



دراسة قياسية لانعكاس الأوضاع الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية خلال الفترة 2005-2017.

STANDARD STUDY OF THE REFLECTION OF MACROECONOMIC CONDITIONS ON THE PERFORMANCE OF THE ARAB FINANCIAL MARKETS DURING 2005-2017.

د. سليم جابو*

أستاذ محاضر بجامعة العربي التبسي (الجزائر)

تاريخ الاستلام : 2019/02/18 ؛ تاريخ المراجعة : 2019/09/17 ؛ تاريخ القبول : 2019/10/07

ملخص

تهدف الدراسة إلى معرفة مدى إنعكاس الأوضاع الاقتصادية للدول العربية على أسواقها المالية، حيث تم إختيار عينة من الدول العربية تمثلت في؛ الجزائر، السودان، السعودية، مصر، المغرب، تونس، قطر، الكويت وعمان. وذلك خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2017. ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على تقنية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بإعتبارها الأنسب لمعالجة هذه البيانات التي تضم البعد الموضوعي (رسملة البورصة، عرض النقود، الإنفاق الحكومي، الناتج المحلي الإجمالي، الإدخار المحلي والتضخم)، والبعد الفردي (الدول العربية)، والبعد الزمني (2005-2017). وتوصلت الدراسة إلى وجود فروقات فردية ثابتة لانعكاس الأوضاع الاقتصادية للدول العربية على أداء أسواقها المالية تعود إلى الخصوصيات الاقتصادية لكل دولة وأولوية القطاع المالي وأهميته بالنسبة لها، حيث تم تقسيمها إلى مجموعتين، فالمجموعة الأولى تشمل بورصات تتميز دولها بالفائض المالي والحرية الاقتصادية (السعودية، الكويت وقطر)، والمجموعة الثانية تشمل بورصات تتميز دولها بالعجز المالي والحرية الاقتصادية (عمان، مصر، المغرب، تونس والسودان)، وبورصات أعطت دولها للقطاع العام الدور الأساسي في النشاط الاقتصادي (الجزائر).

الكلمات المفتاحية: سوق أوراق مالية، رسملة البورصة، عرض النقود، إنفاق حكومي، ناتج محلي إجمالي، إدخار محلي، تضخم، بيانات بانل.

تصنيف JEL: E44, F62, O11, B23

ABSTRACT:

The study aims to find out the reflection of the economic conditions for Arab countries on their financial markets. A sample of Arab countries was selected; Algeria, Sudan, Saudi Arabia, Egypt, Morocco, Tunisia, Qatar, Kuwait and Oman in a period from 2005 to 2017. To achieve the objective of this study, the technology of Panel Data was based, considering that is the most appropriate to address this data that includes the objective dimension (Capital market, money supply, government spending, GDP, domestic savings and inflation), The individual dimension (Arab countries), Also the time dimension (2005-2017). The study showed that there are constant individual differences in the economic conditions of the Arab countries on the performance of their financial markets. Due to the economic specificities of each country and the priority of the financial sector and its importance for them, where it was divided into two groups; the first group includes the exchanges their countries characterize by financial surplus and economic freedom (Saudi Arabia, Kuwait and Qatar), the second group includes the exchanges their countries characterize by financial deficit and economic freedom (Oman, Egypt, Morocco, Tunisia and Sudan), and a bourses which their countries gave the primary role to the public sector in the economic activity (Algeria).

Key words: Securities Market, Stock Exchange capitalization, Money supply, government spending, Gross domestic product, Local savings, Inflation, Panel data.

JEL Classification: E44, F62, O11, B23.

مقدمة

يعتبر الاقتصاديون أن بورصة الأوراق المالية مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة، كما تعكس حقيقة أوضاع الشركات المقيدة بها، ففي العصر الحديث حظيت سوق الأوراق المالية بمكانة عظيمة، وأصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، إذ تقوم بدور بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساساً في عملية حشد وتعبئة الموارد المالية وتجهيتها للاستثمار وكذا بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي..؛ إذ أنها تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي تتوفر فيها فوائض مالية، إلى والوحدات التي تعاني من عجز مالي.

تحتل سوق الأوراق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الرأسمالية، إذ تمثل آلية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة والتي تتوفر فيها فوائض مالية، إلى والوحدات التي تعاني من عجز مالي، فهي بذلك عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأوراق المالية والإجراءات تربط كلا من المستثمرين والمدينين، حيث يتم فيها التعامل بالأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل (كالأسهم والسندات، الأوراق المهجنة، الأدوات المالية المبتكرة) بيعاً وشراءً، وتتمثل بورصة الأوراق المالية الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، عن طريق وسطاء ماليين وفقاً لقواعد وإجراءات تحكم تصرفات المتعاملين وتيسير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة.

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلي لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رصمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب، حيث فشلت بالقيام بدورها الأساسي في تجميع الثروة وإدارتها وتوجيهها نحو المشاريع الإستثمارية، وبالتالي عدم مساهمتها الفعالة في النشاط الاقتصادي.

إشكالية البحث تنطلق دراستنا من خلال الإشكالية التالية:

ما مدى إنعكاس الأوضاع الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية العربية؟

للإجابة على إشكالية البحث تم وضع الفرضيات التالية:

- هناك تأثير للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية في الدول العربية؛
- مقدرات نموذج التأثيرات الفردية الثابتة هو الملائم من بين النماذج المقدر، كون أن هناك فروقات في الحد الثابت تختلف بين الأسواق المالية العربية تعود إلى عدة عوامل.

منهج البحث والأدوات المستخدمة فيه

نظراً لطبيعة البحث وبغية إنماء تطلعات الدراسة، سوف يتم إنتهاج المنهج الوصفي لوصف معطيات الدراسة وتحليلها. كما سيتم الاعتماد على أسلوب دراسة حالة عند تناول الجزء الخاص بالدراسة التطبيقية.

لمعرفة مدى إنعكاس الأوضاع الاقتصادية للدول العربية على أسواقها المالية، تم إختيار عينة من الدول العربية تمثلت في؛ الجزائر، السودان، السعودية، مصر، المغرب، تونس، قطر، الكويت وعمان. خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى 2017 لاعتبار توفر المعطيات الإحصائية في كل الدول العربية المدرجة في العينة خلال هذه الفترة. وذلك بالاعتماد على تقنية بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) كونها تلائم المعطيات المدرجة المتمثلة في مزيج بين المقاطع (الدول) والسلاسل الزمنية (الفترة المدروسة)، وبعدها تم استخدام إختبارات المفاضلة لإختيار النموذج المناسب الذي يحدد لنا العوامل المؤثرة على أداء الأسواق المالية في الدول العربية.

الخطوات الإجرائية

سيتم التطرق إلى أهم التعريفات النظرية المتعلقة بالمفاهيم المرتبطة أساساً بسوق الأوراق المالية والتطرق إلى أهم المؤشرات الاقتصادية الكلية وأثرها على أداء الأسواق المالية، كما سيتم عرض نتائج بعض الدراسات السابقة للموضوع ومن خلالها يتم تحديد المتغيرات المستقلة المتعلقة بتقدير النموذج والمتمثلة في عرض النقود والإنفاق الحكومي والنتائج المحلي الإجمالي والإدخار المحلي والتضخم، وذلك بإستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بإعتبارها الأنسب لمعالجة هذه

البيانات التي تضم البعد الموضوعي (أداء السوق ومؤشرات الاقتصاد الكلية)، البعد الفردي (الدول العربية التي تضم المتغيرات والبيانات خلال فترة الدراسة)، البعد الزمني المتمثل في الفترة الزمنية (2005-2017).

وبناء على ما سبق، سنتناول هذا الموضوع على النحو الآتي:

1. عرض نتائج أهم الدراسات السابقة في موضوع الدراسة؛
2. التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية وأهميتها في النشاط الاقتصادي؛
3. عرض لأهم المؤشرات الاقتصادية الكلية وأثرها على أداء الأسواق المالية؛
4. الطريقة والأدوات المتبعة في الدراسة؛
5. تحليل نتائج الدراسة.

1- عرض نتائج أهم الدراسات السابقة في موضوع الدراسة

هناك العديد من الدراسات والأبحاث التي تطرقت لموضوع أداء الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها، ومن أهمها:

1-1. دراسة علي عبد الله وبلحمري خيرة (2014) بعنوان: تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني،¹ حيث هدفت الدراسة إلى قياس العلاقة ما بين متغيرات الاقتصاد الكلي (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود، سعر الفائدة، معدل التضخم) في مؤشرات أداء السوق المالي الأردني (الرقم القياسي لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، حجم التداول، معدل دوران السهم)، وذلك خلال الفترة (2000-2013)، حيث اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والمنهج القياسي، من خلال جمع المعطيات النظرية وتحليلها تحليلًا وصفيًا، تم الاعتماد على البيانات التي تم جمعها وتحليلها باستخدام نموذج قياسي المتمثل في تحليل الانحدار المتعدد، لاختبار أثر كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات نشاط سوق عمان للأوراق المالية، وفي إطار وجود تأثير لهذه المتغيرات على أسعار الأسهم فإن سوق عمان للأوراق المالية لا تتمتع بالكفاءة عند صيغتها شبه القوية، وذلك بسبب أنه يمكن للمتغيرات في الاقتصاد الكلي أن تساهم في توقع أسعار الأسهم وعليه يمكن للمستثمرين تحقيق أرباح غير عادية من خلال استخدام معلومات عن متغيرات الاقتصاد الكلي. كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي ومعنوي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشرات أداء السوق المالي الأردني، وغير معنوية على معدل التضخم وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم. غير أنه أي تغير في سعر الفائدة على الودائع لأجل وعرض النقد يحدث أثراً سلبياً على كل من مؤشر الأسعار والقيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم.

2-1. دراسة سليم جابو (2012) بعنوان: تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010،² حيث هدفت الدراسة إلى تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك من خلال تتبع حركة أسعار الأسهم المدرجة في بورصة عمان، والقيام بدراسة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في حركة أسعار الأسهم، وإجراء تحليل في قصد اكتشاف نمط للمتغيرات التي تطرأ على حركة أسعار الأسهم من أجل التنبؤ بالحركة السعرية المستقبلية، وفي هذه الدراسة تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، إضافة إلى نماذج خاصة تتعامل مع تقلب أسعار الأسهم عبر سلسلة زمنية والمتمثلة أساساً في نموذج انحدار ذاتي مشروط بعدم تجانس التباين للأخطاء *ARCH/GARCH*.

توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في بورصة عمان لا تتحرك بطريقة عشوائية، كما تبين نتائج الدراسة أن بورصة عمان حساسة بالصدمات الخارجية وارتباطها سلباً بالازمات المالية خلال الفترة.

3-1. دراسة محمود صالح عطية (2012) بعنوان: تحليل العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق،³ حيث تحددت الدراسة إلى إعطاء فكرة شاملة عن أهم الأسباب الموضوعية التي تؤثر على حركة الأسهم والسندات صعوداً ونزولاً في سوق الأوراق المالية، ومعرفة تأثيرات هذه الأسباب على هذه

السوق، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على الأسلوب الوصفي في تحديد أهم المعضلات التي تؤثر على التعاملات في الأسواق المالية، حيث تم استخدام الأشكال البيانية والجدول الإحصائية للوصول إلى الحقائق الموضوعية.

توصلت الدراسة إلى أن العوامل الموضوعية (الخارجية) تؤثر بشكل مباشر وغير مباشر في أداء الأسواق المالية، حيث أن هذا التأثير متباين وبشكل إيجابي في كل من عرض النقد، سعر الصرف والنشاط الاقتصادي من جهة، وسلي في كل من سعر الفائدة والأزمات المالية والاقتصادية من جهة أخرى. كما توصلت الدراسة إلى وجود حالات التلاعب والمضاربات والممارسات غير قانونية في الأسواق المالية من قبل كبار المتعاملين والسماسرة بقصد إيهام الأفراد وتزويدهم بمعلومات غير صحيحة لتوجيه الأسعار بالاتجاه الذي يخدم مصالحهم.

4-1. دراسة آلير إمري، فاندافلي صليح وسلتاڤلي بورك (2009) بعنوان: التنبؤ بتقلبات سوق الأسهم باستخدام نموذج الانحدار (MIDAS)؛ دراسة تطبيقية على الأسواق الناشئة،⁴ حيث أجريت هذه الدراسة على مجموعة مكونة من أربع أسواق متطورة وعشر أسواق ناشئة بهدف استكشاف أداء نموذج الانحدار (MIDAS) للتنبؤ بالتقلب الأسبوعي لسوق الأسهم وذلك بالاعتماد على مربع العوائد اليومية ونموذج المقارنة المرجعية GARCH وذلك من خلال استخدام نموذجين لبيانات الفترة 2002-2007 ومقارنتها بخصائص العينة، ومن ثم استخدام بيانات الفترة 2002-2005 ومقارنتها مع أداء التنبؤ للفترة 2006-2007 وذلك بالاعتماد على إجراء الاختبار المقترح من طرف وست (West, 2006).

توصلت الدراسة إلى تميز نموذج الانحدار (MIDAS) لمربع العوائد اليومية على نموذج GARCH خصوصاً في الأسواق الأكثر تقلباً.

2- التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية وأهميتها في النشاط الاقتصادي

تحتل سوق الأوراق المالية مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الرأسمالية، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات صغار المستثمرين وتوجيهها نحو الاستثمارات الكبيرة، كما تؤدي دوراً هاماً في تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تحتاج لرؤوس أموال كبيرة.

2-1. مفهوم سوق الأوراق المالية يقصد بسوق الأوراق المالية "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، على نحو تشكل إحدى القنوات التي يتناسب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وتحقيقها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني".⁵ كما تعرف على أنها عبارة عن نظام يشمل مجموعة من الأفراد والمؤسسات والأوراق المالية والإجراءات تربط كل من المستثمرين والمدخرين.⁶

أظهرت سوق الأوراق المالية نوعاً من التنظيم، والإمكانات العالية، ونتيجة لتطور وسائل الاتصال، لم يعد هناك حصراً لمكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق (ولو أن المكان يزيد من كفاءة السوق وفعاليتها)، وفي هذا الصدد ينبغي التفريق بين سوق الأوراق المالية وبورصة الأوراق المالية، هذه الأخيرة عادة ما يكون لها مبنى به قاعة للتداول، ويتم التداول فيها من خلال إدخال الأوامر بنظام الكمبيوتر.

2-2. مكونات سوق الأوراق المالية عادة ما تتضمن سوق الأوراق المالية قسمين رئيسيين وهما:

2-2-1. السوق الأولية (سوق الإصدار) وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها، وذلك عن طريق الاكتتاب العام سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس مالها،⁷ ويتولى الإصدار مؤسسات متخصصة وجدت لمزاولة مهمة الإصدار (بنوك الاستثمار، أو البنوك التجارية وشركات تغطية الاكتتاب)، وتمثل مهمتها الأساسية في بيع الأوراق المالية للمستثمرين،⁸ وتصنف هذه السوق إلى نوعين:⁹

2-2-1-1. سوق التمويل المباشر التي تتعامل في جميع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركات ذات العجز المالي وتسوقها مباشرة من دون تدخل الوسطاء الماليين.

2-2-1-2. سوق التمويل غير المباشر ويقصد بها تلك الأسواق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم عبر الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين، ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية.

2-2-2. السوق الثانوي (سوق التداول) هي تلك السوق التي يتم فيها التعامل في الأسهم والسندات التي سبق إصدارها في السوق الأولية، إذ تمكن المستثمرين من المتاجرة بها فيما بينهم.¹⁰ ويمكن تقسيم هذه السوق إلى نوعين:

2-2-2-1. سوق الأوراق المالية المنظمة وتتميز بكونها موقعا جغرافيا محددًا لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعًا وشراءً، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون، ومحيطة بشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر.¹¹

ويطلق على هذه السوق ببورصة الأوراق المالية، إذ تتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، وتضع الدولة قواعدا وشروطا معينة يجب على أي شركة أو مؤسسة استيفائها حتى يتم قيد أسهمها وسنداتها فيها.¹²

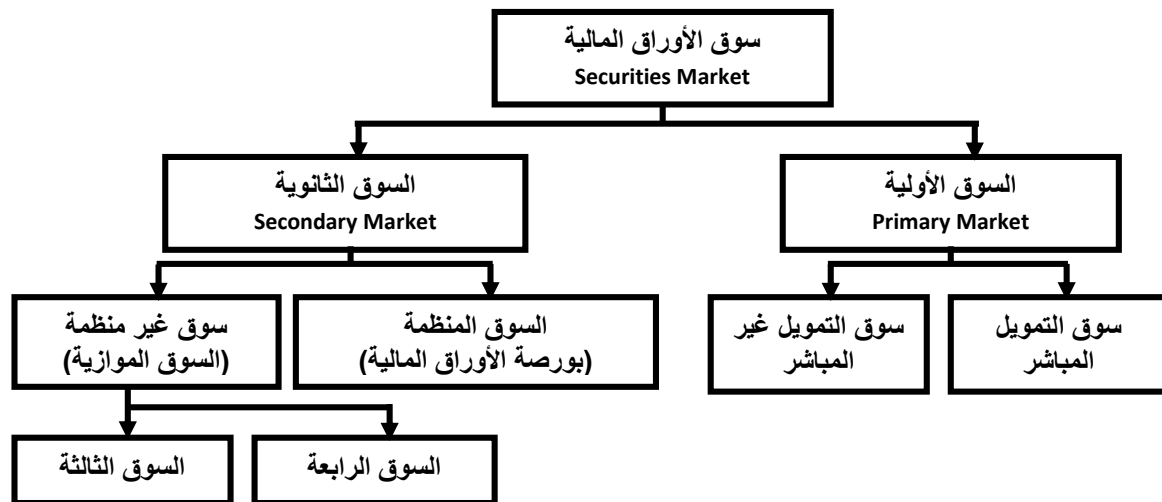
2-2-2-2. سوق الأوراق المالية غير المنظمة ويطلق عليها بالسوق الموازية، وهي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية خارج السوق المنظمة من خلال بيوت السمسرة، فلا يوجد مكان محدد لإجراء تلك المعاملات، فهي عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات.¹³ وتتضمن السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

2-2-2-2-1. السوق الثالثة وهي جزء من السوق غير المنظمة، ويتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء قد يحق لهم التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، في حين أن الأعضاء في السوق المنظمة لا يحق لهم إجراء تعاملات خارج السوق بالأوراق المسجلة فيها، وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها، وكذا سرعة تنفيذها.¹⁴

2-2-2-2-2. السوق الرابعة وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة عن طريق التعامل المباشر بين المستثمرين، وليس من خلال السماسرة، ويتم التعامل فيها بين المستثمرين على كافة الأوراق المالية، وتتميز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات،¹⁵ كما أن التعاملات في هذه السوق تتم عادة بين المؤسسات كبيرة الحجم والمشاريع وشركات الأعمال ذات الارتباطات والطبيعة العائلية.¹⁶

والشكل الآتي يوضح مكونات سوق الأوراق المالية حسب تصنيف الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا.

الشكل رقم 01: مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: سليم جابو (2012)، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 06.

2-3. دور وأهمية سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي تؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما في النشاط الاقتصادي، إذ تقوم بنقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال "مدخرات"، إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال. فضلا عن ذلك، فهي تعمل على تحقيق التوازن ما بين قوى العرض وقوى الطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتبرز أهمية سوق الأوراق المالية وضرورتها في خدمة النشاط الاقتصادي من خلال ما يلي:

2-3-1. تعبئة الادخارات تتضح أهمية سوق الأوراق المالية في العمل كونه حلقة وصل بين الادخار والاستثمار، فمن خلالها يتم التمويل من الوحدات التي تحقق فائضا ماليا إلى الوحدات التي تعاني عجزا ماليا، إذ تساهم في تنمية الاقتصاد، من خلال تزويد المشاريع الاستثمارية بالسيولة بشكل مستمر عن طريق تجميع رؤوس الأموال من المتعاملين الاقتصاديين، الذين يتمتعون بالقدرة على التمويل الذاتي،¹⁷ فهي تلعب دورا مهما في تشجيع صغار المدخرين والمستثمرين على استثمار أموالهم في الأوراق المالية، فهي بذلك تساهم بتزويد المتعاملين معها بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حد سواء، الأمر الذي يقلل من أعباء تكاليف المعلومات، ويشجع الأفراد للادخار والاستثمار.¹⁸

2-3-2. نشر سلوك الاستثمار من خلال النشاطات التي تجري في الأسواق المالية، حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون أو وسطاء ماليون بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة، وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على اتباع نفس السلوك في سوق الأوراق المالية، فكلما اتسع نطاق الوعي بأهمية النشاط الاستثماري من خلال قنوات المعلومات المختلفة، وتوافق هذا الاتساع مع المناخ الاستثماري الملائم في الرفاهية الاقتصادية والظروف الاعتيادية، فإن دور الأسواق الملائمة يكون محور التحفيز المباشر والجذب الحقيقي للأفراد والشركات، مما يساهم في زيادة معدل النمو الاستثماري الذي ينعكس على معدل النمو الاقتصادي.¹⁹

2-3-3. تمويل التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الأفراد لتمويل مشروعات التنمية، من خلال إصدار أوراق مالية، يتم تداولها في البورصة، وبالتالي تتمكن الدولة من تحقيق خططها التنموية المسطرة في مختلف القطاعات.²⁰

2-3-4. التخصيص الأمثل للموارد تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق كفاءة في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.²¹

2-3-5. توفير السيولة كشفت إحدى الدراسات التي قام بها البنك الدولي بوجود علاقة إيجابية قوية بين السيولة التي توفرها الأسواق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي. وتعتمد هذه العلاقة أساسا على درجة فعالية السوق وحجمها، فتتقوى هذه العلاقة بوجود سوق مالية متطورة وفاعلة، وتضعف هذه العلاقة مع وجود سوق مالية غير فاعلة وغير متطورة مثل ما تشهده أغلب البلدان النامية.²²

2-3-6. العدالة في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة مما يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا وذات الجدوى الاقتصادية.²³

2-3-7. تقديم النصائح والإرشادات يمكن للأسواق المالية من خلال إدارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها، تقديم النصائح والاستشارات للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة، وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات، وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.²⁴

2-3-8. الحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني حيث تساعد سوق الأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.²⁵

2-3-9. جذب الاستثمارات الأجنبية وتوطين التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.²⁶

2-3-10. مؤشر للحالة الاقتصادية تساهم سوق الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعد المركز الذي تجتمع فيه التدبيلات التي تحدث في الهيكل الاقتصادي وتسجيلها لذلك، فإن تتبع حركة الأسعار يسهل معرفة مدى نجاح بعض المشروعات أو مدى إخفاقها.²⁷

كما سبق، يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تستمد أهميتها من الدور متعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعالة في الاقتصاد الوطني، إذ تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته، وفي الوقت ذاته تتأثر به، فهي تلعب دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف وغير المعبأ

في الاقتصاد الوطني، وتحوله من مال عاطل خام إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال الاستثمار في الأوراق المالية التي يتم طرحها في سوق الأوراق المالية.

3- عرض لأهم المؤشرات الاقتصادية الكلية وأثرها على أداء الأسواق المالية

يتأثر السوق المالي بمتغيرات المحيط الخارجي المتمثل في المتغيرات الكلية للاقتصاد، كون السوق المالي مرآة عاكسة لحركة النشاط الاقتصادي عبر بوابة الأوراق المالية، وفيما يلي سوف نتناول أهم المؤشرات التي تقيس أداء السوق المالي، وعددا من المتغيرات ذات التأثير المباشر وغير المباشر على الأسواق المالية:

3-1. الرسملة البورصية يشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، ومن أجل تحديد درجة تطور سوق الأوراق المالية يتم قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي،²⁸ حيث يعكس هذا المعدل مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على إرتفاع مستوى السوق سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيه، أو إرتفاع الأسعار الذي يكون انعكاسا لتوسع حجم المعاملات المالية.²⁹

3-2. الناتج المحلي الإجمالي يعد الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي دولة، ويدل نمو الناتج من سنة لأخرى على تطور النشاط الاقتصادي في البلد، ومن هنا فان التنبؤات التي تتعلق بالوضع الذي سيكون عليه هذا الناتج في السنوات المقبلة يعكس بلا شك الوضع الاقتصادي في المستقبل والذي بدوره ينعكس على حركة الاسعار في السوق المالية.³⁰

لقد أثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج ولما يزيد عن ربع قرن (1959-1985) بأن هناك علاقة طردية وقوية بين المتغيرين، فالمستثمر يجب أن يكون ملما بالناتج المحلي الاجمالي، لأن البيانات التي يتكون منها هذا الناتج سواء بالأسعار الجارية أو الثابتة تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية، ومن هنا تظهر أهمية تتبع النشاط الاقتصادي بالنسبة إلى المستثمر، وبمقدار ما يكون التوقع دقيقا يتمكن المستثمرون من إتخاذ القرار السليم بالنسبة إلى إستثماراتهم، فإذا ما عرف أن الاقتصاد مقبلا على حركة إنتعاش فإن ذلك يعتبر مشجعا لشراء الأسهم لأن حركة إنتعاش هذه سوف تعمل على زيادة أرباح المؤسسات وبالتالي إرتفاع أسعار الأصول المالية، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى أن الاقتصاد مقبل على ركود، فإن ذلك يعطي إشارة الحذر بالنسبة للاستثمار بالأصول المالية.³¹

تجدر الإشارة إلى أن الأزمات الاقتصادية تعد أخطر مراحل الدورات الاقتصادية التي تحدث في الاقتصاديات الرأسمالية. وقد تنتقل عدوى هذه الأزمات إلى الدول الأخرى حسب درجة الارتباط، ومصدر كل الأزمات الاقتصادية هو التقلبات الشديدة في بعض أو كل المتغيرات الاقتصادية الحقيقي والمالي، وسرعان ما تتفاعل التقلبات في المتغيرات الحقيقية والمالية لتشكيل خليطا من التأثيرات المتبادلة التي تفجر الأزمة الاقتصادية.

3-4. عرض النقود تتضح العلاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الائتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض تكلفة الاقتراض، أي إنخفاض أسعار الفائدة وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم إرتفاع أسعارها والعكس صحيح.³² غير أنه قد يظهر أثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني إمتصاص السيولة وإنخفاض أسعار الأسهم.³³

3-5. معدل التضخم إن دراسة تأثير معدل التضخم عند تقييم الأصول المالية مهم جدا لأنه جزء من معدل العائد المطلوب على الاستثمار والذي يستخدم كمعدل خصم في نماذج تسعير الأوراق المالية وبالتالي فإن زيادة التضخم مع ثبات العوامل الأخرى تؤدي إلى زيادة العائد المطلوب ومن ثم انخفاض أسعار الأوراق المالية والعكس صحيح.³⁴

يظهر إحتمال حدوث إنخفاض في القوة الشرائية للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة تضخم في الاقتصاد لتنعكس القيمة الشرائية للمبلغ المستثمر، فإذا إرتفع معدل التضخم يرتفع معه معدل الخصم فتتخفص القيمة الحقيقية للاستثمار وذلك لانخفاض قيمته الحالية.³⁵

3-6. الإدخار المحلي وهو مؤشر اقتصادي أساسي لقياس مستوى ومدى الموارد المتاحة للإستثمار في الأسواق المالية. حيث يعبر عن تلك المدخرات الخاصة بالقطاع العائلي (الودائع لدى الجهاز المصرفي وأقساط التأمين الإجتماعي وغيرها) والفائض أو العجز في الموازنة الجارية والأرباح المحتجزة لدى شركات قطاع الأعمال العام والخاص، ويقاس الإدخار المحلي بالفرق بين الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية والإستهلاك النهائي (عام وخاص) خلال فترة زمنية معينة،³⁶ ومن هنا تكمن أهميته في النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال توافر الموارد المحلية القادرة على تمويل كل مستلزمات عملية التنمية. إذ أن إرتفاع معدل الإدخارات يؤدي إلى زيادة معدل الاستثمارات المحلية والتي تؤدي إلى زيادة حجم الإنتاج ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي زيادة الإنتعاش الاقتصادي والذي بدوره ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالية.

3-7. الإنفاق الحكومي وهو أداة من أدوات السياسة المالية، حيث تقوم الدولة بالإنفاق لتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية. ويستخدم الإنفاق الحكومي لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي،³⁷ حيث يشمل الإنفاق الحكومي الرواتب والأجور في القطاعات الحكومية، كما يشمل المشاريع الإنمائية والإنفاق على البنى الأساسية مثل الطرق والجسور والمياه والكهرباء. وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن الإنفاق الحكومي يؤثر بشكل إيجابي وقوي على نمو الناتج المحلي الإجمالي،³⁸ وبالتالي زيادة الإنتعاش الاقتصادي والذي بدوره ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالية.

4- الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

لمعالجة مشكلة الدراسة والوصول إلى الأهداف المتوخات منها، سنجري دراسة قياسية متعلقة بنماذج البيانات المقطعية للسلسلة الزمنية (بيانات بانل) كونها تلائم المعطيات المدرجة المتمثلة في مزيج بين المقاطع (الدول) والسلاسل الزمنية (الفترة المدروسة) من أجل تقدير النماذج الأساسية، وبعدها نستخدم اختبارات المفاضلة لإختيار النموذج المناسب الذي يحدد لنا العوامل المؤثرة على أداء الأسواق المالية في الدول العربية.

4-1. وصف عينة ومتغيرات الدراسة من أجل القيام بالدراسة من الضروري عرض عينة الدراسة من خلال التعرف على الحدود المكانية والزمنية ومعرفة المتغيرات المرتبطة بالدراسة ومصادرها.

4-1-1. وصف عينة الدراسة جاءت هذه الدراسة لمعرفة مدى انعكاس الأوضاع الاقتصادية للدول العربية على أسواقها المالية، حيث تم إختيار عينة من الدول العربية تمثلت في؛ الجزائر، السودان، السعودية، مصر، المغرب، تونس، قطر، الكويت وعمان. وذلك لتوفر المعطيات الخاصة بالمتغيرات الاحصائية خلال فترة الدراسة، هذه الأخيرة امتدت من سنة 2005 إلى 2017 لاعتبار توفر المعطيات الاحصائية في كل الدول العربية المدرجة في العينة خلال هذه الفترة.

4-1-2. متغيرات الدراسة من خلال الأدبيات النظرية والمتعلقة بموضوع العوامل الاقتصادية الكلية المؤثرة على الأسواق المالية، نجد أنه لا يمكن حصر جميع المتغيرات الاقتصادية الكلية، لذلك تم الاستعانة بالدراسات السابقة للموضوع، ومن خلالها قمنا بتحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية التي من شأنها التأثير على أداء الأسواق المالية العربية، وتمثلت فيما يلي:

المتغير التابع:

- رملة البورصة؛ وتمثل مجموع القيم السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في السوق المالي، ويرمز لها (M.Cap)

المتغيرات المستقلة:

- العرض النقدي؛ ويمثل السياسة النقدية، وهو عبارة عن المعروض النقدي بمعناه الواسع، ورمز له (M2)؛

- الإنفاق الحكومي؛ ويمثل السياسة المالية، ورمزنا له بالرمز (NE.DAB)؛

- التضخم؛ ويمثل الرقم القياسي لأسعار الاستهلاك، ورمز له (INF)؛

- الناتج المحلي الاجمالي؛ ورمزنا له بالرمز (GDP)؛

- اجمالي الادخار المحلي: ورمزنا له بالرمز (NY.GDS).

تم الحصول على هذه المتغيرات من قاعدة بيانات البنك الدولي (WDI)، والتقارير الفصلية لصندوق النقد العربي.

2-4. تقدير النموذج والدراسة القياسية تم الاعتماد في هذه الدراسة على الرسملة البورصية كمتغير تابع، وأهم المتغيرات التي لها تأثير عليها كمتغيرات مستقلة، وما سبق، يمكن صياغة النموذج كما يلي:

$$M.Cap_{it} = \alpha + \beta_1 M2_{it} + \beta_2 NE.DAB_{it} + \beta_3 GDP_{it} + \beta_4 INF_{it} + \beta_5 NY.GDS_{it} + \varepsilon_{it}$$

وبالاستعانة بالبرنامج التحليل القياسي *EViews10* تم تقدير النماذج الأساسية الموضحة في الجدول 01 أذناه.

جدول رقم 01: نتائج تقدير النماذج الأساسية لبيانات البانل

المتغيرات والمعاملات	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
الثابت	-14615.91	80126.93	-7382.99
M2	135.05	286.29	451.54
NE.DAB	** -0.72	0.01	-0.02
GDP	** 1.24	-0.02	0.25
INF	-1801.84	** -1247.98	** -1330.41
NY.GDS	-132.87	-17.65	980.04
اختبار فيشر (F)	** 63.94	** 88.22	** 4.34
معامل التحديد (R2)	0.74	0.91	13.63
** معنوي عند 1%، * معنوي عند 5%			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج *EViews 10*.

بعد تقدير النماذج الثلاث الواردة في الجدول أعلاه، والمتعلقة بنموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية، نقوم بالمفاضلة بينها عن طريق اختيار النموذج المفضل وذلك باستخدام بعض الاختبارات الإحصائية.

3-4. أساليب الاختيار بين النماذج سنعتمد على إختباري فيشر المقيد واختبار هوسمان:

من خلال إختبار فيشر F المقيد والبالغة قيمته المحسوبة:

$$F_C = ((0.91 - 0.74)/8)(117/(1 - 0.91)) = 31.11$$

فهي أكبر تماماً من القيمة الجدولة والبالغة: $F_t = (9 - 1, 117 - 9 - 5, 5\%) = F_t(8, 103, 5\%) = 2.03$ وبالتالي نقبل الفرضية البديلة H_1 والتي تقرر أن النموذج الملائم للدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة، ونرفض فرضية العدم H_0 والتي تقرر أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم.

جدول رقم 02: نتائج اختبار هوسمان

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية (P.VALUE)
اختبار Hausman	53.378	0.000

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال الجدول 2 والمتعلق بنتائج اختبار هوسمان يتبين أنه بالنظر إلى مستوى المعنوية نجد أنها أقل من 5% مما يدفعنا إلى قبول الفرضية الصفرية H_1 التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم. هذا الأخير يظهر لنا طبيعة الآثار الفردية الثابتة في الدول العربية، والموضحة في الجدول أدناه.

جدول رقم 03: نتائج الآثار الفردية الثابتة في الدول العربية

الأثار الفردية الموجبة			الأثار الفردية السالبة					
السعودية	قطر	الكويت	مصر	المغرب	عمان	السودان	تونس	الجزائر
332361	30795	5530	-23104	-50687	-57157	-62079	-84631	-91027

المصدر: إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

5- تحليل نتائج الدراسة

نجد من خلال النماذج المقدرة واختبارات المفاضلة أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم، ومن خلاله نلاحظ أن قيمة فيشر المحسوبة بلغت 88,22 وهي معنوية عند مستوى معنوية 1 %، مما يدل على أن النموذج المقدر كلياً معنوي. أي أنه يأخذ في صياغته الدالية الشكل الخطي وأن المتغيرات المدرجة مجتمعة لها تأثير على أداء السوق المالية، وهذا ما يدفعنا إلى قبول النموذج من الناحية الإحصائية. كما نجد أن متغير التضخم له معنوية إحصائية، بينما كانت معلمات المتغيرات ليست لها معنوية إحصائية، مما يوحي أن تأثير هذه المتغيرات على أداء البورصات العربية ناتج من عوامل غير جوهرية.

نجد من خلال قيمة معامل التحديد الذي بلغت قيمته 0.91 أن للنموذج قدرة تفسيرية عالية، أي أن التغير الحاصل في على أداء الأسواق في الدول العربية تعود أساسا إلى المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج، وبنسبة 91% أما النسبة الباقية من التفسير 9% تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج، مما يدفعنا إلى قبول النموذج من الناحية الاقتصادية.

نجد من خلال إشارات المعلومات المقدرة لكل من عرض النقود والإنفاق الحكومي موجبة مما يدل على العلاقة الطردية بينهما وبين أداء الأسواق المالية العربية، أي كلما زاد عرض النقود انتعش السوق المالي، وذلك بفضل السياسة النقدية المتبعة من طرف البنوك المركزية، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الإئتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الإحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض تكلفة الإقتراض، أي إنخفاض أسعار الفائدة وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم إرتفاع أسعارها ومنه إرتفاع الرسملة البورصية والعكس صحيح، ونفس الحال بالنسبة للإنفاق الحكومي والذي يعكس بدوره السياسة المالية، فكلما إرتفع الإنفاق الحكومي لدول العينة أثر ذلك وبشكل طردي طفيف على أداء السوق المالي.

ظهرت إشارات المعلومات المقدرة لكل من التضخم والإدخار المحلي والناتج المحلي الإجمالي سالبة مما يوحي إلى العلاقة العكسية بينها وبين أداء الأسواق المالية في هذه الدول، أي أن ارتفاع معدل التضخم مع ثبات العوامل الأخرى يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب ومن ثم انخفاض أسعار الأوراق المالية ومنه انخفاض الرسالة البورصية والعكس بالعكس. وعلى عكس الدراسات التجريبية التي أثبتت أن هناك علاقة طردية قوية بين اتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج المحلي الإجمالي، فإن الدول العربية محل الدراسة أثبتت أن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين المتغيرين، حيث تجدر الإشارة إلى أن الناتج المحلي الإجمالي يعكس النشاط الاقتصادي للدول العربية، ومن خلال العلاقة العكسية يمكن القول أنه في ظل تطور الناتج المحلي الإجمالي يتوقع المستثمرون أن الاقتصاد مقبل على ركود، وذلك ما يعطي إشارة الحذر بالنسبة للإستثمار بالأصول المالية، بينما في ظل تدهور الناتج المحلي الإجمالي يتوقع المستثمرون أن الاقتصاد مقبل على إنعاش، وذلك ما يعطي إشارة للإستثمار بالأصول المالية، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى تشير العلاقة العكسية إلى عوامل قد تكون بסיكولوجية أو تنظيمية، وقد تكون ناتجة عن

تأثير الأزمات الاقتصادية والتي تعد أخطر مراحل الدورات الاقتصادية، ونفس الحال بالنسبة للعلاقة العكسية بين الإدخار وأداء الأسواق المالية العربية، والتي تفسر سلوك المستثمر العربي.

نستنتج من خلال الجدول 3 أن مصدر الاختلاف في أداء الأسواق المالية العربية يعود إلى وجود تأثيرات فردية ثابتة فيما بين الدول. ومن خلال دراسة واقع الأسواق المالية العربية والمتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة فيها نجد أن كل من الجزائر، تونس، السودان، عمان والمغرب شهدت تأثيراً فردياً ثابتاً وسالباً، بينما شهدت كل من السعودية، قطر والكويت تأثيراً ثابتاً موجباً، وعموماً نستنتج أن مصدر الاختلاف في انعكاس حالة الأوضاع الاقتصادية على أداء الأسواق المالية لهذه الدول العربية يعود إلى وجود تأثيرات فردية ثابتة مختلفة حسب الخصوصيات الاقتصادية لكل دولة وأولوية القطاع المالي وأهميته بالنسبة لها، وقد يعود هذا الاختلاف إلى تتباين الأسواق المالية من سوق لآخر، من حيث درجة التنظيم والتطور، ولقد وردت عدة تقسيمات نتيجة لهذا التباين وتم تقسيمها إلى مجموعتين، فالمجموعة الأولى تشمل الأسواق المتطورة على المستوى العربي، والمجموعة الثانية تشمل الأسواق التي هي في إطار الإصلاح، أو تلك التي هي بصدد الإنشاء، ومن خلال تجسيد هذه المجموعتين حسب نتائج الدراسة نجد في المجموعة الأولى بورصات تتميز دولها بالفائض المالي والحرية الاقتصادية (السعودية، الكويت وقطر)، وفي المجموعة الثانية بورصات تتميز دولها بالعجز المالي والحرية الاقتصادية (عمان، مصر، المغرب، تونس والسودان)، وبورصات أعطت دولها للقطاع العام الدور الأساسي في النشاط الاقتصادي (الجزائر). كما قد يعود هذا الاختلاف إلى غياب الثقافة البورسية، أو إلى عوامل سلوكية أخرى.

خلاصة

تم من خلال هذه الدراسة تحديد المؤشرات الاقتصادية الكلية التي من التأثير على أداء الأسواق المالية في الدول العربية وذلك خلال الفترة التي امتدت من سنة 2005 إلى سنة 2017، كونها الفترة التي اشتملت على البيانات الاقتصادية والمالية المرتبطة بالدول العربية محل الدراسة، وذلك من خلال حصر خمس مؤشرات مستقلة تمثل حالة الأوضاع الاقتصادية الكلية تمثلت في العرض النقدي والإنفاق الحكومي الممثلين للسياسة النقدية والمالية على التوالي، إضافة إلى الناتج المحلي الإجمالي والممثل للنشاط الاقتصادي، إضافة إلى كل من التضخم والإدخار المحلي. حيث تم تقدير نموذج قياسي يمثل في نموذج بيانات البانل الذي جمع بين البعد الفردي (الدول العربية) والبعد الزمني (الفترة الزمنية)، ومن خلال هذا النموذج توصلنا إلى النتائج التالية:

تبين من خلال النماذج المقدرة واختبارات المفاضلة أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم مما يدل على وجود فروقات فردية ثابتة بين الأسواق المالية للدول العربية، ويعود مصدر الاختلاف في انعكاس حالة الأوضاع الاقتصادية على أداء الأسواق المالية لهذه الدول العربية إلى الخصوصيات الاقتصادية لكل دولة وأولوية القطاع المالي وأهميته بالنسبة لها، إذ أن هناك تتباين في الأسواق المالية من سوق لآخر من حيث درجة التنظيم والتطور، وحسب نتائج الدراسة تم تقسيمها إلى مجموعتين، فالمجموعة الأولى تشمل الأسواق المتطورة على المستوى العربي، وهي بورصات تتميز دولها بالفائض المالي والحرية الاقتصادية (السعودية، الكويت وقطر)، والمجموعة الثانية تشمل بورصات تتميز دولها بالعجز المالي والحرية الاقتصادية (عمان، مصر، المغرب، تونس والسودان)، وبورصات أعطت دولها للقطاع العام الدور الأساسي في النشاط الاقتصادي (الجزائر).

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طردية بين عرض النقود والإنفاق الحكومي من جهة، وأداء الأسواق المالية العربية من جهة أخرى، أي كلما زاد عرض النقود إنتعش السوق المالي، وذلك بفضل السياسة النقدية المتبعة من طرف البنوك المركزية، ونفس الحال بالنسبة للإنفاق الحكومي والذي يعكس بدوره السياسة المالية، فكلما إرتفع الإنفاق الحكومي لدول العينة أثر ذلك وبشكل طردي طفيف على أداء السوق المالي.

أظهرت نتائج وجود علاقة عكسية بين التضخم وأداء الأسواق المالية في هذه الدول، أي أن إرتفاع معدل التضخم مع ثبات العوامل الأخرى يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب ومن ثم إنخفاض أسعار الأوراق المالية ومنه إنخفاض الرهولة البورسية والعكس بالعكس. وعلى عكس الدراسات التجريبية أثبتت الدراسة أن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين اتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج المحلي الإجمالي، ونفس الحال بالنسبة للعلاقة العكسية بين الإدخار وأداء الأسواق المالية العربية، والتي تفسر سلوك المستثمر العربي.

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة تطبيق برامج الإصلاح المالي شملت التنظيم القانوني والهيكلية لأسواق الأوراق المالية، والتي انعكست بشكل إيجابي في نمو رصمة هذه الأسواق وحجم التداول فيها، إلا أنه ورغم ذلك تبقى دون المستوى المطلوب، لذا كان من الضروري البحث على سبل وآليات لتعزيز كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب. وعليه، يمكن إقتراح جملة التوصيات والمتمثلة في:

تعميق الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الإدخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الإعلام الاستثماري العربي؛

ضرورة أخذ السلطة النقدية بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغير في عرض النقد وأسعار الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية عند صياغتها لأية قرارات تهدف تحقيق النمو الاقتصادي؛

الربط والتعاون بين البورصات العربية بإنشاء شبكة اتصالات عربية متطورة توفر المعلومات الكافية والحديثة عن الأوراق المالية المتداولة في جميع الأسواق، أيضا إنشاء شركة مساهمة عربية للوساطة المالية تساعد كثيرا على انفتاح الأسواق المالية العربية وزيادة إرتباطها ضمانا لتدفق رؤوس الأموال؛

العمل على إستقطاب المدخرات وتوجيهها إلى أوعية إستثمارية مربحة ذات كفاءة عالية وفعالية، إضافة إلى تشجيع الاستثمار الأجنبي بإدخال تعديلات على قوانين الإستثمار وفتح المجال أمام الإستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها؛

تعزيز الدور الرقابي للسوق وذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن إدارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الإطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق؛

تحقيق قدر كاف من الإستقرار الاقتصادي والسياسي والأمني داخل البلدان التي ترغب في تطوير مكانتها المالية، إذ يعد هذا من الضرورات لتشجيع الإستثمارات وخاصة البلدان العربية عن طريق تخفيض رؤوس الأموال الأجنبية على التدفق للدخل؛

تعديل الأنظمة الضريبية أو إلغاء بعضها منها كالضرائب على العوائد الجارية، والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية، وجذب الاستثمارات الأجنبية؛

مكنة أنظمة التداول باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية، وزيادة الشفافية والأمان لدى

المتعاملين

الهوامش والمراجع

¹ علي عبد الله وبلحمري خيرة (2015)، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة2، المجلد 6، العدد 1.

² سليم جابو (2012)، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.

³ محمود صالح عطية (2012)، تحليل العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة دبالى، العدد 54.

⁴ Alper E.C., Fendoglu S, and Saltoglu B. (2009), **Forecasting stock market volatilities Using MIDAS Regressions: an application to the Emerging markets**, web site: <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/7460/1/midasv6.pdf> (visit On : 15.12.2018).

⁵ عصام حسن (2008)، أسواق الأوراق المالية (البورصات)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص18.

⁶ Besley S. and Brigham E. (2003), **Principles of finance**, London, south – western, p23.

⁷ عصام فهد العرييد (2002)، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الرضا للنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، ص21.

⁸ حسن عطا غنيم (2005)، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل وأساسيات الاستثمار، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، ص ص19-20.

⁹ محمد المبروك أبو زيد (2009)، التحليل المالي: شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، ص254.

¹⁰ عبد الغفار حنفي (بدون سنة نشر)، البورصات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، ص43.

¹¹ محمود محمد الداغر (2005)، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، مصر، ص241.

¹² أمين عبد العزيز حسن (2007)، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، مصر، ص24.

¹³ عبد الغفار حنفي (2007)، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص47.

¹⁴ خلف فليح حسن (2006)، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، ص47.

¹⁵ فيصل الشوارة (2008)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، ص58.

¹⁶ سليم جابو (2012)، مرجع سبق ذكره، ص06.

¹⁷ رشيد بوكساني (2006)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص11.

¹⁸ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص (2005)، الأسواق المالية وتمويل المشروعات، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، ص6.

¹⁹ هوشيار معروف (2003)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، ص ص84-85.

²⁰ رسمية قرياقص (1999)، أسواق المال: أسواق، رأسمال، مؤسسات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص41.

²¹ محمد صالح الحناوي ومحمد فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد (2004)، أسواق المال والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص5.

²² عماد محمد علي العاني (2002)، اندماج الأسواق المالية الدولية، بيت الحكمة، بغداد، ص63.

²³ لمزيد من التفصيل أنظر:

– عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص (2002)، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص ص300-301.

²⁴ هوشيار معروف (2003)، مرجع سبق ذكره، ص ص85-86.

²⁵ رشيد بوكساني (2006)، مرجع سبق ذكره، ص11.

²⁶ نفس المرجع أعلاه، ونفس الصفحة.

²⁷ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص (2002)، أسواق المال: بنوك تجارية، شركات التأمين، شركات استثمار، الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، ص273.

²⁸ Zervos S. and Levine R. (2000), **capital control liberalization and stock market development**, the W.B ploicyr search, working paper, Washington, p15.

²⁹ عماد محمد علي العاني (2002)، اندماج الاسواق المالية الدولية؛ أسبابه، انعكاساته على الاقتصاد العالمي، الطبعة الأولى، بيت الحكمة، بغداد، ص6.

- ³⁰ محمد فرحي وأشواق بن قدور (2014)، أثر التقلبات الاقتصادية على عوائد الأسهم، دراسة قياسية لسوق نيويورك للأوراق المالية، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، العدد 29، ص 133.
- ³¹ دعاء نعمان الحسني (2005)، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات الاسواق المالية، مجلة بحوث مستقبلية، العدد 15، كلية الحداثة الجامعة، ص ص 141-142.
- ³² I.M.F (2004), **Monetary Implementation at Different Stage Of Market Development**, country case and appendices- supplementary information, working paper, pp 1-3.
- ³³ بشير الزغي (2002)، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (1978-1998)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 2، ص 324.
- ³⁴ حشاشي سليمة (20 و 21 أكتوبر 2009)، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمة المالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف ص ص 10-14.
- ³⁵ طارق عبد العال حماد (2003)، إدارة المخاطر أفراد، إدارات، شركات، بنوك مخاطر الائتمان الاستثمار المشتقات وأسعار الصرف، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص ص 368-369.
- ³⁶ عبد الفتاح جبالي (2017)، سعر الفائدة والإدخار المحلي، مجلة الأهرام، العدد 47665، مصر، ص 02.
- ³⁷ محمد حسين الوادي (2000)، المالية العامة، دار الميسرة للنشر، عمان، ص 182.
- ³⁸ حنيدي مراد (2015)، التمويل وآثاره على فعالية سياسة الانفاق الحكومي في الاقتصاد الجزائري، مجلة الإحصاء والاقتصاد التطبيقي، المجلد 12، العدد 2، ص 31.