

تأثير بعض المؤشرات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي

The impact of some economic indicators on the performance of the securities markets in the Arab Maghreb countries

عيسى نجاة

مخبر الحوكمة وعصرنة المانجمت العمومي، جامعة الجزائر3

com.gmail@himrinadjet

تاريخ النشر: 2023/06/07

بوزغوب مريم*

مخبر الحوكمة وعصرنة المانجمت العمومي، جامعة الجزائر3

fr.yahoo@bouzeghoub.meriem

تاريخ الاستلام: 2023/04/03

ملخص:

تسعى هذه الورقة البحثية الى تحديد تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية على أداء اسواق الاوراق المالية المغربية بتطبيق نموذج قياسي وقد تم التوصل الى وجود علاقة معنوية في المدى الطويل لكل من مؤشرات معدل النمو الإقتصادي والتضخم على مؤشرات أداء اسواق الاوراق المالية والممثلة في القيمة السوقية وحجم التداول ومؤشر السوق بنسب متفاوتة حسب المستوى الاقتصادي لكل من دولة الجزائر، تونس والمغرب. الكلمات المفتاحية: أداء اسواق الاوراق المالية، معدل النمو الإقتصادي، معدل التضخم، مؤشرات أداء اسواق الاوراق المالية.

تصنيفات JEL: JEL;F23;F2;M160;M16.

Abstract:

This research paper aims to indicate the impact of a number of economic variables on the Maghreb Securities Market performance by applying a standard model, and accordingly, a long-term ethical relationship has been found.

This relationship between indicators of economic growth rate, and inflation in the index of Securities market performance represented in the market value, the volume of trade and the market index, all of which are at different rates based on the economic level of each country, Algeria, Tunisia and Morocco.

Keywords Securities market performance, economic growth rate, inflation rate, index of Securities market performance.

Jel Classification Codes: M16 ;M160 ;F2 ;F23 .

* المؤلف المراسل.

أضحى وجود سوق الأوراق المالية أمرا في غاية الأهمية وخاصة مع اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، وهذا للدور الذي تؤديه في الاقتصاديات من خلال جمع وتعبئة المدخرات وتحويلها نحو القطاعات المنتجة، ما يعود بالنفع على الاقتصاد، وتشهد سوق الأوراق المالية على صعيد بنيتها وأدواتها تطورات عديدة شكلت عاملا في جذب العديد من المستثمرين، وأتاحت فرصا للتعامل بمختلف الأوراق المالية.

يعود ظهور أسواق الأوراق المالية إلى تطور الرأسمالية الصناعية، فقد وجدت هذه السوق بهدف جذب المدخرات لتمويل النمو الاقتصادي وضمان تبادل الأوراق المالية، وحظيت هذه الأسواق في العصر الحديث بمكانة بارزة وأصبح اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي، إذ تلعب دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة، من خلال المهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في عملية حشد وتعبئة الموارد المالية وتهيئتها للاستثمار وكذا بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة، لذلك تزايدت أهمية أسواق الأوراق المالية وأصبحت تشكل أداة أساسية لتدعيم وتحريك عجلة النمو الاقتصادي، الأمر الذي كان له أثره المباشر على سائر البلدان النامية التي تسعى إلى تسريع عجلة التنمية لبناء اقتصاد متطور ومزدهر.

وتعمل أسواق الأوراق المالية على تحقيق موازنة فعالة بين قوى الطلب وقوى العرض، إذ تتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات الكافية باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها الاستثمارية ولتمويل عمليات النمو، وكذلك تحقيق جملة من المنافع الاقتصادية كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق وأيضا متابعة التغيرات الحاصلة.

أولت الدول المغربية (الجزائر، المغرب، تونس) كغيرها من الدول النامية اهتمام بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية لما لها مكانة في التنمية الاقتصادية، حيث سعت إلى اعتماد هذه الأسواق كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية من خلال توجيهها إلى تحرير اقتصادياتها وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، فبالرغم من مرور حقبة زمنية على إنشاء سوقها المحلية إلا أنها لا تزال تعاني من التخلف رغم الإصلاحات التي قامت بها هذه الدول في سوقها المحلية، ورغم الجهود التي بذلتها إلا أن هذه الأسواق لا تزال متخلفة ولم تؤدي الدور المطلوب منها وتواجهها العديد من العوائق مما يستدعي إعادة النظر في الأساليب المعتمدة لتطوير أسواقها واستحداث أدواتها واستقطاب مستثمرين لتنشيطها.

1.1. إشكالية الورقة البحثية:

ضمن نطاق توسيع مساهمة أسواق الأوراق المالية بكيفية فعالة في استقطاب رأس المال محليا ودوليا، تفاوت مستوى هذا الدور بين الدول المغربية (الجزائر، المغرب وتونس) إلا أنها لازالت تواجه عقبات كثيرة في ظل التغيرات الاقتصادية التي تشهدها دول العالم والدول المغربية، جزء من هذه الدول تواجه الكثير من المصاعب في تطوير أسواق أوراقها المالية وعليه يمكن صياغة الإشكالية الجوهرية لهذه الورقة البحثية على النحو التالي:

كيف تؤثر المؤشرات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، المغرب وتونس)؟.

لتسهيل الإجابة على هذا التساؤل سوف نقسمه إلى سؤالين فرعيين:

- هل تساهم أسواق الأوراق المالية المغربية في دعم اقتصادياتها الوطنية؟؛
- ما هو مقدار الأثر الحاصل من معدل النمو الإقتصادي ومعدل التضخم على مؤشرات أداء الأسواق الأوراق المالية المغربية خلال الفترة 2000-2021؟.

2.1. فرضيات المعتمدة في الورقة البحثية

على ضوء ما سبق وكإجابة مؤقتة لإشكالية هذه الورقة يمكن قبول هذه الفرضية لحين إثبات صحتها بعد قياس الأثر المترتب عن تغيير المؤشرات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول المغربية خلال الفترة المختارة للدراسة في هذه الورقة البحثية.

هناك تداعيات تحدثها التغييرات الحاصلة في المؤشرات الاقتصادية للدول المغربية على أداء أسواقها في المدى الطويل ولكن بمستوى متباين بين الجزائر والمغرب وتونس حسب طبيعة كل دولة، مما يجعل لهذا الأثر إمكانية مساهمة في تحسين أداء أسواق أوراقها المالية.

3.1. أهمية الورقة البحثية

تتمحور أهمية الموضوع في الدور الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية المغربية باعتبارها أداة استثمارية لها تأثير في جذب المدخرات عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية كالأسمه والسندات، حيث تعد هذه الأسواق في أي دولة ركيزة أساسية في بنية اقتصادها، فضلا عن هذا فإن تنشيط هذه السوق أصبحت من الأمور المهمة التي تقتضيها الضروريات الاقتصادية.

مع كثرة الصدمات الاقتصادية أصبح من الأساسيات إيجاد مصادر بديلة لتمويل الاستثمارات لضمان تحقيق التنمية في غضون الأوضاع وتغيرات السرعة التي تعرفها دول العالم والتي تحتتم ضرورة تحمل المخاطرة المحتملة حسب ما تقتضيه الظروف الاقتصادية وطبيعة أسواق المال في دول المغربية.

4.1. أهداف الورقة البحثية:

يمكن التوصل من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف كما يلي:

- فهم آلية عمل أسواق الأوراق المالية وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية؛
- إبراز مكانة ودور أسواق الأوراق المالية لاقتصاديات الدول المغربية (الجزائر، المغرب، تونس)؛
- إيجاد العلاقة القائمة بين مستوى نشاط إقتصاديات دول المغرب العربي و مؤشرات أداء أسواق أوراقها المالية من أجل تحديد التباين في مستوى أداء أسواق رأس المال لكل من الجزائر، المغرب و تونس؛
- الوقوف على النقائص التي جعلت أسواق الأوراق المالية المغربية (الجزائر، المغرب، تونس) لم تتوصل إلى المكانة اللائقة بها بالرغم من الجهود المبذولة من سلطات المشرفة عليها.

5.1. المنهج المتبع والأدوات المستخدمة:

تبعا لطبيعة الموضوع فقد تم إتباع مناهج متنوعة وفقا لما تقتضيه الضرورة البحثية، فقد تم إتباع الأسلوب الوصفي عند تناول المفاهيم الأساسية المتعلقة بأسواق الأوراق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها ومراحل إنشائها، كما استعمل أيضا النمط التحليلي عند تحليل البيانات والتطورات الخاصة ببورصة الجزائر والدار البيضاء وبورصة تونس بغية استخراج تأثير المؤشرات الاقتصادية المغربية على أداء أسواق أوراقها المالية وتقديم الحلول والاقتراحات لتطوير هذه

الأسواق، ومن أجل جمع الدعامات تم استخدام أسلوب القياس الإحصائي باختيار نموذج دقة الملاحظة والمقارنة من أجل الوصول لتحقيق الفرضيات أو نفيها.

6.1. هيكل الورقة البحثية:

بغرض الإلمام بموضوع الورقة البحثية حاولنا هيكلتها إلى محورين الأول تحليل حساسية بعض المؤشرات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية المغربية 2000-2021 خصصنا في الجزء الأول لهذا المحور إظهار علاقة بعض المؤشرات الاقتصادية بمستوى أداء أسواق الأوراق المالية والجزء الثاني تحليل العلاقة بين بعض المؤشرات الاقتصادية ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية المغربية 2000-2021 أما المحور الثاني فسنطرق إلى قياس أثر معدل النمو الإقتصادي ومعدل التضخم على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي للفترة الممتدة 2000-2021 بالاستعانة بنموذج قياسي لتحديد طبيعة هذا الأثر والمتمثل في بازل ARDL

المحور الأول: تحليل حساسية بعض المؤشرات الاقتصادية على أداء البورصات المغربية 2000-2021

تعد سوق الأوراق المالية بمثابة نظام يهدف إلى تحقيق دور رئيسي في النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض المالي في الاقتصاد وإعادة توجيهه نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

وحتى تتمكن السوق من تحقيق غايتها يفترض البعض أن تتوفر جملة من المميزات والشروط لتضفي عليها صفة الكفاءة التي تعكس بصفة كاملة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، وبالتالي قيام آليات السوق بدورها في التوظيف الأمثل للموارد و نمو الاستثمارات، وبالنظر إلى بعض أسواق الأوراق المالية نجد أنها مازالت تفتقر إلى الكثير من الثقافات الاستثمارية الرشيدة وتواجهها جملة من العوائق تحول دون تحقيق تلك الكفاءة والفعالية المطلوبة بسبب تأثيرات الوضع الاقتصادي وعليه يمكن اعتبار المؤشرات الاقتصادية إحدى تلك المؤثرات التي قد تسبب تغييرا أداء أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة والمغربية، ولتحليل مستوى هذا التأثير سوف نحاول في هذا الجزء من الورقة البحثية تحديد العلاقة لمعدلات النمو الإقتصادي والتضخم على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية المغربية للفترة الممتدة من 2000 إلى 2021 مع محاولة مقارنة أداءها مع أداء بعض أسواق الأوراق المالية للدول المتقدمة خلال 2010-2021 بغرض الوصول إلى مستوى الحساسية التي تربط التغيرات الحاصلة بين هذه الأسواق لمحاولة تحديد طبيعة العلاقة بينهما وقبل ذلك يمكن تلخيص هذا الأثر حسب المقاربات النظرية في جدول قبل التطرق لتحديده في الدول محل الدراسة.

أولا: علاقة بعض المؤشرات الاقتصادية بمستوى أداء أسواق الأوراق المالية

لاظهار العلاقة القائمة بين معدلات التضخم والنمو الإقتصادي وبين مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في دول المغرب العربي حاولنا تحديدها حسب المقاربات الاقتصادية، وهذا بشكل مختصر لايضاح التأثير بين تغيير معدلات كل من النمو الإقتصادي والتضخم على بعض مؤشرات الاداء للاسواق الاوراق المالية في هذا الجدول الموالي:

جدول 1 تأثير معدل النمو الإقتصادي ومعدل التضخم على بعض مؤشرات الاداء للاسواق الاوراق المالية

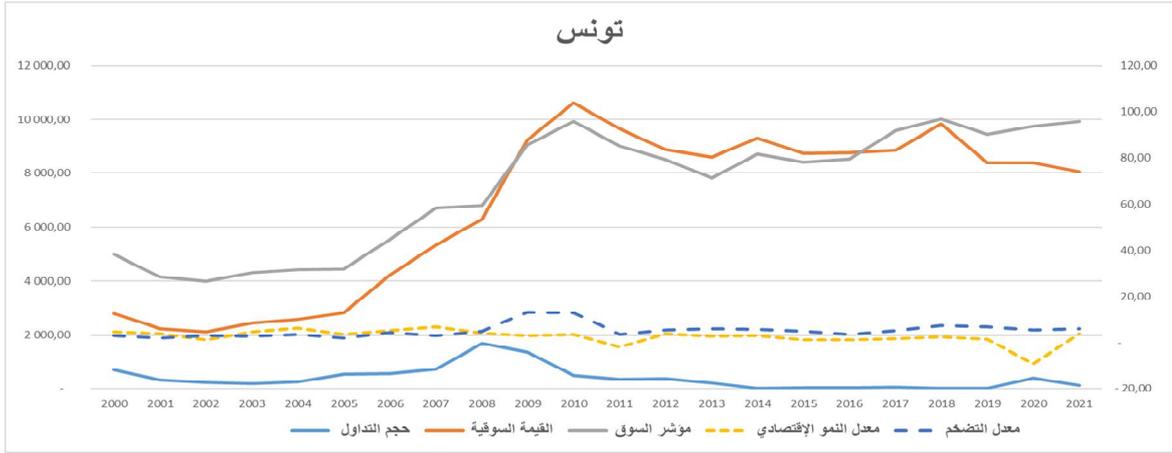
مستوى أداء سوق الأوراق المالية	وضعية المؤشرات الاقتصادية
يؤدي ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي إلى توسع مستوى النشاط الاقتصادي وبالتالي زيادة حجم الاستثمارات وأعدادها ما يحفز أكثر على نشاط سوق الأوراق المالية مما ينعكس في زيادة حجم الاستثمارات وعددها، وسرعة دوران الأصول المالية المتداولة في السوق وزيادة القيمة السوقية وكذا حجم التداول الذي يكون نتيجة زيادة حجم الاستثمارات المتداولة في السوق، وتعتبر مؤشرات قياس الكفاءة عن المستوى الاقتصادي للبلد، كما يشير مؤشر السوق إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وذلك بزيادة عوائد الشركات المدرجة في السوق.	تأثير معدلات النمو الاقتصادي عند ارتفاعها
يكون لانخفاض معدلات النمو الاقتصادي تداعيات على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية أين تنخفض القيمة السوقية متأثرة بانخفاض حجم الاستثمارات وعوائدها ويتولد عن ذلك الانخفاض انخفاض في مؤشرات الأسواق وحجم التداول وكذا تدني سرعة دوران الأسهم وعددها وتراجع معظم مؤشرات الأداء متأثرة بانخفاض معدلات النمو الاقتصادي.	تأثير معدلات النمو الاقتصادي عند انخفاضها
يؤثر انخفاض معدل التضخم على السيولة المالية المتداولة في الاقتصاد التي توجه نحو أسواق الأوراق المالية الذي يساهم في زيادة أداؤها، كما يؤثر انخفاض معدلات التضخم على استقرار أسواق الأوراق المالية من حيث تقارب السعر الحقيقي والاسمي للورقة المالية من يعزز قرار الاستثمار في هذه الأسواق كون ان الأسعار المتداولة أكثر استقرار بفضل انخفاض معدلات التضخم.	تأثير انخفاض معدلات التضخم
يحفز انخفاض معدلات التضخم على زيادة الاستثمار في سوق الاوراق بسبب الفائض الذي يحققه افراد المجتمع حسب درجة الوعي الاستثماري.	
لاارتفاع معدلات التضخم تداعيات واسعة على أداء أسواق الأوراق المالية حسب المقربات الاقتصادية حيث يؤدي ارتفاع معدلات التضخم على خلق فجوة كبيرة بين عرض وطلب الأوراق المالية مما يسبب تدبب كبير في أسعارها وتشجيع المضاربة السلبية بنشر أخبار كاذبة عن تداول الأوراق المالية ونشاط الشركات المصدرة لها بغيت تغيير اتجاه حركة الأسعار في السوق ويؤدي ارتفاع معدلات التضخم بسبب ارتفاع السيولة وقرارات السياسية المالية والنقدية الى تشجيع التمويل عبر الأسواق النقدية بسبب ارتفاع معدلات الفائدة التي تعتبر أداة لتخفيف من حدة التضخم واستعمالها كمصيدة للسيولة، وقد يحث عكس ما يكون متوقع وحسب ماتنص عليه المقاربات الاقتصادية وهذا ما اكدته اداء بعض اسواق الأوراق المالية العربية ابان بداية ازمة كورونا سنة 2020 حيث شهدت أسواقها ارتفاع في مؤشر الأسعار بسبب القرارات الايجابية لدعم الاستهلاك للمواد الغذائية في المملكة العربية السعودية مما ساهم في زيادة نشاطها برغم من تخفيض أسعار هذه المواد التي لقت دعم المملكة لمساعدة موطنها أثناء الأزمة .	تأثير ارتفاع معدلات التضخم

المصدر : من إعداد الباحثين اعتمادا على المراجع الآتية: (الهندي، 2010)، (الزين، 2012)، (VERGNAUD, 2000)

ثانيا: تحليل العلاقة بين بعض المؤشرات الاقتصادية و مؤشرات اداء اسواق الاوراق المالية المغربية

بعد عرض أثر تغيير في بعض المؤشرات الاقتصادية سنحاول تحليل العلاقة بين معدلات التضخم والنمو الاقتصادي ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية وهذا باستعمال التمثيل البياني وهذا بغية تحديد طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات قياس أداء اسواق الأوراق المالية المغربية من أجل أخذ صورة مبدئية عن حساسية مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للتغير في معدلات التضخم و النمو الاقتصادي لدول المغرب العربي خلال 2000-2021، مثلما يوضحه الشكل الأول.

الشكل 1: التمثيل البياني لحساسية مؤشرات أداء السوق المالي التونسي لتغير مؤشرات الاقتصادية



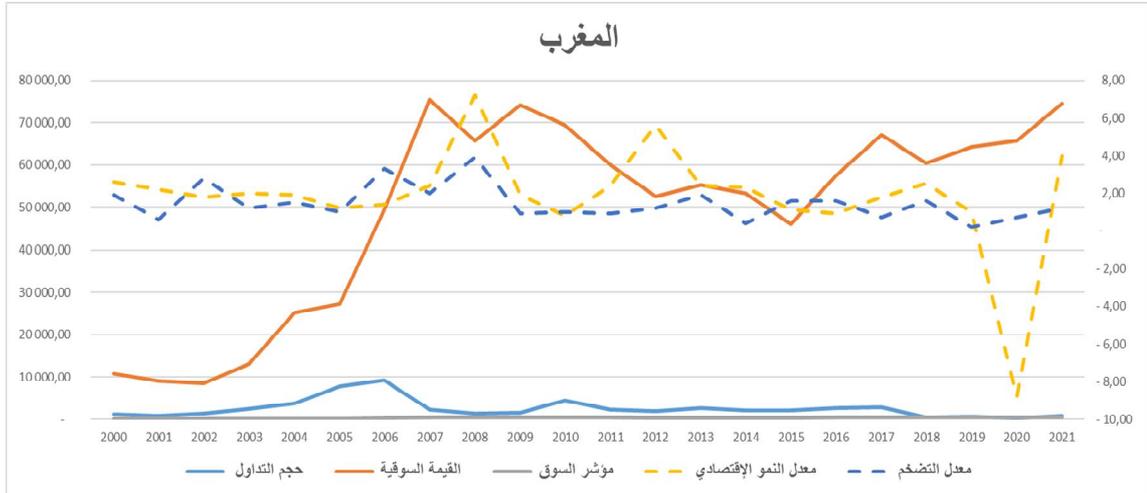
المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مؤشرات بورصة تونس (بورصة تونس، 2023)

حسب ما يوضحه هذا الشكل يظهر لنا جليا أن هناك انسجام واضح بين التغير في مستوى مؤشر القيمة السوقية ومعدل النمو الإقتصادي حيث نلاحظ أن الزيادة التي عرفها معدل النمو الإقتصادي خلال 2009-2010 عرف مؤشر القيمة السوقية ارتفاعا بالمقابل واضحا خلال نفس الفترة وكذلك بالنسبة لسنة 2011 سجل معدل النمو الإقتصادي انخفاضا صاحبه إنخفاض في كل من مؤشر السوق والقيمة السوقية للبورصة التونسية، وكذا الانخفاض الذي سببته أزمة كورونا خلال فترة 2020-2021 والذي أدى إلى توقف النشاط الإقتصادي لمعظم دول العالم أثر سلبا على القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية التونسية وبعد تراجع حدة هذه الأزمة، بدأت السوق التونسية تعرف إنتعاش من جديد كما هو موضح في الرسم البياني

بالنسبة لمعدل التضخم الذي عرف ارتفاعا واضحا ابتداء من أزمة الرهن العقاري منذ سنة 2008 واستمر في الارتفاع إلى غاية سنة 2010 ما عدا ذلك بقي هذا المعدل يعرف تغيرا بسيطا ولكن بالمقابل عرفت مؤشرات أداء الأوراق المالية تذبذبات واكبت الحالة الاقتصادية لتونس أهمها في سنة 2021 أين عرفت القيمة السوقية وحجم التداول انخفاضا مع ارتفاع معدلات التضخم والنمو الإقتصادي بسبب إعادة نشاط المؤسسات الاقتصادية بعد تداعيات الأزمة في هذه السنة.

سننتقل بعد ذلك إلى الشكل الموالي الذي يوضح مستوى حساسية هذه المؤشرات في المغرب.

الشكل 2: التمثيل البياني لحساسية مؤشرات أداء السوق المالي المغربي لتغير مؤشرات الاقتصادية

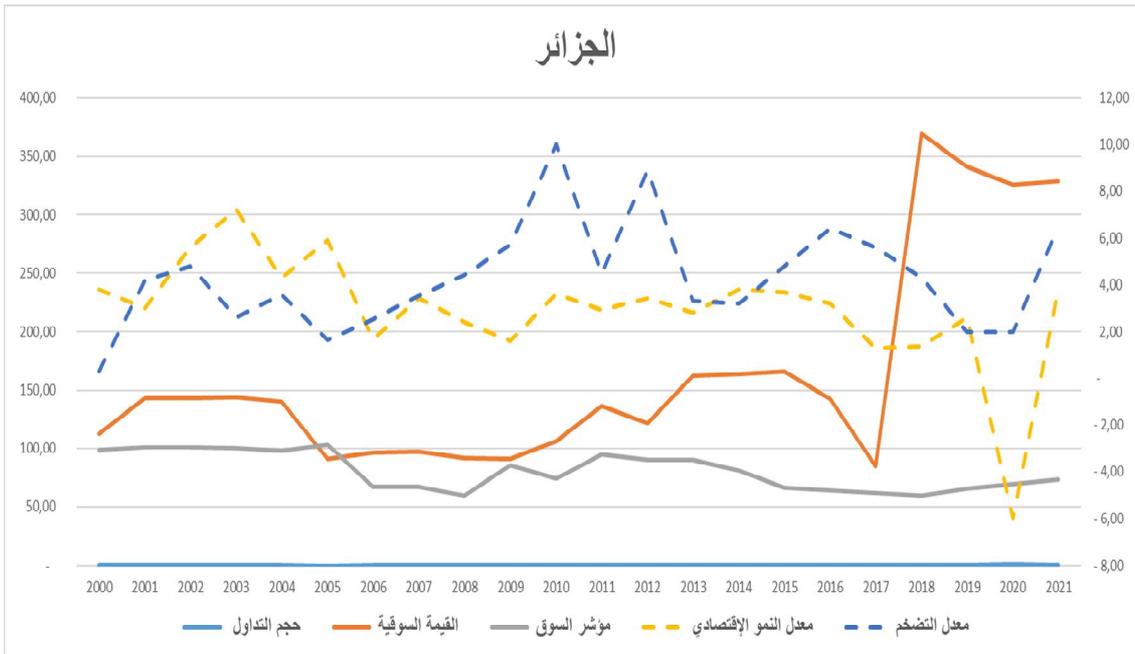


المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مؤشرات بورصة الدار البيضاء (بورصة الدار البيضاء، 2023)

يوضح الشكل البياني مستوى حساسية مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية المغربية لتغير مؤشراتها الاقتصادية حيث يتجلى أن تغير مستوى معدل النمو الإقتصادي خلال الفترة 2000-2003 صاحبه تغير بنفس الوتيرة في القيمة السوقية كما عرفت معدلات النمو الإقتصادي والتضخم ارتفاع كبير وصل الذروة في سنة 2008 صاحبه انخفاض في القيمة السوقية وفي حجم التداول. شهد معدل النمو الإقتصادي تارة إرتفاعا وتارة إنخفاضا بين 2011-2014 صاحبه تذبذب في القيمة السوقية حيث تطابق في إتجاه التغير مع معدل النمو الإقتصادي في بعض الأحيان وإختلف في أحيانا أخرى كما نلاحظ من خلال الشكل البياني إنخفاض شديد في معدل النمو الإقتصادي خلال أزمة كورونا سبب ارتفاع في القيمة السوقية وانخفاض في حجم التداول، لم يوضحه التمثيل البياني سوف يتم تحديد طبيعته لاحقا بتطبيق النموذج القياسي لكن سرعان ما عرف ارتفاع خلال فترة 2021 صاحبه ارتفاعا في مختلف مؤشرات أداء الأسواق المالية وحتى في معدل التضخم، أما التضخم فصاحب في بعض الأحيان ارتفاعا مواكبا لمعدل النمو الإقتصادي حيث سبب ارتفاع هذا الأخير في فترات معينة انخفاض في القيمة السوقية ولأحظنا أثناء أزمة كورونا أن انخفاض معدل النمو الإقتصادي انعكس بشكل واضح على ارتفاع معدلات التضخم.

وبعد ذلك سنتقل إلى الجزائر

الشكل 3: التمثيل البياني لحساسية مؤشرات أداء السوق المالي الجزائري لتغير مؤشراتها الاقتصادية



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مؤشرات بورصة القيم المنقولة في الجزائر (بورصة الجزائر، 2023).

بعكس تونس والمغرب لا يوجد أي مستوى انسجام واضح بين معدل التضخم ومعدل النمو الإقتصادي ومؤشرات أداء السوق المالي الجزائري باعتبار أن هذا السوق لا يملك مقومات الأداء مما يعكس عدم تأثره بالتغيرات الاقتصادية ولمزيد من قياس تأثير المؤشرات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية سنستعين بنموذج قياسي في المحور الثاني في هذه الورقة البحثية ولكن قبل ذلك سنتطرق إلى دراسة مقارنة بين مؤشرات أسواق الأوراق المالية المغربية وبعض الدول المتقدمة.

3- مقارنة مؤشرات أسواق الأوراق المالية للدول المتقدمة والدول المغربية:

جدول 2: تغيرات حجم التداول لدول المغرب العربي وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2021)

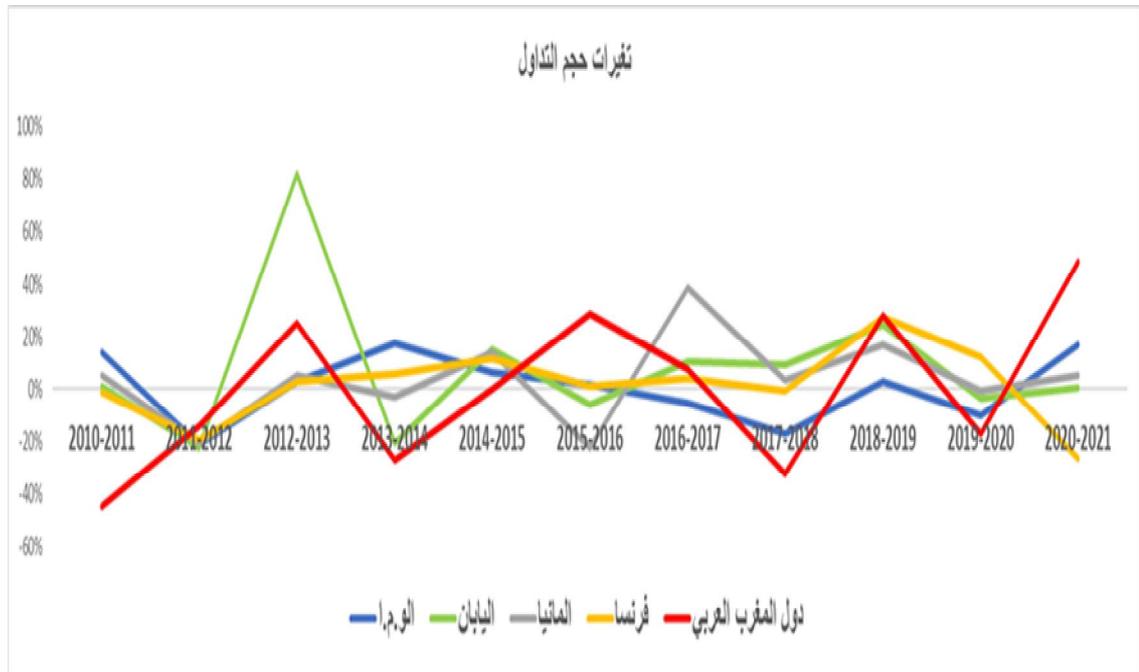
السوق	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021
ل.م.ا	14%	-21%	3%	17%	6%	2%	-5%	-17%	3%	-10%	17%
اليابان	1%	-22%	82%	-20%	15%	-6%	10%	9%	24%	-3%	1%
المانيا	5%	-21%	5%	-3%	14%	-22%	39%	4%	17%	-1%	5%
فرنسا	-1%	-19%	3%	6%	12%	1%	4%	0%	27%	12%	-27%
دول المغرب العربي	-44%	-14%	25%	-27%	0%	29%	7%	-33%	28%	-17%	48%

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على التقارير السنوية للأسواق المالية المدروسة: (Autorité des marchés financiers, 2023),

(U.S. Securities and exchange commission, 2023), (Japan securities dealers association, 2023), (Japan exchange group, 2023),

(Federal financial supervisory authority, 2023).

الشكل 4: التمثيل البياني لتغيرات حجم التداول لدول المغرب العربي وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على تطبيق microsoft excel 2010.

من خلال تتبع مستوى التغيرات في حجم التداول لكل سنتين بين بعض الدول المتقدمة ودول المغرب العربي مجتمع نلاحظ ان هناك تطابق في بعض الفترات او انسجام في طبيعة التغيير في حجم التداول واختلاف في اغلب الفترات حيث عرف التغيير في حجم التداول لكل دول المتقدمة انخفاض بين الفترتين 2011-2010 و2012-2011 بعكس دول المغرب العربي التي عرفت فيها ارتفاع في التغيير في حجم التداول لنفس الفترة. إن أكبر تغيير في حجم التداول خلال فترة الدراسة سجلته اليابان في الفترة 2012-2013 كما يوضحه التمثيل البياني واكبت كل الدول المتقدمة هذا التغير الإيجابي بقيم ضئيلة عكس دول المغرب العربي التي سجلت إرتفاع يقدر ب 25%، وتأثرت دول المغرب بتداعيات ازمة كورونا على غرار دول العالم حيث عرفت انخفاض كبير في حجم التداول خلال 2020 ولكن بعدها عرف التغيير في حجم التداول تحسن في كل الدول المتقدمة ماعدا فرنسا ودول المغرب العربي.

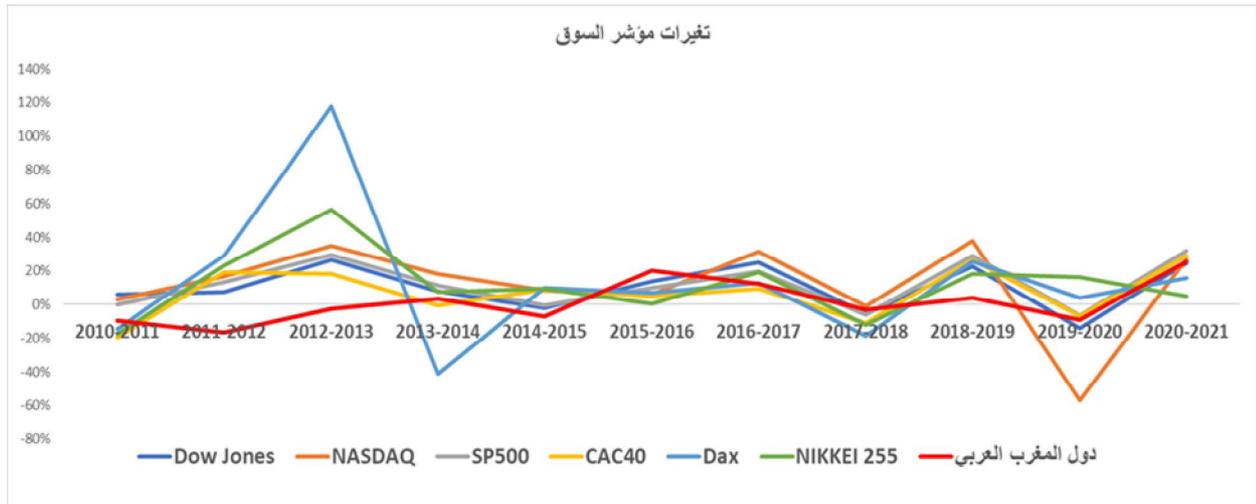
جدول 3: تغيرات مؤشر السوق لدول المغرب العربي وبعض الدول المتقدمة
خلال الفترة (2010-2021)

السوق	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021
Dow Jones	6%	7%	26%	8%	-2%	13%	25%	-6%	22%	-14%	25%
NASDAQ	3%	17%	35%	18%	8%	6%	32%	-1%	38%	-57%	27%
SP500	0%	13%	30%	11%	-1%	10%	19%	-6%	29%	-6%	32%
CAC40	-20%	19%	18%	-1%	9%	5%	9%	-11%	26%	-7%	29%
Dax	-15%	29%	118%	-41%	10%	7%	13%	-18%	26%	4%	16%
NIKKEI 255	-17%	23%	57%	7%	9%	0%	19%	-12%	18%	16%	5%
دول المغرب العربي	-10%	-16%	-3%	3%	-7%	20%	12%	-3%	4%	-9%	25%

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على التقارير السنوية للأسواق المالية المدروسة: (U.S. Securities and exchange commission, 2023), (Japan securities dealers association, 2023), (Japan exchange group, 2023), (Federal financial supervisory authority, 2023).

لتحديد مطابقة التغير في مؤشر السوق للدول المتقدمة ودول المغرب العربي تمت الاستعانة بالتمثيل البياني في الشكل 5 حيث توضح من الشكل تماثل في طبيعة التغير الحادثة في التغير في مؤشر السوق خلال معظم الفترات اي ارتفاع في الدول المتقدمة صاحبه ارتفاع في دول المغرب العربي على رأسها تونس والمغرب وانخفاض في سنوات اخرى الا انه هناك تباين في مستوى التغير سواء في الدول المتقدمة او دول المغرب العربي وهذا مع وجود تباين في التغير الحاصل لبعض الفترات حيث عرف التغير في مؤشرات السوق انخفاض في الدول المتقدمة وارتفاع طفيف في دول المغرب العربي في الفترة 2013-2014 وكذلك شهدت فترة ازمة كورونا تآثر واضح لمؤشر السوق حيث انخفض بوتيرة سريعة في جل الدول المتقدمة وكذا المغرب العربي ولكن تم استدراك هذا الانخفاض في معظم دول المتقدمة محل الدراسة والمغرب العربي خلال سنة 2021

الشكل 5: التمثيل البياني لتغيرات مؤشر السوق لدول المغرب العربي وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2021)



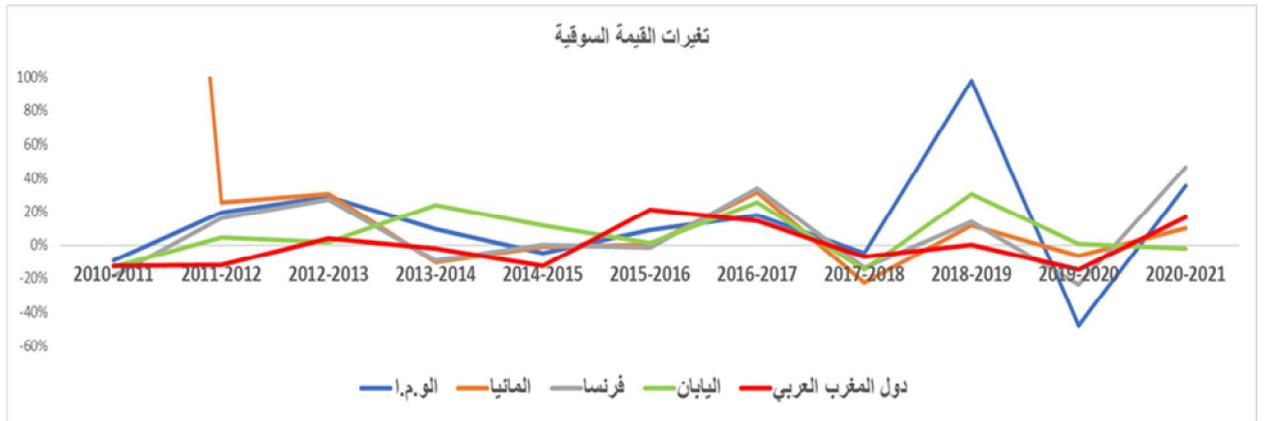
المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على تطبيق microsoft excel 2010.

جدول 4: تغيرات القيمة السوقية لدول المغرب العربي وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2021)

السوق	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021
الو.م.ا	-10%	19%	29%	10%	-5%	9%	17,6%	-5%	98%	-48%	35%
المانيا	729%	25%	30%	-10%	-1%	0%	32%	-22%	12%	-7%	10%
فرنسا	-19%	16%	27%	-9%	0%	-1%	34%	-14%	14%	-24%	47%
اليابان	-13%	5%	2%	24%	12%	1%	26%	-15%	31%	0%	-2%
دول المغرب العربي	-13%	-12%	4%	-2%	-13%	21%	14%	-7%	0%	-15%	17%

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على التقارير السنوية للأسواق المالية المدروسة: (U.S. (Autorité des marchés financiers, 2023), (Japan securities dealers association, 2023), (Japan exchange group, 2023), (Federal financial supervisory authority, 2023).

الشكل 6: التمثيل البياني لتغيرات القيمة السوقية لدول المغرب العربي وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على تطبيق microsoft excel 2010.

يبين الشكل 6 تطور تغير القيمة السوقية في الدول المتقدمة ودول المغرب العربي حيث يتضح أن هناك تناسق في بعض الفترات في مستوى التغير واختلاف في طبيعة التغير في بعض الفترات نجد أن القيمة السوقية ترتفع للدول المتقدمة وترتفع بالمقابل لدول المغرب العربي وأبرز التغيرات التي تتضح من خلال الشكل كانت قد حققت القيمة السوقية ذروة في الارتفاع سابقا خاصة الولايات المتحدة الأمريكية واليابان وواكبت دول المغرب هذه الذروة بمستوى أقل من الدول المتقدمة وعرفت نفس هذه الدول انخفاضا شديدا حققته خلال فترة كورونا كانت سببا واضحا لسبب توقف معظم الشركات المدرجة في أسواق الدول المتقدمة محل الدراسة ودول المغرب العربي، ولكن سرعان ما تداركت هذه الأسواق باستعادة نشاطها مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية أكبر من المستويات المعتادة سواء للدول المتقدمة أو دول المغرب العربي.

ولمزيد من إثبات الأثر ومستوى الحساسية التي تسببها المؤشرات الاقتصادية على أداء أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي سنركز في المحور الموالي على طريقة القياس لإثبات ذلك.

المحور الثاني: قياس أثر معدل النمو الإقتصادي ومعدل التضخم على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي للفترة الممتدة 2000-2021

بغرض قياس الأثر الحاصل من جراء التغير في معدل التضخم ومعدل النمو الإقتصادي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية لبلدان المغرب العربي خلال الفترة 2000-2021 والتي تتمثل في القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر السوق ارتأينا الاستعانة بنموذج قياسي لتحديد طبيعة هذا الأثر والمتمثل في بائل ARDL باتباع خطوات القياس على النحو الآتي: يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير من متغيرات الدراسة خلال المدة الزمنية للملاحظات والتأكد من مدى استقراريتها وتحديد رتبة تكامل كل متغير على حدى.

فإذا استقرت السلسلة بعد أخذ الفرق الأول فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الأولى (Integrated of order 1) أي $Y_{(1)}$. أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروق الثانية (الفروق الأولى للفروق الأولى) فإن السلسلة الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي $I(2)$ وهكذا. إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة في قيمها الأصلية يقال أنها متكاملة من الرتبة الصفر، وهو بذلك لا يحمل جذر الوحدة أي $Y_{(0)}$ بشكل عام فإن السلسلة Y_t تكون متكاملة من الدرجة (d) إذا استقرت بعد اخذ الفرق (d).

وتعتمد اختبارات جذر الوحدة (Unit ratio test) فكرتها على المعادلة الآتية:

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

إذ تمثل Y_t المتغير في المدة (t)، ε_t حد الاضطراب والذي يتصف بتشويش أبيض (white noise) بوسط حسابي يساوي صفر ($u = 0$) وتباين ثابت $\sigma^2 = 1$ و $cov(Y_t, Y_{t-1}) = 0$

عندما تكون ($p = 1$) مقبولة إحصائيا فإن ذلك يدل على عدم الاستقرار وأن البيانات من الجذر الأحادي. ولا بد من معالجة كل سلسلة زمنية غير مستقرة، وذلك بأخذ الفروق لمعالجة (Y_t) إذا كانت غير مستقرة، حيث تؤخذ بصيغة الفروق للدرجة ($1, 2, \dots, d$) لجعلها مستقرة، وبذلك نقول عن السلسلة الزمنية أنها متكاملة (integrated) من الدرجة d، ونشير لها بالرمز $Y_t \sim I(d)$ (عبد اللطيف عبد الرزاق وخالد حسن الجبوري، 2012، صفحة 153)

ومن الطرق المستعملة في معالجة البيانات التي تعاني من جذر الوحدة (Unit Root) لدينا:

أولاً: اختبار جذر الوحدة ديكي فولر (Dickey Fuller DF) (مقراني، 2015، الصفحات 113-114)

يعد هذا الاختبار من بين الأدوات الأكثر استعمالاً (معرفة استقرارية السلاسل الزمنية من عددها، وكذا تسبب عدم استقرارية السلسلة بتحديد مميزات نوع الاتجاه العام (محدد TS أو عشوائي DS). يأخذ اختبار DF الصيغة التالية:

$$\begin{cases} H_0: & 1 = 1 \text{ (non stationnaire)} \\ H_1 & 1 < 1 \text{ (stationnaire)} \end{cases}$$

في الفرضية الصفرية الإحصائية $t_c = (\hat{P} - 1) / \hat{\sigma}_p$ لا تتبع توزيع ستودنت (student)، ديكي وفولر (1979)، وإنطلاقاً من محاكاة مونت كارلو، بالنظر إلى الجداول الإحصائية التي تمكن من قراءة القيم الحرجة لاختبار جذر الوحدة:

يكفي قبول الفرضية الصفرية في أحد النماذج الثلاثة التالية للقول بأن السلسلة غير مستقرة:

$$Y_t = C + bt + \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$Y_t = C + \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$Y_t = \alpha Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

في النموذج الثالث نميز الحالة التالية:

- $|I| < 1$ فإن Y_t مستقرة والمشاهدات الحالية لها وزن أكبر من المشاهدات الماضية
- $|I| = 1$ فإن Y_t غير مستقرة والمشاهدات الحالية لها نفس وزن المشاهدات الماضية
- $|I| > 1$ غير مستقرة وتباينها يتزايد بشكل أسّي مع t والمشاهدات الماضية لها وزن كبير مقارنة بالمشاهدات الحالية.

ثانيا: اختبار ديكي فولر المطور ADF (مقراني، 2015، صفحة 114)

الاختبار السابق يطبق في حالة السلسلة الزمنية من النوع AR(1) أما هذا الاختبار فيطبق على الحالة العامة AR(p)، حيث يمثل p عدد تأخيرات النموذج المحددة مسبقا، الذي يحقق أقل قيم لمعياري أكايك (Akaike) وشوارز (schwarz). من بين النماذج التي تحتوي تأخيرات مضافة تدريجيا، ثم يتم تثبيت التأخير عند p واختبار النماذج الثلاثة التالية:

$$\partial Y = \rho Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \partial Y_{t-j} + C + bt + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\partial Y = \rho Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \partial Y_{t-j} + C + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$\partial Y = \rho Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi \partial Y_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3)$$

يكفي قبول الفرضية الصفرية $(\rho - 1) = 0$ في واحد من النماذج الثلاثة للقول بأن السلسلة غير مستقرة، سواء

في اختبار DF أو ADF فإن السلسلة غير مستقرة في الفرضية الصفرية.

ويمكن توضيح الخطوات المتبعة لإجراء اختبار جذر الوحدة من خلال الشكل التالي:

الشكل: 7 الخطوات المتبعة لإجراء اختبار جذر الوحدة

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)						
Null Hypothesis: the variable has a unit root						
	AtLevel					
		BV	TV	IB	PIB	INF
With Constant	t-Statistic	0.6104	0.0017	0.1075	0.0333	0.0087
	Prob.	NA	NA	NA	NA	NA
		***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	0.4136	0.0101	0.0706	0.0865	0.0388
	Prob.	NA	NA	NA	NA	NA
		***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	0.6810	0.0001	0.3531	0.5028	0.4715
	Prob.	NA	NA	NA	NA	NA
		***	***	***	***	***
At First Difference						
		d(BV)	d(TV)	d(IB)	d(PIB)	d(INF)
With Constant	t-Statistic	0.0002	0.0000	0.0002	0.0000	0.0000
	Prob.	NA	NA	NA	NA	NA
		***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	0.0616	0.0001	0.0010	0.0003	0.0002
	Prob.	NA	NA	NA	NA	NA
		***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	Prob.	NA	NA	NA	NA	NA
		***	***	***	***	***
Notes:						
b: Lag Length based on SIC						
c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values						

المصدر: مخرجات Eviews12

نلاحظ من خلال مخرجات Eviews أن السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى وبعضها غير مستقرة عند المستوى،

يوضح لنا هذا الجدول اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) وفرضية العدم ($H_0: =0$)

هذه النتائج مقسومة الى قسمين اختبار عند المستوى والاختبار الثاني عند الفروقات الأولى، وكل من هذين

الاختبارين يحتوي ثلاثة اختبارات فرعية:

❖ تحتوي على الثابت

❖ الثابت والاتجاه العام

❖ بدون الثابت وبدون الاتجاه العام

نلاحظ كل من هذه الاختبارات الفرعية مقسمة الى اسطر حيث السطر الأول يشمل إحصائية (T_C) المحسوبة اما السطر

الثاني فيشمل الاحتمالية التي عندها ارفض فرضية العدم او قبولها

نلاحظ أن تقدير النماذج الثلاثة لاختبارات جذر الوحدة (اختبار: ADF، PP) الخاصة بسلاسل جميع المتغيرات أعطت

تقريباً نفس النتائج.

اذ نلاحظ أن اختبار معامل الإستقرارية لجميع سلاسل المتغيرات عند المستوى يختلف من سلسلة إلى أخرى حيث

يتضح أن قيم (LVT, LPIB, LINF, LVB) أكبر من القيمة الجدولية ($TC = 2.54$) عند مستوى معنوية 5% وبالتالي قبول

الفرضية الصفرية H_0 ($\beta=0$) ورفض الفرضية البديلة H_1 ($H_1=0$) مما يعني أن السلاسل المدروسة لها جذر الوحدة أي أنها غير مستقرة عند المستوى ماعدا السلسلة (IB) فهي مستقرة.
أما فيم يخص الجزء الثاني من الجدول فانه يوضح استقرارية السلاسل الزمنية وهذا بعد إجراء الفروقات عليها.

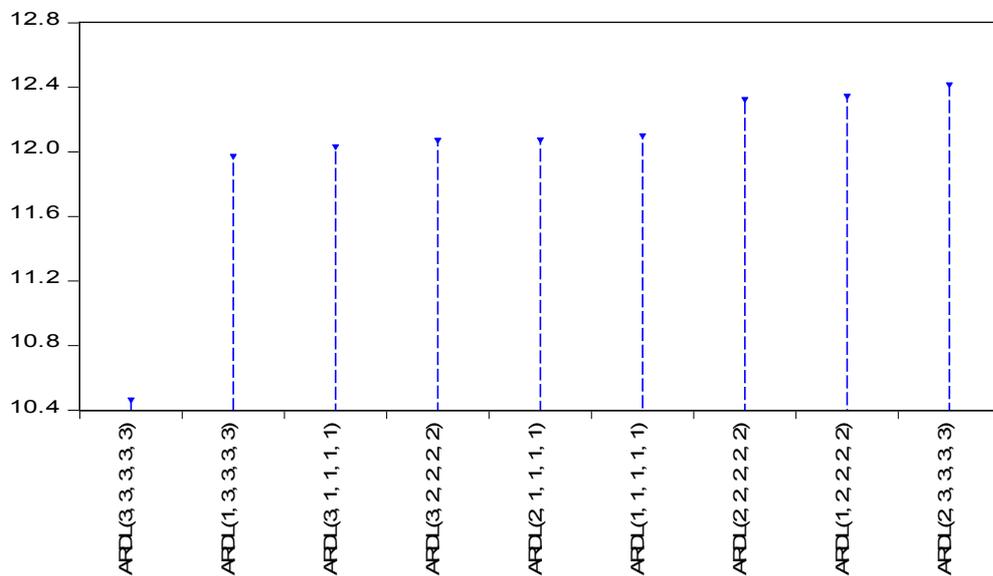
جدول 5: تحديد عدد التأخيرات في النموذج VAR.

HQ	SC	AIC	FEP	LR	LOGL	درجة التباطؤ
35.910	36.104	5.355965	e+0.92.57	-	371.488	0
35.889	-37.057*	35.565*	08e+0.9*2.	4.071*	-343.438*	1

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن كل المعايير تشير إلى أن (1) هي درجة التباطؤ المثلى فبالنسبة إلى المعايير (HQ) و(FEP)، (AIC) و(SC)، فإن أقل قيمة هي في درجة التباطؤ رقم (1) وهذا ما يؤكد الجدول :

شكل 8: نتائج تحديد عدد التأخيرات في النموذج ARDL
Akaike Information Criteria



المصدر : مخرجات Eviews12

أظهرت نتائج المحاكاة لبرنامج EViews 12 بأن النموذج ARDL (1.1.1.1) يؤكد صحة نتائج المسار VAR.

❖ اختبار التكامل المشترك:

حسب النتائج التي توصلنا إليها سابقا (إختبار ADF) وجدنا أن كل السلاسل لا تحتوي على مركبة الاتجاه العام ولا جذر الوحدة، لكنها تختلف من حيث الثابت، حيث وجدنا أن هناك سلسلة تحتوي على الثابت، وبالتالي يؤدي بنا إلى إختبار الفرضيتين لجوهانسن، كما يلي:

— الفرضية الأولى: غياب مركبة الاتجاه العام في (VAR)، وغياب الثابت c ، وغياب مركبة الاتجاه العام في علاقة التكامل المشترك (CE).

— الفرضية الثانية: غياب مركبة الاتجاه العام في نموذج (VAR)، ووجود الثابت c ، وغياب مركبة الاتجاه العام في علاقة التكامل المشترك (CE).

جدول 6: بيبين اختبار التكامل المشترك

Date: 02/07/23 Time: 14:42
 Sample (adjusted): 2002 2021
 Included observations : 20 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: BV TV IB PIB INF
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.880361	89.44233	69.81889	0.0006
At most 1	0.667851	46.97680	47.85613	0.0603
At most 2	0.498817	24.93336	29.79707	0.1638
At most 3	0.311426	11.11768	15.49471	0.2044
At most 4	0.167025	3.655042	3.841465	0.0559

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
 * denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
 **MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات Eviews12.

نرفض فرضية العدم (H_0) في الحالات الخمسة، ونقبل الفرضية البديلة (H_1) لأن قيم جوهانسن (*Johansen*) أكبر من القيم الحرجة عند مستوى المعنوية 5% أي $\mathbf{I} = \mathbf{1}$ ، ومنه توجد علاقة تكامل مشترك واحدة. ❖ تقدير نموذج الاجل الطويل :

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك عند مختلف الدرجات، قمنا بقياس العلاقة طويلة الاجل في اطار نموذج ARDL حيث يتم تقدير العلاقة طويلة الاجل باختبار معنوية معالم المتغيرات المفسرة على المدى الطويل والنتائج موضحة في الجدول:

جدول 7: بيبين اختبار معنوية المعالم المفسرة في المدى الطويل

Dependent Variable: D(BV)
 Method: ARDL
 Date: 02/07/23 Time: 14:35
 Sample: 2001 2021
 Included observations: 21
 Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Dynamic regressors (1 lag, automatic): TV IB PIB INF
 Fixed regressors: C
 Number of models evaluated: 1
 Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1, 1)
 Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
TV	-0.883157	8.407213	-0.105048	0.9181
IB	-1.652811	6.191069	-0.266967	0.7940
PIB	-69.20392	126.3575	-0.547684	0.5939
INF	-9.728392	44.31311	-0.219538	0.8299

المصدر: مخرجات Eviews 12

تظهر النتائج التجريبية للعلاقة طويلة الاجل من خلال الجدول بأن أغلب متغيرات الدراسة غير معنوية عند مستوى المعنوية 5% مما يدل على عدم وجود اثر على حجم التداول و مؤشر السوق. ❖ تقدير نموذج تصحيح الخطا المقيد

الغرض من هذا الاختبار هو التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية التي أظهرتها نتائج الاختبارات السابقة. وقد أشار (Jones and Joulfaian) إلى أن القيم المتباطئة للتغير في المتغيرات المستقلة تمثل أثر العلاقة السببية في الأجل القصير، بينما يمثل معامل تصحيح الخطأ أثر العلاقة السببية في الأجل الطويل. تم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ (-1) CointEq والذي يقيس سرعة تعديل (تكيف) الاختلالات في الأجل القصير إلى التوازن طويل الأجل.

لتقدير العلاقات الاقتصادية محل الدراسة نستعين بالجدول الذي يوضح نتائج تقديرات نموذج شعاع تصحيح

الخطأ.

جدول 8: يبين نتائج تقديرات نموذج شعاع تصحيح الخطأ

Vector Error Correction Estimates
Date: 02/07/23 Time: 15:30
Sample (adjusted): 2002 2021
Included observations: 20 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

Cointegrating Eq:	CointEq1
BV(-1)	1.000000
TV(-1)	-11.65730 (1.66912) [-6.98410]
IB(-1)	10.46188 (1.30415) [8.02199]
PIB(-1)	-123.1604 (17.4791) [-7.04617]
INF(-1)	22.56930 (9.15644) [2.46485]
C	-625.2783

Error Correction:	D(BV)	D(TV)	D(IB)	D(PIB)	D(INF)
CointEq1	0.090570 (0.14187) [0.63840]	0.067041 (0.02500) [2.68127]	-0.006076 (0.02423) [-0.25077]	0.008852 (0.00267) [3.31329]	-0.003815 (0.00456) [-0.83758]
D(BV(-1))	-0.391043 (0.30964) [-1.26288]	-0.069392 (0.05457) [-1.27156]	0.051073 (0.05289) [0.96571]	-0.003323 (0.00583) [-0.56981]	-0.004130 (0.00994) [-0.41542]
D(TV(-1))	-0.135873 (1.50008) [-0.09058]	0.330333 (0.26438) [1.24948]	0.118047 (0.25621) [0.46075]	0.064109 (0.02825) [2.26947]	0.039704 (0.04817) [0.82432]
D(IB(-1))	-0.226096 (1.81261) [-0.12473]	-0.907106 (0.31946) [-2.83950]	-0.181406 (0.30959) [-0.58596]	-0.014651 (0.03413) [-0.42922]	0.064310 (0.05820) [1.10496]
D(PIB(-1))	-2.220385 (12.3978) [-0.17910]	6.756909 (2.18501) [3.09239]	-0.373309 (2.11748) [-0.17630]	-0.054833 (0.23347) [-0.23486]	-0.255627 (0.39808) [-0.64214]
D(INF(-1))	-4.407683 (8.29279) [-0.53151]	2.145316 (1.46154) [1.46784]	2.194885 (1.41637) [1.54966]	0.019408 (0.15616) [0.12428]	-0.089419 (0.26628) [-0.33581]
C	13.78410 (17.5322) [0.78622]	-1.505232 (3.08992) [-0.48714]	-2.352645 (2.99442) [-0.78568]	0.055724 (0.33016) [0.16878]	0.287745 (0.56295) [0.51114]

R-squared	0.155746	0.680730	0.265356	0.617359	0.465839
Adj. R-squared	-0.233910	0.533375	-0.073710	0.440756	0.219304
Sum sq. resids	75798.23	2354.404	2211.108	26.87975	78.14851
S.E. equation	76.35858	13.45764	13.04167	1.437941	2.451821
F-statistic	0.399700	4.619649	0.782609	3.495738	1.889541
Log likelihood	-110.7798	-76.06188	-75.43394	-31.33518	-42.00756
Akaike AIC	11.77798	8.306188	8.243394	3.833518	4.900756
Schwarz SC	12.12648	8.654694	8.591900	4.182024	5.249262
Mean dependent	9.310000	0.025000	-1.389500	0.040000	0.115000
S.D. dependent	68.74104	19.70084	12.58606	1.922827	2.774902

Determinant resid covariance (dof adj.)	5.89E+08
Determinant resid covariance	68335055
Log likelihood	-322.2932
Akaike information criterion	36.22932
Schwarz criterion	38.22078
Number of coefficients	40

المصدر: مخرجات 12.Eviews.

تشير النتائج في الجدول رقم (7)، بأن هناك علاقة ديناميكية قصيرة الأجل بين (IB) مؤشر السوق وبين المتغيرات المفسرة، لأن إشارة معامل معلمة تصحيح الخطأ سالبة والتي تبلغ (-0.00607)، ونفس الملاحظة بالنسبة لمعامل معلمة تصحيح الخطأ لمعدل التضخم والمتغيرات المفسرة بحيث كانت إشارته سالبة (-0.0038)، وهذا ما يؤكد لنا على استنتاج علاقة التكامل المشترك كما تشير أيضا إلى سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل كانت بطيئة حيث بلغت نسبته على التوالي 0.6% و 0.38%، فضلا عن انخفاض وارتفاع في قيمة معامل التحديد كما هو موضح في النموذج.

❖ معامل التصحيح في الأجل القصير:

- سرعة تصحيح الخطأ في معادلة VB غير معنوية وموجبة بحيث تساوي (0.0905) فهي 9.05% تقريبا من عدم التوازن في الأجل الطويل في القيمة السوقية لا يتم تصحيحه في السنة؛
- كما ان سرعة تصحيح الخطأ في معادلة حجم التداول (TV) غير معنوية وموجبة وتساوي (0.0670) هي تقريبا 6.70% إالعدم التوازن في الاجل الطويل في معدل النمو الإقتصادي لا يتم تصحيحه في السنة؛
- سرعة تصحيح الخطأ في معادلة IB معنوية وسالبة بحيث تساوي (-0.00607) فهي 0.60% تقريبا من عدم التوازن في الأجل الطويل في مؤشر السوق يتم تصحيحه في السنة؛
- كما ان سرعة تصحيح الخطأ في معادلة معدل النمو الإقتصادي (LPIB) غير معنوية وموجبة وتساوي (0.008852) هي تقريبا 0.88% من عدم التوازن في الاجل الطويل في معدل النمو الإقتصادي لا يتم تصحيحه في السنة؛
- سرعة تصحيح الخطأ في معادلة (INF) معنوية وسالبة وتساوي (-0.00381) هي تقريبا 0.38% من عدم التوازن في الأجل الطويل في التضخم يتم تصحيحه في السنة.

❖ 2-3/ اختبارات الكشف عن المشاكل القياسية (اختبار فحص بواقي النموذج)

للتأكد من صحة النموذج المقدر وسلامته من المشاكل القياسية المختلفة لتحليل السلاسل الزمنية، قمنا بعدة اختبارات تشخيصية والمتمثلة في:

❖ الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

للتأكد من وجود هذه المشكلة نقوم بتطبيق اختبار Breush-Godfrey (اختبار LM) والنتائج موضحة كما يلي:

جدول 9: يبين درجة الارتباط الذاتي بين الأخطاء

VEC Residual Serial Correlation LM Tests
Date: 02/07/23 Time: 14:45
Sample: 2000 2021
Included observations: 20

Null hypothesis: No serial correlation at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	30.28460	25	0.2138	1.286193	(25, 16.4)	0.3030
2	25.31959	25	0.4446	0.969423	(25, 16.4)	0.5398

المصدر: مخرجات Eviews 12.

❖ فرضيات الاختبار:

$$H_0: \rho_1 = \rho_2 = \rho_3 = \dots = 0$$

$$H_1: \rho_1 \neq \rho_2 \neq \rho_3 \neq \dots \neq 0$$

نلاحظ من الجدول أن القيمة الاحتمالية الإحصائية ل LM (Prob=0.3030) أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم

(H_0) ونرفض الفرضية البديلة (H_1) التي تنص على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

❖ عدم ثبات تجانس تباين الخطأ:

- نختبر في هذه الحالة الفرضيات التالية:

$$H_0: \delta_0 = \delta_1 = \delta_2 = \dots = \delta_u$$

$$H_1: \delta_0 \neq \delta_1 \neq \delta_2 = \dots \neq \delta_u$$

جدول 10: يبين ثبات تجانس تباين الخطأ

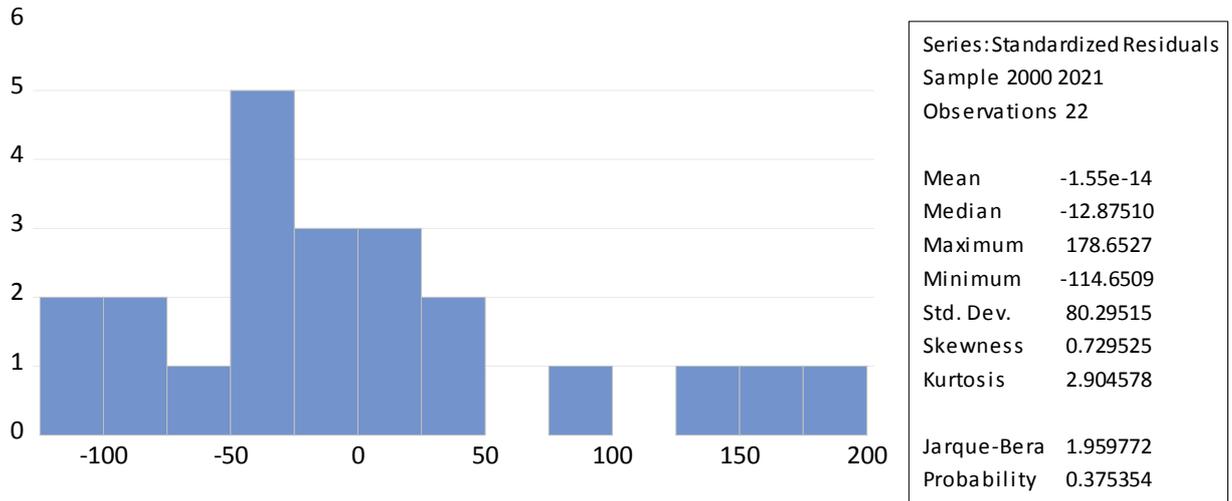
VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)
Date: 02/07/23 Time: 14:46
Sample: 2000 2021
Included observations: 20

Joint test:		
Chi-sq	df	Prob.
185.3591	180	0.3765

المصدر: مخرجات 12.Eviews.

نلاحظ من خلال نتائج هذا الاختبار أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات تجانس تباين الخطأ كون أن القيمة الاحتمالية لإحصائية $\chi^2_{0.05}$ أكبر من 0.05 (قيمة الاحتمال = 0.3765) عند مستوى المعنوية 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 .

شكل 9: يبين احتمالية القيمة الإحصائية



المصدر: من إعداد الباحثين.

نلاحظ من خلال القيمة الإحصائية (Jarque-Berra) والتي بلغت (1.959) بقيمة احتمالية (p=0.375)، أي تحقق شرط التوزيع الطبيعي للأخطاء العشوائية في النموذج المقدر.

❖ التفسير الاقتصادي للنموذج

أظهرت نتائج القياس عن وجود تأثير سلبي للتضخم على مؤشر القيمة السوقية ومؤشر السوق لدول المغرب العربي خاصة في المدى القصير حيث بينت أن التغير الحاصل في معلمة تصحيح الخطأ لمعدل النمو الإقتصادي -0.0067 لها اثر على القيمة السوقية في المدى القصير وهذا التأثير ضئيل مقارنة بمعطيات المقاربات الاقتصادية أي أن الأثر موجود على مؤشر السوق والقيمة السوقية بمستوى ضعيف مع تسجيل عدم وجود هذا الأثر لمعدل النمو الإقتصادي والتضخم على حجم التداول.

سرعة التعديل في الأجل القصير إلى الأجل الطويل كانت بطيئة حيث بلغت نسبته على التوالي (0.6%) و (0.38%) فضلا عن انخفاض وارتفاع في قيمة معامل التحديد كما هو موضح في النموذج دليل على ضعف الأثر الحاصل من المتغيرات المستقلة على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية المغربية ويؤكد على عدم تطابق المقاربة الاقتصادية التي تنص

على وجود علاقة سببية لتأثير المؤشرات الاقتصادية على مؤشرات أداء الأسواق المالية للجزائر وتونس والمغرب يرجع ذلك لضعف أداء هذه الأسواق خاصة الجزائر وتونس وبدرجة أقل في المغرب، وإلى صغر حجم أسواق أوراقها المالية مقارنة بمستوى نشاطها الاقتصادي خاصة الجزائر وتونس وهذا ما لا ينطبق كليا على سوق المغرب الذي يعتبر أكثر تطور من حيث الأداء لمؤشرات سوقها المالي وتؤكد نتائج القياس على وجود علاقة عكسية في المدى القصير يمكن اثباتها بين القيمة السوقية ومعدل النمو الاقتصادي وتغيير في المدى الطويل لتصبح طردية ولكن بمعامل تصحيح صغير جدا أي ببطء. أما بالنسبة لأثر التضخم حسب نتائج القياس أظهرت وجود أثر في المدى القصير على القيمة السوقية ومؤشر السوق ولكن دائما مستوى هذا الأثر ضئيل جدا مما يدل على ضعف تأثير المؤشرات الاقتصادية على أداء الأسواق المالية.

4. خاتمة

تقوم أسواق الأوراق المالية بدور بارز في الاقتصاد فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، وبذلك تعمل على تنشيط السيولة وتعبئة المدخرات فضلا عن التخصيص الأمثل للموارد في القطاعات المنتجة.

باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن المستثمر عند قيامه بعملية الاستثمار في الأوراق المالية فإنه يقوم بجمع كافة المعلومات التي تخص الأوراق المالية التي يسعى إلى اقتناءها، كذلك اختيار الوسيط المالي المناسب والذي يستطيع المستثمر من خلاله الاستثمار في مجموعة الأوراق المالية المختلفة، ومن خلاله أيضا يستطيع إصدار أوامره المختلفة إما بالبيع أو الشراء وبذلك يستطيع التحكم في استثماراته كيف يشاء.

وفي هذا الإطار وجدت الدول المغاربية (الجزائر، المغرب، تونس) نفسها أمام خيار واحد ألا وهو فتح أسواق أوراقها المالية وتحرير اقتصادياتها لمواكبة ظاهرة الانفتاح الاقتصادي، وبأدركت هذه الدول إلى تبني مجموعة من الإصلاحات حيث اتخذت إجراءات تنظيمية وتشريعية لتحسين فعالية ومردودية التنمية الاقتصادية، التي عانت معظمها من هيمنة القطاع العام وعدم تحقيقها للأهداف المسطرة، وبدأت في تنفيذ برامج تنموية تقوم على اشتراك القطاع الخاص الوطني والأجنبي في الرفع من معدلات النمو، ومعالجة الاختلالات الداخلية والخارجية التي عانت منها اقتصاديات هذه الدول لعقود من الزمن.

ورغم الجهود والإصلاحات التي قامت بها الدول المغاربية (الجزائر، المغرب، تونس) محاولة منها لتطوير أسواق أوراقها المالية، إلا أنها تعاني من مجموعة من المعوقات حالت دون وصولها إلى المستوى المطلوب خاصة في بورصة الجزائر ومن بين هذه المعوقات نجد انخفاض الطلب على الأدوات المالية بسبب انخفاض الدخل الفردي لدى الأفراد، وكذلك عدم تنوع الأدوات المالية وهذا راجع إلى سيطرة الشركات المطلقة على هذه الأسواق، أيضا عدم توفر الوعي الاستثماري وغياب ثقافة الادخار لدى المتعاملين.

أولا : اختبار صحة فرضية الورقة البحثية:

هناك تداعيات تحدثها التغييرات الحاصلة في المؤشرات الاقتصادية للدول المغاربية على أداء أسواقها في المدى الطويل ولكن بمستوى متباين بين الجزائر والمغرب وتونس حسب طبيعة كل دولة، مما يجعل لهذا الأثر إمكانية مساهمة في تحسين أداء أسواق أوراقها المالية وبينت الدراسة القياسية باستعمال نموذج بانل ARDL أن أثر التغيير عكسي لكل من معدل النمو الاقتصادي والتضخم على القيمة السوقية ومؤشر السوق مثبت ولكن بمستوى ضعيف في المدى القصير وغير موجود تماما بالنسبة لحجم التداول، وتغيير طبيعته في المدى الطويل ليصبح طرديا لكن دائما بمستوى ضعيف جدا وهذا

ما يؤكد لنا علاقة التكامل المشترك الموجودة في الجدول رقم 7 حيث تشير سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل إلى ما نسبته لمعلمة تصحيح الخطأ بقيمة سالبة على التوالي (0.6%) و (0.38%)، فضلا على أن تباين نتائج القياس بين دول المغرب العربي تثبت أن تأثير أداء أسواق الأوراق المالية للدول مؤشراتهما الاقتصادية تعطي للمغرب الصدارة قبل تونس والجزائر مما يدل على ضعف هذه الأسواق وبالتالي الفرضية غير صحيحة كليا ويمكن اعتبار صحتها نسبيا بالنظر إلى نتائج القياس.

ثانيا : نتائج الدراسة:

توصلنا من خلال الدراسة إلى النتائج التالية:

- تعد أسواق الأوراق المالية المغربية حديثة النشأة وتعاني من مستوى اداء ضعيف بالرغم من أن سوق المغرب أحسنهم من حيث الأداء والنشأة، لكن يبقى دائما مستوى أداؤها لا يرق إلى مستوى اداء بعض أسواق الدول الناشئة والبعض من الدول العربية.
- انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلة ثقافة الادخار من جهة ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف اموالهم في سوق الأوراق المالية.
- النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات دول الدراسة في مجال الإفصاح ونشر المعلومات حول أسواق الأوراق المالية وهذا ما أدى إلى نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.
- اعتماد السوق المالي المغربي والتونسي على أنظمة التداول الإلكترونية، ومراكز للإيداع والتحويل مما يسرع نقل ملكية الأسهم من حساب المشتري الالكتروني فور اتمام الصفقة، على عكس السوق الجزائري الذي تسوى فيه الصفقة مرة في الشهر.
- تقتصر أسواق الأوراق المالية على السندات والأسهم العادية في الجزائر، وهذا ما يؤدي إلى محدودية النشاط وانخفاض أداء هذا السوق، في حين تتميز السوق المغربية بالتنوع في إصدار وتداول الأوراق المالية مقارنة بالجزائر.
- لا يوجد أثر لمعدل النمو الاقتصادي ولا للتضخم على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية مما يؤكد صعوبة تحسين مستوى أداء هذه الأسواق حتى ولو تحسن المستوى الاقتصادي في دول المغرب العربي، وهذا يدل على أن مشكل عمق تطوير هذه الأسواق له أبعاد أكبر من تحسين المستوى الاقتصادي وإنما يتعلق بمعطيات هيكلية علينا إعادة النظر فيها.

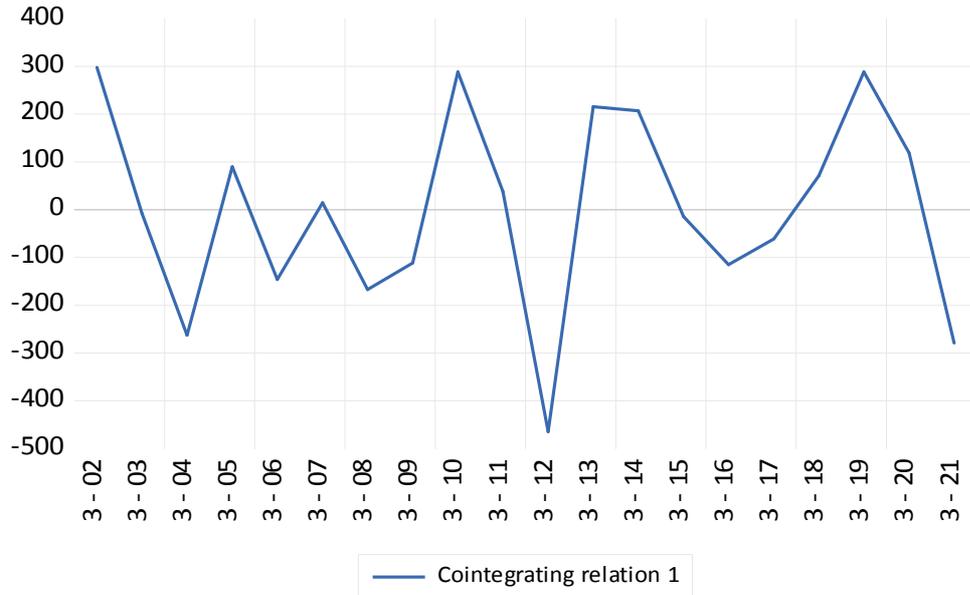
ثالثا: الاقتراحات

- اعتمادا على النتائج المستوحاة من هذه الدراسة يمكن الخروج بمجموعة من هذه الاقتراحات قد تساهم إلى حد ما في تجاوز تلك العقبات التي ما زالت تقف أمام تطور سوق الأوراق المالية المغربية ونشاطها وذلك من خلال:
- ترقية الإفصاح والشفافية وذلك بقيام أسواق الأوراق المالية المغربية بإصدار نشر يومية وأسبوعية، وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وكذلك قيام هذه الأسواق بنشر بياناتها وتقاريرها من خلال شبكة الانترنت وذلك لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة.
- تطوير القطاع المالي ككل مواكبة للتطورات الدولية.
- التعجيل بعمليات خصخصة المؤسسات العمومية التي تشكل عبئا ثقيلا على حكومات الدول المغربية محل الدراسة وخاصة الجزائر، وجعل الفرد المغربي مساهما فعالا في الاقتصاد .

- تخفيض أسعار الضريبة على أرباح الشركات المدرجة في السوق ، وتشجيعها على إصدار الأسهم لتمويل أنشطتها بدلا من الاتجاه إلى الاقتراض.
- مكننة أنظمة التداول من أجل رفع أداء وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين وبالنسبة للسوق الجزائري فيجب عليه إدخال نظام التداول الإلكتروني من أجل تسهيل تحويل نقل الملكية ، وإتمام عملية التسوية المالية بين المتعاملين في أقرب وقت ممكن وكذا زيادة أيام التداول.
- زرع الثقافة البورصية وذلك بتحسيس مختلف الأعوان الاقتصاديين وخاصة الأسر باستخدام مختلف وسائل الإعلام وهذا من أجل حثهم على الاستثمار في الأصول المالية.
- تشجيع الادخار وتوجيهه نحو سوق الأوراق المالية المغربية من خلال حماية المدخرين ومنحهم إعفاءات ضريبية وتشجيعهم بكل الوسائل المتاحة (إعلانات، مزايا، فضاءات مفتوحة لتعريف الجمهور).

5. قائمة المراجع

1. Autorité des marchés financiers. (2023). Consulté le 01 2023, 14, sur Autorité des marchés financiers: <https://www.amf-france.org>
2. Federal financial supervisory authority. (2023). Retrieved 01 14, 2023, from Federal financial supervisory authority: https://www.bafin.de/EN/Homepage/homepage_node.html
3. Japan exchange group. (2023). Retrieved 01 14, 2023, from Japan exchange group: <https://www.jpx.co.jp/english/>
4. Japan securities dealers association. (2023). Retrieved 01 14, 2023, from Japan securities dealers association: <https://www.jsda.or.jp/en/index.html>
5. U.S. Securities and exchange commission. (2023). Retrieved 01 14, 2023, from U.S. Securities and exchange commission: <http://www.sec.gov/>
6. VERGNAUD, E. (2000). Indicateurs économiques et marchés financiers. Paris: ESKA.
7. بورصة الجزائر. (2023). تاريخ الاسترداد 01 17 2023، من بورصة الجزائر: <https://www.sgbv.dz>
8. بورصة الدار البيضاء. (2023). تاريخ الاسترداد 01 19 2023، من بورصة الدار البيضاء: <https://www.casablanca-bourse.com>
9. بورصة تونس. (2023). تاريخ الاسترداد 01 19 2023، من بورصة تونس: <https://www.bvmt.com.tn/ar>
10. حميد مقراي. (2015). أثر الإنفاق الحكومي على البطالة و التضخم (حالة الجزائر 1988-2012) (مذكرة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، بومرداس: جامعة محمد بوقرة.
11. كنعان عبد اللطيف عبد الرزاق، وأنسام خالد حسن الجبوري. (2012). دراسة مقارنة في طرائق انحدار التكامل المشترك مع تطبيق عملي، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية. المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية(33).
12. منصور الزين. (2012). تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية. عمان: دار الراية للنشر والتوزيع.
13. منير ابراهيم الهندي. (2010). الأوراق المالية وأسواق المال (الإصدار 2). الإسكندرية: منشأة توزيع المعارف.



Model Selection Criteria Table

Dependent Variable: BV

Date: 02/05/23 Time: 12:51

Sample: 2000 2021

Included observations: 22

Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Specification
9	-81.399033	10.46305...	11.35778...	10.61448...	ARDL(3, 3, 3, 3)
3	-97.729931	11.97157...	12.76688...	12.10617...	ARDL(1, 3, 3, 3)
7	-102.299164	12.03149...	12.62797...	12.13244...	ARDL(3, 1, 1, 1)
8	-99.678003	12.07136...	12.81697...	12.19755...	ARDL(3, 2, 2, 2)
4	-103.703000	12.07400...	12.62078...	12.16653...	ARDL(2, 1, 1, 1)
1	-104.943649	12.09933...	12.59640...	12.18345...	ARDL(1, 1, 1, 1)
5	-103.079626	12.32417...	13.02007...	12.44194...	ARDL(2, 2, 2, 2)
2	-104.267232	12.34391...	12.99011...	12.45328...	ARDL(1, 2, 2, 2)
6	-100.949084	12.41569...	13.26071...	12.55870...	ARDL(2, 3, 3, 3)