القيام بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل كوسيلة لتمويل احتياجاتها من الأموال وتمويل المشاريع التي تقوم بها. بالإضافة إلى ذلك، يقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزنة كوسيلة لجمع الأموال وتوجيهها نحو الاحتياجات اللازمة لتمويل المشاريع ويسهم في تحقيق النمو الاقتصادي.	المرحلة الثالثة
في هذه المرحلة بدأت تظهر الأسواق النقدية بشكل ملحوظ، ومع ذلك كانت السمة البارزة في هذه المرحلة هي زيادة حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول تمثل هذه الزيادة بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي، هذا التطور يشير إلى تزايد النشاط والتداول في الأوراق المالية والأدوات المالية قصيرة الأجل، مما يشير إلى اتجاه نحو تكامل أكبر بين الأسواق النقدية والأسواق المالية وهذا يمكن أن يكون له تأثير إيجابي على توفير السيولة وزيادة فعالية الأسواق المالية بشكل عام.	المرحلة الرابعة
تم في هذه المرحلة اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، وأيضاً اندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية، حيث تسبب تطور وسائل الاتصال المختلفة وظهور البورصات العالمية في تقارب الأسواق المالية المحلية والعالمية.	المرحلة الخامسة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 14.

نلاحظ مما سبق أن المراحل التي مرت بها الأسواق المالية في تطورها مكنت الأفراد والمستثمرين من الوصول إلى الأسواق والفرص الاستثمارية العالمية بشكل أسهل وأكثر فعالية من أي وقت مضى، كما أصبح بالإمكان التداول عبر الحدود باستخدام البورصات العالمية كوسيلة للوصول إلى مختلف الأصول المالية مما أتاح الفرص أمام المستثمرين للتنوع في محافظهم والوصول إلى أسواق مالية عالمية متنوعة هذا التطور يعكس أيضاً تأثير العولمة وتقدم التكنولوجيا

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

على الأسواق المالية، وهو ما يساهم بدوره في تعزيز تكامل الأسواق المالية العالمية وتطوير الأسواق المالية المحلية من خلال توفير فرص استثمارية أوسع وأكثر تنوعاً.

المطلب الثاني: عناصر السوق المالي، أركانه وخصائصه

أولاً- عناصر السوق المالي:

السوق المالي يجب أن تتوفر فيه مجموعة من العناصر التي يبينها الشكل الموالي:

الشكل رقم II-1: عناصر السوق المالي

الأوراق المالية

- كالأسهم القابلة للتحويل والتداول، وأدوات الدين أي السندات القابلة للتداول، ووثائق صناديق الاستثمار وهي تمثل السلع التي يتم تداولها في هذا السوق.

المتعاملون

- وهم البائعون والمشترون (المستثمرون) والوسطاء والمؤسسات والشركات المالية، باعتبارهم محل الحماية القانونية كالمستثمرين أو باعتبارهم محل اهتمام المشرع بالتنظيم التشريعي لضبط التعاملات التي ترد على الأوراق المالية.

المعلومات

- وهي العنصر الأكثر فعالية في الواقع العملي، باعتبارها محفز لاتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الامتناع عن ذلك والاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرتقبين.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2015، ص35.

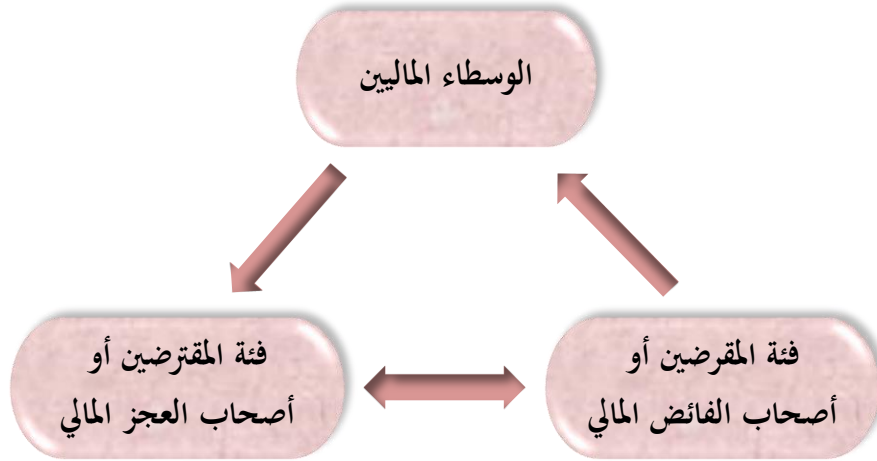
ثانياً- أركان السوق المالي:

كما سبق وأن أشرنا في مفهوم السوق المالي إلى أنه يرمز إلى ذلك الإطار أو الفضاء الذي يجمع بين المدخرين وهم أصحاب الفائض المالي والمستثمرين الذين يندرجون تحت مسمى أصحاب العجز المالي، لذلك فإن كل منها يشكل ركناً أساسياً من أركان السوق المالي ونظراً لأن المقرضين والمقترضين لا يعرفون بعضهم البعض، ويعتمدون في تعاملاتهم

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

على تدخل طرف ثالث بينهما الذي يسمى الوسيط فإن هذا الأخير يعتبر أيضا ركنا أساسيا من أركان السوق المالي وبالتالي يمكن أن نقول أن هناك ثلاثة أركان أساسية للسوق المالي المبينة في الشكل أدناه:

الشكل رقم II-2: أركان السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: محمد أحمد الكايد، الإدارة المالية الدولية والعالمية، التحليل المالي والاقتصادي، ط1، دار كنوز للمعرفة، عمان، الأردن، 2010، ص 164

1- فئة المقرضين أو أصحاب الفائض المالي:

تتألف فئة المقرضين أو أصحاب الفائض المالي، المعروفين أيضاً بمصطلح المستثمرين في السوق المالي، من الأفراد والمؤسسات الذين يتمتعون بارتفاع دخولهم النقدية مقارنة باحتياجاتهم الاستهلاكية فيميلون لتوظيف مدخراتهم في السوق المالي، سواء من خلال القيام بعمليات إقراض مباشرة أو من خلال التداول في الأوراق المالية، وتلعب المؤسسات المالية مثل البنوك التجارية والمتخصصة وشركات التأمين والاستثمار دور المقرض أو المستثمر، إذ تقوم بجمع المدخرات من مختلف القطاعات في الدولة وتوظيفها في صورة أوراق مالية، وتعتبر هذه المؤسسات من أكبر مالكي السيولة ومن أهم المشاركين في البورصة، ومع ذلك يظل مصدر الاستثمارات الرئيسي يعود إلى مدخرات الأفراد حيث تشكل فوائضهم النقدية التي يتم تجميعها المحرك الرئيسي لتلك المؤسسات¹.

2- فئة المقرضين أو أصحاب العجز المالي:

أصحاب هذه الفئة عكس الفئة الأولى، هم الذين تزيد نفقاتهم عن مجموع الدخل الذي يحققونه، ببساطة يمكن وصفهم بأنهم يواجهون حاجة مستمرة للأموال لتغطية العجز في ميزانيتهم، هؤلاء يشكلون الطرف الذي يحتاج إلى

¹ مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني - دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015، ص 9.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

التمويل وتعتبر الشركات في كثير من الأحيان أحد أبرز الأمثلة عن هذه الفئة التي تكون بحاجة دائمة للأموال لتغطية نفقاتها وتلبية احتياجاتها المالية¹.

3- الوسطاء الماليين (صُناع السوق):

الوسطاء الماليون هم أشخاص يتمتعون بالاستقلالية والحياد، يتم اختيارهم بحرص لتمثيل مجموعة متنوعة من الخبراء من حيث الثقافة والمهنة والخلفية العامة، يُعتبر الوسطاء أو السماسرة من أهم الفاعلين الرئيسيين في البورصات، نظرًا لدورهم الحيوي في تقديم مجموعة متكاملة من الخدمات التي يحتاجها المتعاملون في السوق، فهم يلعبون دورًا رئيسيًا في توجيه السوق وتحفيز التعامل على الأوراق المالية المتداولة، وفي كثير من الأحيان، يكون السمسار هو المحرك النشط لأوراق مالية معينة، لذلك يُعتبر وجوده ضروريًا للتعامل في البورصة، ليس فقط بصفته الوسيط الذي تتم من خلاله المعاملات، ولكن أيضًا لتقديمه النصائح والمشورة والرؤى المستقبلية المتعلقة بالسوق والأوراق المالية، كما يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية نيابةً عن العملاء، ويبلغهم بتطورات الأسعار وتقلباتها بشكل مستمر عبر الهاتف أو وسائل الاتصال المختلفة².

وينقسم الوسطاء الماليين والسماسرة داخل البورصة إلى:

3-1- السمسار Broker: هو شخص له دراية وكفاءة عالية فيما يتعلق بالأوراق المالية، يتولى إجراء عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية خلال المواعيد الرسمية، وذلك لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري، كما يتحمل مسؤولية صحة كل عملية يقوم بها، ويُعرفون بسماسرة الخصم، وهم شركات سمسة تقدم الحد الأدنى من الخدمات للعملاء، حيث يقتصر دورهم على تنفيذ عمليات البيع والشراء مقابل عمولة.

3-2- السماسرة الوكلاء Broker Agents: هناك نوع آخر من السماسرة يُعرف بالسمسار الوكيل، الذي يقدم جميع الخدمات التي يحتاجها المستثمر، بدءًا من إجراءات البيع والشراء وصولاً إلى تقديم النصائح والمشورة لاتخاذ القرارات الملائمة³.

3-3- سمسار الصالة Lounge Broker: هو السمسار المستقل الذي يتمتع بكامل الاستقلالية، حيث لا ينتمي إلى شركة معينة، بل يقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يطلب منه السماسرة أو الوكلاء تنفيذها نيابة عنهم، يحدث هذا عندما يرغب السمسار الوكيل في تنفيذ أوامر متعددة تتعلق بأسهم متعددة في نفس الوقت، ولا يستطيع

¹ زيتوني عبد القادر، أدوات وتقنيات التمويل البنكي، ط1، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2023، ص 22.

² مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014، ص 122.

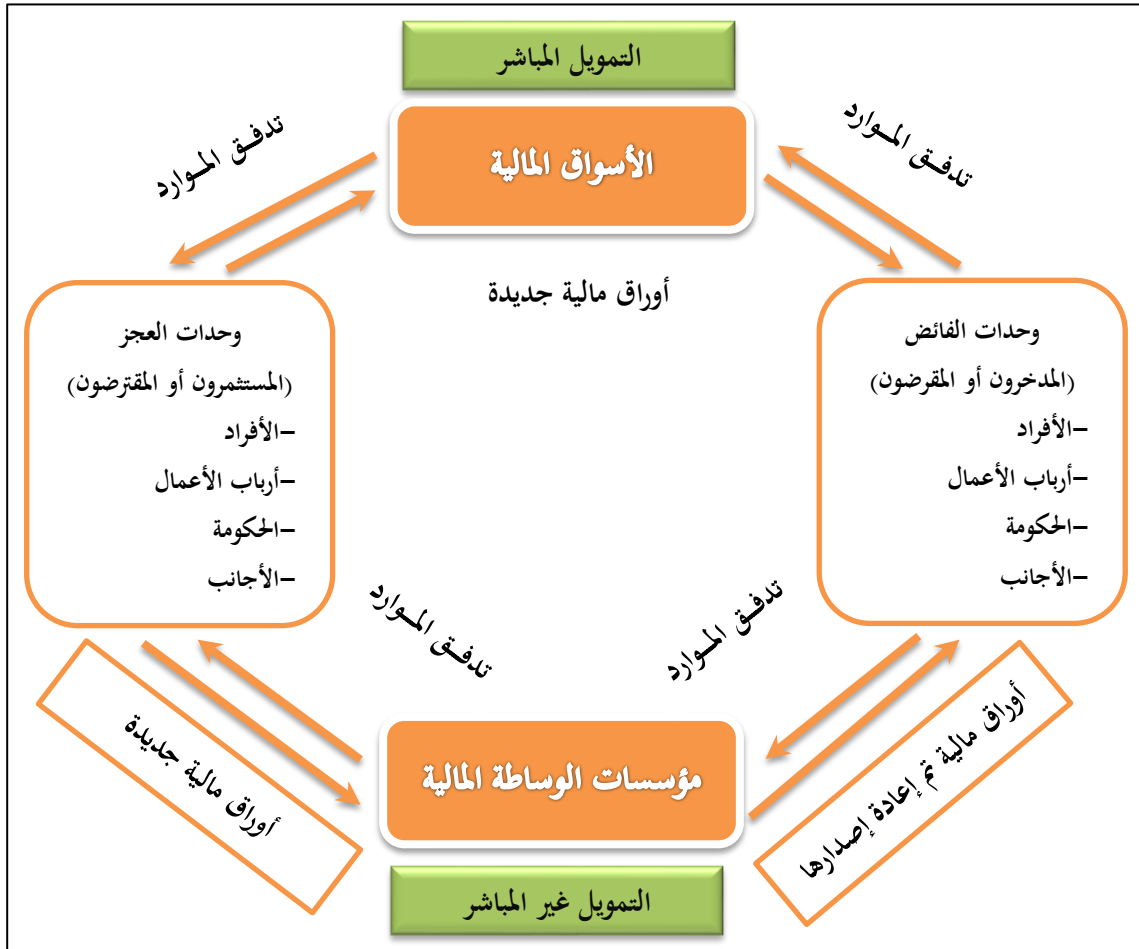
³ شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، ط1، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2017، ص 89، ص 90.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

التواجد في جميع الأسواق المختلفة في آن واحد، في هذه الحالة، يتعاقد مع سمسار الصالة ليقوم بتنفيذ هذه الأوامر نيابةً عنه، مع تحصيل جزء من العمولة التي يتقاضاها السمسار الوكيل¹.

3-4- تجار الصالة Traders: هم الأشخاص الذين يقومون ببيع وشراء الأوراق المالية فقط لحسابهم الخاص، ولا يملكون الحق في تنفيذ أوامر الجمهور أو السماسرة، يستفيدون في غالب الأحيان من الفروقات في الأسعار نتيجة لتنفيذهم لعمليات البيع والشراء السريعة².

الشكل رقم II-3: دورة التدفق المالي المباشرة وغير المباشرة بين وحدات الفائض والعجز



المصدر: محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2018، ص152.

ثالثاً- خصائص الأسواق المالية:

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية - دراسة فقهية مقارنة-، ط1، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2013، ص 19.

² عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2006، ص 41.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

تمتاز الأسواق المالية بعدة خصائص تميزها عن غيرها من الأسواق، ومن هذه السمات¹:

- ✓ تعد وسيلة للتفاعل بين البائعين والمشتريين بغض النظر عن المكان الجغرافي للسوق، حيث تعتبر هذه الأسواق وسيلة لالتقاء وتبادل الأصول المالية.
- ✓ تنوع الأدوات المتداولة فيها مع اختلاف مستويات كفاءتها.
- ✓ زيادة حجم التبادلات والمعاملات التجارية فيها والمتعلقة بالاستثمارات الأجنبية.
- ✓ قدرتها على تنفيذ العمليات بسرعة، حيث يتم العمل في الأسواق المالية بشكل يعتمد كثيرا على شركات الاتصالات الدولية، سواء في عقد الصفقات أو رصد وتنفيذ العمليات، وتتميز هذه الشبكات بالتقنيات الحديثة.
- ✓ التقلبات الحادة التي تتميز بها الأسواق المالية نتيجة لارتفاع درجة الحساسية الناجمة عن نشاطات المضاربة.
- ✓ تتميز الأسواق المالية بكونها موردا هاما يساهم في عملية تمويل الاقتصاد.

المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية، أهميتها ومتطلباتها

أولا- وظائف الأسواق المالية:

هناك العديد من الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية التي تتجلى كما يلي:

1. تعزيز كفاءة إدارة الاقتصاد من خلال إدارة السيولة التي تحققها الأسواق المالية، وهذا يشمل تحفيز الادخار وتوجيهه نحو الاستثمارات المناسبة، بالإضافة إلى التفعيل الصحيح للمدخرات الذي يتضمن الحفاظ على احتياطات نقدية توجه لتلبية الاحتياجات الطارئة.
2. توجيه وتخصيص الموارد المالية المتاحة في السوق، سواء من خلال المدخرين مباشرة أو عبر وسطاء، الذي يهدف إلى تحقيق أقصى كفاءة، يتضمن ذلك تحديد أسعار تلك الأموال بطريقة تسعى إلى تحقيق التوازن بين العرض والطلب عليها، مع مراعاة المخاطر الائتمانية المرتبطة بالمقترضين، والوضع الضريبي الساري في السوق، والسياسات النقدية المعمول بها².
3. توفر الأسواق المالية الحماية للمستثمرين ضد العديد من المخاطر المالية التي تواجه استثماراتهم وذلك عن طريق تنويع هذه الاستثمارات، حيث يمكن تحقيق ذلك من خلال بناء محفظة استثمارية تشمل مجموعة

¹ دريش زهرة، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة - دراسة قياسية باستخدام نموذج **ARDL**، أطروحة دكتوراه في علوم التسويق، جامعة جيلالي البابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2020، ص 41.

² علي سيد اسماعيل، مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية، ط1، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2018، ص 181.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

متنوعة من الأدوات المالية ولقطاعات اقتصادية مختلفة، فالأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية تعد وسيلة لنقل المخاطر، حيث تمكن المستثمرين من شراء وبيع المخاطر مع الاحتفاظ بتلك التي يرونها ذات قيمة والتخلص من المخاطر التي لا يرغبون فيها¹.

4. توفر الأسواق المالية للمقرضين والمقرضين ميزة كبيرة من خلال تقليل الجهد والتكلفة اللازمين للبحث عن بعضهم البعض، فالشركات الراغبة والقادرة على الاقتراض على سبيل المثال يمكنها توفير الوقت والجهد والتكاليف التي تنجم عن البحث المباشر عن ممولين من خلال طرح أوراقها المالية في سوق الأسهم والسندات للاكتتاب العام، مما يسهل عليها الوصول إلى مصادر تمويلية، وهذه الفائدة تمتد أيضًا إلى المقرضين حيث يمكنهم بسهولة الوصول إلى قوائم شاملة من الأوراق المالية المتاحة في سوق الأسهم والسندات.

5. تقدم الأسواق المالية معلومات منتظمة لأصحاب الفوائض عن المراكز المالية والائتمانية للمقرضين، هذه المعلومات كان من الصعب الوصول إليها بدون تكاليف عالية في الماضي، وفي الواقع توجد في الأسواق المالية مؤسسات يديرها السماسرة وتجار الأصول مختصة في توفير خدمات البحث والتحليل المالي، توفر هذه المؤسسات تقديرات وآراء خبراء حول الحالة المالية للشركات المقترضة، وإذا ما حاول المقرضون جمع هذه المعلومات بأنفسهم لكان ذلك مكلفًا للغاية بالإضافة إلى ذلك، لن تكون المعلومات التي يجمعونها بجهودهم الشخصية على نفس مستوى الدقة والاحترافية كما يقدمها خبراء الأسواق المالية.

6. الأسواق المالية توفر بيئة تنافسية صحية للمقرضين والمقرضين على حد سواء، هذه البيئة التنافسية تسمح للمقرضين بالحصول على عوائد أعلى مما يمكنهم تحقيقه، مع مراعاة درجة المخاطر التي يتحملونها في حالة عدم وجود الأسواق المالية، فقد يجد المقرضون أنفسهم مضطرون إلى تقديم قروضهم للمقرضين المحليين فقط وبعوائد أقل على الرغم من وجود مقرضين آخرين في مناطق جغرافية أخرى مستعدين لدفع عوائد أعلى مقابل القروض التي يحصلون عليها، بالمقابل وجود البيئة التنافسية في الأسواق المالية يمكن المقرضين من الحصول على القروض بتكاليف أدنى من حيث العائد الذي يلزمهم دفعه.

¹ مصطفى مهدي حسين، جبار عبد الحسين حمود العبودي، تحليل فاعلية الأسواق المالية في بلدان عربية مختارة: دراسة مقارنة، مجلة أهل البيت، العراق، المجلد 1، العدد 33، 2023، ص 733.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

7. تلعب آراء الخبراء والمتخصصين وكبار رواد المعلومات والمال في الأسواق المالية دوراً كبيراً في تحديد عوائد وأسعار الأوراق المالية المختلفة وذلك بالنظر إلى ظروف وشروط المخاطر المرتبطة بها، هذا العامل يؤدي إلى أن تعكس أسعار وعوائد الأوراق المالية بشكل أكثر دقة المعلومات المتاحة عبر شبكة السوق المالية¹.

ثانياً- أهمية الأسواق المالية:

تتجلى أهمية الأسواق المالية من خلال الوظائف التي تؤديها والتي بدورها تعود في الغالب بالمنفعة سواء على الفرد أو الشركات أو الاقتصاد ككل.

1- بالنسبة للفرد:

تُسهّل الأسواق المالية في زيادة كمية الموارد المالية المتاحة للأفراد، حيث يعزى ذلك إلى قيام الأفراد بالمشاركة في عمليات الاكتتاب لأسهم الشركات الجديدة أو شراء السندات التي تصدرها بعض الشركات، وبالتالي ينجم عن هذه العمليات إضافة مصادر تمويلية جديدة للسوق، فعندما يقوم الفرد بتخصيص أمواله في السوق المالية، يكون قد قدم إسهاماً مالياً يصعب التراجع عنه إلا من خلال إقناع مستثمر آخر بتولي مكانه في هذا الاستثمار².

فإذا كان بإمكان المستثمر بيع الأوراق المالية التي اقتناها في أي وقت واسترجاع قيمتها فإنه سيكون على استعداد لشراء المزيد من الأوراق المالية، فالتداول في السوق المالي يتم باستخدام مدخرات الأفراد الطبيعية والمعنوية، حيث يتم استثمار هذه المدخرات في شكل أسهم وسندات، حيث أن دوافع الادخار لهؤلاء المستثمرين متنوعة، وعموماً فالمدخر يحتاج إلى توفير أمواله لمواجهة ظروفه الطارئة، دون تحديد زمن محدد، وإضافة إلى ذلك يسعى المدخر أيضاً لاسترداد أمواله دون تكبد خسائر كبيرة³.

2- بالنسبة للشركات: تكمن أهمية الأسواق المالية بالنسبة للشركات في أداء دورين بارزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر، فيما يتعلق بالجانب المباشر، تتمثل الأهمية في حقيقة أن المستثمرين عند شرائهم لأسهم إحدى المؤسسات يكونون في الواقع قد اقتنوا عوائداً مستقبلية، وبناءً على ذلك فالمؤسسة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات المفترض توافرها، هذه المصادر تشير إلى أن المؤسسة ستكون لديها فرصاً مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، وبيعها بأسعار مرتفعة لتحقيق عوائد كبيرة عند الإصدار، وهذا يعني تخفيض تكلفة الأموال، وبالتالي تقليل تكلفة الاستثمار، أما الجانب غير المباشر فيكمن في أن إقبال المستثمرين

¹ محمود حامد محمود، اقتصاديات البنوك والأسواق المالية، ط1، دار حيثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص ص 61، 62.

² رائد أحمد خليل، عقد الوساطة التجارية (دراسة مقارنة)، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2014، ص 160.

³ رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص ص 43-44.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

على التداول في أسهم مؤسسة ما يعد بمثابة شهادة ثقة للمقرضين، الذين يكونون على استعداد لتوفير المزيد من الأموال لهذه المؤسسة عند الحاجة، وبفائدة منخفضة وبشروط تمويل ميسرة¹.

3- بالنسبة للاقتصاد: تعمل الأسواق المالية على تخفيف عبء المديونية الخارجية وتجنب المشاكل المترتبة عن الاقتراض الخارجي، والتي تتمثل أساسًا في زيادة مدفوعات خدمات الدين التي قد تواجه اقتصاد الدولة، يتم ذلك عبر جذب الاستثمارات الأجنبية في الأسهم المحلية واستخدام تقنية توريق الدين، التي تتم عن طريق تحويل الديون إلى أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق المال العالمية، يُمكن للمصارف الدائنة من خلالها تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية يمكن تداولها²، كما تسهم الأسواق المالية في زيادة الوعي الاستثماري وبالتالي الرفع من مستوى الادخار وتنميته لخدمة الاقتصاد الوطني، إضافة إلى التخفيف من الآثار التضخمية الذي يتم من خلال سحب السيولة من السوق وتوجيهها نحو المشاريع التي تعمل على تحقيق التنمية الاقتصادية، وعلاوة على ذلك فهي تمنح البنك المركزي الفرصة في التأثير على حجم السيولة النقدية وسعر الفائدة³.

ثالثا- متطلبات السوق المالي النشط:

يستلزم قيام السوق المالي النشط توفر عدد من المتطلبات يمكن تمييزها بين الأساسية والتكميلية كما يلي:

1- المتطلبات الأساسية: تتمثل فيما يلي⁴:

- توفير الفرص للقطاع الخاص ليضطلع بدوره في النشاط الاقتصادي مع توفير بيئة استثمارية تشجيعية ومستقرة، قادرة على استيعاب الأموال المتاحة للاستثمار وجاذبة لها، حيث يتم قياس كفاءة الأسواق المالية أساسا من خلال قدرتها على جذب وتوجيه المدخرات نحو فرص الاستثمار المختلفة.
- ضرورة تواجد مؤسسات مالية ومصرفية ذات كفاءة عالية وباستطاعتها القيام بدورها في مختلف الاتجاهات مثل تعبئة المدخرات وخلق الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشروعات استثمارية والترويج الناجح لها في

¹ هبه عبد الحليم عبد ربه، وأحمد علي البكري، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، ط1، دار الوفاء لدنيا الطباعة، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 35.

² عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، مارس 2016، جامعة بسكرة، الجزائر، ص 77.

³ سالم محمد عبود، وأحمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية - دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والأمريكي-، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، العراق، 2014، ص 123.

⁴ صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق، ط1، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 12.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

أوساط المستثمرين والممولين المحتملين وكذلك التوسط بين العرض والطلب على السيولة النقدية لوصول أطراف العلاقة الاستثمارية.

- توفر إطار تشريعي وتنظيمي قوي ومؤسسي يلبي احتياجات السوق ويساهم في توفير الحماية لحقوق المتعاملين ويتصف بالمرونة للتكيف مع التغيرات المتلاحقة في البيئة الاقتصادية ويمكن تحقيق ذلك من خلال وجود آليات تقييم دورية وتحديثات للقوانين واللوائح بما يتيح استيعاب التحولات في السوق بفعالية.
- تتطلب الأسواق المالية توفير تنوع كبير في أدوات الاستثمار المالي التي تتمتع بمزايا متنوعة، هذا التنوع يساهم في تعزيز نشاط السوق ويمنح المتعاملين الفرصة للاختيار وفقا لمصالحهم الشخصية واتجاهاتهم ومعتقداتهم.

2- المتطلبات التكميلية: تتمثل فيما يلي¹:

- مدى قرب أو بعد الموقع الجغرافي من الأسواق المالية الدولية الذي يعد عاملا حيويا في نجاح السوق المالي.
- ضرورة توفر حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة.
- نسبة الادخار التي يجب أن تكون مرتفعة لدى الأفراد.
- التنوع في القطاع المصرفي وتعدد البنوك بين وطنية وأجنبية وشركات الاستثمار.
- التركيز على تحسين المرافق العامة، خاصة سهولة المواصلات والاتصالات السلكية واللاسلكية.
- ضرورة وجود نظام ضريبي مرن وغير مفرط في أسعاره.

¹ حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 14.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

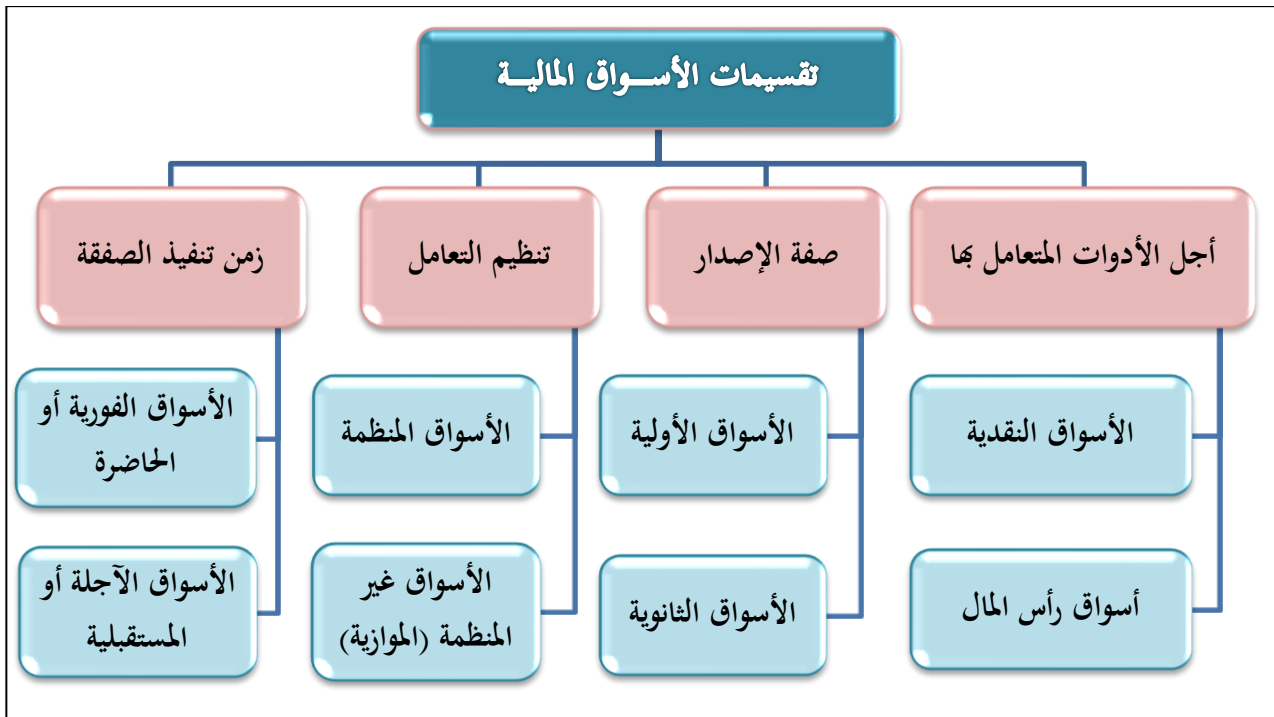
المبحث الثاني: تقسيمات الأسواق المالية وأدواتها

تُعد الأسواق المالية مصدرًا حيويًا لرؤوس الأموال ومنصة لتبادل العملات والأصول المالية بمختلف أشكالها حيث تنوعت تقسيماتها باختلاف الأدوات المالية المتداولة فيها من أسهم وسندات مما يضمن للمستثمرين تحويل الأصول إلى نقد بسهولة، علاوة على الأدوات التي تساهم في إدارة المخاطر مثل المشتقات، التي تسمح للمستثمرين بالتحوط والتخصيص الفعال لرأس المال لأكثر الاستخدامات إنتاجية، ومن أجل أن يتخذ المستثمر قرارًا مدروسًا بشأن شراء أو بيع الأوراق المالية التي يمتلكها، يجب عليه الاستفادة من نتائج التحليل الأساسي والفني التي تمكنه من اتخاذ قرارات سليمة تعتمد على معلومات دقيقة وتحليلات شاملة للسوق.

المطلب الأول: تقسيمات الأسواق المالية

قدم العديد من الباحثين في مجال الأسواق المالية العديد من التقسيمات لهذه الأسواق لكن أغلبهم صنفها إلى أربعة مجموعات أساسية من حيث أجل الأدوات المتعامل بها، من حيث صفة الإصدار، من حيث تنظيم العمل وأخيرًا من حيث زمن تنفيذ الصفقة وهو ما يبينه الشكل الموالي.

الشكل رقم II-4: تقسيمات الأسواق المالية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: زياد رمضان، ومروان شحوط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص 12.

أولاً- تصنيف الأسواق المالية من حيث أجل الأدوات المتعامل بها:

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

1- الأسواق النقدية:

الأسواق النقدية هي النظام الذي يتم من خلاله إقراض واقتراض الأموال على المدى القصير، وفي الواقع لا يوجد مكان محدد يسمى بالسوق النقدية، بل يرمز هذا المصطلح إلى مجموعة من المعاملات التي تتضمن العرض والطلب على الأموال قصيرة الأجل، حيث تتعامل المؤسسات المالية في السوق النقدية عبر شراء وبيع وتحويل أدوات الائتمان قصيرة الأجل، تهدف هذه الأسواق إلى توجيه الأموال على المدى القصير، مع التركيز بشكل أساسي على تلبية احتياجات رأس المال العامل للشركات الصغيرة، قروض الأفراد، والالتزامات الحكومية قصيرة الأجل، وتختلف الأسواق النقدية عن الأسواق الطويلة الأجل أو أسواق رأس المال التي تركز على التعاملات في السندات وائتمان الرهن العقاري وأسهم الشركات¹.

1-1 خصائص الأسواق النقدية: تتميز الأسواق النقدية عن غيرها بما يلي²:

- **سيولة الأصول المتداولة:** موضوع التبادل في هذا السوق يتعلق بفئة خاصة من الأصول التي تتميز بسيولتها النسبية، والسيولة تشير إلى القدرة على تحويل الأصول إلى نقد قانونية في وقت قصير وبأدنى الخسائر الممكنة، بالإضافة إلى ذلك يسهم السوق النقدي في زيادة الإنتاجية لمجموعة متنوعة من المشروعات من خلال توفير السيولة للأصول المالية ذات الأجل القصير هذا ما يعمل على زيادة سرعة تداول رؤوس الأموال، مما يعزز من ازدهار الاقتصاد ويسهم في استفادة الاقتصاد من إمكانياته وطاقاته بشكل أفضل.
- **المخاطرة:** إذا تم مقارنة درجة المخاطرة في هذا السوق بالأسواق الأخرى، ستظهر منخفضة، وذلك لأن الفترات الزمنية للاستحقاق في هذا السوق عادة لا تتجاوز سنة واحدة، هذا يعني أن الظروف الاقتصادية عادة ما تبقى مستقرة، وإذا حدث تغيير غير متوقع فإن تأثيره عادة يكون محدود، بالإضافة إلى ذلك تكون الأدوات المالية المستخدمة في هذا السوق سريعة التداول وتوفر عوائد مستقرة ومؤكدة.
- **المرونة العالية:** السوق النقدي يتميز بمرونته العالية نظرًا لقصر الآجال والمستوى المنخفض للمخاطر، هذه الخصائص تمنحه القدرة على التكيف بسرعة مع التقلبات الاقتصادية، مما يقلل من مخاطر الخسائر ويزيد من إمكانية تحقيق عوائد مرتفعة.

¹ Cauvery R, Kruparani N, Nayak Sudha U K, Manimekalai A, **MONETARY ECONOMICS (For Undergraduate Students of Economics)**, First Edition, S. Chand publishing, India, 2003, P 247.

² عبد اللطيف مصيطني، ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، ط1، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015، ص ص 18، 19.

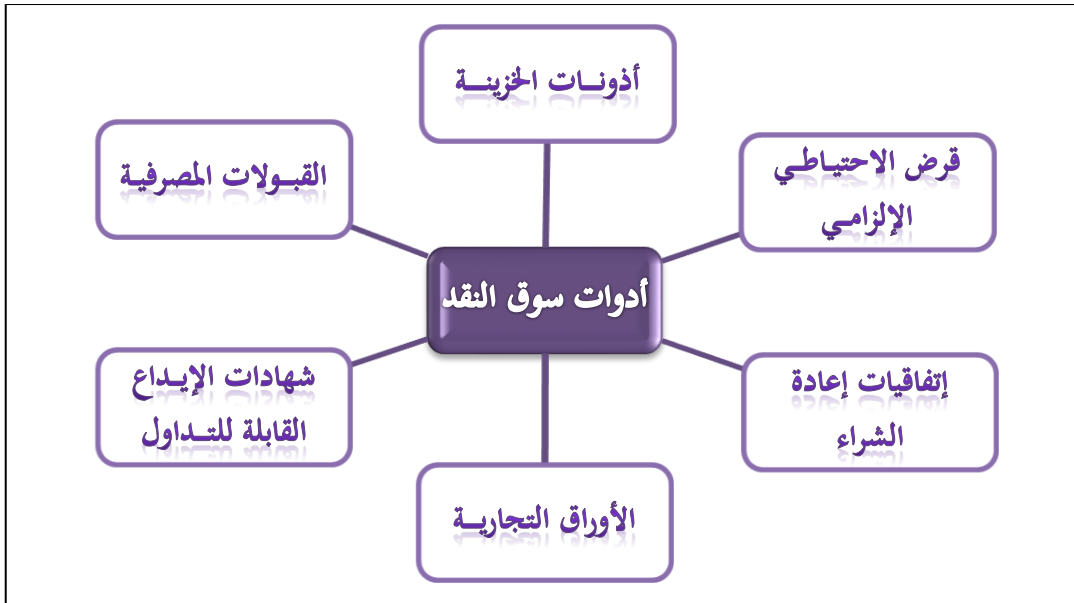
الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

• **سعر الفائدة:** سعر الفائدة هو عنصر رئيسي في تحقيق التوازن في السوق النقدية، ويعبر عنه كخيار بين الإنفاق الفوري والحصول على السلع في اللحظة نفسها، أو تأجيل الإنفاق والحصول على السلع في وقت لاحق، يمكن للبنك المركزي ضبط معدل الفائدة في الأجل القصير لضبط احتياجات البنوك العاملة، وبالتالي يلعب السوق النقدي دورًا مهمًا في تنفيذ السياسة النقدية، نظرًا لأن البنوك تشكل أساس هذا السوق.

• **الامتداد الزمني:** الزمن هو متغير خارجي مهم بالنسبة لمعدل الفائدة، حيث يرتبط بشكل أساسي بالائتمان، ويميز الزمن بين السوق النقدية والسوق المالية، فالسوق النقدية تستخدم عادة لتمويل الأنشطة الزراعية والصناعية على المدى القصير، وبالتالي تكون العلاقات في هذا السوق مرتبطة بالتغيرات القصيرة الأجل، أما السوق المالية فيتم فيه تجميع الادخار بغرض تمويل المشروعات الاستثمارية التي تتطلب وقتًا طويلاً لتحقيق عوائد ملموسة

1-2- الأدوات المتداولة في الأسواق النقدية: هناك مجموعة من الأدوات التي يتم تداولها في السوق النقدية من أهمها:

الشكل رقم II-5: أدوات السوق النقدية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: السيدة عبد الفتاح اسماعيل، وعبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال - البورصات - البنوك - صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص ص 58، 70.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

1-2- أ- أذونات الخزينة Treasury Bills: هي أداة دين حكومية تصدر بصيغة لصاحبها وبفترات تتراوح عادة بين ثلاثة أشهر واثني عشر شهراً، وبالتالي تعد من الأوراق المالية قصيرة الأجل، يتم تداولها في سوق الأوراق المالية الثانوي عادة على أساس الخصم، وتتميز هذه الأداة بارتفاع العائد عليها وسهولة تحويلها إلى نقود بأدنى المخاطر الممكنة وبتكلفة منخفضة، تتضمن أيضاً درجة عالية من السيولة والضمان.

تصدر أذونات الخزينة في ثلاثة أنواع مختلفة بحسب آجالها وتمثل فيما يلي:

- أذونات الخزينة لمدة ثلاثة أشهر (91 يوماً)
- أذونات الخزينة لمدة ستة أشهر (182 يوماً)
- أذونات الخزينة لمدة سنة كاملة (364 يوماً)

وعلاوة على ذلك، فإن العائد على أذونات الخزينة يتم تحديده استناداً إلى ظروف العرض والطلب، بمعنى آخر، معدل العائد على هذه الأذونات لا يُحدد مسبقاً وإنما يتأثر بقوى السوق والمنافسة الحقيقية بين المشتريين عندما يتم الاكتتاب في هذه الأذونات، ويتم خصم هذا العائد مسبقاً، حيث يقوم المشتري بدفع قيمتها السوقية عند الاكتتاب، بينما يحصل على القيمة الاسمية لها في نهاية فترة الاستحقاق، ولا تختلف صيغة كافة أنواع الأذونات عن بعضها سوى في تحديد الفترة الزمنية الصادر عنها الإذن (أجل الاستحقاق)¹.

1-2- ب- قرض الاحتياطي الإلزامي: في حالة توفر البنوك التجارية على فائض في الاحتياطي الإلزامي، فإنها تقوم بتقديم قروض للبنوك الأخرى التي تعاني من العجز، ويتعهد البنك المقترض برد المبالغ المقرضة مع الفائدة المستحقة إلى البنك المانح من خلال تعهد غير مكتوب، والبنك المركزي كونه الجهة المسؤولة عن إدارة الاحتياطي الإلزامي بضمن تنفيذ هذا التعهد²، تعتبر أسعار الفائدة التي يتم فرضها على القروض بين البنوك من بين المؤشرات الرئيسية التي تؤثر على حركة أسعار الفائدة والاقتراض في سوق النقد³.

1-2- ج- إتفاقيات إعادة الشراء: Repurchase Agreements: الاتفاقية هي عبارة عن اتفاق بين بنك أو جهة مانحة للقروض من جهة وشركة مقرضة من جهة أخرى، حيث تقوم الشركة المقرضة بموجبه ببيع الأوراق المالية التي تمتلكها (مثل الأسهم، السندات، أذونات الخزينة، وغيرها) إلى البنك بسعر محدد مع التزامها بشراء هذه

¹ علاء إبراهيم عبد المعطي، أذون وسندات الخزانة العامة - دراسة مقارنة-، ط1، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2016، ص 14، ص15.

² محمد الفاتح محمود بشير المغربي، الإدارة المالية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2014، ص38.

³ محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2018، ص 162.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

الأوراق مجدداً بسعر أعلى في تاريخ محدد، عادةً ما تتراوح مدة هذه الاتفاقية بين 3 أيام إلى 14 يوماً، وقد تكون ليوم واحد فقط، وفي هذه الحالة تُعرف باتفاقية إعادة الشراء لليلة واحدة (Overnight Repo).¹

1-2-د- الأوراق التجارية Commercial Paper:

الأوراق التجارية هي التزامات دفع قصيرة الأجل تصدر عن الشركات الكبيرة بغية تمويل احتياجاتها المالية، وتقوم هذه الشركات ببيع الأوراق التجارية مباشرة إلى المستثمرين أو عن طريق وكلاء لترويج الأوراق المالية، مدة استحقاق هذه الأوراق تتراوح من 30 إلى 270 يوماً، على الرغم من أن تداول هذه الأوراق في السوق الثانوية غير فعال مما يقلل من قابليتها للتسويق، إلا أنه من الممكن عادة عمل بعض الترتيبات مع وكيل الأوراق المالية الذي قام ببيعها أو مع الشركة التي أصدرتها لإعادة شرائها قبل استحقاقها، وبناءً على هذه الخصوصية، فإن العوائد على الأوراق التجارية تكون عادةً أعلى من غيرها من الأوراق المالية، نظراً لقلّة سيولتها ولأنها تصدر عادة من قبل شركات الأعمال التي يكون خطر التخلف عن الدفع عندها أكبر من البنوك والحكومة.²

وتعتبر الأوراق التجارية واحدة من أدوات الاستثمار التي توفر دخلاً ثابتاً لحاملها، وتصدر عادةً بصيغة لحاملها على أساس سعر الخصم، مما يجعلها مشابهة لأذونات الخزينة في هذا الجانب، ومع ذلك تختلف الأوراق التجارية عن بقية أدوات الاستثمار قصيرة الأجل في بعض الجوانب، حيث تصدر غالباً بدون ضمانات، مما يزيد من درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها، كما تتمتع الأوراق التجارية عادة بخطط ائتمان بنكي يمكن أن يضمن دفعها في حالة عدم قدرة الشركة المصدرة على تسديدها عند استحقاقها، وغالباً ما يكون العائد على الأوراق التجارية أعلى من العائد الممكن تحقيقه من الاستثمار في أذونات الخزينة، ولكنه يكون قريباً من العائد الممكن تحقيقه من الاستثمار في شهادات الإيداع المصرفية.³

وهناك أنواع عديدة للأوراق التجارية وهي:

– **الشيك أو الصك:** هو وثيقة مالية مكتوبة وفق نموذج محدد قانونياً، تحتوي على أمر مكتوب يصدره شخص يعرف بالساحب إلى شخص آخر يعرف بالمسحوب عليه، والمسحوب عليه عادة هو البنك، يكون بها تعليمات بدفع مبلغ معين من النقود لصالح شخص ثالث يعرف بالمستفيد أو لحامل الشيك وذلك عند الاطلاع عليها.⁴

¹ حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية -، ط1، دار البازوري العلمية، الأردن، 2012، ص 78.

² محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط5، العبيكان للنشر، الرياض، 2006، ص 249.

³ محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، ط2، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013، ص 40.

⁴ عرفات عبد الفتاح تركي، الوجيز في أحكام الشيك وفقاً للنظام السعودي (في ضوء نظامي الأوراق التجارية والتنفيذ)، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2014، ص 17.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

– **الكمبيالة:** هي وثيقة تصدر من قبل الدائن (محرر الكمبيالة)، وتأمر فيها الشخص المسحوب عليه (المدين) بدفع مبلغ مالي محدد في تاريخ معين لشخص محدد أو لحامل الكمبيالة (المستفيد) وتعد الكمبيالة وسيلة لإثبات الديون وتستخدم كوثيقة ائتمانية ووفاء حيث يختلف تاريخ السحب فيها عن تاريخ الوفاء¹.

والتعامل بالكمبيالة ذو أهمية كبيرة، وهذه الأهمية يمكن تلخيصها في جانبين: الجانب الأول يتعلق بالمصارف والجانب الثاني يتعلق بالأفراد أو الشركات التي تستخدمها، ويمكن توضيح أهمية هذين الجانبين كما يلي²:

- تعتبر الكمبيالة أحد أدوات الائتمان حيث يكون الوفاء بقيمتها عادة في تاريخ مؤجل، مما يمنح الفرصة للمدين لتلبية التزامها في المستقبل.
- الكمبيالة يمكن تداولها من خلال تظهيرها، مما يمنحها مرونة فريدة تجعل الدين المتضمن فيها قابلاً للتحويل بسرعة وسهولة من دائن إلى دائن آخر.
- أن المصارف تحصل من خلال التعامل بالكمبيالات على عوائد مالية تكون في شكل عمولات وفوائد من خلال ما تنفذه من عمليات مثل الخصم والقبول والتحصيل.

– **السند الإذني:** هو عبارة عن وثيقة مالية أو صك يتضمن اتفاقاً بين شخصين فقط، حيث يتعهد فيه الشخص المحرر للسند (المدين) بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى الشخص الآخر (المستفيد)، ويمكن أن يكون السند لحامله، بمعنى أنه يمكن تداوله بواسطة التحويل البسيط، أو يمكن أن يتداول بواسطة التظهير، عادة ما يستحق الدفع بعد فترة زمنية معينة، مما يتيح للمستفيد منح الشخص المدين (المسحوب عليه) ائتمان خلال فترة الأجل³.

1-2-هـ- شهادات الإيداع القابلة للتداول Certificates Of Deposit: شهادات الإيداع هي وثائق تثبت حقاً في وديعة، بقيمة وتاريخ استحقاق ومعدل فائدة محدد، تصدرها البنوك التجارية لزبائنهم من الشركات الراغبة في امتلاك أدوات مالية يمكن تسويقها بسرعة، فترة استحقاق هذه الأدوات تتراوح عادة بين 30 يوماً و 18 شهراً، ميزة هذه الشهادات تتمثل في سيولتها، حيث يمكن بيعها وشراؤها في السوق بعد إصدارها، لذلك سميت بـ "شهادات الإيداع القابلة للتداول"، وعادة ما تقدم هذه الشهادات عوائد أعلى من تلك التي تقدمها أدوات

¹ صادق راشد الشمري، إدارة العمليات المصرفية مداخل وتطبيقات، ط1، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 79.

² أحمد عرفة أحمد يوسف، الأحكام الفقهية المتعلقة بالرهون المستجدة، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020، ص 414.

³ أحمد شعبان محمد علي، موسوعة البنوك والائتمان والسياسة الائتمانية للبنوك (1)، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2016، ص 24.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

الخزينة بسبب الخطر الأكبر المرتبط بها، حيث أنها تصدر من قبل البنوك التجارية، مما يزيد من احتمالية عدم الوفاء بالتزامات الدفع فيها مقارنة بالحكومة التي تصدر أذونات الخزينة¹.

1-2-و- القبولات المصرفية Bankers Acceptances: القبول المصرفي هو وعد مكتوب يصدره المقترض إلى أحد المصارف لسداد الأموال المقترضة، وعموماً القبول المصرفي هو أحد الأدوات التي تم إنشاؤها لتسهيل المعاملات التجارية، ويطلق على هذه الأداة مصطلح القبول المصرفي لأن البنك يقبل المسؤولية النهائية عن سداد القرض لحامله²، وتعتبر القبولات المصرفية من أدوات الاقتراض القصيرة الأجل، وهي شكل شائع للائتمان المصرفي الذي تصدره البنوك التجارية بالاعتماد على سمعتها، بموجب سند القبول، يقوم المقترض أو الطالب للائتمان بإصدار سحب زمني على أحد البنوك التجارية الذي يتعامل معه، بحيث يتعهد البنك بدفع مبلغ السحب في تاريخ الاستحقاق، كما يجب أن تكون هذه السندات ناتجة عن عمليات تجارية حقيقية وقابلة للتداول في السوق النقدية، بالإضافة إلى ذلك يجب توثيق عمليات القبولات المصرفية بين بنك المستورد وبنك المصدر لضمان تحديد سقف أقصى للمبلغ المسموح به من هذا النوع من التمويل³.

2- أسواق رأس المال: تعرف هذه السوق عادة باسم سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي سوق يتم فيها التداول باستمرار في الأدوات المالية ذات الأجل البعيد مثل الأسهم والسندات، الغرض الرئيسي من هذه السوق هو تحويل المدخرات إلى استثمارات طويلة الأمد⁴.

ثانياً- تصنيف الأسواق المالية من حيث صفة الإصدار:

1- السوق الأولية: سوق الإصدار الأولي أو السوق الأولية هي السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة من خلال الاكتتاب العام في الأوراق المالية، سواء كانت أسهماً أو سندات و يمكن أن يكون الاكتتاب متعلقاً بالأسهم التي تمثل رأسمال الشركة عند تأسيسها أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس، ويمكن أيضاً أن يتعلق بالسندات عند إصدارها، سواء كانت تصدرها شركة أو شخص يعتبر شخصية عامة ولها الحق في الإصدار⁵.

¹ محمد أمين عزت الميداوي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 249.

² Moorad Choudhry, Didier Joannas, , Gino Landuyt, Richard Pereira, Roa Pienaar, **Capital Market Instruments – Analysis and Valuation-**, First Edition, Financial Times, Prentice Hall, Great Britain, 2002, P 31.

³ محمد أحمد الأفندي، مرجع سبق ذكره، ص 160.

⁴ جعفر هني محمد، وإراضية حكيم، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 233.

⁵ محمد صادق اسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 14.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

وتتضمن هذه العملية بيع الأوراق المالية من قبل الشركات وشراءها من قبل الأفراد، فهي بمثابة عملية تبادل للأموال (النقد) بين فئتين رئيسيتين: الأشخاص الذين يمتلكون فائضا من المال والشركات التي تحتاج إلى هذه الأموال وتستخدمها¹.

التعامل في السوق الأولية يأخذ غالبًا شكل القروض أو شكل المساهمة في تمويل المشاريع من خلال التمويل من رؤوس الأموال، ويتم هذا التمويل عادةً وفقًا لاتفاقيات تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدينين في حالة القروض، أو بين المساهمين في حالة المشاركة في رأس المال، ويمكن أيضًا أن يتم هذا التمويل بشكل غير مباشر من خلال إصدار السندات في حالة القروض أو طرح الأسهم للاكتتاب في حالة المشاركة في رأس المال².

وبالتالي يمكننا القول بأن عملية تداول الأوراق المالية في هذا السوق تتم إما بشكل مباشر من خلال التفاعل بين الجهة المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين سواء كانوا أفرادًا أم مؤسسات مالية، أو بشكل غير مباشر من خلال الوسطاء المتخصصون الذين يقومون بتسهيل تداول هذه الأوراق كبنوك الاستثمار.

وتعتبر السوق الأولية من الركائز الأساسية التي تشكل جزءًا مهمًا من النشاط الاقتصادي للأسباب التالية³:

- أنها إحدى القنوات التي تساهم في تجميع المدخرات الوطنية وتحفيز تدفق رؤوس الأموال من القطاعات المالية التي تمتلك فوائضا مالية إلى القطاعات التي تعاني من نقص في التمويل.
- تؤثر السوق الأولية بشكل ملموس على مصادر الادخار خلال مراحل التجميع وعلى توجيهها بفعالية خلال مرحلة التوظيف.
- تعتبر السوق الأولية مصدرًا أساسيًا يضمن تدفق الأموال بشكل مستمر إلى وحدات الإنتاج.
- يعد سوء توجيه المدخرات من بين المعضلات التي تواجه العديد من الدول النامية وليس فقط تجميعها، إذ يتم استثمار نسبة كبيرة منها في ما يُعرف بالاستثمارات الغير منتجة، مثل شراء الأراضي وتشييد المباني وشراء الذهب وما إلى ذلك، بينما تسعى السوق الأولية بفعالية لتوجيه هذه المدخرات نحو المشروعات التنموية في مرحلة التكوين أو المشروعات القائمة الراغبة في التوسع والتطوير.

¹ سرمد كوكب جميل، المدخل إلى الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 12.

² عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية -دراسة تأصيلية مقارنة-، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد للنشر والتوزيع، الرياض، 2018، ص 71.

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدائها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005، ص 27.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

• ما كان لشركات المساهمة أن تقوم ولا أن تتفوق في غياب السوق الأولية التي ساهمت في تمويلها، وما قامت هذه السوق إلا عندما عجز الأفراد - بمواردهم المحدودة - والشركات الصغيرة بأموالها المتاحة عن تمويل المشروعات الضخمة، وذلك خصوصاً بعد حركة الاستكشافات الجغرافية في القرن الخامس عشر وظهور الثورة الصناعية وتقدم الإنتاجية وظهور الشركات العابرة للحدود والمتعددة الجنسيات.

• إن الشركات القائمة التي تسعى لزيادة مواردها المالية من أجل التوسع والتطوير أو لمواجهة عمليات الإحلال والتجديد ليس أمامها سوى اللجوء إلى أحد الخيارين الأول هو اللجوء إلى سوق النقد مع تحمل تكاليف الاقتراض والتي قد تؤدي إلى زيادة الضرر في هياكل التمويل المتضررة مما قد يؤدي إلى تعرض هذه الشركات لمخاطر الإفلاس، والخيار الثاني هو اللجوء إلى السوق الأولية لتمويل احتياجاتها من الموارد المالية من خلال إصدار أسهم لزيادة رأس المال.

2- السوق الثانوية: يطلق عليها كذلك مصطلح سوق التداول وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في سوق الإصدار، ويعتبر حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراد أو شركات وهُم أطراف التعامل في هذه السوق، وذلك لأن هذه السوق تتميز بقدرتها على توفير السيولة لهم، الأمر الذي يمكنهم من بيع الأسهم أو السندات التي بحوزتهم عند الحاجة إلى قيمتها نقداً¹. تظهر أهمية السوق الثانوية من خلال الوظائف التي تؤديها والمتمثلة أساساً في²:

✓ تسهيل الأصول المالية مثل الأسهم والسندات الذي يتم بسرعة وسهولة من خلال الاستعانة بخدمات بيوت السمسرة، حيث يمكن للمستثمرين الحصول على قيمة هذه الأوراق دون الحاجة إلى البحث عن مشترين بأنفسهم، هذا لا يعني أن البائع سيحصل دائماً على السعر الذي يأمله أو يتوقعه، بل سيبيع الأوراق المالية التي بحوزته بالسعر الذي يحدده تفاعل قوى العرض والطلب في السوق المالية.

✓ تكتسب الأصول المالية مثل الأسهم والسندات مزيداً من السيولة بفضل تقييم السوق المستمر لها، هذا التقييم يتيح للمستثمرين إمكانية الحصول على قروض بضمان هذه الأصول بنسبة معينة من قيمتها السوقية المعلنة، وتختلف هذه النسبة بناءً على درجة المخاطرة سواء كانت مالية أو اقتصادية.

¹ جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003، ص 18.

² سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية ودرها في تمويل التنمية الاقتصادية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص ص 45، 46.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ تسهيل عملية تسهيل الأوراق المالية في أسواق التداول يساهم في رفع قيمة هذه الأوراق عند تقديمها كضمان للحصول على القروض.

✓ بفضل الخدمات التي يقدمها السوق يصبح المستثمرون أكثر استعداداً لشراء الأسهم والسندات، واثقين من قدرتهم على تصفيتها بسرعة وسهولة، وبأقل تكلفة وأفضل سعر ممكن، وهذا يعزز الدور الحيوي للسوق الثانوية في دعم السوق الأولية، حيث يمكن للشركات الراغبة في زيادة رؤوس أموالها طرح إصداراتها للاكتتاب العام بكل ثقة.

✓ نظراً للرقابة المستمرة التي يمارسها السوق على الشركات من خلال تقييم الأداء وتقييم الشركات وتسجيل ونشر الأسعار، تقدم هذه الأسواق خدمة جوهرية في تمويل التنمية الاقتصادية من خلال توجيه التدفقات النقدية بشكل فعال.

إذا كانت السوق الثانوية للأوراق المالية ضعيفة، فإن ذلك يعني عدم وجود فرصة لإعادة بيع الأوراق المالية بشكل سريع، ويكون ذلك نتيجة لانخفاض الطلب على هذه الأوراق، والطلب المنخفض يترافق مع تكاليف رأس المال المرتفعة، مما يقلل من الحافز للاستثمار في مشروعات جديدة، وعلى الرغم من أن التداول في السوق الثانوية للأوراق المالية لا يشكل استثماراً جديداً إذ يتعلق بمجرد انتقال الملكية بين المستثمرين إلا أن نجاح السوق الثانوية يمكن أن يجعل الأسهم أكثر جاذبية للمدخرين، مما ينعكس إيجاباً على السوق الأولية، ويُفهم هذا سواء كان ذلك في سياق إصدار أسهم لشركات جديدة أو أسهم للزيادة في رأس المال¹.

ثالثاً- تصنيف الأسواق المالية من حيث تنظيم التعامل:

1- الأسواق المالية المنظمة: يتم التعبير عن هذه الأسواق بمصطلح البورصة، وهي عبارة عن سوق منظمة مخصصة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جداً في هذا المجال، حيث تتم هذه التعاملات في مكان محدد الذي يطلق عليه لفظ البورصة وفي أوقات محددة، وتخضع لتشريعات ولوائح محددة يتبعها المشاركون في السوق، ويدير البورصة هيئة مختصة مسؤولة عن الإشراف على ضبط وتنفيذ اللوائح والتشريعات المتعلقة بعمليات التداول². وهناك عدة أنواع من البورصات يتم تصنيفها حسب القيم المتداولة فيها إلى مايلي:

¹ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² مصطفى أحمد حامد رضوان، الأسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية، المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية، المجلد 1، العدد 1، أبريل 2022، جمعية تكنولوجيا البحث العلمي والفنون، مصر، ص 14.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

- **بورصة البضائع الحاضرة:** هي عبارة عن سوق منظمة يتم فيها تداول منتجات ذات طبيعة خاصة وأهمية عالمية، مثل القطن، السكر، البن، القمح، والمطاط، وتُعرف أيضًا بالبورصة التجارية¹، وتُجرى فيها عمليات التداول بناءً على عينة ثم يتم دفع معظم قيمة المنتج عند التعاقد ويُسدّد المبلغ المتبقي عند التسليم أو يمكن أن يتم التعامل فيها على سلع حاضرة بثمن مؤجل على أساس سعر معلق خلال فترة زمنية محددة².
- **بورصة العقود:** تتم عمليات التداول فيها عبر عقود ثنائية تتعلق بسلع غير متوفرة في فترة العقد، حيث يتم تسليم هذه السلع عبر دفع الفارق بين السعر المتفق عليه عند تنفيذ العقد وتسوية الصفقة³.
- **بورصة المعادن النفيسة:** تمثل سوقًا منظمة أين يتم إجراء المفاوضات حول المعادن النفيسة مثل الذهب، الفضة، الماس، والبلاطين في قاعات خاصة، يشارك في هذه المفاوضات أعوان الصرف، وتختلف أسعار هذه المعادن بشكل كبير بناءً على مصادرها، نظرًا لاختلاف طرق الحصول عليها، وعمليات الشحن والتأمين عليها، ودرجة الشوائب فيها⁴.
- **بورصة العملات:** أو ما يعرف بسوق الفوركس الذي يرمز إلى سوق العملات الأجنبية أو البورصة العالمية للنقود الأجنبية الذي يطلق عليه في اللغة الإنجليزية FOREign EXchange market، يتم فيه تداول العملات الأجنبية باستخدام العملات الرئيسية في العالم، وتتم المضاربة فيه عن طريق شراء وبيع العملات الأساسية التي تحوز على الحصة الأكبر من العمليات في سوق الفوركس وهي الدولار الأمريكي (USD) الذي يعد العملة الأساسية واليورو (EUR) والجنيه الإسترليني (GBP) والفرنك السويسري (CHF) والين الياباني (JPY) ويتم شراء وبيع تلك العملات من خلال ما يعرف بأزواج العملات وذلك في مقابل الدولار الأمريكي أو أي عملة مقابل عملة أخرى في القيمة⁵، سوق الفوركس يتميز بعدم وجود مكان أو مركز محدد بل يتم فيه تداول العملات بين مئات البنوك حول العالم، من خلال وسائط متعددة مثل الاتصالات الهاتفية وشبكة الإنترنت، حيث يتم في هذا السوق بيع وشراء ملايين الدولارات في لحظات معدودة، يندرج هذا

¹ نادية أبو العزم السيد حسن، أنواع الأسهم وأحكام التعامل بها، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 51، أبريل 2012، جامعة المنصورة، كلية الحقوق، العراق، ص 288.

² أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط2، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 36.

³ نوال بوعلام سمر، مرجع سبق ذكره، ص 41.

⁴ حاتم غائب سعيد، أثر سوق البورصة في التنمية، مجلة القرطاس للعلوم الاقتصادية والتجارية، المجلد 1، العدد 01، جويلية 2021، جامعة البويرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، ص 17.

⁵ رمضان علي السيد معروف، التجارة الإلكترونية في اليابان ومدى استفادة مصر منها، ط2، مكتبة جزيرة الورد، القاهرة، مصر، 2012، ص 71.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

ضمن عمليات التبادل الفوري¹، كما أن انخفاض قيمة عملة معينة في سوق الفوركس يتزامن مع ارتفاع قيمة عملة أخرى، وهذا ما يحول دون حدوث انهيارات مشابهة لتلك التي قد تحدث في سوق الأوراق المالية، سواء كانت في الأسهم أو السندات ويتكون سوق الفوركس من أربع أسواق إقليمية رئيسية هي الآسيوية، الأمريكية، الأوروبية، والأسترالية يظل التداول فيه نشطاً طوال أيام العمل ويستمر في العمل على مدار 24 ساعة في اليوم باستثناء إغلاقه يومي السبت والأحد².

- **بورصة الأوراق المالية:** هي سوق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات، حيث تحدد فيها أسعار تلك الأوراق المالية تبعاً للعرض والطلب³.

- **بورصات الخدمات:** تعتبر بورصات الخدمات بيئة متنوعة بشكل كبير نظراً لتنوع المجالات التي يمكن استثمارها فيها ومن بين أبرز هذه المجالات السياحة والفنادق، التأمين، النقل وتأجير السفن، عقود التصدير، وبورصات تجارة الديون وغيرها الكثير⁴.

- **بورصة الأفكار:** تأسست هذه البورصة في عام 2008 من قبل أحد البنوك المتخصصة في مجال الملكية الفكرية، تُمكن هذه البورصة الشركات من بيع وشراء براءات الاختراع وحقوق المعرفة، بالإضافة إلى العلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات، وذلك بنفس الطريقة التي يتم بها التعامل مع الممتلكات الأخرى⁵.

2- الأسواق المالية غير المنظمة (الأسواق الموازية): السوق المالية غير المنظمة تشير إلى التداولات التي تحدث خارج الأسواق المنظمة مثل البورصات، تُعرف هذه الأسواق أيضاً بأسواق خارج المقصورة أو السوق الموازية أو OTC (Over The Counter)، حيث لا توجد مكان رسمي محدد للتداول، المشاركون في هذه الأسواق هم بيوت السمسرة المختلفة، الذين يتبادلون المعلومات عن الأوراق المالية من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة. عادةً ما تركز هذه الأسواق على الأوراق المالية غير المدرجة في البورصات مثل السندات، ذلك أن تعاملها في الأسهم عادةً ما يكون على نطاق محدود، غير أن هذا لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المسجلة في السوق

¹ رمزي محمود، حرب العملات الحرب العالمية الثالثة بين المارد الصيني والعماق الأمريكي، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، ص 40.

² دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، ط1، دار البازوري العلمية، عمان، الأردن، 2011، ص 24.

³ علي توفيق الحاج، وعامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، ط1، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 23.

⁴ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009، ص 43.

⁵ عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة -دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي-، ط1، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018، ص 70.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

المنظمة، وتختلف هذه الأسواق عن البورصات من ناحية عدم تطبيق قواعد القيد والإفصاح التي تطبق عادةً على الأسواق المنظمة¹.

وتشمل السوق غير المنظمة مجموعة من الأسواق الفرعية الأخرى التي تتمثل في:

● **السوق الثالثة:** تضم الوسطاء والسماسرة الذين ليسوا أعضاء في الأسواق المنظمة، ويحق لهم التعامل في

الأوراق المسجلة في تلك الأسواق، يظل هؤلاء الوسطاء دائماً على استعداد لشراء وبيع الأوراق بأي كمية ويعتبرون منافسين أقوياء لأعضاء السوق المنظمة، جمهورهم يتشكل أساساً من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق الضمان الاجتماعي والمعاشات والبنوك الاستثمارية وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، يتميز هذا السوق بفرص التفاوض حول العمولة ليصلوا إلى أدنى حد لها نظراً لأنهم غير ملزمين بحد أدنى للعمولة، إضافة إلى أنهم غير ملزمين بدفع رسوم عضوية للسوق².

● **السوق الرابعة:** السوق الرابعة مثل السوق الثالثة هي شكل من أشكال الأسواق غير المنظمة، في هذه

السوق تتم التعاملات بشكل رئيسي بين المؤسسات الكبيرة والشركات العائلية والمشاريع الكبرى، هذا يوفر إمكانية التداول المباشر أو عبر الوسطاء، الذين يقتصر دورهم على تسهيل الصفقات بين كبار المشترين والبائعين الذين يتداولون بكميات كبيرة، نتيجة لذلك لا يحتاج الوسطاء في السوق الرابعة إلى الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية، مما يقلل من المخاطر التي يتحملونها لذلك تكون عمولاتهم أقل من تلك التي يحصلون عليها في الأسواق الأخرى حيث يعوض حجم التداول الكبير الانخفاض في العمولة³.

رابعاً- تصنيف الأسواق المالية من حيث زمن تنفيذ الصفقة:

1- الأسواق الفورية أو الحاضرة: هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بشكل فوري بين البائعين والمشتريين، ولكن كلمة "فوري" لا تعني أن التسليم يتم في اللحظة ذاتها، بل خلال ساعات أو بضعة أيام لإتمام إجراءات التسليم والسداد ونقل الملكية، وتهدف هذه الأسواق إلى توظيف الأموال بشكل حقيقي لتحقيق العائد السنوي من الأوراق المالية المباعة، وتتم تسوية العمليات فيها بشكل آني أو خلال فترة قصيرة جداً وفقاً للإجراءات الروتينية لنقل الملكية⁴.

¹ بن ابراهيم الغالي، وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية -تقييم الأسهم والسندات-، ط1، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 28.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 38.

³ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، ط1، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006، ص 48.

⁴ عبد القادر أحمد محمد الصباغ، مرجع سبق ذكره، ص 85.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

2- الأسواق الآجلة أو المستقبلية: يرتبط التداول في الأسواق المستقبلية بتوقيت الحاجة إلى السلع المتعاقد عليها والتكلفة المرتبطة بتوفيرها، والهدف الأساسي من هذه الأسواق هو تجنب التقلبات في أسعار السلع حتى موعد التسليم، تنقسم العقود في هذه الأسواق إلى نوعين رئيسيين هما العقود الآجلة والعقود المستقبلية، وما يميز بينهما هو غرض طرفي التعاقد، ففي العقود الآجلة يتعامل الطرفان في السلعة موضوع التعاقد ويرغبان في الحصول عليها، حيث يلتزم البائع بتسليم كمية من سلعة محددة للمشتري في تاريخ مستقبلي بسعر محدد وقت التعاقد، أما العقود المستقبلية فظهرت نتيجة لدخول منظمات وأفراد يرغبون في المضاربة بدلاً من الحصول على السلعة نفسها، حيث يسعون لتحقيق مكاسب من تقلبات الأسعار المحتملة في المستقبل¹.

تُستخدم العمليات الآجلة عموماً للاستفادة من تقلبات الأسعار خلال فترة معينة، حيث يُعتبر المشتري مضارباً على الصعود إذا توقع ارتفاع سعر الورقة المالية المعينة عند موعد تنفيذ العملية، وبالتالي يحقق أرباحاً في حال تحقق توقعاته، وعلى العكس يُعتبر البائع مضارباً على الهبوط، إذا توقع انخفاض سعر الورقة المالية التي يمتلكها عند حلول موعد التنفيذ، مما يدفعه لشراء الورقة المالية التي باعها من قبل، مع إمكانية تحقيق أرباح إذا ثبتت توقعاته².

المطلب الثاني: الأدوات المتداولة في السوق المالية

أولاً- الأسهم

1- تعريف السهم: قُدمت عدة تعريفات للسهم من أبرزها:

- التعريف الأول: عرف معجم الاقتصاد والمال وإدارة الأعمال السهم بأنه حصة في ملكية الشركة أو في رأس مالها المستثمر الذي يتم توزيعه بين المستثمرين على شكل حصص، ويملك هؤلاء المستثمرون هذه الحصص من خلال شهادات أو صكوك ويمكن أن تصدر الشركة أنواعاً مختلفة من الأسهم حيث يحمل كل نوع منها امتيازات وحقوق ومسؤوليات مختلفة³.

¹ رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة -دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب-، رسالة ماجستير في علوم التسويق، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011، ص 14.

² عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية -بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها-، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 18.

³ خالد عبد العزيز بغداداي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها -دراسة مقارنة-، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 31.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

- **التعريف الثاني:** "السهم هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأسمالها وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة ولاسيما في الأرباح"¹.
- **التعريف الثالث:** "السهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة الذي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة"².
- وبالتالي يمكن القول أن السهم يشير إلى المساهمة التي يشارك بها صاحبها في رأس المال شركة معينة والتي يتم إثبات حق مالكيها بموجب صك قابل للتداول يخول له حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها ونصيبه من قيمة الموجودات عند تصفية الشركة.

2- خصائص الأسهم: تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص تتمثل في:

- ✓ **التساوي في القيمة:** المقصود هنا هو أن تكون القيمة الإسمية للأسهم متساوية عند إصدارها، فلا يجوز أن تكون لبعض الأسهم قيمة أعلى من غيرها، ينتج عن هذا التساوي في القيمة تساويًا في الحقوق والالتزامات بين المساهمين، سواء في توزيع أرباح الشركة أو في الحصول على نصيب من موجوداتها بعد التصفية أو في حقوق التصويت أو في تحمل الديون والالتزامات التي تقع على الشركة، كما أن مسؤولية الشريك تجاه ديون الشركة تقتصر على مقدار الأسهم التي يملكها فقط³.
- ✓ **غير قابلة للتجزئة:** معنى هذا أنه لا يمكن أن يكون للسهم الواحد أكثر من مالك أمام الشركة حتى إذا انتقلت ملكيته إلى عدة أشخاص نتيجة لميراث أو هبة أو أي سبب آخر، على الرغم من أن هذه التجزئة صحيحة بين المالكين، إلا أنها لا تعتبر قانونية أمام الشركة، لذا يجب على هؤلاء المالكين تعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة⁴.

- ✓ **قابلة للتداول بالطرق التجارية:** من أهم خصائص الأسهم هي قابليتها للتداول، مما يعني أن ملكيتها يمكن أن تنتقل من شخص لآخر بطرق مختلفة مثل البيع أو الهبة أو الوصية أو الميراث، ويستطيع أي مساهم بيع أسهمه، كلها أو بعضها إذا أراد إنهاء علاقته بالشركة واستبداله بشريك أو شركاء جدد بناءً على تملكهم لتلك الأسهم

¹ محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة: دراسة مقارنة ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2014، ص 53.

² عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 147.

³ صالح بن محمد بن سليمان السلطان، الأسهم - حكمها وآثارها -، ط1، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006، ص 11.

⁴ عصام أبو النصر، مرجع سبق ذكره، ص 44.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

هذا الانتقال يتم دون الحاجة إلى إذن خاص من الشركة أو الشركاء الآخرين، إلا إذا كان هناك نص في نظام الشركة يتطلب الإبلاغ عند البيع، حيث تنتقل الملكية بمجرد الاتفاق بين البائع والمشتري¹.

3- قيم السهم: للسهم أكثر من قيمة يمكن توضيحها على النحو التالي:

أ- **القيمة الإسمية:** هي المبلغ المحدد الذي يُدون على قسيمة السهم، ويعتمد على الاتفاقات الموجودة في عقد تأسيس الشركة، حيث يُعرف عقد التأسيس بأنه الاتفاقية التي يتم بموجبها تأسيس الشركة وتحديد رأس مالها الابتدائي الذي يتم تقديمه من قبل المساهمين الجدد، ويتم بناءً على ذلك تحديد القيمة الإسمية لكل سهم، ويمكن معرفة حجم المساهمين الجدد من خلال عدد الأسهم المطروحة للتداول في السوق المالي².

ب- **القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية):** هي القيمة التي تُسجل في سجلات الشركة المحاسبية، وهي تمثل حصة السهم في حقوق المساهمين والشركة، وتحتسب بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة، وتشمل القيمة الدفترية حقوق رأس المال المدفوع، الاحتياطات، الأرباح المحجوزة وغير الموزعة وتزايد القيمة الدفترية للسهم مع تقدم الشركة ونجاحها نظراً لزيادة حجم الاحتياطات والأرباح المحجوزة، يجدر بالذكر أنه في بداية عمل الشركة تكون القيمة الدفترية مساوية للقيمة الإسمية³.

ج- **قيمة الإصدار:** هي تلك القيمة التي يتم بموجبها تحديد سعر إصدار السهم وبيعه في السوق المالي، ويصدر السهم عادة بسعر أعلى من القيمة الإسمية وأقل من القيمة السوقية ويسمى بسعر الإصدار، والفرق بين سعر الإصدار والسعر الإسمي للسهم يسمى علاوة الإصدار ويتم دفع هذه العلاوة مباشرة إلى الشركة وتعد جزءاً من حقوق الملكية⁴، ويجب أن تضاف الزيادة الناجمة عن الفرق بين قيمة الإصدار، والقيمة الإسمية إلى الاحتياطي القانوني للشركة⁵.

د- **القيمة السوقية (القيمة المتداولة):** هي قيمة السهم في السوق المالي التي تحددها مؤشرات العرض والطلب في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بالتغير المستمر وعدم الاستقرار اعتماداً على تلك المؤشرات، حيث تتأثر قيمة

¹ صالح بن زابن المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي - دراسة مقابلة بالفقه الإسلامي-، أطروحة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1406هـ، ص 252.

² نوال بوعلام سمر، مرجع سبق ذكره، ص 51.

³ محمد غياث شيخة، التمويل (المبادئ- السياسات- التوجهات الحديثة)، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والإشهار، دمشق، سوريا، 2021، ص 65.

⁴ سعود جايد مشكور العامري، عبد الستار مصطفى الصباح، وسعد مجيد الجنابي، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص 235.

⁵ محمد صالح بن ألفا عمر جالو، مرجع سبق ذكره، ص 113.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

السهم في السوق المالي بتوقعات المتعاملين والمستثمرين بشأن أرباح الشركة المتوقعة ووضعها الاقتصادي والمالي، فعندما يتوقع المستثمرون تحقيق أرباح مرتفعة نتيجة لوضع الشركة المالي المتين، فإن قيمة السهم ترتفع، وفي الحالة المعاكسة عندما يكون هناك توقعات بالخسارة أو الفشل، تنخفض قيمة السهم¹، فالتنبؤات حول قيم الأسهم العادية غالباً ما تعتمد على تقديرات وأراء الأفراد المتعاملين في السوق، مما يؤدي إلى اختلافات في تقييماتهم، ويكون ذلك سبباً في عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية ونتيجة لذلك تتفاوت القيمة السوقية للسهم بين أن تكون أعلى أو مساوية أو أقل من القيمة الحقيقية للشركة كما توجد عوامل أخرى تؤثر على قيمة السهم تشمل حالة الاقتصاد العامة، معدلات التضخم، وأسعار الفائدة، على سبيل المثال يُتوقع أن ترتفع أسعار الأسهم عندما تنخفض أسعار الفائدة على الودائع، مما يعزز جاذبية الأسهم كخيار استثماري مقابل الودائع ذات العوائد المنخفضة².

هـ- القيمة الحقيقية (القيمة العادلة): هي ناتج قسمة التدفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب، فهي تُعبر إذن عن القدرة المتوقعة للسهم على تحقيق إيرادات نقدية في المستقبل³.

4- أنواع الأسهم: يوجد عدة أنواع من الأسهم التي يمكن تصنيفها كما يلي:

4-1- من حيث الشكل القانوني:

أ- السهم الإسمي **Nominal Shares**: "هو الذي يصدر باسم مالكه ويتداول هذا السهم عن طريق القيد في سجل الشركة، ويؤشر على الأسهم بما يفيد نقل الملكية باسم من انتقلت إليه"⁴.

ب- السهم لحامله **Bearer Shares**: هذا النوع من الأسهم لا يحتوي على اسم المساهم بل يحمل عبارة (لحامله) ولذلك، تكون ملكية السهم مبنية على حيازته الفعلية، يمكن تداول هذا النوع من الأسهم ببساطة من خلال الاستلام والتسليم باليد، دون الحاجة إلى تسجيل التنازل في دفاتر الشركة⁵.

¹ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 228.

² هشام طلعت عبد الحكيم، وأنوار مصطفى حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، المجلد 35، العدد 81، 2010، ص 57.

³ أحمد محمد محمود نصار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية الشركات، المضاربة، المزارعة، المساقاة، المغارسة، الأسهم، السندات، الصكوك، ط1، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2010، ص 92.

⁴ محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018، ص 43.

⁵ عامر محمد سعيد طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، ط1، دار البيروني للنشر والتوزيع، الأردن، 2018، ص 88.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

ج- السهم لأمر (السهم الإذني) **Promissory Shares**: هذا النوع من الأسهم تصدره الشركة لأمر مالك محدد، ويمكن نقله إلى شخص آخر عن طريق التظهير، ويشترط أن يكون السهم مدفوع القيمة بالكامل، أي أن تكون قيمته الاسمية قد سُدِّدت بالكامل¹.

4-2- من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

أ- الأسهم العادية: السهم العادي هو وثيقة مالية تصدرها شركة مساهمة بقيمة إسمية، تضمن حقوق وواجبات متساوية لجميع مالكيها، وتُطرح هذه الأسهم للجمهور عبر الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويمكن تداولها في الأسواق الثانوية حيث تتغير قيمتها باستمرار، يمنح السهم لحامله مجموعة من الحقوق المحددة في النظام الأساسي للشركة².

ويتمتع أصحاب الأسهم العادية بالحقوق التالية³:

- ✓ لهم حق الاحتفاظ بأسهمهم والبقاء في الشركة ولا يمكن إبعادهم أو نزع ملكيتهم للأسهم إلا بموافقتهم.
- ✓ يحق لهم حضور الاجتماعات العامة للشركة والتصويت فيها، ومناقشة السياسات والأمر المتعلقة بإدارة الشركة، وكيفية توزيع الأرباح، وتفويض شخص آخر للإجابة عن مالك السهم، بالإضافة إلى ذلك يحق له مراقبة أموال الشركة ورفع دعوى قضائية ضد أعضاء مجلس الإدارة في حال ارتكابهم لأي أخطاء.
- ✓ يتمتعون بحق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تُطرح عند زيادة رأس مال الشركة.
- ✓ يحق لهم التصرف في أسهمهم من خلال البيع أو الهبة أو غيرها من الطرق مثل الهبة.
- ✓ يتمتعون بحق الحصول على الأرباح، لأن قيامهم باستثمار جزء من رأس المال كان بهدف تحقيق عوائد مالية، بالإضافة إلى ذلك فإن لهم الحق في استلام حصصهم من الأصول عند تصفية الشركة.

ب- الأسهم الممتازة: "يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة إسمية أو ما يسمى بقيمة الإصدار وقيمة سوقية وقيمة دفترية، وفي الأسهم الممتازة تتساوى القيمة الإسمية مع القيمة الدفترية ويمكن استدعاء السهم الممتاز بمعنى رده

¹ محمد وفيق زين العابدين، إصلاح المال الرشدي الإسلامي والاقتصاد المأزوم، ط1، أركان للدراسات والأبحاث والنشر، الأردن، 2023، ص 235.

² عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016، ص 68.

³ محمد صالح بن ألفا عمر جالو، مرجع سبق ذكره، ص 106.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

في أي وقت بالرغم من أن الملكية ليس لها مدة محدودة وتعتبر الأسهم الممتازة وسطاً بين الأسهم العادية والسندات¹.

وتتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من الخصائص تتمثل في²:

- ✓ لا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق التصويت في الشركة.
- ✓ يتم وعد حملة الأسهم الممتازة بتوزيعات أرباح ثابتة.
- ✓ ليس للأسهم الممتازة مدة استحقاق، لكن غالباً ما تكون قابلة للاستدعاء.
- ✓ يحق لإدارة المنظمة إيقاف توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة بعد توقف توزيعات الأرباح على الأسهم العادية.

✓ في حال توقف توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، تُعتبر هذه التوزيعات ديوناً متراكمة يجب على المنظمة سدادها قبل توزيع أية أرباح على حاملي الأسهم العادية.

✓ يمكن تحويل بعض إصدارات الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية.

ويعود إصدار الأسهم الممتازة من قبل الشركات لأحد سببين³:

- **السبب الأول:** عندما تحتاج الشركة إلى زيادة رأسمالها، قد تصدر أسهماً جديدة بهدف حث الجمهور على الاكتتاب فيها، عادةً ما تلجأ الشركة إلى هذا النوع من الأسهم الممتازة لجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين وتشجيعهم على المشاركة في الاكتتاب، خاصة إذا كانت أعمال الشركة غير مقبولة لدى الجمهور بشكل عام.

- **السبب الثاني:** تقدم الشركات امتيازات لحملة الأسهم القديمة أو بعضهم كمكافأة على جهودهم في نجاح الشركة من خلال تحويل أسهمهم العادية إلى أسهم امتياز.

كما تأخذ الأسهم الممتازة بدورها عدة أشكال تتمثل في⁴:

¹ شقيري نوري موسى، وأسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 128.

² أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، سوق المال مدخل مالي/مصرفي، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، العراق، 2016، ص 55.

³ نادية أبو العزم السيد حسن، مرجع سبق ذكره، ص 307.

⁴ فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعلمية - مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 84.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ **الأسهم المجمعة للأرباح:** هي تلك الأسهم الممتازة التي تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.

✓ **الأسهم المشاركة في الأرباح:** هي التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.

✓ **الأسهم القابلة للتحويل:** هي تلك الأسهم التي توفر لحاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الإسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.

✓ **الأسهم القابلة للاستدعاء:** تعطي هذه الأسهم لمصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، خصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.

4-3- من حيث الاستهلاك:

يقصد باستهلاك السهم قيام الشركة بدفع القيمة الإسمية للمساهم أثناء حياة الشركة، لأن استهلاك السهم يبدو ضروريا في بعض الأحيان، خاصة إذا كانت ممتلكات الشركة مما يلحقها النقص بتوالي الزمن، كالشركات الحاصلة على امتياز من الحكومة إذ أن هذه الشركات تكون مضطرة إلى تسليم ممتلكاتها في نهاية مدة الامتياز، ويكون الاستهلاك إما برد القيمة الإسمية للأسهم التي يتم اختيارها سنويا عن طريق القرعة حتى نهاية مدة الشركة، أو برد جزء من القيمة الإسمية لجميع الأسهم سنويا¹.

أ- **أسهم رأس المال:** هي التي لا يجوز لصاحبها استرداد قيمتها من الشركة، ما دامت الشركة قائمة، وهذا هو الأصل بالنسبة لجميع الأسهم، لأن ذلك يؤدي إلى انخفاض رأس المال، وفيه إضعاف حقوق دائني الشركة².

ب- **أسهم التمتع:** هي الأسهم التي استهلكت قيمتها، أي التي قامت الشركة بشرائها من مالكيها بسعر أقل من قيمتها الإسمية أو مساويا لها، على أن يحصل المساهم (البائع) على أسهم تمتع بموجبها يصبح له نصيب من فائض التصفية من موجودات الشركة بما يعادل أسهمهم التي استهلكت³.

4-4- من حيث طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:

¹ أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 101.

² قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص 220.

³ عبد الله بن سليمان الجريش، مرجع سبق ذكره، ص 121.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

أ- **الأسهم النقدية:** تمثل هذه الأسهم حصة نقدية في رأس مال الشركة أو هي الأسهم التي يتم الوفاء بقيمتها الإسمية نقداً أو من خلال المقاصة أو التي يتم إصدارها نتيجة دمج الاحتياطي في رأس مال الشركة ولا يقع الاكتتاب العام إلا عليها وحدها، ويجب أن يتم دفع ربع قيمتها على الأقل عند الاكتتاب، وهذه الأسهم يجوز تداولها حتى قبل تمام سداد قيمتها الإسمية بالكامل¹.

ب- **الأسهم العينية:** هي تلك التي تُمنح للشريك بمقابل إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عينا من الأصول، مثل الأراضي، المباني، البضائع، وغيرها، ولا يتم تسليم الأسهم العينية إلى المساهمين حتى يتم الوفاء بكامل قيمتها عند الاكتتاب، ومن الناحية الشرعية يجوز للمساهم أن يقدم حصصاً عينية كجزء من مساهمته في رأس المال الشركة².

ثانياً- السندات

1- تعريف السند: هناك عدة تعاريف قدمت للسند من أهمها:

- **التعريف الأول:** السند هو بمثابة صك يمثل ديناً على الهيئة التي أصدرته قد تكون هذه الأخيرة إحدى المنشآت أو هيئة حكومية، ويتعلق بقرض طويل الأمد³.

- **التعريف الثاني:** "يوصف السند بأنه أداة دين ذو صفة مالية قابل للتداول يكون لحامله الحق في الحصول على دفعات دورية منتظمة وبنسبة ثابتة من القيمة الإسمية المثبتة بشهادة السند"⁴.

- **التعريف الثالث:** يشير السند أيضاً إلى ذلك الالتزام الممنوح من قبل مُصدره بسداد المبلغ الأصلي للقرض في تاريخ الاستحقاق، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة بشكل دوري تمثل الفائدة، قد تتضمن اتفاقية إصدار السندات شروطاً لفائدة المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة التي تشكل ضمان للسداد، أو الشرط بعدم إصدار سندات أخرى إلا بعد تسديد الأولى، ويمكن أيضاً أن تحتوي على شروط لصالح مصدر السندات، مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق⁵.

2- أنواع السندات: هناك عدة أنواع من السندات يمكن تمييزها كما يلي:

¹ محمد بن براك الفوزان، الأحكام العامة للشركات طبقاً للتعديلات الصادرة عام 1437 هـ دراسة مقارنة، ط2، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2018، ص 222.

² طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقاً للنظام السعودي، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2015، ص 55.

³ عبد الرزاق رحيم الشمري، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط2، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص 282.

⁴ عدنان تايه النعيمي، وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار البازور العلمية، عمان، الأردن، 2009، ص 171.

⁵ محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية، ط1، e-Kutub Ltd، لندن، 2019، ص 28.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

الجدول رقم II-2: أنواع السندات

التصنيف	نوع السند
حسب الملكية	سندات إسمية: هي التي يتم تسجيل اسم صاحبها عليها وتفيد في السجلات المحاسبية كما أن التنازل عنها يكون كتابيا ويتطلب بيعها لمالك جديد في السوق المالية إصدار سند جديد. سندات لحاملها (سندات الكوبون): هذه السندات لا تكون مسجلة باسم مالكيها بينما وجودها عند حاملها يمثل سندا لامتلاكها، وتحوّل من مالك إلى آخر بمجرد التسليم.
حسب الجهة المصدرة	سندات عامة: تصدر عن الخزينة العامة على أنها قروض، وتكون الدولة هي الطرف المدين، أما الدائنون فهم البنوك وشركات القطاع العام والخاص، وتستخدم لتغطية عجز الميزانية، الإشراف على نشاط البنوك، تنمية الوعي الادخاري، التحكم في حجم السيولة ومعالجة الأزمات الاقتصادية، سواء في فترات التضخم من خلال إصدارها أو في فترات الكساد من خلال شرائها بهدف تحقيق التوازن الكلي في الاقتصاد. سندات خاصة: هي التي تصدرها شركات المساهمة لجمع الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلاً من إصدار أسهم جديدة التي قد تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد وبالتالي تقليل الربح المتوقع، تتميز هذه السندات بفائدة أعلى من السندات الحكومية، ولكن حاملها يتعرضون لمخاطر متعلقة بعدم قدرة الجهة المصدرة على الوفاء بالديون.
حسب الحقوق والامتيازات التي تحققها لحاملها	سندات قابلة للتبديل بسندات: هي التي تستبدل فيها السندات ذات المعدل الثابت للفائدة بالمعدل المتغير ويتم ذلك بطلب من مُصدر السند أو حامله. سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: هي التي يقوم حاملها بتحويلها إلى أسهم عندما يشعرون بأن حاملها الأسهم يحققون إيرادات أعلى بكثير من تلك التي يحققها حاملها السندات. سندات قابلة للاستدعاء: هي التي يمكن للشركة المصدرة لها إعادة شرائها واستدعاء جزء أو كل منها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائماً أكبر من القيمة الإسمية للسند، ويمثل الفرق بين القيمة الإسمية وسعر الاستدعاء علاوة الاستدعاء.
حسب الضمانات	سندات مضمونة: هي التي تمنح حاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد في حالة عجز المنشأة المصدرة عن تسديد أصل الدين أو فائدته.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

الممنوحة	سندات غير مضمونة: هي التي لا تمتلك أي ضمان رهن سوى تعهد الشركة المصدرة لها بالسداد، ويتمثل ضمانها الوحيد في مركزها المالي، أي في أصول الشركة وقدرتها على الالتزام باتجاه الدائنين.
حسب معدل الفائدة	سندات ذات معدل فائدة ثابت: هي السندات التي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا لكل السنوات طوال مدة القرض، ويزداد الطلب على هذا النوع من السندات من قبل المستثمرين عند انخفاض معدلات الفائدة في البنوك ما يمنحهم الفرص لتحقيق عوائد كبيرة. سندات ذات معدل فائدة متغير: هي التي يتغير معدل فائدتها وفقا للمعدلات السائدة في السوق، وحسب الظروف الاقتصادية ومعدل التضخم وغالبا تكون بمعدلات فائدة تصاعدية.
حسب طريقة السداد	سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد: هي سندات يمكن لحاملها بيعها في السوق المالية دون الحاجة إلى إرجاعها إلى المؤسسة المصدرة لاسترداد القيمة الإسمية، والمؤسسة قد تقوم بسدادها قبل الموعد استحقاقها المحدد من أجل تقليل الديون، ويمكن أيضًا أن تسدد بعد تاريخ استحقاقها. سندات ذات تاريخ استحقاق محدد: تشمل في عقدتها تفاصيل حول كيفية تسديدها في الموعد المحدد للاستحقاق، ويمكن أن يكون أجل هذا الموعد قصيرًا، متوسطًا، أو طويلًا، وفي تاريخ الاستحقاق يتقدم حامل السند إلى الشركة المصدرة لاسترداد القيمة الإسمية للسند.
حسب العائد المحقق	سندات الدخول: هي السندات التي لا تدر دخلا إلا إذا حققت الشركة المصدرة أرباحا. سندات الإيراد: هي التي تسدد فوائدها من إيرادات محددة وغالبا ما تصدر عن جهة حكومية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على عدة مراجع:

- محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية إدارة-تحليل-تقييم، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص ص 193، 194
- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص45.
- محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ- الأدوات- المخاطر- التقييم)، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والإشهار، دمشق، سوريا، 2021 ص ص 79، 80
- معراج هوارى، وحاج سعيد عمر، التمويل التأجيرى: المفاهيم والأسس، ط1، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 37.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

3- الفرق بين الأسهم والسندات: يمكن التمييز بين الأسهم والسندات من خلال عدة جوانب كما يبينها الجدول الآتي:

الجدول رقم II-3: الفرق بين السهم والسند

السند	السهم	
يمثل دين على الشركة أو الحكومة	يمثل ملكية الشركة لأنه يعبر عن المساهمة في رأس مال الشركة	الطبيعة القانونية
حقوق حملة السندات تسدد بغض النظر عن النتيجة المسجلة	حقوق المساهمين تأتي بعد حقوق حملة السندات في حالة تعرض الشركة للتصفية	الأسبقية
من الفوائد الثابتة (سنوية أو نصف سنوية)	يكون من خلال الأرباح الموزعة	العائد
محدد في عقد الإصدار	غير محدد	تاريخ الاستحقاق
ليس لحامله الحق في التصويت وانتخاب مجلس الإدارة	لحامله الحق في التصويت وفي إدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة	التصويت
يمكن استرداده في الموعد المحدد	لا يمكن استرداد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية ويكون قابل للتغيير بالزيادة أو النقصان	استرداد المبلغ المستثمر
لاستحقاق السداد نهاية مدة القرض وبالكامل		
ليس لحامله الحق في ذلك	لحامله الحق في ذلك	حضور الجمعيات العامة
الشركات، الحكومات والمؤسسات المالية المتخصصة	شركات المساهمة	المصدرون

المصدر: جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية جزء 2 من سلسلة التعريف بالبورصة، ط1، دار هومة، الجزائر، 2002، ص ص 10، 13.

ثالثا- المشتقات المالية

1- تعريف المشتقات المالية: تعددت التعاريف المقدمة للمشتقات المالية نظرا لاتساع دائرة التعامل بها في الأسواق المالية ومن بين هذه التعاريف نجد ما يلي:

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

- **التعريف الأول:** تم تعريف المشتقات المالية على أنها عقود مالية تتعلق بالبند خارج الميزانية وتُحدد قيمتها بناءً على قيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المتعلقة بها¹.

- **التعريف الثاني:** عُرِفَت المشتقات المالية أيضاً على أنها عقود أو اتفاقات مالية تتعلق بالمستقبل، تشتق قيمتها من الأدوات المالية الأساسية المصدرة مسبقاً، مثل الأسهم، السندات، العملات وغيرها، وينتج عن هذه العقود ظهور حقوق أو التزامات تؤدي إلى نقل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية من طرف غير راغب في تحملها إلى طرف آخر يتطلع لتحملها، دون أن يشمل هذا التحويل الأداة الأساسية نفسها، تُستخدم هذه العملية من قِبَل الإدارة لأغراض الحماية والمضاربة².

- **التعريف الثالث:** عرفت المجموعة الاستشارية لنظم الحاسبة القومية SNA المشتقات المالية على أنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة، أو مؤشر مالي معين، أو سلعة معينة، ويتم من خلالها المتاجرة في مخاطر مالية محددة في الأسواق المالية، وتستمد عقود المشتقات قيمتها من سعر الأصول الأساسية التي تعتمد عليها، والمعروفة بالسعر المرجعي، يمكن أن يكون هذا السعر مرتبطاً بسلعة أو أصل مالي أو سعر فائدة أو سعر صرف أو مشتق آخر أو الفارق بين سعرين، وتختلف عقود المشتقات عن أدوات الدين في عدم تقديم سلف واجبة السداد أو توليد عائد استثماري كما تُستخدم المشتقات المالية لأغراض متعددة، منها إدارة المخاطر، الحماية من تقلبات الأسعار، الموازنة بين الأسواق، بالإضافة إلى المضاربة³.

إذن نستطيع القول أن المشتقات المالية هي عقود أو اتفاقات مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول أو أدوات أو مؤشرات مالية لينشأ عن ذلك أدوات استثمارية مشتقة وتُستخدم لنقل المخاطر المرتبطة بالأصول الأساسية من طرف غير راغب في تحملها إلى طرف آخر راغب في تحملها، دون نقل الأداة بحد ذاتها، كما تُستخدم أيضاً لأغراض متعددة تشمل إدارة المخاطر، الحماية من تقلبات الأسعار والمضاربة.

2- المتعاملون في المشتقات المالية: هناك ثلاثة فئات من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية وهم⁴:

¹ سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 58.

² أحمد نعمة عبد النافي، الحاسبة عن المشتقات المالية - الاستثمار في شركات التأمين -، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020، ص 31.

³ الأمم المتحدة، تحديثات وتعديلات على نظام الحسابات القومية 1993، العدد 2، نيويورك، 2005، ص 14.

⁴ حاكم محسن الربيعي، ميثاق هاتف الفتلاوي، حيدر خيضر جوان، وعلي أحمد فارس، المشتقات المالية - عقود المستقبلات الخيارات المبادلات - الجزء الثالث، ط1، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 11.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

أ- **المتحوطون:** يستخدمون التحوط عن طريق الدخول في صفقات تهدف إلى حماية أعمالهم أو ممتلكاتهم من التقلبات في قيمة بعض الأصول الأساسية، حيث يتم شراء الأدوات المالية المشتقة كوسيلة للتحوط، لضمان تحقيق قيمة إيجابية عند حدوث تغيرات في أسعار الأصول الأساسية.

ب- **المضاربون:** هم الأفراد الذين يتخذون مواقف معينة للتعامل في الأدوات المالية والأصول الأخرى بهدف تحقيق أرباح من التغيرات في قيمتها، يقبلون بمستوى عالٍ من المخاطرة مع توقع تحقيق مكافآت كبيرة.

ج- **المراجحون:** هم الأفراد الذين يستفيدون من الفروقات في الأسعار بين سوقين مختلفين، حيث يشترون بسعر منخفض في سوق ويبيعون بسعر مرتفع في سوق آخر لنفس السلعة أو الأصل المالي، يساعد المراجحون في ضمان الكفاءة السعرية بتقليل التناقضات في التسعير بسبب نشاطهم بالشراء والبيع السريع في السوق.

3- أنواع المشتقات المالية:

1-3 العقود المستقبلية Future Contracts

3-1-1-3 **تعريف العقود المستقبلية:** هي أحد أهم أنواع المشتقات المالية المتداولة في الأسواق المنظمة، تمثل العقود المستقبلية التزامًا تعاقديًا لشراء أو بيع موجود معين بسعر متفق عليه مسبقًا، والذي يُعرف بالسعر المستقبلي (أو سعر التنفيذ)، على أن يتم التسليم أو الاستلام للموجود المتفق عليه في تاريخ مُحدد في المستقبل¹.

عادةً ما يُشار إلى الطرف الذي يتعاقد على الشراء في عقود المستقبلات بأنه يمتلك المركز الطويل، بينما يشار إلى الطرف الذي يتعاقد على البيع بأنه يمتلك المركز القصير، فصاحب المركز الطويل يعني أن هذا الطرف بحاجة للموجود في تاريخ مستقبلي، مما يدفعه إلى تثبيت سعر الشراء تحسبًا لأي ارتفاع محتمل في الأسعار، بالمقابل يعكس المركز القصير حالة تملك الطرف للموجود حاليًا أو في المستقبل، مما يدفعه إلى تثبيت سعر البيع تحسبًا لأي انخفاض محتمل في الأسعار، في تعاملات عقود المستقبلات يتعين على كلا الطرفين إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار المالي، سواء نقدًا أو عبر أوراق مالية لحماية كل منهما من مخاطر عدم السداد الناشئة عن عدم الالتزام بالتزاماته².

والكثير من عقود المستقبلات هي عقود نمطية ومنظمة بشكل رسمي ويأتي التمييز فيما يتعلق بالأمور التالية³:

✓ حجم العقد.

¹ حسين عبد القادر، والجوزي جميلة، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية -مدخل تحليلي للفترة (2009-2013)-، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة المدية، الجزائر، المجلد 08، العدد 01، جانفي 2017، ص 173.

² حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014، ص 31.

³ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 170.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

- ✓ تاريخ التنفيذ.
- ✓ الأسعار المستقبلية التي سيتم التنفيذ على أساسها.
- ✓ متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية ومنها أن يودع في البورصة كل طرف من أطراف العقد مبلغاً معيناً يسمى الهامش تتراوح قيمته ما بين 5-10 % من قيمة العقد ككفالة حسن تنفيذ من قبل أطراف العقد.
- ✓ المواصفات الواجب توافرها بالسلعة موضوع التعامل من حيث النوعية ومستوى الجودة.
- ✓ طرق ووسائل تسليم السلعة أو الأوراق أو العملات المتفق عليه.
- 3-1-2- خصائص العقود المستقبلية:** تتمتع العقود المستقبلية بجملة من الخصائص تتمثل في¹:
 - ✓ العقود المستقبلية لها شروط نمطية تختلف من عقد لآخر وتحدد سوق الأوراق المالية.
 - ✓ في العقود المستقبلية لا يعرف طرفا العقد بعضهما البعض.
 - ✓ تقدم سوق الأوراق المالية آلية تسمى غرفة المقاصة التي تضمن أن يتم تنفيذ العقد لكلا الطرفين.
 - ✓ يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة.
 - ✓ للتعامل في هذه العقود، يجب على كل طرف إيداع مبلغ يعرف بهامش الضمان لضمان تنفيذ العقد.
 - ✓ تلعب أسواق العقود المستقبلية دوراً هاماً في كشف الأسعار، حيث توفر معلومات عن الأسعار الحالية والمستقبلية، مما يعزز كفاءة السوق ويساهم في تحسين عمليات التداول.
- 3-1-3- أنواع العقود المستقبلية:** تصنف العقود المستقبلية إلى عدة أنواع كما يلي:
 - أ- عقود مستقبلية على مؤشرات الأسهم:** هذه العقود تعني أن الطرف المتعاقد على الشراء أو البيع يلتزم بتسليم أو استلام مؤشر معين في تاريخ وسعر محدد مسبقاً، وقيمة النقود التي يجب على المشتري دفعها تساوي قيمة معينة محددة بواسطة البورصة، تضرب في الفرق بين قيمة المؤشر بناءً على سعر إقفال اليوم الأخير لتداول العقد وسعر شراء العقد، وهو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم عقود مستقبلية على سلع الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد².

¹ بن اعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص 31.

² محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية إدارة-تحليل-تقييم، ط1، دار حميثا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص 205.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

ب- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي عبارة عن عقود ملزمة بإقراض أو اقتراض مبلغ معين من المال بسعر فائدة معين وبتاريخ لاحق في المستقبل، كما تعد من أهم العقود وأكثرها تداولاً في الأسواق المنظمة بشكل عام والأسواق المستقبلية بشكل خاص، وهذا يعود إلى التغيرات الكبيرة التي تطرأ على أسعار الفائدة نظراً لكونها من أكثر المخاطر التي يتعرض لها المقرضون والمقترضون.

ج- عقود مستقبلية على العملات: هي عقود شراء أو بيع كمية محددة من العملات الأجنبية بسعر محدد وفي موعد محدد في المستقبل¹.

د- عقود مستقبلية على السلع: هي عقد بين طرفين، يلتزم بموجبه أحدهما الطرفين بتسليم الطرف الآخر مقداراً محدداً من سلة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد².

3-2- العقود الآجلة Forward Contracts

3-2-1- تعريف العقود الآجلة: العقد الآجل هو عقد يتم بين طرفين لبيع أو شراء أصل معين في تاريخ مستقبلي بسعر محدد متفق عليه، وبعد إبرام العقد يكون كلا الجانبين ملزماً بتنفيذ العقد بشكل قانوني، بغض النظر عن قيمة الأصل الأساسي في وقت التسليم، وهذا يعني أن الفرق بين السعر الثابت المحدد في العقد والقيمة السوقية الفعلية للسلعة أو الأصل المالي في نهاية العقد يتم دفعه نقداً من قبل طرف إلى الطرف الآخر، وبالرغم من أن العقود الآجلة يتم التفاوض عليها بشكل خاص، غير أن هناك خطر أن أحد الجانبين قد يتخلف عن التزامه التعاقدية ما لم يتم وضع بعض الشروط³.

يتبين لنا مما سبق أن العقود الآجلة والعقود المستقبلية تتشابه في العديد من النواحي، لكن الفارق الأساسي بينهما يكمن في طريقة التعامل بهما، فالعقود المستقبلية تكون موحدة ومعيارية، في حين أن العقود الآجلة يتم التفاوض عليها بحيث لكل عقد خصائصه وشروطه الخاصة التي تعكس احتياجات ورغبات الطرفين المتعاقدين، هذا يمنح العقود الآجلة مرونة أكبر فيما يتعلق بشروط الاستلام والتسليم والسعر، ومع ذلك فإن هذه المرونة يترتب عليها تكلفة عالية حيث أن التعامل بهذه العقود يكون محصوراً بين ذوي العلاقات الوثيقة مع المؤسسات المالية المتخصصة.

¹ شعبان صدام الإمارة، مهدي صالح حنوش، وإلهام خزعل ناشور، أسواق المشتقات ودورها في العولمة المالية، مجلة الاقتصادي الخليجي، جامعة البصرة، العراق، المجلد 27، العدد 18، 2010، ص 23.

² شافية كشاف، ذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية، مجلة آفاق للعلوم، جامعة الجلفة، الجزائر، المجلد 2، العدد 7، مارس 2017، ص 387.

³ Andrew M. Chisholm, *Derivatives demystified – A step by step guide to Forwards, Futures, Swaps, and Options*, 2nd Edition, John Wiley and Sons, United Kingdom, 2010, P2.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

3-2-2- خصائص العقود الآجلة: تتمتع العقود الآجلة بجملة من الخصائص تتمثل في¹:

- ✓ تتميز العقود الآجلة بمرونة كبيرة، حيث يمكن للبائع والمشتري التفاوض على شروط العقد، مما يمنحهما حرية التصرف في وضع أي شروط يريانها مناسبة لأي سلعة.
- ✓ تفتقر العقود الآجلة إلى السيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، إذا أراد البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل، فإنه يحتاج إلى العثور على شخص آخر يحل محله ويقبل شراء العقد.
- ✓ يتحدد الربح أو الخسارة في العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل المتعاقد عليه وسعر التنفيذ المتفق عليه في العقد بين الطرفين.
- ✓ تتحقق قيمة العقد الآجل فقط عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد، لا توجد مدفوعات عند بداية العقد، ولا يتم تحويل أي أموال بين الأطراف قبل تاريخ انتهاء الصلاحية.

3-2-3- أنواع العقود الآجلة: تصنف العقود الآجلة إلى نوعين²:

- أ- العقود الآجلة لأسعار الفائدة **Forward Interest Rate Contracts**: هذه العقود هي بمثابة أداة لحماية سوق المشتقات المالية من تقلبات أسعار الفائدة، يتم من خلالها الاتفاق على سعر فائدة لقرض معين سيُحصل عليه في المستقبل، ويتم تثبيت هذا السعر من لحظة الاتفاق وحتى وقت التنفيذ.
- ب- العقود الآجلة لأسعار الصرف **Forward Exchange Contract**: هذا الاتفاق يتم بين طرفين لشراء أو بيع كمية محددة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، على أن يتم التنفيذ في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه مسبقاً يظل ثابتاً حتى موعد التنفيذ، وتستخدم هذه العقود لحماية الأطراف من مخاطر تقلبات أسعار الصرف، إلا أنها تُنتقد لعدم قابليتها للتحويل أو التنازل عنها، كما أنها تمنع الاستفادة من أي تحركات في أسعار الصرف عند التنفيذ نظراً للالتزام بالسعر المحدد سلفاً.

3-3- عقود المبادلات Swaps

3-3-1- تعريف عقود المبادلات: هي اتفاق بين طرفين لتبادل كمية معينة من أصل مالي أو عيني مقابل أصل

آخر بشروط محددة، حيث يتم التنفيذ في تاريخ لاحق معين بناءً على الشروط المتفق عليها عند إبرام العقد³.

¹ بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، المجلد 7، العدد 7، جوان 2009، ص 339.

² أحمد نعمه عبد أحرص النافعي، مرجع سبق ذكره، ص 38.

³ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية (الجزء الثاني) المشتقات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية-، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 9.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

3-3-2- مزاي وعيوب عقود المبادلات: لعقود المبادلات مزايا متعددة لكن ذلك لا يمنع من أنها تنطوي على بعض العيوب وذلك ما يبينه الجدول الموالي:

الجدول رقم II-4: مزايا وعيوب عقود المبادلات

المزايا	العيوب
- تحقق هيكل اقتراض بالتكلفة المرغوبة	- لا تخضع لرقابة السوق المنظمة
- تمكن المقترضين من الدخول إلى مصادر تمويل جديدة	- يصعب إلغاؤها
- استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية	- وجود مخاطر ائتمانية مرتفعة
- مرونتها الكبيرة وإمكانية تصميمها حسب رغبة المتعاملين	- صعوبة قياس المخاطر الناتجة عنها
- لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها	- تكون في بعض الأحيان معقدة وغامضة أي يصعب فهمها من قبل المتعاملين

المصدر: عتروس صبرينة، عتروس سهيلة، واقع البدائل الشرعية للمشتقات المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية الإسلامية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميله، الجزائر، المجلد 1، العدد 2، ديسمبر 2015، ص 99.

3-3-3- أنواع عقود المبادلات:

أ- عقد مبادلة أسعار الفائدة: هو عقد بين طرفين الأول يدفع الفائدة الثابتة في مقابل حصوله على الفائدة المتغيرة تحوطا منه ضد مخاطر ارتفاع الأسعار، ويدفع الثاني الفائدة المتغيرة مقابل حصوله على الفائدة الثابتة تحوطا منه ضد مخاطر انخفاض معدل الفائدة، ويتم الاتفاق على معدل الفائدة الثابت بين الطرفين بينما معدل الفائدة المتغير فيحسب لحظة تسوية عقد المبادلة بمتوسط سعر الفائدة في السوق السائد في تلك اللحظة وتتم التسوية على أساس دوري متفق عليه كأن يكون على سبيل المثال ربع سنوي أو نصف سنوي¹.

¹ محمد أحمد الجيزاوي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

وتتركز فائدة طرفي التبادل في عقود مبادلة أسعار الفائدة في تخفيض كلفة اقتراضهما للأموال من السوق مع إتاحة المجال أمام الشركات ذات التصنيف الائتماني المتدني للحصول على الأموال بسعر فائدة ثابت ولآجال أطول من تلك التي يمنحها السوق لذلك التصنيف الائتماني¹.

ب- عقد مبادلة العملات: في ظل هذا العقد عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل أخرى في السوق الحاضر وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل وذلك لبيع العملة التي سبق شرائها أو شراء العملة التي سبق بيعها، ويوفر عقد مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها².

ج- عقد مبادلة معدل عوائد الأسهم: يكون من خلال اتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر³.

د- عقد مبادلة السلع: هو نوع من عقود المبادلة يقوم بموجبه أحد الطرفين بالشراء الآني لكمية محددة من السلعة بالسعر الحالي من الطرف الآخر، ويتم دفع الثمن فوراً وبعد ذلك يتم بيع السلعة بسعر متفق عليه مسبقاً في وقت آجل، ويتم دفع الثمن على فترات محددة مسبقاً⁴.

3-4- عقود الخيار Options

3-4-1- تعريف عقد الخيار: هو عبارة عن عقد بين طرفين يمنح للمشتري الحق - دون الالتزام - في شراء أو بيع كمية محددة من الأسهم أو سلعة معينة بسعر تنفيذ معين خلال فترة سريان العقد، ويدفع المشتري مبلغاً معيناً للحصول على هذا الحق، يسمى ثمن الخيار، وهو جزء بسيط من سعر السهم أو السلعة⁵.

معنى هذا أن حامل عقد الخيار يمتلك الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع الأسهم المحددة وفقاً لنوع العقد، أي أنه يملك الحرية في اختيار تنفيذ العقد أو عدمه، ومن البديهي أن يتجنب التنفيذ إذا لم يكن في مصلحته، وعند موعد التنفيذ إذا قرر حامل العقد عدم التنفيذ ينتهي العقد دون أي التزام عليه، أما إذا رأى بأن التنفيذ يصب في مصلحته

¹ علي قاسم العبيدي، جاسم عيدان المعموري، وجيليل كاظم العارضي، إمكانية استعمال عقود المبادلات في بيئة المصارف العراقية -دراسة استشرافية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العراق، المجلد 7، العدد 26، 2010، ص 35.

² محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ- الأدوات- المخاطر- التقييم)، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والإشهار، دمشق، سوريا، 2021، ص 194.

³ هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص 383.

⁴ عادل رزق، مرجع سبق ذكره، ص 70.

⁵ خالد أحمد علي محمود، الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019، ص 318.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

فإن على محرر العقد الالتزام بتنفيذه، حيث يصبح العقد ملزمًا لحرره فقط في حال رغب حامل العقد في التنفيذ، بينما يبقى غير ملزم لحامله في جميع الأحوال¹.

3-4-2- أركان عقد الخيار: يشمل عقد الخيار مجموعة من العناصر تمثل أركان عقد الخيار وهي:

أ- مشتري حق الخيار: هو الطرف الذي يحتفظ بالحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد وفقًا للقيمة السوقية للسهم، ويدفع قيمة المكافأة في لحظة إبرام العقد.

ب- البائع أو محرر العقد: هو الطرف الآخر في عقد الخيار الذي يلتزم بتنفيذ أو عدم تنفيذ العقد وفقًا لقرار المشتري، مقابل الحصول على المكافأة أو ثمن الخيار في لحظة تحرير العقد.

ج- سعر التنفيذ: هو السعر الذي يتم بموجبه تسوية العقد بين الطرفين عند تنفيذه، ويُعرف أيضًا بسعر التعاقد وغالبًا يكون هذا السعر معادلًا للقيمة السوقية للسهم في تاريخ إبرام العقد، ويختلف عن سعر السوق الذي يباع به السهم في لحظة التنفيذ².

د- محل الخيار: يجب أن توضح النوع والبيان والكمية، سواء كانت سلعة أو أسهما أو المؤشرات المراد التعاقد عليها توضيحًا دقيقًا.

هـ- تاريخ التنفيذ: هو التاريخ الذي ينتهي بانتهاؤه حق المشتري في الخيار، على أنه لا يحق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ، وهذا ينطبق على عقد الخيار الأوروبي، وقد يحق للمشتري التنفيذ في أي وقت خلال مدة الخيار وهذا ينطبق على عقد الخيار الأمريكي.

و- ثمن الخيار: يسمى أيضًا بالعلو أو المكافأة، وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لحرره (البائع) مقابل تمتعه بحق الخيار والالتزام بالحرر بالتنفيذ³.

3-4-3- أنواع الخيارات

أ- من حيث موعد التنفيذ: هناك نوعين من عقود الخيار وهما⁴:

¹ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 165.

² مصطفى عبد الغفار عباس خليفة، عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية دراسة فقهية مقارنة، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، مصر، المجلد 1، العدد 35، جولية 2019، ص 143.

³ أحمد باز محمد متولي، دور عقود الخيارات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية في ظل القانون رقم 17 لسنة 2018، مجلة روح القوانين، جامعة طنطا، مصر، المجلد 31، العدد 85، يناير 2019، ص 24.

⁴ مصطفى عبد الغفار عباس خليفة، مرجع سبق ذكره، ص 151.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

أ-1- عقد الخيار الأمريكي: هذا النوع من الخيارات يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع مجموعة من الأوراق المالية بسعر مُتفق عليه مقدماً، حيث أنه يستطيع تنفيذ هذا العقد في أي لحظة منذ شرائه وحتى التاريخ المحدد لتنفيذه، فهو بمثابة اتفاق يعطي لأحد الطرفين الحق في بيع أو شراء عدد محدد من الأسهم من الطرف الآخر وبسعر متفق عليه مقدماً، حيث يتم تنفيذه خلال الفترة التي تمتد بين إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهاؤه.

أ-2- عقد الخيار الأوروبي: وهو يختلف عن عقد الخيار الأمريكي في موعد التنفيذ فحسب، حيث إنه يتم تنفيذ حق الخيار بموجب الخيار الأوروبي في التاريخ المحدد سلفاً، مما يعني أنه لا يتم التنفيذ إلا في اليوم الأخير من استحقاق العقد، وبالتالي فإنه غير مسموح بممارسة حق الخيار إلا في اليوم الأخير فقط، فلا يمكن ممارسته إلا في تاريخ التنفيذ.

ب- من حيث طبيعة العقد: حسب طبيعة العقد يوجد ثلاثة أنواع من عقود الخيارات وهي:

ب-1- عقد خيار شراء Call Option: يعطي لحامله الحق في شراء أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد في المستقبل وفي المقابل يحصل بائع الخيار على ثمن مناسب للإنشاء والالتزام بالتنفيذ الفعلي لحق الشراء، ويتم تحقيق الصفقة بين البائع والمشتري عندما تكون توقعات المشتري مختلفة عن توقعات البائع.

ب-2- عقد خيار بيع Put Option: تعطي لحاملها الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد مستقبلاً ويقوم المستثمر أي مشتري خيار البيع باستخدام هذا الخيار عندما يتوقع انخفاض في أسعار الأصول¹.

ب-3- الخيار المزدوج أو المختلط Straddle: وفيه يكون حق المستثمر (مشتري حق الخيار) شراء/بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين، نظير مكافأة يدفعها المشتري لمحرر حق الخيار، فهذا النوع يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع في عقد واحد².

ج- من حيث ملكية الأوراق المالية: حسب ملكية الأوراق المالية يتم التمييز بين نوعين من عقود الخيار وهما³:

ج-1- الخيار المغطي Covered Option: هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

ج-2- الخيار غير المغطي Uncovered Option: هو حق خيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه المستثمر ليس مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها.

¹ منير ابراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، ط2، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 1994، ص 370.

² محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، مرجع سبق ذكره، ص 54.

³ محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية إدارة-تحليل-تقييم، مرجع سبق ذكره، ص 52.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

4- مزايا المشتقات المالية: للمشتقات المالية مزايا عديدة تتمثل فيما يلي:

أ- إدارة المخاطر: يتم ذلك من خلال قدرة المشتقات المالية على تجزئة المخاطر وإعادة توزيعها على الراغبين في تحملها، حيث تعمل المشتقات المالية على تقليص المخاطر حتى يتسنى تسعيرها، وبالتالي يسهل نقلها إلى الأطراف القادرين على تحملها حيث أنها لا تنفي المخاطر أو تلغيها بل تقوم بتوزيعها من قبل الأطراف غير القادرين على تحملها ولكن لديهم القدرة على تحمل تكاليف تجنبها إلى الأطراف الذين يستطيعون تحملها دون الحاجة إلى بيع الأصول المرتبطة العقد¹.

وبالتالي نستنتج أن المخاطر لا تكون مركزة على طرف واحد فقط بل يتم توزيعها بين عدة أطراف، ما يجعل من السهل على المستثمر تحديد تكلفة هذه المخاطر ونقلها إلى مستثمر آخر يكون أكثر قدرة على تحمل هذه المخاطر، ويمكن القول أن المشتقات المالية تعمل كأداة لتوزيع المخاطر بشكل أكثر فعالية بين المشاركين في السوق، مما يساعد على استقرار الأسواق المالية وتوفير حماية أكبر للأطراف المعرضة للمخاطر.

ب- الوصول إلى السوق المثالي: يتحقق ذلك عندما يوفر السوق للمتعاملين مجموعة كاملة من الأصول المالية التي تتناسب مع أهدافهم من حيث العائد والمخاطر، ورغم أن تحقيق هذه المثالية يعد أمراً مستحيلاً، إلا أن عقود المشتقات تتيح إمكانية إنشاء توليفات من هذه العقود مع الأوراق المالية المتداولة في السوق الحالي، مما يسمح للمستثمر بتحقيق مستويات لا مثيل لها من العائد والمخاطر بحيث يتعذر تحقيقها من خلال أي ورقة مالية متداولة في السوق المالي².

ج- تحقيق الأرباح عبر المضاربة: يعتمد المضاربون على عقود المشتقات المالية لتحقيق أرباحهم، حيث يستفيدون من فروق الأسعار بين عقود المشتقات والهامش المبدئي الذي يتم دفعه، حيث يهدف المضاربون من خلال هذه العمليات إلى استغلال التقلبات في الأسواق سواء بالشراء أو البيع بهدف تحقيق الأرباح، وتتحقق المضاربة في صورتين، الأولى هي المضاربة على ارتفاع السعر وهنا يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية أو الأصول العينية شراءً آجلاً مُتوقعاً ارتفاع سعرها في يوم التسوية لكي يقوم ببيعها بذلك السعر، فهو حقق ربحاً ماثلاً في الفرق بين السعرين وقت البيع ووقت التسوية، أما الصورة الثانية فهي المضاربة على انخفاض السعر حيث يقوم المستثمر ببيع الأوراق المالية أو الأصول العينية بيعاً آجلاً متوقعاً انخفاض سعرها في يوم التسوية لكي يقوم بشرائها بذلك السعر ويسلمها

¹ فاطمة سيد عبد القادر حسنين، المشتقات المالية والأزمات المالية، ط1، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2017، ص 23.

² عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى، ط1، دار إي-كتب، لندن، بريطانيا، 2017، ص 101.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

إلى الطرف الآخر بالسعر المتفق عليه عند إبرام عقد المشتقة، وبالتالي فهو حقق ربحاً متمثلاً في الفرق بين السعيرين وقت البيع ووقت التسوية¹.

د- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: إحدى الوظائف الرئيسية لعقود المشتقات هي تزويد المتعاملين بتوقعات دقيقة حول سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، لذا تُعتبر عقود المشتقات أداة فعالة لاستكشاف الأسعار المستقبلية، إذ تساعد في تحديد المستوى المحتمل للسعر في تاريخ التسليم، بناءً على أسعار هذه العقود يبدأ سعر الأصل في السوق الفوري بالتغير ليعكس التوقعات العامة للمتعاملين والأسباب التي تدعم هذه التوقعات².

هـ- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: تُمكن عقود المشتقات الأطراف المتعاقدة من تخطيط تدفقاتها النقدية المستقبلية بدقة، حيث يعرف البائع أن العائد من بيع الأصل سيكون محدداً بناءً على سعر العقد، بينما يكون المشتري على علم بأن المدفوعات التي سيقوم بها للشراء ستكون أيضاً وفقاً لسعر العقد، هذه الآلية تساعد الطرفين على إدارة وتوقع تدفقاتهما النقدية بشكل أكثر فعالية ووضوحاً.

و- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: إذ أن التعامل في أسواق المشتقات المالية يتميز بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل أن تنافسه فيه الأسواق الحاضرة.

ي- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية: تعد هذه ميزة أخرى لعقود المشتقات المالية نظراً لمرونتها إضافة إلى سيولتها المتميزة³.

5- مخاطر المشتقات المالية:

أ- المخاطر الائتمانية: تعرف أيضاً بمخاطر عدم الوفاء، وتتمثل في الخسارة المالية المحتملة التي قد تحدث نتيجة عدم التزام أحد أطراف العقد بتنفيذ التزاماته، ويحدث هذا عندما يكون الطرف غير قادر أو غير راغب في تنفيذ الشروط المحددة في العقد، وتنتشر هذه المخاطر بشكل أكبر في السوق غير الرسمية مقارنة بالسوق الرسمية⁴. ويمكن تقسيم العوامل التي تؤدي إلى تحقيق المخاطر الائتمانية إلى مجموعتين⁵:

¹ أحمد جميل عبد الرضا، التنظيم القانوني لتبادل المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية -دراسة مقارنة-، مجلة جامعة الأنبار للعلوم القانونية والسياسية، العراق، المجلد 14، العدد 1، مارس 2024، ص 1486.

² حليلة بزاز، المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة العلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، المجلد 1، العدد 1، جوان 2012، ص 148.

³ علي عوض الله عطوي العلوي، المشتقات المالية وعقود الخيار في سوق المال في الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي دراسة مقارنة، مجلة دراسات عربية في التربية وعلم النفس، مصر، المجلد 14، العدد 140، ديسمبر 2021، ص 342.

⁴ فاطمة سيد عبد القادر حسنين، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁵ همت محمد عصام الدين السويني، مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها -دراسة ميدانية-، مجلة البحوث المالية والتجارية، جامعة بورسعيد، مصر، المجلد 22، العدد 03، جويلية 2021، ص 381.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ **عوامل داخلية:** هي تلك التي تنتج عن ضعف إدارة الائتمان أو الاستثمار في المؤسسات المالية سواء كان ذلك ناتجاً عن قلة الخبرة أو نقص التدريب الكافي أو عدم وجود سياسة ائتمانية فعالة، كما تشمل هذه العوامل أيضاً ضعف سياسة التسعير وضعف إجراءات متابعة المخاطر والرقابة عليها.

✓ **عوامل خارجية:** تكون ناتجة عن تغيرات في الأوضاع الاقتصادية، مثل اتجاه الاقتصاد نحو الركود أو حدوث انخيار غير متوقع في أسواق المال.

ب- مخاطر السوق: تشير إلى درجات التغير في متغيرات السوق مثل أسعار الفائدة، أسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأصول المالية التي تنعكس سلباً على أرباح وعوائد المؤسسات، وتعتبر مخاطر أسعار الفائدة المتغير الرئيسي لمخاطر السوق، أي الخطر الذي يهدد العوائد نتيجة التغيرات في أسعار الفائدة، حيث تنشأ هذه المخاطر من التباين بين توقيت التغيرات في أسعار الأصول وتوقيت التدفقات النقدية، بالإضافة إلى ذلك، ترتبط مخاطر الأسعار ارتباطاً وثيقاً بمخاطر أسعار الفائدة، حيث تشكل خطراً على الأرباح الناجمة عن التغيرات في قيمة الأدوات المالية¹.

يجدر الإشارة إلى أن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد حدة في حال وجود محتكرين في هذه السوق، حيث يقوم هؤلاء المحتكرون بعمليات شراء وبيع واسعة النطاق، مما قد يتسبب في حدوث تقلبات حادة في أسعار الأصول، وهذا بدوره يؤثر بشكل كبير على توقعات المتعاملين بشأن الاتجاهات المستقبلية لهذه الأسعار، بالإضافة إلى ذلك فإن ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر يزيد من خطورة هذه المخاطر، حيث يصبح من السهل انتقال المخاطر من سوق مالية معينة إلى أسواق أخرى، لذا يحتاج المتعاملون في مجال عقود المشتقات إلى تحديد وفهم عناصر هذه المخاطر وكيفية تفاعلها مع بعضها البعض، وبالتالي يعتمد تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات على التقييم السوقي والأدوات المستخدمة للوقاية من هذه المخاطر².

ج- مخاطر السيولة: تحدث هذه المخاطر عندما يفشل البائع في استلام ثمن الأوراق المالية المتفق عليها في موعدها المحدد، مما قد يجبره على الاقتراض أو تسهيل بعض أصوله للوفاء بالتزاماته تجاه الأطراف الأخرى، وبالمثل يتعرض المشتري لنفس المخاطر عندما يدفع ثمن الأوراق المالية التي تعاقده على شرائها دون أن يتمكن من استلامها في الموعد المحدد، في هذه الحالة قد يضطر المشتري إلى اقتراض الأوراق المالية المتعاقد عليها أو الدخول في عقد جديد³.

د- المخاطر التشغيلية: تتعلق هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي قد تواجهها المنشأة بسبب نقاط الضعف التنظيمية في إدارة وتشغيل عقود المشتقات داخلها، تشمل هذه المخاطر عدم التنسيق بين المسؤولين عن التعامل في

¹ عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المديّة، الجزائر، المجلد 2، العدد 1، جانفي 2014، ص 174.

² محمد عدنان أبو الهيجاء، "المشتقات المالية في الأسواق المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية"، المؤتمر الدولي الثاني حول الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، الأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، إسطنبول، تركيا: (8 و 9 نوفمبر 2019)، ص 105.

³ إبراهيم سالم ياسمين، يحي هاجر، أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، المجلد 2، العدد 3، ديسمبر 2014، ص 174.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

أسواق المشتقات والمسؤولين عن القيد والتسجيل في الدفاتر المالية للمنشأة، بالإضافة إلى فشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية، وقلة المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها، كما أن التعامل بالمشتقات المالية التي تتميز بكثير من التعقيد يتطلب اتخاذ مجموعة من الإجراءات لتقليل المخاطر التشغيلية إلى أدنى حد ممكن لها منها:

- ✓ الفهم العميق من قبل الإدارة العليا لأدوات المشتقات المالية.
- ✓ ضرورة توفر كفاءات متخصصة داخل الشركة.
- ✓ توثيق السياسات والإجراءات مع تحديد النشاطات المسموح بها ووضع الحدود والاستثناءات الخاصة بالمعاملات.
- ✓ إدارة مستقلة للمخاطر تقوم بتقديم النتائج المحققة من نشاط المشتقات المالية وتوضح مدى استخدام الحدود المتاحة للتصرف¹.

هـ- المخاطر القانونية: تنشأ هذه المخاطر من التغيرات في البيئة القانونية والغموض المحيط ببعض الجوانب القانونية للمشتقات، مما يتسبب في صعوبة تنفيذ العقود، تشمل هذه المخاطر أيضاً عدم التوثيق الدقيق، نقص الصلاحيات أو عدم وضوحها، وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث المشاكل، بالإضافة إلى ذلك قد تنشأ هذه المخاطر عندما يمتلك بعض المتعاملين الصلاحية الكافية لإبرام العقود، مما يؤدي إلى غياب الالتزام القانوني للطرف المقابل وصعوبة التنفيذ القضائي في حالة العسر أو الإفلاس².

و- مخاطر التسوية: تشكل مخاطر تسوية المعاملات المتفق عليها أحد التحديات، حيث يمكن أن تتأخر تسوية المعاملات المالية لعدة أيام بدلاً من الإنجاز الفوري أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، هذا التأخير قد يتسبب في تعرض أحد الأطراف للخسارة، حيث يمكن أن يتغير سعر الأصول بسرعة خلال هذه الفترة وخاصة في يوم التنفيذ نفسه، مما يزيد من تعقيدات عملية التسوية ويزيد من خطر الخسائر المحتملة³.

المطلب الثالث: أنواع التحليل في الأسواق المالية

تحليل الأسواق المالية ينطوي على أنواع مختلفة من التحليل، كل منها يخدم أغراضاً مختلفة، وكل نوع من التحليل يوفر رؤية مختلفة عن السوق، مما يساعد المستثمرين والمحللين على اتخاذ القرارات الرشيدة، ومن بين أهم الأنواع الرئيسية المستخدمة في تحليل الأسواق المالية يوجد التحليل الأساسي والتحليل الفني.

¹ عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبليات والمشتقات المالية الأخرى، مرجع سبق ذكره، ص 104.

² بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر (20 و 21 أكتوبر 2009)، ص 12.

³ عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر: مدخل مالي، ط 1، دار إي-كتب، لندن، بريطانيا، 2018، ص 178.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

أولاً- التحليل الأساسي:

1- تعريفه: هو التحليل الذي يهتم بدراسة العوامل الخارجية التي تؤثر على أسعار الأسهم، و غالبًا ما يكون هذا التأثير بشكل غير مباشر على أسعار الأسهم من خلال تأثيرها على عوائد الشركات، بينما يكون تأثيرها المباشر على الأسعار أقل قوة¹.

كما يعد التحليل الأساسي وسيلة علمية تهدف إلى تحديد القيمة الجوهرية للأوراق المالية، بناءً على الاعتقاد بأن سعر الورقة المالية أو أي أصل استثماري يميل إلى التحرك نحو قيمته الحقيقية، ومن خلال هذا التحليل، يمكن التنبؤ بالسعر المستقبلي للأوراق المالية واتجاهاته، سواء كان هبوطاً أو صعوداً².

وتشمل طريقة التحليل الأساسي للأوراق المالية مجموعة من المتغيرات الاقتصادية هي³:

✓ **المتغيرات الاقتصادية الكلية:** وتشمل تحليل الناتج القومي ومعدلات التضخم،... إلخ

✓ **المتغيرات الاقتصادية القطاعية:** وتشمل تحليل القيمة المضافة لقطاعات ذوي الأوراق المالية محل التحليل وحجم الاستثمار وحجم التسهيلات الائتمانية للقطاع.

✓ **المتغيرات الاقتصادية الجزئية:** وتشمل تحليل حجم القروض الممنوحة للمنشآت والمبيعات وإنتاجية العمل ورأس المال في المنشآت.

✓ **السياسات الاقتصادية:** وتشمل تحليل السياسات المالية متضمنة الإنفاق العام والضرائب والرسوم وتحليل السياسات النقدية متضمنة معدلات الفائدة وعرض النقود والتسهيلات المصرفية وترتيب أصول المصارف.

2- مداخل التحليل الأساسي: هناك مدخلين يعتمد عليهما التحليل الأساسي وهما⁴:

✓ **مدخل التحليل الكلي فالجزئي:** يُعرف هذا النوع من التحليل بالتحليل من أعلى إلى أسفل، حيث يبدأ المحلل بدراسة الظروف الاقتصادية العامة لتحديد التغيرات المحتملة في الاقتصاد وتأثيرها على أسواق الأوراق المالية، بعد ذلك ينتقل إلى تحليل ظروف الصناعة لفهم الصناعات التي قد تظهر أداءً جيداً، وأخيراً يُجري تحليلاً مفصلاً على مستوى الشركات لتقييم أوضاعها الفردية وآفاقها المستقبلية.

✓ **مدخل التحليل الجزئي فالكلي:** يُعرف هذا النوع من التحليل بالتحليل من أسفل إلى أعلى، حيث يبدأ المحلل بدراسة ظروف الشركة التي ينوي الاستثمار في أسهمها، ثم ينتقل إلى تحليل الصناعة أو القطاع الذي

¹ سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية - دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2017، ص 33.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 131

³ نزار كاظم الخيكاني، وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، ط2، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 131.

⁴ لمياء عماني، وعبد الوهاب دادن، إدارة المحافظ المالية (دروس وتطبيقات)، مطبوعة بيداغوجية، جامعة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017/2018، ص 22.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

تنتمي إليه الشركة، وفي النهاية يُجرى تحليلاً للظروف الاقتصادية العامة التي يعمل فيها هذا القطاع أو هذه الصناعة، بهدف اتخاذ قرار استثماري مدروس.

3- خطوات التحليل الأساسي: يمر التحليل الأساسي بعدة خطوات تتمثل فيما يلي¹:

✓ **تحديد الأهداف:** قد تأتي أهداف التحليل موجزة عندما يكون الهدف توفير رؤية عامة، أما حين يكون الأمر متعلق بقرارات استثمارية محددة فعلى التحليل الأساسي أن يقدم وصفاً واضحاً يحتوي على استنتاجات تؤدي إما إلى توصيات إيجابية أو سلبية بشأن الاستثمار، ومع ذلك فإن التحليل الأساسي لغاية الاستثمار يتطلب التركيز على الأوضاع العامة المحيطة بالقرار الاستثماري على شكل حقائق كلية تكون في العادة نقطة البداية التي يدخل منها المحلل الأساسي إلى التفاصيل الخاصة بمسألة أو مجموعة من المسائل.

✓ **تجميع المعلومات:** تتضمن هذه الخطوة جمع البيانات والإحصائيات من مصادر متنوعة، مثل التقارير الحكومية الرسمية، والمجلات والدوريات المتخصصة، ومؤسسات البحث العلمي، وأسواق الأوراق المالية، والمؤسسات المصرفية، وبيوت السمسة، والشركات المالية، وتقارير الشركات السنوية، ووحدات الإنتاج، ومصادر أخرى محلية ودولية.

✓ **الدراسة التفصيلية للبيانات المجمعة:** هذه الخطوة تهدف إلى فهم العلاقة بين البيانات المتاحة وقيمة السلعة أو الأداة الاستثمارية المعنية، يسعى المحلل من خلالها إلى تحديد تأثيرات هذه المعلومات على الأسعار، مما يؤدي في النهاية إلى توقعات وتنبؤات بشأن حركة الأسعار ومدى تأثيرها، يتضمن هذا التحليل مناقشة الفرضيات والبيانات التي تم الاتفاق عليها خلال عملية التحليل.

4- مميزات التحليل الأساسي: من أهم المزايا التي يختص بها التحليل الأساسي نجد²:

✓ التحليل الأساسي يركز على تقدير الأرباح المستقبلية للشركة، مما يساعد في التنبؤ بالمستقبل.

✓ يميزه القدرة على تحديد مخاطر الشركات في سعيها لتحقيق الأرباح.

✓ يعتمد التحليل الأساسي على فعالية وكمية المعلومات المتاحة من البيانات الأساسية للشركة، مثل الإيرادات، والمبيعات، والديون، والقيمة السوقية والإسمية، لتقييم قوة السهم وأداء الشركة ومعدل نموها السنوي.

✓ يسهم التحليل الأساسي في تقدير قيمة الورقة المالية، مما يُسهل على المستثمر اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.

5- **عيوب التحليل الأساسي:** هناك عدة انتقادات وجهت للتحليل الأساسي خصوصاً من قبل رواد التحليل الفني ومن بين أبرز هذه الانتقادات ما يلي³:

¹ بوبريمة إحسان، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة بيداغوجية، جامعة فرحات عباس سطيف -1، الجزائر، 2021/2020، ص 48.

² عبد العزيز الدخيل، سوق الأسهم السعودي، ط1، دار الفارابي، بيروت، لبنان، 2010، ص ص 63، 64.

³ عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط5، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2006، ص 39.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

- ✓ يستحيل الإمام بكل ما يتعلق بنشاط الشركة أو السلعة محل التداول، نظرًا لكم الهائل من المعلومات الأساسية التي يصعب تحليلها بسرعة ودقة.
- ✓ أن المعلومات دائمة التغير، ولا يمكن لأي شخص معرفة جميع خبايا السوق.
- ✓ غالبًا ما تكون البيانات المتاحة غير مكتملة وبعضها قد يكون غير دقيق، ويتم مراجعتها وتعديلها بشكل مستمر.
- ✓ تصل البيانات والمعلومات في كثير من الأحيان متأخرة نسبيًا، مما يفقدها أهميتها في تحديد القيمة السوقية.
- ✓ حتى إذا تمكن المحلل الأساسي من الحصول على جميع المعلومات وتحليلها بدقة، فإن الاستفادة منها في الوقت المناسب تصبح صعبة بسبب التحركات السريعة في أسعار السوق.

ثانياً- التحليل الفني:

1- تعريفه: التحليل الفني هو علم يركز على توثيق تاريخ التداول الفعلي لتغيرات أسعار الأسهم وحجم التداول، ثم يتم تحويل هذه البيانات إلى خرائط ورسوم بيانية، ومن خلالها يُستنتج الاتجاه المستقبلي المحتمل للأسعار¹، كما يُعتبر التحليل الفني من أبرز أساليب التحليل المستخدمة في أسواق المال، إذ يركز على حركة الأسواق وتغيراتها، بخلاف التحليل الأساسي الذي يبحث في الأسباب الكامنة وراء التغيرات المحتملة في السوق، حيث يسعى التحليل الفني إلى تحويل هذه التغيرات إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف تقديم توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق، ويعتمد التحليل الفني بشكل أساسي على معطيات السوق مثل أسعار الأسهم وحجم التداول، مع التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة تحديد نمط لهذه التغيرات، هذا يساعد في التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية، فبينما يجب التحليل الأساسي عن سؤال هل يتم البيع أو الشراء؟ يهدف التحليل الفني إلى الإجابة عن سؤال متى يتم البيع أو الشراء؟².

2- الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الفني:

يقوم التحليل الفني على جملة من الافتراضات وهي³:

- ☞ يستند التحليل الفني إلى البيانات المنشورة في السوق حيث يتحدد السعر بناءً على قوى العرض والطلب.
- ☞ تؤثر العديد من العوامل في العرض والطلب بعضها عوامل أساسية وأخرى فسيولوجية.
- ☞ تتحرك أسعار الأسهم نحو مستوى توازن جديد.
- ☞ يمكن تحليل اتجاه أسعار الأسهم من خلال دراسة حركتها وحجم التداول على مدار فترة زمنية معينة.

¹ Robert D. Edwards, John Magee, W.H.C Bussetti, **Technical Analysis of Stock Trends**, American Management Association, New York, USA, (2018), P: 4

² هبه عبد الحليم عبد ربه، وأحمد علي بكري، مرجع سبق ذكره، ص 121.

³ بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2014، ص 50.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

3- مميزات التحليل الفني: يتمتع التحليل الفني بالعديد من المميزات التي جعلته يفرض نفسه كأفضل أداة يمكن من خلالها التعامل مع الأسواق المالية المختلفة وتتمثل في¹:

✓ **التركيز على السعر:** يمكن للمحلل الفني من خلال ملاحظته للتغيرات في اتجاه حركة السعر باستخدام الخرائط الفنية قراءة تاريخ حركة السعر بسهولة، هذا يمكنه من اتخاذ القرارات المناسبة قبل الآخرين بفترة زمنية طويلة، مما يساعده في تجنب العديد من حالات الهبوط السريعة والمفاجئة.

✓ **المرونة والتكيف:** يتم ذلك من خلال قدرة المحلل الفني على تحليل الأسواق المالية المختلفة لاختيار الأفضل بينها، ثم ينتقل لتحليل القطاعات لاختيار تلك التي تحقق أفضل أداء، وفي المرحلة الأخيرة يحلل الأسهم لاختيار الأنسب منها للاستثمار.

✓ **إمكانية تطبيقه على الأسواق المالية المختلفة:** يُعتبر هذا ميزة إضافية للتحليل الفني حيث يمكن تطبيقه على أي سوق مالي، سواء كان سوق الأسهم، السندات، العملات، العقود الآجلة، أو سوق السلع.

✓ **إمكانية تطبيقه على فترات زمنية مختلفة:** لأن المحلل الفني يستطيع التنقل بين الفترات الزمنية المختلفة بسهولة، فالمحلل الذي يركز على المدى القصير يمكنه استخدام الخرائط اللحظية التي تعرض تحركات السعر خلال يوم التداول، بينما يمكن للمحلل الذي يهتم بالمدى المتوسط استخدام الخرائط اليومية، أما المحلل الذي يركز على المدى الطويل فيستطيع الاستفادة من الخرائط الأسبوعية أو الشهرية.

✓ **تحديد توقيت الدخول والخروج:** يوفر التحليل الفني للمحلل إجابات دقيقة على السؤالين التاليين: أي سهم يجب أن أشتريه؟ ومتى يجب أن أشتري هذا السهم؟ كما يساعد التحليل الفني في تحديد التوقيت المناسب للدخول والخروج من السوق أو من سهم معين بشكل دقيق.

4- عيوب التحليل الفني: بالرغم من المميزات التي يتمتع بها التحليل الفني وقدرته على التنبؤ بالتغيرات التي يمكن أن تطرأ على مؤشرات الأسهم، غير أن ذلك لا يمنع من وجود بعض العيوب التي تتمثل في²:

✓ يتأثر بشكل كبير بالآراء الشخصية لمن يقوم بعملية التحليل، حيث يمكن أن تؤدي الانطباعات المسبقة إلى قراءات غير دقيقة.

✓ على الرغم من وجود قواعد عامة للتحليل الفني، غير أن قراءات الأشخاص المتخصصين قد تختلف أحياناً عند تحليل نفس المنحنى بسبب عوامل التنبؤ المختلفة.

✓ في بعض الأحيان، يكون التحليل الفني بطيئاً في تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرارات، على سبيل المثال عندما تظهر أخبار مهمة أو تقارير أرباح، قد يتأخر المحلل في اتخاذ القرار حتى يحصل على تأكيدات إضافية تبرر هذا الإجراء.

¹ ماجد فهد العمري، التحليل الفني الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية، ط4، المملكة العربية السعودية، 2023، ص ص 11، 13.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 165.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ التحليل الفني لا يعتبر الوسيلة المثلى لاتخاذ القرارات فيما يخص تحليل الأسواق الناشئة عموماً، نظراً لنقص البيانات التاريخية وندرة المتخصصين والمتابعين لهذا النوع من التحليل، غير أن زيادة وعي الجمهور والمعرفة بالتحليل الفني يمكن أن تعزز من أهميته وتطبيقه في هذه الأسواق.

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية ومؤشراتها

تُعد كفاءة الأسواق المالية محورا رئيسيا يؤثر على استراتيجيات الاستثمار وسلوك السوق، وقد تُظهر الأسواق المالية في الواقع مستويات متفاوتة من الكفاءة تتدرج من المستوى الضعيف إلى المستوى شبه القوي ثم المستوى القوي، لذلك فإن فهم كفاءة السوق وتأثيراتها أمر ضروري لاتخاذ قرارات استثمارية مُربحة لأنها تُتيح للمستثمرين معرفة فرص الدخول والخروج من السوق دون التأثير بشكل كبير على أسعار الأصول المتداولة، ويمكن تقييم أداء وكفاءة السوق المالية بالاعتماد على عدة مؤشرات تعمل كمعايير للمستثمرين والمحللين ومن شأنها أن تقدم صورة عامة ومختصرة عن أداء السوق من حيث الأسعار، الحجم، السيولة، التركيز، التذبذب والاندماج.

المطلب الأول: كفاءة الأسواق المالية ومستوياتها

أولاً - مفهوم كفاءة السوق المالي:

لقد تم تناول مسألة كفاءة الأسواق المالية في عدد كبير من الدراسات البحثية، كان من أبرزها تلك التي قدمها FAMA، الذي أشار في تعريفه لكفاءة السوق بأنها تعني أن الأسعار المتداولة في السوق تعكس بشكل كامل كافة المعلومات المتاحة، ويُفهم من ذلك أن سعر السهم يعكس كل معلومة جديدة فور دخولها إلى السوق وبكل دقة، وبالتالي يتحرك بناءً على اتجاه وحجم هذه المعلومة¹، كما توصل إلى أن كفاءة الأسواق المالية تتمثل في قدرتها على توفير المعلومات الأساسية للمستثمرين والشركات على حد سواء²، بحيث في السوق التي تتميز بالكفاءة يكون من المستحيل تحقيق أرباح اقتصادية غير عادية في الزمن t من خلال التداول على أساس المعلومات المحددة في الزمن t_0 ³.

ويُعتبر مفهوم كفاءة السوق أيضاً عن الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية، بحيث يتم استيعاب المعلومات الجديدة بشكل دائم وبدون تحيز، أين يتجاوب المشاركون في السوق بسرعة مع المعلومات الجديدة، حيث

¹ Eugene F. Fama, **Efficient capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**, The Journal of Finance, Vol 25, No 2, May 1970, P 383.

² Cristina Sattarhof, Marc Gronwald, **How to Measure Financial Market Efficiency? A Multifractality-Based Quantitative Approach with an Application to the European Carbon Market**, Center for Economic Studies and ifo Institute (CESifo), Germany, 2018, P 21.

³ Michael C. Jensen, **Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency**, Journal of Financial Economics, Vol 6, No 2, March, 1978, P 3.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

يقومون بتحليلها وعكس تأثيرها في توقعاتهم، وبهذا يكون السعر الذي يتم الإعلان عنه نتيجة لتصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق، مستندا إلى المعلومات التي استلموها، ويكون هذا السعر دالاً على حالة التوازن في السوق¹، حيث أن سعر الورقة المالية في السوق الكفاء يعتبر تقديراً دقيقاً لقيمتها الاستثمارية، والقيمة الاستثمارية تعني القيمة الحالية للنتائج النقدية المتوقعة من الورقة في المستقبل، والتي يُقدرها محللون ماليون متخصصون بناءً على معلومات شاملة وأي اختلافات أساسية بين السعر والقيمة تدل على عدم كفاءة السوق².

ويلعب السوق الكفؤ دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر كما يلي³:

✓ **الدور المباشر:** يستند هذا المفهوم إلى حقيقة أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم من منشأة ما، فإنهم في الواقع يقتنون عوائد مستقبلية، بمعنى آخر عندما تتاح للمنشآت فرص استثمار واعدة يمكنها بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر مناسب، هذا يعني زيادة إجمالي عائدات الإصدار وتقليل متوسط تكلفة الأموال بالنسبة لها.

✓ **الدور غير المباشر:** يعتبر اهتمام المستثمرين بشراء الأسهم التي تصدرها المنشأة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، وهذا يعني أن المنشأة قد تكون قادرة على جذب المزيد من الموارد المالية عبر إصدار السندات أو توقيع اتفاقيات اقتراض مع المؤسسات المالية وذلك عادة بسعر فائدة مناسب.

وتصنف السوق المالية ضمن الأسواق التي تتمتع بقدر كبير من الكفاءة إذا توفرت فيها جملة من الخصائص وهي⁴:

- توفر شرطي الشفافية والعلانية في نشر البيانات والمعلومات لجميع مؤسسات الأوراق المالية، بما في ذلك مستوى التداول والبيانات الدولية المنشورة عنها، بالإضافة إلى ضمان دقة وحقيقة هذه المعلومات.
- تأسيس مؤسسات مالية لتعزيز حجم الادخار من خلال تحسين جودة الخدمات المصرفية وفعالية إدارة أسعار الفائدة، وإقامة وشركات وساطة مالية موثوقة قادرة على تحقيق التوازن بين البائع والمشتري، والتي تلتزم بمعايير أخلاقيات المهنة، وتضمن مصلحة جميع المتعاملين في السوق المالية.
- تحقيق التنوع في الأصول المالية من حيث النوع والحجم داخل السوق المالية، مما يساهم في تعزيز نشاط التداول.

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، ط1، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 38.

² محمد صالح الحناوي، نihal فريد، وجمال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013، ص 84.

³ مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية - دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، العدد 2، ديسمبر 2014، جامعة البليدة 2، الجزائر، ص 13.

⁴ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2008، ص 27.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

- تيسير عمليات التداول أي نقل الملكية بيعاً وشراءً من مالكٍ لآخر وتوفير مرونة في الإجراءات المتعلقة بتنفيذ الصفقات.
- تعزيز الحرية الاقتصادية والتنافس الكامل في عمليات التداول مما يتيح لقوى العرض والطلب تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتداول أسعار غير عادلة.
- تحقيق التكامل مع البورصات الأخرى واعتماد تقنيات متطورة لتبادل البيانات والمعلومات مما يسهل إتمام الصفقات ويُسهل في تيسير مهام الوساطة المالية.

ثانياً- أنواع كفاءة الأسواق المالية:

1- الكفاءة الكاملة: تشير الكفاءة الكاملة إلى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات المتعلقة بالسوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، يتمثل هذا في التغيير الفوري في سعر السهم، حيث تظهر توقعات المستثمرين بشكل متشابه¹.

لتحقيق الكفاءة الكاملة في السوق المالية، يجب توفر مجموعة من الشروط التي تشمل²:

- ✓ توفر المعلومات حول السوق للجميع في نفس الوقت وبدون تكاليف.
 - ✓ انعدام القيود التي تحد من التعامل، مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو أي عراقيل أخرى.
 - ✓ حق المستثمر في بيع أو شراء الكمية المطلوبة من الأسهم بسهولة ويُسر ودون أي شروط.
 - ✓ تواجد العديد من المستثمرين، الذي يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
 - ✓ اتصاف المستثمرين بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة الشخصية من خلال استغلال ثرواتهم.
- ومع ذلك، يظهر في الواقع العملي أن شروط السوق الكاملة قد تتباين، حيث قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة وقد لا تكون متساوية بين الأطراف المشاركة في السوق، مما يمنح بعض المستثمرين الأولوية على آخرين، بالإضافة إلى ذلك تشمل تكاليف المعاملات والضرائب التي قد تؤثر على سلسلة عمليات السوق وتقف حائلاً أحياناً أمام إتمام المعاملات، ومن ناحية أخرى فإن العديد من الأسواق العالمية تتميز بهيمنة عدد قليل من المؤسسات على السوق بشكل يمكنها من التأثير على الأسعار³.

¹ مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، جوان 2009، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، ص 183.

² حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 32.

³ كسري أسماء، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، ط1، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (الرماح)، عمان، الأردن، 2016، ص 50.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

2- الكفاءة الاقتصادية: يُفترض في فكرة الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال وجود فاصل زمني بين اكتساب المعلومات حول السوق وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية، هذا يؤدي إلى تحقيق القيمة الإسمية للأوراق المالية فارقاً أكبر أو أقل عن القيمة الحقيقية لها لفترة زمنية معينة على الأقل، ونظراً لوجود تكاليف المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار، فإن الفارق بين القيمتين لن يكون كبيراً بما يكفي لتحقيق مكاسب غير عادية للمستثمر خاصةً على المدى الطويل¹.

ثالثاً- متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

لضمان تحقيق هدف الأسواق المالية المتمثل في تخصيص الموارد الاقتصادية بشكل فعال وتوجيهها نحو الاستخدامات التي تحقق الفائدة القصوى يتعين توفر المتطلبات التالية:

1- كفاءة التشغيل Operational Efficiency: تعني قدرة السوق المالي على إقامة التوازن بين العرض والطلب بأقل تكلفة ممكنة لعمليات المعاملات، يهدف ذلك إلى فتح السوق أمام المستثمرين وتحقيق حرية الدخول والخروج من وإلى السوق بكل سهولة²، يفهم من ذلك أن العمولات والرسوم التي يدفعها البائع أو المشتري إلى الوسطاء وإلى إدارة السوق عند إتمام العملية هي عمولات رسوم منخفضة نسبياً هذا بالإضافة إلى أن عملية البيع أو الشراء وما يتبعها من نقل الملكية من البائع إلى المشتري تتم في فترة زمنية معقولة وهذا معناه أيضاً توفر بائع مستعد للبيع أمام كل عرض شراء ووجود مشتر جاهز للشراء أمام كل أمر بيع، مما يعزز توفير السيولة للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية³.

يتطلب تحقيق الكفاءة التشغيلية في الأسواق المالية ما يلي⁴:

✓ تسهيل نقل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين عبر الوسطاء الماليين بأقل تكلفة ممكنة، وبما يضمن لهم تحقيق عوائد عادلة مقابل الخدمات المقدمة، وبالتالي يجب أن تكون جميع الأوراق المالية قابلة للتسويق مباشرة.

¹ صاطوري الجودي، شروط ومتطلبات رفع كفاءة سوق رأس المال - مع دراسة حالة الجزائر-، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 3، العدد 1، جوان 2010، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، ص 170.

² سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2017، ص 80.

³ زياد رمضان، ومروان شموط، الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008، ص 197.

⁴ عبد الحسين جليل الغالي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية - دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية -، مجلة الغري، المجلد 11، العدد 32، مارس 2015، جامعة الكوفة، العراق، ص 04.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ تعزيز التنافس بين صناعات السوق والسماسة، مما يؤدي إلى تراجع مستمر في معدلات العمولة والحوامش، وهو ما يسهم في زيادة كفاءة السوق المالية التشغيلية.

2- كفاءة التسعير Price Efficiency: تُعرف أيضًا باسم الكفاءة الخارجية، وتشير إلى القدرة على نقل المعلومات بشكل فعال في السوق، ما يضمن وصول المعلومات الجديدة إلى المشاركين في السوق بسرعة، دون وجود فاصل زمني كبير، وهذا ما يؤدي إلى جعل أسعار الأصول تعكس بدقة جميع البيانات المتاحة، وليس ذلك فقط بل يعني أيضًا أن المعلومات تصل إلى المشاركين بدون تكلفة عالية، حيث يكون الوصول إلى هذه المعلومات متاحًا للجميع دون تكاليف زائدة، بمعنى آخر يكون هناك فرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، مما يجعل التداول في السوق يشبه لعبة عادلة أو مباراة فيممتلك الجميع نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، وبالتالي يصبح من الصعب على أي فرد تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين¹.

يبدو جليًا أن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على كفاءة التشغيل، فحتى تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات المتاحة يجب أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام الصفقة في حدها الأدنى، مما يحفزهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، بغض النظر عن حجم التأثير الذي يمكن أن تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يتم بيعها به².

3- الكفاءة الفنية Technical Efficiency: تتجلى من خلال ما يلي³:

✓ استخدام مجموعة متنوعة من أدوات الاستثمار وعدم الاعتماد الحصري على الأسهم، حيث يسهم هذا التنوع في تجنب الكثير من الأزمات الاقتصادية وتوزيع مخاطر الاستثمار، وعلى الرغم من تفضيل المستثمرين عادة التعامل بالأسهم بسبب سهولة تداولها والفوائد التي توفرها لحاملها، إلا أنه ينبغي تجاوز الاختصار على التعامل في الأسهم فقط، ويفضل التوجه نحو استثمار في أدوات مثل السندات، وشهادات الاستثمار وأذونات الخزينة، وغيرها من الأدوات المتداولة الأخرى.

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 501.

² لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 87.

³ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 212.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ اعتماد نظام المزاد المكتوب في عمليات التداول يسهم في إنشاء نظام موحد حيث يتم تحديد الأسعار بناءً على العرض والطلب لجميع أسهم الشركات، كما يعمل هذا النظام على تجنب التأثيرات السلبية لأهواء الوسطاء والضغوط التي قد يمارسونها في تحديد أسعار خاصة بهم.

رابعاً- مستويات كفاءة السوق المالي:

1- المستوى الضعيف لكفاءة السوق: في هذا المستوى من الكفاءة تكون أسعار الأسهم قد تأثرت بالمعلومات التاريخية وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عن العوائد العادية، ببساطة المعلومات التاريخية المتعلقة بالأسعار أو العوائد السابقة ليست مفيدة أو ذات صلة في تحقيق عوائد فائضة ولا يمكن الاعتماد عليها للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم بالمستقبل¹.

ويعبر المستوى الضعيف لكفاءة السوق عن عدم وجود شفافية كاملة في هذا السوق، حيث يقتصر الوصول إلى المعلومات على البيانات التاريخية للسهم أو أداء الشركة، بينما تظل بعض المعلومات غير مُعلن عنها لبعض المتداولين في حين يتاح الوصول إليها للآخرين مما يؤثر على عملية اتخاذ القرارات بشأن الاستثمار في السوق المالي في هذا المستوى².

2- المستوى شبه القوي لكفاءة السوق: في هذا المستوى من الكفاءة، يُفترض أن يعكس سعر السهم جميع المعلومات، سواء كانت عامة أو خاصة بما في ذلك المعلومات المتاحة للجمهور وتلك التي قد تكون متاحة لفئة معينة مثل مجلس إدارة الشركة والمساهمين الرئيسيين، ويتضمن ذلك أيضاً المعلومات التي يقوم المحللون الأساسيون باستنتاجها باستخدام أدوات تحليل مدعومة بالخبرة والمهارة، بشكل مختصر يُعتبر سعر السهم في هذا المستوى شديد الفعالية، حيث يعكس كل ما يمكن معرفته، وتحت هذه الظروف يصبح من المستحيل بمعنى عام على أي مستثمر تحقيق أرباح فوق الربح التوازني بشكل منتظم حتى في حال الاستعانة بأفضل مستشاري الاستثمار في السوق³.

3- المستوى القوي لكفاءة السوق: تتفاعل أسعارها بقوة مع المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، وفي هذه الأسواق يكون من الصعب على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية عن طريق استغلال معلومات حصرية وعدم مشاركتها مع الآخرين، يُفترض في هذا السياق أن يكون الطلب متساوياً للعرض، مما يؤدي إلى تحقيق التوازن

¹ Thomase E. Copeland, J. Fred Weston, **Financial Theory and Corporate Policy**, Addison-Wesley Publishing Company, New York, 1988, P 332.

² أحمد أحمد عبد الله اللحج، ياسين خلف فرحان الجميلي، دور التقارير المالية في رفع كفاءة الأسواق المالية - دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية -، المجلة العلمية للبحوث التجارية، المجلد 52، العدد 1، يناير 2024، جامعة المنوفية، مصر، ص 894.

³ سلام أسامة محمد محمد، اختبار كفاءة السوق المصري للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة البحوث التجارية، المجلد 42، العدد 4، أكتوبر 2020، جامعة الزقازيق، مصر، ص 4.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

الاقتصادي ومع ذلك يعتبر وجود أسواق ذات هذا المستوى من الكفاءة في الواقع العملي أمراً صعباً، بسبب صعوبة انتشار المعلومات المستقبلية بشكل عام بين جميع المستثمرين، فقد تستحوذ فئة محدودة من الأفراد على تلك المعلومات مما يؤدي إلى صعوبة الوصول إليها، ويمكن تحديد الأسواق غير الكفؤة من هذا النوع من خلال قياس قرب أسعار السوق من الأسعار الحقيقية أو من خلال رصد نشاط الأشخاص الذين يمتلكون معرفة دقيقة بوضع السوق المالي، والذين قد يكونون من الأقارب أو كبار الموظفين¹.

الشكل رقم II-6: المعلومات التي تنعكس على أسعار الأوراق المالية حسب مستويات الكفاءة الثلاثة

كفاءة مرتفعة	• كل المعلومات العامة والخاصة
كفاءة شبه قوية	• كل المعلومات العامة المتوافرة
كفاءة ضعيفة	• الأسعار السابقة للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009، ص 50.

المطلب الثاني: ماهية مؤشرات الأسواق المالية

أولاً- تعريف مؤشر السوق المالي: مؤشر السوق المالي هو عبارة عن مقياس شامل يستخدم لتحديد اتجاه السوق حيث يعكس الاتجاه العام لحركة أسعار الأسهم، يعد هذا المؤشر مرجعاً أساسياً للمستثمرين في سوق الأوراق المالية حيث يوفر لهم نظرة فورية عن حالة السوق أو مجموعة محددة من الأسهم²، كما أن مؤشر السوق المالي هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات في سوق الأوراق المالية، مع التركيز على أسعار الأسهم وحجم التداول، حيث يتم تحديد

¹ فيصل محمود الشواور، مرجع سبق ذكره، ص 50.

² عبد القادر رملوي، فيصل بشرول، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية التنبؤ بحركة مؤشر داو جونز الصناعي باستخدام منهجية Box-Jenkins في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، المجلد 2، العدد 2، أوت 2017، جامعة المسيلة، الجزائر، ص 120.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

هذا المؤشر عن طريق اختيار عينة من الأسهم المتداولة في السوق، وتعيين قيمته في البداية (قيمة الأساس)، بعد ذلك يتم مقارنة قيمة المؤشر في فترات زمنية مختلفة لتقييم أداء السوق بشكل عام¹.

ويُعرف مؤشر السوق كذلك بأنه تقنية تستخدم لتقديم نتيجة عددية تعكس تطور الكميات والأسعار بمرور الوقت ويتم استخدام هذه التقنية لتقييم أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، كما تسمح هذه التقنية بمقارنة الأداء مع مثيله في نفس السوق أو في الأسواق المالية الأخرى².

ثانيا- الاستخدامات الأساسية لمؤشرات الأسواق المالية

لمؤشرات الأسواق المالية عدة استخدامات يستفيد منها كل المتعاملون في مجال الأسواق المالية ومن أبرز هذه الاستخدامات:

أ- تقديم لمحة سريعة عن أداء المحافظ المالية: وهذا ما يسمح للمستثمر بمقارنة التغير في عائد محفظته (سواء كان إيجابياً أو سلبياً) مع التغير في مؤشر السوق، الذي يعكس محفظة متنوعة بشكل جيد، هذا يمكن المستثمر من فهم أداء محفظته دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، وإذا كانت استثماراته متركزة في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها فمن الأفضل له متابعة هذا المؤشر للحصول على صورة أكثر دقة عن أداء استثماراته³.

ب- الحكم على أداء المديرين: حيث يمكن للمستثمر العادي من خلال فكرة التنوع العشوائي، أن يحقق معدل عائد على محفظة تحتوي على أوراق مالية مختارة عشوائياً يُقارب معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يبرز الاختلاف بين المدير العادي والمدير المحترف الذي يدير محفظة لمؤسسة مالية، حيث يستخدم الأخير أساليب متقدمة في التنوع لضمان تحقيق عوائد تتماشى مع عائد السوق بشكل عام، كما يجب على المديرين أن ينظروا في تباين المخاطر بين محفظتهم ومخاطر السوق التي يتعاملون بها كجزء من استراتيجياتهم⁴.

ج- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات: يكون ذلك من خلال التحليل التاريخي لتغيرات مؤشرات قياس حركة السوق باستخدام تحليل السلاسل الزمنية، ويُسهّل ذلك عملية التنبؤ بالتطورات المستقبلية لحركة السوق، كما يمكن رصد حركة السوق من خلال تحليل العلاقة التكاملية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وتغيرات أسعار الأسهم

¹ سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها - دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 64.

² شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 123.

³ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 39.

⁴ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 114.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

باستخدام الأساليب الإحصائية مثل تحليل الانحدار، الارتباط، والتكامل المشترك، حيث تسمح هذه التحليلات لمتخذي القرارات الاستثمارية بتوسيع مدى المعرفة حول الحركة المستقبلية لاتجاهات المؤشرات في المستقبل¹.

د- تقييم كفاءة السوق المالية: حيث تُستخدم مؤشرات الأسواق المالية لتقييم كفاءة السوق عن طريق حساب العوائد الإجمالية، إذ تُساعد هذه المؤشرات على إعادة تنظيم عمليات السوق المالي، مما يسهل على المحللين عملية تحديد المشاكل التي قد تؤدي إلى انحراف أسعار الأصول أو تصويب اتجاه السوق بطريقة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة².

هـ- مقارنة أداء مؤشر السوق: مؤشرات الأسواق المالية تساعد المستثمرين على مقارنة أداء سوق المال مع مؤشرات أسواق المال في العالم، مما يساعد في تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، يمكن أن يؤدي هذا التحليل إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية، خاصة عندما يكون السوق من بين الأسواق الواعدة والجاذبة للاستثمارات الخارجية³.

ثالثاً- المؤشرات المستعملة لقياس أداء الأسواق المالية

يعتمد المحللون الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات من أجل التعرف على حركة واتجاه السوق المالي وقياس مستوى نشاطه وتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

1- المؤشر العام لأسعار الأسهم: يساعد هذا المؤشر على فهم اتجاهات الأسواق المالية وحركة الأسعار بصورة شاملة، حيث يُعتبر مؤشراً للتحركات العامة في السوق، يتم حسابه من خلال تجميع مجموعة من الأوراق المالية التي تمثل جميع قطاعات السوق، ويعكس ارتفاعه أو انخفاضه تأثيرات ارتفاع أو انخفاض السوق بشكل عام⁴.

2- مؤشر حجم السوق: ثمة مؤشرين لقياس حجم السوق المالي هما:

1-2- مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق): يعكس هذا المؤشر مستوى نشاط وحركة السوق المالية، حيث يرتفع عندما يزداد حجم السوق لكونه يعكس القيمة الإجمالية للأوراق المالية المدرجة في السوق، ويُحسب هذا المؤشر عن طريق ضرب مجموع الأسهم المدرجة في البورصة بمتوسط أسعارها في نهاية فترة معينة، ويتم قياسه عادةً من خلال

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 233.

² جهرة شناعة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف 1-، الجزائر، 2018، ص 66.

³ محمد جمعة رحيم، إسلام محمد محمود، العلاقة بين أسعار الأسهم السوقية وعوائدها - دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي للفترة من (2003-2015)، مجلة كلية المعارف الجامعة، المجلد 27، العدد 1، 2018، كلية المعارف، العراق، ص 553.

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

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي¹، وبالتالي يُعتبر هذا المؤشر مقياساً لمدى قدرة الدولة على التأثير في حركات رؤوس الأموال وتنويع المخاطر على المستوى الاقتصادي الكلي، من خلال السياسات المالية والنقدية والضريبية التي تعزز إنشاء الشركات المساهمة العامة وإدراجها في السوق المالية². ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

معدل رسملة السوق = (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة/الناتج المحلي الإجمالي)

2-2- عدد الشركات المدرجة بالسوق: يبين هذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالية المنظمة، حيث يشمل الشركات المدرجة المحلية والأجنبية التي لديها أسهم مدرجة في البورصة في نهاية السنة، وتستبعد من هذا العدد صناديق الاستثمار ووحدات الائتمان والشركات التي يكون هدفها التجاري الرئيسي هو حيازة أسهم الشركات المدرجة الأخرى³، ويمكن هذا المؤشر من معرفة حجم السوق إن كان صغيراً أم كبيراً، ويعد مؤشراً هاماً لمصاحباً لمؤشر القيمة السوقية، فأحياناً قد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً غير أن ذلك لا يعكس حجم السوق الفعلي بصورة صحيحة، إذ قد يكون إجمالي قيمتها السوقية صغيراً كما قد يحدث عكس ذلك⁴.

3- مؤشر سيولة السوق: سيولة السوق يُقصد بها القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية، دون أن ينجم عن ذلك تغيير كبير في قيمتها السوقية، وتعتمد سيولة السوق على توافر ثلاثة عوامل رئيسية وهي⁵:

✓ **عمق السوق:** الذي يعني وجود أوامر تداول مستمرة للأوراق المالية، مما يعزز قدرة المستثمرين على إجراء صفقات بكميات كبيرة دون تأثير كبير على أسعار الأصول.

✓ **اتساع السوق:** تشير إلى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، مما يزيد من فرص التداول والتنوع في الاستثمارات.

¹ نزار كاظم الخيكاني، حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 134.

² أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 147.

³ صبا إحسان الدين البزاز، مفيد ذنون يونس الملا ذنون، دور أداء الأسواق المالية في تشجيع الاستثمار المحففي الأجنبي في الدول النامية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد 56، ديسمبر 2021، ص 417.

⁴ يونس شمسية، بوعبد الله علي، أثر مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن -دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL للفترة (1990-2019)، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 04، العدد 02، أكتوبر 2021، ص 365.

⁵ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 213.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

✓ **سرعة استجابة السوق:** تشير إلى قدرة السوق على التعامل السريع مع أي تغيير في العرض والطلب على الأصول المالية، مما يحافظ على سلاسة عمليات التداول دون تأخير.

وُقِّمَت سيولة سوق الأوراق المالية بالاعتماد على المؤشرين التاليين:

3-1- حجم التداول: يُعبر حجم التداول عن قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وتُعتبر نسبة التداول مؤشراً على مستوى السيولة، حيث تعكس القدرة على بيع وشراء الأصول المالية بسهولة في سوق الأوراق المالية دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية¹.

حجم التداول = (القيمة السوقية للأوراق المالية المتعامل بها خلال فترة زمنية/ الناتج المحلي الخام لنفس الفترة) x 100

الملاحظ أن نسبة التداول تكمل نسبة رسملة السوق، فقد تكون نسبة رسملة السوق مرتفعة في بعض الأحيان، في حين يكون حجم التعاملات ضعيفاً، لذا يصبح من الضروري الاعتماد على كلا المؤشرين للحصول على بيانات دقيقة حول حالة السوق، وبالتالي فإن هذين النسبتين تعكسان بشكل واضح مستوى السيولة في الاقتصاد.

3-2- معدل الدوران: يشير إلى قيمة التداول الإجمالية في السوق نسبة إلى رسملة السوق²، ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق، ففي بعض الأحيان قد تكون الأسواق صغيرة الحجم ولكنها نشطة، فهي تكون صغيرة بسبب انخفاض نسبة رأس مال السوق ولكنها تظل نشطة بفضل ارتفاع معدل الدوران، من جهة أخرى يؤثر معدل الدوران على نسبة التداول حيث إذا كانت نسبة التداول تعكس حجم المعاملات في السوق بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، ففي الأسواق الصغيرة التي تتمتع بارتفاع درجة السيولة قد تنخفض نسبة التداول بينما يرتفع معدل الدوران³.

أي أن:

معدل الدوران = (القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة/ رسملة السوق) x 100

4- مؤشر درجة التركيز: يُستخدم لتقدير مدى سيطرة عدد محدود من الشركات على السوق، حيث يُمكن هذا من تحديد ما إذا كان نشاط التداول متمركزاً في عدد قليل من الشركات المدرجة أم موزعاً على عدد كبير منها، ويُقاس

¹ منيرة دبي، علي بوعبد الله، أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي -دراسة حالة السعودية (1992-2019)، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، المجلد 06، العدد 02، سبتمبر 2021، ص 127.

² Vladimir Benic, Ivna Franic, **Stock market liquidity: comparative analysis of croatian and regional markets**, Financial Theory and Practice, Volume 4, Issues 32, 2008, P 481.

³ عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، مرجع سبق ذكره، ص 79.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

هذا المؤشر بحساب حصة الشركات العشر الأكبر في إجمالي قيمة السوق أو في إجمالي حجم التداول، وتُحسب حصة الشركات الكبرى عادةً كنسبة من إجمالي القيمة السوقية، حيث يُعتبر انخفاض درجة التركز دليلاً على تطور فعالية وكفاءة السوق، على الجانب المقابل، يُعتبر زيادة سيطرة مجموعة من الشركات على حركة التداول في البورصة أمراً غير مرغوب فيه ويمكن أن يؤثر سلباً على سيولة السوق وأدائها بشكل عام¹.

5- مؤشر عدم الاستقرار (درجة التذبذب):

درجة عدم استقرار السوق تشير إلى مدى تقلبات العوائد في الأسواق المالية، مما يعكس عدم وجود استقرار في السوق، تُقاس هذه الدرجة بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية على مدار 12 شهراً، حيث تُعد سلسلة زمنية لهذه العوائد ويتم تصنيفها من الارتباط الذاتي، عادةً ما يُعتبر انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشراً إيجابياً على تطور واستقرار السوق المالية².

6- مؤشر اندماج السوق وتسعير الأصول الرأسمالية: الاندماج في السوق المالية العالمية يتطلب تخطي عدد من العقبات لكي تصبح السوق جزءاً من السوق المالي العالمي وتستفيد من الفوائد الكبيرة للانفتاح، حيث يُعزز مستوى الاندماج المرتفع فعالية هذه الأسواق بشكل عام، سواءً من حيث حجم التداول وقيمتها أو عدد المتداولين والشركات المدرجة، بالإضافة إلى ذلك تحقيق شروط التسعير المرتبطة بكفاءة السوق يزيد من مصداقية هذه الأسواق، فالأسواق المالية التي لا تلي شروط التسعير العادل للأصول المالية تبقى دون مستويات الفعالية المرغوبة نتيجة ضعف التعامل فيها³.

المطلب الثالث: أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية

أولاً- مؤشر داو جونز Dow Jones: تم تأسيس مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة كأقدم وأكثر المؤشرات شيوعاً في عالم الأسواق المالية، حيث نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في عام 1884 بواسطة تشارلز دو، الذي أصبح في وقت لاحق محرراً في نفس الصحيفة وقد بدأ المؤشر بتتبع عينة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ثم ارتفع إلى 12 سهم في 26 ماي 1896، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 زاد حجم العينة إلى 30 سهماً، ومنذ ذلك الحين لم يتم إضافة أي سهم جديد إلى العينة، تشمل هذه الأسهم 30 شركة بمتوسط سهم لكل

¹ سري صالح، بلعجوز حسين، دراسة أثر النمو الاقتصادي على القيمة السوقية ومؤشرات التداول في سوق عمان المالي للفترة (1990-2013)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 8، العدد 1، أبريل 2014، ص 75.

² عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، مرجع سبق ذكره، ص 79.

³ سليمان بن بخمة، الشريف ربحان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة (2007-2016)، مجلة العلوم التجارية والتسيير، المجلد 13، العدد 1، ديسمبر 2017، ص 44.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

شركة وتتميز هذه الشركات بحجمها الكبير وارتفاع قيمتها السوقية وعدد المساهمين¹، رغم شهرة مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، إلا أنه لم يسلم من الانتقادات الموجهة له، ومن أبرزها صغر حجم العينة مقارنة بعدد الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، حيث يقتصر على أسهم 30 شركة فقط من بين العديد من الشركات المدرجة في البورصة، يتم حساب المؤشر كوسط حسابي بسيط يجمع أسعار أسهم 30 شركة صناعية أمريكية ثم يقسم على عددها، كما يعتبر المؤشر منحازاً نحو الشركات الصناعية الكبرى، مما يجعله أكثر ملاءمة لقياس محافظ الاستثمارات التي تشمل أسهم هذه الشركات فقط².

ثانياً- مؤشر ستاندرد آند بورز 500 (S&P 500): يتكون مؤشر ستاندرد آند بورز 500 من 500 سهم، كلها لمنشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق غير المنظمة، وقد اشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات فرعية هي: مؤشر منشآت الصناعة (400 سهم)، مؤشر منشآت المنافع العامة مثل الكهرباء والماء (40 سهم)، مؤشر منشآت النقل (20 سهم)، ومؤشر المنشآت المالية (40 سهم)، يُعدّ مؤشر ستاندرد آند بورز 500 على أساس القيمة، فهو لا يُحسب كمتوسط للأسعار مثل مؤشر داو جونز، بل يعتمد على الرقم القياسي ومعامل قيمة الأسهم في العينة. ويحسب بالصيغة التالية³:

$$\text{قيمة المؤشر} = (\text{ق}/2) \times 10$$

حيث أن:

$$\text{ق} = 1 \times \text{س} \quad \text{و} \quad \text{ق} = 2 \times \text{س}$$

حيث أن:

س1: هو سعر الافتتاح أو سعر الفترة الزمنية الأولى.

س2: هو سعر الإقفال أو سعر الفترة الزمنية الثانية.

ن: هي عدد الأسهم في رأس مال المؤسسة الممثلة في العينة.

ق1: هي قيمة الأسهم الكلية للعينة، أي عدد الأسهم للعينة مضروباً في أسعار هذه الأسهم للفترة السابقة أو على أساس سعر الافتتاح.

¹ صلاح الدين شريط، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ط1، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2019، ص 112.

² حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 104.

³ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 281.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

ق2: هي قيمة الأسهم الكلية للعينة، أي عدد الأسهم للعينة مضروباً في أسعار هذه الأسهم للفترة الثانية أو على أساس سعر الإقفال للفترة المراد حساب المؤشر لها.

10: هو رقم مقدار عشوائي لسنة الأساس، حيث كانت سنة الأساس في هذا المؤشر هي 1941-1943.

لكن من عيوب هذا المؤشر أنه يتحيز أو يعطي وزن للمؤسسة التي لها سعر أعلى وأيضاً التي عدد أسهمها أكبر.

ثالثاً- مؤشر فاينانشل تايمز 100 (FT-SE 100): تم إنشاء هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983 لتغطية النقص الذي يعاني منه مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية، الذي يعتمد على عينة مكونة من 30 شركة تابعة لقطاع الصناعة فقط، جاء إنشاء المؤشر الجديد استجابة لاحتياجات المستثمرين إلى مؤشر يعكس اتجاه البورصة البريطانية بشكل أكثر شمولية ويمكن حسابه بسرعة، فقررت سلطات البورصة أن العدد الأمثل للأسهم المكونة لهذا المؤشر هو 100 سهم.

رابعاً- مؤشر (CAC-40): هذا المؤشر هو أكثر المؤشرات شهرة واستخداماً في فرنسا، حيث يتضمن 40 من أبرز الشركات الفرنسية، تم إنشاؤه في عام 1991 بهدف توفير معلومات دقيقة بأسرع وقت ممكن حول اتجاه سوق الأسهم الفرنسية، لتلبية احتياجات المتعاملين، يتم تقسيم الشركات المكونة للمؤشر إلى ثماني قطاعات رئيسية، وتشمل: المنتجات القاعدية، قطاع البناء، التجهيزات، السلع الاستهلاكية المعمرة، السلع الاستهلاكية غير المعمرة، المواد الغذائية، الخدمات، والمؤسسات المالية¹.

خامساً- مؤشر (DAX 30): هو المؤشر الأساسي في سوق رأس المال الألمانية، حيث بدأ استخدامه في عام 1987، كان عدد الشركات الداخلة في حسابه 1000 شركة، لكن تم لاحقاً تعديل عددها ليصبح 30 شركة، يتم اختيار هذه الشركات التي تتداول أسهمها إلكترونياً من خلال شاشات مخصصة، يتم التعامل في سوق الأسهم الألمانية سواء بشكل إلكتروني أو بشكل تقليدي في قاعة التداول، ويتم حساب مؤشر داكس 30 من أسعار أسهم أكبر ثلاثين شركة متداولة في بورصة فرانكفورت، يتم اختيار هذه الشركات بناءً على حجم أعمالها، حجم أرباحها وعدد فرص العمل التي توفرها، يُعد مؤشر داكس 30 مؤشراً مرجحاً بالفوائد والأسعار، حيث يتم احتسابه بالأرباح الموزعة والأسعار².

سادساً- مؤشر (Nikkei): يعتبر مؤشر نيكاي 225 من أبرز المؤشرات في سوق الأسهم اليابانية، حيث بدأ حسابه في 7 سبتمبر 1950، بعد أن تم حسابه بأثر رجعي حتى 16 مايو 1949، وهو التاريخ الذي أعيد فيه

¹ مصطفى يوسف كافي، إدارة الأعمال الدولية، ط1، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 187.

² زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 180.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

فتح بورصة طوكيو بعد الحرب العالمية الثانية، يتكون المؤشر من 225 سهمًا مُدرجًا في سوق طوكيو للأوراق المالية الرئيسي، ويتم مراجعة الأسهم المكونة للمؤشر بشكل دوري بناءً على السيولة في السوق وتوازن القطاعات، مع التركيز على الأسهم ذات السيولة العالية، يهدف هذا المؤشر إلى تحقيق الاستمرارية على المدى الطويل ويعكس التغيرات في هيكل الصناعة، ويُحسب من خلال الوسط الحسابي لأسعار أسهم الشركات الـ 225، حيث تجمع أسعار كل أسهم العينة ويتم قسمة المجموع على عددها¹.

¹ Nikkei, **Nikkei Stock Average Index Guidebook**, Nikkei Inc, Tokyo, 2023, P 2.

الفصل الثاني: الإطار النظري للأسواق المالية

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل قمنا بإلقاء نظرة شاملة حول الأسواق المالية من حيث المفهوم والنشأة ومراحل التطور التي مرت بها والخصائص التي تتميز بها، إضافة إلى مختلف الوظائف التي تؤديها بغية تخصيص الفعال للموارد وتوجيه الأموال من الفئات ذات الفائض المالي إلى الفئات ذات العجز المالي، الأمر الذي من شأنه المساهمة في تمويل الاستثمارات وتعزيز النمو الاقتصادي والتنمية.

من جهة أخرى حاولنا استعراض أهم التقسيمات الشائعة للأسواق المالية، والتي تساعد في فهم كيفية عمل هذه الأسواق وتنظيمها، بالإضافة إلى أننا حاولنا التطرق إلى مختلف الأدوات المتداولة في الأسواق المالية والتي تشمل مجموعة واسعة من المنتجات المالية التي يستخدمها المستثمرون لإدارة محافظهم المالية كالأسهم والسندات والمشتقات التي تستمد قيمتها من أصل مالي أساسي، هذه الأدوات المالية التي تلعب دوراً محورياً في توفير السيولة في هذه الأسواق وتعد وسائل للاستثمار والتداول والتحوط ضد المخاطر المحتملة.

كما قدمنا لمحة عن كفاءة الأسواق المالية بمستوياتها الثلاثة وقدرة كل مستوى على عكس المعلومات المختلفة عن أسعار الأصول المالية المتاحة في السوق التي يستغلها بعض المحللين والمستثمرين لتحقيق العوائد المرتفعة، وتعرفنا على أبرز المؤشرات التي تقيس أداء السوق المالية وتعمل بدورها على تحديد اتجاه السوق.

✍ الفصل الثالث:

واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

◀ المبحث الأول: التحليل النظري لعلاقة الإنفاق العام

بالأسواق المالية وقنوات تأثيره عليها

◀ المبحث الثاني: هيكل الإنفاق العام في الدول العربية

◀ المبحث الثالث: واقع الأسواق المالية في الدول العربية

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

تمهيد:

يعتبر الإنفاق العام أحد أهم أدوات السياسة المالية للدولة، التي تلعب دورًا أساسيًا في توجيه الاقتصاد وتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما أن انتقال تأثيره إلى الأسواق المالية يكون عبر عدة آليات منها تحفيز الطلب الكلي، تمويل العجز المالي وأيضاً من خلال آلية الخصوصية.

وغالبًا ما يتأثر هيكل النفقات العامة في الدول العربية بعدة عوامل، من أبرزها الاعتماد الكبير على الإيرادات النفطية خاصة في الدول المنتجة للنفط، مما ينعكس على حجم الإنفاق الاستثماري بشكل خاص، ففي فترات ارتفاع أسعار النفط ترتفع مستويات الإنفاق، بينما تنخفض في فترات تدني الأسعار نتيجة لتراجع الإيرادات الحكومية، وفي المقابل نجد أن بعض الدول غير النفطية تعتمد بشكل أكبر على الضرائب والرسوم لتمويل نفقاتها، وهو ما يفرض قيودًا على حجم النفقات العامة المتاحة.

وبالمثل تتفاوت درجات تطور الأسواق المالية في الدول العربية، فبعضها يتميز بأسواق مالية متقدمة مثل دول الخليج العربي، التي تمتلك بورصات نشطة تجذب المستثمرين المحليين والأجانب، في حين تعاني أسواق أخرى من ضعف السيولة، قلة التنوع وغياب الأدوات المالية المتقدمة، ورغم الجهود المبذولة لتطوير هذه الأسواق إلا أنها تواجه تحديات عدة مثل غياب التنوع الاقتصادي وضعف الثقافة الاستثمارية، ومع ذلك تُعتبر هذه الأسواق واعدة خاصة مع الإصلاحات الجارية لتعزيز الشفافية مما يساهم في دعم النمو الاقتصادي في المنطقة.

واستناداً إلى ما سبق، سنخصص هذا الفصل للتعرف على هيكل الإنفاق العام في كل من الأردن، العراق، قطر والجزائر، ونتعرف على الأسواق المالية في هذه الدول من حيث النشأة والمبادئ والهيئات التنظيمية لكل سوق على حدة وذلك من خلال ثلاثة مباحث، حيث سنحاول في المبحث الأول التطرق لتحليل النظري لعلاقة الإنفاق العام بالأسواق المالية وقنوات تأثيره عليها، وفي المبحث الثاني سنتعرف على هيكل الإنفاق العام في الدول العربية المختارة، ثم نسلط الضوء في المبحث الثالث على واقع الأسواق المالية في الدول العربية التي اخترناها لتكون محل للدراسة.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

المبحث الأول: التحليل النظري لعلاقة الإنفاق العام بالأسواق المالية وقنوات تأثيره عليها

يلعب الإنفاق الحكومي دورًا حيويًا في تحريك الأسواق المالية وتعزيز أدائها، فمن خلال زيادة الإنفاق على البنية التحتية أو الخدمات أو الاستثمارات، تُحفّز الحكومات النشاط الاقتصادي مما يؤدي إلى ارتفاع أرباح الشركات وتحسين النمو الاقتصادي، هذا التفاؤل في التوقعات الاقتصادية يعزز الثقة في الاستثمار مما يرفع أسعار الأسهم ويحسن الأداء العام للأسواق المالية وهذا ما يعكس وجود علاقة قوية بين الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية.

المطلب الأول: علاقة الإنفاق العام بالأسواق المالية

يمكن للحكومة التأثير على الاقتصاد من خلال حجم الإنفاق، سواء كان موجّهًا نحو الاستهلاك أو الاستثمار، حيث ينعكس هذا التأثير على حجم الدخل الوطني، وعليه فإن زيادة الإنفاق الحكومي باعتباره عنصرًا من عناصر الإنفاق الكلي، ستؤدي إلى زيادة في الدخل الإجمالي، وهذا بدوره يساهم في ارتفاع أرباح الشركات، ما يعني وجود علاقة إيجابية بين الإنفاق العام وأداء مؤشرات سوق الأوراق المالية¹.

وفي الغالب يشير الإنفاق الحكومي المدروس إلى تدخل فعال من الحكومة لدعم الاقتصاد، ما يعزز ثقة المستثمرين في الأسواق المالية، وزيادة الثقة تدفع المستثمرين إلى شراء الأصول ذات المخاطر العالية، مثل الأسهم مما يرفع من أسعارها ويُعزز الأداء العام للأسواق المالية، وإذا كان الإنفاق الحكومي مُدارًا بشكل فعال وموجّهًا نحو مشروعات ذات عائد اقتصادي طويل الأجل، فإنه يُعزز من ثقة المستثمرين في الاقتصاد المحلي، هذا يزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ويخفض علاوة المخاطر في الأسواق المالية، أما إذا كان الإنفاق غير فعال أو غير مستدام، فقد يؤدي إلى تقلبات مالية واضطرابات في هذه الأسواق.

فتزايد معدلات الإنفاق العام بالتوازي مع انخفاض الإيرادات العامة يخلق ضغطًا كبيرًا على مؤشرات الأسهم، حيث يؤدي اعتماد السياسة المالية التوسعية إلى تراجع أداء أسواق الأسهم، وذلك بناءً على قدرة هذه الأسواق على التكيف مع التغيرات في مستويات النفقات والإيرادات العامة، فعندما تستمر معدلات الإنفاق الحكومي في الارتفاع تتولد ضغوط تضخمية في الأجل البعيد، مما يدفع أسعار الفائدة إلى الصعود ويزيد من تكاليف الاقتراض، هذا الارتفاع يضع الشركات المدرجة في الأسواق المالية أمام تحديات أكبر، إذ تعجز عن منح قروض بأسعار أعلى، فضلًا عن تحملها لأعباء فوائد مرتفعة، ما يؤدي إلى تآكل أرباحها وتراجع أدائها المالي، وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم وتقلص حركة النشاط في الأسواق المالية، علاوة على ذلك فإن ارتفاع أسعار الفائدة يُضعف جاذبية الأسهم لصالح

¹ سعاد بوشلوش، دور متغيرات السياسة المالية في استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 20، جوان 2016، ص 389.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

السندات، حيث تتراجع أسعار السندات مما يزيد من الطلب عليها ويدفع رؤوس الأموال بعيداً عن أسواق الأسهم نحو أدوات استثمارية أكثر أماناً¹.

المطلب الثاني: آليات انتقال أثر الإنفاق العام على الأسواق المالية

الإنفاق الحكومي هو أداة اقتصادية قوية تؤثر على الأسواق المالية بطرق مباشرة وغير مباشرة، يعتمد تأثيره على حجم الإنفاق، نوعية المشاريع الممولة وكيفية تمويل هذه المشاريع، إلى جانب استجابة السياسة النقدية والمالية التي تلعب دوراً حاسماً في تحديد ما إذا كان التأثير إيجابياً ومستداماً أو مصحوباً بمخاطر تضخمية ومالية على المدى الطويل، فكلما كان حجم الإنفاق كبيراً زاد تأثيره المباشر على الأسواق المالية، بشرط أن يكون موجهاً بشكل صحيح نحو الأنشطة المنتجة، يعتمد الأمر كذلك على نوعية الإنفاق، فالإنفاق الذي يُركز على الاستثمارات طويلة الأجل مثل البنية التحتية والتعليم يكون أكثر تأثيراً مقارنة بالإنفاق قصير الأجل مثل الإعانات أو الدعم النقدي المباشر، الذي قد لا يحقق زيادة دائمة في الإنتاجية، كما أن كيفية تمويل هذا الإنفاق تلعب دوراً كبيراً في تحديد درجة تأثير الإنفاق العام على الأسواق المالية، فالإنفاق الممول عبر الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع العوائد على السندات بسبب زيادة العرض، في حين إذا تم تمويل الإنفاق الحكومي عبر زيادة الضرائب، فقد يؤدي ذلك إلى تقليل الدخل المتاح لدى الأفراد والشركات، مما يُضعف الطلب الكلي.

أما الآليات التي يتم من خلالها انتقال تأثير الإنفاق العام إلى الأسواق المالية فتشمل ما يلي:

أولاً- تأثير الإنفاق العام على السوق المالي من خلال آلية المضاعف:

انتقد كينز النظريات التقليدية التي اعتمدت على مبدأ توازن السوق واعتبرت الإنفاق العام عاملاً محايداً وهدم الإنتاجية، وعلى النقيض من ذلك أكدت النظرية الكينزية على الدور المحوري للإنفاق الحكومي في تحقيق النمو الاقتصادي عبر مضاعفة الناتج المحلي الإجمالي، ويحدث هذا التأثير من خلال الدور التوسعي للإنفاق العام، حيث يؤدي إلى زيادة أولية في الطلب الكلي، مما يُحفّز النشاط الاستثماري ويرفع مستوى الإنتاج والنمو بشكل مضاعف. من وجهة نظر كينز أن الإنفاق الحكومي، خاصة في شقه الاستثماري، يُساهم في تحقيق زيادة أولية في الناتج المحلي الإجمالي التي تتحول إلى زيادة في الاستهلاك الخاص من خلال الميل الحدي للاستهلاك، مما يؤدي بدوره إلى تعزيز الطلب الكلي وزيادة القوة الشرائية، ويُسهّم هذا الطلب الفعّال في توسيع الطاقة الإنتاجية وخلق فرص عمل جديدة وبالتالي تنشيط الاقتصاد، غير أن تحقق هذه النتائج يرتبط بشترطين أساسيين: الأول أن يعمل الاقتصاد عند مستوى

¹ نوار كنعان الدباغ، محمد ذنون محمد الشراي، ادريس رمضان حجي، أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية -سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2020 أمودجا، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 02، العدد 07، سبتمبر 2022، ص 261.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

أقل من التشغيل الكامل، والثاني أن يتمتع الجهاز الإنتاجي بمرونة كافية للاستجابة لزيادة الطلب دون التسبب في ضغوط تضخمية وبناءً على ذلك أوضحت النظرية الكينزية أن للإنفاق العام أثرًا إيجابيًا على النمو الاقتصادي من خلال زيادة الطلب الفعّال¹، هذا التأثير المتسلسل الذي يُعرف بأثر المضاعف يُبرز قدرة الإنفاق الحكومي على تحريك عجلة الإنتاج والاستهلاك بشكل متكامل.

وآلية هذا التأثير في الأسواق المالية يمكن توضيحها من خلال أن الزيادة في الإنفاق العام تؤدي إلى ارتفاع دخول الأفراد نتيجة زيادة الرواتب أو الإعانات الاجتماعية، مما يساهم في زيادة الإنفاق الاستهلاكي، هذه الزيادة تؤدي إلى ارتفاع الطلب على السلع والخدمات في السوق، وهو ما ينعكس إيجابيًا على أرباح الشركات، وإذا كانت مدرجة في البورصة فإن هذا يؤدي إلى زيادة حجم تداول أسهمها في أسواق المال وترتفع قيمتها السوقية، وبالتالي يحدث تحسن في أداء السوق المالي بصورة عامة، ومع تحسن مداخليل الشركات، تنشط عمليات الاستثمار والتوظيف، مما يخلق دخولاً جديدة، جزء من هذه الدخول يتم توجيهه نحو إنفاق استهلاكي إضافي، بينما يتم ادخار الجزء الآخر، بهذه الطريقة تتضاعف الزيادة الأولية في الإنفاق، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة عامة في الدخل القومي، تكون أكبر من القيمة الأولية للإنفاق يشكل مضاعف²، بالإضافة إلى أن الشركات التي تستفيد من العقود الحكومية أو التي تعمل في القطاعات المدعومة من قبل الحكومة ستشهد زيادة في الطلب على منتجاتها وخدماتها، هذا يؤدي إلى ارتفاع إيراداتها وأرباحها، مما يعزز أسعار أسهمها.

وبالتالي يمكننا القول أن مضاعف الإنفاق الحكومي يؤثر على الأسواق المالية من خلال تأثيره المباشر على الطلب الكلي، الإنتاجية، والثقة في الاقتصاد، ومع ذلك يعتمد هذا الأثر على عدة عوامل مثل حجم الإنفاق، نوعيته وكيفية تمويله.

ثانياً- تأثير الإنفاق العام على السوق المالي من خلال آلية المزاخمة:

ارتفاع مستويات الإنفاق العام قد يؤدي إلى زيادة العجز المالي أو الديون العامة، مما يؤثر على استقرار الأسواق المالية وقرارات المستثمرين، وفي حال حدوث عجز في الموازنة العامة ستلجأ الحكومة إلى الاقتراض من البنك المركزي أو المصارف التجارية أو الأفراد لتغطية هذا العجز، ويتم ذلك من خلال إصدار سندات حكومية وطرحها في السوق المالية بهدف جمع الأموال، إلا أن الاعتماد عليها بشكل مفرط قد يؤدي إلى مشكلات اقتصادية متعددة.

¹ ززاري نور الدين، جابة أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 748.

² سيف ثائر حسين، أثر متغيرات السياسة المالية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2019، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، 2021، ص 56.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

وتمارس هذه القناة تأثيرها على السوق المالية من خلال¹:

● **زيادة إصدار السندات الحكومية:** فعندما تطرح الحكومة سندات إضافية للاكتتاب من خلال السوق المالية بصفتها وسيلة لتمويل العجز، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة المعروض منها ونتيجة لذلك تنخفض أسعارها، مما يخلق حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاعتقادهم أنها أقل مخاطرة وللاستفادة من العوائد المرتفعة التي توفرها ومع ذلك فإن زيادة طرح السندات يؤدي إلى ارتفاع التكاليف المستقبلية على الحكومة بسبب العوائد الإضافية المستحقة.

● **التأثير على أسعار الفائدة:** اتباع سياسة العجز المالي في السوق المالية عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة من خلال استمرار الحكومة في إصدار السندات الحكومية يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ونظراً لكون طبيعة العلاقة بين سعر السند وسعر الفائدة عكسية، الأمر الذي يترتب عليه ارتفاع في سعر الفائدة في السوق المالية، والذي بدوره يؤثر في إجمالي عمليات السوق المالية عن طريق تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ومن الممكن انتقال التأثير إلى كلفة الائتمان وكميته وإلى عملية تكوين المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها.

كما يرى النقديون أن تطبيق سياسة مالية توسعية قد يؤدي إلى حدوث ما يسمى بأثر المراحة²، ويقصد بذلك أن زيادة الإنفاق العام الممولة غالباً عن طريق الاقتراض تؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأموال في أسواق المال، هذا الارتفاع في الطلب يدفع أسعار الفائدة إلى الصعود، مما يجعل تكلفة الاقتراض أعلى بالنسبة للقطاع الخاص، هذا التأثير يُعرف بـ "مراحة الاستثمار الخاص"، حيث يتراجع استثمار الشركات نتيجة ارتفاع تكلفة الاقتراض، ونتيجة لذلك قد يعزف المستثمرون في القطاع الخاص عن الحصول على تمويل لمشاريعهم الاستثمارية، أو يتجهون إلى تقليص حجم استثماراتهم المخطط لها، وبذلك تتسبب السياسة المالية التوسعية في تقليص فرص النمو الاقتصادي الناتج عن الاستثمارات الخاصة، مما قد يعكس أثرها الإيجابي المتوقع على النشاط الاقتصادي بشكل عام.

ثالثاً- تأثير الإنفاق العام على السوق المالي من خلال آلية الخصوصية:

يمكن لسياسة الإنفاق العام أن تساهم في تعزيز الأسواق المالية من خلال تقليص حجم ونطاق القطاع العام عبر استخدام آلية الخصوصية، التي تستهدف زيادة دور القطاع الخاص مما يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية الخاصة

¹ افتتاح محمد مناحي الرفيعي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2006-2017)، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، المجلد 16، العدد 68، ديسمبر 2019، ص 91.

² علي سعيد علي، طريقك للعمل في القطاع المصرفي، ط1، دار بوك بوتيك، القاهرة، مصر، 2021، ص 46.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

والأسهم وجذب المستثمرين الراغبين في تنويع المحافظ الاستثمارية، وذلك من خلال طرح المشروعات التي تمتلكها الدولة ليمتلكها الأفراد أو المستثمرين، الأمر الذي يعمل على تحفيز النمو الاقتصادي ورفع كفاءة الأسواق المالية من خلال زيادة عرض الأوراق المالية¹.

يظهر دور الخصوصية جلياً في تطوير أسواق الأوراق المالية، حيث تعتبر أحد أهم أهداف برامج تحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص في العديد من الدول، ولقياس مدى تحقيق هذا الهدف يمكن تقييم تطور البورصة عبر عدة مؤشرات أهمها مؤشرات سيولة السوق، فعملية الخصوصية تلعب دوراً مهماً في تحسين أداء السوق المالي من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة، مما يعزز رصمة البورصة ويؤثر إيجابياً على المؤشرات الرئيسية للسوق، خاصة إذا شملت هذه العمليات مؤسسات ذات حجم كبير، كما أن زيادة عرض الأوراق المالية يساهم في تحسين أحجام التداول والسيولة في السوق، ورغم وجود عدد كبير من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها لقياس مدى تأثير الخصوصية على السوق المالية، إلا أن الأدبيات التي تهتم بتطور الأسواق المالية تفضل استعمال سيولة السوق لعدة أسباب بما فيها:

- تركيز المستثمرين على سيولة السوق المالية أكثر من تركيزهم على حجمها، نظراً لارتباطها الوثيق بالأرباح الناتجة عن المبادلات.

- ارتباط سيولة السوق المالية بأحجام التداول التي ترتبط هي الأخرى بأحجام العرض والطلب على الأوراق المالية، تكاليف معالجة الأوامر والتكنولوجيا المستخدمة في السوق المالية².

بالتالي، فإن الخصوصية ليست فقط وسيلة لتحويل ملكية الشركات من القطاع العام إلى القطاع الخاص، لكنها أداة فعالة لتحسين كفاءة السوق المالية وزيادة جاذبيتها للمستثمرين.

وبشكل عام يؤدي تفاعل هذه القنوات مع بعضها البعض للتأثير بشكل مباشر وغير مباشر على أداء الأسواق المالية، حيث يعتبر الإنفاق العام أداة قوية يمكن أن تُستخدم لتحفيز أو تقييد النشاط الاقتصادي، مما ينعكس على أداء الأسواق المالية بشكل ملحوظ.

¹ لحسن دردوري، خولة مناصرية، بوخاري فاطنة، مرجع سبق ذكره، ص 118.

² بوعاملي ياسين، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها -دراسة بعض التجارب المغاربية-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010، ص 79.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

المطلب الثالث: انعكاسات الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

تشهد غالبية الدول العربية زيادة ملحوظة في الإنفاق العام نسبة إلى ناتجها المحلي، نتيجة لتحمل الحكومات تكاليف متعددة تشمل التدخل في النشاط الاقتصادي ومعالجة البطالة من خلال التوظيف الحكومي بالإضافة إلى مكافحة الفقر عبر تقديم الدعم والإعانات الاجتماعية وغيرها من الالتزامات¹، كما يعكس الارتباط القوي بين الإنفاق العام ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي التغيرات في الظروف الاقتصادية، ويمثل مؤشرًا هامًا على قدرة الدول العربية على إدارة مواردها المالية لتحقيق النمو الاقتصادي المستدام، مع مواجهة التحديات الاقتصادية بحلول مالية مرنة.

وقد شهد إجمالي الإنفاق العام للدول العربية مجتمعة ارتفاعًا بنسبة 8.9% ليصل إلى 957.5 مليار دولار في عام 2022، مقارنة بـ 878.9 مليار دولار في 2021، ورغم ذلك تراجعت نسبة الإنفاق إلى الناتج المحلي الإجمالي بنحو 3.7 نقطة مئوية لتسجل 26.2%، حيث تمثلت أهم أسباب الزيادة في الإنفاق العام في ارتفاع التضخم نتيجة التطورات العالمية غير المواتية، الأوضاع الاقتصادية الصعبة في دول مثل السودان واليمن وليبيا ولبنان، السياسات المالية التوسعية في الدول النفطية، مثل السعودية والكويت والعراق بفضل زيادة الإيرادات الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط، زيادة النفقات الجارية والرأسمالية في بعض الدول مثل الجزائر وقطر وعمان، أما فيما يخص هيكل النفقات العامة في الدول العربية ككل فقد ارتفعت نسبة الإنفاق الجاري إلى إجمالي الإنفاق العام، بينما تراجعت نسبة الإنفاق الرأسمالي، ما يعكس توجهًا نحو تغطية النفقات التشغيلية أكثر من الاستثمارية². ويقدم لنا الجدول الموالي رؤية شاملة على مدى 15 عامًا حول تطور الإنفاق العام ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة إلى أداء أهم مؤشرات الأسواق المالية للدول العربية.

¹ صفا فيصل سعيد، مفيد ذنون يونس الملا ذنون، هل الإنفاق الحكومي معزز أم معيق للتنمية الاقتصادية -دراسة حالة بعض الدول العربية-، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 20، العدد 65، مارس 2024، ص 301.

² صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2023، ص 129.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

الجدول III-1: تطورات الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية في الدول العربية للفترة (2008-2022)

السنة	إجمالي الإنفاق العام (مليار دولار أمريكي)	النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	القيمة السوقية (مليار دولار أمريكي)	عدد الشركات	حجم التداول (مليار دولار أمريكي)	معدل الدوران (%)
2008	594.7	29.8	769.6	1542	997.8	129.6
2009	653.6	36.7	903.4	1493	654.0	72.3
2010	701.1	33.7	997.1	1411	381.0	38.2
2011	787.6	32.9	894.1	1392	393.4	44.0
2012	898.1	33.9	940.4	1358	624.4	66.4
2013	950.6	35.0	1.137.7	1360	534.8	47.0
2014	912.4	33.4	1.203.0	1404	846.9	70.4
2015	905.1	36.6	1.064.5	1407	584.2	54.9
2016	836.1	34.1	1.106.9	1425	422.4	51.5
2017	828.6	33.0	1.132.2	1408	334.7	29.9
2018	895.3	31.8	1.201.9	1453	323.2	26.9
2019	910.7	32.2	3.164.9	1470	333.9	10.6
2020	879.2	34.3	3.219.3	1481	684.7	21.3
2021	878.8	29.9	3.806.7	1487	830.5	21.8
2022	957.5	26.2	4.079.2	1453	763.2	18.7

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن صندوق النقد العربي – التقرير الاقتصادي العربي الموحد للسنوات 2008، 2012، 2014، 2016، 2018، 2023، صفحات متفرقة.

يظهر لنا من خلال الجدول المسار التصاعدي للإنفاق العام في الدول العربية خلال الفترة 2008-2022، حيث شهد نمواً ملحوظاً بداية من 2008 إذ بلغ 594.7 مليار دولار ثم ارتفع في سنة 2022 إلى 957.5 مليار دولار، أي بزيادة قدرها 61%، يعكس لنا هذا النمو التوسع في الإنفاق على الخدمات والبنية التحتية، واستجابة للظروف الاقتصادية والسياسية المتغيرة، على الرغم من أن نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي أظهرت

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

تذبذبًا، مما يدل على مرونة الاستراتيجيات المالية للدول العربية، حيث ارتفع إجمالي الإنفاق العام في الدول العربية بشكل ملحوظ عام 2009 بنسبة 9.9% ليصل إلى 653.6 مليار دولار، ويعود هذا النمو إلى السياسات المالية المرنة التي تبنتها الدول العربية للتصدي للأزمة المالية العالمية وتأثيرها على النشاط الاقتصادي، حيث بلغت نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي 36.7% في 2009، وهو مؤشر على استجابة الدول للأزمة المالية العالمية بزيادة الإنفاق، بينما في 2020 قفزت النسبة إلى 34.3% بسبب التدابير الاستثنائية لمواجهة جائحة كوفيد-19، ومع زيادة اعتماد الدول العربية على الإصلاحات الاقتصادية لتعزيز كفاءة الإنفاق العام انخفضت نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 26.2% في 2022.

هذا ما يؤكد لنا أنه في فترات الركود والأزمات يتم اللجوء إلى السياسات التوسعية، حيث أن ارتفاع الإنفاق العام مع نمو الناتج المحلي الإجمالي يعكس تحسناً في البنية الاقتصادية، كما رأينا في 2009 التي شهدت ارتفاع كبير في نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي بسبب برامج التحفيز الاقتصادي و 2020 التي سجلت زيادة ملحوظة نتيجة تدابير مواجهة الجائحة المتمثلة في الدعم الصحي والإعانات الاقتصادية، في حين في فترات الاستقرار والنمو يتم ضبط الإنفاق لتقليل الاعتماد على السياسات المالية التوسعية، كما لاحظناه في 2022 التي انخفضت فيها نسبة الإنفاق إلى الناتج المحلي مما يعكس تحولاً نحو ضبط السياسات المالية أو تحقيق نمو اقتصادي ملحوظ، كما يشير إلى سياسات تقشفية مدروسة وتعزيز كفاءة الإنفاق.

أما فيما يخص مؤشرات الأسواق المالية للدول العربية في الفترة الممتدة من 2008 إلى 2022 فقد كانت كما يلي:

- **القيمة السوقية:** ارتفعت القيمة السوقية من 769.6 مليار دولار في 2008 إلى 4079.2 مليار دولار في 2022، مما يعكس توسع الأسواق المالية، وقد احتلت السوق المالية السعودية المركز الأول بين الأسواق المالية العربية من حيث القيمة السوقية في عام 2022، بقيمة بلغت حوالي 2724.16 مليار دولار، ما يعادل 65.1% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق المالية العربية، تلتها أسواق أبوظبي وقطر والكويت ودبي بقيم سوقية بلغت 725.76، 183.85، 159.05 و 158.60 مليار دولار على التوالي مما يجعل القيمة السوقية لهذه الأسواق مجتمعة تمثل حوالي 94.40% من إجمالي القيمة السوقية للبورصات العربية¹.
- **حجم التداول:** شهد حجم التداول في الأسواق المالية للدول العربية تذبذبات كبيرة، حيث تراجع بشكل ملحوظ في عام 2018 نتيجة انخفاض مستويات السيولة، خاصة في سوق دبي المالي الذي شهد انخفاضاً في قيمة الأسهم

¹ صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية - النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2022-، العدد 111، ص 8.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

المتداولة بأكثر من 15 مليار دولار بالإضافة إلى ذلك سجلت أسواق أخرى مثل عمان، أبوظبي، مسقط، فلسطين، الكويت، وبيروت انخفاضات مماثلة في مستويات التداول، ثم عرف حجم التداول ارتفاعاً ملحوظاً بعد 2019 وذلك بسبب انضمام كل من بورصة الكويت والسوق المالية السعودية إلى مؤشر (MSCI) للأسواق الناشئة الذي ساهم بشكل كبير في تحسين مؤشرات التداول.

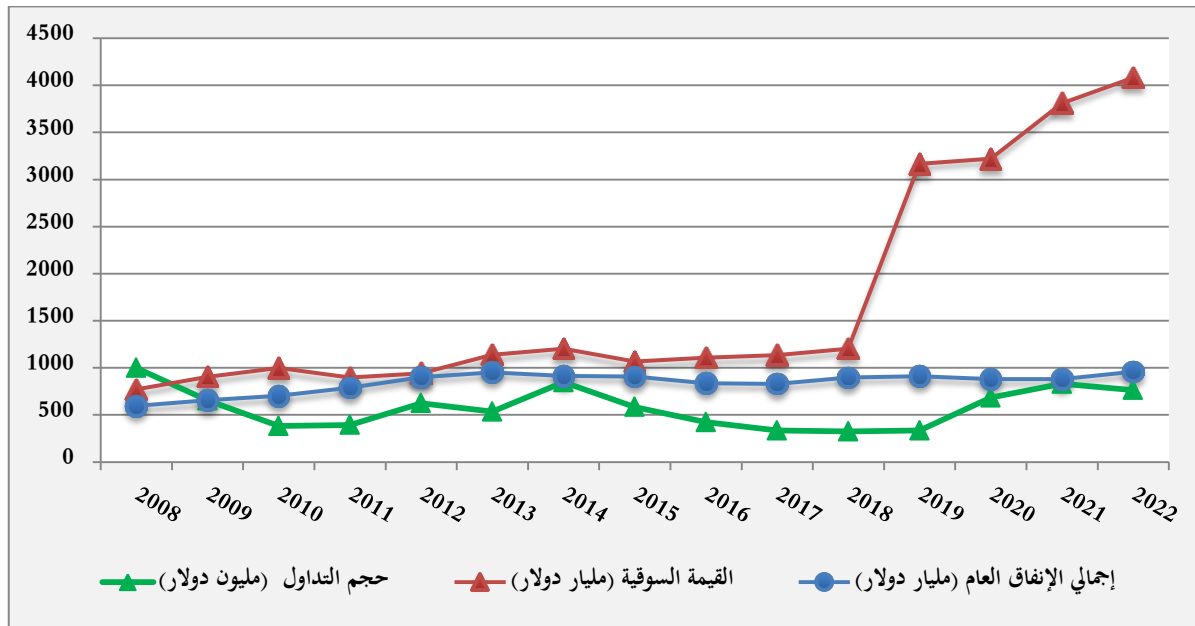
● **عدد الشركات:** خلال الفترة من 2008 إلى 2022، شهد عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية اتجاهًا عامًا نحو الانخفاض، حيث تراجع العدد من 1542 شركة في عام 2008 إلى 1453 شركة في عام 2022، حيث أدخلت العديد من الدول العربية قوانين أكثر صرامة فيما يخص متطلبات الإدراج مما أدى إلى خروج الشركات التي لم تستوف الشروط، فالأسواق الكبرى مثل السوق المالية السعودية وأبوظبي كانت من أبرز المساهمين في زيادة عدد الشركات المدرجة مع تركيزها على جذب الإدراجات الجديدة.

● **معدل الدوران:** انخفض معدل الدوران في الأسواق المالية العربية بشكل تدريجي من 129.6% في 2008 إلى 18.7% في 2022، مما يشير إلى انخفاض النشاط النسبي للمستثمرين وخاصة الأجانب.

وبين لنا الشكل الموالي وبصورة واضحة تطور كل من الإنفاق العام ومؤشر القيمة السوقية وحجم التداول في الأسواق المالية العربية لنفس الفترة.

الشكل III-1: تطورات الإنفاق العام والقيمة السوقية وحجم التداول في الدول العربية للفترة (2008-2022)

الوحدة: مليار دولار أمريكي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم III-1

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

حيث نستطيع القول بأن الفترات التي شهدت زيادة في الإنفاق العام مثل (2012-2014) و (2018-2022) ارتفعت فيها القيمة السوقية، الذي كان مدفوعاً بتحفيز حكومي وتعافي الأسواق بعد الجائحة، بالرغم من أن انخفاض الإنفاق في 2015 لم يؤثر سلباً على القيمة السوقية مباشرة، ما يشير إلى وجود عوامل أخرى مثل أسعار النفط أو الاستقرار الاقتصادي، وفي 2008 على الرغم من ارتفاع الإنفاق العام بشكل كبير للتعامل مع الأزمة المالية، لكن الأسواق المالية العربية عانت من انخفاض في حجم التداول، لكن بشكل عام فإن زيادة الإنفاق العام غالباً ما ارتبطت بزيادة حجم التداول مثل الفترة (2012-2020)، مما يعكس تحسن السيولة وزيادة النشاط الاستثماري.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

المبحث الثاني: هيكل الإنفاق العام في الدول العربية

يتسم هيكل الإنفاق العام في الدول العربية بتخصيص نسبة كبيرة للنفقات الجارية، في حين تحصل النفقات الرأسمالية على حصة أقل نسبياً، ورغم وجود تباينات بين هذه الدول إلا أنها تواجه تحديات مشتركة، مثل ضعف كفاءة تخصيص الموارد والحاجة إلى إصلاحات مالية لضمان نمو مستدام وتنمية متوازنة، ويُعد تقليص الإعانات وإعادة توجيه الإنفاق نحو القطاعات الإنتاجية خطوة جوهرية لتحسين كفاءة الإنفاق العام وتعزيز استدامة الاقتصاد في المنطقة.

وبالتالي سنركز من خلال هذا المبحث على استعراض تقسيمات النفقات العامة في الدول التي تشملها الدراسة.

المطلب الأول: تقسيمات النفقات العامة في الأردن

إعداد الموازنة في الأردن، كان يتم باستخدام الطريقة التقليدية والمعروفة بموازنة البنود، حيث تُجمع جميع إيرادات ونفقات الدولة وتُصنّف ضمن بنود محددة¹، واعتباراً من 2008/11/25 تم إقرار قانون تنظيم الموازنة العامة رقم 58 لعام 2008، حيث تم الانتقال من الموازنة التقليدية (موازنة البنود) إلى مفهوم الموازنة الموجهة بالنتائج، لتصبح المملكة الأردنية أول دولة تُطبّق هذا المفهوم على مستوى المنطقة، تزامن ذلك مع تطبيق مفاهيم الإصلاح المالي، مثل إطار الإنفاق متوسط المدى وإعادة هيكلة الحسابات المالية، بهدف رفع كفاءة إعداد وتنفيذ الموازنة العامة وتوجيه الموارد المتاحة نحو الأولويات الوطنية، كما تضمن الإصلاح المالي تعزيز الشفافية والكفاءة المالية عبر تطوير نظام إدارة المعلومات المالية الحكومية (GFMIS)، الذي يساهم في توفير بيانات دقيقة وموثوقة تدعم عملية اتخاذ القرار المالي المناسب في الوقت المناسب، وتسهل ربط المشاريع بالبرامج والأهداف²، ويتطلب مفهوم الموازنة الموجهة بالنتائج من الوزارات والدوائر الحكومية تحديد رؤيتها ورسالتها وأهدافها الاستراتيجية وبرامجها ومشاريعها وأنشطتها، مع وضع مؤشرات دقيقة لقياس الأداء على المستويين الاستراتيجي والبرامجي، حيث ينبغي أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة وقابلة للقياس وضمن إطار زمني يتماشى مع رؤية الوزارات والدوائر الحكومية ومع الأهداف الوطنية للدولة³. وقد تم تصنيف الموازنة العامة في الأردن اعتباراً من موازنة 2008 حسب التصنيفات التالية⁴:

¹ المنتدى الاقتصادي الأردني، المالية العامة للحكومة المركزية والوحدات الحكومية في الأردن للسنوات العشر السابقة -دراسة رقم 2021/01-، ص 3.

² وزارة المالية -دائرة الموازنة العامة-، التقرير السنوي الرابع لعام 2009، ص 8.

³ وزارة المالية -دائرة الموازنة العامة-، التقرير السنوي الثامن عشر لعام 2022، ص 23.

⁴ وزارة المالية -دائرة الموازنة العامة-، التقرير السنوي السادس لعام 2010، ص 37.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

☞ التصنيف التمويلي

☞ التصنيف التنظيمي

☞ التصنيف الوظيفي

☞ تصنيف البرامج

☞ التصنيف الجغرافي

☞ التصنيف الاقتصادي

حيث يبين التصنيف الوظيفي إجمالي النفقات المقدرة للوزارات والدوائر الحكومية حسب الأقسام الوظيفية وتشمل ما يلي:

☞ الخدمات العمومية العامة

☞ الدفاع

☞ النظام العام وشؤون السلامة العامة

☞ الشؤون الاقتصادية

☞ حماية البيئة

☞ الحماية الاجتماعية

☞ التعليم

☞ الشؤون الدينية والثقافية

☞ الصحة

☞ الإسكان ومرافق المجتمع

وتقسم النفقات في موازنة الأردن حسب التصنيف الاقتصادي إلى نفقات جارية ونفقات رأسمالية كما يبينها الجدول التالي:

الجدول رقم III-2: هيكل النفقات العامة للموازنة العامة في الأردن

– تعويضات الموظفين تشمل الرواتب والأجور والعلاوات ومساهمات الضمان الاجتماعي.	النفقات الجارية
– استخدام السلع والخدمات.	
– فوائد القروض (على أساس الاستحقاق) الداخلية والخارجية.	

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

	- الإعانات للمؤسسات العامة والخاصة غير المالية مثل (النفقات الطارئة، إعانات دعم السلع، دعم المواد التموينية، دعم المحروقات)
	- المنافع الاجتماعية منها التقاعد والتعويضات، المساعدات الاجتماعية كشبكات الأمان الاجتماعي.
	- نفقات أخرى متنوعة مثل البعثات العلمية والتدريب.
	- مخصصات الجهاز العسكري.
النفقات الرأسمالية	- النفقات الرأسمالية ذات الطبيعة الجارية التي تشمل دعم الوحدات الحكومية، نفقات الإدامة والتشغيل والصيانة، تعويضات العاملين وبند مخصص للدراسات والأبحاث والاستشارات.
	- الأشغال والإنشاءات والأبنية.
	- الأجهزة والمعدات والمركبات.
	- التجهيز والتأثيث.
	- الأراضي.
	- المواد واللوازم.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي 2022 الصادر عن للبنك المركزي الأردني، ص 61.

المطلب الثاني: تقسيمات النفقات العامة في العراق

يعاني الاقتصاد العراقي كغيره من الاقتصادات النفطية، من اختلال في الهيكل الإنتاجي نتيجة الاعتماد الكبير على إنتاج وتصدير النفط، ونظرًا للطبيعة المتقلبة لهذه السلعة الحيوية التي تتأثر بعوامل السوق العالمية ذات الطابع الدولي، تصبح إيرادات الريع النفطي عرضة لعدم الاستقرار نتيجة الصدمات السعرية في الأسواق العالمية، هذا الوضع يؤدي إلى تذبذب حجم الإيرادات الحكومية، مما ينعكس سلبيًا على استقرار تمويل النفقات الحكومية، ويؤثر بدوره على العلاقة بين السياسة الإنفاقية وأهدافها ووظائفها، مما يحد من فاعليتها في تحقيق النمو الاقتصادي¹.

وبعد التحول الجوهري الذي شهده العراق في فلسفة الحكم بعد عام 2003، إذ انتقل الاقتصاد العراقي من النظام الاشتراكي إلى نظام يقوم على مبادئ السوق الحر والاقتصاد المفتوح، ركزت الحكومة على زيادة الإنفاق لتحسين مستوى معيشة المواطنين، من خلال دعم المنتجات النفطية وتوفير شبكات الحماية الاجتماعية ودعم البطاقة التموينية، حيث شهد العراق بعد عام 2003 توسعًا في حجم الإنفاق العام نتيجة لمجموعة من العوامل الرئيسية، من بينها زيادة الرواتب التي أقرت للعاملين في القطاع العام، وإضافة بنود جديدة للموازنات لم تكن مدرجة سابقًا، مثل

¹ علي فريد عبد الكريم، تقلبات الإيرادات الحكومية وتأثيرها في القطاع المصرفي العراقي، مجلة الدراسات النقدية والمالية، البنك المركزي العراقي، العدد 10، فيفري 2022، ص 3.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

أجور الخبراء وتكاليف الخدمات الأمنية، بالإضافة إلى المصروفات المرتبطة بتنفيذ البرامج الانتخابية، وتكاليف استيراد الطاقة الكهربائية، إلى جانب تعزيز التوظيف في القطاع العام لا سيما القوات العسكرية والأمنية، يظهر ذلك في نسبة الرواتب والأجور التي تستحوذ على الحصة الأكبر من الإنفاق الحكومي الذي يُعد من بين الأعلى مقارنة بالدول الأخرى¹.

على غرار العديد من الدول، يعتمد العراق في إعداد الموازنة العامة على نظام موازنة البنود، وتعتبر الموازنة العامة في العراق عن الخطة المالية التي تلتزم الدولة بتنفيذها متضمنة تقديرات للإيرادات والنفقات على مدار سنة مالية واحدة.

فالنفقات العامة في العراق تمثل الآلية التي يتم من خلالها إنفاق الموارد الحكومية من قبل الوزارات والجهات غير المرتبطة بوزارة، بناءً على التخصيصات السنوية في الموازنة العامة الاتحادية، وتشمل هذه النفقات المدفوعات النقدية والالتزامات المالية التي تلتزم بها الحكومة لسد احتياجات الأنشطة والمهام المطلوبة، حيث يتم تصنيف هذه النفقات وفق أغراضها وأهدافها إلى نفقات جارية وأخرى استثمارية².

وفي هذا الإطار، تُوجّه النفقات العامة إلى مجالات أساسية، منها الخدمات العامة، رواتب وأجور الموظفين الحكوميين، الاستثمارات العامة، الدعم الموجه لبعض القطاعات مثل الصحة والتعليم، وبشكل عام يتكون هيكل النفقات العامة في العراق من³:

1- النفقات الجارية: هي المبالغ التي تنفق سنوياً ضمن الموازنة العامة للدولة والتي تضم كل من تعويضات الموظفين، المنح والإعانات وخدمة الدين، الرعاية الاجتماعية، المستلزمات السلعية، البرامج الخاصة، المستلزمات الخدمية، صيانة الموجودات، النفقات الرأسمالية*، الالتزامات والمساهمات.

¹ عبد الستار صالح محمد البيلاوي، علي أحمد درج الدليمي، قياس وتحليل أثر الإنفاق العام على صافي الميزان التجاري في العراق للمدة (2020/2004)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 15، العدد 1، أبريل 2023، ص 85.

² فلاح خلف علي، نور شدهان عداي، العلاقة بين الموازنة العامة والنمو الاقتصادي في العراق "مركزات الإصلاح الاقتصادي"، بحث مقدم في العدد الخاص لوقائع المؤتمر العلمي الدولي السادس والسبع عشر لكلية الإدارة والاقتصاد بعنوان "القيادة الرشيدة والتنمية المستدامة سبل الإصلاح الاقتصادي العراقي"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد 22، العدد 80، فيفري 2024، ص 32.

³ المادة 1، الفقرة 4 و 5 من قانون الإدارة المالية الاتحادية رقم (6) المؤرخ في 10 جويلية 2019، الجريدة الرسمية لجمهورية العراق، العدد 4550، الصادرة بتاريخ 5 أوت 2019.

* النفقات الرأسمالية في موازنة دولة العراق ترمز للمبالغ المخصصة لشراء أو تطوير الموجودات الرأسمالية التي لا تدخل ضمن المشروع الاستثماري وترد ضمن تبويب النفقات الجارية.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

2- النفقات الاستثمارية: هي المبالغ التي تخصص لغرض إنشاء المشاريع والبرامج أو الحصول على الخدمات الاستشارية والموجودات الثابتة أو تطويرها وبناء القدرات التي ترد ضمن جداول المشاريع الاستثمارية المعدة من دوائر الدولة والمقررة من وزارة التخطيط المعتمدة ضمن المنهاج الاستثماري لغرض زيادة الطاقة الإنتاجية.

المطلب الثالث: تقسيمات النفقات العامة في قطر

تلعب موازنة الدولة في قطر دوراً جوهرياً في دعم الاقتصاد الوطني، حيث تعد أداة رئيسية لتحقيق أهداف الحكومة في التنمية الاقتصادية، كما تمثل السياسة المالية جزءاً أساسياً من السياسة الاقتصادية العامة للدولة، وتهدف إلى الاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية التي تمتلكها قطر، بما يسهم في رفع مستوى المعيشة وتحقيق التنمية المستدامة، ويُعد الإنفاق الحكومي المحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي والدافع الرئيسي للنمو، حيث أسهم الإنفاق الحكومي المستمر والتدابير الفعالة لدعم النظام المالي في تمكين الاقتصاد القطري من تجاوز آثار الركود الاقتصادي العالمي، كما اتخذت الحكومة خطوات متعددة لضمان استمرار الإنفاق على القطاعات الحيوية مثل البنية التحتية، التعليم والرعاية الصحية بهدف تعزيز فرص الأعمال في القطاع المالي والقطاعات غير الهيدروكربونية¹.

ويتركز الإنفاق العام على تنمية الموارد البشرية والاجتماعية والاقتصادية والبيئية، مما يجعل هذه المجالات محوراً رئيسياً في الموازنة العامة للدولة، حيث تخصص الدولة حصة كبيرة من الموازنة العامة للمشاريع العامة والبنية التحتية مع التركيز على تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية بما يتماشى مع رؤية قطر الوطنية 2030، ومع ذلك شهد الإنفاق العام على المشاريع الكبرى خلال السنوات الأخيرة توجهاً أكثر اعتدالاً، خاصة بعد اكتمال مشاريع بطولة كأس العالم لكرة القدم 2022، وقد تعزز هذا الاتجاه في عام 2020 نتيجة تأثير جائحة كوفيد-19، التي تسببت في انخفاض الإيرادات الحكومية جراء هبوط أسعار وصادرات الهيدروكربونات، إلا أن الأوضاع بدأت في التعافي نسبياً خلال عام 2021، وفي إطار الإصلاحات المالية تعمل الحكومة جاهدة على تحسين كفاءة الإنفاق العام من خلال ترشيد النفقات وتحديد أولوياتها بهدف تحقيق التوازن بين الإنفاق الفعال والتنمية المستدامة².

ويتكون هيكل النفقات العامة في قطر من النفقات الجارية والرأسمالية حيث تصنف إلى أربعة أبواب كما يلي³:

- الباب الأول (تعويضات العاملين): يضم المصروفات المتعلقة بكافة رواتب وأجور وبدلات ومكافآت الموظفين والعاملين بالوزارات والجهات الحكومية.

¹ مصرف قطر المركزي، التقرير السنوي الثاني والثلاثون، 2008، ص 47.

² مصرف قطر المركزي، التقرير السنوي الخامس والأربعون، 2021، ص 43.

³ وزارة المالية لدولة قطر، بيان الموازنة العامة، 2021، ص 35.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

- الباب الثاني (المصروفات الجارية): تشمل جميع المصروفات اللازمة لأداء الأعمال والخدمات التي تؤديها الدولة وأجهزتها المختلفة ويشمل تكلفة المواد اللازمة ومصروفات الخدمات المختلفة.
- الباب الثالث (المصروفات الرأسمالية): هي مصروفات على أصول ثابتة ضرورية لتمكين الوزارات والأجهزة الحكومية من أداء مهامها ويشمل كافة الأجهزة والمعدات سواء منها المطلوب لأغراض جديدة أو لغرض الإحلال.
- الباب الرابع (المشروعات الكبرى): المصروفات المخصصة للمشاريع التنموية طويلة الأجل لضمان تطوير وتحديث الخدمات والمرافق التي تقدمها الدولة بما يساهم في النمو الاقتصادي ويدعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية بما يتماشى مع رؤية قطر الوطنية 2030.

المطلب الرابع: تقسيمات النفقات العامة في الجزائر

الجزائر كغيرها من الاقتصادات المماثلة، شهدت ارتفاعاً متواصلاً في إنفاقها العام، حيث اعتمدت على هذا الإنفاق كأداة رئيسية لتحقيق أهدافها الاقتصادية، مستفيدة من عائدات الجباية النفطية، ومع ذلك فإن هذا التوسع في الإنفاق العام لم يكن دائماً مرتبطاً بتحقيق مستويات عالية من الكفاءة والمنفعة، فعلى الرغم من تخصيص ميزانيات ضخمة لدعم البرامج التنموية وتعزيز الاقتصاد الوطني، إلا أن النتائج المحققة لم تكن على مستوى التطلعات، يعود ذلك أساساً إلى سوء إدارة هذه النفقات وما نتج عنها من عمليات احتلاس وهدر وتبذير للمال العام، هذا الوضع يستدعي من الجزائر تبني حوكمة فعالة للإنفاق العام، كضرورة ملحة للخروج من مشكلة غياب الرشادة وسوء استغلال الموارد المالية. ويتطلب ذلك تعزيز الشفافية وتفعيل الرقابة الفعالة على الإنفاق العام، إضافة إلى عقلنة إدارته، مما يضمن في النهاية ترشيد الإنفاق وتحقيق التنمية المستدامة¹.

كما شهد هيكل النفقات العامة في الجزائر عدة تعديلات تدرج في إطار الإصلاح الميزانياتي الذي تسعى الدولة من خلاله إلى ترشيد الإنفاق العام وضمان فعاليته في تحقيق الأهداف المخططة، ففي ظل القانون 84-17 المؤرخ في 07 جويلية 1984 المتعلق بقوانين المالية، قسم المشرع الجزائري بموجب المادة 23 النفقات العامة إلى نفقات التسيير ونفقات الاستثمار، وذلك بهدف التمييز بين طبيعة النفقات وغاياتها المختلفة.

ووفق نظام ميزانية البنود والوسائل توزعت النفقات ضمن بنود تعكس السلع والخدمات التي تحتاجها الإدارات عبر الإنفاق العمومي لكن هذا النظام أدى إلى إغراق الإدارة العمومية في تفاصيل البنود، دون تحديد أهداف واضحة يمكن السعي لتحقيقها، ونتيجة لهذه العيوب، أقرّ القانون العضوي رقم 18-15 المؤرخ في 02 سبتمبر 2018

¹ آمنة بومعزة، حوكمة الإنفاق العام: واقعها ومتطلبات ترسيخها في الجزائر، مجلة حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07، العدد 02، أكتوبر 2020، ص 34.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

والذي يهدف إلى اعتماد نظام ميزانية جديد يركز على البرامج والأهداف، متخليًا عن التمييز بين نفقات التسيير والتجهيز، وموفرًا توزيعًا يستند إلى برامج تمثل أهداف السياسة العامة¹.

1- تقسيم النفقات العامة وفق القانون 84-17 المؤرخ في 07/07/1984:

1-1- نفقات التسيير: هي النفقات الأساسية التي تضمن تشغيل مصالح الأجهزة الإدارية للدولة، وتشمل رواتب الموظفين، تكاليف الصيانة، ومستلزمات المكاتب وغيرها، كما أن هذه النفقات لا تُسهم بشكل مباشر في زيادة القيمة المضافة للاقتصاد الوطني، إذ لا تنتج سلعة حقيقية، بل تُخصص لضمان استمرارية عمل هيئات الدولة، ويتم توزيعها ضمن الميزانية العامة وفقاً للاحتياجات المختلفة للوزارات. وتقسم نفقات التسيير إلى أربعة أبواب كما يلي²:

- أعباء الدين العمومي والنفقات المحسومة من الإيرادات.
- تخصيصات السلطات العمومية.
- النفقات الخاصة بوسائل المصالح.
- التدخلات العمومية.

1-2- نفقات الاستثمار: تُعرف أيضاً بنفقات التجهيز وهي النفقات المدرجة في الميزانية العامة للدولة بصيغة رخص برامج وتنفيذ عن طريق اعتمادات الدفع، حيث ترتبط هذه النفقات بالتجهيزات العامة وأعمال البنية التحتية الكبرى سواء كانت اقتصادية، إدارية أو جماعية، وتهدف الدولة من خلالها إلى تكوين رؤوس الأموال التي تسهم في تنمية الثروة الوطنية وفقاً للمخطط الإنمائي السنوي³. وتصنف نفقات التجهيز إلى ثلاثة أبواب كما يلي⁴:

- الاستثمارات المنفذة من قبل الدولة.
- إعانات الاستثمار الممنوحة من قبل الدولة.

¹ يوسف جيلالي، تصنيف وتوزيع النفقات العامة في الجزائر، دراسة مقارنة بين النظام الميزانياتي السابق المقرر بالقانون 84-17 المتعلق بقوانين المالية، المعدل والمتمم والإصلاح الميزانياتي المقرر بالقانون العضوي 18-15 المتعلق بقوانين المالية المعدل والمتمم، مجلة الفكر القانوني والسياسي، المجلد 07، العدد 02، نوفمبر 2023، ص 267.

² المادة 24 من القانون 84-17 المؤرخ في 07 جويلية 1984 المتعلق بقوانين المالية، الجريدة الرسمية، العدد 28، الصادرة بتاريخ 10 جويلية 1984.

³ مسعودي زكرياء، عزي خليفة، أثر برامج الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام نموذج ARDL - دراسة قياسية للفترة 1980-2017، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 04، العدد 01، مارس 2020، ص 121.

⁴ المادة 35 من القانون 84-17، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

- النفقات الأخرى بالرأسمال.

2- تقسيم النفقات العامة وفق القانون العضوي 18-15 المؤرخ في 2018/09/02:

قام المشرع الجزائري باستبدال مصطلح "النفقات العامة" بمصطلح "الأعباء العامة" في النظام الميزانياتي الجديد الذي نص عليه القانون العضوي 18-15 المتعلق بقوانين المالية، كما أشار إلى ضرورة فهم كلمة البرنامج التي تشير إلى البرنامج الميزانياتي الذي يتمثل في مجموع الاعتمادات المالية التي تساهم في إنجاز مهمة خاصة تابعة لمصلحة أو عدة مصالح لوزارة واحدة أو عدة وزارات أو مؤسسة عمومية، بحيث تكون محددة حسب مجموعة من الأهداف الواضحة والمتناسقة، كما أشار إلى إمكانية تقسيم البرنامج الميزانياتي من جهة إلى برامج فرعية ومن جهة أخرى إلى أنشطة تشمل عدة أبواب للنفقات (المستخدمين، التسيير، الاستثمار، التحويل،... إلخ)¹، وبالتالي قدم هذا القانون تصنيفاً محدثاً للنفقات العمومية يتماشى مع إدارة ميزانية البرامج، فقد تم إنشاء تصنيفات جديدة للنفقات العامة وردت في القانون العضوي 18-15 حيث تم تجميع أعباء ميزانية الدولة حسب أربعة تصنيفات وهي التصنيف حسب النشاط، التصنيف حسب الطبيعة الاقتصادية للنفقات، التصنيف حسب الوظائف الكبرى للدولة والتصنيف حسب الهيئات الإدارية المكلفة بإعداد الميزانية وتنفيذها².

وتم تفصيل هذه التصنيفات في المرسوم التنفيذي 20-354 الصادر في 30 نوفمبر 2020، والذي يحدد العناصر المكونة لتصنيفات أعباء ميزانية الدولة كما يلي:

2-1- التصنيف حسب النشاط: يحدد هذا التصنيف وجهة أعباء ميزانية الدولة ومستوى تنفيذها، بمعنى أنه يجسد ميزانية البرامج والأهداف وينقسم التصنيف حسب النشاط لأعباء الميزانية الدولة إلى 5 أقسام كما يلي:

- **حافطة البرامج:** تتضمن مجموعة من البرامج التي تساهم في تنفيذ سياسات عمومية محددة.
- **البرنامج:** يشكل إطار التسيير العملي للسياسات التي تنتهجها الدولة وتتبعها.
- **البرنامج الفرعي:** يمثل تقسيماً وظيفياً للبرنامج.
- **النشاط:** يمثل النشاط تقسيماً عملياً للبرنامج يسمح بتحديد مستوى تنفيذ السياسات المنتهجة والمتبعة والاعتمادات المطلوبة، المخصصة والمنفذة.

¹ وزارة المالية، المديرية العامة للميزانية، معجم المصطلحات، جوان 2021، ص 7.

² المادة 28 من القانون العضوي 18-15 المؤرخ في 02 سبتمبر 2018 المتعلق بقوانين المالية، الجريدة الرسمية، العدد 53، الصادرة بتاريخ 02 سبتمبر 2018.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

- النشاط الفرعي: من شأنها أن توضح مستوى التنفيذ بصورة أوضح¹.

2-2- التصنيف حسب الطبيعة الاقتصادية للنفقات: يتضمن هذا التصنيف نفقات الميزانية وفقا للموارد الممنوحة

بغض النظر عن وجهتها الإدارية ويتضمن هذا التصنيف 7 عناوين تنقسم إلى 32 صنفا تدعى مواد كما يلي²:

- **نفقات المستخدمين:** تشمل الرواتب، العلاوات والتعويضات الزيادات، مساهمات صاحب العمل، خدمات اجتماعية على عاتق صاحب العمل، حوادث العمل ومعاش الخدمة، تخصيصات الرواتب للمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري والمؤسسات العمومية المماثلة الأخرى.
- **نفقات تسيير المصالح:** تضم التنقلات والنقل والاتصالات، الإعلام والتوثيق، الخدمات المهنية، الإيجار، الصيانة والإصلاح، خدمات أخرى، التموينات واللوازم، أعباء أخرى للتسيير، خدمات التمهين والتكوين، تخصيصات تسيير المؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري والمؤسسات العمومية المماثلة الأخرى.
- **نفقات الاستثمار:** تشمل التثبيات العينية، التثبيات المعنوية، تخصيصات الاستثمار للمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري والمؤسسات العمومية المماثلة الأخرى.
- **نفقات التحويل:** تشمل على التحويلات لفائدة الأشخاص، لفائدة المؤسسات، لفائدة المؤسسات العمومية ذات الطابع الاقتصادي والصناعي والتجاري والمؤسسات العمومية المماثلة الأخرى، التحويلات للجماعات المحلية، التحويلات لفائدة الجمعيات، لفائدة المنظمات الدولية ولدول أجنبية، تحويلات أخرى.
- **أعباء الدين العمومي:** تضم فوائد الدين العمومي، مصاريف أخرى على الدين العمومي.
- **نفقات العمليات المالية:** تضم المساهمات المالية، القروض والتسبيقات، ودائع وكفالات.
- **النفقات غير المتوقعة**

2-3- التصنيف حسب الوظائف الكبرى للدولة: يركز على تصنيف وظيفي للأعباء ويتضمن حسب المستوى

مجموع الأنشطة التي تساهم في تحقيق نفس الهدف، ويتشكل التصنيف حسب الوظائف الكبرى للدولة عن طريق تعيين القطاعات التي تتكفل بإنجاز الأهداف حسب الوظائف، وتمثل القطاعات الرئيسية في: المصالح العامة للإدارات العمومية، الدفاع، النظام والأمن العمومي، الشؤون الاقتصادية، حماية البيئة، السكن والتجهيز الجماعي،

¹ المادتين 4 و5 من القانون 20-354 المؤرخ في 30 نوفمبر 2020 الذي يحدد العناصر المكونة لتصنيفات أعباء ميزانية الدولة، الجريدة الرسمية، العدد 73، الصادرة بتاريخ 06 ديسمبر 2020.

² المادتين 7 و8 من نفس القانون.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

الصحة، الترفيه والثقافة والعبادة، التعليم، الحماية الاجتماعية، كما تُحدّد مستويات التصنيف حسب الوظائف الكبرى للدولة لأعباء ميزانية الدولة كما يلي:

- **القطاع:** يسمح هذا المستوى بتحديد الاحتياجات العامة والمنفعة العامة الأساسية التي يجب تلبيتها.
 - **الوظيفة الأساسية:** المستوى الذي يتضمن أنشطة ووظائف الدولة التي تساهم في تحقيق نفس الهدف النهائي وتهدف إلى تلبية الاحتياجات والمنفعة الأساسية المحددة في القطاع المعني.
 - **الوظيفة الثانوية:** المستوى الذي يتضمن أنشطة ووظائف الدولة التي تساهم في تحقيق نفس الهدف¹.
- 2-4- التصنيف حسب الهيئات الإدارية:** حسب المادة 14 من المرسوم التنفيذي 20-354 السالف الذكر فإن هذا التصنيف يسمح بتوزيع الاعتمادات المالية حسب الوزارات و/أو المؤسسات العمومية و/أو حسب مركز مسؤولية التسيير الميزانياتي التي تتلقى الاعتمادات وفقا للهيكل التنظيمي و/أو التنظيم المحلي للهيئة الإدارية المعنية، كما ينظم التصنيف حسب الهيئات الإدارية لأعباء ميزانية الدولة وفق المستوى تبعا للهيكل التنظيمي والنشاط من خلال 4 مستويات مبينة أدناه وهو ما نصت عليه المادة 15 من نفس المرسوم:
- **المستوى الأول:** يحدد نوع الهيئة الإدارية.
 - **المستوى الثاني:** يحدد لكل نوع هيئة إدارية، صنف الوحدة الإدارية التي تتلقى الاعتمادات.
 - **المستوى الثالث:** يحدد المصلحة أو المستفيد أو المتلقي للاعتمادات.
 - **المستوى الرابع:** يحدد الموقع أو الأثر الجغرافي للنفقة.

¹ المواد 10، 11 و 12 من نفس القانون.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

المبحث الثالث: واقع الأسواق المالية في الدول العربية

تتسم الأسواق المالية في الدول العربية بتفاوت مستويات تطورها، مما يعكس تنوع البيئات الاقتصادية والتنظيمية في المنطقة، ففي حين تُظهر بعض الأسواق تطوراً وتنظيماً متقدماً، تواجه أخرى عقبات تتجلى في ضعف الأطر التنظيمية، وانخفاض السيولة، وضيق الخيارات المالية المتاحة، وتظل العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية ركيزة أساسية تشكّل ملامح أداء هذه الأسواق، ومع تزايد وتيرة الإصلاحات الاقتصادية والرقمية، تشهد العديد من الأسواق العربية تحولاً نوعياً يتجلى في تطور التكنولوجيا المالية، وتعزيز الشفافية، وترسيخ ممارسات الحوكمة.

حيث سنتعرف من خلال هذا المبحث على نشأة الأسواق المالية في الدول العربية وتنظيمها وتقسيماها.

المطلب الأول: لمحة حول سوق الأردن للأوراق المالية

أولاً- نشأة سوق عمان للأوراق المالية: عند الحديث عن نشأة سوق الأوراق المالية في عمان لابد من ذكر المراحل التي مر بها السوق، إذ تُمثّل كل مرحلة منها نقلة نوعية لنشأة وتطور سوق رأس المال الأردني، وتتمثل أهم هذه المراحل فيما يلي:

◀ **المرحلة الأولى:** امتدت من فترة ثلاثينيات القرن العشرين حتى عام 1976، وهي مرحلة ما قبل إنشاء سوق عمان المالي، وتميزت بإنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن والتداول بأسهمها، حيث تم تأسيس ثلاث شركات كبرى وهي: البنك العربي، وشركة التبغ والسجائر، وشركة الكهرباء الأردنية، وبدأ الأردنيون الاكتتاب بأسهمها والتعامل بها، ونتيجة لذلك ظهرت في الأردن سوق غير منظمة لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي أظهر الحاجة للتفكير جدياً بإنشاء سوق منظمة للأوراق المالية لتنظيم التعاملات فيها.

◀ **المرحلة الثانية:** بدأت بصدور قانون سوق عمان المالي رقم 31 لسنة 1976، وامتدت حتى عام 1996، وبصدور هذا القانون تأسست سوق لبيع وشراء الأوراق المالية، أطلق عليها اسم سوق عمان المالي كمؤسسة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي وتخضع للإشراف الحكومي، وقد ضمت في عضويتها كل من البنك المركزي والبنوك المرخصة ومؤسسات الإقراض المتخصصة وكل شركة مساهمة عامة أردنية يبلغ رأسمالها المدفوع 100.000 ألف دينار أو أكثر والوسطاء المقبولون وفق أحكام القانون، وبأشر سوق عمان المالي أعماله لأول مرة في 1978/01/01 من خلال مكاتبه في مبنى غرفة صناعة عمان، حيث كان السوق يقوم بدورين رئيسيين هما دور الهيئة الرقابية على سوق رأس المال، ودور البورصة التقليدية للأوراق المالية، ونظراً لتزايد المقبلين على التداول وعدم القدرة على توسعته، فقد انتقل بتاريخ 1980/10/1 إلى جزء من مبنى غرفة تجارة عمان الجديد إلى أن انتقل في العام 1984 إلى مقره الجديد في المجمّع التجاري لبنك الإسكان، حيث انحصر

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

التعامل في سوق عمان المالي بالأوراق المالية الأردنية، المتمثلة في الأسهم والسندات والأذونات يتم إصدارها في المملكة من قبل الحكومة أو البلديات أو الشركات الأردنية العامة أو الخاصة وأية أوراق مالية قابلة للتداول، وكانت السوق تتكوّن من سوق نظامي يتم تداول الأسهم المدرجة من خلاله، وسوق غير نظامي (موازي) يتم فيه تداول أسهم الشركات حديثة التأسيس والتي لم يتم إدراجها في قاعة السوق النظامي.

◀ **المرحلة الثالثة:** بدأت من سنة 1997 إلى يومنا هذا حيث اتخذ الأردن خطوات هامة كان من أهمها إصدار العديد من التشريعات الاقتصادية¹، وقد كان من أهمها إصدار قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997، الذي أحدث نقلة نوعية هامة في تاريخ سوق رأس المال الأردني، تمثلت أبرز ملامح هذا القانون فيما يلي²:

- إعادة هيكلة السوق وإنشاء ثلاثة هيئات وهي: هيئة الأوراق المالية، بورصة عمان، ومركز إيداع الأوراق المالية.
 - فصل الدور الرقابي والتشريعي عن الدور التنفيذي والذين كان يقوم بهما معا سوق عمان المالي، حيث أوكلت مهمة الرقابة والتشريع إلى هيئة الأوراق المالية ومهمة الدور التنفيذي لبورصة عمان.
 - عمل القانون على إيلاء الإفصاح أهمية كبرى، وذلك تأكيداً لأهمية الإفصاح في حماية المستثمر وتعزيز مناخ الاستثمار وسلامة التعامل.
 - وضع القانون الإطار التشريعي والعملي لإيجاد شركات الخدمات المالية المختلفة وصناديق الاستثمار ومنع استغلال المعلومات الداخلية.
 - فتح الباب أمام الأدوات المالية الجديدة مثل الخيارات والعقود الآجلة والمستقبليات وعمليات البيع المكشوف.
- كما شهد سوق رأس المال الأردني نقلة نوعية أخرى في سنة 2000 تمثلت في التحول من نظام التداول اليدوي التقليدي إلى النظام الإلكتروني ليكون هذا النظام بديلاً عن قاعة التداول التقليدية، كجزء من عملية النهوض بالسوق وتطبيقاً للمعايير الدولية، إضافةً إلى إنشاء نظام مركزي إلكتروني للتسجيل والتسوية بدلا عن النظام التقليدي، وفي عام 2012 صدر قانون صكوك التمويل الإسلامي باعتبارها أحد أهم أدوات تعميق سوق رأس المال، كما تم إطلاق تعليمات لتداول أسهم الشركات غير المدرجة في السوق المالي النظامي، وذلك بهدف إتاحة الفرصة لمساهمي

¹ الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية على الرابط: <https://www.jsc.gov.jo/page/ar/identitycard> ، تاريخ الاطلاع 2024/06/23

² صالح طاهر الزرقان، مرجع سبق ذكره، ص 19.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

الشركات غير المدرجة والتي في معظمها إما شركات متعثرة أو شركات موقوفة عن التداول لبيع أسهمهم والاتجار بها للحصول على السيولة في محاولة لإنقاذ هذه الشركات وإعادة إحيائها من جديد¹.

ثانياً- أهداف ومبادئ سوق عمان للأوراق المالية:

1- أهداف سوق عمان للأوراق المالية:

يوضح الشكل أدناه أهم أهداف سوق عمان للأوراق المالية:

الشكل رقم III-2: أهداف سوق عمان للأوراق المالية

تنمية المدخرات الوطنية عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني.

تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته.

جمع ونشر المعلومات والإحصائيات اللازمة من خلال توفيرها من الشركات ذات العلاقة بأعمال السوق بما يتيح للمستثمرين اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بما يخدم التنمية الاقتصادية.

نشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية، وتعزيز المعرفة المتعلقة بها، وتقديم خدمات متميزة للمتعاملين.

المصدر: صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق، ط1، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 16.

حيث يتضح لنا من الشكل أعلاه الأدوار الأساسية التي تلعبها بورصة عمان في دعم الاقتصاد الوطني، من خلال تحفيز الأفراد والمؤسسات على استثمار مدخراتهم عبر أدوات مالية متنوعة، مما يؤدي إلى توجيه هذه الأموال نحو القطاعات المنتجة لدعم الاقتصاد الوطني، ويبرز لنا دور البورصة في ضمان كفاءة التعامل بالأوراق المالية من خلال مراقبة عمليات الإصدار والبيع والشراء، مع الحرص على توفير بيئة آمنة وسريعة تسهل المعاملات المالية، فضلاً عن مساهمتها في توفير الشفافية من خلال نشر البيانات المالية والإحصائيات الدقيقة، خاصة تلك المتعلقة بالشركات المدرجة، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على أسس صحيحة وموثوقة، وتركيزها على أهمية نشر الوعي الاستثماري وتعزيز الثقافة المالية بين الأفراد، إلى جانب تقديم خدمات ذات جودة عالية للمستثمرين

¹ الموقع الرسمي لبورصة عمان على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/alrwytwalrsalt-walahdaf> ،

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

والمعاملين في السوق، وبشكل عام يتضح لنا الدور المحوري الذي تلعبه بورصة عمان كقناة رئيسية لجمع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار، مع ضمان بيئة منظمة وشفافة تدعم تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة.

2- المبادئ الأساسية لسوق عمان للأوراق المالية: يقوم سوق الأوراق المالية الأردني على جملة من المبادئ الأساسية التي تتمثل في¹:

- ✓ **الأمانة والنزاهة:** من خلال التعامل مع جميع المتعاملين بالعدل والمساواة.
- ✓ **الشفافية:** تشمل الإفصاح عن كافة المعلومات المتاحة بشكل دقيق وسريع وبنفس الوقت وجميع الجهات.
- ✓ **التميز والإبداع:** تبني وتطبيق معايير التميز في كافة جوانب العمل في البورصة.
- ✓ **الكفاءة:** الاستخدام الكفؤ للموارد المتوفرة وتحقيق الأهداف بأدنى تكلفة وأقل وقت.
- ✓ **التحسين المستمر:** المراجعة المستمرة والدورية للأداء والاستفادة من أفضل الممارسات الدولية.
- ✓ **الاهتمام بالموظفين:** رفع أداء الموظفين ومحاولة توفير بيئة عمل ملائمة مهنية وترسيخ ثقافة العمل الجماعي.
- ✓ **الانفتاح:** من خلال التفاعل والتشاور مع الشركاء الاستراتيجيين وتبادل الآراء الخاصة بالخدمات المقدمة ومحاولة تحسينها للوصول إلى خدمات مميزة.

ثالثاً- الهيئات التنظيمية لسوق رأس المال الأردني:

1- هيئة الأوراق المالية: تأسست بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 لتتولى الدور التنظيمي والرقابي في السوق، وهي مؤسسة رسمية تتمتع بشخصية اعتبارية واستقلال مالي، وشملت مهامها ما يلي²:

- ✓ **التشريع والتنظيم والرقابة على سوق الأوراق المالية حمايةً للمستثمرين فيها.**
- ✓ **تطوير سوق رأس المال وفق المعايير الدولية والمساهمة في حمايته من المخاطر ليستمر كحاضنة آمنة للاستثمار وجاذباً للمستثمرين من داخل وخارج المملكة.**
- ✓ **تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.**
- ✓ **تنظيم ومراقبة السوق المالي وأسواق تداول الأوراق المالية.**
- ✓ **تنظيم صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.**
- ✓ **تنظيم ومراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون.**
- ✓ **اعتماد معايير الملاءة المالية لشركات الخدمات المالية وفقاً لنظام يصدر لهذه الغاية.**

¹ نفس المرجع.

² هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2022، ص12.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

✓ تنظيم شؤون الترخيص والاعتماد ومراقبة أعمال المرخص لهم والمعتمدين في سوق رأس المال.

ومنذ أن بدأت الهيئة عملها في عام 1997 أصبح سوق رأس المال يتمتع بهيكل مؤسسي وبنية تنظيمية وتشريعية وفنية متطورة تستند إلى أفضل الممارسات والمعايير الدولية، حيث تتمثل أبرز هذه العناصر بوجود نظام إفصاح وشفافية يوفر المعلومات الضرورية للمستثمرين ويعمل على تنظيم الخدمات المالية الضرورية للمستثمرين وإصدار الأوراق المالية وحوكمة الشركات وصناديق الاستثمار المشترك والتعامل في صكوك التمويل الإسلامي وتطبيق المعايير الدولية التي من أهمها مبادئ المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS ومعايير التدقيق الدولية IAS ومبادئ حوكمة الشركات الصادرة عن منظمة التعاون والتنمية الدولية OECD، كما اتخذت هيئة الأوراق المالية الإجراءات اللازمة لإدخال نظام الإفصاح الإلكتروني العالمي XBRL لتعزيز الكشف عن المعلومات الضرورية في السوق.

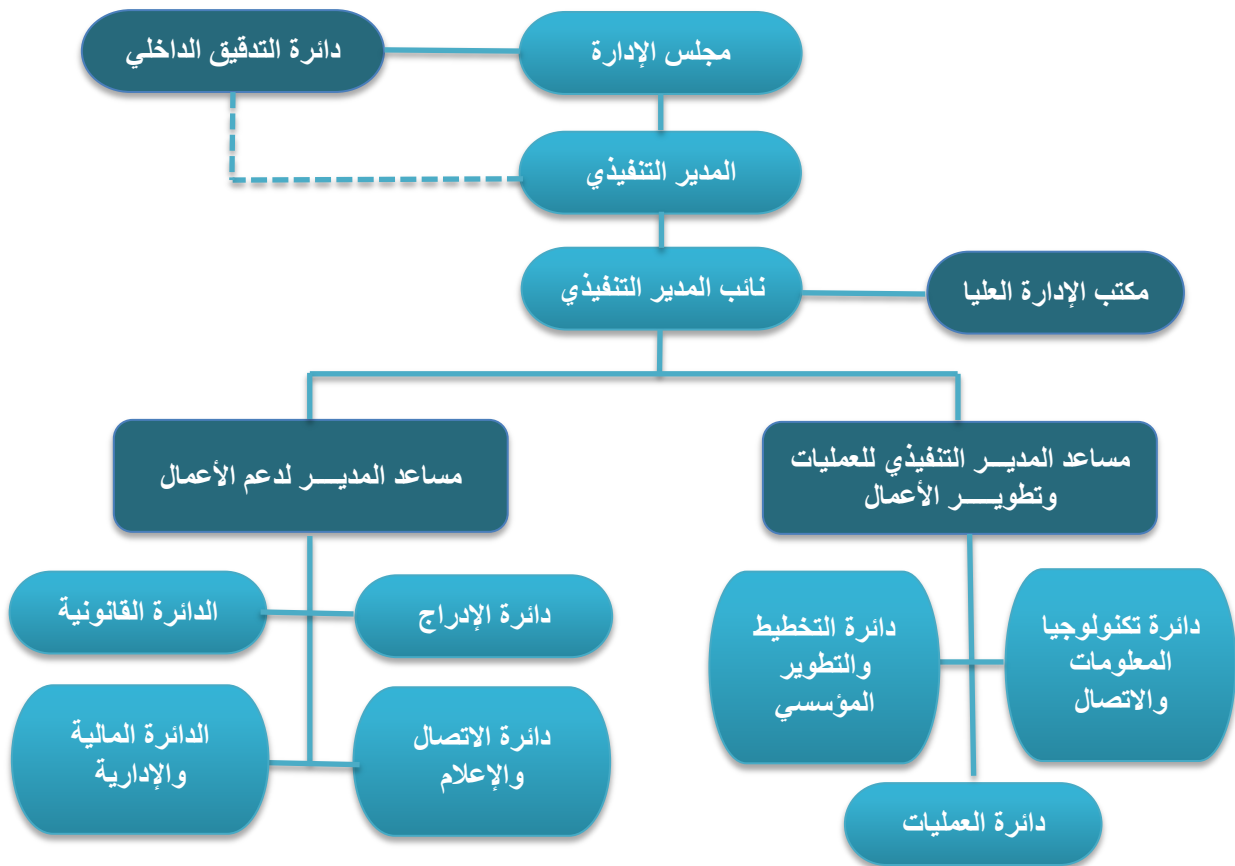
2- بورصة عمان: تأسست بورصة عمان في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق نظامي لتداول الأوراق المالية في المملكة، وفي 20 فيفري 2017 تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وتتمثل المهام الرئيسية لها بممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وإدارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والعادل، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها البورصة، وتدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء تعينهم الهيئة العامة للبورصة ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة ويظهر الهيكل التنظيمي للبورصة من خلال الشكل الموالي¹:

¹ الموقع الرسمي لبورصة عمان على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwrst/mn-nhn/alrwy-t-walrsalt-walahdaf>

تاريخ الاطلاع 2024/06/24

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم III-3: الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة عمان <https://www.ase.com.jo> ، تاريخ الاطلاع 2024/06/24

3- مركز إيداع الأوراق المالية: أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية كمؤسسة ذات نفع عام بموجب قانون الأوراق المالية رقم 23 لسنة 1997 وأوكل إليه مهمة تسجيل وحفظ وإيداع الأوراق المالية وتدقيق ونقل ملكيتها وتسويتها، وتثبيت ورفع قيود الملكية عن الأوراق المالية المودعة، بهدف خلق البيئة الاستثمارية الآمنة المستقرة الداعمة للاقتصاد الوطني والجاذبة للاستثمار وفصل الدور الرقابي عن الدور التنفيذي في سوق رأس المال الأردني تنفيذاً للمتطلبات والمعايير الدولية المطبقة في الأسواق المالية، حيث أن المركز يخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وإشرافها، وبدأ المركز والذي يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري بممارسة مهامه في شهر ماي من عام 1999، كما تتمثل أهدافه في:

- تعزيز ثقة المستثمرين بالأوراق المالية وتمكينهم من متابعة استثماراتهم بالأوراق المالية بسهولة ويسر.
- الحد من المخاطر المتعلقة بتسوية عمليات التداول المنفذة في السوق¹.

¹ الموقع الرسمي لمركز إيداع الأوراق المالية على الرابط: <https://sdc.com.jo/ar/construction-and-tasks> ، تاريخ الاطلاع 2024/06/24

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

رابعاً- تقسيمات أسواق بورصة عمان:

1- السوق الأولي: يتمثل في سوق الإصدارات الأولية للشركات التي لم تستوفي شروط الإدراج، وتشمل هذه الإصدارات كلا من إصدارات الأسهم والسندات للشركات الحديثة التأسيس.

2- السوق الثانوي: هو السوق الذي يتم من خلاله التداول بالأوراق المالية المصدرة وفقاً لأحكام القوانين والأنظمة والتعليمات المعمول بها، ويضم السوق الثانوي كلا من الأسواق التالية:

2-أ- السوق الأول: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأسهم الشركات المدرجة وفقاً لشروط إدراج خاصة بهذا السوق والتي تتمثل في:

- أن لا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 5 مليون دينار أردني.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 100 % من رأسمالها المدفوع.
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة في سنتين مالييتين على الأقل خلال السنوات الثلاث الأخيرة التي تسبق نقل الإدراج، على أن لا يقل معدل صافي أرباح الشركة قبل الضريبة لآخر ثلاث سنوات عن 5 % من رأسمال الشركة المدفوع.
- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة إلى رأس مالها المدفوع بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 10% إذا كان رأسمالها المدفوع أقل من 50 مليون دينار أردني.
- أن لا يقل عدد مساهمي الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 100 مساهم.
- أن يكون قد مضى عام كامل على الأقل على إدراج أسهمها في السوق الثاني.

2-ب- السوق الثاني: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأسهم الشركات المدرجة وفقاً لشروط إدراج خاصة بهذا السوق والتي تتمثل في:

- تسجيل هذه الأسهم لدى الهيئة ومركز إيداع الأوراق المالية.
- عدم وجود أية قيود على نقل ملكية الأسهم المعنية باستثناء القيود الواردة في التشريعات المعمول بها.
- توقيع الشركة اتفاقية الإدراج مع البورصة التي تحدد حقوق والتزامات الطرفين فيما يتعلق بإدراج أسهمها.
- إصدار الشركة لبيانات مالية مدققة لسنة مالية واحدة على الأقل تظهر نشاطاً تشغيلياً.
- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في الشركة عن 50% من رأسمالها المدفوع كما هو في التقرير السنوي لآخر سنة مالية.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

- أن لا تقل نسبة الأسهم الحرة في الشركة بتاريخ انتهاء سنتها المالية عن 5 % من رأسمالها المدفوع للشركات التي يقل رأسمالها عن 10 مليون دينار أردني¹.

2-ج- سوق السندات: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأسناد القرض المدرجة في البورصة والمصدرة من الشركات، والسندات المصدرة من الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.

2-د- سوق الصناديق: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأسهم صناديق الاستثمار أو وحداتها الاستثمارية المدرجة في البورصة.

2-هـ- سوق حقوق الاكتتاب: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بحقوق الاكتتاب المدرجة في البورصة.

2-و- سوق إيصالات الإيداع: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بإيصالات الإيداع المدرجة في البورصة².

2-ز- سوق الأوراق المالية غير المدرجة: هو ذلك الجزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التداول بأسهم الشركات غير المدرجة في البورصة وحقوق الاكتتاب الصادرة عنها وفقاً لتعليمات سوق الأوراق المالية غير المدرجة، وهو سوق غير نظامي يهدف إلى توفير مكان وطريقة تمكن المهتمين بتلك الأوراق المالية من بيعها وشراؤها بكل يسر وسهولة، والهدف منه هو إتاحة الفرصة لمساهمي الشركات غير المدرجة، والشركات الموقوفة عن التداول، لبيع أسهمهم من خلا نظام إلكتروني معد لهذه الغاية ووفقاً لقوى العرض والطلب، وكذلك تمكين المستثمرين الراغبين بشراء أسهم هذه الشركات من ذلك، علماً بأن التداولات في هذا السوق ستكون مستقلة عن التداولات التي تتم في أسواق البورصة النظامية، ولن تؤثر على الأرقام القياسية التي تحتسبها البورصة³.

خامساً- الأوراق المالية المتداولة في بورصة عمان:

يتم تداول الأوراق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية وتشمل ما يلي⁴:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

¹ بورصة عمان، النشرة التعريفية الخاصة بإدراج أسهم الشركات في بورصة عمان، 2022، ص 7.

² بورصة عمان، تعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان، 2018، ص 2.

³ بورصة عمان، سوق الأوراق المالية غير المدرجة، 2018، ص 3.

⁴ المادة 3 من قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 على الرابط: <https://www.jsc.gov.jo/Links2/ar/laws> تاريخ الاطلاع

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

- إسناد القرض الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.
- إيصالات إيداع الأوراق المالية.
- الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك.
- إسناد خيار المساهمة.
- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.
- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.

سادسا- أنواع المؤشرات التي يتم حسابها في بورصة عمان:

1- المؤشر العام ASE 100: يعتبر ASE 100 المؤشر الرئيسي في بورصة عمان، وهو عبارة عن مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، وتتألف عينة الشركات في هذا المؤشر من 100 شركة هي الأكثر نشاطا في البورصة والأكثر من حيث قيمتها السوقية، وقد تم اختيار الرقم 1000 نقطة كقيمة أساسية للمؤشر العام في نهاية العام 1999، ويعتمد على حد أعلى لوزن الشركة في المؤشر لا يتجاوز 10% وفي حالة تجاوز وزن الشركة في المؤشر هذه النسبة يوزع الوزن الفائض على بقية شركات عينة المؤشر بحيث يبقى إجمالي وزن مكونات المؤشر مساويا لـ 100%، ويتم استخدام الصيغة التالية لاحتساب المؤشر:

$$\text{قيمة المؤشر العام} = \frac{\text{مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة لعينة المؤشر}}{\text{قيمة الأساس}} \times 1000$$

حيث يتم احتساب مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة لشركات العينة كما يلي:

$$\sum_{i=1}^{100} \text{عدد الأسهم المدرجة} \times \text{سعر الإغلاق} \times \text{نسبة الأسهم الحرة} \times \text{المعامل}$$

والمعامل يتم احتسابه للشركة التي يكون وزنها أكبر من 10% من مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة لشركات عينة المؤشر، بحيث يتم تخفيض وزنها ليصل إلى هذا الحد في حال زيادته عن ذلك، أما الشركات التي لا يتجاوز وزنها 10% من قيمة المؤشر يكون المعامل لها يساوي 1، وتعديل قيمة هذا المعامل بناء على الأسهم الحرة للشركة عند عمل المراجعة الربعية للمؤشر.

2- المؤشر المرجح بالقيمة السوقية: يعتمد في حسابه على أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لعدد الأسهم الكلي للشركات المدرجة في البورصة، بحيث يكون لكل شركة تأثير على قيمة المؤشر بمقدار وزنها في هذا المؤشر، فالشركات الأكثر تأثيرا في المؤشر هي الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر، ويبلغ عدد شركات عينة المؤشر 100 شركة من

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

إجمالي عدد الشركات المتداولة في البورصة، حيث يتم اختيار الشركات بناء على معياري نشاط الشركة ممثلاً بعدد أيام التداول وقيمتها السوقية، ويساوي المؤشر 1000 نقطة باعتبار سنة الأساس هي 1991. يتم احتسابه وفق الصيغة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر المرجح بالقيمة السوقية} = \frac{\text{مجموع القيمة السوقية لعينة المؤشر}}{\text{قيمة الأساس}} \times 1000$$

3- المؤشر المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة: يعتمد على أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول للشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج في البورصة، بحيث تستبعد الأسهم غير المتاحة للتداول من أسهم الشركة عند احتساب القيمة السوقية للشركة، كما يضع هذا المؤشر حد أعلى للقيمة السوقية لأي شركة في عينة المؤشر بنسبة 10% وبالتالي يعكس المؤشر أسعار الأسهم في البورصة بشكل أفضل بحيث لا يتحيز إلى الشركات ذات القيمة السوقية الكبيرة ويعطي فرصة للشركات المتوسطة والصغيرة.

4- المؤشر المرجح بالأسهم الحرة للأسواق: وفقاً لتعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان يتم توزيع الشركات المدرجة ضمن سوقين هما السوق الأول والسوق الثاني، حيث يتألف مؤشر السوق الأول من 35 شركة من الشركات المدرجة والمصنفة ضمن السوق الأول، بينما يتألف مؤشر السوق الثاني من 70 شركة من الشركات المدرجة والمصنفة ضمن السوق الثاني ولقياس أداء هذه الأسواق تم استحداث مؤشرات خاصة بكل سوق وتم اعتماد سنة 2012 كسنة أساس، كما يتم احتساب هذه المؤشرات بالصيغة التالية:

$$\text{قيمة مؤشر السوق} = \frac{\text{مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة لعينة السوق}}{\text{قيمة الأساس}} \times 1000$$

5- مؤشر الشركات الكبرى ASE 20: يقيس هذا المؤشر أداء الشركات القيادية في البورصة ويتألف من 20 شركة مدرجة في البورصة تم اختيارها من عينة مؤشر ASE 100 وقد تم اختيار الرقم 1000 نقطة الأساس لهذا المؤشر في عام 2014 ويحتسب هذا المؤشر بالصيغة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر ASE20} = \frac{\text{مجموع القيمة السوقية للأسهم الحرة لعينة المؤشر}}{\text{قيمة الأساس}} \times 1000$$

6- مؤشر العائد الكلي ASETR: هو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، يهدف إلى قياس العائد الكلي المتحقق على استثمارات أسهم مؤشر الشركات الكبرى ASE 20، فيأخذ بعين الاعتبار عند احتسابه عوائد

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

التوزيعات النقدية للشركات العشرين بافتراض إعادة استثمارها في البورصة، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية المتحققة لهذه الشركات نتيجة تغير أسعارها السوقية وهو ما يميزه عن مؤشر ASE 20 الذي يقيس التغير في أسعار أسهم هذه الشركات فقط، يتم احتسابه بالصيغة التالية:

$$\text{قيمة مؤشر العائد الكلي} = \frac{\text{قيمة المؤشر في اليوم السابق} \times \text{القيمة السوقية لعينة المؤشر}}{\text{القيمة السوقية لعينة المؤشر في اليوم السابق} - \text{مجموع الأرباح الموزعة}}$$

المطلب الثاني: لمحة حول سوق العراق للأوراق المالية

أولاً- نشأة سوق العراق للأوراق المالية: تعود نشأة سوق العراق للأوراق المالية إلى عدة مراحل وهي¹:

« المرحلة الأولى: بدأت منذ سنة 1921 حيث شهد العراق أولى الخطوات لإنشاء سوق للأوراق المالية إذ تم تأسيس أول شركة مساهمة استناداً إلى قانون الشركات الصادر سنة 1913 الذي تم تطبيقه في العراق بعد الاحتلال البريطاني، وبعدها تم إصدار قانون رقم 25 لسنة 1936 الذي نص على تأسيس بورصة لتجارة السلع الرئيسية ثم تم إيقاف العمل به سنة 1938، وبالنظر لعدم وجود بورصة كان تداول أسهم بعض الشركات المساهمة يتم بصورة مباشرة بين البائع والمشتري ومن ثم يجري التسجيل لدى الشركة المعنية، ونتيجة لزيادة عدد الشركات وبالتالي زيادة عدد الأسهم المطروحة سنة 1955 تم تأسيس مكاتب للدلالة بلغ عددها 4 مكاتب، وفي سنة 1975 بادر المصرف الصناعي إلى تأسيس مكتب بيع وشراء الأسهم ضمن جهازه الإداري الذي استمر العمل به حتى بداية المرحلة الثانية.

« المرحلة الثانية: هي مرحلة تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية، الذي تم إنشاؤه بناء على قانون رقم 24 لسنة 1991، أي بعد فرض العقوبات الاقتصادية على العراق سنة 1990، مع ذلك فقد استقطب خلال فترة قصيرة المئات من المستثمرين الذين وجدوا فيه مجالاً رحباً لتنمية استثماراتهم، إذ حققت الشركات أرباحاً كبيرة مما أدى إلى تضاعف أسهمها إذ كان السوق يضم شركات مساهمة من قطاعات مختلفة بلغ عددها سنة 2000 حوالي 99 شركة مقسمة إلى 34 شركة صناعية و 34 شركة خدمية و 21 شركة زراعية و 10 شركات مصرفية، إلا أنه وبسبب الأوضاع السياسية والعقوبات الاقتصادية وانخفاض سعر صرف الدينار العراقي والهجمات الأمريكية وإغراق السوق

¹ سعاد قاسم هاشم، عفراء هادي سعيد، أحمد داود سالم، تحليل مؤشرات أداء السوق المالية دراسة تحليلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2018، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 16، العدد 52، 2020، ص 153 ص 154.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

بالأسهم المصدرة نتيجة الزيادة في رؤوس أموال الشركات جميعها الأمر الذي أدى إلى تعرض السوق إلى نكسة أفقدته ذلك البريق ليتم إيقاف التداول فيه أثناء الغزو الأمريكي للعراق في مارس 2003.

◀ **المرحلة الثالثة:** هي تأسيس سوق العراق للأوراق المالية الذي كان بديلا عن سوق بغداد للأوراق المالية، حيث تم تأسيسه بناء على القانون رقم 74 لسنة 2004 الصادر في 18 أبريل 2004 وبدأ العمل به رسميا في 24 جوان 2004 بالإضافة إلى تأسيس هيئة الأوراق المالية الساندة لأنشطة السوق المالية، إذ تم صياغة القانون وفقا لتصور جديد يهدف إلى أن تكون السوق مستقلة ماليا وإداريا وفسح المجال أمام دخول الاستثمارات الأجنبية بصورة عامة، وأن يشرف عليه مجلس محافظين يمثلون الأطراف ذات العلاقة في السوق.

ثانيا- أهداف سوق العراق للأوراق المالية: تتمثل أهم أهداف سوق العراق للأوراق المالية فيما يلي¹:

- ✓ تنظيم وتدريب أعضائه والشركات المدرجة في السوق.
- ✓ تعزيز مصالح المستثمرين بسوق حرة آمنة، فعالة، تنافسية وتتسم بالشفافية.
- ✓ تنظيم وتبسيط تعاملات الأوراق المالية بصورة عادلة وفعالة ومنتظمة وبضمنها عمليات المقاصة والتسوية لهذه التعاملات.
- ✓ تنظيم تعاملات أعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الأوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الأطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة.
- ✓ تطوير سوق المال بما يخدم الاقتصاد العراقي ويساعد الشركات في بناء رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار.
- ✓ توعية المستثمرين العراقيين وغير العراقيين بشأن فرص الاستثمار في السوق.
- ✓ جمع وتحليل ونشر الإحصاءات للمعلومات الضرورية لتحقيق الأهداف المنصوص عليها.
- ✓ التواصل مع أسواق الأوراق المالية في العالم العربي والأسواق العالمية بهدف تطوير السوق.
- ✓ القيام بخدمات ونشاطات ضرورية أخرى لدعم أهدافه

ثالثا- تنظيم سوق العراق للأوراق المالية: حدد النظام الداخلي الصادر عن مجلس محافظي السوق تنظيم سوق العراق للأوراق المالية كما يلي²:

- ☐ يكون المركز الرئيسي للسوق ببغداد ولا يوجد ما يمنع دون فتح فروع في مدن عراقية أخرى.
- ☐ تكون مسؤولية السوق محدودة بالأصول المملوكة ولا تشمل الأصول المملوكة الأعضاء.

¹ سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي لسنة 2022، ص8.

² سوق العراق للأوراق المالية، النظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية 2008 وتعديلاته، ص4.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

- ☞ لن يكون السوق مسؤولاً عن أية التزامات ترتبت أو قد تترتب على سوق بغداد للأوراق المالية.
- ☞ السوق شخصية معنوية لا تهدف إلى الربح، مستقلة إدارياً ومالياً، ويُدَار من قبل مجلس المحافظين وله الحق في تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة وبضمنها العقارات، ويلتزم بتعليمات هيئة الأوراق المالية طبقاً لقانون الأوراق المالية المؤقت أو أي قانون آخر يحل محله.
- ☞ للسوق حق رفع الدعاوى أمام المحاكم أو الهيئات التحقيقية أو أمام أية سلطة أخرى على أن يمثل بواسطة رئيس مجلس المحافظين أو بواسطة شخص مخول من قبله.
- ☞ السوق مؤسسة منظمة تنظيمياً ذاتياً مستقلة إدارياً ومالياً لا يستهدف الربح وتعود ملكيته للأعضاء، ويجب أن تكون تعاملاته التجارية المشتركة مع الغير بطريقة تجارية لا تتناقض مع القانونين المؤقت والدائم والنظام الداخلي وتعليمات الهيئة أو السوق.

رابعاً- آليات التداول في سوق العراق للأوراق المالية: مرت عمليات التداول بمرحلتين من النشاط وهما¹:

- ◀ **مرحلة التداول اليدوي:** كان ذلك بتاريخ 2004/06/24 أين نظمت أول جلسة بقواعد التداول اليدوي في سوق العراق للأوراق المالية.
- ◀ **مرحلة التداول الإلكتروني:** سجل تاريخ 2009/04/10 انطلاقة عمليات التداول الإلكتروني لأول مرة في تاريخ العراق، وشهدت هذه المرحلة عدة إنجازات منها:
- استبدال اللوحات البلاستيكية بمحطات التداول الإلكتروني في مقر السوق، ومنذ تاريخ 2009/11/01 أصبح عدد الجلسات 5 جلسات في الأسبوع.
 - تتم في نفس جلسة التداول التسوية السهمية أي انتقال الأسهم من البائع إلى المشتري والتسوية الثانية أي انتقال الأموال من المشتري إلى البائع.
 - يتم استخدام تعليمات وأنظمة وقواعد التداول الإلكتروني والإفصاح والرقابة والملاءة المالية.
 - يتم الاعتماد على الأنظمة المتخصصة كنظام الوسيط، نظام المساهمين، نظام الاستعلام عن الأرصدة ونظام مكافحة غسيل الأموال.
 - إدراج وإيداع أسهم الشركات المساهمة العراقية، والتداول بأسهمها إلكترونياً وإيداع وتداول السندات الحكومية وفقاً للتعليمات والتداول عليها.

¹ تغريد قاسم محمد أبو تراب، التطورات المستقبلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2010-2018، مجلة مينا للدراسات الاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 04، العدد 01، 2022، ص63.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

- تداول العراقيين والأجانب على حد سواء وفقاً لنفس المعايير والشروط.
- مراقبة التداول لشركات الوساطة أثناء جلسة التداول وتدقيق أسعار العقود المنفذة.
- الإفصاح عن مؤشرات التداول يوميا، شهريا وسنوياً، بالإضافة إلى الإفصاح عن مؤشرات الحسابات الختامية السنوية والفصلية للشركات المساهمة والمدرجة والشركات التي يقبل إدراجها في السوق والإفصاح عن الأحداث الجوهرية غير العادية وعن قرارات الهيئات العامة للشركات المساهمة عبر وسائل الإعلام العراقية والعربية والدولية ومن خلال المواقع الرسمية لسوق العراق للأوراق المالية ومركز الإيداع على الشبكة العنكبوتية.

المطلب الثالث: لمحة حول سوق قطر للأوراق المالية

أولاً- نشأة سوق قطر للأوراق المالية:

بورصة قطر هي السوق المالية الرئيسية في دولة قطر مقرها الدوحة، تنظم تداول الأسهم والسندات والصناديق الاستثمارية، وتُعد منصة رئيسية لجذب الاستثمارات المحلية والدولية، تُشرف عليها هيئة قطر للأسواق المالية لضمان الشفافية والنزاهة، وفيما يلي أهم المخططات التي مرت بها البورصة خلال مسيرة تطورها.

الجدول رقم III-3: أهم المخططات التاريخية لتطور بورصة قطر

السنة	الإنجازات المحققة
1995	تأسست بورصة قطر
1997	باشرت البورصة عملياتها رسمياً تحت مسمى سوق الدوحة للأوراق المالية بوجود 17 شركة مدرجة
2001	إنطلاق بورصة قطر في أول نظام تداول آلي لها وهو نظام Horizon
2002	تم إطلاق أول موقع إلكتروني لبورصة قطر
2009	وقع جهاز قطر للاستثمار ومجموعة NYSE Euronext اتفاقية شراكة لتشكيل سوق عالمي، وتم تغيير اسم سوق الدوحة للأوراق المالية إلى بورصة قطر عند إبرام الصفقة
2010	قامت بورصة قطر بإدخال منصة تداول جديدة تعتمد على أحدث تكنولوجيات التداول المستخدمة في بورصة NYSE ومجموعة بورصات Euronext
2012	تم الإعلان عن إطلاق سوق الشركات الناشئة المخصص لإدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة
2013	صنفت بورصة قطر من قبل S&P Dow Jones في مرتبة الأسواق الناشئة، وتم إدراج العضوية الكاملة في الاتحاد العالمي للبورصات وأصبح الرئيس التنفيذي للبورصة عضواً في مجلس إدارة الاتحاد العالمي للبورصات
2015	تمت ترقية بورصة قطر من قبل FTSE إلى تصنيف الأسواق الناشئة

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

2016	انضمت بورصة قطر إلى مبادرة الأمم المتحدة للبورصات المستدامة (SSEI)
2018	صنفت البورصة كأفضل البورصات أداءً على مستوى العالم وقامت بإدراج أول صناديق الاستثمار المتداولة وأكبرها على مستوى دول مجلس التعاون الخليجي، كما أطلقت البورصة منصة خاصة بتقارير الاستدامة لتكون بذلك الأولى في المنطقة باعتبارها بورصة رائدة على مستوى العالم في تحقيق معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات
2019	قامت البورصة بتنفيذ عملية تجزئة القيمة الإسمية لأسهم الشركات المدرجة، كما قامت بعقد ندوات وبرامج توعوية حول عملية التجزئة ليرتفع عدد الشركات المدرجة في السوق إلى 47 شركة مساهمة عامة قطرية، كما نظمت البورصة أول مسابقة من نوعها للتعليم المالي لطلاب الجامعات، بهدف تعزيز الوعي المالي والاستثماري لدى الشباب
2020	أطلقت البورصة موقعها الإلكتروني الجديد الذي يقدم خدمات مبتكرة، كما تم إطلاق نظام البورصة للإفصاح الإلكتروني الموحد (منصة إفصاح) التي تستخدم لغة XBRL (لغة التقارير المالية الإلكترونية)، إضافة إلى إطلاق برنامج التعلم عن بعد الذي تضمن دورات التعليم الاستثماري عبر الإنترنت للجمهور، كجزء من خطة استمرارية العمل في البورصة بسبب وباء كوفيد 19
2021	كما أشرفت البورصة على بدء أنشطة مزود السيولة، التي نفذها وسطاء مرخصون على عدد من الأوراق المالية المدرجة، وتم إطلاق مؤشر للاستدامة البيئية والاجتماعية والمؤسسية ESG وقد تم تصميم المؤشر لتحديد أفضل 20 ورقة مالية مدرجة على مؤشر MSCI Qatar IMI تحقق أعلى درجات الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG)، وتعتزم بورصة قطر أن يكون هذا المؤشر بمثابة منتج أساسي لمزيد من المنتجات المالية المرتبطة بالمؤشر وخاصة صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة ETF
2022	أطلق جهاز قطر للاستثمار بالتنسيق مع بورصة قطر برنامج دائم لصناعة السوق مما يساهم في دعم تنافسية بورصة قطر وتعزيز السيولة في السوق وزيادة ثقة المستثمرين كما قامت البورصة بإطلاق نشاط البيع على المكشوف المغطى لتوفير آلية جديدة للمستثمرين تتيح لهم خيارات أفضل للاستثمار الأمثل في الأدوات المالية المدرجة في بورصة قطر.
2023	حققت البورصة إنجازاً مهماً بإطلاق منصة تداول جديدة تقوم على نفس التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها العديد من أسواق رأس المال العالمية، تشمل على خدمات التداول وبيانات السوق وتحليلات البيانات ومراقبة السوق، كما تم إدراج ثلاث شركات في السوق الرئيسية وشركة في سوق الشركات الناشئة بقيمة سوقية إجمالية بلغت 25 مليار ريال تقريباً عند الإدراج.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة قطر على الرابط:

<https://www.qe.com.qa/ar/historical-background>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2024/08/08

ثانياً- أهداف سوق قطر للأوراق المالية: سطرت سوق قطر للأوراق المالية جملة من الأهداف التي ترمي في الأخير إلى تشجيع المستثمرين من أجل التوجه نحو التعامل في الأوراق المالية مما يسمح بتوفير السيولة اللازمة لدعم الاقتصاد وتمويله وتعزيز وجود دولة قطر على المستوى العالمي لتتماشى مع الأسواق العالمية وتعزز مركز الدولة لتكون مركزاً مالياً وإقليمياً وتمثل أهم هذه الأهداف فيما يلي¹:

- ✓ إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.
- ✓ ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية والانضباط بين الوسطاء ووكلائهم والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية.
- ✓ حماية المستثمرين من خلال إتمام عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في جو من العدالة والنزاهة في التعامل وتوفير المعلومات للجميع تعزيزاً لمبدأ الإفصاح والشفافية.
- ✓ جمع وتبويب المعلومات والإحصاءات عن الشركات المسجلة في السوق والتي يجري التعامل في أوراقها المالية ونشر التقارير عنها.
- ✓ إجراء الدراسات وتقديم التوصيات والمقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين النافذة، وتعديلها بما يتلاءم مع التطور الذي تتطلبه السوق.
- ✓ الاتصال بالأسواق المالية في الخارج بهدف الاطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالي القطري، وكذلك الانضمام إلى عضوية المنظمات والاتحادات العربية والدولية ذات العلاقة.
- ✓ تنظيم إجراءات تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية وتسهيلها وتبسيطها.
- ✓ العمل على تطوير السوق المالي على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة.
- ✓ تطوير وترشيد أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية بالسوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويسرّها وتوفير أكبر قدر من الحماية للمتعاملين.

¹ سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي 2008 ، ص 8.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

✓ قيد الأوراق المالية الجديدة بالسوق والتيسير والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق وحماية صغار المستثمرين

ثالثاً- الهيئات التنظيمية لسوق قطر للأوراق المالية:

1- هيئة قطر للأسواق المالية: تم إنشاء هيئة قطر للأسواق المالية بمقتضى القانون رقم 33 الصادر سنة 2005، وتم تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية (بورصة قطر حالياً) إلى شركة مساهمة قطرية بغرض تنظيم الأسواق المالية والإشراف عليها، وأعطى القانون للهيئة كافة الصلاحيات التنظيمية والإشرافية والرقابية اللازمة لممارسة مهامها. وقد تولت الهيئة مهامها رسمياً في سبتمبر 2007، وتم إخطار السوق والشركات المدرجة وشركات الخدمات المالية بالانتقال الرسمي للمهام الإشرافية والرقابية من السوق إلى الهيئة بعد قيام السوق بذلك على مدار 10 سنوات سابقة. وحتى تواكب السوق التطورات التي تشهدها الأسواق المالية، صدر القانون رقم 8 لسنة 2012 بشأن هيئة قطر للأسواق المالية، ودخل حيز التنفيذ في 18 أكتوبر 2012 ليحل بذلك محل القانون رقم 33 لسنة 2005، وتحرص هيئة قطر للأوراق المالية من خلال مهامها على الارتقاء بأسواق رأس المال القطرية لتكون نموذجاً إقليمياً للخدمات المالية، كما تسعى جاهدة لحماية المستثمرين والمحافظة على استقرار ونزاهة وشفافية أسواق رأس المال وتنمية مستوى المهارة والمعرفة بما يدعم نمو وتنوع الاقتصاد الوطني¹.

وتمثل المهام الأساسية لهيئة قطر للأوراق المالية فيما يلي²:

- ✓ تنظيم الأسواق المالية، والإشراف والرقابة عليها.
- ✓ تنظيم التعامل في أنشطة الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية.
- ✓ توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية، وتشجيع الاستثمار فيه وتنميته.
- ✓ مراقبة قواعد التعامل بين المتعاملين في أنشطة تداول الأوراق المالية وغيرها.
- ✓ تطبيق سياسة الإفصاح بما يحقق العدالة والشفافية، وبحول دون تعارض المصالح، أو استغلال المعلومات الداخلية.
- ✓ مكافحة أسباب وقوع الجرائم المتصلة بالأسواق المالية.

¹ الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية على الرابط:

<https://www.qfma.org.qa/Arabic/AboutUs/Pages/Whoweare.aspx>، تاريخ الاطلاع: 2024/08/08

² نفس المرجع

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

✓ دعم الصلات والروابط، وتبادل المعلومات مع الأسواق المالية الخارجية والهيئات والمؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية، للاستفادة من أساليب التعامل فيها، بما يساعد على تطوير الأسواق المالية القطرية.

2- شركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية: هي شركة لتقديم الخدمات مُرخصة من قبل هيئة قطر للأسواق المالية وتُعنى بتقديم خدمات المقاصة والتسوية وحفظ الأوراق المالية وغيرها من الأدوات المالية المتداولة ببورصة قطر بالإضافة إلى ذلك، تهدف الشركة إلى تقديم بنية تحتية للأدوات المالية داخل السوق القطرية والسوق الإقليمية وخارج المنطقة أيضاً¹.

3- بورصة قطر: تم تأسيسها من طرف شركة قطر القابضة (ذ.م.م)، المملوكة بالكامل لجهاز قطر للاستثمار، حيث قامت بتأسيس شركة مساهمة قطرية وتسميتها بورصة قطر، وحُدد رأس مال الشركة بمبلغ مليار دولار أمريكي 1.000.000.000 دولار أمريكي، تهتم بممارسة جميع أعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمستقات وغيرها، والتسهيلات الأخرى المتعلقة بالمعاملات في كافة أنواع الاستثمارات المرخص بتداولها في قطر وأي سوق آخر خاص بالشركة وفقاً للقوانين المعمول بها، بالإضافة إلى تقديم التسهيلات لممارسة أعمال جميع خدمات الأسواق المالية بما في ذلك الوساطة والمقاصة والتسوية والإيداع والحفظ والتسجيل، ووضع وتنفيذ اللوائح وقواعد السلوك المهني والإرشادات والتعليمات والمتطلبات المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية الخاصة بالشركة².

رابعا- أسواق سوق قطر للأوراق المالية: تتم مختلف التعاملات في سوق قطر للأوراق المالية عبر الأسواق الآتية³:

1- السوق الأولية: يسمى أيضاً (سوق الإصدار)، الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية بغرض الحصول على الأموال لتغطية الاحتياجات المالية، وعلى الجهات المصدرة الرغبة في القيام بعملية طرح عام أولي لأوراق مالية أن تتقدم بطلب رسمي إلى هيئة قطر للأوراق المالية للحصول على موافقتها على الطرح واتخاذ الإجراءات اللازمة لإتمام تلك العملية حسب ما ورد في نظام طرح و إدراج الأوراق المالية الصادر عن الهيئة.

¹ الموقع الرسمي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، نظرة عامة على الرابط: <https://www.qcsd.gov.qa/ar/reports-regulations/about-edaa/overview>، تاريخ الاطلاع: 2024/08/08

² المواد 1، 2، 3 و 7 من قرار وزير الأعمال والتجارة رقم (161) الصادر بتاريخ 2009/06/25 المتعلق بتأسيس شركة مساهمة قطرية باسم بورصة قطر نظرة عامة على الرابط: <https://www.almeezan.qa/CompanyPage.aspx?ComID=44> تاريخ الاطلاع: 2024/08/08

³ هيئة قطر للأسواق المالية، مدخل إلى أسواق المال، ص15، على الرابط: https://www.qfma.org.qa/Arabic/MediaCenter/Documents/investorawareness/Introduction_to_capital_markets.pdf تاريخ الاطلاع: 2024/08/11

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

2- السوق الثانوية: يطلق عليها سوق التداول أين يتم فيها التداول بين المستثمرين شراء وبيعاً عبر الوسطاء على أسهم الشركات التي لا تحقق متطلبات التداول في السوق الرئيسية، أو أسهم جهات الإصدار حديثة التأسيس أو أي أوراق أو أدوات مالية أخرى تقررها الهيئة، وتتألف من السوق الرئيسية والسوق الثانوية.

أ- السوق الرئيسية: هي السوق التي يتم فيها تداول أسهم الشركات التي استوفت كافة المتطلبات حسب المعايير المحددة لذلك، حيث يجب على جهة الإصدار ومستشاريها استيفاء جميع المتطلبات وشروط نظام الطرح والإدراج الصادر عن هيئة قطر للأسواق المالية وقواعد التعامل في بورصة قطر الصادرة عن بورصة قطر وقانون الشركات التجارية رقم (11) لعام 2015 وتعديلاته، وتمثل هذه الشروط فيما يلي¹:

- ✓ أن تكون الجهة المصدرة شركة مساهمة عامة.
- ✓ أن لا يقل عدد المساهمين عن 200 شخص من غير المؤسسين في حالة الطرح العام (100 شخص من غير المؤسسين في حالة الإدراج المباشر).
- ✓ أن تكون الجهة المصدرة قد مارست نشاطها وأصدرت بيانات مالية مدققة لمدة سنتين على الأقل.
- ✓ أن لا يقل رأس مال الجهة المصدرة عن 40 مليون ريال قطري ويكون مدفوع بالكامل.
- ✓ أن لا تقل حقوق المساهمين الى رأس المال المدفوع حسب آخر بيانات مالية مدققة عن 100%.
- ✓ أن لا تقل نسبة الأسهم المطروحة عن 20% ولا تزيد عن 60% في حالة الطرح العام (لا تقل عن 25% ولا تزيد عن 60% في حالة الإدراج المباشر).
- ✓ التعهد بالامتثال لجميع متطلبات وقواعد هيئة قطر للأسواق المالية، بورصة قطر.

ب- السوق الثانية: هي السوق التي تتألف من عدة فئات تقررها الهيئة، أو التي تنشأ من قبل سوق خاضعة للرقابة بعد موافقة الهيئة، ويتم فيها تداول أسهم الشركات التي لا تحقق متطلبات التداول في السوق الرئيسية أو أسهم الشركات الحديثة التأسيس أو أي أوراق أو أدوات مالية أخرى تقررها الهيئة التي بدورها حددت عدة متطلبات وشروط للإدراج في هذه السوق والمتمثلة في:

- ✓ أن لا يقل عدد المساهمين عن 200 شخص من غير المؤسسين في حالة الطرح العام (20 شخص من غير المؤسسين في حالة الإدراج المباشر).
- ✓ أن تكون الجهة المصدرة قد مارست نشاطها وأصدرت بيانات مالية مدققة لمدة سنة على الأقل.

¹ بورصة قطر، كيفية الإدراج في السوق الرئيسية، على الرابط: <https://www.qe.com.qa/ar/listings>، تاريخ الاطلاع: 2024/08/11

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

✓ أن لا يقل رأس مال الجهة المصدرة عن 2 مليون ريال قطري.

✓ أن لا تقل حقوق المساهمين الى رأس المال المدفوع حسب آخر بيانات مالية مدققة عن 50%

✓ أن لا تقل نسبة الأسهم المطروحة عن 20% ولا تزيد عن 60% في حالة الطرح العام (لا تقل عن 10%

ولا تزيد عن 60% في حالة الإدراج المباشر).

خامساً- الأوراق المالية المتداولة في سوق قطر للأوراق المالية: حددت المادة الأولى من قرار مجلس إدارة هيئة قطر للأسواق المالية رقم 04 لسنة 2020، الصادر في العدد الثالث في الجريدة الرسمية بتاريخ 24 مارس 2021 مختلف الأوراق المالية المتداولة في سوق قطر للأوراق المالية والتي تتمثل في "الأسهم وسندات شركات المساهمة القطرية والسندات والصكوك والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة القطرية أو الصكوك أو أية أوراق مالية أخرى بما في ذلك الأوراق المالية غير القطرية التي يتم الترخيص بها من قبل هيئة قطر للأسواق المالية، والمشتقات والسلع والأدوات الاستثمارية الأخرى التي يتم الترخيص بها من قبل الهيئة"، يضاف إلى ما سبق ما يلي:

- صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة (ETFs): تعبر عن مجموعة من الأوراق المالية التي توجد في صندوق استثماري، وتسمى ملكيات أو حيازات هذه الأوراق المالية بوحدات الصندوق، حيث يتم إدراج هذه الوحدات وتداولها في سوق البورصة، وفي غالب الأحيان تكون صناديق المؤشرات المتداولة هي صناديق غير نشطة وتتبع أحد المؤشرات في أدائها، ويمكن أن يحتوي المؤشر على أسهم أو قد يحتوي على سندات أو سلع، وتتميز صناديق المؤشرات المتداولة بأنه يمكن شراؤها وبيعها خلال يوم التداول، كما تستخدم على نطاق واسع من قبل المستثمرين المؤسسين والأفراد والمستشارين الماليين بهدف تنويع الاستثمارات، سهولة الدخول إلى الأسواق التي يصعب الاستثمار فيها، توفير السيولة، ضمان الشفافية والاستفادة من المرونة العالية لها، تقليل التكلفة والتمكن من تتبع حركة المؤشر، وتتمثل صناديق المؤشرات المتداولة في بورصة قطر في صندوق مؤشر بورصة قطر وصندوق الريان قطر¹.

- صناديق الاستثمار العقاري: هي عبارة عن وحدات استثمارية في محافظ عقارية ذات صبغة تجارية، تملك صناديق الاستثمار العقاري وتدير ممتلكات عقارية مدرة للدخل، وتذهب معظم إيرادات وأرباح تلك الوحدات إلى المساهمين في تلك المحافظ العقارية، وهي عبارة عن صناديق مغلقة على عكس صناديق الاستثمار المتداولة **ETFs** وتدرج وتداول عادة في البورصات، وتتمثل مزايا شراء وحدات صناديق الاستثمار العقاري من قبل المستثمرين في

¹ بورصة قطر، معلومات أساسية حول صناديق المؤشرات المتداولة **ETFs**، على الرابط:

[https://www.qe.com.qa/documents/20181/798338/ETF+Article+AR.pdf/aa654f5f-46e5-a130-](https://www.qe.com.qa/documents/20181/798338/ETF+Article+AR.pdf/aa654f5f-46e5-a130-8211-1db6e3687c18?t=1519862577481)

تاريخ الاطلاع: 2024/08/12 [8211-1db6e3687c18?t=1519862577481](https://www.qe.com.qa/documents/20181/798338/ETF+Article+AR.pdf/aa654f5f-46e5-a130-8211-1db6e3687c18?t=1519862577481)

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

سيولتها العالية حيث يمكن شراؤها وبيعها مثل الأسهم، شفافيتها إذ أن البيانات المالية تكون مدققة وخاضعة للأنظمة بالإضافة إلى جودة أدائها كونها تتمتع بعوائد مجزية ذات مخاطر محدود، كما أنها تمكن من الحصول على دخول ثابتة بجهد أقل وهذا يجعلها تتميز بالتنوع، انخفاض درجة تقلبات أسعارها وبساطة تكاليف تعاملاتها¹.

المطلب الرابع: لمحة حول سوق الجزائر للأوراق المالية:

أولاً- نشأة بورصة الجزائر:

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية بالجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية، التي أعلن عنها عام 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988 وفي نفس الوقت صدرت قوانين اقتصادية عن استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وقسم رأس مال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية إلى عدد من الأسهم والتي توزع بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم².

بورصة الجزائر هي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485.200.000 دينار جزائري، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993، وتمثل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها³.

أما التحضير الفعلي لإنشاء هذه البورصة، فكان ابتداء من سنة 1990، ومنذ ذلك الحين إلى غاية الوقت الحالي، مرت هذه العملية بعدة مراحل نذكرها فيما يلي⁴:

أ- المرحلة التقريرية (1990-1992): لقد ظهرت فكرة إنشاء بورصة الجزائر عام 1990 من خلال المرسوم رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي نص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما أوضح المرسوم رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمح هذا المرسوم للشركات المذكورة باكتساب شهادات الأسهم المكتسبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى، و في نفس السنة، اتخذت الحكومة

¹ بورصة قطر، صناديق الاستثمار العقاري، على الرابط: <https://www.qe.com.qa/ar/reits> تاريخ الاطلاع: 2024/08/12

² بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 160.

³ الموقع الرسمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، على الموقع www.cosob.org، تم الاطلاع عليها بتاريخ: 2024/06/23.

⁴ زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المنتدى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص 06.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

قرار إنشاء هيئة بتسمية مؤقتة "شركة القيم المتداولة" بتاريخ 09 نوفمبر 1990 فإن صناديق المساهمة الثمانية قامت بتأسيس شركة ذات أسهم ويديرها مجلس إدارة متكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، حيث نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها الأساسي يكمن في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة للأوراق المالية بأفضل الشروط، وتتوفر لديها جميع الإمكانيات للرقى والازدهار محققة بذلك الأهداف المنوطة بها.

ونظرا لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه وبضعف رأسمالها فقد تم تعديل قوانينها ورفع رأسمالها في سنة 1992 إلى 9.320.000.00 دج كما غير اسمها لتحمل بذلك اسم "بورصة الأوراق المالية"، وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية في هذه المرحلة، نظرا للعديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

ب- المرحلة الابتدائية (1993-1996): فيها تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث منع قانون 88-04 المؤرخ في 12 جانفي 1988 عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993 تم إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري يتعلق الأمر بتعديلات خاصة بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة كما يلي:

✓ فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للدخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها، كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة الأسهم من 300.000.00 إلى:

- خمسة ملايين دينار جزائري (5000.000.00) في حالة إجراء العرض العمومي للدخار.

- مليون دينار جزائري (1000.000.00) عند عدم اللجوء إلى العرض العمومي للدخار.

✓ فيما يخص القيم المنقولة فقد نص المرسوم على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في: أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب.

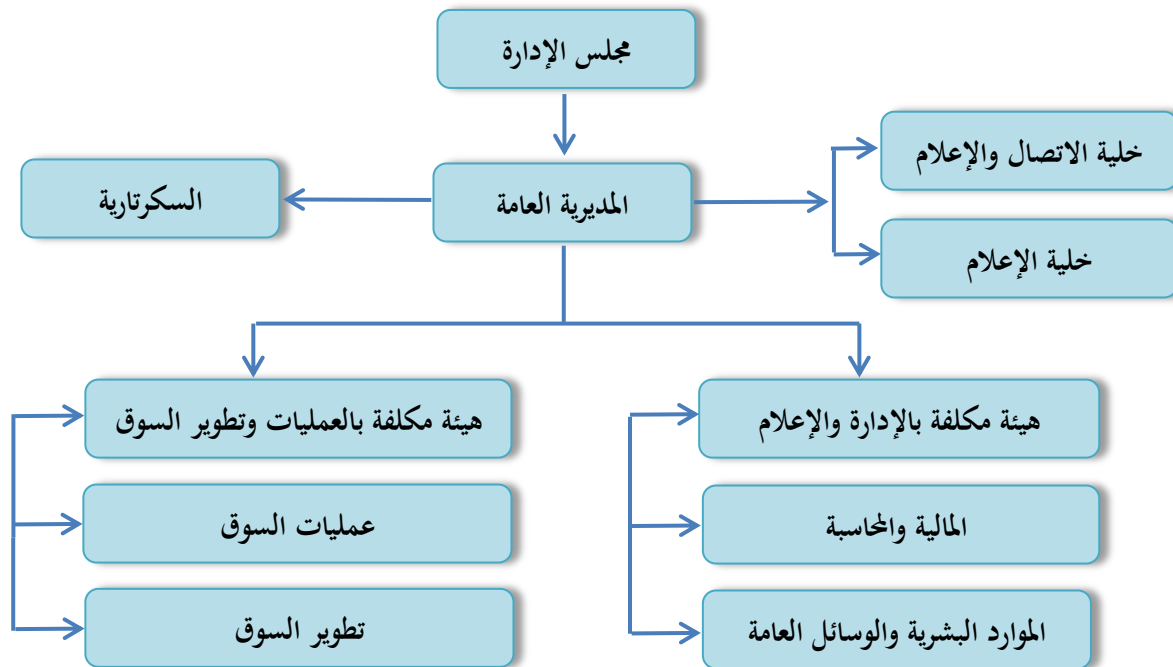
✓ فيما يتعلق بالهيئات العاملة ببورصة القيم المنقولة فتتمثل في هيئتين هما: لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورسية (COSOB) وهي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة، وشركة تسيير القيم (SGBV) مكلفة بالسهر على ضمان السير الحسن للعمليات المتداولة في البورصة، ولا يجوز إجراء أية عملية مفاوضات للقيم المنقولة، إلا داخل مقصورة البورصة، وعن طريق وسطاء في عمليات البورصة، بعد اعتمادهم من طرف اللجنة.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

ج- مرحلة الانطلاق الفعلية (1996 إلى يومنا هذا): مع نهاية سنة 1996 كانت كل الظروف جاهزة من الناحية القانونية والتقنية لإنشاء بورصة القيم المنقولة حيث تم وضع نص قانوني لإنشاء وتنظيم هذه البورصة، كما أصبح لها مكان مادي بغرفة التجارة، بالإضافة إلى تشكيل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) إلى جانب شركة تسيير القيم (SGBV) مع تحديد مخطط كل منهما، ومع بداية سنة 1997، تم اختيار الوسطاء في العمليات البورصية يمثلون مختلف المؤسسات المالية (بنوك وشركات تأمين)، حيث تولت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمة تكوين هؤلاء عن طريق الاستعانة بالخبراء الكنديين وتنظيم عدة ملتقيات من بينها ملتقين أسبوعين في كل من تونس وفرنسا، بهدف الاستفادة من خبرة هذين البلدين، في مجال التعامل بالسوق المالي.

وقد عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة طوال سنة 1997، على تهيئة الجو الملائم، وتحضير كل الهيئات المعنية للشروع في العمل في نهاية سنة 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر بتاريخ 02 جانفي 1998، متمثلا في القرض السندي لسوناطراك، وعلى هذا الأساس أصبحت شركة سوناطراك أول متعامل اقتصادي يدرش سوق للرسميل في الجزائر، ويظهر الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر في الشكل الموالي:

الشكل رقم III-4: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الموقع WWW.sgvb.dz، تم الاطلاع عليها بتاريخ: 2024/06/23.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

ثانيا- الهيئات التنظيمية لبورصة الجزائر:

تضم البورصة في الجزائر مجموعة من الهيئات والمؤسسات التي تعمل بتكامل حتى تضمن التنظيم والسير الجيد للبورصة ومختلف عملياتها وتمثل هذه الهيئات فيما يلي:

- **لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB:** التي تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين، وهي سلطة ضبط مستقلة، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي سنة 1993 المعدل والمتمم و المتعلق ببورصة القيم المنقولة، تتولى اللجنة مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة و مراقبتها بالسهر على:

— حماية المستثمرين في القيم المنقولة.

— حسن سير سوق القيم المنقولة و شفافيتها¹.

وفي إطار ممارستها لوظيفتها التنظيمية تتولى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها العديد من المهام التنظيمية التي تتمثل فيما يلي²:

- ✓ إصدار التأشيرات على المذكرات الإعلامية الخاصة بإصدار أوراق مالية، سواء كانت شركة أو مؤسسة عمومية، بهدف الإدراج في البورصة أو عند اللجوء للادخار العام.
- ✓ ضمان جودة المعلومات الواردة في المذكرة الإعلامية، بحيث تكون دقيقة وكاملة وكافية لتمكين المستثمر من اتخاذ قرار سليم بخصوص الاكتتاب.
- ✓ اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، صناديق التوظيف الجماعي، بالإضافة إلى شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير.
- ✓ تأهيل البنوك والمؤسسات المالية للقيام بمسؤوليات الوساطة المتعلقة بحفظ السندات وإجراء العمليات المالية.
- ✓ تسجيل المؤهلين للتداول على القيم المنقولة في البورصة، بالإضافة إلى الاعتراف بخبراء تقييم الشركات الراغبة في الإدراج.
- ✓ تقديم الرأي الاستشاري لوزارة المالية بشأن طلبات الترخيص لشركات رأس المال الاستثماري وشركات إدارة صناديق الاستثمار.

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، مطبوعة خاصة بتعريف بورصة الجزائر، على الموقع www.sgvb.dz، تم الاطلاع عليها بتاريخ: 2024/06/23.

² لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي - نشاط سوق القيم المنقولة -، 2023، ص 9.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

وتتضمن الجهات الخاضعة لسلطة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها العديد من الهيئات والشركات التي تشارك في مختلف مراحل وعمليات السوق المالي، وتشمل هذه الجهات كلا من¹:

شركة تسيير بورصة القيم، والمؤتمن المركزي على السندات، الشركات المدرجة، الوسطاء المشاركين في عمليات البورصة، كما تشمل ماسكي الحسابات وحافظي السندات، وهيئات التوظيف الجماعي، بالإضافة إلى شركات رأس المال الاستثماري، وشركات تسيير صناديق الاستثمار، ومستشاري الاستثمار التساهمي.

● **شركة تسيير بورصة القيم SGBV**: المعروفة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة، وتتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات والإحصاءات المتعلقة بالبورصة.

● **الوسطاء في عمليات البورصة IOB**: هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي تتمحور نشاطاتها أساسا حول القيم المنقولة، ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، ويكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993 وهي:

✓ توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة.

✓ التداول في السوق لحساب زبائنهم.

✓ تسيير حافظة السندات بموجب تفويض.

✓ نشاط البيع والشراء كطرف مقابل.

✓ عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه.

✓ وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد

للمعاملات المالية وإرشاد المستثمرين.

ويتضمن سوق المال في الجزائر حاليا أحد عشر وسيطا في عمليات البورصة يمثلون:

— **البنوك العمومية**: وهم بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك

الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والقرض الشعبي الجزائري CPA، والصندوق

الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque.

¹ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي -نشاط سوق القيم المنقولة-، 2023، ص 10.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

– البنوك الخاصة: وهم Société Générale Algérie, مصرف السلام، بنك البركة.

– شركتين خاصتين: هما Invest Market و Tell Markets¹.

• **المؤتمن المركزي:** المؤتمن المركزي أو كما يسمى -الجزائر للتسوية- هو مؤسسة مالية تعمل كشركة ذات أسهم مكلفة بضمان التناغم والتزام التام بين عمليتي التسوية والتسليم للمعاملات المالية، سواء تلك التي تتم داخل نطاق شركة تسيير القيم المنقولة أو خارجها، ويتميز هيكلها بتوفير الفرصة للوسطاء في عمليات البورصة، والشركات المصدرة للسندات، وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة للمساهمة في رأسمالها، بينما تُعتبر الخزينة العمومية وبنك الجزائر شريكين استراتيجيين بموجب القانون، حيث يُعد المؤتمن المركزي محورياً أساسياً لتحقيق الاستقرار والشفافية في السوق المالية الجزائرية، وتتمثل أبرز مهام المؤتمن المركزي في²:

✓ **إدارة حسابات السندات:** فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحساب-الحافظين المنخرطين في المنظومة.

✓ **حفظ السندات مركزياً:** يسهل عملية توصيل السندات بين مختلف الوسطاء الماليين من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب.

✓ **تنفيذ قرارات الشركات المصدرة:** تنفيذ عمليات حيوية مثل دفع أرباح الأسهم ورفع رأس المال، بما ينسجم مع قرارات الشركات المصدرة.

✓ **تقنين السندات دولياً:** اعتماد تقنيات الترميز الدولي (I.S.I.N) لتقنين السندات المقبولة وفق المعايير العالمية.

✓ **نشر المعلومات السوقية:** تقديم بيانات دقيقة ومحدثة تتيح شفافية أكبر في العمليات المالية.

كما أن الجهات المنخرطة في المؤتمن المركزي تشمل كلا من³:

☞ البنوك والمؤسسات المالية الرائدة.

☞ الوسطاء المعتمدون في عمليات البورصة.

☞ المتخصصون في إدارة سندات الخزينة العامة.

☞ الأشخاص الاعتباريون المصدرون للسندات.

¹ الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، مطبوعة خاصة بتعريف بورصة الجزائر، على الموقع www.sgvb.dz، تم الاطلاع عليها بتاريخ: 2024/06/23.

² الموقع الرسمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، على الموقع <https://cosob.dz>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2024/06/24.

³ نفس المرجع.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

كما المؤتمنون المركزيون الدوليون.

أما فيما يخص أنواع السندات التي تشملها عمليات المؤتمن المركزي فهي موضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم III-5: أنواع السندات التي تشملها عمليات المؤتمن المركزي



المصدر: الموقع الرسمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، على الموقع <https://cosob.dz>، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2024/06/24.

• **ماسكو الحسابات حافظو السندات TCC:** هم البنوك والمؤسسات المالية وشركات التجارة التي تمتلك صفة الوسيط في عمليات البورصة، ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية.

كما يتولى ماسكو الحسابات حافظو السندات المهام التالية:

— حفظ وإدارة السندات التي يُعهد له بها باسم أصحابها.

— تنفيذ التعليمات التي يستلمها (التداول والرهن والنقل والتحويل...).

— يطبق العمليات على السندات (دفع الأرباح والفوائد ونقل الحقوق...).

— إعلام أصحاب السندات (كشف الحساب، كشف الحافظة، العمليات على السندات...).

• **هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM:** وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير

SICAV والصناديق المشتركة للتوظيف FCP، وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفزات حقيقية لضمان السيولة على

مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

ثالثا- أسواق بورصة الجزائر:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة عدة أسواق وذلك تبعا لشروط الإدراج وحجم المؤسسات كما هو مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم III-6: التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر



المصدر: الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الموقع www.sgvb.dz، تم الاطلاع عليه بتاريخ: 2024/06/24.

1- سوق سندات رأس المال (الأسهم): يتكون هذا السوق من:

1-1- السوق الرئيسية: الخاصة بالشركات الكبرى، وكانت تضم إلى غاية 31 ديسمبر 2022 أربع 04 شركات كبيرة مدرجة بإجمالي أسهم قدره 21 339 553 سهم، موزعة على شركتين 02 من القطاع العمومي، وهما سلسلة فنادق الأوراسي ومجمع صيدال، وشركتين 02 من القطاع الخاص وهما أليانس للتأمينات وبيوفارم كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم III-4: الشركات المدرجة في السوق الرئيسية لبورصة الجزائر إلى غاية 2022/12/31

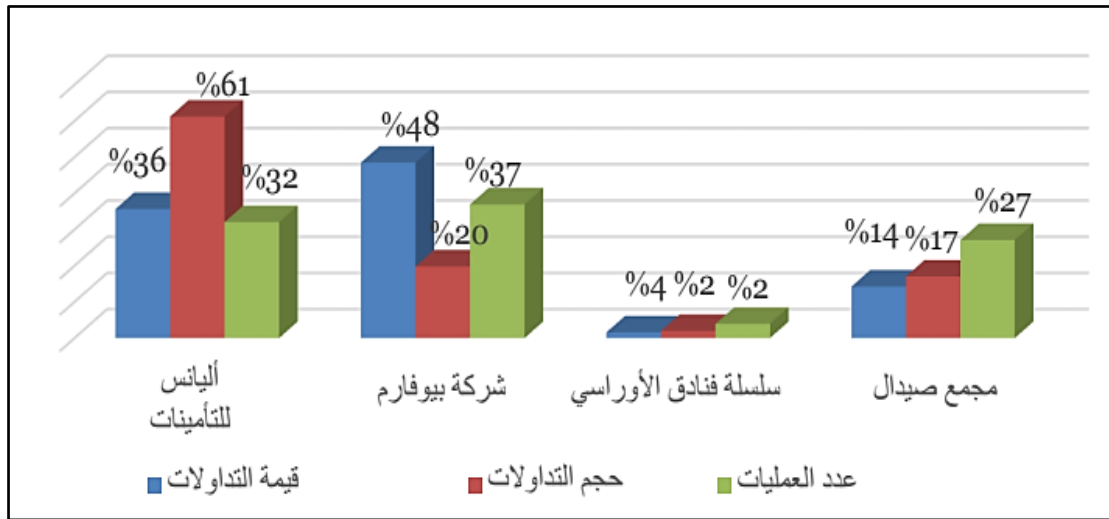
اسم الشركة	القطاع	عدد الأسهم	أوامر الشراء	أوامر البيع
سلسلة فنادق الأوراسي	الفندقة	640 251	5 885	1 253 235
مجمع صيدال	الصناعة الصيدلانية	871 599	52 348	629 697
بيوفارم	الصناعة الصيدلانية	10 540 486	829 871	63 894
أليانس للتأمينات	التأمينات	9 287 217	1 495 368	198 323

المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2022، ص 47.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

من خلال الجدول أعلاه، يتبين أن نسبة 98% من إجمالي طلبات الشراء في السوق الرئيسية تركزت على أسهم شركتي أليانس للتأمينات وبيوفارم، في المقابل نجد أن 88% من إجمالي طلبات البيع تركزت على أسهم شركتي سلسلة فنادق الأوراسي وصيدال، كما تم تسجيل اختلال بين العرض والطلب على الأسهم، حيث لوحظ أن الأسهم المطلوبة في السوق غير متوفرة للبيع، في حين أن الأسهم المعروضة للبيع لا تجد مستثمرين للشراء، مما يعكس استمرار مشكلة نقص السيولة في السوق.

الشكل رقم III-7: توزيع التداولات حسب الشركة المصدرة في السوق الرئيسية إلى غاية 2022/12/31 (%)



المصدر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي 2022، ص 49.

ونلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن أغلب عمليات التداول في عام 2022 تركزت بين ثلاث شركات رئيسية، وهي بيوفارم، أليانس للتأمينات، ومجمع صيدال، حيث حققت هذه الشركات على التوالي ما نسبته 32%، 37%، و 27% من إجمالي المعاملات، أما فيما يخص حجم التداولات، فتوزعت بشكل أساسي بين الشركات الثلاثة أليانس للتأمينات، بيوفارم ومجمع صيدال بنسب 20%، 61%، و 17% على التوالي، وفيما يتعلق بقيمة التداولات، فقد تركزت بشكل رئيسي على شركتي بيوفارم وأليانس للتأمينات بنسبة 48% و 36% على التوالي، تليهما شركة صيدال بنسبة 14%، وشركة سلسلة فنادق الأوراسي بنسبة 4% فقط.

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق سنة 2012، بموجب نظام لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، يهدف

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

هذا السوق إلى توفير منصة للمؤسسات الصغيرة للوصول إلى رأس المال، مما يتيح لها فرصة النمو والتوسع عبر الاستفادة من سوق يدعم تمويلها ويعزز إمكانياتها¹.

أما فيما يتعلق بشروط القبول في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فلا يوجد حد معين لرأس المال الأدنى المدفوع، كما لا يشترط تحقيق نتائج مالية محددة للسنة الأخيرة، غير أنها تشمل على العديد من المعايير الأخرى المهمة التي تتمثل فيما يلي²:

☞ يجب أن تكون الشركة ذات أسهم (S.P.A).

☞ الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى هي 10%.

☞ يجب أن تكون القوائم المالية المدققة والمنشورة للسنتين الأخيرتين متوفرة، إلا إذا حصلت الشركة على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

☞ يجب تعيين مقيم من قبل البورصة.

☞ يجب أن يكون هناك 50 مساهماً على الأقل أو 3 مستثمرين من المؤسسات، عند يوم الإدراج في البورصة.

ويضم هذا السوق على مستوى بورصة الجزائر شركة واحدة فقط مدرجة منذ سنة 2018 وهي شركة أوم إنفست (AOM INVEST).

2- سوق سندات الدين (سندات الاستحقاق): الذي يتكون من:

◀ سوق سندات الدين: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

◀ سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT): المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، حيث أن هناك ثلاثة فئات من السندات ذات فترات استحقاق رئيسية وهي: 7، 10 و 15 عاماً، وتعتبر سندات الخزينة سندات دين سيادية تصدرها الدولة من خلال المديرية العامة للخزينة، بغرض تمويل العجز في ميزانيتها.

¹ بوقرة كريمة، أبوبكر بوسالم، ساعد بخوش حسنية، تطور الأسواق المالية الناشئة -تحليل وضعية السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2009-2019)-، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر 2020، ص 432.

² الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، مطبوعة خاصة بسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على الموقع www.sgyb.dz، تم الاطلاع عليها بتاريخ: 2024/06/25.

الفصل الثالث: واقع الإنفاق العام والأسواق المالية في الدول العربية

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التعرف على التفاعل الحاصل بين الإنفاق العام والأسواق المالية من الناحية النظرية، كما قمنا بالتركيز على آليات التأثير، بما في ذلك تأثير المضاعف، ظاهرة المزاحمة، والخصخصة وذلك لفهم كيفية تأثير الإنفاق الحكومي على الأسواق المالية ولاحظنا أن هذه المسارات تُبرز التأثير الديناميكي للإنفاق الحكومي على أداء وكفاءة الأسواق المالية.

فمن جهة، يمكن للإنفاق الحكومي المتزايد أن يحفز النمو الاقتصادي، ويعزز ثقة المستثمرين، ويجذب تدفقات رأس المال، ومن جهة أخرى قد يؤدي الإفراط في الإنفاق العام إلى اختلالات مالية، وزيادة الحاجة إلى الاقتراض، وضغوط تصاعدية على أسعار الفائدة، مما قد يزاحم الاستثمار الخاص، فالنفقات العامة تبقى أداة استراتيجية في يد الحكومات العربية لتحقيق أهداف التنمية المستدامة، شرط أن تتم إدارتها بشكل علمي مدروس، مع التركيز على تحقيق التوازن بين النفقات الجارية والاستثمارية، بما يضمن الاستقرار الاقتصادي والنمو طويل الأجل.

من جانبها، تتفاعل الأسواق المالية مع سياسات الإنفاق العام من خلال التغيرات في عوائد السندات، وأسعار الأسهم، مما يعكس توقعات المستثمرين بشأن التضخم، والاستقرار الاقتصادي، والاستدامة المالية، وتبرز هذه العلاقة الديناميكية أهمية السياسات المالية الحكيمة وضرورة توافقها مع توقعات الأسواق لتحقيق نمو اقتصادي مستدام.

وتعمقنا بعد ذلك في هيكل الإنفاق العام في دول عربية مختارة، مثل الأردن، العراق، قطر والجزائر، حيث قمنا باستعراض التصنيفات المختلفة للنفقات العامة التي تعكس أولويات كل دولة واستراتيجياتها الاقتصادية.

وأخيراً، قمنا بتسليط الضوء على واقع الأسواق المالية في المنطقة، من خلال تقديم نظرات شاملة حول سوق عمان للأوراق المالية، سوق العراق للأوراق المالية، سوق قطر للأوراق المالية وبورصة الجزائر من خلال التطرق لمراحل تطورها، أهدافها، الأطر التنظيمية لها، وتقسيماتها، والأوراق المالية المتداولة فيها.

✍ الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

◀ المبحث الأول: تحليل تطورات الإنفاق العام لمجموعة من

الدول العربية خلال الفترة 2008-2022

◀ المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات الأسواق المالية

لمجموعة من الدول العربية خلال الفترة 2008-2022

◀ المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر الإنفاق العام على

أداء مؤشرات الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

تمهيد:

شهدت الفترة من 2008 إلى 2022 مجموعة من التحولات الاقتصادية العالمية والإقليمية التي كان لها تأثير كبير على سياسات الإنفاق العام وتطور الأسواق المالية في الدول العربية، هذه التحولات شملت أزمات عالمية، تقلبات في الأسواق وأحداث جيوسياسية، حيث أحدثت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 انكماشًا اقتصاديًا عالميًا، انعكس على انخفاض النمو الاقتصادي، فتأثرت الدول غير النفطية مثل الأردن من خلال تراجع التحويلات الخارجية والاستثمار الأجنبي، في حين واجهت الدول النفطية مثل العراق، قطر، والجزائر تحديات مرتبطة بانخفاض الطلب العالمي على النفط، كما أثرت أحداث الربيع العربي سنة 2011 على الاستثمارات وأسواق المال، وفرضت على الدول زيادة الإنفاق العام لمواجهة التحديات الاجتماعية والاقتصادية، أما تقلبات أسعار النفط فكانت العامل الأبرز في التأثير على الإيرادات العامة خاصة في الدول النفطية مثل العراق وقطر والجزائر، حيث شهدت الأسعار تذبذبًا حادًا، بدءًا من انخفاضها بعد الأزمة المالية وحتى انهيارها في عام 2014 وما تبعه من تأثيرات، لتفرض جائحة كورونا بعد ذلك تحديات اقتصادية غير مسبقة، انعكست على الإنفاق العام والأسواق المالية نتيجة للتباطؤ الاقتصادي وتراجع الإيرادات.

هذه العوامل مجتمعة شكلت مشهدًا اقتصاديًا معقدًا للدول محل الدراسة، مما يعكس أهمية دراسة وتحليل تطورات الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية خلال هذه الفترة لفهم التحديات والفرص التي واجهتها هذه الدول وكيفية استجابتها للتغيرات الاقتصادية والسياسية العالمية والمحلية، كما يمكن أن يقدم رؤى مفيدة لواضعي السياسات لتعزيز المرونة المالية وتحسين أداء الأسواق المالية.

واستنادًا إلى ما سبق، سنخصص هذا الفصل لتحليل تطورات الإنفاق العام، كما سنسلط الضوء على أداء الأسواق المالية في دول العينة من خلال تحليل مؤشراتهم، وذلك من خلال ثلاثة مباحث حيث سنتناول في المبحث الأول تحليل تطورات الإنفاق العام في الدول التي تشملها الدراسة، وفي المبحث الثاني نحاول التعرف على واقع الأسواق المالية في هذه الدول، وفي المبحث الثالث سنقوم بقياس أثر الإنفاق العام على مؤشرات الأسواق المالية.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

المبحث الأول: تحليل تطورات الإنفاق العام لمجموعة من الدول العربية خلال الفترة 2008-2022

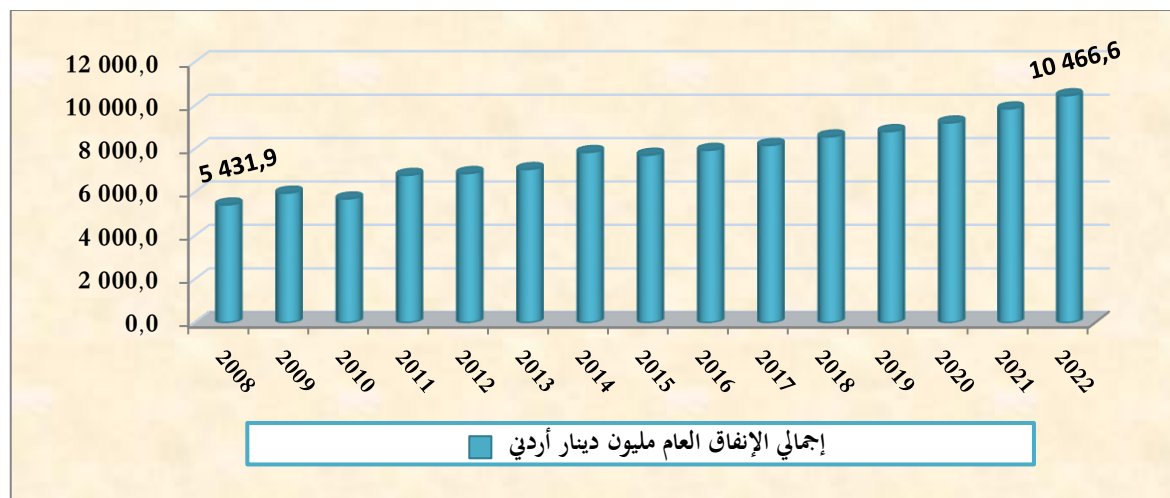
شهد الإنفاق العام تطورات ملحوظة في العديد من الدول مثل الأردن، العراق، قطر، والجزائر نتيجة لاختلاف أولوياتها الاقتصادية والسياسية، فمثلاً في الأردن، ازداد الإنفاق لدعم الخدمات الاجتماعية والبنية التحتية، متأثراً بالأزمات الإقليمية مثل أزمة اللاجئين السوريين، أما العراق فقد شهد تقلبات كبيرة في الإنفاق بسبب الأزمات السياسية والأمنية، حيث ركزت الحكومة على الإنفاق العسكري وإعادة الإعمار، معتمداً بشكل كبير على عائدات النفط، بينما قطر فكان نمو الإنفاق فيها مستداماً بفضل عائدات الطاقة، مع توجيه استثمارات ضخمة نحو البنية التحتية استعداداً لاستضافة الفعاليات العالمية، مع السعي لتنويع الاقتصاد، أما الجزائر فتميزت بزيادة الإنفاق خلال فترات ارتفاع أسعار النفط لدعم السلع الأساسية والبنية التحتية، لكنها واجهت تحديات أثناء انخفاض الأسعار، مما دفعها إلى تنفيذ إصلاحات مالية، هذه التحولات عكست تأثير العوامل الاقتصادية المحلية والعالمية على سياسات الإنفاق في كل دولة، وهو ما سنتطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تحليل تطور الإنفاق العام في الأردن

يعتمد الأردن بشكل كبير على الإيرادات الضريبية والمساعدات الخارجية، وذلك بسبب قلة الموارد الطبيعية، حيث انعكس ذلك على سياساته المالية، وتم توجيه الإنفاق العام نحو القطاعات الاجتماعية مثل التعليم والصحة، مع ضغوط لتقليل العجز في الموازنة، الذي تراجع خلال عام 2022، حيث انخفض عجز الموازنة العامة بحوالي 178.1 مليون دينار، ليصل إلى 1.552.5 مليون دينار أو ما نسبته 4.6% من الناتج مقارنة بالعام الذي سبقه. شهدت النفقات العامة في الأردن في الفترة الممتدة من 2008 إلى 2022 تغيرات كبيرة بسبب عوامل اقتصادية وسياسية متعددة، حيث تميزت الفترة 2008-2010 بزيادة الإنفاق لدعم الاقتصاد بعد الأزمة المالية العالمية، ثم زادت النفقات نتيجة أحداث الربيع العربي مما فرض ضغطاً على الموازنة مع اعتماد أكبر على المساعدات والديون، بعدها أثرت جائحة كورونا بشكل كبير على الإنفاق، مما استدعى تخصيص موارد إضافية للقطاع الصحي ودعم المتضررين، الأمر الذي زاد من الاعتماد على القروض والمساعدات، ويمكن تتبع تطور الإنفاق العام من خلال الشكل الموالي.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

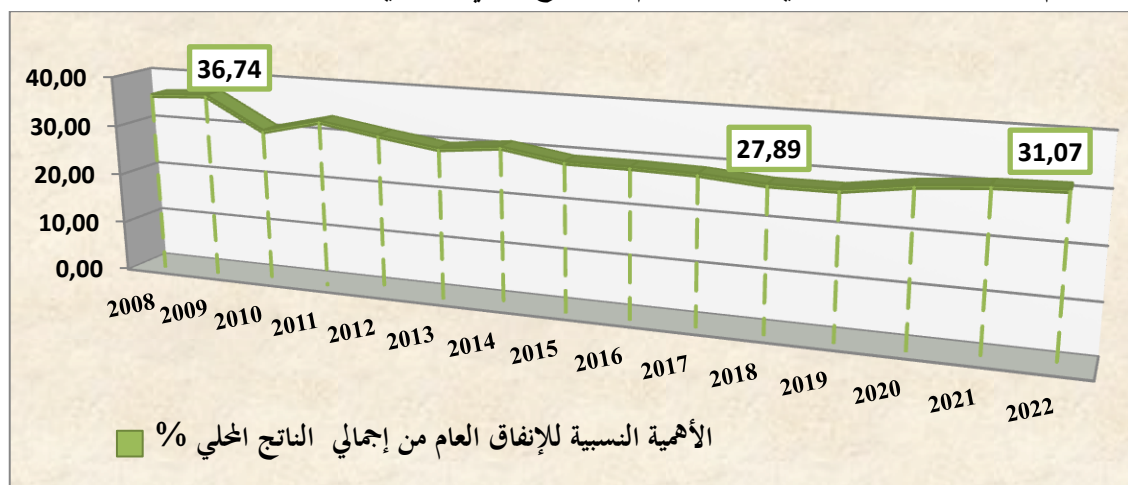
الشكل رقم IV-1: تطور إجمالي الإنفاق العام في الأردن خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

يُظهر الشكل أعلاه تطور إجمالي الإنفاق العام ويبرز الاتجاهات العامة له، ويتضح من خلاله أن إجمالي الإنفاق العام يتزايد بشكل مستمر تقريباً إذ ارتفع من 5 431.9 مليون دينار في عام 2008 إلى 10 466.6 مليون دينار في عام 2022، مما يشير إلى زيادة مضاعفة تقريباً على مدار 15 عاماً، كما أن هذه الزيادة لم تكن ثابتة، فقد كانت زيادة الإنفاق خلال الفترة بين 2012 و 2014 أقل وضوحاً، أي أنه حافظ على استقراره النسبي دون زيادات كبيرة، بينما شهدت بعض السنوات قفزات واضحة في الإنفاق العام حيث كانت الزيادة ملحوظة وسريعة، مثل الفترة من 2020 إلى 2022، مما يشير إلى استجابة الحكومة للاحتياجات الطارئة مثل جائحة كورونا والتغيرات في السياسة المالية الهادفة إلى دعم قطاعات معينة لمواجهة التطورات الاقتصادية، غير أنه على الرغم من زيادة الإنفاق العام إلا أن نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي شهدت انخفاضاً ملحوظاً طيلة فترة الدراسة كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم IV-2: مساهمة إجمالي الإنفاق العام في الناتج المحلي الإجمالي في الأردن للفترة (2008-2022)



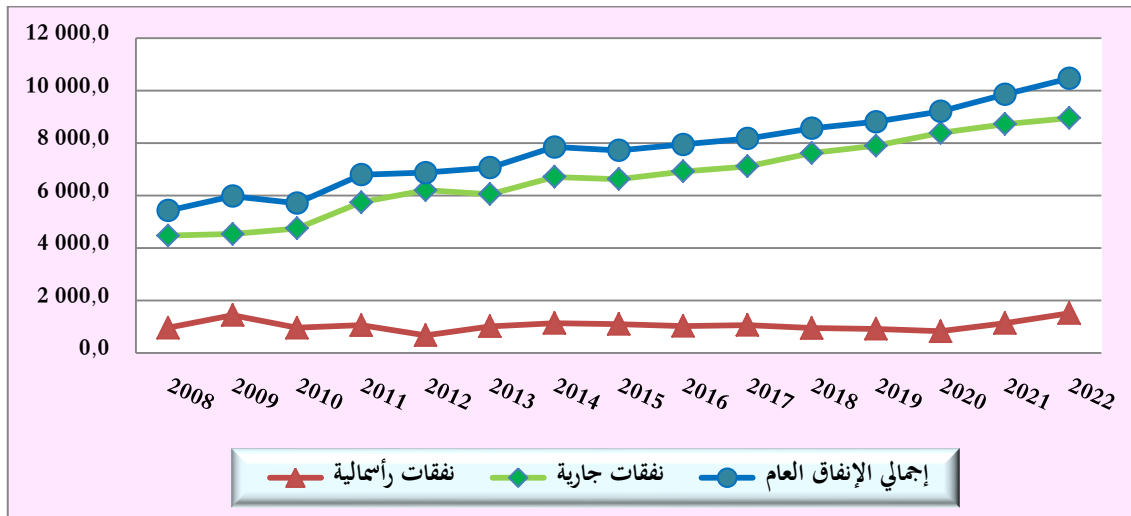
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

حيث نلاحظ أن الأهمية النسبية للإنفاق العام نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي شهدت تذبذباً بين الارتفاع والانخفاض، لكنها انخفضت عمومًا حيث بلغت 36.74% في 2009 وهي أعلى نسبة في السلسلة الزمنية التي تعكس توجه الحكومة لزيادة الإنفاق العام استجابة لتداعيات الأزمة المالية العالمية، بعدها شهدت تراجعاً تدريجياً وصولاً إلى أدنى نقطة عند 27.82% في 2018، ذلك راجع لنمو الناتج المحلي الإجمالي بوتيرة أسرع من نمو الإنفاق العام، كما يشير إلى التوجه نحو تقليل العجز المالي وتعزيز كفاءة الإنفاق، ثم نلاحظ أن النسبة عادت إلى الارتفاع بشكل طفيف، لتصل إلى 31.07% في 2022، وهو ما قد يعكس زيادة الإنفاق الحكومي في مواجهة تحديات الأزمة الصحية العالمية كوفيد-19.

ويمكننا أيضاً تتبع تطور مكونات الإنفاق العام من خلال الشكل رقم IV-3، الذي يبين لنا أن الزيادة في الإنفاق الجاري كانت تتجاوز الزيادة في الإنفاق الرأسمالي في معظم السنوات، مما يشير إلى تركيز أكبر على تلبية الاحتياجات الجارية بدلاً من زيادة الاستثمارات الرأسمالية.

الشكل رقم IV-3: تطور مكونات الإنفاق العام في الأردن خلال الفترة 2008-2022



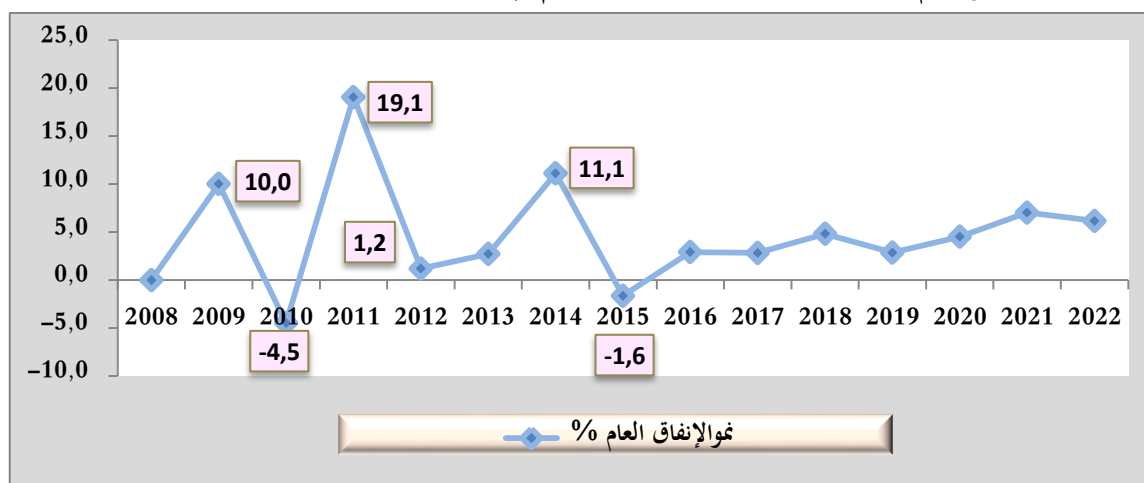
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

نلاحظ أن الإنفاق الجاري أظهر اتجاهًا تصاعديًا طوال الفترة، حيث بدأ من 4 473.4 مليون دينار في عام 2008 ووصل إلى 8 954.3 مليون دينار في عام 2022، وجاء ارتفاع النفقات الجارية نتيجة لارتفاع العديد من البنود المكونة لها، وفي مقدمتها بند تعويضات العاملين، بند مخصصات الجهاز العسكري، بند فوائد القروض (الداخلية والخارجية) وبند الإعانات، حيث تعكس هذه الزيادة المستمرة نمواً في متطلبات الإنفاق الجاري للدولة، في حين نجد أن الإنفاق الرأسمالي كان متذبذباً فقد وصل إلى أعلى قيمة له في عام 2009 بمبلغ 1 439.7 مليون دينار، بينما انخفض إلى أدنى قيمة له في عام 2012 عند 675.4 مليون دينار، مما يعكس تغير الأولويات في الاستثمار بالمشاريع ويشير إلى مرونة في القرارات الاستثمارية اعتماداً على الوضع الاقتصادي.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

ويبين لنا الشكل رقم IV-4 التفاوت الملحوظ في نسب نمو الإنفاق العام على مدار السنوات.

الشكل رقم IV-4: معدل نمو الإنفاق العام في الأردن للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (1).

حيث يعكس لنا الشكل رقم IV-4 التقلبات في نسب نمو الإنفاق العام نتيجة التغيرات الاقتصادية والسياسية المختلفة، فبعض السنوات شهدت نمواً إيجابياً قوياً قدر بـ 10.0%، 19.1%، 11.1% خلال 2009، 2011، 2014 على التوالي، مما يدل على زيادة وتوسع كبير في الإنفاق الحكومي نتيجة لسياسات اقتصادية ومشاريع جديدة، بينما شهدت سنوات أخرى تراجعاً في النمو أو نمواً سلبياً مثل 2010 أين انخفض الإنفاق بنسبة -4.5% وقد جاء هذا الانخفاض محصلة لتراجع النفقات الرأسمالية ونمو النفقات الجارية بنسبة ضئيلة ويعكس هذا الأداء سياسات ضبط وترشيد الإنفاق الجاري وتحسين كفاءته وفعاليته من جهة، وتوجيه الإنفاق الرأسمالي وفقاً للأولويات الوطنية من جهة أخرى، كما شهد معدل نمو الإنفاق العام انخفاضاً طفيفاً سنة 2015 بنسبة -1.6%، نتيجة لانخفاض العديد من بنود النفقات الجارية، كما أسهم الانضباط المالي في مجال الدعم وترشيد بنود الإنفاق الاجتماعي في التراجع الذي سجلته النفقات العامة في مقدمتها بند دعم الوحدات الحكومية الذي انخفض بنسبة 43.1%، بالإضافة إلى انخفاض المساعدات الاجتماعية بنسبة 21.7% نظراً لتوقف الحكومة عن صرف الدعم النقدي للمحروقات بسبب انخفاض أسعار النفط العالمية إلى ما دون 100 دولار للبرميل خلال عام 2015، ثم بدأت معدلات نمو الإنفاق العام تشهد تحسناً ملحوظاً بداية من 2021 أين ارتفع الإنفاق بنسبة 7.0% كان ذلك استجابة للحاجة إلى التحفيز الاقتصادي بعد تأثيرات جائحة كوفيد-19، واستمر النمو عند 6.2% في سنة 2022، مما يدل على استمرار الإنفاق المرتفع لتلبية الاحتياجات الاقتصادية والاجتماعية.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

المطلب الثاني: تحليل تطور الإنفاق العام في العراق

باعتباره اقتصادًا يعتمد بشكل كبير على النفط، تأثر الإنفاق العام في العراق بتقلبات أسعار النفط، واتسمت الفترة من 2008 إلى 2022 بتخصيص جزء كبير من الإنفاق لإعادة الإعمار والبنية التحتية بعد فترات النزاعات. عرفت النفقات العامة في العراق خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2022، عدة تقلبات تأثرت بالتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، حيث يُبرز الملحق رقم (2) تطور إجمالي الإنفاق العام ومعدل نموه إلى جانب مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي خلال هذه السنوات كما يوضح الاتجاهات المختلفة التي مرت بها مكونات الإنفاق العام المتمثلة في كل من النفقات الجارية والاستثمارية.

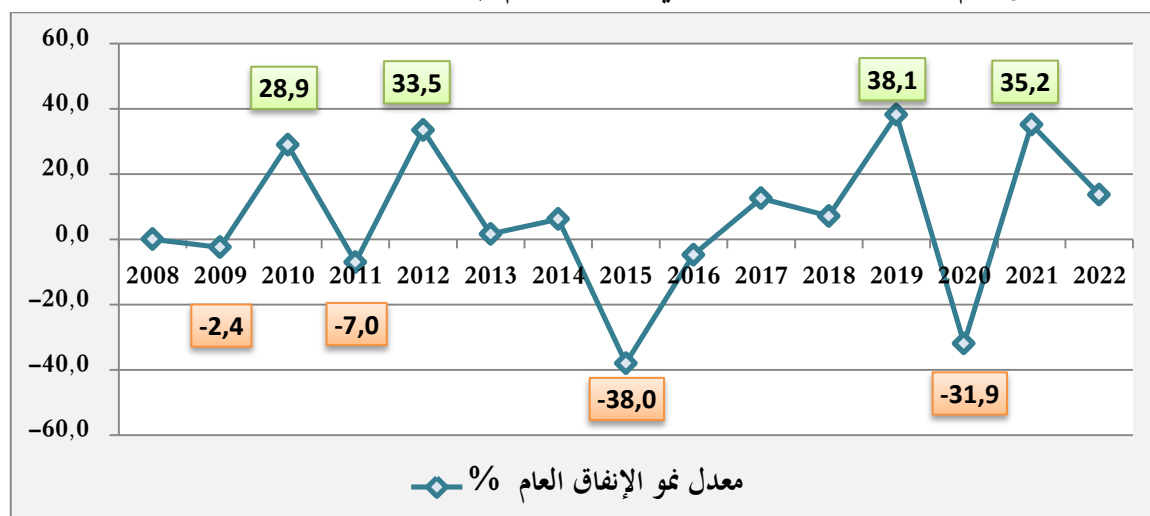
بناءً على بيانات الملحق حول إجمالي الإنفاق العام في العراق بين عامي 2008 و2022، يظهر لنا التزايد الملحوظ في قيم الإنفاق العام عبر السنوات، حيث ارتفعت قيمته من 59 861.00 مليار دينار عراقي في عام 2008 إلى 116 959.60 مليار دينار عراقي في عام 2022، يعكس هذا النمو زيادة في حجم الإنفاق الحكومي على مدار السنوات، وهو ما يشير إلى توسع الحكومة في تقديم الخدمات والاستثمار في البنية التحتية.

كما نلاحظ وجود بعض التقلبات الواضحة حيث زادت قيم إجمالي الإنفاق العام بشكل كبير في بعض السنوات مثل 2010 و2012 و2019 و2021، وهو ما تعكسه معدلات النمو المرتفعة في تلك السنوات التي كانت على التوالي (28.9%)، (33.5%)، (38.1%) و(35.2%)، بينما شهدت السنوات 2009، 2011، 2015 و 2020 انخفاضات حادة في الإنفاق، حيث سجلت فيها معدلات نمو سالبة قدرت بـ (-2.4%) و (-7.0%)، (-38.0%) و(-31.9%) على التوالي، إذ تعكس هذه التغيرات في الإنفاق تأثيرات الأزمات الاقتصادية والسياسية مثل حدوث الأزمة المالية العالمية عام 2008 ودخول العراق في حرب داعش عام 2014 وجائحة كوفيد-19، كل هذه الأسباب أدت إلى انهيار أسعار النفط وانخفاض الطلب العالمي عليه وبالتالي انخفاض الإيرادات الحكومية نظراً لاعتماد الاقتصاد العراقي الكبير على إيرادات النفط التي تتأثر بتقلبات أسعاره.

وبعد تراجعها في 2020، شهد الإنفاق العام ارتفاعاً ملحوظاً في 2021، وهو ما يوضحه الشكل رقم IV-5 حيث سجل الإنفاق العام معدل نمو إيجابي قدر بـ (35.2%)، مما يعكس محاولات الحكومة للتعافي الاقتصادي وزيادة الإنفاق لتلبية احتياجات البلاد المتزايدة في مختلف القطاعات من خلال الإنفاق على الخدمات العامة والبنية التحتية لمواجهة التحديات الاقتصادية.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

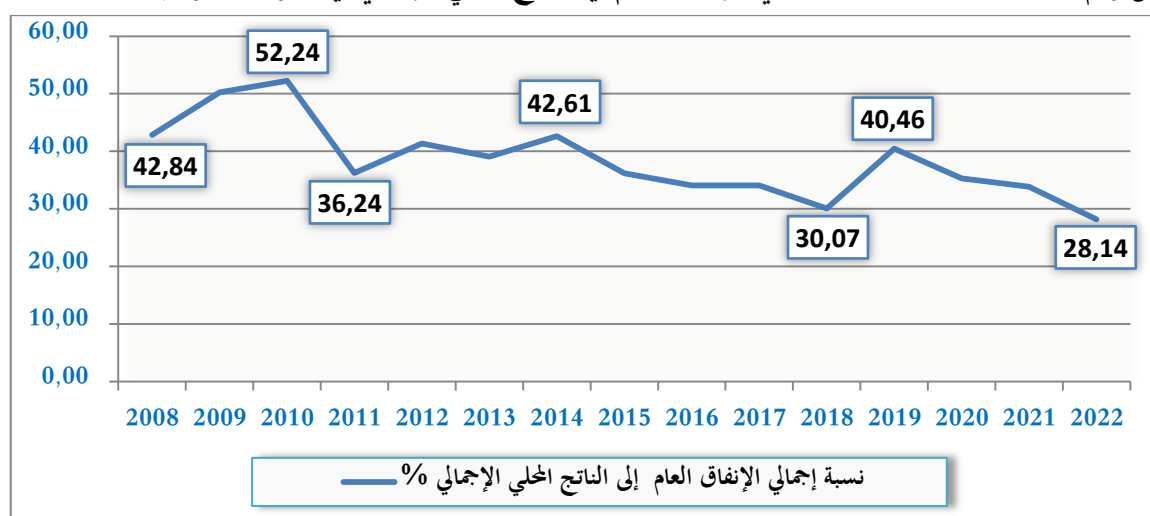
الشكل رقم IV-5: معدل نمو إجمالي الإنفاق العام في العراق للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (2)

وعندما نتفحص الإنفاق العام من حيث مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة من 2008 إلى 2022، يتضح لنا أن النفقات العامة ساهمت بنسبة معتبرة في الناتج المحلي كما يوضحه لنا الشكل رقم IV-6، ففي بعض السنوات تجاوزت نسبة الإنفاق العام نصف الناتج المحلي الإجمالي، حيث بلغت ذروتها عند 52.24% في عام 2010، وظلت تشكل نسبة جيدة من الناتج حتى عند تدنيها في سنوات أخرى إذ وصل أدنى مستوى لها إلى 28.14% في عام 2022 بسبب اتباع سياسات التقشف ومحاولات التقليل من الاعتماد على الإنفاق الحكومي لتعزيز النمو الاقتصادي، وعلى الرغم من ارتفاع نسبة الإنفاق العام، لم تحقق هذه النفقات الأهداف المرجوة اقتصادياً واجتماعياً، حيث بقي الاقتصاد العراقي عرضة للتأثر بالتقلبات العالمية لأسعار النفط.

الشكل رقم IV-6: نسبة مساهمة إجمالي الإنفاق العام في الناتج المحلي الإجمالي في العراق للفترة (2008-2022)

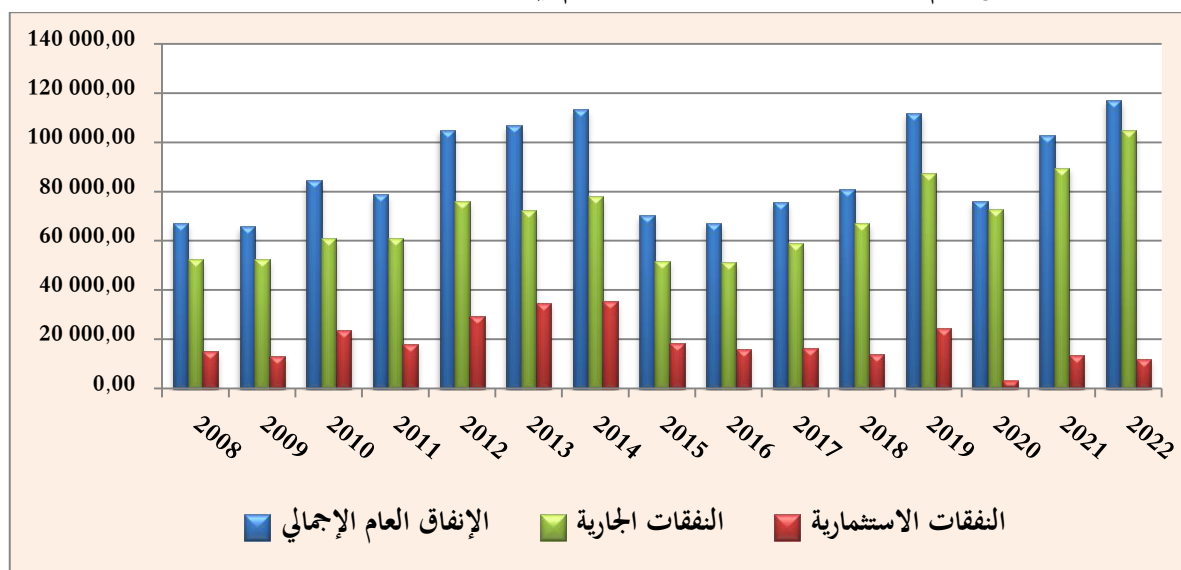


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (2).

أما فيما يتعلق بمكونات الإنفاق العام في العراق خلال الفترة (2008 - 2022) فهي موضحة في الشكل الموالي:

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV-7: مكونات الإنفاق العام في العراق للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (2).

نستطيع من خلال الشكل أعلاه ملاحظة ما يلي:

- **النفقات الجارية:** تشكل النسبة الأكبر من الإنفاق العام، حيث استمرت بالارتفاع بشكل ملحوظ من 2008 حتى 2022، إذ انتقلت قيمتها من 52 301.18 مليار دينار التي تشكل ما نسبته 77.74% من إجمالي الإنفاق العام في 2008 إلى أكثر من 104 941.10 مليار دينار والتي تشكل حوالي 89.72% من إجمالي الإنفاق العام في سنة 2022، مما يشير إلى تزايد الإنفاق على الرواتب والدعم والخدمات الحكومية، وهي نفقات غالبًا ما تكون ضرورية للحفاظ على استقرار الوضع الاقتصادي والاجتماعي.
- **النفقات الاستثمارية:** كانت متذبذبة، لكنها عمومًا أقل من النفقات الجارية، حيث بلغت النفقات الاستثمارية في 2014 ما قيمته 35 487.40 مليار دينار، ثم انخفضت بعدها، حتى وصلت إلى أدنى مستوى لها عند 3 208.90 مليار دينار في 2020، مشكلة نسبة 4.22% فقط من إجمالي الإنفاق العام وهو انخفاض حاد قد يؤثر سلبًا على قدرة الاقتصاد على تحقيق نمو طويل الأجل، نظرًا لأن هذه النفقات تشمل مشاريع البنية التحتية وتطوير القطاعات الإنتاجية، وفي 2021 و 2022، ارتفعت النفقات الاستثمارية قليلًا لكنها بقيت عند مستويات متدنية نسبيًا مقارنةً بالنفقات الجارية، إذ لم تتعد مساهمتها في إجمالي الإنفاق العام نسبة 13%، مما يوضح تركيز الحكومة على النفقات الجارية بدلًا من الاستثمار في المشاريع الجديدة.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

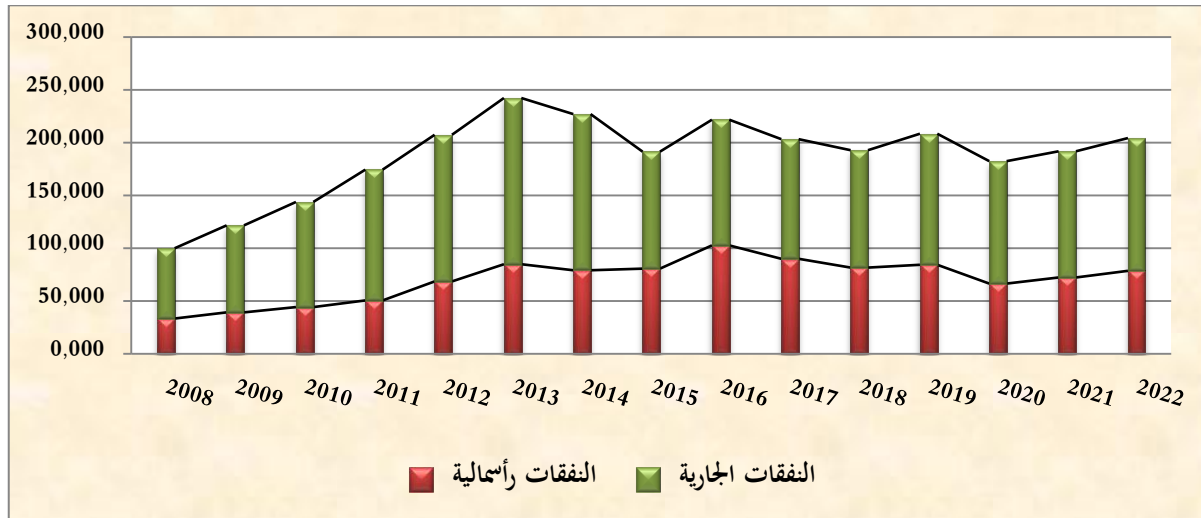
المطلب الثالث: تحليل تطور الإنفاق العام في قطر

استفادت قطر من فائض الإيرادات النفطية والغازية، ما أتاح لها مرونة مالية مكنتها من توجيه الإنفاق العام نحو مشاريع تنمية كبرى، لا سيما في إطار استضافتها لكأس العالم 2022.

يُعد الإنفاق العام أحد أهم المصادر التي تغذي تيار الدخل والإنفاق والسيولة المحلية في الاقتصاد القطري، ويركز هذا الإنفاق بشكل أساسي على تطوير الموارد البشرية والاجتماعية والاقتصادية والبيئية، وبناءً على ذلك، خُصصت نسبة كبيرة من الموازنة العامة للمشروعات العامة والبنية التحتية، ومع ذلك، شهد الإنفاق العام في السنوات الأخيرة اعتدالا نتيجة استكمال العديد من المشاريع المرتبطة بكأس العالم 2022، إلى جانب توجه الحكومة نحو تعزيز كفاءة الإنفاق من خلال تحديد أولويات الصرف وترتيبها.

ومن أجل تحليل الإنفاق العام في قطر سنتتبع تطور هيكل الإنفاق العام خلال فترة الدراسة (2008-2022) الذي يوضحه لنا الشكل الموالي:

الشكل رقم IV-8: تطور هيكل الإنفاق العام في قطر للفترة (2008-2022) الوحدة: مليار ريال قطري



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (3).

يظهر من خلال الرسم البياني أعلاه أن النفقات العامة في قطر واصلت وتيرة نموها حيث شهدت تطورا ملحوظا منذ 2008 إلى 2022، كما أن النفقات الجارية ظلت أعلى بشكل ملحوظ من النفقات الرأسمالية في معظم السنوات حيث بلغت نسبتها من إجمالي الإنفاق العام في سنة 2011 حوالي 71% وهي أعلى نسبة لها خلال فترة الدراسة مقارنة بنسبة النفقات الرأسمالية التي بلغت 29 % فقط من إجمالي الإنفاق العام مما يشير إلى تركيز أكبر على المصروفات الجارية بدلاً من الاستثمار طويل الأجل، ويمكن توضيح ذلك بشكل أكثر كما يلي:

● الفترة (2008-2013): شهد إجمالي الإنفاق العام زيادة متواصلة من 99 958 مليار ريال قطري في 2008 إلى 242 256 مليار في 2013، ما يمثل نمواً إيجابياً قوياً خلال هذه الفترة، هذا النمو يعكس

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

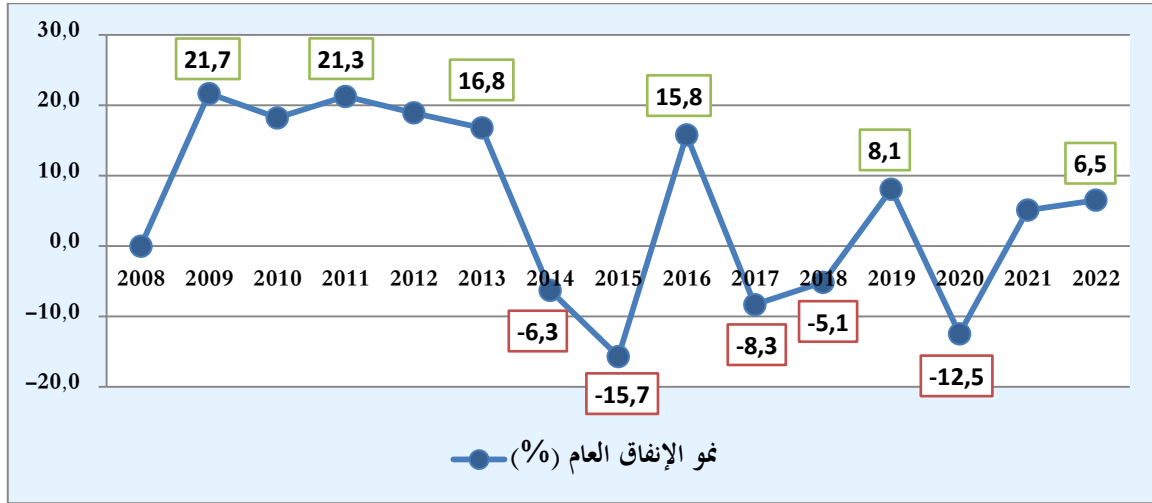
التوسع في المشروعات الحكومية وزيادة الإنفاق على الخدمات العامة بفضل الإيرادات المرتفعة الناتجة عن قطاع النفط والغاز، حيث تراوحت نسب النمو بين 16.8% و 21.7%، كما يوضحها الشكل رقم IV-9 أدناه، مما يدل على توسع سريع في الإنفاق خلال هذه الفترة، خاصة في النفقات الجارية التي سجلت ارتفاعاً تدريجياً من 66 529 مليار ريال قطري في 2008 إلى 157 416 مليار في 2013، كما ارتفعت النفقات الرأسمالية (الإثائية) بشكل كبير حتى بلغت ذروتها عند 84 840 مليار ريال في 2013، مدفوعة بالمشروعات التنموية والبنية التحتية وهو أكبر معدل إنفاق في الفترة.

● **الفترة (2014-2020):** بدأ الإنفاق في التراجع بعد عام 2013، حيث انخفض إلى أدنى مستوياته في 2020 عند 182 454 ملياراً، هذا الانخفاض كان نتيجة التراجع التدريجي لكل من النفقات الجارية والرأسمالية على حد سواء حيث انخفضت النفقات الجارية من 147 864 مليار ريال قطري في 2014 إلى 115 922 مليار ريال في 2020، بينما انخفضت النفقات الرأسمالية خلال نفس الفترة من 79 149 مليار ريال إلى 66 532 وذلك نتيجة السياسات التقشفية وتبني سياسات ترشيد الإنفاق العام بالإضافة إلى انخفاض أسعار وصادرات الطاقة بسبب وباء كورونا، كما سجلت تقلبات حادة ونمو سلبي فبدأت نسب النمو في التراجع الحاد منذ عام 2014 حيث سجلت -6.3% ثم -15.7% في 2015، مما يعكس تقليصاً حاداً في الإنفاق، ثم عاد النمو إلى مستوى إيجابي في 2016 عند 15.8%، لكنه لم يستمر طويلاً، حيث عادت نسب النمو السلبية فكان هناك انخفاض واضح في نسب النمو بدءاً من قيمة -8.3% في 2017 وصولاً إلى -12.5% في 2020، مما يدل على تباطؤ أو تقليص في الإنفاق العام، بسبب سياسات التقشف والتأثيرات الاقتصادية والصحية العالمية.

● **الفترة (2021-2022):** عادت الزيادة التدريجية في الإنفاق العام وذلك نتيجة تشغيل عدد من المنشآت والمرافق المرتبطة باستضافة بطولة كأس العالم 2022 مع وصول الإنفاق العام إلى 204 300 مليار ريال قطري في 2022، مما يشير إلى سياسات أكثر توازناً بين الإنفاق الجاري والرأسمالي، الذين بلغت نسبتهما إلى إجمالي الإنفاق العام على التوالي 61.53% و 38.47%، كما يعكس الانتعاش في الإيرادات الحكومية والنمو الإيجابي في إجمالي الإنفاق العام حيث بلغ 5.1% في 2021 و 6.5% في 2022، مما يشير إلى انتعاش محدود بعد فترة طويلة من التقلبات.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

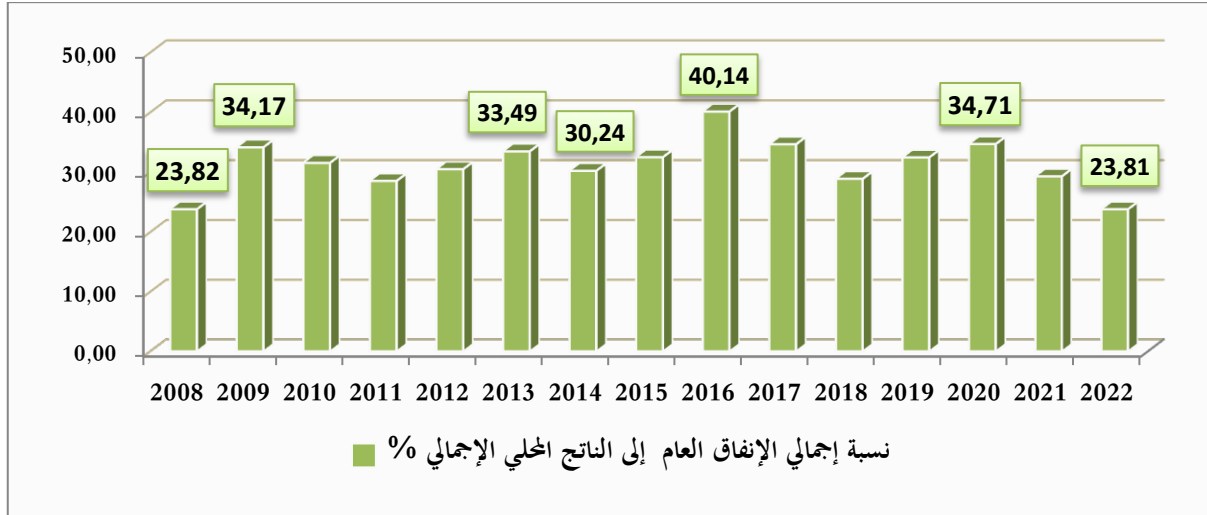
الشكل رقم IV-9: معدل نمو إجمالي الإنفاق العام في قطر للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (3).

أما فيما يخص نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي فهي مؤشر مهم يعكس كفاءة إدارة المالية العامة ومدى تأثير السياسات الحكومية على النشاط الاقتصادي فالنسبة المرتفعة المستمرة قد تكون مؤشراً لضغوط مالية أو أزمات اقتصادية، بينما النسب المنخفضة تعكس نمواً اقتصادياً مستقراً ومتوازناً، حيث شهدت نسبة الإنفاق العام إلى الناتج المحلي الإجمالي في قطر تذبذباً ملحوظاً خلال الفترة من 2008 إلى 2022 كما يظهر من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم IV-10: الأهمية النسبية للإنفاق العام في الناتج المحلي الإجمالي في قطر للمدة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (3).

- الفترة (2008-2013): اتسمت بارتفاع تدريجي للنسبة، حيث انتقلت من 23.82% في 2008 إلى ذروة عند 34.17% في 2009، ثم استقرت النسبة بين 28% و34% حتى 2013، هذا يعكس سياسة توسعية لدعم الاقتصاد بعد الأزمة المالية العالمية 2008.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

- الفترة (2014-2020): ارتفعت النسبة بشكل حاد في 2016 إلى أعلى مستوى في الفترة عند 40.14% وهي الأعلى خلال الفترة، مما يعكس ضغوطاً مالية واعتماداً أكبر على الإنفاق العام في ظل ضعف الناتج المحلي الإجمالي الذي تراجع بنسبة 2.6% نتيجة تداعيات جائحة كوفيد 19 وانخفاض الطلب على منتجات الطاقة بسبب إجراءات الإغلاق في مختلف دول العالم، انخفضت النسبة بعد ذلك تدريجياً مع بعض التذبذبات، ثم شهدت ارتفاعاً آخر في سنة 2020 حيث وصلت إلى 34.71% خلال الجائحة، نظراً لتوجه الحكومة إلى زيادة الإنفاق العام للتخفيف من التداعيات الاقتصادية والاجتماعية للجائحة.
- الفترة (2021-2022): عادت النسبة إلى مستويات قريبة من تلك المسجلة في 2008، حيث بلغت 23.81% في 2022، مما يشير إلى تعافٍ اقتصادي نتيجة نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 2.2% مقارنة بالإنفاق العام.

المطلب الرابع: تحليل تطور الإنفاق العام في الجزائر

شهد الإنفاق العام توسعاً ملحوظاً بسبب عائدات النفط، ولكن مع انخفاض الأسعار، واجهت الجزائر تحديات في الحفاظ على نفس مستويات الإنفاق العام دون التأثير على الاحتياطيات.

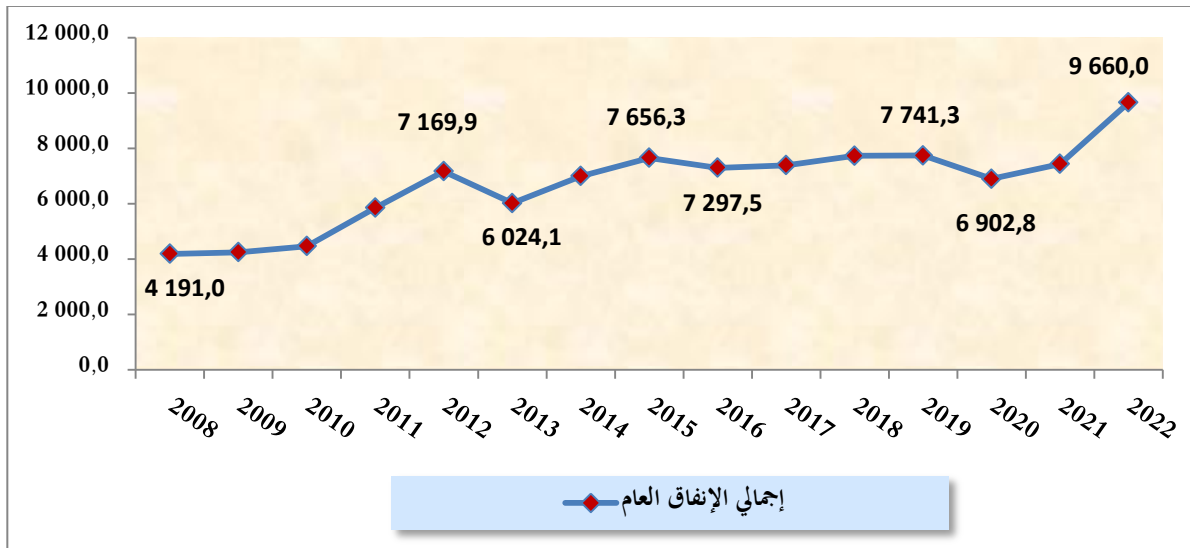
تشكل النفقات العامة جزءاً رئيسياً في السياسات الاقتصادية، كما أنها تشهد تزايداً مستمراً في العديد من دول العالم لأسباب عدة من أبرزها زيادة الحاجات العامة، ورغم أن زيادة النفقات العامة قد تساهم في دعم النمو والاستقرار، إلا أنها قد تؤدي إلى عجز في الميزانية أو ارتفاع في الدين العام إذا لم يتم ضبطها بشكل مدروس، وقد شهدت الجزائر كغيرها من الدول نمواً ملحوظاً في الإنفاق العام بوتيرة متزايدة، خاصة منذ بداية عام 2000، حين اعتمدت الدولة سياسة إنفاق توسعية نتيجة تطبيق برامج الإنعاش الاقتصادي إلى جانب تأثير التطورات السياسية والاجتماعية التي مرت بها البلاد، ولرصد تطور النفقات العامة خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2022، تم إعداد الملحق رقم (4) الذي يبين لنا التطورات التي طرأت على إجمالي الإنفاق العام سنوياً، إلى جانب التركيز على إبراز تطور مكونات هذا الإنفاق والمتمثلة أساساً في كل من نفقات التشغيل ونفقات التجهيز.

بشكل عام، نلاحظ من خلال الشكل رقم IV-11 الزيادة التدريجية لإجمالي الإنفاق العام إذ ارتفع من 191.0 مليار د.ج سنة 2008 إلى 660.0 مليار د.ج في سنة 2022، مما يشير إلى نمو كبير خلال هذه الفترة، لكن على الرغم من الاتجاه التصاعدي العام، هناك بعض السنوات التي شهدت تراجعاً في إجمالي الإنفاق العام مثل سنة 2013 التي انخفضت فيها قيمته لتصل إلى 024.1 مليار د.ج بعد ارتفاعها في 2012، كما عرف تذبذباً آخر سنة 2020 حيث بلغت قيمته 902.8 مليار د.ج أي بنسبة تراجع قدرت

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

بـ (-10.83%)، نتيجة للأحداث الاستثنائية التي فرضتها جائحة كورونا، وفي سنة 2022 وصل الإنفاق إلى أعلى مستوى له في الفترة المذكورة بمقدار 9 660.0 مليار د.ج، مما يشير إلى زيادة ملحوظة مقارنة بالسنوات السابقة، كما شهدت الفترة بين 2014 و2019 استقراراً نسبياً حيث كان إجمالي الإنفاق العام في حدود 7 000.0 إلى 7 700.0 مليار د.ج تقريباً وهي فترة من الثبات تشير إلى استقرار نسبي في السياسات المالية، وهذا ما يوضحه كذلك المنحنى التصاعدي لإجمالي الإنفاق العام منذ سنة 2008 إلى غاية 2022 وهو ما يبينه الشكل الموالي:

الشكل رقم IV-11: اتجاه تطور إجمالي الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2008-2022

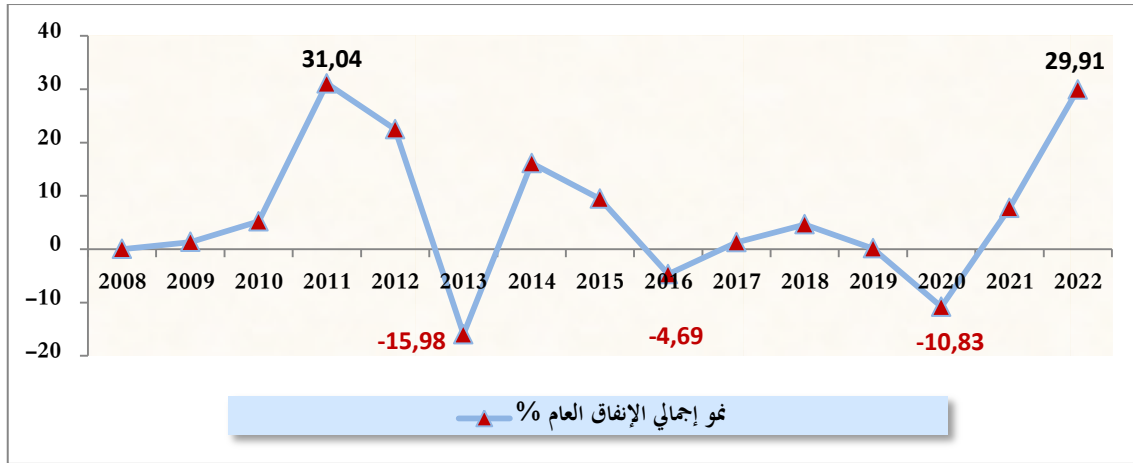


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (4)

وعلى الرغم من الاتجاه التصاعدي لهذا الإنفاق إلا أن هذا لم يمنع من بعض التقلبات في معدلات النمو، حيث يُظهر لنا الشكل رقم IV-12 أن هناك تذبذباً ملحوظاً في نسب النمو في إجمالي الإنفاق العام التي تراوحت بين ارتفاعات كبيرة مثل (31.04%) و(29.91%)، وانخفاضات تصل إلى (-15.98%) و(-10.83%)، ومن المهم النظر في العوامل الاقتصادية والسياسية التي قد تكون أثرت على هذه التغيرات من سنة إلى أخرى، مما يعكس استجابة الإنفاق العام للظروف الاقتصادية والسياسية المختلفة خلال فترة الدراسة، وهذا راجع للسياسة المالية التوسعية المنتهجة من قبل الدولة.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

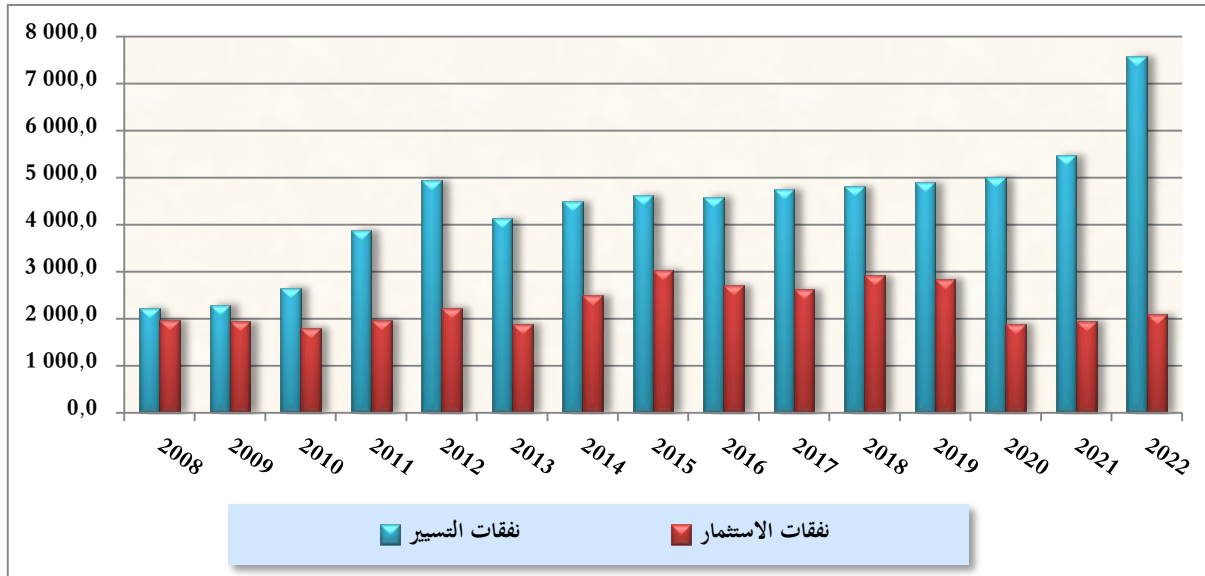
الشكل رقم IV-12: معدلات نمو إجمالي الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (4)

ويمكن تحليل مكونات الإنفاق العام في الجزائر من خلال الشكل الموالي الذي يعرض لنا تمثيلا بيانيا لنفقات التشغيل ونفقات التجهيز على مدى سنوات الدراسة كما يلي:

الشكل رقم IV-13: هيكل الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 2008-2022 (الوحدة: مليار د.ج)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (4)

حيث نلاحظ من خلال الشكل أعلاه ما يلي:

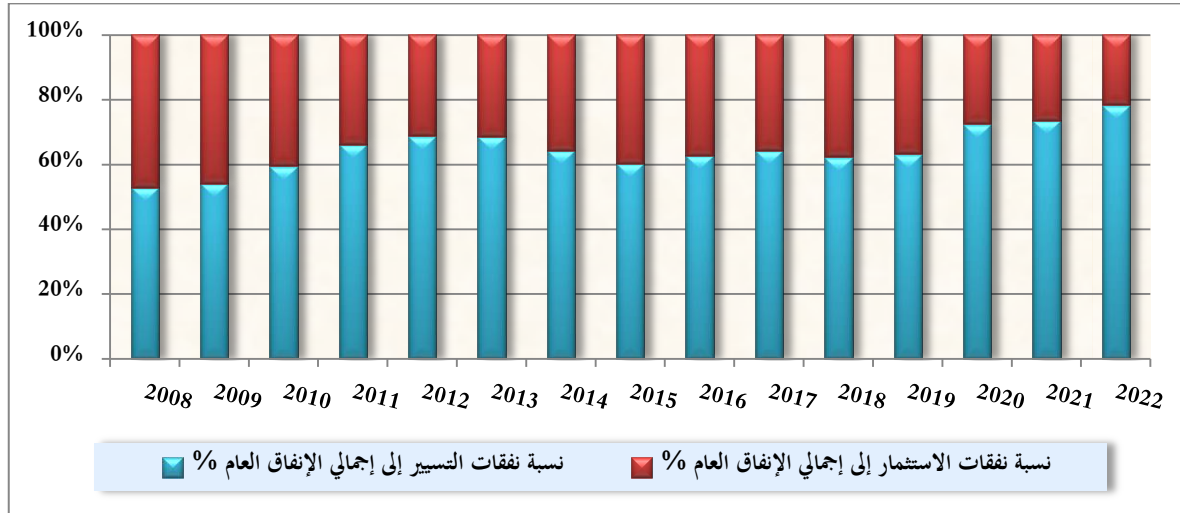
- أن نفقات التشغيل تمثل الجزء الأكبر من الإنفاق طيلة سنوات الدراسة، وهي تكاليف التشغيل الجارية للحكومة مثل الرواتب والخدمات الأساسية، كما أن هناك اتجاه تصاعدي واضح في نفقات التشغيل التي ارتفعت من 2 217.7 مليار د.ج سنة 2008 إلى 7 573.7 مليار د.ج سنة 2022، كما شهدت بعض السنوات زيادات كبيرة، مثل الفترة بين 2008 و 2012 حيث تضاعفت نفقات التشغيل من حوالي 2 217.7 إلى

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

935.9 4 مليار د.ج، بعد 2012، استمرت نفقات التسيير في الارتفاع التدريجي، مع بعض الاستقرار النسبي خلال بعض السنوات مثل الفترة بين 2014 و2017.

• نفقات التجهيز والتي تمثل الجزء الثاني من الإنفاق العام أظهر اتجاهها العام بعض التذبذب بين الارتفاع والانخفاض، حيث كانت أقل استقراراً من نفقات التسيير، بين سنتي 2008 و2012 كان هناك زيادة تدريجية من 1 973.3 إلى 2 234.0 مليار د.ج، مما قد يشير إلى زيادة الاستثمارات خلال تلك الفترة، وبين سنتي 2013 و 2016، استمرت الزيادة لتصل إلى أعلى مستوياتها عند 3 039.3 مليار د.ج، ثم بدأت في الانخفاض التدريجي إلى 1 893.5 مليار د.ج سنة 2020، وفي 2021 و2022، شهدت نفقات التجهيز زيادة بسيطة، حيث بلغت 1 956.4 و2 086.3 مليار د.ج على التوالي. أما فيما يتعلق بنسب كل من نفقات التسيير والتجهيز إلى إجمالي الإنفاق العام فهي موضحة في الشكل الموالي:

الشكل رقم IV-14: نسب نفقات التسيير والتجهيز إلى إجمالي الإنفاق العام في الجزائر للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (4)

ففي عام 2008 كانت نسبة نفقات التسيير 52.92% وازدادت تدريجياً لتصل إلى 78.40% في عام 2022، وهذا ما يشير إلى زيادة التركيز على النفقات الجارية مقارنةً بنفقات التجهيز هذه الأخيرة التي شهدت انخفاضاً ملحوظاً، ففي عام 2008، كانت نسبة نفقات التجهيز 47.08%، وتراجعت تدريجياً لتصل إلى 21.60% في عام 2022، يعكس هذا تراجعاً في الإنفاق على المشاريع الاستثمارية والتجهيزية، مما قد يؤثر على النمو الاقتصادي على المدى الطويل، حيث كان هناك انخفاض ملحوظ في نسبة نفقات التجهيز إلى إجمالي الإنفاق العام من 27.43% في 2020 إلى 21.60% في 2022، وزيادة متوازنة في نسبة نفقات التسيير، نتيجة توجه حكومي نحو التركيز على الإنفاق الجاري، والتغيرات الاقتصادية والعالمية التي أثرت على تخصيص الموارد، مثل تراجع أسعار

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

النفط وجائحة كورونا، مما أدى إلى زيادة التركيز على الإنفاق الجاري مقابل تقليل الاستثمارات الجديدة، وبشكل عام قد يشير هذا إلى الاعتماد على الأولويات الحالية، لكنه قد يؤثر على التنمية والاستدامة الاقتصادية على المدى الطويل.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

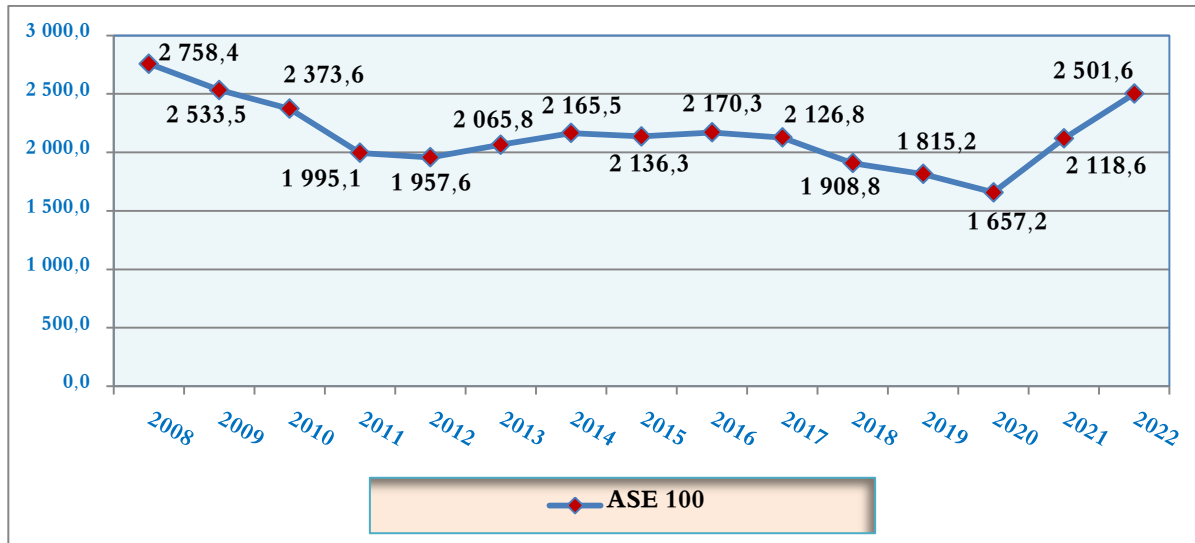
المبحث الثاني: تحليل تطور مؤشرات الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية خلال الفترة 2008-2022

شهدت البورصات في دول مثل الأردن، العراق، قطر، والجزائر تطورات متفاوتة تعكس واقعها الاقتصادي ومستوى انفتاحها على الاستثمارات، إذ يُعد سوق عمان المالي من الأسواق النشطة في المنطقة، حيث يشهد تداولات منتظمة مع جهود لتحسين الشفافية وجذب الاستثمارات الأجنبية، أما العراق فيعاني سوق الأوراق المالية فيه من تحديات كبيرة بسبب الأوضاع الأمنية والسياسية، مع محدودية التداولات وضعف السيولة، لكنه يشهد محاولات لتعزيز البنية التحتية المالية، بينما تتمتع بورصة قطر بمكانة قوية في المنطقة، مدعومة بفوائض الطاقة واستثمارات ضخمة في الشركات المدرجة، مما يجعلها واحدة من أكثر البورصات نشاطاً وجاذبية في الخليج، في حين تعاني بورصة الجزائر من قلة النشاط وضعف الإقبال نتيجة هيمنة الاقتصاد الريعي على البلاد، مما يحد من تطور هذا القطاع، وبشكل عام تختلف مستويات نضج وتطور البورصات في هذه الدول تبعاً لأوضاعها الاقتصادية والسياسية ومدى تكاملها مع الأسواق العالمية، حيث سنتعرف من خلال هذا المبحث على واقع الأسواق المالية في هذه الدول.

المطلب الأول: تطور مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية

أولاً- تطور المؤشر العام ASE 100: يعكس هذا المؤشر مدى تأثر الاقتصاد الأردني بالعوامل العالمية مثل الأزمة المالية وجائحة كورونا والعوامل المحلية المتمثلة في الوضع الاقتصادي والسياسي، حيث أظهر مؤشر بورصة عمان ASE 100 تذبذباً واضحاً خلال الفترة بين 2008 و2022، لكن على الرغم من ذلك فقد صنفت بورصة عمان من بين أفضل ثلاث بورصات عربية رئيسية من حيث أداء المؤشر العام خلال سنة 2022، ويعرض لنا الشكل أدناه تطورات هذا المؤشر خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم IV-15: تطور المؤشر العام لبورصة عمان ASE 100 خلال الفترة (2008-2022) الوحدة: نقطة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (5).

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

حيث نلاحظ أن المؤشر بدأ بقيمة 2 758.4 نقطة في عام 2008 وشهد انخفاضاً حاداً ليصل إلى 1 957.6 نقطة في 2012 نتيجة التأثير بالأزمة المالية العالمية 2008 وما تبعها من ركود اقتصادي عالمي، ثم شهد مرحلة من الاستقرار النسبي أين تراوحت فيها قيم المؤشر بين 2 065.8 نقطة في 2013 و 2 126.8 نقطة في 2017، ليتراجع المؤشر بعد ذلك حتى بلغ أدنى مستوى له في 2020 عند 1 657.2 نقطة، نتيجة تأثيرات جائحة كورونا التي أدت إلى انخفاض النشاط الاقتصادي وتراجع الثقة في الأسواق وخاصة المالية منها، ثم سجل المؤشر تعافياً ملحوظاً بعدها يصل إلى 2 501.6 نقطة في 2022 كنتيجة لتحسن الأوضاع الاقتصادية العالمية، وانتعاش الأسواق المالية وزيادة الثقة في الاقتصاد المحلي بعد الجائحة، وبالرغم من التذبذب خلال فترة الدراسة غير أن مؤشر ASE 100 يعكس مرونة السوق الأردني وإمكاناته وقدرته على استعادة ثقة المستثمرين والتعافي في الأزمات.

ثانياً- تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات: شهد عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في بورصة عمان تذبذباً واضحاً على مدار السنوات من 2008 إلى 2022، حيث كان هناك تراجع كبير في التداولات بعد 2008، واستقرار نسبي بعد 2012، ثم تحسن تدريجي بعد 2020، هذا ما يوضح تفاعل السوق الأردني مع الأزمات وتحاوله مع تحسن الأوضاع الاقتصادية العالمية، كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم IV-1: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)

السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	عدد الصفقات	السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	عدد الصفقات	السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	عدد الصفقات
2008	5 442.3	3 780.9	2013	2 705.8	1 074.4	2018	1 245.9	511.8
2009	6 022.5	2 964.6	2014	2 321.8	956.0	2019	1 247.2	503.0
2010	6 988.9	1 880.2	2015	2 585.8	899.0	2020	1 142.7	421.0
2011	4 072.3	1 318.3	2016	1 836.7	786.2	2021	1 538.2	818.3
2012	2 384.1	975.0	2017	1 716.7	717.5	2022	1 155.7	737.9

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات من 2008 إلى 2022.

حيث نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن سنة 2008 سجلت أعلى مستوى في عدد الأسهم المتداولة والصفقات بسبب النشاط الكبير قبل الأزمة المالية العالمية، فكان حجم التداول مرتفعاً جداً عند 5 442.3 مليون سهم وعدد الصفقات بلغ 3 780.9 صفقة، ويعزى هذا الارتفاع إلى النشاط الكبير في السوق قبل الأزمة المالية العالمية، بعدها حدث تراجع ملحوظ في التداولات وعدد الصفقات، حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة من 6 022.5 مليون سهم في 2009 إلى 2 384.1 مليون سهم في 2012، وتراجع عدد الصفقات بشكل مشابه، وهو ما يعكس تأثير الأزمة المالية العالمية على السوق الأردني، ثم شهد السوق سنة 2013 تحسناً نسبياً في عدد الأسهم المتداولة

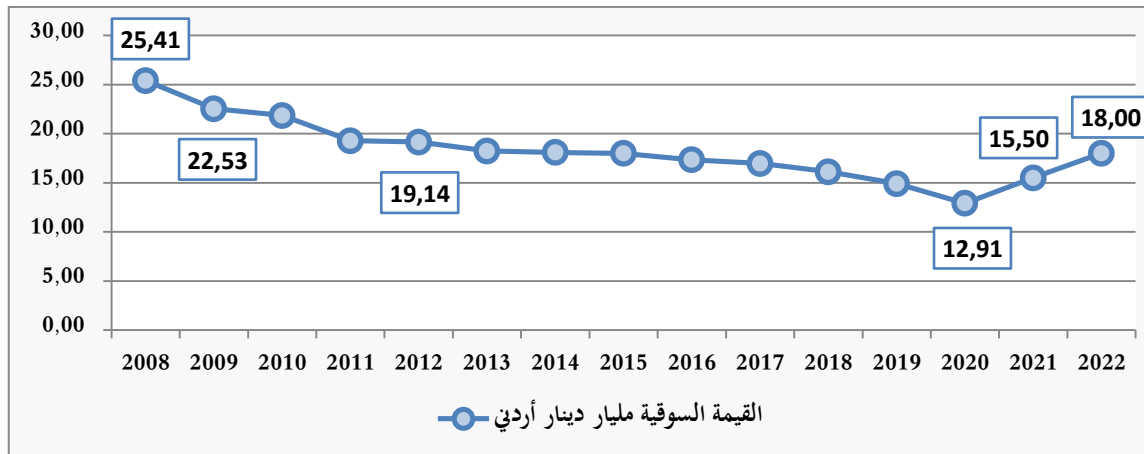
الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الذي بلغ 2 705.8 مليون سهم، لكن عدد الصفقات كان أقل عند 1 074.4 صفقة، هذا يشير إلى عودة النشاط الاقتصادي ولكن مع استمرار الحذر في التداولات، وظل التداول في مستويات متوسطة نسبياً في الفترة بين 2014-2017، حيث تراوح بين 2 321.8 مليون سهم في 2014 و 1 716.7 مليون سهم في 2017، مع انخفاض مستمر في عدد الصفقات، واستمرت البورصة في تسجيل مستويات منخفضة من التداول خلال عامي 2018 و 2019 حيث تراوحت الأحجام بين 1 245.9 مليون سهم و 1 247.2 مليون سهم، وعدد الصفقات بين 511.8 صفقة و 503.0 صفقة، مما يعكس استمرارية ضعف النشاط مع بعض التحسن الطفيف، شهدت البورصة انخفاضاً أكبر عام 2020 في التداول إلى 1 142.7 مليون سهم وعدد الصفقات إلى 421.0 صفقة، ما يعكس تأثير جائحة كورونا على السوق الأردني من حيث انخفاض النشاط الاقتصادي وتداول الأسهم، ثم شهدت سنتي 2021 و 2022 بعض التحسن في التداولات، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة 1 538.2 مليون سهم في 2021، وارتفع إلى 1 155.7 مليون سهم في 2022، مع تحسن ملحوظ في عدد الصفقات.

ثالثاً- تطور مؤشرات حجم السوق

1- القيمة السوقية: شهدت القيمة السوقية في بورصة عمان تقلبات كبيرة بين 2008 و 2022، حيث تأثرت بالأزمة المالية العالمية 2008، والربيع العربي 2011، وجائحة كورونا 2020، مما أدى إلى تراجع كبير في بعض الفترات، ورغم التحديات، أظهرت البورصة مرونةً مع انتعاش تدريجي منذ 2021 وهو ما يظهره لنا الشكل الموالي.

الشكل رقم IV-16: تطور القيمة السوقية لبورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (5).

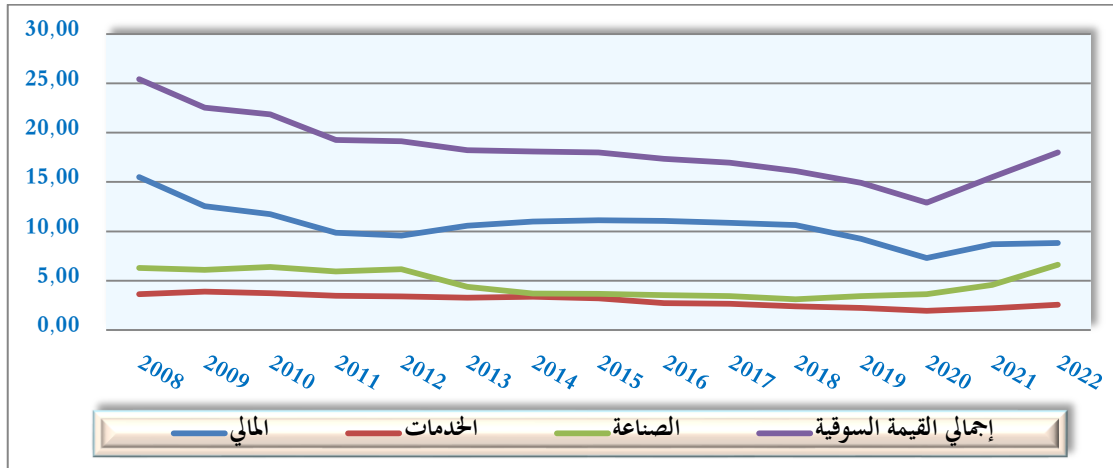
يُظهر الشكل اتجاهاً تنازلياً عاماً في القيمة السوقية لبورصة عمان بين عامي 2008 و 2020، مع انخفاض حاد ملحوظ خلال هذه الفترة، حيث بلغت في سنة 2008 أعلى قيمة لها خلال فترة الدراسة بمقدار 25.41 مليار دينار أردني، مشكلة بذلك ما نسبته 168.81% من الناتج المحلي الإجمالي، تعكس هذه القيمة النشاط الكبير في بورصة عمان قبل الأزمة المالية العالمية، ثم عرفت انخفاضاً تدريجياً بين 2009-2012 نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية حيث انخفضت القيمة السوقية من 22.53 مليار دينار سنة 2009 إلى 19.14 مليار دينار 2012 ثم

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

استمرت القيمة السوقية في التراجع التدريجي إلى أن سجلت أدنى مستوى لها عند 12.91 مليار دينار، حيث انخفض معدل رزمة السوق إلى 41.61% في سنة 2020 نتيجة التأثير الكبير للجائحة كورونا التي أدت إلى انخفاض النشاط الاقتصادي وتراجع الأسواق المالية نتيجة تداعيات الإغلاق الشامل، ومع ذلك بدأت القيمة السوقية في التعافي اعتباراً من عام 2021 مع ارتفاع القيمة السوقية إلى 15.50 مليار دينار، يشير ذلك إلى مرونة السوق وقدرته على استعادة النشاط مع تحسن الظروف الاقتصادية بعد الجائحة، ثم استمر التحسن الملحوظ ليصل إلى 18.00 مليار دينار نجم عنه ارتفاع معدل رزمة السوق إلى 53.44% في سنة 2022، وهو مؤشر إيجابي على استجابة البورصة لعودة النشاط الاقتصادي بعد الجائحة، وتحسن ثقة المستثمرين.

يمكننا أيضاً تتبع تطور إجمالي القيمة السوقية في القطاعات الرئيسية في بورصة عمان لنفس الفترة وهي القطاع المالي، قطاع الخدمات، وقطاع الصناعة التي يوضحها لنا الشكل رقم IV-17، الذي نلاحظ من خلاله أن القطاع المالي كان دائماً الأكبر من حيث القيمة السوقية مقارنة ببقية القطاعات بالرغم من أنه شهد انخفاضاً مستمراً من 15.50 مليار دينار في 2008 إلى 7.31 مليار دينار في 2020 ثم ارتفع قليلاً سنتي 2021 و2022 ليصل إلى 8.83 مليار دينار، أما قطاع الخدمات فحافظ على مستوى مستقر نسبياً مقارنة بالقطاعات الأخرى، حيث انخفض من 3.63 مليار دينار في 2008 إلى 1.96 مليار دينار في 2020، ثم شهد تحسناً تدريجياً إلى 2.56 مليار دينار في 2022، في حين أظهر قطاع الصناعة تقلبات ملحوظة لكنه تميز بزيادة كبيرة في 2022 ليصل إلى 6.61 مليار دينار، وهو أعلى قيمة له منذ 2008 حيث يتبين لنا أن هذه القطاعات تأثرت بالعديد من العوامل الاقتصادية، مثل الأزمات المالية وأسعار الطاقة والسياسات الاقتصادية ثم عرفت تعافياً في السنوات الأخيرة خاصة بعد 2020، قد يكون مرتبطاً بتحسّن الظروف الاقتصادية العالمية والمحلية.

الشكل رقم IV-17: القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان قطاعياً خلال الفترة (2008-2022)



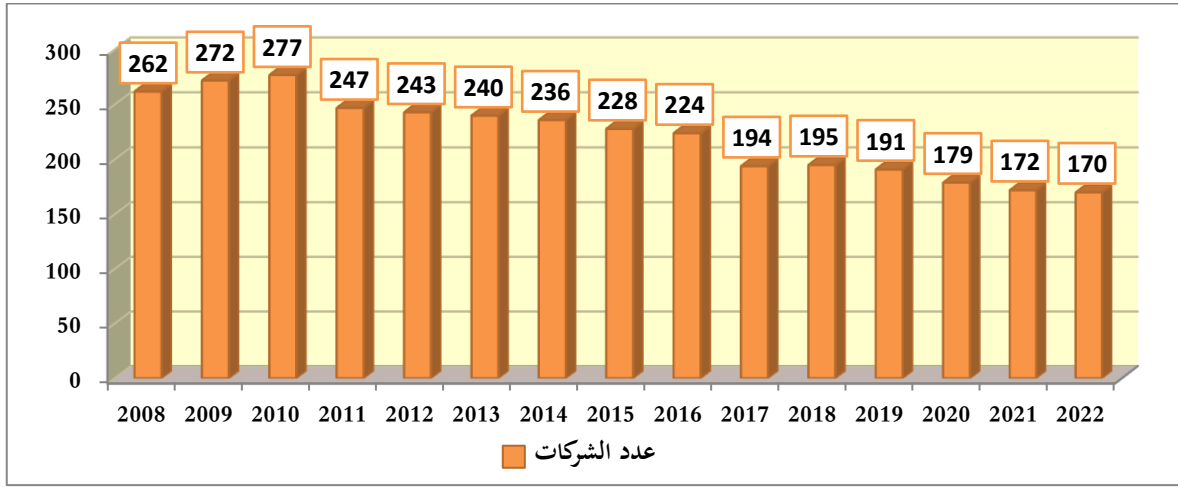
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (6).

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

2- تطور عدد الشركات: شهد عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2008 إلى 2022 تراجعاً تدريجياً بسبب عمليات الاندماج، والإفلاس، وشطب الإدراج لبعض الشركات غير القادرة على تلبية متطلبات السوق، وبحلول عام 2022، شهد عدد الشركات استقرار نسبياً ما يعكس توجهها نحو تعزيز جودة الإدراجات وتحسين كفاءة السوق.

يعرض لنا الشكل الموالي عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم IV-18: تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (5).

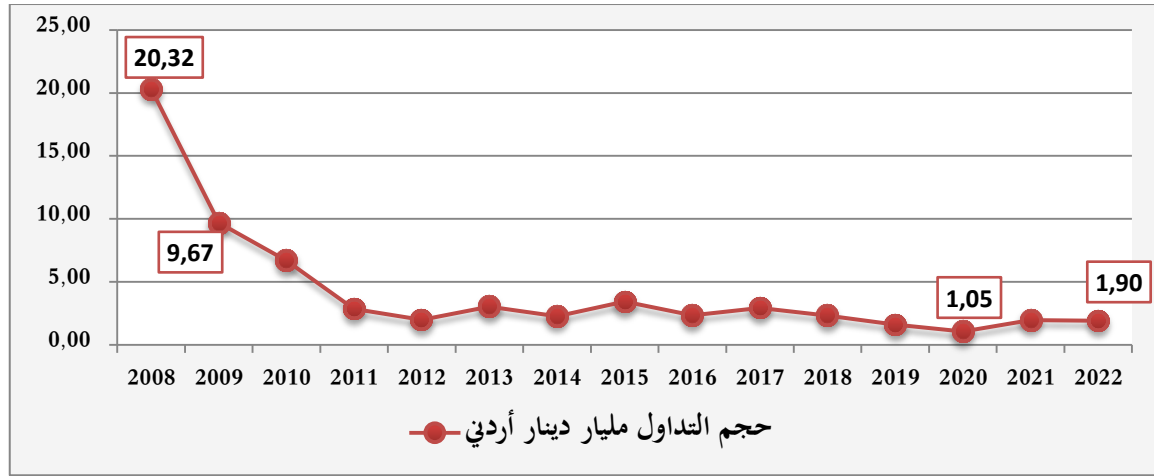
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه بأن عدد الشركات المدرجة بداية من 2008 قُدر بـ 262 شركة، ثم ارتفع تدريجياً إلى أن وصل إلى 277 شركة سنة 2010، بعدها بدأ في التراجع التدريجي حتى وصل عدد الشركات إلى 170 شركة في 2022، وهو أدنى مستوى خلال الفترة في حين أن الفترة من 2016 إلى 2020 كانت فترة هبوط سريع حيث انخفض فيها عدد الشركات من 224 شركة في 2016 إلى 179 شركة في 2020، مع خسارة حوالي 20% من الشركات خلال هذه الفترة، كان هذا نتيجة انخفاض أسعار النفط وتداعيات الأزمة الصحية العالمية.

رابعاً- تطور مؤشرات سيولة السوق

1- تطور حجم التداول: عانى السوق الأردني من تراجع طويل الأمد في حجم ومعدل التداول منذ 2008، الأمر الذي استدعى العمل على تعزيز الثقة الاستثمارية من خلال سياسات مالية تحفيزية وجذب الاستثمارات الأجنبية لدعم السوق مع التركيز على القطاعات الاقتصادية الأكثر ديناميكية.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV-19: تطور حجم التداول في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (7).

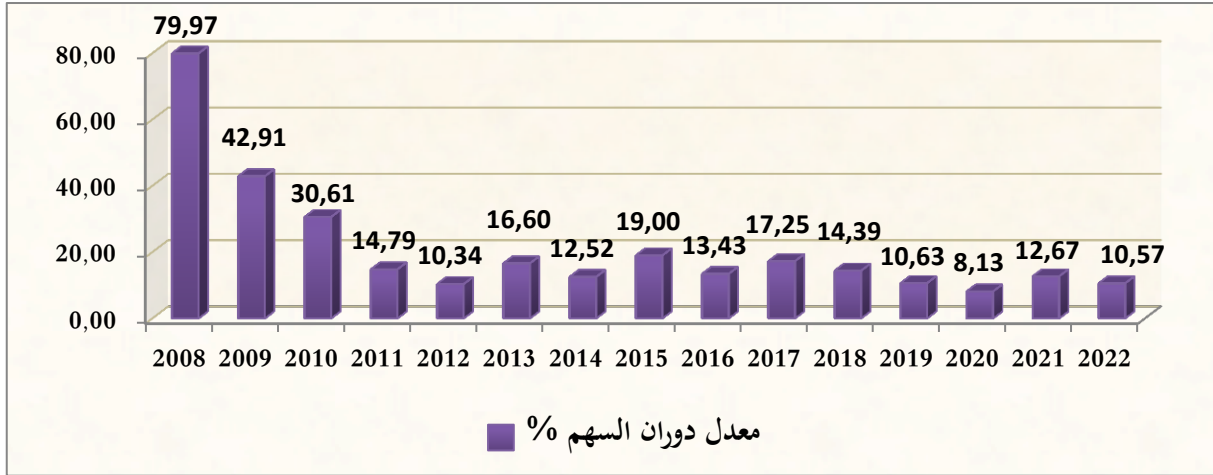
يبين لنا الشكل رقم IV-19 تطور حجم التداول في السوق الأردني طيلة الفترة (2008-2022)، حيث نلاحظ من خلاله أن السوق شهد أداءً استثنائياً في سنة 2008 بحجم تداول قدر بـ 20.32 مليار دينار أردني مشكلاً بذلك ما نسبته 135% من الناتج المحلي الإجمالي ويعود هذا الارتفاع إلى قوة الأسواق المالية في فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية، حيث كان هناك تدفق كبير للاستثمارات وزيادة السيولة الأمر الذي ساهم في ارتفاع حجم التداول في كل من القطاع المالي، قطاع الصناعة والقطاع الخدمات ثم عرف انخفاضاً حاداً في 2009 حيث انخفض إلى 9.67 مليار دينار بمعدل تداول قدر بـ 59.44% بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 التي أثرت بشكل كبير على الأسواق الناشئة وأدت إلى تراجع السيولة والثقة، واستمر تراجع حجم التداول سنتي 2010 و 2012 إلى غاية عام 2013 أين سجل حجم التداول تحسناً مؤقتاً حيث ارتفع إلى 3.03 مليار دينار، ومرة أخرى في 2015 إلى 3.42 مليار دينار وكان هناك استقرار نسبي مع تراجع مستمر حيث بلغ حجم التداول 1.59 مليار دينار في 2019 بمعدل تداول قدر بـ 5.02%، وفي عام 2020 شهد السوق أدنى مستوياته بحجم تداول مقدّر بـ 1.05 مليار دينار نتيجة تأثير جائحة كورونا مع انخفاض النشاط الاقتصادي والاستثماري، بعدها شهد تحسناً نسبياً عام 2021 بحجم تداول 1.96 مليار دينار لكنه عاد للانخفاض في 2022 إلى 1.90 مليار دينار بسبب تحديات اقتصادية مستمرة مثل التضخم وضعف السيولة.

2- معدل الدوران: يُستخدم كمؤشر لقياس نشاط السوق وسيولته، فمعدل الدوران المرتفع يعكس حجم تداول كبير نسبياً مقارنة بعدد الأسهم الكلية، مما يعني أن الأسهم يتم تداولها بشكل متكرر في السوق، بينما معدل الدوران المنخفض يشير إلى انخفاض النشاط أو أن الأسهم تُحتفظ لفترات أطول دون تداول، مما يقلل من السيولة، ويمكن أن

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

تؤثر العوامل الاقتصادية العالمية والمحلية بشكل كبير على حجم التداول ومعدل الدوران فالتقلبات الاقتصادية مثل أزمة 2008 وجائحة كورونا أثرت بشكل كبير على أحجام التداول في بورصة عمان كما رأينا سابقاً كما أثرت على معدلات دوران الأسهم كما يوضحها لنا الشكل الموالي:

الشكل رقم IV-20: تطور معدل الدوران في بورصة عمان خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (7).

يُظهر الشكل أعلاه انخفاضاً تدريجياً في معدل دوران الأسهم من 2008 إلى 2022، باستثناء بعض الفترات التي شهدت ارتفاعاً مؤقتاً مثل 2013 و 2015، حيث كانت هناك فترات ذات نشاط مرتفع مثل 2008 التي سجلت أعلى معدل دوران بنسبة 79.97%، مما يعكس نشاطاً تداولياً استثنائياً فهذا العام شهد الأزمة المالية العالمية، مما دفع المستثمرين إلى التداول بشكل مكثف نتيجة التذبذب الكبير في الأسعار وبالتالي كان حجم التداول كان مرتفعاً للغاية بسبب المخاوف الاقتصادية والمضاربات، وفي 2009 تراجع معدل الدوران إلى 42.91%، لكنه لا يزال ضمن المستويات العالية مقارنةً بالسنوات التالية كما كانت هناك فترات ذات نشاط متوسط منخفض من 2010 إلى 2019، حيث يتراوح معدل الدوران بين 30.61% و 10.34%، مع تقلبات واضحة في 2020 حيث تأثرت الأسواق بشدة بجائحة كورونا ووصل معدل الدوران إلى أدنى مستوى له خلال الفترة عند 8.13%، وهو ما يشير إلى تأثير الأزمة على تداول الأسهم، مما أدى إلى انخفاض أحجام التداول نتيجة للضبابية والخوف من المخاطر. بعد الانخفاض الحاد في 2020، شهدت 2021 و 2022 تحسناً طفيفاً إلى 12.67% و 10.57%، لكنها لا تزال أقل من المتوسط، ويتبين لنا مما سبق العلاقة الواضحة بين معدل الدوران وحجم التداول، فكلما زاد حجم التداول، ارتفع معدل الدوران، والعكس صحيح.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

المطلب الثاني: تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

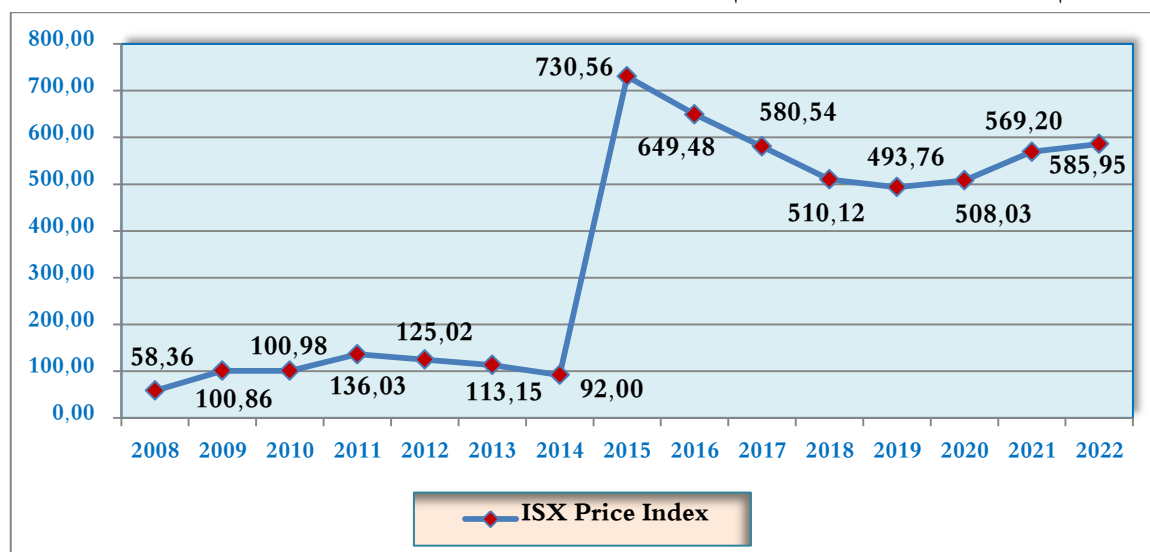
أولاً- تطور المؤشر العام **ISX Price Index**: يستخدم سوق العراق للأوراق المالية هذا المؤشر وهو رقم قياسي مئوي يعتمد على قياس حركة التغير في أسعار أسهم عينة من الشركات المساهمة التي تتداول أسهمها بانتظام وعددها 37 شركة تمثل قطاعات السوق، حيث يتم تثبيت أوزان جلسة الأساس وقياسها على أنها 100% ثم يجري بعدها قياس المؤشر في كل جلسة استناداً إلى مقارنة قيمته بتلك القيمة ومن ثم مقارنة قيمته في جلسة اليوم بقيمته في الجلسة التي سبقتها لتحديد نسبة وقيمة التغير بالنقاط¹.

ويُظهر الشكل أدناه الأداء السنوي للمؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية (ISX) خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2008 إلى 2022، حيث نلاحظ أن مؤشر السوق أقفل على 58.36 نقطة في عام 2008 وارتفع بشكل تدريجي، حيث سجل 136.03 نقطة في 2011، بعد ذلك بدأ بالتراجع التدريجي ليصل إلى 113.15 نقطة في 2013، ثم انخفض المؤشر إلى 92.00 نقطة بحلول عام 2014 هذا التراجع بسبب عدم الاستقرار السياسي وتدهور الأوضاع الأمنية، إلى جانب تذبذب وانخفاض أسعار النفط، ما أثر سلباً على الاقتصاد العراقي وأسواق المال، ورغم ذلك تجاوز السوق الأزمة بفضل ثقة المستثمرين والأطر التشريعية والتقنيات المتطورة، حيث شهد عام 2015 قفزة استثنائية سجل فيها المؤشر ارتفاعاً غير مسبوق ليصل إلى 730.56 نقطة، يعود ذلك إلى إدخال تغييرات هيكلية في السوق مع إدراج شركات جديدة، وتدفق استثمارات خارجية كبيرة، ولكن بالرغم من أن الارتفاع الكبير في 2015 شكل نقطة تحول مهمة ولكنها غير مستدامة، حيث عاد المؤشر للتراجع بشكل ملحوظ في السنوات اللاحقة من 649.48 نقطة في 2016 إلى 493.76 نقطة في 2019، نتيجة التأثيرات المستمرة للأوضاع السياسية غير المستقرة، ثم سجل المؤشر استقراراً نسبياً بين 508.03 نقطة في 2020 و585.95 نقطة في 2022 في ظل محاولات التعافي الاقتصادي رغم تحديات جائحة كورونا وما تبعها من تأثيرات اقتصادية عالمية، التحسن الطفيف في السنوات الأخيرة يشير إلى تحسن نسبي في الثقة بالسوق، لكنه لا يزال هشاً.

¹ سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي العاشر، العراق، 2013، ص 11.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV-21: تطور المؤشر العام لسوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022) الوحدة: نقطة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (8).

ثانياً- تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات: يمكننا ملاحظة التذبذب الحاصل في عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات نتيجة تأثر السوق بالعوامل الاقتصادية والسياسية التي أثرت بدورها على المؤشر العام للسوق كما رأينا سابقاً من خلال الجدول رقم IV-2 الذي يعرض لنا تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في سوق العراق للأوراق المالية للفترة الممتدة بين عام 2008 و 2022.

الجدول رقم IV-2: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)

السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	عدد الصفقات	السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	عدد الصفقات	السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	عدد الصفقات
2008	150.85	31 108	2013	871.18	126 570	2018	832.63	91 067
2009	211.29	49 339	2014	743.85	104 566	2019	460.10	81 973
2010	255.66	71 722	2015	579.64	120 698	2020	403.32	73 291
2011	492.37	132 574	2016	917.54	111 242	2021	930.60	114 467
2012	625.64	136 039	2017	1 215.08	95 806	2022	564.92	135 597

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للسنوات من 2008 إلى 2022.

حيث كان هناك نمو تدريجي للأسهم المتداولة إذ ارتفع عددها من 150.85 مليار سهم في 2008 إلى 625.64 مليار سهم في 2012 وشهد عدد الصفقات أيضاً زيادات ملحوظة من 31108 صفقة إلى 136039 صفقة بسبب تحسن البيئة الاستثمارية نسبياً، وكان عام 2013 نقطة تحول بسبب انتعاش السوق وزيادة الإقبال على

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

التداول فشهدت السوق ذروة في حجم الأسهم المتداولة عند 871.18 مليار سهم مع 126570 صفقة، لكن في 2014 تراجع النشاط نتيجة الأوضاع السياسية والأمنية المتوترة وانخفضت الأسهم المتداولة إلى 743.85 مليار سهم، كما انخفض عدد الصفقات إلى 104566 صفقة، وسجلت سنة 2015 تقلبات حادة في الأسهم المتداولة أين انخفضت إلى 579.64 مليار سهم، رغم زيادة عدد الصفقات إلى 120698 صفقة، وتميزت الفترة من 2016 إلى 2017 بعودة النمو في الأسهم المتداولة، حيث وصلت إلى 1,215.08 مليار سهم في 2017، بسبب عودة الاستقرار النسبي وزيادة السيولة، ثم انخفضت الأسهم المتداولة من 832.63 مليار سهم في 2018 إلى 403.32 مليار سهم في 2020، كما انخفض عدد الصفقات أيضًا بشكل ملحوظ خلال هذه الفترة، هذا الانخفاض يعكس آثار التحديات الاقتصادية الناتجة عن انخفاض أسعار النفط وجائحة كورونا التي أثرت على الأسواق المالية، أما عام 2021 فقد شهد تعافيًا ملحوظًا بعد الجائحة، مدعومًا بتحسين الأوضاع الاقتصادية، حيث كان هناك ارتفاع تدريجي في الأسهم المتداولة سنة 2021 إذ وصل عددها إلى 930.60 مليار سهم وعدد الصفقات إلى 114467 صفقة، ثم حدث انخفاض طفيف في الأسهم المتداولة سنة 2022 وصل إلى 564.92 مليار سهم مع ارتفاع عدد الصفقات إلى 135597 صفقة، رغم انخفاض التداول، فإن زيادة عدد الصفقات تشير إلى عودة النشاط الاستثماري تدريجيًا.

ثالثًا- تطور مؤشرات حجم السوق

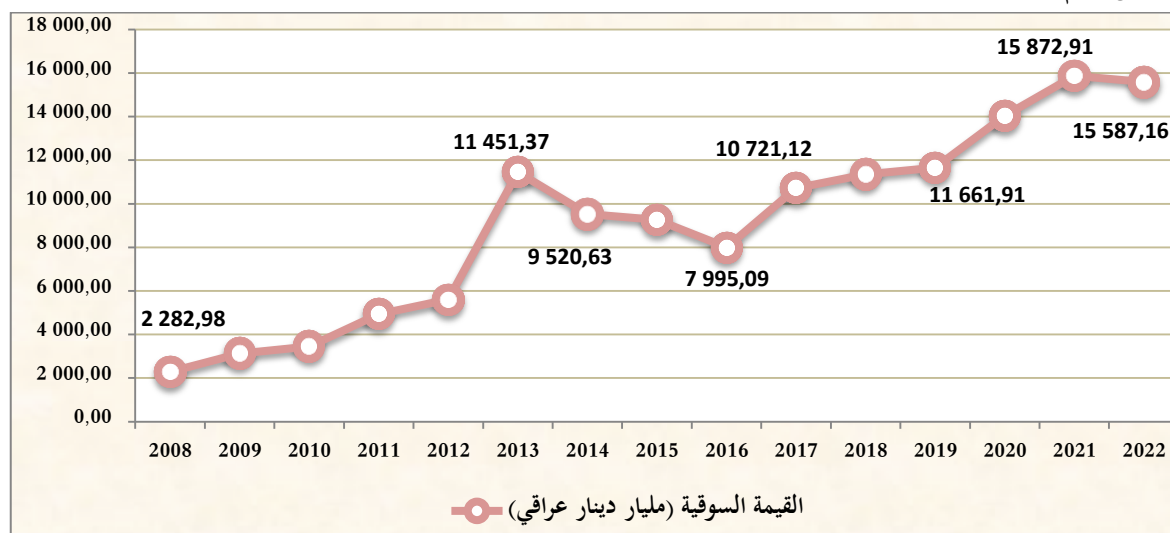
1- القيمة السوقية: شهدت القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية تطورًا لافتًا على مدى 15 عامًا، يعكس صمود وتطور سوق العراق، حيث واجه تحديات كبرى، لكنه تمكن من التعافي بفضل عوامل مثل تحسين البيئة الاستثمارية والثقة المتزايدة بالمستقبل الاقتصادي للبلاد، ويعرض لنا الشكل أدناه تطور القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة من 2008 إلى 2022، والذي يمكننا من استخلاص عدة ملاحظات.

فالبداية كانت متواضعة في عام 2008 بقيمة 2,282.98 مليار دينار مشكلة بذلك نسبة 1.45% من الناتج المحلي الإجمالي، لكن السوق سرعان ما بدأ رحلة صعودية بفضل تنامي الثقة والاستثمارات، العام 2013 كان نقطة تحول بارزة، حيث ارتفعت القيمة السوقية بزيادة تفوق الضعف تقريبًا مقارنة بعام 2012، حيث وصلت إلى 11,451.37 مليار دينار، مسجلة بذلك 4.19% من الناتج المحلي الإجمالي، وهي نسبة متواضعة تعكس محدودية حجم الاقتصاد والسوق المالي المحلي، مما يشكل تحديًا أمام تحقيق الاستفادة الكاملة من إمكانيات السوق المالية في جذب المزيد من الاستثمارات، لكن لم تخلُ الرحلة من تحديات أخرى، حيث شهدت الفترة بين 2014 و2016 تراجعًا بفعل الأزمات الأمنية والاقتصادية، أين انخفضت القيمة إلى 7,995.09 مليار دينار، حيث احتل

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

سوق العراق للأوراق المالية المرتبة العاشرة بنسبة 1.2% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية، ورغم ذلك أثبت السوق مرونته، ليبدأ تعافيًا ملحوظًا بعد 2017، حيث ارتفعت القيمة السوقية إلى 11,661.91 مليار دينار في 2019، وصولًا إلى ذروة جديدة في 2021 بقيمة 15,872.91 مليار دينار، ورغم انخفاض طفيف في 2022، استمر السوق في تسجيل مستويات مرتفعة مقارنة بالأعوام السابقة.

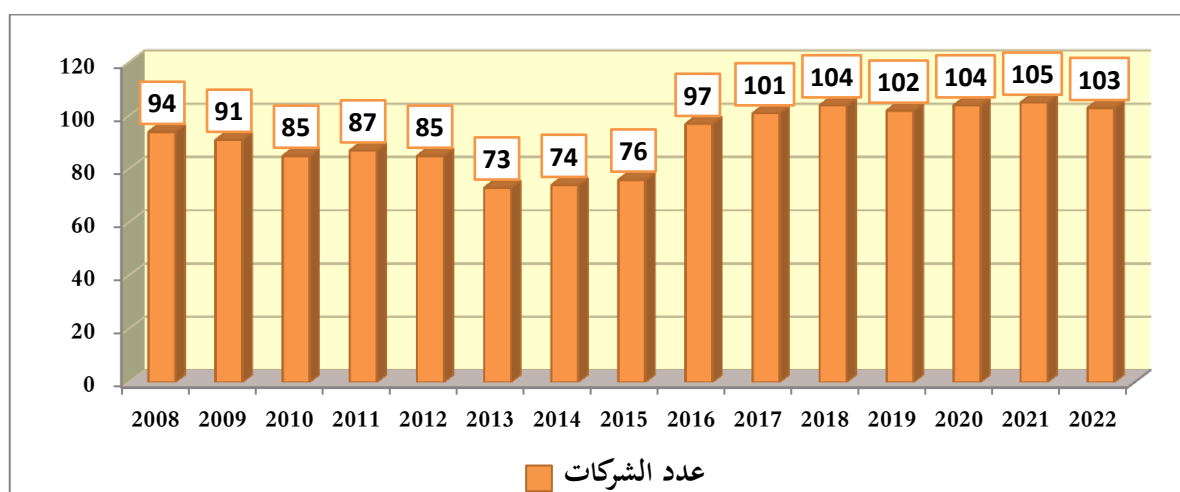
الشكل رقم IV-22: تطور القيمة السوقية لسوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (8).

2- تطور عدد الشركات: سوق العراق للأوراق المالية شهد رحلة ديناميكية في عدد الشركات المدرجة، مع تقلبات تعكس الظروف الاقتصادية والسياسية، لكنه تمكن من تحقيق نمو رغم التحديات التي واجهته.

الشكل رقم IV-23: تطور عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (8).

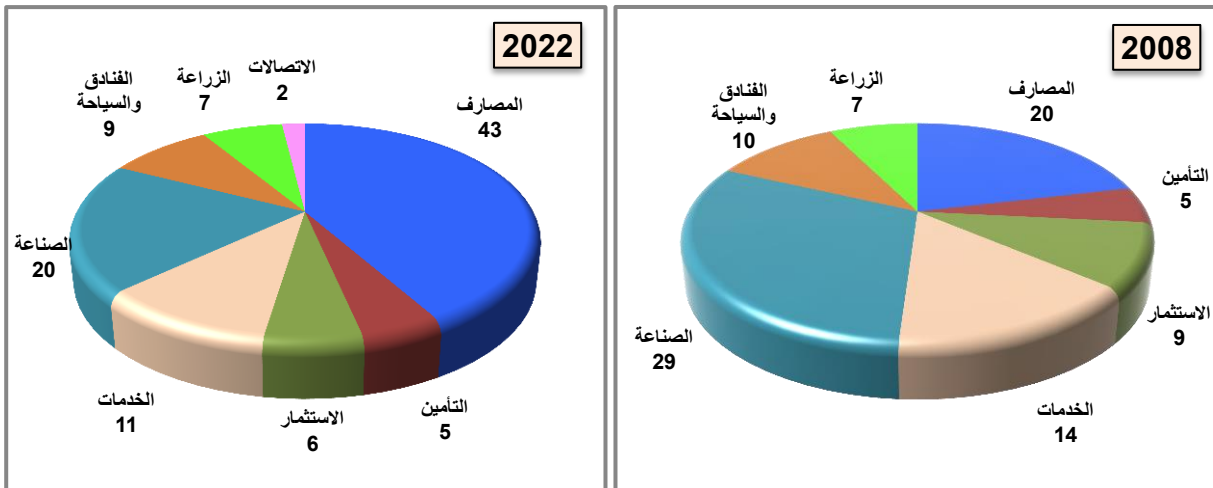
الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

يُظهر لنا الشكل رقم IV-23 مسارًا متدرجًا في نمو عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على مدى 15 عامًا وهو مؤشر إيجابي على تطور السوق يعكس نشاطه ومدى جاذبيته للمستثمرين، واستيعابه لمزيد من الشركات، حيث نلاحظ التراجع الطفيف في عدد الشركات في الفترة (2008-2013)، إذ بدأ السوق بـ 94 شركة في عام 2008، ثم انخفض عدد الشركات تدريجيًا ليصل إلى 73 شركة في عام 2013، وابتداءً من عام 2014، عاد عدد الشركات المدرجة للارتفاع ليصل إلى 97 شركة في 2016، هذه المرحلة تعكس جهودًا لتعزيز البيئة الاستثمارية، مما أدى إلى جذب المزيد من الشركات.

بداية من عام 2018 إلى غاية 2021، شهد السوق استقرارًا نسبيًا مع وصول عدد الشركات إلى 105 شركة في 2021، حيث كانت هناك قفزة واضحة في عدد الشركات المدرجة، يعكس ذلك نجاح السوق في استقطاب المزيد من الشركات نتيجة لتحسن الظروف الاقتصادية كما يعبر عن نضج السوق ونجاحه في الحفاظ على ثقة الشركات، وفي عام 2022 انخفض عدد الشركات بشكل طفيف ليصل إلى 103 هذا التراجع البسيط قد يرتبط بعمليات إعادة هيكلة أو خروج شركات معينة لأسباب مختلفة، وهذا ما يعكس مرونة سوق العراق للأوراق المالية على الرغم من التحديات السياسية والاقتصادية التي واجهها.

ويعرض لنا الشكل الموالي مقارنة بين عدد الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية في عامي 2008 و2022، موزعة قطاعيا.

الشكل رقم IV-24: تطور عدد الشركات المدرجة قطاعيا في سوق العراق للأوراق المالية سنتي 2008 و 2022



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقريرين السنويين لسوق العراق للأوراق المالية لسنتي 2008 و2022 صفحات متفرقة.

يُظهر الشكل نموًا كبيرًا في قطاع المصارف الذي شهد زيادة ملحوظة من 20 شركة في عام 2008 إلى 43 شركة في عام 2022، بالإضافة إلى إدخال قطاع الاتصالات الذي كان في سنة 2013 من خلال شركتين فقط، بينما

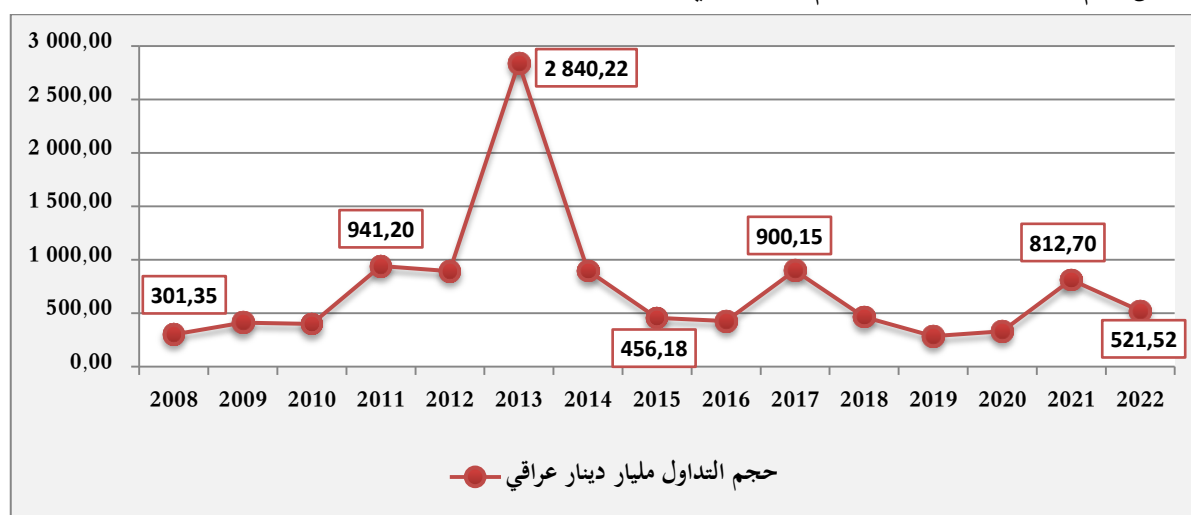
الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

شهدت بعض القطاعات الأخرى مثل الفنادق والسياحة، الصناعة، الخدمات والاستثمار انخفاضاً في عدد الشركات المدرجة في سنة 2022 مقارنة بـ 2008، في حين لم يتغير عدد الشركات في قطاعي الزراعة والتأمين منذ 2008.

رابعاً- تطور مؤشرات سيولة السوق:

1- تطور حجم التداول: مر سوق العراق للأوراق المالية بدورات من النمو والانكماش، ما يعكس تأثره بالظروف الاقتصادية والسياسية المحلية والدولية، والشكل الموالي يُظهر لنا تطور حجم التداول خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم IV-25: تطور حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (9).

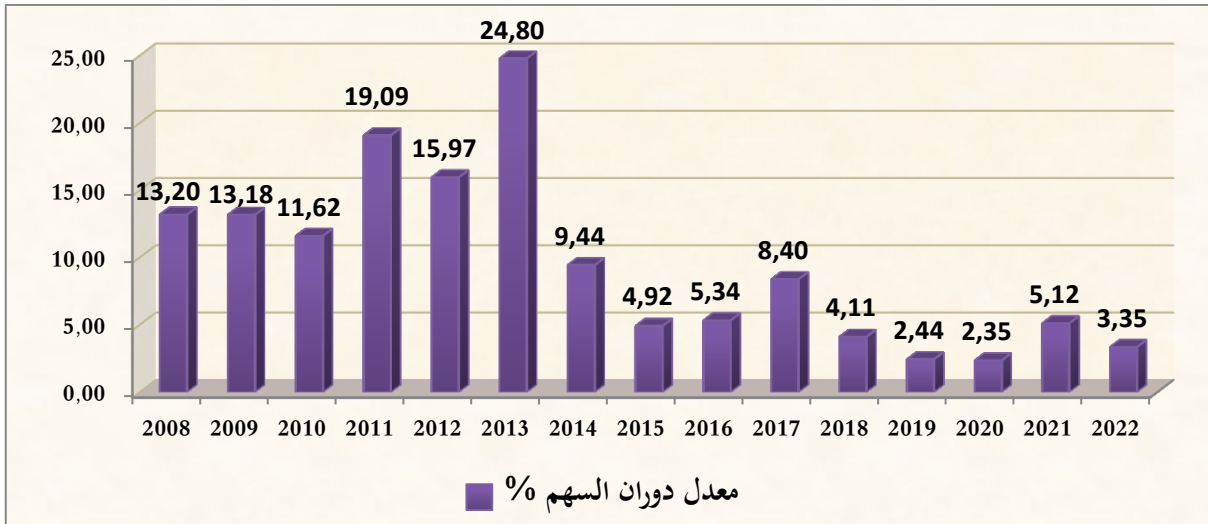
يعكس لنا الشكل تذبذباً ملحوظاً في أداء السوق من حيث حجم التداول، حيث تميزت الفترة (2008-2010) بزيادة تدريجية في حجم التداول، ما يشير إلى اهتمام متزايد بالسوق، لكنه كان ضمن مستويات متواضعة، بعدها شهد السوق قفزة كبيرة في 2013، حيث وصل حجم التداول إلى 2,840.22 مليار دينار، وهو أعلى مستوى خلال الفترة المدروسة، هذا يعكس طفرة استثمارية نتيجة تحسينات اقتصادية وزيادة الثقة بالسوق، ثم حدث انخفاض حاد في الفترة (2014-2016) بسبب الأزمات المحلية وانخفاض أسعار النفط، مما أثر على السيولة والاستثمارات، ليحدث بعد ذلك تعافٍ محدود في سنة 2017 إذ شهد السوق انتعاشاً نسبياً مع حجم تداول بلغ 900.15 مليار دينار، لكنه ظل متذبذباً دون مستويات الذروة السابقة، مع تأثر واضح بجائحة كورونا في 2020، وشهدت أحجام التداول انتعاشاً في 2021 تبعه تراجع في 2022، ما يشير إلى عدم استقرار السوق.

2- تطور معدل الدوران: يكشف لنا تحليل معدل الدوران خلال الفترة 2008-2022 عن تغيرات ملحوظة في أداء سوق الأوراق المالية العراقي، بسبب الأحداث الاقتصادية والسياسية التي وقعت خلال هذه الفترة، مثل الأزمات المالية، تغيرات أسعار الفائدة، و الأحداث الجيوسياسية، وهو ما يبينه لنا الشكل أدناه، إذ أن الفترة من 2008 إلى 2011 شهدت ارتفاعاً ملحوظاً في معدل الدوران الذي وصل إلى 19.09% نتيجة تضاعف حجم التداول كما

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

رأينا سابقاً من 301.35 مليار دينار في 2008 إلى 941.20 مليار دينار في 2011، مما يشير إلى زيادة نشاط المستثمرين، وفي 2013 حقق السوق أعلى مستوى له من حيث حجم التداول مما يشير إلى ذروة النشاط الاستثماري، الذي انعكس بشكل إيجابي على معدل الدوران الذي ارتفع بشكل كبير حيث وصل في 2013 إلى أعلى مستوى له بنسبة 24.80%، ولكن بدءاً من 2014، شهد السوق تراجعاً ملحوظاً في معدل الدوران الذي وصل إلى 9.44%، واستمر الانخفاض حتى بلغ أدنى مستوى له في 2020 عند 2.35% تزامن ذلك مع تراجع ملحوظ في حجم التداول بسبب تراجع النشاط الاقتصادي وضعف السيولة، وفي 2021 ظهر تحسن ملحوظ في معدل دوران 5.12% مع ارتفاع حجم التداول إلى 812.70 مليار دينار، إلا أن هذا الانتعاش لم يدم طويلاً، حيث عاد التراجع في 2022، نتيجة العوامل الداخلية والخارجية التي لعبت دوراً في تحديد مستويات النشاط والسيولة.

الشكل رقم IV-26: تطور معدل الدوران في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (9).

المطلب الثالث: تطور مؤشرات سوق قطر للأوراق المالية

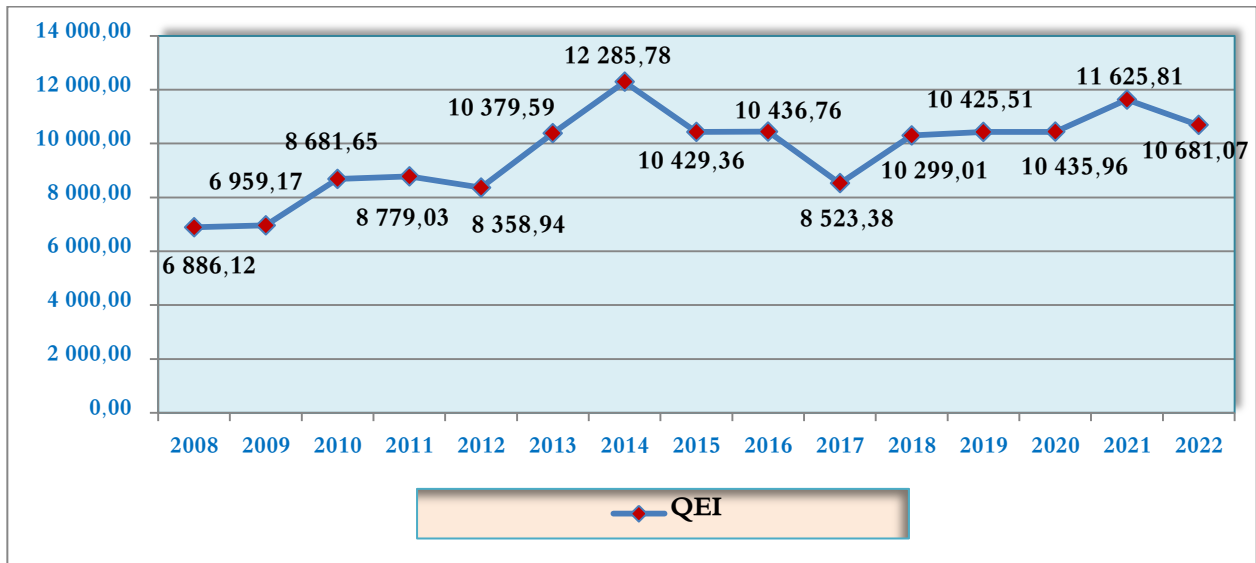
أولاً- تطور المؤشر العام QEI: مؤشر بورصة قطر يقيس أداء أكبر 20 سهماً وأكثرها سيولة في السوق القطري، يتم إعادة تقييم مكونات المؤشر في أبريل وأكتوبر من كل عام بناءً على معيارين: رسملة السوق (50%) ومتوسط قيمة التداول اليومية (50%)، تُستبعد الشركات ذات معدل دوران أقل من 5% أو التي يمتلك فيها المساهم أقل من 1% من الأسهم.

يُظهر الشكل رقم IV-27 أداء مؤشر بورصة قطر (QEI) بين عامي 2008 و2022، مع تذبذبات واضحة توضح ديناميكية السوق القطري وتأثره بالعوامل الاقتصادية والسياسية المحلية والعالمية، مع فترات انتعاش مدفوعة بتحسّن الثقة والظروف الاقتصادية الإيجابية، فنلاحظ أن المؤشر بدأ عند مستوى منخفض في 2008 نتيجة الأزمة

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

المالية العالمية التي أدت إلى انخفاضات قياسية في مؤشرات البورصات العالمية، ثم شهد المؤشر تعافيًا تدريجيًا في السنوات اللاحقة، إذ أنه حقق قفزات كبيرة في 2013 و2014، حيث بلغ أعلى مستوياته عند 12,285.78 نقطة في 2014، مدعومًا بفترة انتعاش اقتصادي، بعد ذلك تراجع المؤشر بشكل ملحوظ في 2015 و2017، متأثرًا بتقلبات السوق والظروف الإقليمية، قبل أن يعود للانتعاش التدريجي بداية من 2018، وفي 2021 سجل المؤشر قفزة جديدة مع وصوله إلى 11,625.81 نقطة، مما يشير إلى تعافي السوق بعد تداعيات جائحة كورونا، ومع ذلك شهد المؤشر استقرارًا نسبيًا في 2022 عند 10,681.07 نقطة، مما يعكس توازنًا بين عوامل الانتعاش والتحديات المستمرة.

الشكل رقم IV - 27: تطور المؤشر العام لبورصة قطر خلال الفترة (2008-2022) الوحدة: نقطة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (10).

ثانياً- تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات: شهد سوق الأسهم القطري بين عامي 2008 و2022 تحولات ديناميكية في حجم التداول وعدد الصفقات، عاكسةً نمطاً متغيراً يعكس نبض الاقتصاد المحلي والعالمي، من التأثيرات المباشرة للأزمات المالية إلى التحولات الكبيرة الناتجة عن جائحة كورونا، تنقل السوق بين فترات من الهدوء والاستقرار وقفزات استثنائية في النشاط، ليؤكد على مكانة السوق القطري كلاعب أساسي في المنطقة. يُبرز لنا الجدول الموالي التغيرات الملحوظة في عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات من 2008 إلى 2022.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الجدول رقم IV-3: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)

السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	عدد الصفقات	السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم)	عدد الصفقات
2008	3.89	2 179 861	2013	1.94	961 811
2009	3.45	1 690 085	2014	4.44	2 058 604
2010	2.09	1 052 392	2015	2.30	1 190 807
2011	2.30	1 119 099	2016	1.98	997 482
2012	2.43	881 638	2017	2.47	834 394
2018	2.29	1 042 985	2019	11.42	1 529 017
2020	55.16	2 287 321	2021	47.04	2 467 115
2022	45.38	4 130 883			

المصدر: التقارير السنوية لبورصة قطر للسنوات من 2008 إلى 2022.

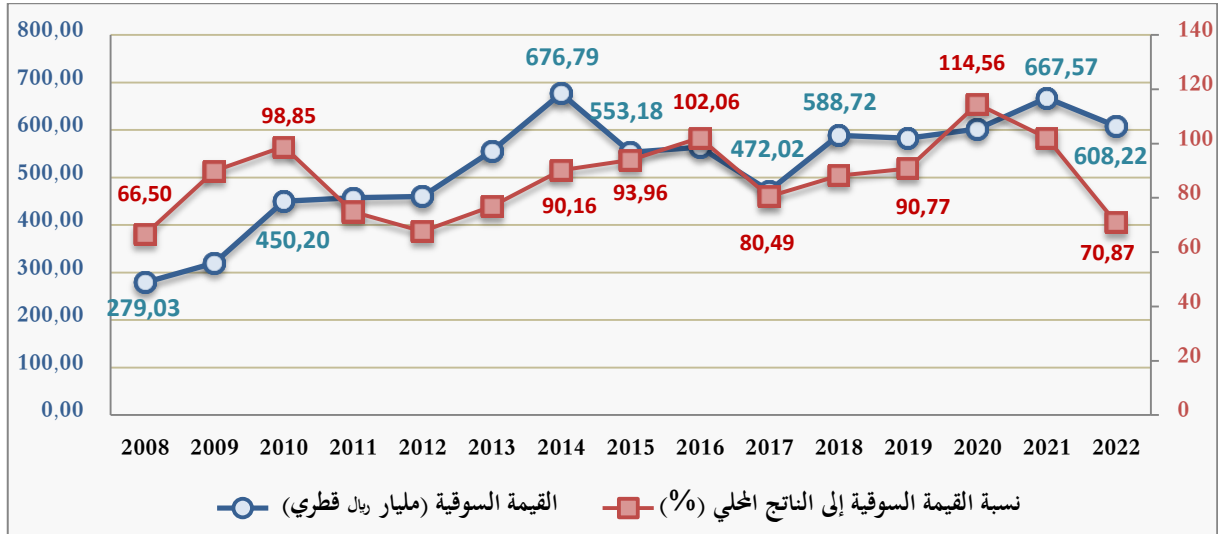
تحليل الجدول يكشف عن تذبذب واضح في حجم التداول وعدد الصفقات عبر السنوات من 2008 إلى 2022، ففي السنوات الأولى (2008-2012)، كان السوق يشهد حجم تداول معتدل بعدد صفقات يتراوح بين 881638 و 2179861، مع تراجع طفيف في 2013 و 2016، حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى أقل من 2 مليار سهم، ومع بداية عام 2014، لاحظنا زيادة كبيرة في النشاط، حيث ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى 4.44 مليار سهم في 2014، وهو ما يعكس زيادة في النشاط الاستثماري، ولكن الارتفاع الكبير بدأ يظهر في 2019 مع تداول 11.42 مليار سهم وزيادة كبيرة في عدد الصفقات إلى 1529017 صفقة، ثم سجلت السوق قفزات غير مسبقة في عدد الأسهم المتداولة، مع 55.16 مليار سهم في 2020، وهو ما يعكس تأثير جائحة كورونا التي دفعت المستثمرين إلى نشاط أكبر، استمر هذا الاتجاه في 2021 و 2022، مع تداول 47.04 مليار سهم في 2021، ووصل إلى 45.38 مليار سهم في 2022، مع ارتفاع هائل في عدد الصفقات، حيث بلغ 4130883 صفقة في 2022 وبالتالي يشير التحليل إلى أن هناك تقلبات كبيرة في النشاط السوقي، مع فترات من الاستقرار تخللتها قفزات كبيرة، خاصة في الأعوام الأخيرة بسبب ظروف اقتصادية خاصة مثل جائحة كورونا.

ثالثاً- تطور مؤشرات حجم السوق

1- القيمة السوقية: تُعدّ القيمة السوقية في بورصة قطر مقياساً أساسياً يعكس حجم وأداء الشركات المدرجة ومدى جاذبيتها للاستثمار، وهي تتأثر بعوامل اقتصادية مختلفة، مثل مستويات السيولة، حجم الاستثمارات، وثقة المستثمرين، مما يجعلها مؤشراً مهماً على صحة السوق المالي القطري والنشاط الاقتصادي في الدولة.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV-28: تطور القيمة السوقية ومعدل رسملة السوق لبورصة قطر للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (10).

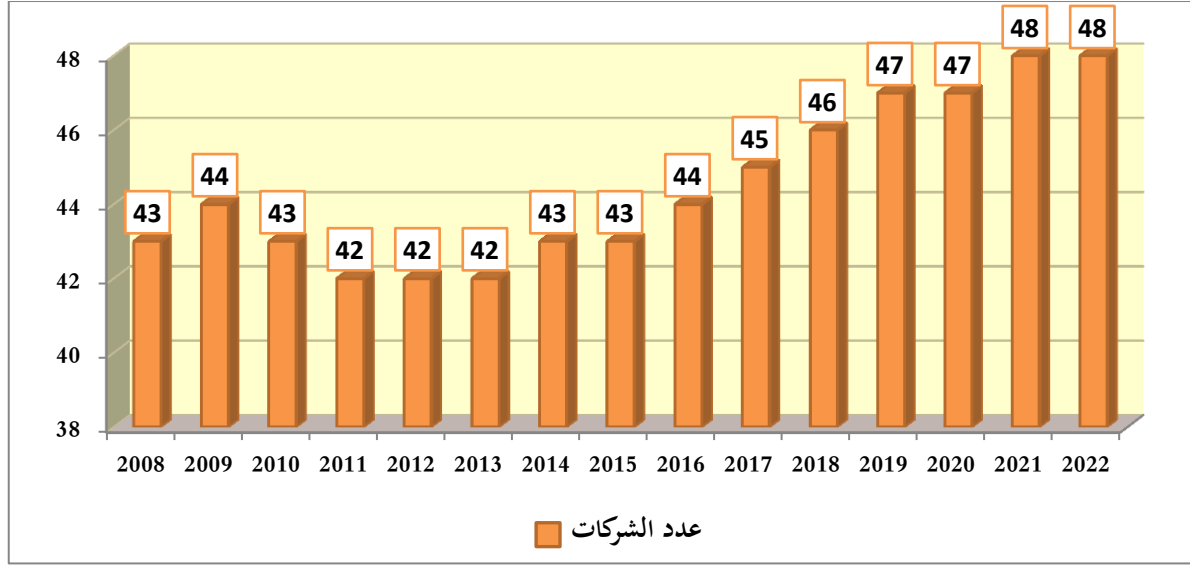
الشكل أعلاه يُظهر تطور القيمة السوقية للبورصة القطرية بالإضافة إلى معدل رسملة السوق خلال الفترة من 2008 إلى 2022، حيث شهدت القيمة السوقية في الفترة 2008-2010 نموًا سريعًا، إذ زادت من 279.03 مليار ريال في 2008 إلى 450.20 مليار ريال في 2010 بنسبة نمو قدرت بـ 40.65%، ورافق ذلك ارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي من 66.50% إلى 98.85%، مما يشير إلى انتعاش السوق في أعقاب الأزمة المالية العالمية، وعلى الرغم من تباطؤ نمو القيمة السوقية في 2011 و2012، إلا أن السوق شهدت طفرة ملحوظة في 2014، مع ارتفاع القيمة السوقية إلى 676.79 مليار ريال بمعدل نمو قدر بـ 21.81% مشكلة بذلك ما نسبته 90.16% من الناتج المحلي الإجمالي، مما يعكس ثقة المستثمرين واستقرار السوق ثم تراجعت القيمة السوقية في 2015 و2017 بنسبة -18.26% و-16.26% على التوالي، مع تذبذب معدل رسملة السوق، مما يعكس تأثيرات التحديات الاقتصادية العالمية الناجمة عن انخفاض أسعار النفط، لتعرف البورصة انتعاشًا في 2018 و2021، حيث وصلت القيمة السوقية إلى الناتج المحلي إلى ذروتها عند 114.56% في 2020، مدفوعة بزيادة السيولة، في المقابل، شهدت 2022 تراجعًا في القيمة السوقية بنسبة -8.89%، مع انخفاض نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي إلى 70.87%، وبالتالي يوضح الشكل ديناميكية بورصة قطر، حيث يُظهر تأثير العوامل المحلية والعالمية على الأداء العام للسوق، مع استجابة ملحوظة للتقلبات الاقتصادية.

2- تطور عدد الشركات:

عرف عدد الشركات في بورصة قطر استقرارًا نسبيًا خلال بعض الفترات، مع بعض الزيادات التدريجية التي تشير إلى توسع السوق واستقطاب شركات جديدة، هذا التطور يعكس جهود البورصة في تعزيز بيئة الاستثمار وجذب المزيد من الشركات للإدراج، مما يساهم في تنويع الخيارات الاستثمارية وتعزيز السيولة.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV - 29: تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (10).

يعرض الشكل تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة قطر بين عامي 2008 و 2022، حيث يُلاحظ أن عدد الشركات بدأ بـ 43 شركة في 2008، بينما كان هناك نمو ملحوظ في عدد الشركات بعد عام 2017، واستمر العدد في الصعود التدريجي ليصل إلى 46 شركة في 2018، بعد ذلك شهد السوق زيادة ملحوظة في الإدراجات، حيث ارتفع العدد إلى 47 شركة في 2019، وصولاً إلى 48 شركة في 2021 و 2022، هذا الاتجاه التصاعدي في عدد الشركات يعكس تطور البنية التحتية للسوق المالي القطري وزيادة جاذبيته للمستثمرين المحليين والدوليين، كما يعكس الجهود المستمرة لتوسيع السوق وزيادة عمقه من خلال إدراج شركات جديدة وتنويع القطاعات المدرجة، مما يساهم في تعزيز النشاط الاقتصادي وزيادة السيولة في السوق.

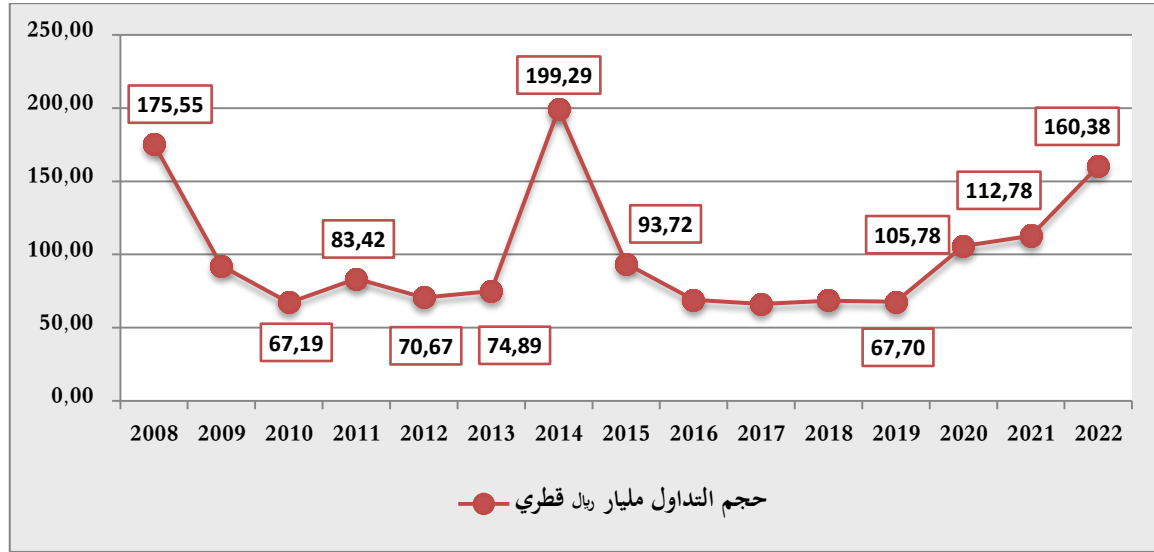
رابعاً- تطور مؤشرات سيولة السوق

1- تطور حجم التداول: شهد حجم التداول في بورصة قطر مساراً ديناميكياً يعكس تفاعله مع التحولات الاقتصادية المحلية والعالمية، حيث تنقل السوق بين فترات من التباطؤ وأخرى من النمو القوي، هذا التذبذب أظهر مرونة السوق وقدرته على التكيف مع التحديات واستغلال الفرص، ليصبح بذلك مؤشراً واضحاً لجاذبيته وثقة المستثمرين المتنامية في الاقتصاد القطري.

يوضح لنا الشكل الموالي تطور حجم التداول في بورصة قطر خلال الفترة من 2008 إلى 2022، وهو ما يكشف عن تغيرات هامة في نشاط السوق.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV-30: تطور حجم التداول في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (11).

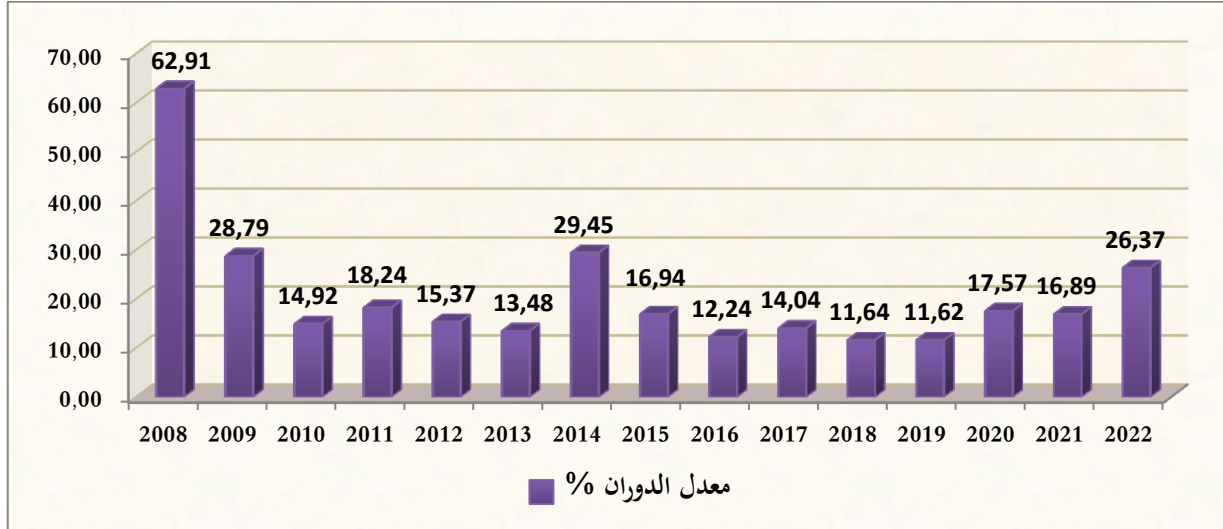
حيث نلاحظ بأن الفترة من 2008 إلى 2010 شهدت انخفاضاً ملحوظاً في حجم التداول، إذ تراجع من 175.55 مليار ريال قطري في 2008 إلى 67.19 مليار في 2010، وانعكس ذلك على معدل التداول الذي تراجع هو الآخر من 41.84% إلى 14.75% (أنظر الملحق رقم 11)، يُعزى ذلك بطبيعة الحال إلى التأثيرات السلبية للأزمة المالية العالمية، في حين بقي حجم التداول في الفترة من 2011 إلى 2013 مستقر نسبياً عند مستويات منخفضة، مما يشير إلى استمرار حالة الحذر في السوق وعدم وجود انتعاش كبير، وكانت هناك قفزة كبيرة في حجم التداول في سنة 2014 حيث وصل إلى 199.29 مليار ريال بمعدل تداول بلغ 26.55%، نتيجة لتحسن الأوضاع الاقتصادية وزيادة الثقة بالسوق، بينما تميزت الفترة من 2015 إلى 2019 بانخفاض معدلات التداول بشكل عام وعودة التذبذب في حجم التداول حيث تراوحت بين 67 مليار و 93 مليار ريال مما يعكس ضعف النشاط الاستثماري، ومع بداية 2020، ارتفع حجم التداول بشكل ملحوظ إلى 105.78 مليار ريال، نتيجة لتوجه المستثمرين نحو البورصة كملاذ للاستثمار في ظل تراجع بعض القطاعات الأخرى بسبب الجائحة، ثم استمر في الزيادة ليصل إلى 160.38 مليار ريال في 2022، يشير ذلك إلى زيادة السيولة وتحسن الإقبال على الاستثمار في السوق، بسبب السياسات التحفيزية والتعافي الاقتصادي.

2- تطور معدل الدوران: يتأثر معدل الدوران بعوامل عدة، منها الأوضاع الاقتصادية العالمية والمحلية، إضافة إلى سياسات السوق وجاذبيته للمستثمرين، والتذبذب الذي شهدته بورصة قطر في معدل الدوران يعكس مدى مرونة السوق المالي وقدرته على التكيف مع التغيرات المختلفة.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

ويُظهر الشكل أدناه تذبذبًا واضحًا في معدل الدوران بسوق الأسهم القطري خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2022، وهو ما يعكس مستويات السيولة وتفاعل المستثمرين مع التغيرات الاقتصادية.

الشكل رقم IV-31: تطور معدل الدوران في بورصة قطر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (11).

حيث نلاحظ أن سنة 2008 شهدت أعلى معدل دوران (62.91%)، مما يشير إلى نشاط قوي في التداول مدفوعًا بثقة مرتفعة، بينما الفترة 2009-2013 فشلت انخفاضًا في معدل الدوران بشكل ملحوظ، ليصل إلى أدنى مستوياته في 2013 (13.48%)، هذا الانخفاض يعكس فترة من التباطؤ الاقتصادي نتيجة للأزمات العالمية، مما أدى إلى ضعف التداول، وعاد المعدل للارتفاع في سنة 2014 بـ (29.45%)، مدفوعًا بانتعاش السوق وزيادة الاستثمارات، كما عرف فترة من الركود النسبي بين 2015 و2019 مع معدلات دوران تتراوح بين 11.62% و16.94%، مما يشير إلى انخفاض حجم التداول مقارنة بالقيمة السوقية، ثم ارتفع معدل الدوران مرة أخرى بين 2020-2022، حيث بلغ 26.37% في 2022، مما يعكس انتعاش السوق بعد التحديات التي فرضتها جائحة كورونا، وزيادة الثقة الاستثمارية والسيولة في السوق.

المطلب الرابع: تطور مؤشرات سوق الجزائر للأوراق المالية

تُعدّ بورصة الجزائر واحدة من أضعف الأسواق المالية في العالم العربي، إذ لم تتمكن حتى الآن من تحقيق دور فعال في دعم الاقتصاد الوطني أو جذب الاستثمارات بالشكل المأمول، كما أن مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي لا تزال ضئيلة للغاية، حيث تمثل أقل من 1%، ما يعكس محدودية دورها كأداة لتمويل المشاريع وتعزيز النمو الاقتصادي.

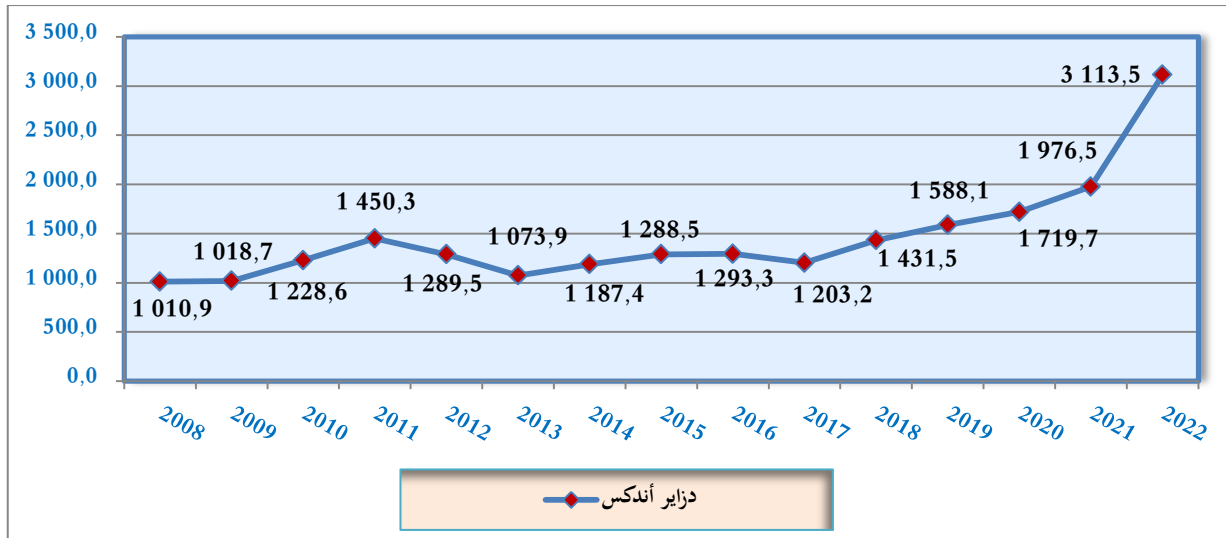
الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

ورغم هذه التحديات، تمكنت البورصة من تسجيل تحسن ملحوظ خلال عام 2022، إذ ارتفعت قيمتها السوقية الإجمالية إلى 67.42 مليار دينار جزائري (ما يعادل 487.9 مليون دولار أمريكي) بحلول 31 ديسمبر 2022، مقارنة بـ 45.64 مليار دينار جزائري (328.6 مليون دولار أمريكي) في نهاية عام 2021، هذه الزيادة التي بلغت نسبتها 48% تعكس انتعاشًا في الأداء، مدفوعًا بعدة عوامل رئيسية، أبرز هذه العوامل كان استئناف النشاط الاقتصادي للشركات المدرجة بعد تباطؤ طويل نتيجة لتداعيات جائحة كوفيد-19، حيث بدأ المستثمرون في استعادة الثقة تدريجيًا، مما أدى إلى ارتفاع ملحوظ في الطلب على أسهم بعض الشركات الرائدة، ومن بين هذه الشركات، برزت بيوفارم، الشركة المتخصصة في صناعة الأدوية، وأليانس للتأمينات، الشركة التي حققت أداءً إيجابيًا في قطاع التأمين.

هذا النمو على الرغم من أهميته، لا يُخفي الحاجة الماسة إلى إصلاحات هيكلية عميقة لتطوير بورصة الجزائر، من خلال التركيز على تحسين التشريعات، تعزيز الشفافية، وتوسيع قاعدة الشركات المدرجة لجعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والدوليين على حد سواء، حتى تتمكن البورصة من لعب دور محوري في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر.

أولاً- تطور المؤشر العام دزائر أندكس: يعكس لنا مؤشر بورصة الجزائر (دزائر أندكس) التقلبات الواضحة التي مرت بها البورصة تماشيًا مع المستجدات الاقتصادية المحلية والعالمية خلال الفترة بين 2008-2022 وخاصة في المرحلة ما بعد جائحة كورونا التي شهدت فيها البورصة نموًا معتبرًا بسبب عودة الانتعاش في أسواق الأسهم. وهو ما يبينه لنا الشكل الموالي:

الشكل رقم IV-32: تطور المؤشر العام لبورصة الجزائر دزائر أندكس للفترة (2008-2022) الوحدة: نقطة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (12).

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

حيث نلاحظ بأن المؤشر العام دزائر أندكس شهد نموًا ملحوظًا خلال الفترة (2008-2011) حيث ارتفع من 1,010.9 نقطة عام 2008 إلى 1,450.3 عام 2011 هذا راجع إلى إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، حيث وصل العدد الفعلي للأسهم التي تم تداولها للشركة 194,475 سهمًا وهي نسبة معقولة مقارنة بحجم الأوامر الذي بلغ 765.637 في تلك السنة، مما يدل على سيولة مقبولة للسهم في السوق، كما تجاوزت القيمة المتداولة لأسهمها 161 مليون دج في سنة الإدراج وهذا يشير إلى نشاطها المكثف في السوق، في حين كان هناك تراجع واضح في قيمة المؤشر حيث انخفض إلى أدنى مستوى عند 1,073.9 نقطة في 2013، نتيجة التراجع في حجم وقيمة التداولات، قبل أن يرتفع قليلاً في 2014، وشهد المؤشر تقلبات طفيفة في الفترة (2015-2017)، ولكن بدون تحقيق مكاسب أو خسائر كبيرة، ثم حقق ارتفاعاً تدريجياً وصولاً إلى 1,719.7 نقطة عام 2020، وتسارع نموه بشكل كبير، حيث وصل إلى 3,113.5 نقطة عام 2022، وهو أعلى مستوى في السلسلة الزمنية.

ثانياً- تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات: شهدت بورصة الجزائر تبايناً كبيراً في عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات على مدى الفترة من 2008 إلى 2022، فعلى الرغم من وجود فترات ركود، فإن السوق شهدت نشاطاً ملحوظاً في بعض السنوات.

يبين لنا الجدول رقم IV -4 التذبذب الذي شهدته البورصة في عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات.

الجدول رقم IV-4: تطور عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)

السنة	عدد الأسهم المتداولة	عدد الصفقات	السنة	عدد الأسهم المتداولة	عدد الصفقات	السنة	عدد الأسهم المتداولة	عدد الصفقات
2008	52 103	203	2013	120 681	132	2018	226 505	444
2009	34 700	160	2014	90 111	251	2019	249 696	437
2010	27 420	125	2015	2 213 143	259	2020	87 796	179
2011	231 997	413	2016	788 860	339	2021	244 399	219
2012	49 471	143	2017	468 145	438	2022	229 783	211

المصدر: التقارير السنوية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للسنوات 2008، 2009، 2010، 2022، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الموقع WWW.sgvb.dz.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

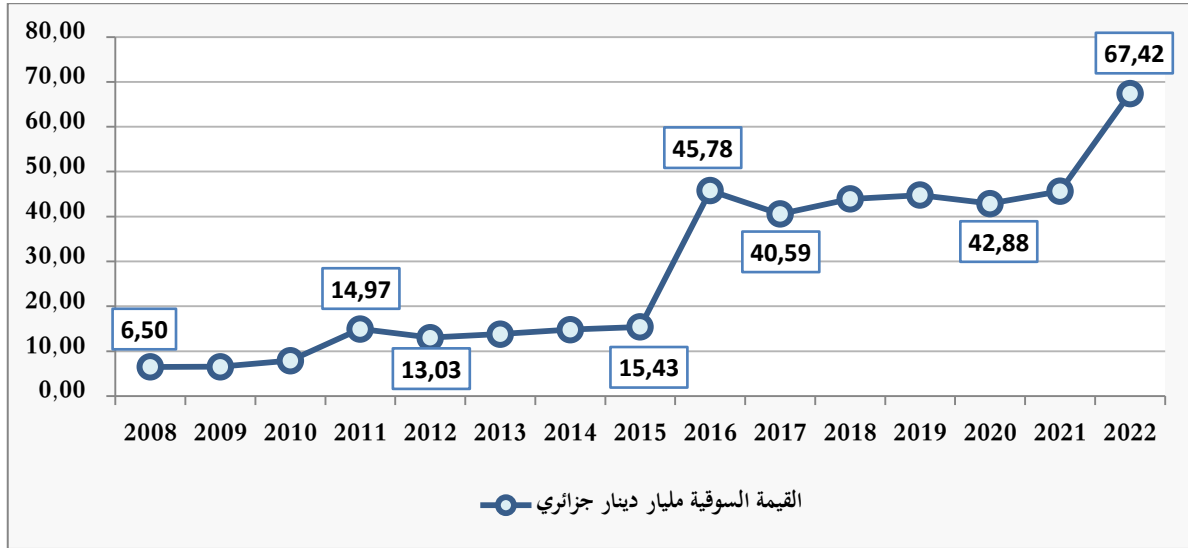
ففي سنة 2008 كان عدد الأسهم حوالي 52 103 سهمًا، وعدد الصفقات 203 صفقة، ثم انخفض عدد الأسهم في 2010 إلى أدنى مستوياته عند 27 420، بالموازاة مع تراجع الصفقات بـ 78 صفقة، لتشهد السوق بعد ذلك مرحلة من الانتعاش في سنة 2011 مع قفزة واضحة في عدد الأسهم والصفقات الذي وصل إلى 231 997 سهمًا و 413 صفقة، نتيجة إدراج أليانس للتأمينات في بورصة الجزائر سنة 2011 الذي كان بمثابة خطوة لتعزيز حضورها في السوق وجذب المستثمرين، حيث بلغ عدد أسهمها 194 475 أي بنسبة 84 % من إجمالي عدد الأسهم وبقيمة متداولة شكلت ما نسبته 87 % من إجمالي القيمة المتداولة وبعدد من الصفقات بلغ 222 صفقة أي بنسبة 54 %، كما عرفت الفترة ما بين 2012 و 2014 تذبذبًا في النشاط بشكل ملحوظ، حيث انخفض عدد الأسهم المتداولة إلى مستويات منخفضة (أقل من 130 000 سهم)، لتسجل البورصة قفزة نوعية في عام 2015 أين وصل عدد الأسهم إلى 2 213 143 سهم، وهي أعلى قيمة في السلسلة الزمنية، نتيجة طرح أسهم جديدة والاهتمام المكثف بأسهم أليانس التي شكل عدد أسهمها ما نسبته 94 % من إجمالي عدد الأسهم، في المقابل استمر عدد الصفقات بالتحرك ضمن نطاق 130-444 صفقة سنويًا، تبع ذلك انخفاض تدريجي منذ سنة 2019، حيث شهدت البورصة استقرارًا نسبيًا مع نشاط منخفض، بسبب تأثير جائحة كورونا، ففي سنة 2020 انخفض عدد الأسهم إلى 78 796 سهمًا، ورغم الانتعاش التدريجي في سنة 2022، إلا أن السوق لم يصل إلى نفس مستوى النشاط الذي شهده في 2015 التي تعتبر سنة استثنائية من حيث عدد الأسهم المتداولة والصفقات، مما يشير إلى تأثير دخول اللاعبين الجدد والتغيرات الهيكلية على تحسين نشاط السوق ونموه.

ثالثًا- تطور مؤشرات حجم السوق

1- القيمة السوقية: التطور التاريخي للقيمة السوقية لبورصة الجزائر عبر الفترة الزمنية الممتدة من 2008 إلى 2022، يُظهر إمكانيات نمو كبيرة، ولكنها بحاجة إلى استقرار أكبر وتعزيز شفافيتها وقدرتها التنافسية على الصعيدين المحلي والدولي، ولتحقيق استدامة أكبر تحتاج البورصة إلى تعزيز الثقة وزيادة التنوع من خلال إدراج مزيد من الشركات خارج قطاع الطاقة وجذب المستثمرين الأجانب، لأنه على الرغم من التغيرات في القيمة السوقية، إلا أن معدل رسملة السوق الذي يعتبر مؤشرًا مهمًا يعكس مدى تطور السوق المالي مقارنة بحجم الاقتصاد الوطني بقي في نطاق ضيق، حيث لم يتجاوز 0.26 خلال فترة الدراسة وهذا يشير إلى أن البورصة الجزائرية تلعب دورًا محدودًا في الاقتصاد، الذي يعتمد بشكل أساسي على القطاعات غير المالية، مثل الطاقة، كما أن تحسين هذا المؤشر يتطلب إصلاحات شاملة لتعزيز دور السوق المالي وجذب المزيد من الشركات والمستثمرين.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV-33: تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الملحق رقم (12).

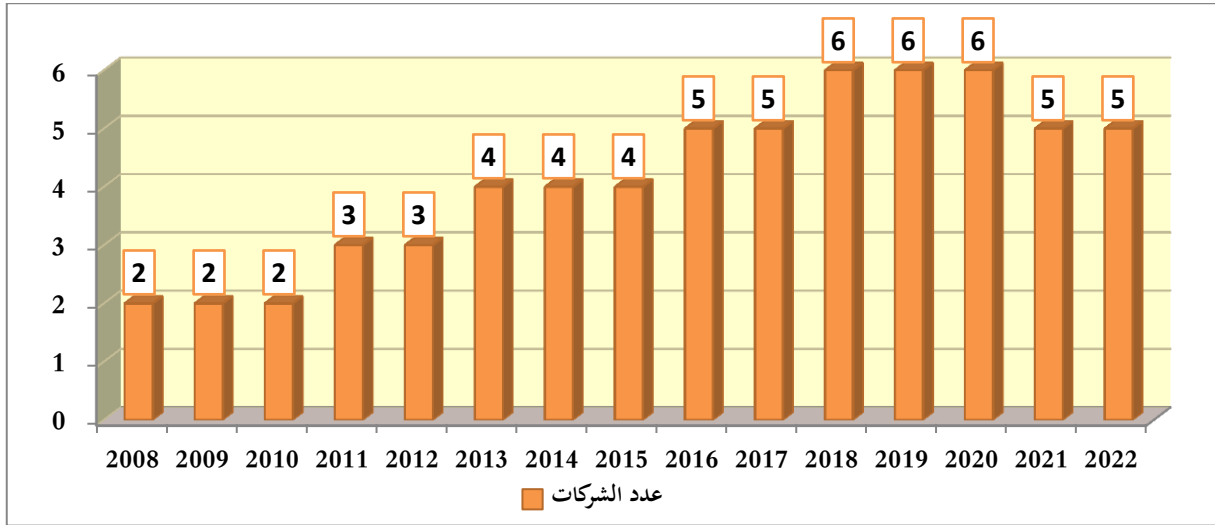
يمكننا من خلال الشكل أعلاه ملاحظة التحسن الذي شهدته القيمة السوقية في سنة 2016 بنسبة نمو بلغت 196.7% مقارنة بسنة 2015، أين وصلت إلى 45.78 مليار دينار جزائري، مما يعكس ضخ سيولة كبيرة في السوق وذلك نتيجة إدراج شركة بيوفارم من فئة الصناعة الصيدلانية والتي بلغت نسبة مساهمتها في إجمالي القيمة السوقية 68 %، مقابل 32 % فقط التي تمثل نسبة مساهمة أسهم الشركات الأربعة الأخرى المدرجة في البورصة، وذلك نظرا لارتفاع قيمة سهمها الذي قدر بـ 1225 د.ج وطرحها لـ 25 521 875 سهم، بقيمة تداول شكلت ما نسبته 82 % من إجمالي القيمة المتداولة، كما كان هناك تذبذب حاد بين السنوات 2012 و 2017 التي شهدت انخفاضاً في القيمة السوقية بنسبتي (-12.96%) و (-11.34%) على التوالي، مما قد يشير إلى وجود تحديات معينة في السوق تعيق تقدمه، ثم سجلت السوق نمواً معتبراً مرة أخرى في القيمة السوقية بنسبة 47.73% في سنة 2022، حيث وصلت إلى 67.42 مليار دينار جزائري مقارنة بـ 45.64% في نهاية سنة 2021 ما يشير إلى زيادة في النشاط الاستثماري، وهو أداء إيجابي يعكس جهوداً لتحفيز السوق بعد جائحة كوفيد-19، مما أدى إلى زيادة الطلب على أسهم كل من شركة بيوفارم وشركة أليانس للتأمينات.

2- تطور عدد الشركات:

يعرض لنا الشكل رقم IV-34 تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من 2008 إلى 2022، الذي نستطيع من خلاله ملاحظة أنه على مدى 15 عاماً، لم يتجاوز عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر 6 شركات فقط، وهو رقم متواضع جداً مقارنة بالأسواق المالية الأخرى العربية والأجنبية، يعكس ذلك ضعفاً في عمق السوق وقلة الخيارات الاستثمارية المتاحة، فكلما زاد عدد الشركات المدرجة دل ذلك على زيادة الاستثمارات وبالتالي زيادة كفاءة السوق وفعاليته، وكلما انخفض عدد الشركات المدرجة تراجع الاستثمارات وانخفضت كفاءة السوق.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الشكل رقم IV-34: تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (12).

حيث نلاحظ الزيادة التدريجية والمحدودة جدا في عدد الشركات، التي كانت ممثلة بشركتين فقط في عام 2008، وهما شركة الأوراسي ومجمع صيدال واستمر هذا الرقم دون تغيير حتى عام 2010، وشهدت الفترة بين 2011 و2018 زيادات طفيفة في عدد الشركات، ليصل العدد إلى 6 شركات فقط في 2018، وهو أعلى مستوى خلال الفترة. في عام 2021، انخفض عدد الشركات إلى 5 شركات نتيجة انسحاب شركة أن.سي.أ. روية للعصائر من بورصة الجزائر بسبب صعوبات مالية دفعته لاتخاذ هذا القرار بهدف إعادة تنظيم شؤونها المالية وتحسين وضعيتها، وكانت الشركة قد باعت 58% من أسهمها لمستثمر أجنبي، لكنه قرر الانسحاب أيضا، وظل العدد كذلك في 2022 مما يعكس تحديات تواجهها السوق متعلقة بافتقار الشركات إلى الحوافز للإدراج، وانخفاض مستوى الثقة في قدرة البورصة على تلبية احتياجاتها التمويلية، لأن تعزيز ثقافة الاستثمار وتشجيع الشركات الصغيرة والمتوسطة على دخول السوق، سيكونان ضروريين لتعزيز دور السوق المالي في الاقتصاد الوطني وزيادة عمقه وجاذبيته.

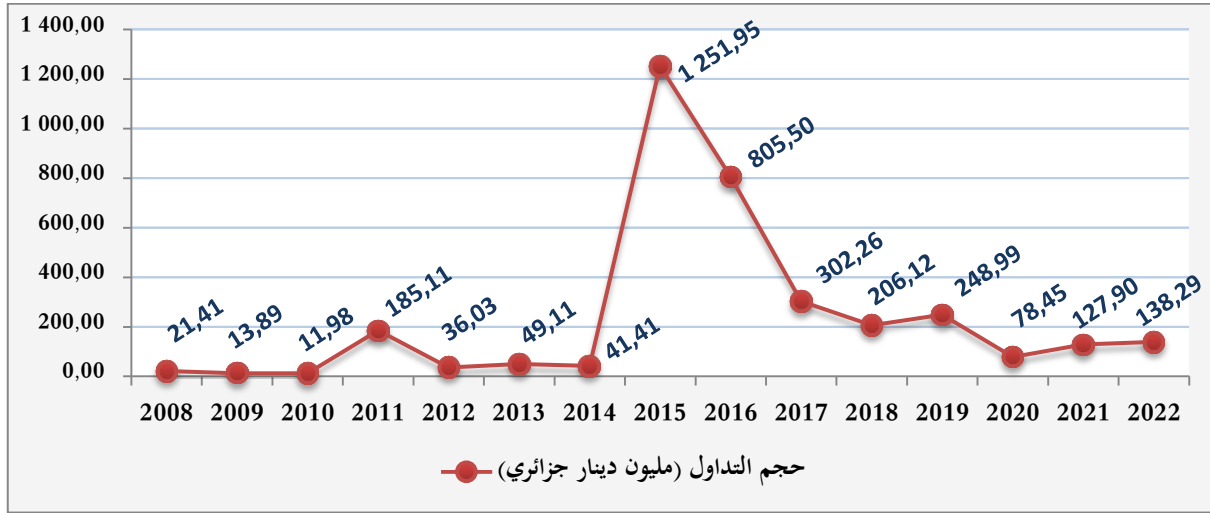
رابعا- تطور مؤشرات سيولة السوق

1- تطور حجم التداول: يعكس حجم التداول في البورصة النشاط الاستثماري، وهو مؤشر مهم يعبر عن مستوى السيولة والكفاءة في السوق المالية، وبورصة الجزائر تعتبر سوقا صغيرة نسبيا مقارنة بالأسواق المالية العالمية، حيث تضم عددا محدودا من الشركات المدرجة، وعلى الرغم من الجهود المبذولة لتطوير البورصة وزيادة عدد الشركات المدرجة، إلا أن حجم التداول فيها لا يزال متواضعا نسبيا، يعود ذلك إلى مجموعة من التحديات، مثل نقص الوعي المالي لدى الجمهور، وضعف اهتمام الشركات الخاصة بالإدراج، إضافة إلى القيود التنظيمية والإدارية التي تعيق نشاط السوق، لذلك فإن تحسين حجم التداول يتطلب تعزيز الثقة في السوق من خلال تحسين الإطار القانوني، وتشجيع الاستثمار المؤسسي، وتقديم حوافز للشركات للإدراج، كما يمكن أن تلعب التكنولوجيا المالية دورا هاما في جذب المستثمرين وتوسيع نطاق المشاركة في السوق.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

يُظهر لنا الشكل الموالي تطور حجم التداول في بورصة الجزائر بين عامي 2008 و2022، فبالرغم من وجود قفزات إيجابية في بعض السنوات، إلا أن بورصة الجزائر لاتزال تعاني من ضعف مستمر في السيولة وحجم التداول.

الشكل رقم IV - 35: تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (13).

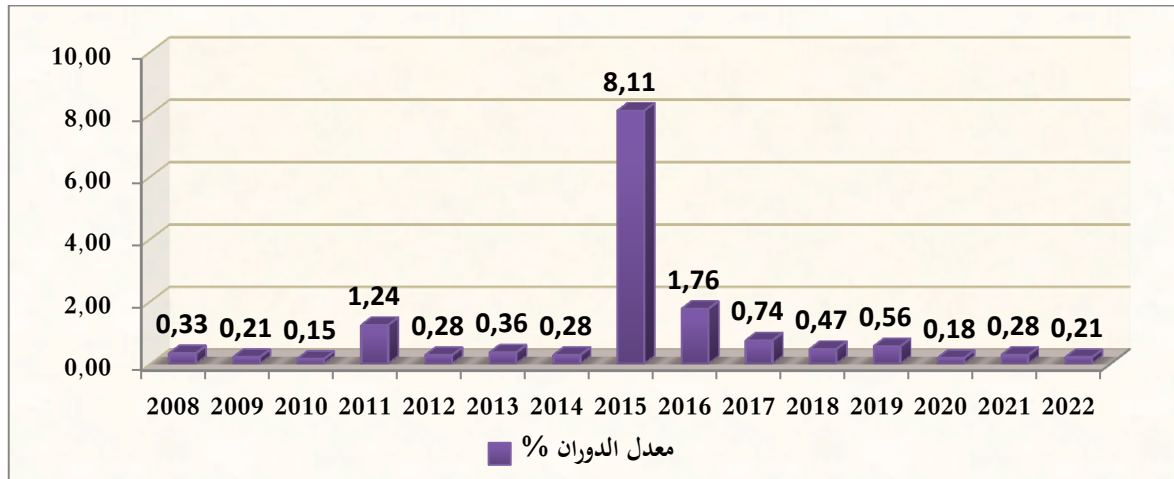
حيث شهدت الفترة الأولى (2008-2010) أحجام تداول منخفضة جدًا، تراوحت بين 21.4 مليون دينار في 2008 إلى 11.9 مليون دينار في 2010، كما أن معدل التداول خلال هذه الفترة كان شبه معدوم، ولم يتجاوز 0.0002%، مما يشير إلى ضعف نشاط السوق بشكل كبير، ثم ارتفع حجم التداول إلى 185 مليون دينار، مع زيادة في معدل التداول إلى 0.0013%، نتيجة التحسن الطفيف الذي أحدثته شركة أليانس بمجرد دخولها للسوق، أما الأداء الاستثنائي فكان في سنة 2015 التي شهدت قفزة هائلة في حجم التداول إلى 1.25 مليار دينار، مع معدل تداول بلغ 0.0075%، وهو الأعلى خلال الفترة، هذا الأداء كان نتيجة زيادة في نشاط كل من شركتي أليانس وروبية حيث بلغت القيمة المتداولة لكل منهما 1.20 مليار دينار و36 مليون دينار على التوالي، ثم سجلت البورصة انخفاضًا في حجم التداول بشكل كبير من 2016 إلى 2020، من 805 مليون دينار إلى 78.4 مليون دينار، مع تراجع معدل التداول تدريجيًا، بالرغم من دخول شركة بيوفارم التي تنتمي للقطاع الصيدلاني في سنة 2016 وشركة أم إنفست المنتمية لقطاع السياحة في سنة 2018، يعكس هذا قلة نشاط الشركات المدرجة عموماً، وخلال سنتي 2021 و2022، شهدت السوق تحسناً طفيفاً في حجم التداول، حيث بلغ 138 مليون دينار في 2022، مع معدل تداول قدر بـ 0.0005%، على الرغم من ذلك، لا يزال هذا الأداء بعيداً عن مستويات النشاط المرتفعة المحققة في 2015، وهذا ما يؤكد على أن بورصة الجزائر تعاني من ضعف السيولة، وهو ما ينعكس على تدني حجم التداول وانخفاض معدلات التداول ويشير إلى أن السوق غير نشطة، بسبب قلة عدد المستثمرين،

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

ضعف الثقة بالسوق، ونقص في الأدوات المالية المتاحة، الأمر الذي يستدعي القيام بإصلاحات هيكلية لتحفيز النشاط في البورصة وزيادة جاذبيتها للمستثمرين المحليين والأجانب من خلال تقديم حوافز للمستثمرين، وتطوير الأدوات المالية مثل إدخال صناديق الاستثمار أو أدوات الدين لتعزيز التنوع، وتعزيز الثقة في السوق من خلال تحسين الشفافية.

2- تطور معدل الدوران: يعتبر معدل الدوران مؤشراً هاماً على كفاءة السوق وقياس نشاط السوق وسيولته، إلا أن معدل الدوران في بورصة الجزائر يعكس ضعفاً مستمراً في نشاط السوق، نظراً لصغر حجمها والعدد المحدود من الشركات المدرجة بها، لذلك فهي بحاجة إلى جهود مستدامة لتعزيز السيولة وزيادة عمق السوق لتصبح أكثر جاذبية للمستثمرين المحليين والدوليين.

الشكل رقم IV -36: تطور معدل الدوران في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الملحق رقم (13).

يتبين لنا من خلال الشكل أعلاه أن الفترة (2010-2008) شهدت معدلات دوران منخفضة جداً تدل على ضعف نشاط البورصة حيث تراوحت بين 0.15% و 0.33%، يعكس هذا الأداء ضعف السيولة وانخفاض حجم التداول، مما يشير إلى قلة نشاط المستثمرين وضعف الإقبال على بورصة الجزائر، ثم شهد معدل الدوران تحسناً ملحوظاً في 2011 بلغ 1.24%، وهو تحسن كبير مقارنة بالسنوات السابقة، نتيجة إدراج شركة أليانس للتأمينات التي بلغت قيمتها السوقية 4.8 مليار دينار مشكّلة بذلك ما نسبته 32.18% من إجمالي القيمة السوقية وساهمت بنسبة 87.19% من إجمالي القيمة المتداولة، وكان الأداء الاستثنائي في 2015، أين تم تسجيل أعلى معدل دوران على الإطلاق عند 8.11% هذا الأداء غير العادي كان ناتجاً عن ارتفاع غير مسبوق في حجم وقيم التداول لسهم أليانس، حيث سجل هذا العام نشاطاً قوياً لكنه لم يستمر في السنوات اللاحقة، فبعد عام 2015 عاد معدل الدوران إلى الانخفاض التدريجي هذا التراجع يشير إلى عودة السوق إلى وضعه التقليدي الضعيف من حيث النشاط

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

والسيولة، حيث استقر عند مستويات منخفضة في 2021 عند 0.28% وفي 2022 عند 0.21%، يعكس هذا استمرار الضعف في نشاط السوق رغم التحسن الطفيف مقارنة ببعض السنوات السابقة، ويدل أيضا على ضعف اهتمام المستثمرين بالسوق بسبب عوامل مثل قلة الشركات المدرجة وغياب الحوافز الاستثمارية.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية لمجموعة من الدول العربية
بعد أن قمنا من خلال المبحثين الأول والثاني بتحليل تطورات كل من الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية في البلدان التي شملتها الدراسة سنقوم من خلال هذا المبحث بقياس أثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية.

المطلب الأول: تحديد المتغيرات وصياغة النموذج

أولاً- مصادر المعلومات: هدف هذه الدراسة هو قياس أثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية لعينة تضم أربعة دول عربية، تشمل كلا من الأردن، العراق، قطر والجزائر، وتعتمد الدراسة على بيانات سنوية تغطي الفترة من 2008 إلى 2022، كما أن عملية تجميع البيانات تمت من مصادر موثوقة، حيث أخذنا الإحصائيات الخاصة بالإنفاق العام من التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي للدول التي اخترناها لتكون عينة الدراسة، أما مؤشرات الأسواق المالية المتمثلة في القيمة السوقية وحجم التداول فتحصلنا عليها من خلال التقارير السنوية الصادرة عن بورصات الدول التي اخترناها وهي بورصة عمان، بورصة قطر، سوق العراق للأوراق المالية وبورصة الجزائر.

ثانياً- المنهجية المستخدمة في تحليل البيانات: تم الاعتماد على البرمجية المعتمدة في مجال تحليل السلاسل الزمنية والتحليل الاقتصادي القياسي Eviews لتقدير معلمات النماذج وإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة من خلال استخدام نماذج بيانات بانل التي تُعد أداة تحليلية متميزة وخياراً مثالياً لتحليل الظواهر الاقتصادية المتعددة الأبعاد، فمن أبرز مزاياها¹:

- ✓ تقلل من التحيز الناتج عن إغفال المتغيرات الثابتة عبر الزمن أو الوحدات.
- ✓ تجمع بين بعدي الأفراد والزمن، ما يسمح برصد الاختلافات والتقلبات بوضوح أكبر.
- ✓ تُمكن من إجراء تحليلات اقتصادية ومالية أكثر فعالية، ما يجعلها أداة أساسية في فهم الديناميكيات المعقدة.
- ✓ تعزز دقة التقديرات عبر زيادة عدد المشاهدات ودرجات الحرية، وتقليل مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات.
- ✓ قدرتها على الكشف عن آثار معقدة يصعب رصدها باستخدام البيانات المقطعية أو السلاسل الزمنية.
- ✓ تُمكن من بناء نماذج سلوكية أكثر مرونة بفضل القيود المحدودة على فترات الإبطاء الموزعة.
- ✓ تُسهّم بيانات البانل في تحسين دقة القياس للبيانات الجزئية وتقليل التحيز الناتج عن التجميع، ما يعزز جودة التنبؤات مقارنة بالبيانات الإجمالية.

¹ معط الله أمال، أثر سياسة الإنفاق العام على النمو الاقتصادي دراسة قياسية باستخدام بيانات panel لحالة الدول العربية (1999-2019)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2021، ص 176.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

ثالثاً- التعريف بمتغيرات الدراسة: تظهر متغيرات الدراسة من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم IV-5: وصف متغيرات النموذج القياسي

رموز النموذج	توصيفها
1 القيمة السوقية MC (Market Capitalization)	متغير تابع
2 حجم التداول TV (Trading Volume)	متغير تابع
4 الإنفاق العام GE (Government Expenditure)	متغير مستقل
5 β	يمثل معلمة أو ميل النموذج التي تقيس تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع
6 $\beta_{1(i)}$	يمثل معلمة المقطع أو الثابت في المشاهدة i لدالة القيمة السوقية
7 $\beta_{2(i)}$	يمثل معلمة المقطع أو الثابت في المشاهدة i لدالة حجم التداول
8 $\varepsilon_{i,t}$	يمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t أو ما يسمى بالمتغير العشوائي ويشمل جميع المتغيرات الأخرى غير المقاسة التي لا يتضمنها النموذج ولكنها تؤثر عليه.

المصدر: من إعداد الباحثة

رابعاً- صياغة النموذج القياسي المقترح: من أجل قياس أثر الإنفاق العام على مؤشرات الأسواق المالية سنقوم ببناء نموذج قياسي حيث سنعتمد في هذه الدراسة على ثلاثة متغيرات، كما يفترض هذا النموذج ثبات العوامل الأخرى، فيكون النموذج على النحو التالي:

$$MC_{it} = \beta_{1(i)} + \beta GE_{(it)} + \varepsilon_{i,t}$$

$$TV_{it} = \beta_{2(i)} + \beta GE_{(it)} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن: $t=1,2,\dots,T$ و $i=1,2,\dots,N$ ، حيث يشير الدليل i إلى الوحدة المقطعية i والدليل t إلى الفترة الزمنية.

✓ النموذج الأول: تكون فيه القيمة السوقية MC (Market Capitalization) كمؤشر للتعبير عن أداء الأسواق المالية.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

✓ النموذج الثاني: يكون فيه حجم التداول (TV (Trading Volume كمؤشر للتعبير عن أداء الأسواق المالية.

المطلب الثاني: الاختبارات الإحصائية لمتغيرات الدراسة

أولاً- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة: يعرض لنا الجدول الموالي الإحصاء الوصفي للمتغيرات كما يلي:

الجدول رقم IV-6: الإحصاء الوصفي لبيانات ومتغيرات الدراسة

TV	MC	GE	
207689.6	2417611	23782899	Mean
43284.00	173226.5	2216628	Median
2840220	15872906	1.17E+08	Maximum
12.00000	6500.000	5431.000	Minimum
433956.2	4466748	38741396	Std,Dev
4.110130	1.819407	1.334343	Skewness
23.91810	4.900815	3.092967	Kurtosis
60	60	60	Observations

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- متوسط الإنفاق العام GE في العينة محل الدراسة بلغ قيمة 23782899 بقيمة وسيط بلغت 2216628، كما بلغت أعلى قيمة له 1.17E+08 وسجلت أقل قيمة له عند 5431.000 وقيمة الانحراف المعياري قدرت بـ 38741396 في حين بلغ معامل الالتواء قيمة موجبة بلغت 1.334343 تشير إلى أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي يمينا بمعامل تفرطح يساوي 3.092967
- متوسط القيمة السوقية MC في العينة محل الدراسة سجل ما قيمته 2417611 بقيمة وسيط بلغت 173226.5، وكانت أعلى قيمة له عند 15872906 وأما أقل قيمة له فكانت عند 6500.000 وقيمة الانحراف المعياري قدرت بـ 4466748 في حين كانت قيمة معامل الالتواء موجبة وبلغت 1.819407 ترمز إلى أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي قليلا جهة اليمين بمعامل تفرطح مقدّر بـ 4.900815
- متوسط كمية الأسهم المتداولة TV في العينة محل الدراسة كانت قيمتها 207689.6 بقيمة وسيط بلغت 43284.00 وكانت أعلى قيمة له 2840220 بينما أقل قيمة له فكانت عند 12.00000 وبلغت

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

قيمة الانحراف المعياري 433956.2، فيما سجل معامل الالتواء قيمة موجبة بلغت 4.110130 هذا ما

يعني أن منحني التوزيع التكراري ملتوي يمينا بمعامل تفريط مقدّر بـ 23.91810

ثانياً- تحليل الارتباط بين المتغيرات: تم قياس معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة، والنتائج معروضة في الجدولين المواليين:

الجدول رقم IV-7: مصفوفة الارتباط بين الإنفاق العام والقيمة السوقية

المتغيرات	GE	MC
GE	1.000000	
MC	0.901209 0.0000	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يتضح من خلال مصفوفة معاملات الارتباط وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بين الإنفاق العام (GE) كمتغير مستقل والقيمة السوقية (MC) كمتغير تابع، بدليل أن معامل الارتباط موجب ويساوي 0.901209 والاحتمال المقابل له يساوي 0.0000 وهو أقل من 0.05 عند مستوى معنوية 5%.

الجدول رقم IV-8: مصفوفة الارتباط بين الإنفاق العام وحجم التداول

المتغيرات	GE	TV
GE	1.000000	
TV	0.732625 0.0000	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يتبين لنا من خلال مصفوفة معاملات الارتباط وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بين الإنفاق العام (GE) كمتغير مستقل وحجم التداول (TV) كمتغير تابع، بدليل أن معامل الارتباط موجب ويساوي 0.732625 والاحتمال المقابل له يساوي 0.0000 وهو أقل من 0.05 عند مستوى معنوية 5%.

ثالثاً- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية: قبل استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لابد من التأكد من استقرارية السلاسل الزمنية قيد الدراسة، من خلال اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبارات إحصائية مختارة مثل ADF، LLC، و PP وهذا ما يوضحه الجدول رقم IV-9 أن جميع سلاسل متغيرات الدراسة، TV، MC، GE غير مستقرة عند المستوى $I(0)$ حيث أن قيمة P-value أكبر من 0.05 ويتحقق السكون عند الفرق

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الأول I(1) حيث أن قيمة P-value أقل من 0.05 وبالتالي نستطيع القول أن سلاسل المتغيرات محل الدراسة ساكنة عند الفرق الأول I(1).

الجدول رقم IV-9: نتائج اختبارات LLC، ADF، و PP لمعرفة استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة

المتغيرات	نوع الاختبار	عند المستوى I(0)	عند الفرق الأول I(1)
GE	LLC	0.5936	0.0000
	ADF	0.3889	0.0000
	PP	0.2702	0.0000
MC	LLC	0.1526	0.0000
	ADF	0.5482	0.0001
	PP	0.2302	0.0000
TV	LLC	0.3188	0.0000
	ADF	0.0692	0.0000
	PP	0.0623	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

رابعاً- اختبار التكامل المشترك لمتغيرات النموذج: من خلال اختبارات الاستقرارية، تبين أن المتغيرات غير مستقرة عند المستوى ولكنها متكاملة من نفس الدرجة يشير ذلك إلى احتمال تطورها في نفس الاتجاه على المدى الطويل، مما يعني وجود علاقة توازن طويلة الأجل بينها، للتحقق من هذا الاحتمال، تم إجراء اختبار التكامل المشترك الذي يقوم أساساً على اختبارات جذر الوحدة لبواقي النماذج المقدرة وذلك باستخدام Pedroni Cointegration Test، حيث تتمثل فرضيات هذا الاختبار فيما يلي:

H_0 : عدم وجود تكامل مشترك وعلاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرات.

H_1 : وجود تكامل مشترك وعلاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرات.

1- اختبار التكامل المشترك بين الإنفاق العام والقيمة السوقية: تظهر نتائج هذا الاختبار في الجدول رقم IV-10.

الجدول رقم IV-10: نتائج اختبار Pedroni للتكامل المشترك بين الإنفاق العام والقيمة السوقية

داخل الوحدات Within-dimension	إحصائية الاختبار	الاحتمالية	الإحصائية المرجحة	الاحتمالية
إحصائية Panel-V	2.148880	0.0158	2.12179	0.0169
إحصائية Panel-RHO	-1.615124	0.0531	-1.182247	0.1186

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

0.1675	-0.964063	0.0270	-1.926947	إحصائية Panel- PP
0.0837	-1.380561	0.1070	-1.242842	إحصائية Panel-ADF
الاحتمالية	إحصائية الاختبار			بين الوحدات Between-dimension
0.4696	-0.076180			إحصائية Panel-RHO
0.2224	-0.764223			إحصائية Panel- PP
0.1604	-0.992729			إحصائية Panel-ADF

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن الاحتمالية المقابلة لأغلب الاختبارات أكبر من 0.05 وبالتالي فإن هذا يشير إلى غياب علاقة التكامل المشترك بين الإنفاق العام والقيمة السوقية عند مجال ثقة 5%، وهذا ما يدل على عدم وجود العلاقة التوازنية طويلة المدى بين المتغيرات.

2- اختبار التكامل المشترك بين الإنفاق العام وحجم التداول: تظهر نتائجه في الجدول رقم IV-11 .

الجدول رقم IV-11: نتائج اختبار Pedroni للتكامل المشترك بين الإنفاق العام وحجم التداول

الاحتمالية	الإحصائية المرجحة	الاحتمالية	إحصائية الاختبار	داخل الوحدات Within-dimension
0.3000	0.524397	0.1981	0.848336	إحصائية Panel-V
0.3629	-0.350703	0.2358	-0.719725	إحصائية Panel-RHO
0.2821	-0.576648	0.0813	-1.396652	إحصائية Panel- PP
0.5378	0.094869	0.3691	-0.334351	إحصائية Panel-ADF
الاحتمالية	إحصائية الاختبار			بين الوحدات Between-dimension
0.6285	0.327777			إحصائية Panel-RHO
0.2835	-0.572600			إحصائية Panel- PP
0.6352	0.345715			إحصائية Panel-ADF

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الاحتمالية المقابلة لجميع الاختبارات أكبر من 0.05 وبالتالي فإن هذا يشير إلى غياب علاقة التكامل المشترك بين الإنفاق العام وحجم التداول عند مجال ثقة 5%، وتجدر الإشارة إلى أن فرضية

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

العدم في هذا الاختبار تفترض غياب علاقة التكامل المشترك وعدم وجود العلاقة التوازنية طويلة المدى بين المتغيرات، وعليه سنقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة.

المطلب الثالث: تقدير وتحليل أثر الإنفاق العام على أداء مؤشرات الأسواق المالية

نقوم في هذه الخطوة بتقدير نماذج الدراسة باستخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، وهو منهج يجمع بين بعدي الزمن والمقطع العرضي، مما يسمح بتحليل أكثر شمولاً ودقة للظواهر الاقتصادية والاجتماعية، ويتم ذلك من خلال نماذج بانل الثلاثة التي تُستخدم لتوفير رؤية متكاملة وتساعد على فهم العلاقات الديناميكية بين المتغيرات بشكل أكثر دقة وفعالية وهي التي سنستخدمها لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة للفترة الزمنية الممتدة من 2008 إلى 2022، أي أنها تتضمن 15 فترة زمنية و4 مقاطع عرضية وهي الأردن، العراق، قطر والجزائر، ما يشير إلى توافر بيانات مدجة ومتوازنة بإجمالي 60 ملاحظة، وتتمثل نماذج بانل الثلاثة في:

✓ نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model

✓ نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model

✓ نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model

أولاً- تقدير وتحليل نماذج بانل الثلاثة لأثر الإنفاق العام على القيمة السوقية:

1- تقدير وتحليل نموذج الانحدار التجميعي (PRM) لأثر الإنفاق العام على القيمة السوقية:

تم تقدير النموذج بناءً على افتراض أن تأثيراته عامة ومشتركة، وأسفر ذلك عن النتائج الموضحة في الجدول أدناه.

الجدول رقم IV-12: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للقيمة السوقية

Dependent Variable: LMC				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2008 2022				
Periode included: 15				
Cross-section included: 4				
Total panel (balanced) observations: 60				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	6.025068	1.052465	5.724720	0.0000
LGE	0.448666	0.074089	6.055734	0.0000
R-squared	0.387358	F-statistic		36.67191
Adjusted R-squared	0.376795	Prob (F-statistic)		0.000000

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

حسب النموذج التجميعي، تبين أن المتغير المستقل المتمثل في الإنفاق العام له تأثير معنوي على القيمة السوقية وذلك استناداً إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية t المرتبطة به، والتي كانت أقل من مستوى المعنوية البالغ 5%، كما أظهر النموذج قدرة تفسيرية بلغت 38%، وبشكل عام تبين أن النموذج معنوي عند مستوى معنوية 5%، بناءً على القيمة الاحتمالية لإحصائية F .

2- تقدير وتحليل نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) لأثر الإنفاق العام على القيمة السوقية:

تم تقدير النموذج بناءً على أن نموذج التأثيرات الثابتة يفترض أن كل دولة تختلف في حدها الثابت، وكانت النتائج على النحو التالي:

الجدول رقم IV-13: نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة للقيمة السوقية

Dependent Variable: LMC				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2008 2022				
Periode included: 15				
Cross-section included: 4				
Total panel (balanced) observations: 60				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.551597	3.672346	-1.511730	0.1363
LGE	1.290228	0.266927	4.833640	0.0000
R-squared	0.971686	F-statistic		471.8745
Adjusted R-squared	0.969627	Prob (F-statistic)		0.000000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

وفق نموذج التأثيرات الثابتة، فإن الإنفاق العام له تأثير معنوي على القيمة السوقية وذلك استناداً إلى القيمة الاحتمالية لإحصائية t المرتبطة به، والتي كانت أقل من مستوى المعنوية البالغ 5%، كما كانت القوة التفسيرية للنموذج كبيرة جداً إذ بلغت قيمة معامل التحديد R^2 المعدل 0.971686 أي أن 97% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية في الدول العربية المكونة لعينة الدراسة خلال الفترة من 2008 إلى 2022 تعود إلى الإنفاق العام وإجمالاً فالنموذج معنوي عند مستوى معنوية 5%، بناءً على القيمة الاحتمالية لإحصائية F .

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

3- تقدير وتحليل نموذج التأثيرات العشوائية (REM) لأثر الإنفاق العام على القيمة السوقية:

تم تقدير النموذج بناءً على أن نموذج التأثيرات العشوائية يفترض أن كل دولة تختلف في حد الخطأ، ونتائج التقدير موضحة كما يلي:

الجدول رقم IV-14: نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية

Dependent Variable: LMC				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Sample: 2008 2022				
Periode included: 15				
Cross-section included: 4				
Total panel (balanced) observations: 60				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.827375	3.324421	-0.549682	0.5846
LGE	1.019497	0.220034	4.633367	0.0000
R-squared	0.262839	F-statistic		20.68019
Adjusted R-squared	0.250129	Prob (F-statistic)		0.000028

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

أظهرت نتائج نموذج التأثيرات العشوائية أن الإنفاق العام له تأثير موجب ودال إحصائياً على القيمة السوقية نظراً لأن قيمته الاحتمالية تساوي 0.0000، كما أن النموذج يفسر 26.28% فقط من التغيرات في القيمة السوقية، وبشكل عام النموذج دال إحصائياً وفقاً لاحتمالية F-statistic التي تساوي 0.000028

4- المقاضلة بين النماذج الثلاثة:

4-أ- اختبار F-Fisher: بهدف الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة سنجري اختبار

إحصائية فيشر (F) الذي يقوم على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

وتظهر نتائج الاختبار في الجدول التالي:

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الجدول رقم IV-15: نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)

Redundant Fixed Effects Test Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f	Prob.
Cross-section F	378.351977	(3.55)	0.0000
Cross-section Chi-square	184.465344	3	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

تُبرز نتائج الجدول بوضوح أهمية كل من اختبار F للمقطع العرضي واختبار مربع كاي للمقطع العرضي، حيث جاءت النتائج معنوية، مما يقودنا إلى رفض فرض العدم القائل بتجانس قواطع الدول، وتأكيد الفرضية البديلة مما يشير إلى أهمية تضمين الآثار المقطعية في النموذج، وبناءً على ذلك يتفوق نموذج التأثيرات الثابتة على نموذج الانحدار التجميعي في تقدير العلاقة بين الإنفاق العام والقيمة السوقية لعينة الدول المختارة خلال الفترة 2008-2022.

4-ب- اختبار Hausman: بعد أن تأكدنا من عدم ملائمة نموذج الانحدار التجميعي لتقدير أثر الإنفاق العام على القيمة السوقية سنجري اختبار هوسمان الذي يسمح لنا بالمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية ويقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

الجدول رقم IV-16: نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)

Correlated Random Effects-Hausman Test Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	3.209770	1	0.0732

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن الاحتمال المقابل لإحصائية Chi-Square هو أكبر من 0.05 وبالتالي نستطيع القول بأننا نقبل الفرض العدمي ونرفض الفرض البديل، أي أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب لتقدير أثر الإنفاق العام على القيمة السوقية لعينة الدول المختارة خلال الفترة 2008-2022. وعليه يمكن صياغة النموذج المقترح على النحو التالي:

$$LMC = -1.827375 + 1.019497 * LGE$$

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

تظهر نتائج التقدير أن الإنفاق العام LGE له تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية LMC في الدول العربية محل الدراسة خلال الفترة (2008-2022)، حيث يشير معامل الإنفاق العام البالغ 1.019497 إلى أن زيادة الإنفاق العام بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية بنسبة تقارب 1.02%، مما يعكس علاقة طردية قوية بين المتغيرين، أما الجزء الثابت في النموذج -1.827375، فيعبر عن القيمة السوقية المقدرة عندما يكون الإنفاق العام منعدماً، وهي قيمة ليست لها دلالة معنوية لكنها توفر معلومات لتفسير التغيرات الناتجة عن الإنفاق العام.

تعكس هذه النتائج أهمية السياسات المالية في دعم وتعزيز أداء الأسواق المالية في الدول العربية خلال فترة الدراسة ويظهر النموذج مدى اعتماد القيمة السوقية على الإنفاق العام كأحد المحركات الرئيسية، مما يبرز دور الحكومات في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال الإنفاق العام.

5- تأثيرات المقاطع العرضية: يُظهر لنا الجدول رقم IV-17 تأثيرات مقاطع الدول التي اخترناها للدراسة في القيمة السوقية للفترة (2008-2022) اعتماداً على النموذج القياسي المقدر.

الجدول رقم IV-17: تأثيرات الدول التي شملتها العينة في القيمة السوقية خلال الفترة 2008-2022

Country	Jordan	Iraq	Qatar	Algeria
Effect	2.509054	- 0.930383	2.608591	- 4.187263

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يظهر لنا من خلال الجدول أن نموذج التأثيرات العشوائية يعكس اختلافات جوهرية بين الدول، مما يجعل النتائج ذات صلة مباشرة بالسياسات والظروف المحلية لكل دولة.

فالدول ذات التأثير الإيجابي هي قطر والأردن حيث يظهر أن الإنفاق العام فيها يستخدم بشكل فعال في دعم القيمة السوقية، مما يشير إلى كفاءة السياسات الاقتصادية في هذه الدول، حيث أن تأثير دولة قطر هو 2.608591 مقارنة بباقي الدول بمعنى أن الإنفاق العام في قطر خلال المدة (2008-2022) هو إيجابي بنسبة 260% مقارنة بباقي الدول، ويُفسر ذلك بالسياسات الفعالة التي تعزز من استخدام الإنفاق العام في دعم قطاعات الاقتصاد المختلفة، مما يزيد من القيمة السوقية، أما في الأردن فكان الإنفاق العام إيجابي بنسبة 250% هذا ناتج عن استراتيجيات اقتصادية متوازنة واستثمار الإنفاق في قطاعات ذات أثر مباشر على السوق.

في حين أن الدول ذات التأثير السلبي هي الجزائر والعراق وهذا ما يعكس تحديات في تحويل الإنفاق العام إلى قيمة مضافة للسوق، مما يشير إلى الحاجة لتحسين إدارة الموارد وتوجيه الإنفاق نحو قطاعات ذات عائد أعلى، حيث كان تأثير الإنفاق العام في الجزائر سلبي بنسبة 418%، قد يكون ذلك نتيجة لعوامل اقتصادية داخلية مثل ضعف كفاءة

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الإنفاق العام أو تأثيرات الهيكل الاقتصادي التي تعيق نمو السوق المالي، أما فيما يخص العراق فإن التأثير السلبي هنا كان أقل حدة مقارنة بالجزائر، حيث قدر بـ 93% لكنه يشير إلى أن الإنفاق العام في العراق له تأثير محدود وسلب على القيمة السوقية ربما نتيجة تأثير البيئة الاقتصادية والسياسية غير المستقرة.

ثانياً- تقدير وتحليل نماذج بانل الثلاثة لأثر الإنفاق العام على حجم التداول:

1- تقدير وتحليل نموذج الانحدار التجميعي (PRM) لأثر الإنفاق العام على حجم التداول:

اعتمد النموذج في تقديره على افتراض أن تأثيراته ذات طابع عام ومشترك، والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم IV-18: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للحجم التداول

Dependent Variable: LTV				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2008 2022				
Periode included: 15				
Cross-section included: 4				
Total panel (balanced) observations: 60				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	6.132933	1.750236	3.504060	0.0009
LGE	0.233028	0.123210	1.891309	0.0636
R-squared	0.058091	F-statistic		3.577049
Adjusted R-squared	0.041851	Prob (F-statistic)		0.063580

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

حسب النموذج التجميعي توجد هناك علاقة طردية بين الإنفاق العام وحجم التداول، فزيادة الإنفاق العام بمقدار وحدة واحدة تؤدي إلى زيادة حجم التداول بمقدار 0.233، غير أن الدلالة الإحصائية لهذا المتغير ضعيفة نسبياً حيث قدرت بـ (0.0636 =)، لكنها تقترب من مستوى القبول (0.05)، ما يعني أن تأثير الإنفاق العام على حجم التداول قد يكون ضعيفاً ولكنه غير مهم، فيما يخص الجودة الكلية للنموذج.

تشير احتمالية Prob (F-statistic) إلى أن النموذج ككل له دلالة إحصائية عند مستوى 0.06 على الرغم من أنه أقل قوة من المتوقع، إلا أنه يشير إلى أن الإنفاق العام يفسر بعض التغيرات في حجم التداول، كما أن قيمة معامل التحديد كانت منخفضة، مما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 5.8% فقط من التغيرات في حجم التداول.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

2- تقدير وتحليل نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) لأثر الإنفاق العام على حجم التداول:

نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة الذي يفترض أن كل دولة تختلف في حدها الثابت، موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم IV-19: نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لحجم التداول

Dependent Variable: LTV				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2008 2022				
Periode included: 15				
Cross-section included: 4				
Total panel (balanced) observations: 60				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	- 0.913964	7.027051	- 0.130064	0.8970
LGE	0.745300	0.510766	1.459182	0.1502
R-squared	0.942365	F-statistic		224.8208
Adjusted R-squared	0.938173	Prob (F-statistic)		0.000000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يشير نموذج التأثيرات الثابتة إلى وجود علاقة طردية بين الإنفاق العام وحجم التداول، وأن زيادة الإنفاق العام بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة حجم التداول بمقدار 0.745 وحدة، وعلى الرغم من أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية عالية جداً حسب ما تشير إليه Prob (F-statistic) ما يعني أن المتغير المستقل المتمثل في الإنفاق العام يفسر تغيرات كبيرة في المتغير التابع المتمثل في حجم التداول، إلا أن القيمة الاحتمالية لإحصائية t التي قدرت بـ 0.1502، وهي أكبر من 0.05 هذا ما يعني أن التأثير الإيجابي للإنفاق العام على حجم التداول غير معنوي إحصائياً عند مستوى 5%.

كما تشير نتائج التقدير إلى أن النموذج يفسر 94.2% من التغيرات في حجم التداول، هذه نسبة مرتفعة جداً وتدل على جودة تفسيرية عالية للنموذج.

3- تقدير وتحليل نموذج التأثيرات العشوائية (REM) لأثر الإنفاق العام على حجم التداول:

تم تقدير النموذج استناداً إلى فرضية أن نموذج التأثيرات العشوائية يميز كل دولة بناءً على اختلافها في حد الخطأ، والنتائج موضحة على النحو التالي:

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

الجدول رقم IV-20: نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية لحجم التداول

Dependent Variable: LTV				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Sample: 2008 2022				
Periode included: 15				
Cross-section included: 4				
Total panel (balanced) observations: 60				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	1.818876	5.956398	0.305365	0.7612
LGE	0.546637	0.400112	1.366210	0.1771
R-squared	0.031498	F-statistic		1.886317
Adjusted R-squared	0.014800	Prob (F-statistic)		0.174904

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يظهر لنا من خلال نتائج هذا التقدير أن هناك تأثير إيجابي محتمل للإنفاق العام على حجم التداول، لكنه غير معنوي إحصائياً، حيث يشير معامل الإنفاق العام إلى أن زيادة وحدة واحدة في الإنفاق العام تؤدي إلى زيادة حجم التداول بمقدار 0.5466 وحدة، كما نلاحظ أن تأثير الإنفاق العام على حجم التداول غير دال إحصائياً بدليل إحصائية t التي قدرت بـ 0.1771، والتي كانت أكبر من 0.05، كما بلغت قيمة معامل التحديد 0.031498 هذا ما يشير إلى أن النموذج يفسر فقط 3.15% من التغيرات في حجم التداول، هذه نسبة منخفضة جداً تشير إلى أن هناك عوامل أخرى غير الإنفاق العام تؤثر بشكل كبير على حجم التداول، مثل العوامل الاقتصادية كمعدلات الفائدة، التضخم، معدلات النمو الاقتصادي، والعوامل السوقية كاستثمار الأجنبي، السيولة في السوق، ثقة المستثمرين، بالإضافة إلى أن النموذج ككل غير معنوي إحصائياً عند مستوى 5%، بدليل إحصائية فيشر التي قدرت بـ 0.174904

4- المفاضلة بين النماذج الثلاثة:

4-أ- اختبار F-Fisher:

لتحديد الاختيار الأنسب بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، سيتم إجراء اختبار إحصائية فيشر (F)، والذي يعتمد على الفرضيتين التاليتين:

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

H₀: نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم.

H₁: نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

ونتائج الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم IV-21: نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)

Redundant Fixed Effects Test Test cross-section fixed effects			
Effects Test	Statistic	d.f	Prob.
Cross-section F	281.282744	(3.55)	0.0000
Cross-section Chi-square	167.626861	3	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

أسفرت نتائج الاختبار عن دلالة إحصائية، مما يستدعي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهو ما يؤكد أهمية إدراج الآثار المقطعية في النموذج.

4-ب- اختبار Hausman: سنعتمد على هذا الاختبار للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية من خلال الفرضيتين التاليتين:

H₀: نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

H₁: نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

الجدول رقم IV-22: نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)

Correlated Random Effects-Hausman Test Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0.391569	1	0.5315

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يُظهر الجدول أن الاحتمال المرتبط بإحصائية Chi-Square يتجاوز 0.05، مما يعني قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، وبالتالي، يُعد نموذج التأثيرات العشوائية الأنسب لتقدير تأثير الإنفاق العام على القيمة السوقية لعينة الدول المختارة خلال الفترة 2008-2022.

وعليه يمكن صياغة النموذج المقترح على النحو التالي:

$$LTV = 1.818876 + 0.546637 * LGE$$

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

5- تأثيرات المقاطع العرضية: بوضح لنا الجدول رقم IV-23 تأثيرات مقاطع الدول التي اخترناها للدراسة في حجم التداول للفترة (2008-2022) استنادا إلى النموذج المقدر.

الجدول رقم IV-23: تأثيرات الدول التي شملتها العينة في حجم التداول خلال الفترة 2008-2022

Country	Jordan	Iraq	Qatar	Algeria
Effect	1.308844	1.473017	2.995836	-5.777696

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يظهر الجدول تأثير كل دولة من الدول الأربع المشمولة في العينة (الأردن، العراق، قطر والجزائر) في حجم التداول وفقاً لتقديرات نموذج التأثيرات العشوائية، ونستطيع من خلاله ملاحظة التباين الكبير بين الدول، فقطر تتميز بأداء متميز في حجم التداول، بينما تعاني الجزائر من انخفاض ملحوظ، في حين أن العراق والأردن يظهران أداءً إيجابياً معتدلاً، هذا التباين يشير إلى أن العوامل الاقتصادية والمالية والسوقية تختلف بشكل كبير بين الدول، حيث يمكن للدول ذات التأثير السلبي أن تحسن من حجم التداول من خلال تعزيز الإصلاحات الاقتصادية، تحسين كفاءة السوق المالية، وزيادة الشفافية.

ففي قطر التأثير الإيجابي قدر بـ 2.995836 مقارنة بباقي الدول ما يشير إلى أن قطر تتمتع بزيادة ملحوظة في حجم التداول مقارنةً بمتوسط الدول الأخرى، يُمكن أن يُعزى هذا الأداء الإيجابي إلى قوة الاقتصاد القطري ونموه المستدام، تطور السوق المالية القطرية وزيادة السيولة، الاستثمارات الحكومية في البنية التحتية المالية وفي العراق بلغ التأثير 1.473017 أي بنسبة (147%) وهو تأثير إيجابي يشير إلى زيادة متوسطة في حجم التداول مقارنةً بمتوسط الدول الأخرى، يمكن أن يُفسر ذلك بوجود نشاط اقتصادي متزايد في بعض القطاعات أو تحسن طفيف في السوق المالية، مع احتمال وجود تحديات اقتصادية تعيق تحقيق تأثير أعلى، في الأردن كان التأثير إيجابياً أيضاً لكنه منخفض مقارنةً بقطر والعراق وقدر بـ 1.308844 ما يدل على تحسن طفيف في حجم التداول مقارنةً بمتوسط الدول الأخرى، قد يكون ذلك بسبب السياسات الاقتصادية المستقرة نسبياً والجهود المبذولة لتحسين كفاءة السوق المالية، أما الجزائر فكان التأثير سلبي (-5.777696)، ويشير هذا التأثير السلبي الكبير إلى أن الجزائر تتميز بانخفاض كبير في حجم التداول مقارنةً بمتوسط الدول الأخرى في العينة، قد يكون هذا الانخفاض ناتجاً عن عوامل داخلية في الجزائر، مثل ضعف السوق المالية، قلة السيولة في السوق والتأثيرات الاقتصادية مثل الاعتماد الكبير على الإيرادات النفطية وانخفاض تنوع الاقتصاد.

وبالتالي يمكننا القول أن حجم التداول في قطر هو الأفضل ثم في العراق، ثم في الأردن وأخيراً في الجزائر يعد الأسوأ مقارنة بباقي الدول المختارة، هذه النتائج تسلط الضوء على أهمية تبني سياسات محلية تعزز من كفاءة الأسواق المالية وتزيد من جاذبيتها للمستثمرين.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

ثالثاً: مناقشة النتائج

بعد أن توصلنا إلى أن النموذج المناسب لتقدير أثر الإنفاق العام على كل من القيمة السوقية وحجم التداول هو نموذج التأثيرات العشوائية (REM)، تبين لنا اختلاف تأثير الإنفاق العام على القيمة السوقية وعلى حجم التداول في العينة المدروسة خلال الفترة 2008-2022 حيث لاحظنا ما يلي:

✓ أن الإنفاق العام له تأثير إيجابي ومعنوي على القيمة السوقية وهذا ما يتوافق مع الجانب النظري الاقتصادي الذي يرى وجود علاقة طردية بين الإنفاق العام والقيمة السوقية حيث بلغ معامل التأثير 1.019497 مع دلالة إحصائية قوية (Prob=0.0000)، هذا يشير إلى أن زيادة الإنفاق العام تؤدي إلى تحسين القيمة السوقية بشكل ملحوظ.

✓ معامل التحديد بلغ (0.262839)، يشير هذا إلى أن النموذج يفسر حوالي 26% فقط من التباين في القيمة السوقية، مما يعني وجود عوامل أخرى مؤثرة على القيمة السوقية.

✓ لاحظنا أن قطر والأردن تسجلان تأثيرات إيجابية ملحوظة في القيمة السوقية 2.608591 و 2.509054 على التوالي، مما يعكس أداءً جيداً للأسواق المالية في هاتين الدولتين، بينما تسجل الجزائر والعراق تأثيرات سلبية، حيث يظهر انخفاض واضح في الجزائر (-4.187263) مقارنة بانخفاض أقل في العراق (-0.930383).

✓ تأثير الإنفاق العام على حجم التداول ضعيف وغير معنوي، حيث بلغ معامل التأثير 0.546637 مع دلالة إحصائية غير كافية (Prob=0.1771).

✓ معامل التحديد المنخفض جداً (0.031498) يشير إلى أن النموذج يفسر فقط 3% من التباين في حجم التداول، مما يدل على ضعف العلاقة بين الإنفاق العام وحجم التداول مقارنة بتأثيره على القيمة السوقية.

✓ سجلت قطر تأثير إيجابيا عاليا في حجم التداول بلغ (2.995836)، تليها العراق والأردن بتأثيرات إيجابية متوسطة بلغت 1.473017 و 1.308844 على التوالي، بينما سجلت الجزائر مرة أخرى تأثيرا سلبيا قدر بـ (-5.777696).

تُبرز هذه النتائج أن الإنفاق العام له دور أكبر في التأثير على القيمة السوقية مقارنة بحجم التداول، مما يعكس احتمالية أن يؤثر الإنفاق العام بشكل أكبر على الجوانب الهيكلية والطويلة الأجل للأسواق المالية بدلاً من النشاطات اليومية في التداول، فالإنفاق العام خاصة إذا كان موجَّهاً نحو مشاريع إنتاجية مثل البنية التحتية أو التعليم أو البحث والتطوير، يؤدي إلى تعزيز النمو الاقتصادي على المدى البعيد، هذا النمو يرفع من أرباح الشركات ويزيد من قيمتها

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

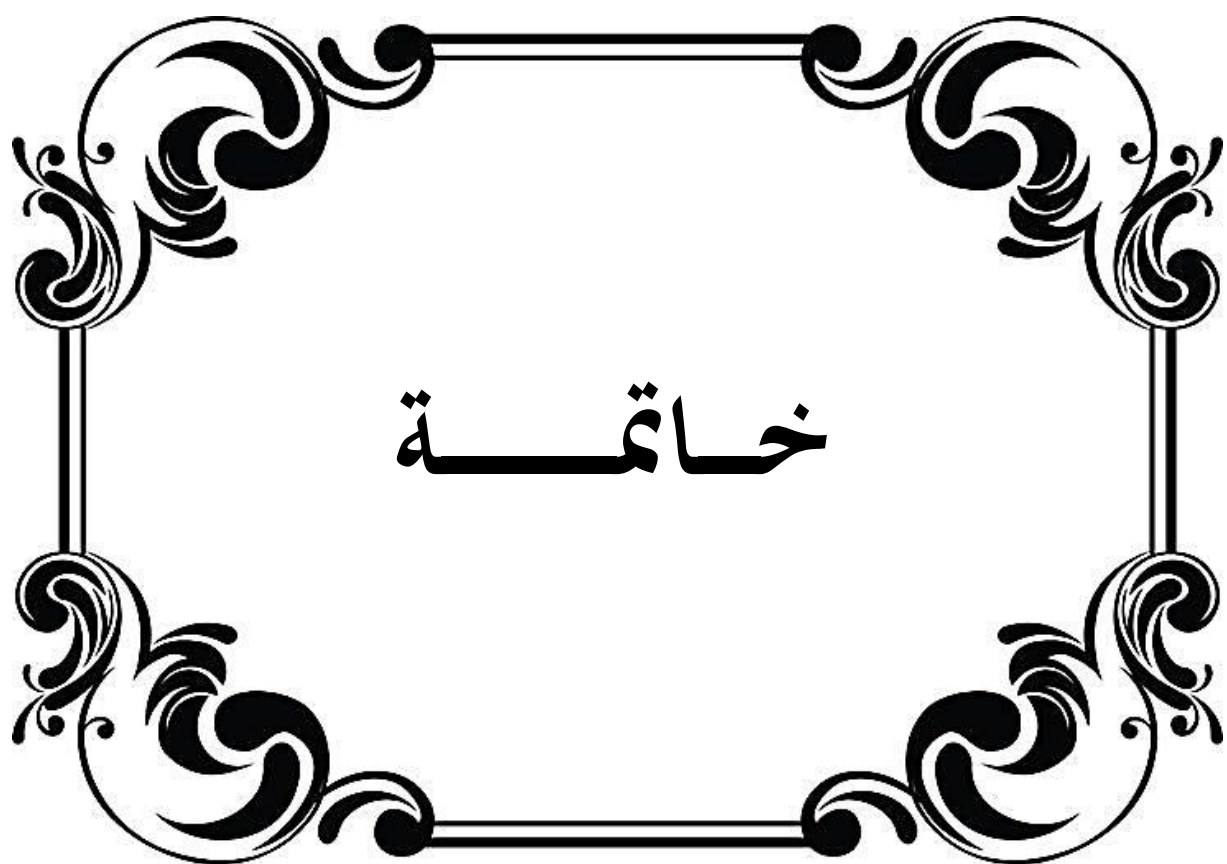
السوقية، والتأثير على القيمة السوقية يكون أكثر وضوحًا على المدى الطويل، لأن أسعار الأسهم تعكس التوقعات المستقبلية لأداء الشركات، بينما تأثير الإنفاق العام على حجم التداول فهو قصير الأجل لأن الإعلان عن زيادة الإنفاق العام يؤدي إلى رد فعل فوري في الأسواق، هذا قد يخلق حركة تداول قوية حيث يعيد المستثمرون ترتيب محافظهم بناءً على توقعاتهم لتأثير الإنفاق، كما أن ارتفاع السيولة نتيجة زيادة الإنفاق العام قد يدفع المستثمرين إلى زيادة نشاط التداول، وبالتالي نستطيع القول أن حجم التداول غالبًا ما تكون استجابته مؤقتة، حيث يعود إلى مستوياته الطبيعية بعد فترة من الزمن.

الفصل الرابع: قياس أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية في الدول العربية

خلاصة الفصل:

إن تحليل تطورات الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية في الدول محل الدراسة والمتمثلة في كل من (الأردن، العراق، قطر، والجزائر) خلال الفترة من 2008 إلى 2022 مكّننا من فهم كيفية استجابة هذه الدول للتغيرات الاقتصادية العالمية مثل الأزمات المالية، تقلبات أسعار النفط، وجائحة كورونا، كما أظهر لنا مدى تأثير سياسات الإنفاق العام ومرونتها في مواجهة الصدمات الاقتصادية.

كما استطعنا من خلال تحليلنا لمؤشرات الأسواق المالية التعرف على أداء هذه المؤشرات التي شهدت في أغلبها تأثراً بالظروف الاقتصادية الإقليمية والعالمية، فلاحظنا أن بورصة عمان تميزت بنشاط ملحوظ في قطاعات البنوك والمؤسسات الخدمية التي شكلت جزءاً كبيراً من حجم التداول، مما دعم نشاط بورصة عمان وزاد من جاذبيتها للمستثمرين المحليين والأجانب، أما سوق العراق للأوراق المالية فأثر الوضع الأمني والسياسي بشكل كبير على أدائه، ما انعكس على تقلبات الأسعار وضعف الثقة في السوق والحد من حجم التداول والنشاط في البورصة، كما رأينا أن سوق الأوراق المالية القطري يعكس نمواً ملحوظاً بفضل البنية التحتية المتقدمة، والشفافية العالية في التعاملات، مما يجعلها وجهة جذابة للاستثمار المحلي والدولي، في حين لاحظنا أن السوق المالي الجزائري يواجه تحديات كبيرة تتعلق بالسيولة ومحدودية المنتجات المالية المتاحة، مما يضعف من جاذبيته مقارنة بأسواق الدول الأخرى في العينة، كما أن قلة السيولة تؤثر على حركة التداول، وهو ما يُعيق تطور السوق ويقلل من قدرة الشركات على جمع رأس المال عبر البورصة، وهذا ما ظهر لنا من خلال نتائج التقدير في الدراسة القياسية حيث كان هناك تباين واضح في تأثير الإنفاق العام في الدول المشمولة بالعينة في القيمة السوقية وحجم التداول خلال الفترة 2008-2022، حيث عكست هذه النتائج اختلافات هيكلية بين الدول في أداء الأسواق المالية، فرأينا أن الجزائر تواجه تحديات واضحة تؤثر على كل من القيمة السوقية وحجم التداول، بينما تُظهر قطر أداءً متفوقاً في كلا الجانبين.



خاتمة

في ظل التحديات الاقتصادية الراهنة، لم يعد الإنفاق العام مجرد أداة مالية تقليدية، بل أصبح يُمثل أداة محورية للسياسة الاقتصادية الشاملة تتداخل فيها أبعاد التنمية المستدامة مع مقتضيات الحماية الاجتماعية والاستقرار الاقتصادي، فهو يمثل حجر الزاوية في السياسة المالية الحديثة وهو من المحددات المركزية في صياغة هذه السياسة، وهو بذلك يعكس توجهات الحكومة في توزيع الموارد وتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، وما يُعزّز نجاحه هو انسجام خططه مع الأهداف التنموية طويلة المدى، واعتماده على نظم تقييم محكمة، الأمر الذي يضمن تحقيق تنمية مستدامة وشاملة، لكن من أجل أن يتحقق ذلك يجب أن يوازن تصميم برامج الإنفاق العام بين الكفاءة والعدالة والاستدامة المالية، فالمشاريع الرأسمالية المستهدفة جيداً يمكن أن تجذب الاستثمار الخاص وتولد تأثيرات مضاعفة عالية، في حين أن الإنفاق الجاري المفرط قد يزيح الائتمان الخاص ويزيد من الدين، وبناءً على ما تطرقنا إليه في بحثنا هذا من نتائج وقراءات تحليلية، يمكن القول أن الإنفاق العام ليس مجرد بند في الميزانية بل آلية استراتيجية من خلالها تستطيع الحكومات أن تجمع بين التحفيز الاقتصادي، والتنمية الاجتماعية، والاستقرار المالي.

من جهة أخرى رأينا أن الأسواق المالية هي عبارة عن منصّات منظمة يشارك فيها فاعلون متنوعون بدءاً من المستثمرين الأفراد والشركات وصولاً إلى الصناديق المؤسسية والحكومات، حيث تعمل هذه الأسواق مجتمعة على تعبئة المدخرات، تسهيل تمويل الشركات وتقديم مقاييس لصحة الاقتصاد وتوقعاته، كما لاحظنا أن كفاءة واستقرار هذه الأسواق تتأثر بعوامل الاقتصاد الكلي كالنمو، التضخم، السياسات النقدية، معنويات المستثمرين والابتكارات التكنولوجية دون أن ننسى الأطر التنظيمية التي تحكمها، ويشمل أداء الأسواق المالية العوائد المحققة والمتوقعة الذي يُقيّم عبر مؤشرات الأسواق المالية التي تعتبر بمثابة مقاييس كمية تعكس أداء واتجاهات ومخاطر أسواق رأس المال، وتزود هذه المؤشرات صانعي السياسات ومديري المحافظ والمحللين برؤية متعددة الأبعاد للظروف المالية، مما يمكنهم من اتخاذ قرارات مستنيرة بشأن تخصيص الأصول، وإدارة المخاطر، والسياسة الاحترازية الكلية.

وفي العديد من الدول العربية وخصوصاً دول الخليج، يُعد الإنفاق العام المصدر الرئيسي للنمو الاقتصادي، وذلك بسبب الاعتماد الكبير على الإيرادات النفطية، حيث تعتمد الأسواق المالية فيها بشكل وثيق على سياسات الإنفاق العام، خصوصاً في قطاعات البنية التحتية، العقار والطاقة، فعندما ترتفع أسعار النفط تزداد فوائض الميزانية، التي بدورها تؤدي إلى إنفاق حكومي أكبر، وهذا ما يعمل على تحسين أداء البورصات وزيادة السيولة، أما في الدول منخفضة الدخل أو غير النفطية فيكون تأثير الإنفاق الحكومي مصحوباً بالعديد من المشاكل بسبب محدودية الموارد وارتفاع مستويات الدين، فأى زيادة في الإنفاق غالباً ما تُمول عبر الاقتراض، ما قد يؤدي إلى ضغوط على الأسواق المالية تتمثل في ارتفاع أسعار الفائدة أو تراجع ثقة المستثمرين، وبالتالي فإن الإنفاق العام يشكل عاملاً حاسماً في توجيه أداء الأسواق المالية في الدول العربية، خاصة في ظل ضعف التنوع الاقتصادي في الكثير منها، لكن الأثر الإيجابي لهذا الإنفاق يعتمد على كفاءته، وشفافيته، ومدى توجيهه نحو الاستثمار الإنتاجي بدلاً من الإنفاق الجاري، بالإضافة إلى الإطار المؤسسي والتنظيمي الذي يحكم هذه الأسواق.

خاتمة

وبعد التطرق إلى مختلف الأبعاد النظرية والتطبيقية لموضوع الإنفاق العام وأثره على أداء الأسواق المالية خاصة في الدول محل الدراسة، نستخلص أن دور الإنفاق العام في تحفيز الأسواق المالية يتفاوت وفقا لعوامل هيكلية ومؤسسية، كما أن الإنفاق العام لا يُعد العامل الوحيد المؤثر في مؤشرات الأسواق المالية في الدول التي شملتها الدراسة، بل يتفاعل مع مجموعة من العوامل الأخرى، حيث يتوقف حجم هذا التأثير على عدة عوامل منها: شفافية السياسات المالية مصادر التمويل، كفاءة التوزيع، التنوع الاقتصادي، ترسيخ مبادئ الحوكمة المالية، كل هذه الأمور من شأنها أن تشكل فرصا لتقوية العلاقة الإيجابية بين الإنفاق العام وأداء الأسواق في الدول العربية.

نتائج البحث:

توصلنا من خلال الجانب النظري والتحليلي للبحث إلى النتائج الآتية:

- تطورت النفقات العامة مع تطور الفكر المالي وتزايد احتياجات المجتمع، فأصبحت أداة فاعلة لتحقيق العديد من الأهداف التنموية كحماية البيئة، الابتكار التكنولوجي وإعادة توزيع الدخل، وذلك في سبيل تعزيز الاستدامة والاستقرار الاقتصادي والنمو الشامل.
- تعمل النفقات الاستثمارية على تعزيز التنمية الاقتصادية وتحسين البنية التحتية بخلاف النفقات الجارية غير المدروسة التي يمكن أن تؤدي إلى ديون عامة وتزعزع الاستقرار المالي.
- من الممكن أن يتسبب التوسع في النفقات خاصة غير الفعالة منها إلى هدر الموارد المالية، لذلك فإن سعى الحكومات إلى ترشيد الإنفاق العام من خلال التخطيط الجيد والإصلاحات أصبح ضرورة حتمية لضمان كفاءة وفعالية الإنفاق العام.
- تتأثر كفاءة الأسواق المالية بعدة عوامل منها توافر المعلومات، سلوك المستثمرين، تنظيم السوق، التطورات التكنولوجية، وحجم التداول.
- تعكس مؤشرات الأسواق المالية الوضع الاقتصادي العام، كما يمكن استخدامها كأداة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية قبل حدوث أي تغييرات فعلية في السوق.
- يساعد كل من التحليل الأساسي والفني على اتخاذ القرارات المستنيرة وذلك نظرا لقدرتهما على تقليص مستويات المخاطر وعدم اليقين المرتبطة بتقلبات الأسواق المالية، وأهمية هاذين التحليلين لا تقتصر على فئة معينة من المستثمرين، بل تشمل الأفراد، المؤسسات ومديري المحافظ، كل وفقا لاستراتيجياته وأهدافه الاستثمارية.
- تتسم الأسواق المالية في الدول العربية بتفاوت مستويات تطورها، مما يعكس تنوع البيئات الاقتصادية والتنظيمية في المنطقة، ففي الوقت الذي تتميز فيه بعض الأسواق بالتنظيم والتطور، تواجه أخرى عقبات تتجلى في ضعف الأطر التنظيمية، انخفاض السيولة، وضيق الخيارات المالية المتاحة الناتجة عن تأثير العوامل الاقتصادية، والسياسية، والاجتماعية.

خاتمة

اعتماد الأردن على الإيرادات الضريبية أدى إلى توجيه الإنفاق العام نحو القطاعات الاجتماعية، ما حافظ على نوع من الاستقرار في السوق المالي، الذي يتميز بنشاط ملحوظ في قطاعي البنوك والخدمات، رغم تأثره بالمتغيرات الإقليمية وتذبذب تدفقات الاستثمار الأجنبي.

تسبب الاعتماد الكبير على النفط في العراق في إحداث تقلبات حادة في الإنفاق العام، حيث ازداد في فترات ارتفاع أسعار النفط لتمويل مشاريع الإعمار والبنية التحتية، غير أن السوق المالي العراقي لم يستفد بالكامل من هذا الإنفاق بسبب عدم الاستقرار الأمني والسياسي، مما أعاق نضج السوق وضعف جاذبيته الاستثمارية. استفادت قطر من الفوائض المالية من صادرات النفط والغاز لتوجيه إنفاق عام واسع نحو مشاريع تنمية كبرى، خصوصاً قبيل كأس العالم 2022، ما عزز مناخ الأعمال وخلق بيئة جاذبة للاستثمار، الذي بدوره انعكس إيجاباً على تطور سوقها المالي، الذي يُعد من بين الأكثر تطوراً في المنطقة من حيث التنظيم، حجم الشركات المدرجة والسيولة.

بالرغم من توسع الإنفاق العام في الجزائر خلال فترات ارتفاع أسعار النفط، إلا أن انخفاض الأسعار لاحقاً كشف هشاشة الاعتماد على التمويل النفطي، ما انعكس سلباً على بورصة الجزائر التي تعاني من قلة السيولة ومحدودية المنتجات المالية، وهو ما يظهر من خلال مساهمتها التي لا تزال ضئيلة جداً في الناتج المحلي الإجمالي، حيث تمثل أقل من 1%، كما أن حجم التداول فيها لا يزال محدوداً نسبياً، ويُعزى ذلك إلى عدة تحديات، من بينها ضعف الوعي المالي، وقلة اهتمام الشركات الخاصة بعملية الإدراج، إلى جانب بعض القيود التنظيمية والإدارية التي قد تحدّ من نشاط السوق، الأمر الذي يجعلها أقل جذبا مقارنة بأسواق الدول الأخرى محل الدراسة.

أما فيما يتعلق بالجانب التطبيقي للبحث فكانت نتائج الدراسة القياسية كما يلي:

هناك علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بين الإنفاق العام والقيمة السوقية، حيث قدرت قيمة معامل الارتباط بـ 0.901209

توجد علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بين الإنفاق العام وحجم التداول، بدليل أن معامل الارتباط موجب ويساوي 0.732625

لاحظنا من خلال اختبار التكامل المشترك لـ PEDRONI غياب علاقة التكامل المشترك بين الإنفاق العام والقيمة السوقية عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني عدم وجود علاقة طويلة المدى بين المتغيرات.

أسفرت نتائج نفس الاختبار السابق إلى غياب علاقة طويلة المدى بين الإنفاق العام وحجم التداول.

بالنظر لعينة الدول التي شملتها الدراسة مجتمعة كان أثر الإنفاق العام إيجابيا ومعنويا على القيمة السوقية خلال الفترة (2008-2022)، حيث بلغ معامل التأثير 1.019497 وبدلالة إحصائية قوية ($P=0.0000$).

خاتمة

زيادة الإنفاق العام بنسبة مئوية واحدة أدت إلى زيادة القيمة السوقية بنسبة تقارب 1.02%، مما بين لنا العلاقة الطردية بين المتغيرين.

كان تأثير الإنفاق العام على القيمة السوقية لنفس الفترة لكل دولة على حدى مختلفا، حيث سجلت قطر والأردن تأثيرات إيجابية مرتفعة (2.608591 و 2.509054 على التوالي) وسلبيا في العراق والجزائر.

عند أخذ العينة ككل التي شملتها الدراسة كان تأثير الإنفاق العام على حجم التداول إيجابيا لكنه ضعيف وغير معنوي إحصائيا، فزيادة الإنفاق العام بوحدة واحدة أدت إلى زيادة حجم التداول بمقدار 0.5466 وحدة.

عند تفسير تأثير الإنفاق العام على حجم التداول في كل دولة بشكل منفرد لاحظنا أن قطر أظهرت تأثيرا إيجابيا أعلى (2.995836)، مما يشير إلى أداء قوي للسوق المالية في هذه الدولة مقارنة بالدول الأخرى، أما العراق والأردن فقد سجلتا تأثيرات إيجابية متوسطة على حجم التداول (1.473017 و 1.308844) على التوالي، مما يعكس حالة معقولة من نشاط السوق المالي في هذه الدول، في حين سجلت الجزائر تأثير سلبيا كبيرا (-5.777696).

قدر معامل التحديد بـ 0.031498 وبالتالي فإن النموذج فسر فقط 3.15% من التغيرات في حجم التداول، وهي نسبة ضعيفة جدًا تدل على وجود عوامل أخرى تؤثر في حجم التداول كمعدلات الفائدة، التضخم.

اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى - يساهم ترشيد الإنفاق العام في تحسين مناخ الاستثمار وتنمية أدوات التمويل في الأسواق المالية وهو ما يطور من أداء هذه الأسواق: تعكس تجارب كل من الأردن وقطر والعراق والجزائر تباينًا واضحًا في كيفية توظيف ترشيد الإنفاق العام كوسيلة لتعزيز كفاءة الأسواق المالية، فالأردن مثلاً تبنى إصلاحات هيكلية هدفت إلى ضبط النفقات العامة، وتقليص الدعم، وزيادة الإيرادات الضريبية، مما ساهم في خفض العجز المالي وتعزيز ثقة المستثمرين، ليدعم ذلك نمو بورصة عمان، أما قطر فقد واجهت تحديات انخفاض أسعار النفط بسياسة رشيدة قامت على إعادة هيكلة الدعم ما أتاح مجالاً مالياً للاستثمار في القطاع المالي، وساهم في تنشيط بورصة قطر وزيادة إصدار السندات السيادية، في المقابل، لا يزال العراق في مرحلة مبكرة من الترشيد بسبب الاعتماد على النفط وعدم الاستقرار السياسي، ورغم ذلك بدأت تظهر بوادر لتحسين إدارة المالية العامة، بما قد يهيئ لاحقاً بيئة مواتية لنمو سوق رأس المال العراقي، أما الجزائر، فقد وجدت نفسها مضطرة لإعادة النظر في سياساتها المالية بعد صدمات أسعار النفط، حيث بدأت بخطوات نحو تنويع التمويل من خلال تشجيع الشراكات بين القطاعين العام والخاص، والتركيز على رفع كفاءة الإنفاق وهو ما قد ينعكس إيجاباً على أداء بورصة الجزائر في المستقبل، وبالتالي فإن هذه التجارب

خاتمة

الإقليمية تكشف لنا أن ترشيد الإنفاق العام لا يمثل فقط أداة للضبط المالي، بل أيضاً مدخلاً لتطوير الأسواق المالية ودفع عجلة التنمية المستدامة وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

الفرضية الثانية- ينتقل تأثير الإنفاق العام إلى الأسواق المالية من خلال زيادة الطلب الكلي عبر زيادة أرباح الشركات: ساهم الإنفاق الموجه للاستثمار في الأردن في تنشيط القطاعات المحلية مما أدى إلى زيادة أرباحها وعزز ثقة المستثمرين وساهم في تحسين أداء بورصة عمان، كما ركزت قطر على المشاريع الرأسمالية الكبرى، حيث أدت الاستثمارات الضخمة في البنية التحتية مثل مشاريع كأس العالم 2022 إلى زيادة كبيرة في الطلب على الخدمات والمواد والعمالة، مما رفع من أرباح الشركات وزاد نشاط التداول في بورصة قطر، أما الاقتصاد العراقي وبسبب اعتماده الكبير على العائدات النفطية فهو يعاني من تقلبات المالية، وبالرغم من أنه من الناحية النظرية يمكن للاستثمار العام في إعادة الإعمار أن يُحفز الطلب المحلي ويزيد من التوظيف ويحسن إيرادات الشركات المحلية، غير أن محدودية تطور بورصة العراق وضعف أداء القطاع الخاص تعني أن الأثر على السوق المالي لا يزال محدوداً رغم وجود الصلة المحتملة عبر الطلب الكلي، أما الجزائر فقد بدأت مؤخراً في التحول نحو الاستثمارات المنتجة والتنويع المالي، مما عزز أرباح الشركات المنفذة للمشاريع الحكومية، وعلى الرغم من أن بورصة الجزائر لا تزال محدودة، فإن هناك اعترافاً بأن الأداء القوي للشركات بفضل الإنفاق العام يمكن أن يدعم تطوير السوق المالية، خاصة إذا اقترن بإصلاحات تشجع على الاستثمار الخاص وإصدار الأسهم، وبالتالي فالفرضية الثانية صحيحة.

الفرضية الثالثة- يظهر تأثير الإنفاق العام على الأسواق المالية بشكل أوضح في فترات الأزمات الاقتصادية أو الانتعاش المالي: أثرت الأزمات الكبرى مثل الأزمة المالية العالمية في عام 2008 وعدم الاستقرار السياسي وتقلبات أسعار النفط وجائحة كوفيد-19 على الأسواق المالية، وتمثلت استجابات الحكومات لمواجهة هذه الأزمات في تعديل سياسات الإنفاق العام، حيث شملت التغييرات في السياسات المالية زيادة الإنفاق الحكومي لتحفيز الاقتصاد أحياناً واتخاذ تدابير تقشفية للحد من العجز أحياناً أخرى، وهي تغييرات أثرت بشكل كبير على ثقة المستثمرين، وأداء أسواق الأسهم، والسيولة، واستقرار السوق بشكل عام، ومن خلال تحليل تغييرات الإنفاق العام ومؤشرات الأسواق المالية في الدول المختارة خلال الفترة من 2008 إلى 2022 لاحظنا كيف أن تقلبات أسعار النفط أثرت بشكل متفاوت على قطر، العراق والجزائر التي تعتمد اقتصاداتها بشكل رئيسي على العائدات النفطية، بينما تأثرت الأردن بشكل غير مباشر نتيجة التغييرات في التدفقات المالية والاستثمارية، كما أن أحداث الربيع العربي في عام 2011 وما بعده أدت إلى تغييرات في السياسات المالية والاقتصادية في بعض هذه الدول لتفرض جائحة كورونا (2020-2022) استجابات مالية غير مسبقة من الحكومات لدعم الاقتصاد والأسواق المالية، واستطعنا ملاحظة كيفية تعديل الحكومات لإنفاقها العام استجابة لهذه الأزمات، حيث كان للتحويلات في السياسات المالية، سواء كانت توسعية أم تقشفية، آثار ملموسة على سلوك الأسواق المالية وأدائها، وعليه فالفرضية الثالثة للبحث محققة.

خاتمة

الفرضية الرابعة- يؤثر الإنفاق العام إيجابيا على القيمة السوقية، لكن هذا التأثير يتوقف على كفاءة توجيه الإنفاق العام ومستوى تطور الأسواق المالية في كل دولة: من خلال نتائج الدراسة القياسية أظهر الإنفاق العام تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على القيمة السوقية، غير أن قدرة النموذج على تفسير التغيرات كانت محدودة، إذ لم يتجاوز معامل التحديد 26%، هذا يعني أن الإنفاق العام يُعد عاملاً مهماً، لكنه ليس العامل الوحيد المؤثر في القيمة السوقية، ما يستدعي النظر في عوامل أخرى قد تسهم في تفسير هذا الأثر، واكتسبت الفروقات بين الدول أهمية خاصة حيث أظهرت الدول مستويات متباينة من تأثير الإنفاق العام على القيمة السوقية، حيث كان التأثير إيجابياً في قطر والأردن، مما يعكس كفاءة أعلى في توظيف الإنفاق العام، بالمقابل نجد أن الجزائر والعراق سجلتا تأثيرات سلبية، لا سيما الجزائر التي عرفت تراجعاً ملحوظاً بلغ -4.187263، ما قد يشير إلى ضعف أو غياب سياسات فعالة تربط الإنفاق العام بتحسين المناخ الاستثماري، وبالتالي يظهر لنا أن أثر الإنفاق العام ليس موحدًا عبر مختلف الدول، بل يتوقف إلى حد كبير على البنية الاقتصادية وكفاءة توجيه هذا الإنفاق ومستوى تطور الأسواق المالية في كل دولة، وهو ما يفسر تفاوت الاستجابة بين الدول رغم وجود نفس المتغير التفسيري المتمثل في الإنفاق العام، وهو ما يثبت تحقق هذه الفرضية أيضاً.

الفرضية الخامسة- ارتفاع الإنفاق العام يؤدي إلى تحفيز النشاط الاستثماري وهذا ما يساهم في ارتفاع حجم التداول في الأسواق المالية، لكن ذلك يعتمد على الهيكل الاقتصادي في كل دولة: أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن تأثير الإنفاق العام على حجم التداول كان ضعيفاً وغير معنوي بدلالة إحصائية غير كافية ($P=0.1771$)، كما أشارت قيمة معامل التحديد المنخفضة إلى أن النموذج لا يفسر سوى 3% من التباين في حجم التداول، مما يدل على أن الإنفاق العام لا يمثل العامل الرئيسي المؤثر على حجم التداول في الأسواق المالية، في المقابل، عكست لنا نتائج تأثيرات المقاطع العرضية تبايناً كبيراً في تأثير الدول محل الدراسة على حجم التداول، حيث أن التأثير كان إيجابياً في قطر تليها العراق ثم الأردن، أما الجزائر فكان تأثير الإنفاق العام فيها على حجم التداول سلبياً، وذلك بسبب قلة السيولة في السوق والاعتماد على الإيرادات النفطية، مما يشير إلى تحديات واضحة تؤثر على الأداء المالي فيها، وهو ما يجعلنا نستنتج أنه إلى جانب الإنفاق العام، هناك العديد من العوامل التي تؤثر في حجم التداول في الأسواق المالية، كالنمو الاقتصادي، معدلات الفائدة، والتضخم التي تؤثر في استثمارات السوق وبالتالي في حجم التداول، أيضاً التسهيلات الائتمانية التي تؤثر على السيولة ومن ثم حجم التداول، بالإضافة إلى الاستقرار السياسي والاقتصادي اللذين يعززان الثقة في الأسواق، دون أن ننسى دور العوامل النفسية التي تؤثر على قرارات المستثمرين والتطور التقني والتكنولوجي الذي يؤثر في كيفية تنفيذ الصفقات، مما يزيد حجم التداول.

خاتمة

اقتراحات البحث:

انطلاقاً من النتائج التي توصلنا إليها من خلال هذه البحث يمكننا أن نقدم بعض الاقتراحات والتوصيات التي من المحتمل أن تساعد على تحسين أثر الإنفاق العام على أداء واستدامة الأسواق المالية وخاصة بورصة الجزائر، بما ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الكلي والفرص الاستثمارية.

العمل على توجيه النفقات العامة نحو القطاعات التي تمتلك أعلى قدرة على تعزيز مؤشرات الأسواق المالية.

تعزيز الاستثمار في مشاريع البنية التحتية التي تدعم نشاط الأسواق المالية مثل المنصات المالية الرقمية، والتكنولوجيا التنظيمية، وآليات الشفافية.

التنسيق بين السياسات المالية والنقدية لتعزيز التوافق بين استراتيجيات الإنفاق العام وخطط تطوير الأسواق المالية لتحقيق تأثير مضاعف أكبر.

تسهيل الإجراءات التي تدعم إدراج الشركات الصغيرة والمتوسطة، وتكثيف برامج تثقيف المستثمرين.

قياس أثر الإنفاق العام على مؤشرات الأسواق المالية الرئيسية بشكل دوري ومستمر، مما يتيح إجراء التعديلات والسياسات التصحيحية في الوقت المناسب.

تشجيع الشراكات بين القطاعين العام والخاص مما يساعد على استغلال التمويل العام لتحفيز الاستثمارات الخاصة في خاصة في مجال الخدمات المالية وبالتالي يعزز من أثر الإنفاق الحكومي ويزيد من كفاءته.

زيادة الدعم الحكومي للمبادرات التي توسع نطاق الوصول إلى بورصة عمان، بما في ذلك تقديم حوافز للشركات الصغيرة والمتوسطة لتصبح شركات مساهمة عامة.

استخدام جزء من الإنفاق العام لدفع الابتكار في التكنولوجيا المالية وتنويع الأدوات في بورصة قطر.

دعم مبادرات التمويل المستدام من خلال تخصيص الإنفاق العام لتطوير البنية التحتية لتعزيز جاذبية بورصة قطر.

إعطاء الأولوية لإعادة تأهيل وتحديث سوق العراق للأوراق المالية باستخدام برامج الإنفاق العام.

تصميم سياسات إنفاق تركز على الاستقرار الكلي للاقتصاد، كخطوة أساسية لخلق سوق مالي فاعل وجاذب للاستثمار، وذلك من خلال التركيز على وضع الاستراتيجيات المالية المناسبة.

تمويل برامج الشمول المالي من خلال استخدام الأموال العامة لتعزيز الوصول إلى الخدمات المالية الأساسية خاصة المنصات الرقمية، لتوسيع قاعدة المستثمرين في أوقات الأزمات.

تخصيص جزء من الإنفاق العام لتطوير القدرات التكنولوجية لبورصة الجزائر، بما في ذلك الاستثمار في منصات التداول الإلكتروني، وأنظمة التسوية وذلك لتعزيز كفاءة السوق وزيادة ثقة المستثمرين.

الاستثمار في برامج وطنية تُعزز الثقافة المالية وتشجع المواطن الجزائري على الاستثمار والمشاركة في البورصة.

توجيه الإنفاق العام لدعم إدراج شركات القطاع الخاص في القطاعات استراتيجية مثل السياحة، النقل، الطاقة والاتصالات لخلق قاعدة واسعة من الشركات بهدف تنويع السوق وخلق فرص جديدة للمستثمرين.

خاتمة

- ✍ استخدام الإنفاق العام لدعم مؤسسات الحوكمة المالية، فالبيئة الشفافة والمنظمة هي عامل أساسي لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
- ✍ تمويل حملات توعوية وبرامج تدريبية على المستوى الوطني لتعزيز الوعي بفرص الاستثمار، والمخاطر، وآليات عمل السوق، مما سيساعد على تعميق السوق واستقراره.
- ✍ تنسيق الإنفاق العام مع خطط التنمية الصناعية، من خلال تشجيع الشركات الناشئة في قطاعات مثل الطاقة المتجددة والتكنولوجيا على دخول البورصة لتنشيطها.
- ✍ إطلاق تمويل عام لتطوير معايير الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية وأدوات التمويل المستدام، بما يعزز توافق السوق المالية الجزائرية مع توقعات المستثمرين العالميين ويفتح المجال أمام تدفقات استثمارية مسؤولة.

آفاق البحث:

رغم تعدد الأبحاث والدراسات النظرية والعملية التي تطرقت لموضوع الإنفاق العام والأسواق المالية، إلا أن العديد من الجوانب المرتبطة بهذا المجال البحثي لا تزال محل نقاش وببحث، وتحظى باهتمام متزايد من قبل واضعي السياسات الاقتصادية، مما يفتح المجال لمزيد من الدراسات خاصة في ظل التغيرات المتسارعة في البيئة الاقتصادية، مما يستدعي إعادة النظر فيها وتحليلها من خلال التطرق للجوانب التالية:

- دور الإنفاق العام في تعزيز الاستثمار الخاص من خلال سوق الأوراق المالية في الجزائر.
- دراسة وتحليل أثر الإنفاق على البنية التحتية على عوائد الأسهم القطاعية.
- كفاءة الإنفاق العام وانعكاسها على مؤشرات السوق المالية - دراسة مقارنة لمجموعة من الدول -
- دور الذكاء الاصطناعي في الإدارة المالية في تحسين أداء الأسواق المالية - دراسة استشرافية -





قائمة المراجع

قائمة المراجع والمصادر

المراجع باللغة العربية

❖ الكتب:

1. أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية-، ط1، دار الكتاب الثقافي، عمان، الأردن، 2018.
2. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، ط2، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
3. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
4. أحمد شعبان محمد علي، موسوعة البنوك والائتمان السياسة الائتمانية للبنوك (1)، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2016.
5. أحمد عرفة أحمد يوسف، الأحكام الفقهية المتعلقة بالرهون المستجدة، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020.
6. أحمد محمد عادل، اقتصاديات المالية العامة للدولة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2022.
7. أحمد محمد فهمي سعيد البرزنجي، سوق المال مدخل مالي/مصرفي، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، العراق، 2016.
8. أحمد محمد لطفي أحمد، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية - دراسة فقهية مقارنة-، ط1، دار الفكر والقانون، المنصورة، مصر، 2013.
9. أحمد محمد محمود نصار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية الشركات، المضاربة، المزارعة، المساقاة، المغارسة، الأسهم، السندات، الصكوك، ط1، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2010.
10. أحمد نعمة عبد النافعي، المحاسبة عن المشتقات المالية -الاستثمار في شركات التأمين-، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020.
11. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
12. أزهرى الطيب الفكي أحمد، أسواق المال، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
13. أعاد حمود القيسي، المالية العامة والتشريع الضريبي، ط9، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
14. أكرم ابراهيم حماد، المحاسبة الحكومية وتطبيقاتها، ط1، دار أمواج للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2011.

قائمة المراجع والمصادر

15. باسم محمد حسين علي الدليمي، أحكام القيمة في الفقه الإسلامي، ط1، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2006.
16. برنارد برنييه، وإيف سيمون، أصول الاقتصاد الكلي، ط1، ترجمة عبد الأمير ابراهيم شمس الدين، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1989.
17. بن ابراهيم الغالي، وبن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية - تقييم الأسهم والسندات -، ط1، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
18. بوبريمة إحسان، محاضرات في الأسواق المالية، مطبوعة بيداغوجية، جامعة فرحات عباس سطيف -1-، الجزائر، 2021/2020.
19. جعفر هني محمد، وبراضية حكيم، دور التصكيك الإسلامي في إدارة السيولة في البنوك الإسلامية، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
20. جلال ابراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003.
21. جيمس جوارتيبي، وريجارد استروب، الاقتصاد الكلي الاختيار العام والخاص، ترجمة وتعريب عبد الفتاح عبد الرحمن، وعبد العظيم محمد، دار المريح للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1988.
22. حاكم محسن الربيعي، ميثاق هاتف الفتلاوي، حيدر خيضر جوان، وعلي أحمد فارس، المشتقات المالية - عقود المستقبلات الخيارات المبادلات - الجزء الثالث، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
23. حامد سعيد نور الدين، أثر إصلاح النظام الضريبي، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
24. الحرتسي حميد عبد الله، تطبيقات فنيات الضرائب بالنظام الجبائي، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
25. حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، ط1، دار النهضة العربية للطباعة الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
26. حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
27. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
28. حيدر حسين آل طعمة، الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، العراق، 2014.

قائمة المراجع والمصادر

29. حيدر مجيد عبود الفتلاوي، دور السياسات المالية في معالجة مشكلة الفقر، ط1، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2017.
30. حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية -، ط1، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2012.
31. خالد أحمد علي محمود، التجارة الدولية بين الحماية والتحرر والنظرية الحديثة وآثارها في الفكر الاقتصادي العالمي، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019.
32. خالد أحمد علي محمود، الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019.
33. خالد شحادة الخطيب، وأحمد زهير شامية، أسس المالية العامة، ط3، دار وائل، الأردن، 2007.
34. خالد عبد العزيز بغداددي، تداول الأسهم والقيود الواردة عليها - دراسة مقارنة -، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012.
35. خديجة الأعسر، اقتصاديات المالية العامة، دار الكتب المصرية، مصر، 2016.
36. خصاونة جهاد سعيد، المالية العامة والتشريع الضريبي، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999.
37. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2008.
38. دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، ط1، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2011.
39. رائد أحمد خليل، عقد الوساطة التجارية (دراسة مقارنة)، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2014.
40. رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق - رأس المال - مؤسسات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1999.
41. رمزي محمود، حرب العملات الحرب العالمية الثالثة بين المارد الصيني والعملاق الأمريكي، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2019.
42. رمضان علي السيد معروف، التجارة الإلكترونية في اليابان ومدى استفادة مصر منها، ط2، مكتبة جزيرة الورد، القاهرة، مصر، 2012.
43. زياد رمضان، ومروان شموط، الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
44. زيتوني عبد القادر، أدوات وتقنيات التمويل البنكي، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2023.
45. زينب حسين عوض الله، مبادئ المالية العامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008.

قائمة المراجع والمصادر

46. سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، ط1، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2017، ص 80.
47. سالم محمد عبود، وأحمد محمد فهمي سعيد، الاستثمار وأدواته في الأسواق المالية - دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والأمريكي-، ط1، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، العراق، 2014.
48. سرمد كوكب جميل، المدخل إلى الأسواق المالية والنقدية، ط1، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
49. سعود جايد مشكور العامري، عبد الستار مصطفى الصياح، وسعد مجيد الجنابي، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
50. سعيد عبد العزيز عثمان، المالية العامة مدخل تحليلي معاصر، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
51. سعيد علي العبيدي، اقتصاديات المالية العامة، ط1، دار دجلة ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011.
52. سلام عبد الكريم مهدي سميسم، السياسة المالية في التاريخ الاقتصادي الإسلامي، ط1، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
53. سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، ط1، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996.
54. سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2005.
55. سهير محمد السيد حسن، الاقتصاد المالي، دار النشر، مصر، 2002.
56. سوزي عدلي ناشد، أساسيات المالية العامة النفقات العامة- الإيرادات العامة- الميزانية العامة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2008.
57. سوزي عدلي ناشد، المالية العامة النفقات العامة-الإيرادات العامة-الميزانية العامة، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006.
58. سيدا شيخ زرار، صور الرقابة على المال العام ونظم حمايته (في الفه الإسلامي والقانون الوضعي دراسة مقارنة)، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2016.

قائمة المراجع والمصادر

59. شعبان محمد البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي (دراسة تحليلية نقدية)، ط1، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
60. شقيري نوري موسى، وأسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
61. شقيري نوري موسى، الأسواق المالية وآليات التداول، ط1، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2017، ص 89.
62. صادق راشد الشمري، إدارة العمليات المصرفية مداخل وتطبيقات، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
63. صالح بن محمد بن سليمان السلطان، الأسهم - حكمها وآثارها-، ط1، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006.
64. صالح طاهر الزرقان، العوامل المالية والاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم: النظرية والتطبيق، ط1، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
65. صلاح الدين شريط، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ط1، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2019.
66. طارق الحاج، المالية العامة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
67. طارق عفيفي صادق، الحماية القانونية لعمليات التداول في أسواق المال وفقا للنظام السعودي، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2015.
68. طاهر الجنابي، علم المالية العامة والتشريع المالي، دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، 1970.
69. عادل أحمد حشيش، أساسيات المالية العامة - مدخل لدراسة الأصول الفن المالي للاقتصاد العام -، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1992.
70. عادل أحمد حشيش، أصول المالية العامة -دراسة تحليلية لمقومات مالية الاقتصاد العام-، ط1، مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 1998.
71. عادل رزق، إدارة الأزمات المالية العالمية -منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيق-، ط1، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2010.
72. عادل عامر، دور الدولة في تحقيق التوازن الاقتصادي، دار حروف منشورة للنشر الإلكتروني، مصر، 2016.
73. عادل فليح العلي، المالية العامة والقانون المالي والضريبي، الجزء الأول، ط 2، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

قائمة المراجع والمصادر

74. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية - بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها-، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.
75. عامر محمد سعيد طوقان، الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسات الجدوى، ط1، دار البيروني للنشر والتوزيع، الأردن، 2018.
76. العامري سعود جايد، مدخل معاصر في علم المالية العامة، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2020.
77. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
78. عبد الرحمن محمد السلطان، النظرية الاقتصادية الكلية، ط1، مكتبة المالك فهد الوطنية، الرياض، 2018.
79. عبد الرزاق الفارس، الحكومة والفقراء والإنفاق العام - دراسة لظاهرة عجز الموازنة وآثارها الاقتصادية والاجتماعية في البلدان العربية-، ط1، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان، 1997.
80. عبد الرزاق رحيم الشمري، المصارف الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط2، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
81. عبد العزيز الدخيل، سوق الأسهم السعودي، ط1، دار الفارابي، بيروت، لبنان، 2010.
82. عبد القادر أحمد محمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة -دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي-، ط1، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018.
83. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010.
84. عبد الكريم صادق بركات، دراسة في الاقتصاد المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1983.
85. عبد الكريم قندوز، التحوط وإدارة الخطر: مدخل مالي، ط1، دار إي-كتب، لندن، بريطانيا، 2018.
86. عبد الكريم قندوز، الخيارات، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى، ط1، دار إي-كتب، لندن، بريطانيا، 2017.
87. عبد اللطيف مصيطفي، ومحمد بن بوزيان، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، ط1، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2015.
88. عبد الله الشيخ محمود الطاهر، مقدمة في اقتصاديات المالية العامة، ط2، مطابع جامعة الملك سعود، الرياض، 1992.

قائمة المراجع والمصادر

89. عبد الله بن سليمان الجريش، تداول الأسهم في السوق المالية -دراسة تأصيلية مقارنة-، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد للنشر والتوزيع، الرياض، 2018.
90. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط5، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2006.
91. عبد المطلب عبد الحميد، اقتصاديات المالية العامة، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2010.
92. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي (تحليل كلي)، ط1، سلسلة الدراسات الاقتصادية، مجموعة النيل العربية، 2003.
93. عثمان سلمان غيلان العبودي، الإشكالات الدستورية والقانونية في تنظيم الاختصاصات المالية الاتحادية، ط1، المركز العربي للدراسات والبحوث العلمية، مصر، 2019.
94. عدنان تايه النعيمي، وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009.
95. عرفات عبد الفتاح تركي، الوجيز في أحكام الشيك وفقاً للنظام السعودي (في ضوء نظامي الأوراق التجارية والتنفيذ)، ط1، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، 2014.
96. عزت عبد الحميد البرعي، مبادئ الاقتصاد المالي العامة (النفقات العامة-الإيرادات العامة-القروض العامة-الموازنة العامة)، الولاء للطبع والتوزيع، مصر، 2005.
97. عزت قناوي، أساسيات في المالية العامة، دار العلم للنشر والتوزيع، مصر، 2006.
98. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2006.
99. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
100. عطوي فوزي، المالية العامة (النظم الضريبية وموازنة الدولة)، ط1، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2003.
101. علاء إبراهيم عبد المعطي، أذون وسندات الخزانة العامة - دراسة مقارنة-، ط1، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، 2016.
102. علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، ط1، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
103. علي زغود، المالية العالمية، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2011.

قائمة المراجع والمصادر

104. علي سعيد علي، طريقك للعمل في القطاع المصرفي، ط1، دار بوك بوتيك، القاهرة، مصر، 2021.
105. علي سيد اسماعيل، مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية، ط1، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2018.
106. علي محمد خليل، وسليمان أحمد اللوزي، المالية العامة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999.
107. عمارة رانيا محمود، المالية العامة (الإيرادات العامة)، ط1، مركز الدراسات العربية للنشر والتوزيع، الجيزة، مصر، 2015.
108. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، ط2، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
109. فاطمة سيد عبد القادر حسنين، المشتقات المالية والأزمات المالية، ط1، دار حميثا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2017.
110. فاطمة محمد راشد علي، السياسة المالية ودورها في تخصيص الموارد الاقتصادية بين الاقتصاد الوضعي والإسلامي، دار التعليم الجامعي، ط1، مصر، 2019.
111. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، ط1، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006.
112. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعلمية - مع مدخل مقترح لتقويم الأسعار السوقية للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
113. قيصر عبد الكريم الهيقي، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009.
114. كسري أسماء، الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، ط1، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (الرماح)، عمان، الأردن، 2016.
115. لحسن دردوري، ولقليطي الأخضر، أساسيات المالية العامة، ط1، دار حميثا للنشر والترجمة، القاهرة، 2019.
116. لمياء عماني، وعبد الوهاب دادن، إدارة المحافظ المالية (دروس وتطبيقات)، مطبوعة بيداغوجية، جامعة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018/2017.
117. ماجد فهد العمري، التحليل الفني الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية، ط4، المملكة العربية السعودية، 2023.
118. مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، ط1، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.

قائمة المراجع والمصادر

119. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة - الجزء الأول -، ط1، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005.
120. مجدي شهاب، أصول الاقتصاد العام - المالية العامة -، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004.
121. مجمع اللغة العربية، المعجم الوسيط (عربي/عربي)، ط4، مكتبة الشروق الدولية، مصر، 2004.
122. محرز محمد عباس، اقتصاديات المالية العامة - النفقات العامة، الإيرادات العامة، الميزانية العامة للدولة -، ط3، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008.
123. محمد أحمد الأفندي، الاقتصاد النقدي والمصرفي، ط1، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2018.
124. محمد أحمد الجيزاوي، أسواق الأوراق المالية وحلول الإدارة الإلكترونية، ط1، e-Kutub Ltd ، لندن، 2019.
125. محمد أحمد محمود عمارنة، رقابة هيئة سوق رأس المال على الشركات المساهمة: دراسة مقارنة، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، مصر، 2014.
126. محمد الخصاونة، المالية العامة: النظرية والتطبيق، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
127. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، الإدارة المالية، ط1، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2014.
128. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
129. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط5، العبيكان للنشر، الرياض، 2006.
130. محمد بن براك الفوزان، الأحكام العامة للشركات طبقاً للتعديلات الصادرة عام 1437 هـ دراسة مقارنة، ط2، مكتبة القانون والاقتصاد، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2018.
131. محمد خير العكام، المالية العامة، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2018.
132. محمد سعيد فرهود، علم المالية العامة، مطبعة معهد الإدارة العامة، المملكة العربية السعودية، 1983.
133. محمد سلمان سلامة، الإدارة المالية العامة، دار المعزز للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
134. محمد شاكر عصفور، أصول الموازنة العامة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2008.
135. محمد صادق اسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، ط1، العربي للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016.
136. محمد صالح الحناوي، نihal فريد، وجمال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2013.

قائمة المراجع والمصادر

137. محمد صالح بن ألفا عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، لبنان، 2015.
138. محمد عبد الله شاهين محمد، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2018.
139. محمد عبد الله شاهين محمد، محافظ الأوراق المالية إدارة-تحليل-تقييم، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.
140. محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، 1993.
141. محمد غالي راهي الحسيني، التوسع المالي واتجاهات السياسة المالية - دراسة تحليلية -، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
142. محمد غياث شيخة، الاستثمار (المبادئ- الأدوات- المخاطر- التقييم)، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والإشهار، دمشق، سوريا، 2021.
143. محمد غياث شيخة، التمويل (المبادئ- السياسات- التوجهات الحديثة)، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والإشهار، دمشق، سوريا، 2021.
144. محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، ط2، جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، 2013.
145. محمد وفيق زين العابدين، إصلاح المال الرشد الإسلامي والاقتصاد المأزوم، ط1، أركان للدراسات والأبحاث والنشر، الأردن، 2023.
146. محمود حامد محمود، اقتصاديات البنوك والأسواق المالية، ط1، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.
147. محمود حامد محمود، قضايا اقتصادية معاصرة، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2017.
148. محمود رياض عطية، أسباب ازدياد النفقات العامة في مصر، دار نشر الثقافة، الاسكندرية، 1948.
149. محمود رياض عطية، موجز في المالية العامة، دار المعارف، مصر، 1969.
150. محمود محمد الدمرداش، اقتصاديات المالية العامة - مع إشارة خاصة لتطور النظام المالي في المملكة العربية السعودية-، ط1، دار الإجادة، الرياض، 2018.
151. مصطفى يوسف كافي، إدارة الأعمال الدولية، ط1، دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
152. مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2009.

قائمة المراجع والمصادر

153. مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014.
154. منال إبراهيم عشري، التكتلات الاقتصادية المعاصرة في العالم الإسلامي (الدين - المال - التكامل)، ط1، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2020.
155. منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية، ط2، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، 1994.
156. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ط1، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
157. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر - الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات المالية (الجزء الثاني) المشتقات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية - منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
158. نزار سعد الدين العيسى، وإبراهيم سليمان قطف، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، ط1، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
159. نزار عساف، مفاهيم ومصطلحات اقتصادية، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2020.
160. نزار كاظم الخيكاني، وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، ط2، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
161. نعمة خلف سليمان الخالدي، الإعفاءات المالية في الأحوال الشخصية والعقوبات - دراسة فقهية مقارنة -، ط1، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
162. نوال بوعلام سمر، البورصة والأسواق المالية، ط1، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2021.
163. نوال بوعلام سمر، دليلك في المالية، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2021.
164. نوزاد عبد الرحمن الهيتي، ومنجد عبد اللطيف الخشالي، المدخل الحديث في اقتصاديات المالية العامة، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
165. هبة عبد الحليم عبد ربه، وأحمد علي البكري، علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية، ط1، دار الوفاء لندنيا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2015.
166. هشام السعدني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.

قائمة المراجع والمصادر

❖ الأطروحات والمذكرات:

1. بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2014.
2. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
3. بن عزة محمد، ترشيد سياسة الإنفاق العام باتباع منهج الانضباط بالأهداف دراسة تقييمية لسياسة الإنفاق العام في الجزائر خلال الفترة 1990-2009، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2010.
4. بن نوار بومدين، النفقات العامة على التعليم، دراسة حالة قطاع التربية الوطنية بالجزائر 1980-2008، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، علوم تجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2011.
5. بوروشة كريم، دور السياسة النقدية والمالية في تحقيق التوازن الخارجي، دراسة حالة الجزائر (1990-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2019.
6. بوعاملي ياسين، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها -دراسة بعض التجارب المغاربية-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2010.
7. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
8. جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس سطيف - 1، الجزائر، 2018.
9. حميد عزري، أثر النفقات العامة على التضخم (دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 1990-2017)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2020.
10. دراوسي مسعود، السياسة المالية ودورها في تحقيق التوازن الاقتصادي حالة الجزائر: (1990-2004)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.

قائمة المراجع والمصادر

11. دريش زهرة، أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة - دراسة قياسية باستخدام نموذج **ARDL**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر، 2020.
12. رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة - دراسة حالة تونس والجزائر والمغرب-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011.
13. زكاري محمد، دراسة العلاقة بين النفقات العمومية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1970-2012، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2014.
14. سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية - دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2017.
15. سعاد يحيى، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وآفاق تطويرها - دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2019.
16. سيف ثائر حسين، أثر متغيرات السياسة المالية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004-2019، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة البصرة، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، 2021.
17. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2014.
18. صالح بن زابن المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي - دراسة مقابلة بالفقه الإسلامي-، أطروحة دكتوراه، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1406هـ.
19. طارق قدوري، مساهمة ترشيد الإنفاق الحكومي في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر، دراسة تطبيقية للفترة (1990-2014)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
20. العربي بن علي بوعلام، آليات ترشيد النفقات العامة في الجزائر، رسالة ماجستير في الحقوق، جامعة الجيلالي اليابس، سيدي بلعباس، 2017.
21. عفيف عبد الكريم صندوق، دور السياسة المالية العامة في تحقيق التوازن الاقتصادي مع إشارة خاصة إلى واقع الجمهورية العربية السورية، رسالة ماجستير في الاقتصاد المالي، كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد والتخطيط، جامعة دمشق، سوريا، دمشق، 2000.

قائمة المراجع والمصادر

22. عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2016.
23. العمراوي سليم، مساهمة سياسة الإنفاق العام بالجزائر في تحقيق النمو الاقتصادي خارج قطاع المحروقات -دراسة اقتصادية قياسية للفترة (1980-2015)، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018.
24. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010.
25. معط الله أمال، أثر سياسة الإنفاق العام على النمو الاقتصادي دراسة قياسية باستخدام بيانات Panel لحالة الدول العربية (1999-2019)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2021.
26. مكّي عمارية، أثر الإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة قياسية خلال الفترة 1986-2017، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2018.
27. مونية سلطان، كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني - دراسة حالة بورصة ماليزيا-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015.
28. ياسين مصطفى، أثر تقلبات أسعار البترول على النفقات العمومية في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2020.

❖ المقالات:

1. ابراهيم سالم ياسمين، يحي هاجر، أهمية المشتقات المالية في الأسواق المالية العربية، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، المجلد 2، العدد 3، ديسمبر 2014.
2. أحمد أحمد عبد الله اللحح، ياسين خلف فرحان الجميلي، دور التقارير المالية في رفع كفاءة الأسواق المالية - دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية -، المجلة العلمية للبحوث التجارية، المجلد 52، العدد 1، يناير 2024، جامعة المنوفية، مصر.
3. أحمد باز محمد متولي، دور عقود الخيارات المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية في ظل القانون رقم 17 لسنة 2018، مجلة روح القوانين، جامعة طنطا، مصر، المجلد 31، العدد 85، يناير 2019.

قائمة المراجع والمصادر

4. أحمد جميل عبد الرضا، التنظيم القانوني لتبادل المشتقات المالية في سوق الأوراق المالية -دراسة مقارنة-، مجلة جامعة الأنبار للعلوم القانونية والسياسية، العراق، المجلد 14، العدد 1، مارس 2024.
5. أركان عبد اللطيف، إيمان عبد الله جاسم، الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، مجلة العلوم الإسلامية، المجلد 1، العدد 22، جامعة تكريت، العراق، 2014.
6. اسماعيل حمادي مجبل، بركات حاتم عبد ناصر الزوبعي، فاعلية الإنفاق العام في تحقيق بعض مؤشرات التنمية المستدامة في العراق للمدة (1995-2018)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 70، نوفمبر 2022، العراق.
7. افتخار محمد مناحي الرفيعي، السياسة النقدية والمالية وأداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2006-2017)، مجلة المستنصرية للدراسات العربية والدولية، المجلد 16، العدد 68، ديسمبر 2019.
8. آمنة بومعزة، حوكمة الإنفاق العام: واقعها ومتطلبات ترسيخها في الجزائر، مجلة حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07، العدد 02، أكتوبر 2020.
9. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، المجلد 7، العدد 7، جوان 2009.
10. بوقرة كريمة، أبوبكر بوسالم، ساعد بخوش حسنية، تطور الأسواق المالية الناشئة -تحليل وضعية السوق المالي الجزائري خلال الفترة (2009-2019)-، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر 2020.
11. تغريد قاسم محمد أبو تراب، التطورات المستقبلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2010-2018، مجلة مينا للدراسات الاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 04، العدد 01، 2022.
12. حاتم غائب سعيد، أثر سوق البورصة في التنمية، مجلة القرطاس للعلوم الاقتصادية والتجارية، المجلد 1، العدد 01، جويلية 2021، جامعة البويرة، الجزائر.
13. حليلة بزاز، المشتقات المالية (المفهوم، الأهمية، المخاطر)، مجلة الشريعة والاقتصاد، جامعة العلوم الإسلامية، قسنطينة، الجزائر، المجلد 1، العدد 1، جوان 2012.
14. رقوب نريمان، تحليل ظاهرة تزايد النفقات في الجزائر وفق نموذجي فاجنر- بيكوك وويزمان خلال الفترة (2000-2015)، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد 7، العدد 13، أبريل 2020.
15. زراري نور الدين، جابة أحمد، أثر الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (2001-2014)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2017.
16. زيتوني عمار، بوعكاز إيمان، ظاهرة تزايد الإنفاق العمومي في الجزائر: دراسة تحليلية للفترة (1963-2011)، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة باتنة، الجزائر، المجلد 6، العدد 1، جوان 2016.

قائمة المراجع والمصادر

17. سراي صالح، بلعجوز حسين، دراسة أثر النمو الاقتصادي على القيمة السوقية ومؤشرات التداول في سوق عمان المالي للفترة (1990-2013)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 8، العدد 1، أبريل 2014.
18. سعاد بوشلوش، دور متغيرات السياسة المالية في استقرار أسواق الأوراق المالية وتحقيق التنمية الاقتصادية، مجلة معارف، المجلد 11، العدد 20، جوان 2016.
19. سعاد قاسم هاشم، عفراء هادي سعيد، أحمد داود سالم، تحليل مؤشرات أداء السوق المالية دراسة تحليلية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2018، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، المجلد 16، العدد 52، 2020.
20. سلام أسامة محمد محمد، اختبار كفاءة السوق المصري للأوراق المالية على المستوى الضعيف، مجلة البحوث التجارية، المجلد 42، العدد 4، أكتوبر 2020، جامعة الزقازيق، مصر.
21. سليم سليمان الحجايا، محددات الإنفاق العام في بعض الدول العربية للفترة (2000-2014)، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2018.
22. سليمان بن بحمة، الشريف ريجان، مؤشرات فعالية أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية السعودي للفترة (2007-2016)، مجلة العلوم التجارية والتسيير، المجلد 13، العدد 1، ديسمبر 2017.
23. سليمة طبايية، ساسية عناني، السياسة المالية في الجزائر وانعكاساتها على الأداء الاقتصادي - دراسة تحليلية للفترة (2001-2014)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة الأغواط، الجزائر، المجلد 08، العدد 03، جوان 2017.
24. شافية كتاف، ذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية، مجلة آفاق للعلوم، جامعة الجلفة، الجزائر، المجلد 2، العدد 7، مارس 2017.
25. شعبان صدام الإمارة، مهدي صالح حنوش، إلهام خزعل ناشور، أسواق المشتقات ودورها في العوالة المالية، مجلة الاقتصادي الخليجي، جامعة البصرة، العراق، المجلد 27، العدد 18، 2010.
26. صاطوري الجودي، شروط ومتطلبات رفع كفاءة سوق رأس المال - مع دراسة حالة الجزائر-، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 3، العدد 1، جوان 2010، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر.
27. صبا إحسان الدين البزاز، مفيد ذنون يونس الملا ذنون، دور أداء الأسواق المالية في تشجيع الاستثمار الحفظي الأجنبي في الدول النامية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 17، العدد 56، ديسمبر 2021.

قائمة المراجع والمصادر

28. صفا فيصل سعيد، مفيد ذنون يونس الملا ذنون، هل الإنفاق الحكومي معزز أم معيق للتنمية الاقتصادية -دراسة حالة بعض الدول العربية-، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 20، العدد 65، مارس 2024.
29. طلال محمود كداوي، الاتجاهات العامة للنفقات الاعتيادية في العراق، مجلة تنمية الرفادين، العدد 4، 1978.
30. عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية - دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية -، مجلة الغري، المجلد 11، العدد 32، مارس 2015، جامعة الكوفة، العراق.
31. عبد الستار صالح محمد البيلاوي، علي أحمد درج الدليمي، قياس وتحليل أثر الإنفاق العام على صافي الميزان التجاري في العراق للمدة (2004/2020)، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 15، العدد 1، أبريل 2023.
32. عبد القادر رملوي، فيصل بشرول، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية التنبؤ بحركة مؤشر داوجونز الصناعي باستخدام منهجية Box-Jenkins في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، المجلد 2، العدد 2، أوت 2017، جامعة المسيلة، الجزائر.
33. عبد القادر مطاي، عمر دلال فؤاد، ظاهرة تزايد النفقات العامة في الجزائر وأهم محدداتها: دراسة تحليلية للفترة (1970-2016)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، الجزائر، المجلد 4، العدد 02، أكتوبر 2020.
34. عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، مارس 2016، جامعة بسكرة، الجزائر.
35. علي عوض الله عطوي العلوي، المشتقات المالية وعقود الخيار في سوق المال في الاقتصاد الوضعي والاقتصاد الإسلامي دراسة مقارنة، مجلة دراسات عربية في التربية وعلم النفس، مصر، المجلد 14، العدد 140، ديسمبر 2021.
36. علي فريد عبد الكريم، تقلبات الإيرادات الحكومية وتأثيرها في القطاع المصرفي العراقي، مجلة الدراسات النقدية والمالية، البنك المركزي العراقي، العدد 10، فيفري 2022.
37. علي قاسم العبيدي، جاسم عيدان المعموري، جليل كاظم العارضي، إمكانية استعمال عقود المبادلات في بيئة المصارف العراقية -دراسة استشرافية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العراق، المجلد 7، العدد 26، 2010.

قائمة المراجع والمصادر

38. عيساني العارم، العوامل المفسرة لظاهرة تزايد النفقات العامة في الجزائر للفترة 2000-2015، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد 04، جوان 2018.
39. عيساوي سهام، مخاطر المشتقات المالية وإدارتها، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدية، الجزائر، المجلد 2، العدد 1، جانفي 2014.
40. كمال عبد حامد آل زيارة، تطور النفقات العامة وهيكلتها في العراق، مجلة أهل البيت، جامعة أهل البيت، العراق، العدد 15، مارس 2014.
41. لحسن دردوري، خولة مناصرية، بوخاري فاطنة، السياسة المالية ومقومات تنمية أسواق الأوراق المالية، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2018، جامعة الوادي، الجزائر.
42. لحسين عبد القادر، الجوزي جميلة، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية -مدخل تحليلي للفترة (2009-2013)-، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة المدية، الجزائر، المجلد 08، العدد 01، جانفي 2017.
43. محمد بن عزة، يحي زروقي، إشكالية تطور الإنفاق العام وعلاقته بالنمو الاقتصادي في الجزائر رؤية تحليلية وقياسية لقانون "A.Wagner" و دراسة "Musgrave" حول زيادة النفقات العامة، مجلة مجاميع المعرفة، جامعة تندوف، الجزائر، المجلد 2، العدد 1، أفريل 2016.
44. محمد جمعة رحيم، إسلام محمد محمود، العلاقة بين أسعار الأسهم السوقية وعوائدها - دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي للفترة من (2003-2015)، مجلة كلية المعارف الجامعة، المجلد 27، العدد 1، 2018، كلية المعارف، العراق.
45. محمود صالح عطية، أسباب زيادة النفقات العامة بين الفكر التقليدي والفكر الحديث مع الإشارة إلى العراق، مجلة دياي للبحوث الإنسانية، جامعة المستنصرية، العراق، المجلد 01، العدد 50، 2011.
46. محمود محمد داغر، علي محمد علي، الإنفاق العام على مشروعات البنية التحتية وأثره في النمو الاقتصادي في ليبيا (منهج السببية)، مجلة بحوث اقتصادية عربية، المجلد 19، العدد 51، 2010.
47. مداحي عثمان، دور الرقابة على تنفيذ الموازنة العامة في ترشيد الإنفاق العام، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 16، العدد 24، نوفمبر 2020.
48. مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية - دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، العدد 2، ديسمبر 2014، جامعة البليدة 2، الجزائر.
49. مسعودي زكرياء، عزي خليفة، أثر برامج الإنفاق العام على النمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام نموذج -ARDL- دراسة قياسية للفترة 1980-2017، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 04، العدد 01، مارس 2020.

قائمة المراجع والمصادر

50. مصطفى عبد الغفار عباس خليفة، عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية دراسة فقهية مقارنة، مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات بالإسكندرية، مصر، المجلد 1، العدد 35، جويلية 2019.
51. مصطفى مهدي حسين، جبار عبد الحسين حمود العبودي، تحليل فاعلية الأسواق المالية في بلدان عربية مختارة: دراسة مقارنة، مجلة أهل البيت، العراق، المجلد 1، العدد 33، 2023.
52. مصطفى أحمد حامد رضوان، الأسواق المالية ودورها في دعم التنمية الاقتصادية، المجلة الدولية للعلوم الإدارية والاقتصادية والمالية، المجلد 1، العدد 1، أبريل 2022، جمعية تكنولوجيا البحث العلمي والفنون، مصر.
53. مفتاح صالح، معاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها-، مجلة الباحث، المجلد 7، العدد 7، جوان 2009، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
54. منعم أحمد خضير، نعمان منذر يونس، قياس أثر الإنفاق العام على التنمية المستدامة في العراق للمدة (2000-2016) باستخدام نموذج ARDL، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 3، العدد 43، 2018.
55. منيرة دبي، علي بوعبد الله، أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي -دراسة حالة السعودية (1992-2019)، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، المجلد 06، العدد 02، سبتمبر 2021.
56. نادية أبو العزم السيد حسن، أنواع الأسهم وأحكام التعامل بها، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 51، أبريل 2012، جامعة المنصورة، كلية الحقوق، العراق.
57. نوار كنعان الدباغ، محمد ذنون محمد الشراي، ادريس رمضان حجي، أثر الإنفاق العام على أداء الأسواق المالية -سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2009-2020 أنموذجا، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 02، العدد 07، سبتمبر 2022.
58. هشام طلعت عبد الحكيم، أنوار مصطفى حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، المجلد 35، العدد 81، 2010.
59. همت محمد عصام الدين السويفي، مشكلات ومخاطر المشتقات المالية وعوامل الحد منها -دراسة ميدانية-، مجلة البحوث المالية والتجارية، جامعة بورسعيد، مصر، المجلد 22، العدد 03، جويلية 2021.
60. يوسف جيلالي، تصنيف وتوزيع النفقات العامة في الجزائر، دراسة مقارنة بين النظام الميزانياتي السابق المقرر بالقانون 84-17 المتعلق بقوانين المالية، المعدل والمتمم والإصلاح الميزانياتي المقرر بالقانون

قائمة المراجع والمصادر

- العضوي 15-18 المتعلق بقوانين المالية المعدل والمتمم، مجلة الفكر القانوني والسياسي، المجلد 07، العدد 02، نوفمبر 2023.
61. يونس شمسية، بوعبد الله علي، أثر مؤشرات أداء سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن -دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL للفترة (1990-2019)، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 04، العدد 02، أكتوبر 2021.

❖ الملتيقيات:

1. بان صلاح عبد القادر، مقومات الإنفاق العام، ورقة بحثية منشورة في العدد الخاص لبحوث مؤتمر فرع القانون العام المنعقد تحت عنوان -مؤتمر الإصلاح الدستوري والمؤسساتي الواقع والمأمول-، يومي 13 و 14 نوفمبر 2018، جامعة بغداد.
2. بن رجم محمد خميسي، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر (20 و 21 أكتوبر 2009).
3. زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات والآفاق، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، يومي 21-22 نوفمبر 2006.
4. فلاح خلف علي، نور شدهان عداي، العلاقة بين الموازنة العامة والنمو الاقتصادي في العراق "مرتكزات الإصلاح الاقتصادي"، بحث مقدم في العدد الخاص لوقائع المؤتمر العلمي الدولي السادس والسنوي السابع عشر لكلية الإدارة والاقتصاد بعنوان "القيادة الرشيدة والتنمية المستدامة سبل الإصلاح الاقتصادي العراقي"، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، المجلد 22، العدد 80، فيفري 2024.
5. محمد عدنان أبو الهيجاء، "المشتقات المالية في الأسواق المالية ودورها في خلق الأزمات الاقتصادية"، المؤتمر الدولي الثاني حول الأسواق المالية الإسلامية بين الواقع والواجب، الأكاديمية الأوروبية للتمويل والاقتصاد الإسلامي، إسطنبول، تركيا: (8 و 9 نوفمبر 2019).

❖ القوانين:

1. القانون 354-20 المؤرخ في 30 نوفمبر 2020 الذي يحدد العناصر المكونة لتصنيفات أعباء ميزانية الدولة، الجريدة الرسمية، العدد 73، الصادرة بتاريخ 06 ديسمبر 2020.

قائمة المراجع والمصادر

2. القانون 84-17 المؤرخ في 07 جويلية 1984 المتعلق بقوانين المالية، الجريدة الرسمية، العدد 28، الصادرة بتاريخ 10 جويلية 1984.
3. قانون الإدارة المالية الاتحادية رقم (6) المؤرخ في 10 جويلية 2019، الجريدة الرسمية لجمهورية العراق، العدد 4550، الصادرة بتاريخ 5 أوت 2019.
4. القانون العضوي 18-15 المؤرخ في 02 سبتمبر 2018 المتعلق بقوانين المالية، الجريدة الرسمية، العدد 53، الصادرة بتاريخ 02 سبتمبر 2018.

❖ التقارير والنشرات الدورية:

1. الأمم المتحدة، تحديثات وتعديلات على نظام الحسابات القومية 1993، العدد 2، نيويورك، 2005.
2. بورصة عمان، النشرة التعريفية الخاصة بإدراج أسهم الشركات في بورصة عمان، 2022.
3. بورصة عمان، نشرة خاصة بتعليمات إدراج الأوراق المالية في شركة بورصة عمان، 2018.
4. بورصة عمان، نشرة خاصة بسوق الأوراق المالية غير المدرجة، 2018.
5. سوق الدوحة للأوراق المالية، التقرير السنوي، 2008.
6. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي العاشر، العراق، 2013.
7. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي، 2022.
8. سوق العراق للأوراق المالية، نشرة خاصة بالنظام الداخلي لسوق العراق للأوراق المالية 2008 وتعديلاته.
9. صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية - النشرة الفصلية الربع الرابع لسنة 2022-، العدد 111.
10. صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2023، ص 129.
11. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي -نشاط سوق القيم المنقولة-، 2023.
12. مصرف قطر المركزي، التقرير السنوي الثاني والثلاثون، 2008.
13. مصرف قطر المركزي، التقرير السنوي الخامس والأربعون، 2021.
14. المنتدى الاقتصادي الأردني، المالية العامة للحكومة المركزية والوحدات الحكومية في الأردن للسنوات العشر السابقة - دراسة رقم 2021/01-.
15. هيئة الأوراق المالية، التقرير السنوي، 2022.
16. وزارة المالية الأردنية - دائرة الموازنة العامة-، التقرير السنوي الثامن عشر، 2022.
17. وزارة المالية الأردنية - دائرة الموازنة العامة-، التقرير السنوي الرابع، 2009.

قائمة المراجع والمصادر

18. وزارة المالية الأردنية – دائرة الموازنة العامة-، التقرير السنوي السادس، 2010.
19. وزارة المالية الجزائرية، المديرية العامة للميزانية، معجم المصطلحات، جوان 2021.
20. وزارة المالية القطرية، بيان الموازنة العامة، 2021.

❖ المواقع الإلكترونية:

1. الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية على الرابط: <https://www.jsc.gov.jo/page/ar/identitycard>
2. الموقع الرسمي لبورصة عمان على الرابط: <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-albwst/mn-nhn/alrwyt-walrsalt-walahdaf>
3. الموقع الرسمي لمركز إيداع الأوراق المالية على الرابط: <https://sdc.com.jo/ar/construction-and-tasks>
4. قانون الأوراق المالية رقم 18 لسنة 2017 على الرابط: <https://www.jsc.gov.jo/Links2/ar/laws>
5. الموقع الرسمي لهيئة قطر للأسواق المالية على الرابط: <https://www.qfma.org.qa/Arabic/AboutUs/Pages/Whoweare.aspx>
6. الموقع الرسمي لشركة قطر للإيداع المركزي للأوراق المالية، نظرة عامة على الرابط: <https://www.qcsd.gov.qa/ar/reports-regulations/about-edaa/overview>
7. قرار وزير الأعمال والتجارة رقم (161) المتعلق بتأسيس شركة مساهمة قطرية باسم بورصة قطر على الرابط: <https://www.almeezan.qa/CompanyPage.aspx?ComID=44>
8. هيئة قطر للأسواق المالية، مدخل إلى أسواق المال، على الرابط: https://www.qfma.org.qa/Arabic/MediaCenter/Documents/investorawareness/Introduction_to_capital_markets.pdf
9. بورصة قطر، كيفية الإدراج في السوق الرئيسية، على الرابط: <https://www.qe.com.qa/ar/listings>
10. بورصة قطر، معلومات أساسية حول صناديق المؤشرات المتداولة ETFs، على الرابط: <https://www.qe.com.qa/documents/20181/798338/ETF+Article+AR.pdf/aa654f5f-46e5-a130-8211-1db6e3687c18?t=1519862577481>
11. بورصة قطر، صناديق الاستثمار العقاري، على الرابط: <https://www.qe.com.qa/ar/reits>
12. الموقع الرسمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، على الموقع: www.cosob.org
13. الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، مطبوعة خاصة بتعريف بورصة الجزائر، على الموقع: WWW.sgvb.dz

المراجع باللغة الأجنبية

❖ Les ouvrages:

1. Andrew M. Chisholm, **Derivatives demystified – A step by step guide to Forwards, Futures, Swaps, and Options**, 2nd Edition, John Wiley and Sons, United Kingdom, 2010.
2. Cauvery R, Kruparani N, Nayak Sudha U K, Manimekalai A, **MONETARY ECONOMICS (For Undergraduate Students of Economics)**, First Edition, S. Chand publishing, India, 2003.
3. Eric DEVAUX, **FINANCES PUBLIQUES**, Bréal, France, 2002.
4. Lawrence S. Ritter, William L. Silber, Principles of Money, **Banking and Financial Market**, Fifth Edition, Basic Books, Inc, Publishers, New York, 1986.
5. Matthieu CARON, **Budget et politiques budgétaires**, Bréal, France, 2007.
6. Moorad Choudhry, Didier Joannas, , Gino Landuyt, Richard Pereira, Roa Pienaar, **Capital Market Instruments – Analysis and Valuation-**, First Edition, Financial Times, Prentice Hall, Great Britain, 2002.
7. Robert D. Edwards, John Magee, W.H.C Bussetti, **Technical Analysis of Stock Trends**, American Management Association, New York, USA, (2018).
8. Thomase E. Copeland, J. Fred Weston, **Financial Theory and Corporate Policy**, Addison-Wesley Publishing Company, New York, 1988.

❖ Les articles:

1. Adam Smith, THE WEALTH OF NATIONS, an electronic classic series publication, the pennsylvania state university, USA, 2005.
2. Cristina Sattarhof, Marc Gronwald, How to Measure Financial Market Efficiency? A Multifractality-Based Quantitative Approach with an Application to the European Carbon Market, Center for Economic Studies and ifo Institute (CESifo), Germany, 2018.
3. Eugene F. Fama, Efficient capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol 25, No 2, May 1970.
4. Michael C. Jensen, Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, Journal of Financial Economics, Vol 6, No 2, March, 1978.
5. Vladimir Benic, Ivna Franic, Stock market liquidity: comparative analysis of croatian and regional markets, Financial Theory and Practice, Volume 4, Issues 32, 2008.
6. WIJEWEERA Albert, GARIS Ton, WAGNER'S LAW AND SOCIAL WELFARE: THE CASE OF THE KINGDOM OF SAUDI ARABIA, Journal of Applied Econometrics and International Development, vol 9, issue 2, 2009.

❖ Les rapports:

1. Nikkei, **Nikkei Stock Average Index Guidebook**, Nikkei Inc, Tokyo, 2023.



الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (1): تطور الإنفاق العام ومكوناته في الأردن خلال الفترة (2008-2022)

السنة	إجمالي الإنفاق العام (مليون دينار أردني)	نمو الإنفاق العام (%)	النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	نفقات جارية (مليون دينار أردني)	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)	نفقات رأسمالية (مليون دينار أردني)	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)
2008	5 431.9	—	36.08	4 473.4	82.35	958.5	17.65
2009	5 976.0	10.0	36.74	4 536.3	75.91	1 439.7	24.09
2010	5 708.0	- 4.5	30.42	4 746.6	83.16	961.4	16.84
2011	6 796.6	19.1	33.19	5 739.5	84.45	1 057.1	15.55
2012	6 878.2	1.2	31.31	6 202.8	90.18	675.4	9.82
2013	7 065.4	2.7	29.62	6 050.4	85.63	1 015.0	14.37
2014	7 851.1	11.1	30.86	6 713.6	85.51	1 137.5	14.49
2015	7 722.7	-1.6	28.99	6 624.5	85.78	1 098.2	14.22
2016	7 948.2	2.9	28.96	6 919.1	87.05	1 029.1	12.95
2017	8 173.2	2.8	28.73	7 113.0	87.03	1 060.2	12.97
2018	8 567.3	4.8	27.82	7 619.6	88.94	947.7	11.06
2019	8 812.7	2.9	27.89	7 897.2	89.61	915.5	10.39
2020	9 211.3	4.5	29.69	8 388.5	91.07	822.8	8.93
2021	9 858.8	7.0	30.69	8 720.6	88.45	1 138.2	11.55
2022	10 466.6	6.2	31.07	8 954.3	85.55	1 512.3	14.45

المصدر: التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث، للسنوات 2009، 2013، 2017، 2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (2): تطور الإنفاق العام ومكوناته في العراق خلال الفترة (2008-2022)

السنة	إجمالي الإنفاق العام (مليار دينار عراقي)	نمو الإنفاق العام (%)	النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	نفقات جارية (مليار دينار عراقي)	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)	نفقات استثمارية (مليار دينار عراقي)	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)
2008	67 277.19	—	42.84	52 301.18	77.74	14 976.01	22.26
2009	65 658.00	-2.4	50.26	52 567.00	80.06	13 091.00	19.94
2010	84 659.00	28.9	52.24	60 981.00	72.03	23 678.00	27.97
2011	78 758.00	-7.0	36.24	60 926.00	77.36	17 832.00	22.64
2012	105 140.00	33.5	41.36	75 789.00	72.08	29 351.00	27.92
2013	106 873.00	1.6	39.06	72 226.00	67.58	34 647.00	32.42
2014	113 473.60	6.2	42.61	77 986.20	68.73	35 487.40	31.27
2015	70 397.51	-38.0	36.16	51 832.84	73.63	18 564.67	26.37
2016	67 067.40	-4.7	34.06	51 173.40	76.30	15 894.00	23.70
2017	75 490.10	12.6	34.06	59 025.60	78.19	16 464.50	21.81
2018	80 873.10	7.1	30.07	67 052.90	82.91	13 820.20	17.09
2019	111 723.60	38.1	40.46	87 301.00	78.14	24 422.60	21.86
2020	76 082.40	-31.9	35.28	72 873.50	95.78	3 208.90	4.22
2021	102 849.40	35.2	33.83	89 526.70	87.05	13 322.70	12.95
2022	116 959.60	13.7	28.14	104 941.10	89.72	12 018.50	10.28

المصدر: التقارير الاقتصادية السنوية الصادرة عن البنك المركزي العراقي للسنوات من 2008 إلى 2022، دائرة الإحصاء والأبحاث، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (3): تطور الإنفاق العام ومكوناته في قطر خلال الفترة (2008-2022)

السنة	إجمالي الإنفاق العام (مليار ريال قطري)	نمو الإنفاق العام (%)	النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	نفقات جارية (مليار ريال قطري)	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)	نفقات رأسمالية (مليار ريال قطري)	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)
2008	99.958	—	23.82	66.529	66.56	33.429	33.44
2009	121.631	21.7	34.17	82.375	67.73	39.256	32.27
2010	143.795	18.2	31.57	99.552	69.23	44.243	30.77
2011	174.387	21.3	28.56	123.813	71.00	50.574	29.00
2012	207.414	18.9	30.50	138.847	66.94	68.567	33.06
2013	242.256	16.8	33.49	157.416	64.98	84.840	35.02
2014	227.013	-6.3	30.24	147.864	65.13	79.149	34.87
2015	191.445	-15.7	32.52	110.793	57.87	80.652	42.13
2016	221.684	15.8	40.14	119.007	53.68	102.677	46.32
2017	203.265	-8.3	34.66	113.273	55.73	89.992	44.27
2018	192.835	-5.1	28.90	111.155	57.64	81.680	42.36
2019	208.419	8.1	32.46	124.106	59.55	84.313	40.45
2020	182.454	-12.5	34.71	115.922	63.53	66.532	36.47
2021	191.800	5.1	29.32	119.500	62.30	72.300	37.70
2022	204.300	6.5	23.81	125.700	61.53	78.600	38.47

المصدر: التقارير السنوية الصادرة عن مصرف قطر المركزي للسنوات من 2008 إلى 2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (4): تطور الإنفاق العام ومكوناته في الجزائر خلال الفترة (2008-2022)

السنة	إجمالي الإنفاق العام (مليار دينار جزائري)	نمو الإنفاق العام (%)	النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)	النفقات الجارية (نفقات التسيير) مليار دينار جزائري	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)	النفقات الاستثمارية (نفقات التجهيز) مليار دينار جزائري	النسبة إلى إجمالي الإنفاق (%)
2008	4 191.0	—	37.95	2 217.7	52.92	1 973.3	47.08
2009	4 246.3	1.32	42.60	2 300.0	54.16	1 946.3	45.84
2010	4 466.9	5.20	37.25	2 659.0	59.53	1 807.9	40.47
2011	5 853.6	31.04	40.31	3 879.2	66.27	1 974.4	33.73
2012	7 169.9	22.49	45.26	4 935.9	68.84	2 234.0	31.16
2013	6 024.1	-15.98	36.19	4 131.5	68.58	1 892.6	31.42
2014	6 995.7	16.13	40.61	4 494.3	64.24	2 501.4	35.76
2015	7 656.3	9.44	45.84	4 617.0	60.30	3 039.3	39.70
2016	7 297.5	-4.69	41.92	4 585.6	62.84	2 711.9	37.16
2017	7 389.3	1.26	39.08	4 757.8	64.39	2 631.5	35.61
2018	7 732.1	4.64	37.91	4 813.7	62.26	2 918.4	37.74
2019	7 741.3	0.12	37.76	4 895.2	63.23	2 846.1	36.77
2020	6 902.8	-10.83	37.36	5 009.3	72.57	1 893.5	27.43
2021	7 436.1	7.73	33.68	5 479.7	73.69	1 956.4	26.31
2022	9 660.0	29.91	34.89	7 573.7	78.40	2 086.3	21.60

المصدر: التقارير السنوية الصادرة عن بنك الجزائر، بيانات الديوان الوطني للإحصائيات، قاعدة بيانات البنك الدولي،

النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (5): تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في بورصة عمان للفترة (2008-2022)

مؤشرات حجم السوق					قيمة المؤشر ASE 100 (نقطة)	السنة
عدد الشركات	معدل رسيمة السوق (%)	الناتج المحلي الإجمالي PIB (مليار دينار أردني)	التغير (%)	القيمة السوقية (مليار دينار أردني)		
262	168.81	15.05	—	25.41	2 758.4	2008
272	138.54	16.26	- 11.33	22.53	2 533.5	2009
277	116.51	18.76	- 2.97	21.86	2 373.6	2010
247	94.15	20.47	- 11.83	19.27	1 995.1	2011
243	87.17	21.96	- 0.68	19.14	1 957.6	2012
240	76.45	23.85	- 4.74	18.23	2 065.8	2013
236	71.11	25.43	- 0.83	18.08	2 165.5	2014
228	67.54	26.63	- 0.54	17.98	2 136.3	2015
224	63.19	27.44	- 3.59	17.34	2 170.3	2016
194	59.64	28.44	- 2.17	16.96	2 126.8	2017
195	52.36	30.79	- 4.95	16.12	1 908.8	2018
191	47.21	31.59	- 7.49	14.91	1 815.2	2019
179	41.61	31.02	- 13.46	12.91	1 657.2	2020
172	48.24	32.12	+ 20.05	15.50	2 118.6	2021
170	53.44	33.69	+ 16.19	18.00	2 501.6	2022

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات من 2008 إلى 2022، التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث، للسنوات 2009، 2013، 2017، 2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (6): القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة عمان قطاعيا خلال الفترة (2008-2022)

السنة	المالي (مليار د.أ.)	نسبة المساهمة %	الخدمات (مليار د.أ.)	نسبة المساهمة %	الصناعة (مليار د.أ.)	نسبة المساهمة %	المجموع
2008	15.50	61.00	3.63	14.29	6.28	24.71	25.41
2009	12.56	55.75	3.88	17.22	6.09	27.03	22.53
2010	11.74	53.71	3.74	17.11	6.38	29.19	21.86
2011	9.85	51.12	3.48	18.06	5.94	30.83	19.27
2012	9.58	50.05	3.40	17.76	6.16	32.18	19.14
2013	10.56	57.93	3.28	17.99	4.39	24.08	18.23
2014	11.00	60.84	3.39	18.75	3.69	20.41	18.08
2015	11.13	61.90	3.20	17.80	3.65	20.30	17.98
2016	11.07	63.84	2.74	15.80	3.53	20.36	17.34
2017	10.86	64.03	2.65	15.63	3.45	20.34	16.96
2018	10.62	65.88	2.40	14.89	3.10	19.23	16.12
2019	9.25	62.04	2.23	14.96	3.43	23.00	14.91
2020	7.31	56.62	1.96	15.18	3.64	28.20	12.91
2021	8.70	56.13	2.21	14.26	4.59	29.61	15.50
2022	8.83	49.06	2.56	14.22	6.61	36.72	18.00

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات من 2008 إلى 2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج

.Excel

الملاحق

الملحق رقم (7): تطور مؤشرات سيولة السوق في الأردن خلال الفترة 2008-2022

مؤشرات سيولة السوق			السنة
معدل التداول (%)	معدل الدوران (%)	حجم التداول (مليار دينار أردني)	
79.97	135.00	20.32	2008
42.91	59.44	9.67	2009
30.61	35.66	6.69	2010
14.79	13.92	2.85	2011
10.34	9.01	1.98	2012
16.60	12.69	3.03	2013
12.52	8.90	2.26	2014
19.00	12.83	3.42	2015
13.43	8.49	2.33	2016
17.25	10.29	2.93	2017
14.39	7.53	2.32	2018
10.63	5.02	1.59	2019
8.13	3.38	1.05	2020
12.67	6.11	1.96	2021
10.57	5.65	1.90	2022

المصدر: التقارير السنوية لبورصة عمان للسنوات من 2008 إلى 2022، التقارير السنوية الصادرة عن البنك المركزي الأردني، دائرة الأبحاث، للسنوات 2009، 2013، 2017، 2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (8): تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022)

مؤشرات حجم السوق					قيمة المؤشر ISX (نقطة)	السنة
عدد الشركات	معدل رسملة السوق (%)	الناتج المحلي الإجمالي PIB (مليار دينار عراقي)	التغير (%)	القيمة السوقية (مليار دينار عراقي)		
94	1.45	157 026.06	—	2 282.98	58.36	2008
91	2.39	130 643.20	+ 36.92	3 125.92	100.86	2009
85	2.13	162 064.57	+ 10.26	3 446.71	100.98	2010
87	2.27	217 327.11	+ 43.04	4 930.23	136.03	2011
85	2.20	254 225.49	+ 13.53	5 597.36	125.02	2012
73	4.19	273 587.53	+ 104.59	11 451.37	113.15	2013
74	3.57	266 332.66	- 16.86	9 520.63	92.00	2014
76	4.76	194 680.97	- 2.69	9 264.82	730.56	2015
97	4.06	196 924.14	- 13.70	7 995.09	649.48	2016
101	4.84	221 665.71	+ 34.10	10 721.12	580.54	2017
104	4.22	268 918.87	+ 5.87	11 350.36	510.12	2018
102	4.22	276 157.87	+ 2.74	11 661.91	493.76	2019
104	6.51	215 661.52	+ 20.34	14 033.42	508.03	2020
105	5.22	304 053.32	+ 13.11	15 872.91	569.20	2021
103	3.75	415 628.49	- 1.80	15 587.16	585.95	2022

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للسنوات من 2008 إلى 2022، التقارير الاقتصادية السنوية للبنك المركزي العراقي، للسنوات من 2008 إلى 2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (9): تطور مؤشرات سيولة السوق في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2008-2022)

مؤشرات سيولة السوق			السنة
معدل التداول (%)	معدل الدوران (%)	حجم التداول (مليار دينار عراقي)	
13.20	0.19	301.35	2008
13.18	0.32	411.93	2009
11.62	0.25	400.36	2010
19.09	0.43	941.20	2011
15.97	0.35	893.83	2012
24.80	1.04	2 840.22	2013
9.44	0.34	898.32	2014
4.92	0.23	456.18	2015
5.34	0.22	426.79	2016
8.40	0.41	900.15	2017
4.11	0.17	466.48	2018
2.44	0.10	284.91	2019
2.35	0.15	330.39	2020
5.12	0.27	812.70	2021
3.35	0.13	521.52	2022

المصدر: التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للسنوات من 2008 إلى 2022، التقارير الاقتصادية السنوية

للبنك المركزي العراقي، للسنوات من 2008 إلى 2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (10): تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في بورصة قطر للفترة (2008-2022)

مؤشرات حجم السوق					قيمة المؤشر QEI (نقطة)	السنة
عدد الشركات	معدل رسملة السوق (%)	الناتج المحلي الإجمالي PIB (مليار ر.ق)	التغير (%)	القيمة السوقية (مليار ر.ق)		
43	66.50	419.58	—	279.03	6 886.12	2008
44	89.91	355.99	+ 14.71	320.08	6 959.17	2009
43	98.85	455.45	+ 40.65	450.20	8 681.65	2010
42	74.89	610.70	+ 1.59	457.35	8 779.03	2011
42	67.62	680.07	+ 0.55	459.88	8 358.94	2012
42	76.81	723.37	+ 20.81	555.60	10 379.59	2013
43	90.16	750.66	+ 21.81	676.79	12 285.78	2014
43	93.96	588.73	- 18.26	553.18	10 429.36	2015
44	102.06	552.31	+ 1.89	563.66	10 436.76	2016
45	80.49	586.40	- 16.26	472.02	8 523.38	2017
46	88.22	667.34	+ 24.72	588.72	10 299.01	2018
47	90.77	641.99	- 1.02	582.74	10 425.51	2019
47	114.56	525.66	+ 3.34	602.20	10 435.96	2020
48	102.04	654.22	+ 10.86	667.57	11 625.81	2021
48	70.87	858.20	- 8.89	608.22	10 681.07	2022

المصدر: التقارير السنوية لبورصة قطر للسنوات من 2008 إلى 2022، نشرة الحسابات الوطنية الصادرة عن وزارة

التخطيط التنموي والإحصاء سنوات متفرقة، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (11): تطور مؤشرات سيولة السوق في بورصة قطر للفترة (2008-2022)

مؤشرات سيولة السوق			السنة
معدل التداول (%)	معدل التداول (%)	حجم التداول (مليار ر.ق)	
62.91	41.84	175.55	2008
28.79	25.89	92.16	2009
14.92	14.75	67.19	2010
18.24	13.66	83.42	2011
15.37	10.39	70.67	2012
13.48	10.35	74.89	2013
29.45	26.55	199.29	2014
16.94	15.92	93.72	2015
12.24	12.49	68.99	2016
14.04	11.30	66.25	2017
11.64	10.26	68.50	2018
11.62	10.55	67.70	2019
17.57	20.12	105.78	2020
16.89	17.24	112.78	2021
26.37	18.69	160.38	2022

المصدر: التقارير السنوية لبورصة قطر للسنوات من 2008 إلى 2022، نشرة الحسابات الوطنية الصادرة عن وزارة التخطيط التنموي والإحصاء سنوات متفرقة، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (12): تطور المؤشر العام ومؤشرات حجم السوق في بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)

مؤشرات حجم السوق					قيمة المؤشر	السنة
عدد الشركات	معدل رسملة السوق (%)	الناتج المحلي الإجمالي PIB (مليار د.ج)	التغير (%)	القيمة السوقية (مليار د.ج)	دزاير أندكس (نقطة)	
2	0.06	11 043.70	—	6.50	1 010.9	2008
2	0.07	9 968.00	+ 0.77	6.55	1 018.7	2009
2	0.07	11 991.60	+ 20.61	7.90	1 228.6	2010
3	0.10	14 519.80	+ 89.49	14.97	1 450.3	2011
3	0.08	15 843.00	- 12.96	13.03	1 289.5	2012
4	0.08	16 647.90	+ 6.06	13.82	1 073.9	2013
4	0.09	17 228.60	+ 7.02	14.79	1 187.4	2014
4	0.09	16 702.10	+ 4.33	15.43	1 288.5	2015
5	0.26	17 406.80	+ 196.69	45.78	1 293.3	2016
5	0.21	18 906.60	- 11.34	40.59	1 203.2	2017
6	0.22	20 393.50	+ 8.25	43.94	1 431.5	2018
6	0.22	20 500.20	+ 1.91	44.78	1 588.1	2019
6	0.23	18 476.90	- 4.24	42.88	1 719.7	2020
5	0.21	22 079.30	+ 6.44	45.64	1 976.5	2021
5	0.24	27 688.80	+ 47.72	67.42	3 113.5	2022

المصدر: التقارير السنوية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للسنوات 2008، 2009، 2010، 2022، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الموقع WWW.sgvb.dz ، التقارير السنوية الصادرة عن بنك الجزائر للسنوات 2012/2016/2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (13): تطور مؤشرات سيولة السوق في بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)

مؤشرات سيولة السوق			السنة
حجم التداول (د.ج)	معدل التداول (%)	معدل الدوران (%)	
21 414 845.00	0.0002	0.33	2008
13 891 895.00	0.0001	0.21	2009
11 985 965.00	0.0001	0.15	2010
185 118 435.00	0.0013	1.24	2011
36 038 865.00	0.0002	0.28	2012
49 116 990.00	0.0003	0.36	2013
41 410 340.00	0.0002	0.28	2014
1 251 956 825.00	0.0075	8.11	2015
805 500 430.00	0.0046	1.76	2016
302 261 260.00	0.0016	0.74	2017
206 127 271.00	0.0010	0.47	2018
248 990 023.00	0.0012	0.56	2019
78 458 464.00	0.0004	0.18	2020
127 907 601.00	0.0006	0.28	2021
138 294 131.00	0.0005	0.21	2022

المصدر: التقارير السنوية الصادرة عن لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للسنوات 2008، 2009، 2010، 2022، الموقع الرسمي لبورصة الجزائر، على الموقع WWW.sgvb.dz ، التقارير السنوية الصادرة عن بنك الجزائر للسنوات 2012/2016/2022، النسب المئوية تم حسابها بواسطة برنامج Excel.

الملاحق

الملحق رقم (14): نتائج اختبار **Pedroni** للتكامل المشترك بين الإنفاق العام والقيمة السوقية

Pedroni Residual Cointegration Test

Series: LGE LMC

Sample: 2008 2022

Included observations: 60

Cross-sections included: 4

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

User-specified lag length: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	2.148880	0.0158	2.121719	0.0169
Panel rho-Statistic	-1.615124	0.0531	-1.182247	0.1186
Panel PP-Statistic	-1.926947	0.0270	-0.964063	0.1675
Panel ADF-Statistic	-1.242842	0.1070	-1.380561	0.0837

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	-0.076180	0.4696
Group PP-Statistic	-0.764223	0.2224
Group ADF-Statistic	-0.992729	0.1604

Cross section specific results

Phillips-Peron results (non-parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	HAC	Bandwidth	Obs
1	0.678	0.009136	0.010087	2.00	14
2	0.144	0.033165	0.032600	1.00	14
3	0.375	0.012503	0.010409	3.00	14
4	0.330	0.013078	0.011671	3.00	14

Augmented Dickey-Fuller results (parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	Lag	Max lag	Obs
1	-0.274	0.006564	1	--	13
2	0.190	0.034646	1	--	13
3	0.214	0.012586	1	--	13
4	0.224	0.013471	1	--	13

الملاحق

الملحق رقم (15): نتائج اختبار **Pedroni** للتكامل المشترك بين الإنفاق العام وحجم التداول

Pedroni Residual Cointegration Test

Series: LGE LTV

Sample: 2008 2022

Included observations: 60

Cross-sections included: 4

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

User-specified lag length: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	0.848336	0.1981	0.524397	0.3000
Panel rho-Statistic	-0.719725	0.2358	-0.350703	0.3629
Panel PP-Statistic	-1.396652	0.0813	-0.576648	0.2821
Panel ADF-Statistic	-0.334351	0.3691	0.094869	0.5378

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

	Statistic	Prob.
Group rho-Statistic	0.327777	0.6285
Group PP-Statistic	-0.572600	0.2835
Group ADF-Statistic	0.345715	0.6352

Cross section specific results

Phillips-Peron results (non-parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	HAC	Bandwidth	Obs
1	0.743	0.006774	0.007984	1.00	14
2	0.108	0.035589	0.035589	0.00	14
3	0.672	0.013099	0.014471	1.00	14
4	0.335	0.023260	0.020016	1.00	14

Augmented Dickey-Fuller results (parametric)

Cross ID	AR(1)	Variance	Lag	Max lag	Obs
1	0.612	0.006665	1	--	13
2	0.099	0.034754	1	--	13
3	0.597	0.012859	1	--	13
4	0.399	0.022800	1	--	13

الملاحق

الملحق رقم (16): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للقيمة السوقية

Dependent Variable: LMC
Method: Panel Least Squares
Sample: 2008 2022
Periods included: 15
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.025068	1.052465	5.724720	0.0000
LGE	0.448666	0.074089	6.055734	0.0000
R-squared	0.387358	Mean dependent var	12.19699	
Adjusted R-squared	0.376795	S.D. dependent var	2.576324	
S.E. of regression	2.033836	Akaike info criterion	4.290490	
Sum squared resid	239.9164	Schwarz criterion	4.360301	
Log likelihood	-126.7147	Hannan-Quinn criter.	4.317797	
F-statistic	36.67191	Durbin-Watson stat	0.164985	
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم (17): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة للقيمة السوقية

Dependent Variable: LMC
Method: Panel Least Squares
Sample: 2008 2022
Periods included: 15
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.551595	3.672346	-1.511730	0.1363
LGE	1.290228	0.266927	4.833639	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.971686	Mean dependent var	12.19699
Adjusted R-squared	0.969627	S.D. dependent var	2.576324
S.E. of regression	0.449000	Akaike info criterion	1.316067
Sum squared resid	11.08805	Schwarz criterion	1.490596
Log likelihood	-34.48202	Hannan-Quinn criter.	1.384335
F-statistic	471.8744	Durbin-Watson stat	0.483798
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملاحق

الملحق رقم (18): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية للقيمة السوقية

Dependent Variable: LMC
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Sample: 2008 2022
Periods included: 15
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 60
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.827373	3.324421	-0.549682	0.5846
LGE	1.019497	0.220034	4.633367	0.0000
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		2.747203	0.9740	
Idiosyncratic random		0.449000	0.0260	
Weighted Statistics				
R-squared	0.262839	Mean dependent var	0.514252	
Adjusted R-squared	0.250129	S.D. dependent var	0.528290	
S.E. of regression	0.457473	Sum squared resid	12.13835	
F-statistic	20.68018	Durbin-Watson stat	0.485979	
Prob(F-statistic)	0.000028			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.239661	Mean dependent var	12.19699	
Sum squared resid	485.4630	Durbin-Watson stat	0.183230	

الملحق رقم (19): نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	378.351977	(3,55)	0.0000
Cross-section Chi-square	184.465344	3	0.0000

الملحق رقم (20): نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.209770	1	0.0732

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LGE	1.290228	1.019497	0.022835	0.0732

الملاحق

الملحق رقم (21): نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي لحجم التداول

Dependent Variable: LTV
Method: Panel Least Squares
Sample: 2008 2022
Periods included: 15
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.132933	1.750236	3.504060	0.0009
LGE	0.233028	0.123210	1.891309	0.0636
R-squared	0.058091	Mean dependent var		9.338503
Adjusted R-squared	0.041851	S.D. dependent var		3.455321
S.E. of regression	3.382245	Akaike info criterion		5.307721
Sum squared resid	663.4955	Schwarz criterion		5.377533
Log likelihood	-157.2316	Hannan-Quinn criter.		5.335028
F-statistic	3.577049	Durbin-Watson stat		0.209588
Prob(F-statistic)	0.063580			

الملحق رقم (22): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة لحجم التداول

Dependent Variable: LTV
Method: Panel Least Squares
Sample: 2008 2022
Periods included: 15
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.913957	7.027052	-0.130063	0.8970
LGE	0.745299	0.510766	1.459181	0.1502

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.942365	Mean dependent var	9.338503
Adjusted R-squared	0.938173	S.D. dependent var	3.455321
S.E. of regression	0.859164	Akaike info criterion	2.613940
Sum squared resid	40.59891	Schwarz criterion	2.788469
Log likelihood	-73.41821	Hannan-Quinn criter.	2.682208
F-statistic	224.8207	Durbin-Watson stat	1.023994
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملاحق

الملحق رقم (23): نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية للحجم التداول

Dependent Variable: LTV
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Sample: 2008 2022
Periods included: 15
Cross-sections included: 4
Total panel (balanced) observations: 60
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.818876	5.956398	0.305365	0.7612
LGE	0.546637	0.400112	1.366210	0.1771
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		4.548534	0.9656	
Idiosyncratic random		0.859163	0.0344	
Weighted Statistics				
R-squared	0.031498	Mean dependent var	0.454904	
Adjusted R-squared	0.014800	S.D. dependent var	0.861041	
S.E. of regression	0.854645	Sum squared resid	42.36427	
F-statistic	1.886317	Durbin-Watson stat	1.021008	
Prob(F-statistic)	0.174904			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.047122	Mean dependent var	9.338503	
Sum squared resid	737.6089	Durbin-Watson stat	0.212171	

الملحق رقم (24): نتائج اختبار Fisher للمفاضلة بين نموذجي (PRM) و (FEM)

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	281.282744	(3,55)	0.0000
Cross-section Chi-square	167.626861	3	0.0000

الملحق رقم (25): نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذجي (FEM) و (REM)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.391569	1	0.5315

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LGE	0.745300	0.546637	0.100792	0.5315