



جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

- تخصص: ممارسات الأسواق المالية-

التحرير المالي ودوره في تنشيط سوق الأوراق المالية

(حالة بعض دول MENA)

- تحت إشراف:

أ.د. شريف طويل نور الدين

د. بوشرف جيلالي مشرف مساعد

- من إعداد الطالبة:

طاهري إيمان

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	أستاذ التعليم العالي جامعة مستغانم	أ.د زرواط فاطمة الزهراء
مشرفا، مقررا	أستاذ التعليم العالي جامعة مستغانم	أ.د شريف طويل نور الدين
ممتحنا	أستاذ التعليم العالي جامعة مستغانم	أ.د رضاني محمد
ممتحنا	أستاذ التعليم العالي جامعة معسكر	أ.د غريسي لعربي
ممتحنا	أستاذ محاضر أ جامعة مستغانم	د. بن حمو عصمت محمد
ممتحنا	أستاذ التعليم العالي جامعة شلف	أ.د آيت مختار عمر

السنة الجامعية: 2022-2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تحية شكو عرفان

عن أبي هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم قال:

«لا يَشْكُرُ اللهُ مَنْ لا يَشْكُرُ النَّاسَ»

عجز لساني وعجزت لغتي وكلماتي عن موافاتي بكلمة الشكر المناسبة الكافية للتعبير عما أكنه من احترام وتقدير للأستاذ الفاضل شريف طويل نور الدين، الذي استقبل بصدر رحب الإشراف على هذه الأطروحة، وأنصت بحيويته الفكرية وحاسته النقدية لجميع المشاكل والمآزق التي اعترضت مسار البحث والباحث على حد سواء. لم أكن أتصور أن الإشراف على مذكرة أو رسالة جامعية يتطلب من الأستاذ المشرف ذلك القدر من الاهتمام والمشقة والسهر على تقييم ما هو معوج وتعديل ما هو في طريقه إلى الاعوجاج.

والأكثر مناسبة لتركيبي شخصيتي من الأستاذ الفاضل بوشرف جيلالي تعلمت أن المعرفة، ارادة وغواية، عقلانية صارمة. وهو الذي درب بحثي الأولي وساهم في نضجي العلمي، وأمدني بمساعدات عديدة في سبيل العلم والتعلم. أشكره جزيل الشكر بقدر كبير من الاحترام والتقدير.

حظيت بأستاذين علماني كيف يكون لطف العالم وتواضعه، صاحبا الكفاءة الجميلة والمزج المبدع بين المعرفة والمحبة.

إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة لتكرمهم بتخصيص جزء من وقتهم لقراءة ومناقشة هذا العمل

وإليهم جميعا إلى كل من ساعدني ولو بكلمة، إلى كافة الأساتذة بجامعة مستغانم قسم العلوم الاقتصادية.

طاهري إيمان

الإهداء

إلى أبي و سندي الذي احتفل ذات حين بمرحلة عُبوري إلى الأولى إلى فراديس العلم و أنواره

إلى سيدة القلب و الروح، أمي فأمي ثم أمي أهديك يا رحيق عمري هذا القبس من العلم ؛ الذي ما كان

ليتقد لولا أنوار حضورك المتألثة، و دفي قلبك الحاني

إلى دافقتي المشاعر (طيبة و حناناً) ... جدتي مُربيتي وجدي مُلهمي

رحمه الله

إلى زوجي ذي الحضور المبهج في مساحاتي، و الامتداد المعيق لحياتي

إلى أمي الثانية (حليلة) التي تحملت عني الكثير و لا تزال ...

و أخيرا إلى ابنتي قُرة عيني (فاطمة)

مقدمة عامة

لم تكن الدول النامية بعيدة عن التطورات التي مست القطاعات الإنتاجية والبنكية والأسواق المالية المحلية والدولية، وما لازمها من اختلال في توازن الاقتصاديات الكلية المتبعة لسياسة الكبح المالي، من خلال التدخل المباشر والرقابة على النظم المالية وتوجيه الإئتمان إلى قطاعات معينة وتحديد أسقف لمعدلات الفائدة المدينة .

حيث عرف نظامها المالي في ظل الاقتصاد الموجه قصورا شاملا في أدائه، إلا أنه في فترة الثمانينيات و بالموازات مع انتشار ظاهرة العوامة أدركت الدول النامية أن سياسة الكبح المالي لم تعد تواكب التطورات العالمية، كما أنها شكلت قصورا في حجم المدخرات لتغطية الحجم اللازم والضروري من الاستثمارات، لتحقيق معدلات النمو الاقتصادي التي تستهدفها، نتج هذا العجز بسبب ضعف الوسائل المتاحة، التي من خلالها يتم حشد و تعبئة الموارد المالية من القطاعات الاقتصادية التي تتميز بالفوائض غير المستغلة إلى القطاعات التي تعاني من عجز في الموارد اللازمة لتمويل برامجها الإنتاجية والاستثمارية، والسبب الآخر، السياسات الاقتصادية التي اتبعت خلال العقود الماضية، والتي أسهمت إلى حد بعيد في ظهور العديد من الإختلالات الاقتصادية، لعل أهمها سياسات تدخل الدولة في جميع المجالات الاقتصادية، والتي برزت أهم مظاهرها في فرض قيود على جميع الأسواق، بما فيها أسواق الأوراق المالية، مما أدى للاستدانة من الخارج، فتفاقت أعباء ديونها، وتزايد العجز في كل من موازين مدفوعاتها وميزانيتها العامة، ولعل أبرز ملامح سياسة الكبح المالي، الاعتماد الشديد على الجهاز المصرفي و تهميش سوق الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس شرعت بعض الدول النامية إلى التوجه نحو التحرير المالي بدءا بإجراء تصحيحات هيكلية في القطاع المالي، وذلك بإقامة وتطوير أسواق الأوراق المالية، واتخاذ سلسلة إجراءات لتعزيز جاذبية هذه الأسواق للاستثمارات المالية المحلية والأجنبية¹ .

ولذلك حظيت أسواق الأوراق المالية في ظل التحرير المالي والنظام الدولي الجديد بمكانة رفيعة، وغدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط مؤشرات سوقها المالي فهي مرآة حقيقة تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة² .

1 - عبد المنعم السيد علي و نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط01، الأردن، 2004، ص 59-70 .

2 - عصام حسين، أسواق الاوراق المالية. البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 03.

فاستقطب موضوع سوق الأوراق المالية حيزا متزايدا من صانعي السياسات ومتخذي القرارات في معظم بلدان العالم، لما تؤديه من دور مهم في حشد المدخرات وتهيئتها للاستثمار وكذا في بعث الحيوية في قطاعات الاقتصاد المختلفة وتحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد ومستمر، كما تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية والوطنية .

فضلا عن ذلك، يمكن القول إن نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي يتوقف على مدى وجود سوق مالية نشطة، تعمل على تنمية وتوسيع نطاق التعامل بالأوراق المالية في سوق منظمة وبالتالي دعم الاقتصاد الوطني¹ .

يقصد بتنشيط سوق الأوراق المالية هو أن يأخذ حجم الأوراق المالية المصدرة المتداولة اتجاهها تصاعديا من عام إلى آخر مع مراعاة التوازن في هيكل السوق من خلال تقليل معدل التركز سواء في عدد الأوراق المالية المتداولة أو عدد المستثمرين المتعاملين في السوق بما يساهم في زيادة مقدار حجم رؤوس الأموال المتدفقة إلى المشروعات الاستثمارية ومن ثم رفع حجم التراكم الرأسمالي في الاقتصاد ومعدل النمو الاقتصادي² .

ولقياس مدى نشاط سوق الأوراق المالية، يستخدم الاقتصاديون والمحللون المؤشرات للتعرف على الوضعية السائدة في السوق والاقتصاد بصفة عامة، فتعتبر أداة من أدوات تحليل السوق و لتنبؤ بحركة تطورها مستقبلا، هذا من جهة، وأداة قياس المخاطر من جهة أخرى، حيث تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية³ .

وبما ان تنشيط سوق الأوراق المالية مرتبط بإستراتيجية التحرير المالي، كما تمثل عاملا هاما لاندماج اقتصاديات الدول على الاقتصاد العالمي، فدول الشرق الاوسط وشمال افريقيا ليست بعيدة عن ذلك، فعمدت العديد من أسواقها إلى تبني تغيرات هيكلية تهدف لإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال وبالتالي الانتفاع بفرص أكبر لتنويع المحافظ المالية وتحقيق عوائد تفوق تلك التي يمكن ان تحققها في الأسواق المالية المتقدمة.

¹ عباس الدغمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 01، الأردن، 2010، ص 19-20.

² أحمد فرحات وعمر القيزراني، السياسة المالية وتأثيرها على أداء سوق عمان المالي، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، ع 16، ديسمبر 2015، ص 99.

³ حسين قبلا، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ع 11، 2011، ص 94.

أهمية الدراسة:

لم يكن اختياري لهذا الموضوع، كرسالة أتقدم بها لنيل شهادة الدكتوراه صدفة، فهو منخرط في صلب مشروع دراستي ومنسجم مع اهتماماتي الشخصية أيضا، حيث بدأ التفكير في الموضوع عقب الإطلاع على الأسواق المالية حيث أثارني الفضول لدراسة هذه القضية والإجابة على التساؤلات التالية :

- الدور الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية في تجميع رؤوس الأموال وتوجيهها صوب الاستثمارات بما يحقق خطط التنمية الاقتصادية.

- تقدم سوق الأوراق المالية النشطة فرص أكثر ربحية، ومن شأنها أن تقلل من حاجة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى الاقتراض من البنوك الخارجية، وبالتالي تقل الاعباء التي تفرضها الديون الخارجية .
- تزايد المخاوف من الجانب الاقتصادي للجزائر وقلة الموارد المالية، مما أصبحت الحاجة ملحة إلى البحث عن مصادر أخرى للتمويل وذلك من خلال تنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر.

أهداف الدراسة :

الغاية من هذه الدراسة تحقيق مجموعة من الأهداف من أهمها:

- دراسة الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية والعناصر المكونة له؛
- التعرف على التحرير المالي كمفهوم والتطرق لمختلف مراحله وآثاره على الاقتصاد؛
- محاولة قياس درجة التحرير المالي التي تؤثر على الأسواق المالية، اختبار علاقة الارتباط بين مؤشرات التحرير المالي ومؤشرات اسواق الأوراق المالية؛
- محاولة الخروج بنموذج من الأسواق المالية الأكثر نضجا والتي تتخذ نهج أمثل للتحرير المالي من بين أسواق الشرق الاوسط وشمال افريقيا ومحاولة اسقاطه على الاسواق الاقل نضج من أجل تنشيطها، والاستفادة من ايجابياتها على السوق المالية الجزائرية من خلال دراسة قياسية للمتغيرات المالية المختلفة .

الإشكالية:

ولعل هذا الاختيار يثير تساؤلات خاصة أن ما يسود أبحاثنا الأكاديمية من قضايا يتسم بميله نحو الدراسات التطبيقية السابقة فيما يخص تأثير التحرير المالي على الأسواق المالية، أو متغيرات أداء سوق الأوراق المالية، على اعتبار أنه يمتلك هبة البحث، إلا أن دراستنا حاولت الإمام بمختلف متغيرات التحرير المالي الداخلية والخارجية، وبالتالي محاولة البحث عن وجود أثر لسياسة التحرير المالي على اسواق

الاوراق المالية في عينة من دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا، كما ركزت بعض الدراسات على الجانب السلبي للتحرير المالي باعتباره مسبباً رئيسياً للأزمة المالية.

لكن هذه الدراسة ستتناول التحرير المالي من جانب آخر وذلك للإجابة عن السؤال الرئيسي التالي:

- ماهو الدور الذي يؤديه تطبيق التحرير المالي لتنشيط مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية؟

من أجل الاحاطة بكل جوانب الموضوع ومحاولة الاجابة عن السؤال الرئيسي، قمنا بطرح الأسئلة

الفرعية التالية:

- ما هو المنهج الأمثل للتحرير المالي الذي يؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية؟
 - كيف يؤثر التحرير المالي على اسواق الاوراق المالية لدول المشرق الأوسط وشمال افريقيا؟
 - هل توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين درجة التحرير المالي ومعدل مؤشر سوق الاوراق المالية؟
- وبهدف الإجابة الأولية عن الإشكالية نقوم بطرح جملة من الفرضيات التي يسعى البحث لاختبارها،

الفرضيات :

لمعالجة الإشكالية السابقة نقترح الفرضيات التالية :

- يسمح التحرير المالي الداخلي بحرية دخول وخروج مؤسسات الوساطة المالية إلى السوق المالية مما يزيد من عدد المستثمرين والمدخرين في السوق؛
- يؤدي التحرير المالي الخارجي من خلال تحرير حساب رأس المال إلى دخول الأموال الأجنبية وتنوع الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية؛
- هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على مؤشرات سوق الأوراق المالية.

نطاق الدراسة :

من أجل دراسة دور التحرير المالي في تنشيط سوق الأوراق المالية، اخترنا عينة من دول MENA Middle East and North Africa الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والتمثلة في الجزائر والمغرب باعتبارهما دول من شمال افريقيا والاردن والسعودية، دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا، دولة مصر لانتمائها لكلا الطرفين، أما النطاق الزمني لفترة الدراسة من عام 2000 إلى 2021، باعتبارها فترة كافية لتحليل وقياس الأثر.

المنهج والأدوات المستخدمة:

يقتضي منا لدراسة طبيعة العلاقة بين التحرير المالي وسوق الاوراق المالية ولتقصي الاثر بينهما، استخدمنا مجموعة من النماذج والأساليب البحثية، حيث تم استخدام المنهج الوصفي، وذلك بمراجعة المادة العلمية في مختلف المراجع من كتب ومجالات ومقالات في مجال الاسواق المالية، والمنهج الاستقرائي في الجانب التطبيقي باستخدام الاقتصاد القياسي لدراسة أثر تطبيق سياسة التحرير المالي على اداء اسواق الاوراق المالية لبعض دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا، كما تم الاستعانة ببرنامج Excel وبرنامج Spss.

دراسات سابقة :

تعتبر الاسواق المالية ركيزة اساسية من ركائز الاقتصاد الحديث لما لها من دور في تحسين الوضع الاقتصادي للدولة، ولكي تقوم الاسواق المالية بالدور المخول لها يجب ان تكون ذات كفاءة عالية، لدى قامت معظم الدول بتطبيق مجموعة من الاجراءات لتحسين ذلك، إلا ان هناك عدد قليل من الدراسات المحلية التي تناولت العلاقة بين التحرير المالي والأسواق المالية، ويعتبر هذا البحث امتدادا لبحوث اخرى، ومن بين الدراسات السابقة ذات العلاقة بالموضوع والتي ساعدت في بناء الخطة المبدئية نذكر :

دراسات عربية :

-دراسة بني هاني محمد تيسير ارويزق، رسالة ماجستير بعنوان أثر التحرير المالي على حجم التداول في بورصة الأردن، دراسة قياسية 1995-2015، جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، 2017، هدفت هذه الدراسة إلى استقصاء أثر التحرير المالي على حجم التداول في بورصة عمان، باستعمال مجموعة من الاختبارات كاختبار ديكي - فولر الموسع، واختبار فيليبس بيرون، واختبار كوزوم للاستقرارية، اختبار جوهانسن للتكامل المشترك لمتغيرات الدراسة، وباستعمال طريقة المربعات الصغرى المعدلة كليا (FMOLS) وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة تكاملية ايجابية طويلة الاجل بين مؤشر التحرير المالي وحجم التداول الحقيقي في بورصة عمان (الأردن، حيث ان زيادة التحرير المالي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة حجم التداول الحقيقي بنسبة 27%¹.

¹ - محمد تيسير ارويزق، أثر التحرير المالي على حجم التداول في بورصة الأردن، دراسة قياسية 1995-2015، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم الادارية، الاردن، 2017، ص ز .

-دراسة بوعلي عبد القادر و غرزي سليمة، مقال بعنوان اثر تحرير الاسواق المالية على عدم الاستقرار المالي، دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة 2014-2019، دفاتر MECAS، العدد 13 ديسمبر 2016، حاولا الباحثان في دراستهما اختبار الدور الذي تلعبه تحرير الأسواق المالية في الدول الناشئة في ظل غياب الاستقرار المالي ونشوب الأزمات المالية، من خلال دراسة قياسية تضم ستة عشر دولة نامية، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية معنوية بين تحرير الأسواق المالية في دول الدراسة ونشوب الأزمات المالية بسبب مخاطر التعرّض لموجات المضاربة، فالهدف من إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال هو رفع كفاءة استخدام هذه الأخيرة وزيادة سرعة تنفيذ المعاملات من خلال ثورة المعلوماتية والاتصالات، وما نتج عنه من ازدياد في درجة المخاطر المالية، مخاطر هروب الأموال إلى الخارج كاستخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدودها وبأشكال استثمارية مختلفة (الاستثمار في العقارات، الإيداع في البنوك الخارجية، الاستثمارات الأجنبية المباشرة)¹.

- دراسة ايمان خياري، تحت عنوان اثر التحرير المالي على تقلب العائد في سوق الاوراق المالية مجلة العلوم الانسانية العدد43، مارس 2016، الهدف من هذه الدراسة قياس اثر التحرير المالي على تقلب العائد من خلال اختبار استمرارية التقلب واثار الرافعة المالية في السوق المالية السعودي على المدى القصير والطويل خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى غاية 2016، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعد تجانس تباين الاخطاء المتمثلة GARCH او غير المتماثلة EGARCH وGJR-GARCH، حيث ركزت الدراسة إلى تحليل التغير في طبيعة تقلب العائد بدلا من قيمته، أظهرت نتائج الدراسة إلى ان تقلب العائد يرتفع بعد عملية التحرير المالي في سوق الاوراق المالية السعودي خاصة على المدى القصير فيما يستقر في المدى الطويل، وتوصلت الباحثة في دراستها على أن أي ارتفاع أو انخفاض في تقلبات العائد لا يعود بالضرورة إلى التحرير المالي اي بالعوامل الخارجية و إنما بالاقتصاد ككل أو ببنيته وطبيعة نشاطه.

- عباد فاطمة باسم، رسالة مجستير، التحرر والتذبذب في السوق، دلائل عن بورصة عمان، جامعة ال البيت، الاردن، 2015، هدفت هذه الدراسة التعرف على اثر تحرر بورصة عمان على نمط تقلبات عوائد الاسهم،

¹ - دراسة بوعلي عبد القادر و غرزي سليمة، مقال بعنوان اثر تحرير الاسواق المالية على عدم الاستقرار المالي، دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة1990-2014، دفاتر MECAS، العدد 13 ديسمبر2016، ص ص 120-130.

واتجاه هذا التأثير بالإضافة إلى معرفة تقلبات وعوائد الاسهم التي تتبع عملية تحرر السوق المالي بالاعتماد على بيانات عوائد الاسهم اليومية لسوق عمان للفترة من 1993-2014، حيث قامت الباحثة بتقسيم الدراسة إلى مرحلتين، مرحلة ما قبل تحرر سوق المال من عام 1993 إلى عام 2000 والمرحلة الثانية بعد تحرر السوق والتي امتدت من عام 2001 إلى غاية 2014، اظهرت النتائج إلى ان هناك اثر لتحرر السوق المالي على نمط التقلبات في البورصة الأردنية أنه بعد التحرر ارتفعت سرعة تدفق المعلومات إلى السوق حيث ان الاحداث والكوارث التي تحدث بالشكل فجائي تؤدي إلى تقلبات شديدة وغير منطقية في السوق المالي.

دراسات أجنبية:

- دراسة Bwo-Nung Huang & Jiixin Wang، بعنوان اثر التحرير المالي على تقلبات اسعار الاسهم في الاسواق المالية، مجلة الاقتصاد المقارن، المجلد 28، العدد 2، 2000، استعمل الباحث نموذج (ARCH Model)، على عينة من عشرة اسواق ناشئة ومقارنة اسعار الاسهم بالعوائد اليومية بالمؤشر العالمي قبل التحرير وبعده، فتوصلا إلى ان بعض الدول لم يظهر اي اثر للتحرير المالي على مؤشر اسعار الاسهم، اما المكسيك، كوريا الجنوبية وتركيا عانت من تقلبات ارتفاع وانخفاض اسهمها، اما التشيلي والفلبين و الأرجنتين وماليزيا شهدت تقلبات متضائلة .

- دراسة Afef Trabelsi Mnif مقال بعنوان آثار التحرير المالي في اقتصاديات السوق الناشئة، يناير 2014 مجلة الاقتصاد السلوكي، المالية، ريادة الأعمال، المحاسبة والنقل، المجلد 2، في هذه الورقة قامت الباحثة بتحليل سلوك دورات سوق الأوراق المالية في البلدان الناشئة في منطقة أمريكا اللاتينية (الأرجنتين والبرازيل وتشيلي وكولومبيا والمكسيك) وآسيا (الفلبين وكوريا وتايوان وتايلاند) ومقارنة خصائصها مع تلك في الولايات المتحدة بين عامي 1975 و 2005، من خلال مقارنة البيانات قبل الاصلاح وبعده، حيث استخدمت نماذج السلاسل الزمنية الهيكلية لمكونات أحادية ومتعددة المتغيرات غير الخاضعة للملاحظة، توصلت إلى اتساع وتقلب دول أمريكا اللاتينية قد انخفض بالشكل كبير بعد تاريخ التحرير المالي لتحقيق أقل مما تم اكتشافه أثناء القمع المالي. كما نما تزامن الدورة مع الولايات المتحدة بالشكل كبير إلى حوالي 70٪، بالنسبة للبلدان الآسيوية، فإن الآثار الإيجابية للتحرير المالي على الخصائص الدورية ليست واضحة بعد على المدى المتوسط. تم تعزيز دورات الاتساع والتقلب في البلدان الآسيوية بعد تنفيذ التحرير المالي. ولكن في

السنوات الأخيرة، كان هناك اتجاه تنازلي في الإتساع والتقلب مع تحسين تزامن دورات السوق مع دورات الولايات المتحدة.

- دراسة **Rolle Remi Ahuru, Olabisi Julius Olaposi** ، تحت عنوان تأثير التحرير المالي على تقلب أسعار الأسهم في نيجيريا، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار لفرضية التحرير المالي التي تنص على أن تقلب أسعار الأسهم سيقبل بعد التحرير المالي. في أوت 1995، قامت الحكومة النيجيرية بتحرير سوق رأس الماء، لذلك بحثت الدراسة في دور عملية التحرير في تقلب سوق الأوراق المالية في نيجيريا باستخدام السلاسل الزمنية الفصلية للفترة من الفصل الأول لعام 1985 إلى الفصل الرابع عام 2012. ومنهجية **GARCH** والتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، وجدت الدراسة أن التحرير المالي أدى إلى تقلب أسعار الأسهم في نيجيريا، وبالتالي دحض ادعاء منطري التحرير المالي، علاوة على ذلك، وجد أن متغيرات الاقتصاد الكلي تؤثر بالشكل كبير على تقلب عائد الأسهم.

إن مجمل الدراسات السابقة حول موضوع التحرير المالي وأثره على أداء الأسواق المالية، خلصت إلى أن التحرير المالي له أثر ايجابي على تحسين كفاءة الاسواق المالية وتنشيطها وجعلها أكثر مواكبة للتطورات العالمية، إلا انه لم تخطى دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا ببحوث ودراسات تدعم الدراسات السابقة.

البنية العامة للدراسة:

من أجل الامام بجميع جوانب الدراسة، وسعياً وللإجابة عن التساؤلات المطروحة واختبار فرضيات الدراسة قمنا بتقسيمها الى عدة جوانب بدءاً بالمقدمة العامة، ثم الجانب النظري تضمن ثلاث فصول، اما الفصل الرابع عالج الجانب التطبيقي والقياسي لموضوع الدراسة، وأخيراً خاتمة ثم فيها توضيح أهم النتائج المتوصل إليها في الدراسة.

- **الجانب النظري:** جاء بعنوان التحرير المالي واقتصاديات الأسواق المالية، ثم تقسيمه إلى ثلاث فصول:

- **الفصل الأول:** قمنا بتقديم إطار عام حول المفاهيم الأساسية للسوق المالية، وأهم الفروقات بينها، وكذا استعراض أهم الأدوات الإستثمارية المتداولة في هذه الأسواق، كما تم التعرض فيه إلى مؤشرات أداءها.

الفصل الثاني: خصص للإطار النظري لسياسة التحرير المالي من الكبح إلى التحرر، شمل المفهوم والاستراتيجيات وإجراءات تطبيق هذه السياسة وأهم الجوانب المكونة لها، بالإضافة إلى إيجابيات سياسة

التحرير المالي في تحقيق النمو الإقتصادي وسلبياته في وقوع الأزمات المالية، وكذا استعراض تجارب بعض الدول السبابة في تطبيقها وما ترتب عنها على اقتصادها.

- الفصل الثالث: فصلنا فيه معظم أسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، نشأتها، تطورها وخصائصها، سياسة التحرير المنتهجة في دول المنطقة، وكذلك تحليل أداء هذه الأسواق في فترة محل الدراسة، يعتبر هذا الفصل تمهيدا للدراسة التطبيقية.

- الجانب التطبيقي: خصص له الفصل الرابع لدراسة أثر تطبيق مؤشرات التحرير المالي على مؤشرات أداء الأسواق المالية في كل من، الجزائر والمغرب، مصر، الأردن والمملكة العربية السعودية في الفترة الممتدة من عام 2000 إلى عام 2021، باستخدام الأساليب الكمية للدراسة القياسية والمتمثلة في (SPSS 26).

الجانب النظري

- الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية؛
- الفصل الثاني: التحرير المالي بين الايجابيات والسلبيات؛
- الفصل الثالث: تحديات سوق الاوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا في ظل التحرير.

يسعى النظام المالي، الربط بين مختلف متغيرات النشاط الاقتصادي في اقتصاديات الدول، وهذا من خلال توفير الاسواق والمؤسسات والأدوات المالية لتجميع المدخرات وتحويلها إلى استثمارات انتاجية، كما ان توفر نظام مالي فعال من أهم التحديات التي تواجهها الدول خاصة الدول النامية، فهي أمام خيارين، أما اللجوء إلى نظام مالي تسيطر عليه المالية غير المباشرة وهو اقتصاد الاستدانة أي الاعتماد على القطاع المصرفي في تمويل الاقتصاد عن طريق القروض التي تقدمها البنوك، ضعف تمويل ذاتي للمؤسسات، تمويل البنوك أمام البنك المركزي إجبارية ونظامية، و أهم خصائصه سياسة الكبح المالي وتحكم الحكومة في الاسواق المالية، أو نظام يعتمد على المالية المباشرة ويسمى اقتصاديات الأسواق المالية و أهم خصائصه تحرير القطاع المالي باعتباره وسيلة فعالة لتحقيق نمو اقتصادي مرتفع وهو محور بحثنا، إنّ السوق المالي النشط هو السوق القادر على تعبئة مدخرات الافراد والمجتمع وتوجيهها نحو استثمارات أكثر انتاجية¹.

اعتمدت الدول النامية عامة ودول الشرق الاوسط وشمال افريقيا خاصة على اقتصاديات الاستدانة، مما أدت إلى بروز اختلالات ومشاكل اقتصادية، دفعتها إلى التوجه نحو الإصلاح الاقتصادي وإتباع برنامج التحرير المالي بغية إعادة هيكلة وإصلاح القطاع المالي، فالتجهت معظم دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا في الثمانينيات والتسعينيات من القرن الواحد والعشرين إلى انتهاج سياسة تحرير الاسواق المالية.

ومما سبق ثم تقسيم هذا الجانب إلى ثلاث فصول وهي:

- **الفصل الأول:** الإطار المفاهيمي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية؛
- **الفصل الثاني:** التحرير المالي بين الايجابيات والسلبيات؛
- **الفصل الثالث:** تحديات سوق الاوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا في ظل التحرير المالي.

¹ - عبد الطيف مصيطني ومحمد بن بوزيان، اساسيات النظام المالي واقتصاديات ال أسواق المالية، ط 01، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2015، ص ص 5-9.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية

- المبحث الأول: التركيبة البنوية لسوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية والكفاءة المالية للأسواق.

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية آلية يتم من خلالها إيجاد قنوات بجميع مدخرات الوحدات الاقتصادية والأفراد الذين ليس لديهم الخبرة الفنية أو الوقت اللازم لإدارة استثماراتهم، وتوجيه هذه المدخرات إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني عجز في الموارد المالية لإقامة مشاريع جديدة أو التوسع في المشروعات القائمة، مما يؤدي إلى زيادة كل من الادخار والاستثمار وما يترتب على ذلك من زيادة معدل النمو الاقتصادي.

ولكي تستطيع أسواق الأوراق المالية أداء وظيفتها التمويلية والاستثمارية على أكمل وجه يجب أن تكون على درجة عالية من الكفاءة والفعالية، لاتخاذ قرارات الاستثمار على أسس سليمة تركز على توفر نظام فعال تتدفق من خلاله المعلومات المناسبة في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة ليتمكن المستثمرون من اختيار أفضل البدائل المتاحة للاستثمار.

يهدف هذا الفصل إلى إبراز المفاهيم الأساسية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية والدور الذي تلعبه في تطوير ونمو الاقتصاد وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: التركيبة البنوية لسوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثاني: أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية والكفاءة المالية للأسواق.

المبحث الأول: التركيبة البنوية لسوق الأوراق المالية

إن أهم شروط نجاح المؤسسات الاقتصادية في تجسيد المشاريع الاستثمارية وتثبيت توازنها المالي هو وجود آليات وبدائل محكمة لتوفير الاموال اللازمة، في الوقت وبالقدر الملائمان ولتلبية هذه الحاجة لا بد من وجود أسواق مالية، لتوضيح ما سبق قمنا من خلال هذا المبحث التعرف بدقة على ماهية سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

اختلف الاقتصاديون في اعطاء تسميات لسوق الأوراق المالية فالكثير من يطلق عليها مصطلح بورصة الأوراق المالية وهذا الاكثر تداولاً بين الباحثين، إلا أنّ البعض يسميها سوق رأس المال، كما يميزها البعض الآخر بسوق الأسهم إلا أنّ هذه التسمية ضيقة نظراً للتطورات التي تشهدها الأسواق المالية من ابتكارات في الأدوات المالية.

أما المفهوم الواضح لسوق الأوراق المالية هي أنها أحد أهم مكونات السوق المالية في أي دولة، لما لها من دور بالغ الأهمية في التطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية، وما يترتب عن ذلك من استحداث أدوات مالية جديدة تهدف إلى الوفاء باحتياجات العاملين في هذه السوق من مدخرين ومستثمرين، وهذا يقودنا أولاً إلى معرفة ماهية السوق المالية ومكوناتها، قبل التطرق إلى مفهوم سوق الأوراق المالية.

أولاً: السوق المالية: تستمد السوق المالية مفهومها من المفهوم الشائع للسوق، فالسوق هو

مكان التقاء العرض والطلب على السلع بغض النظر عن نوعها أو مكانها المادي¹.

أما المفهوم الاقتصادي فالسوق المالية تعمل على حشد وتعبئة الموارد المالية، إذ يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية التي يتوافر لديها فوائض مالية وتمثل عرض الأموال، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية وتعكس الطلب على الموارد المالية².

¹ - يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية موقعها من الأسواق أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص 23.

² - S. Frédéric Miskin, *Financial Markets, Institutions and Money*, Harper Collins Publisher, New York, 1995, P 23.

كما تعتبر الأسواق المالية مكان التقاء عرض الاموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساهم في تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات تساعد على اتمام عملية التمويل الرأسمالي اي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الانتاج¹، سواء كان ذلك بالإتصال المباشر و غير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال². كما يعرف السوق المالي على أنه شبكة تمويل الإستثمارات في المدى الطويل، يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية مما يساهم في تحريك الادخار الوطني والفردى ورفع من معدل النمو الإقتصادي³.

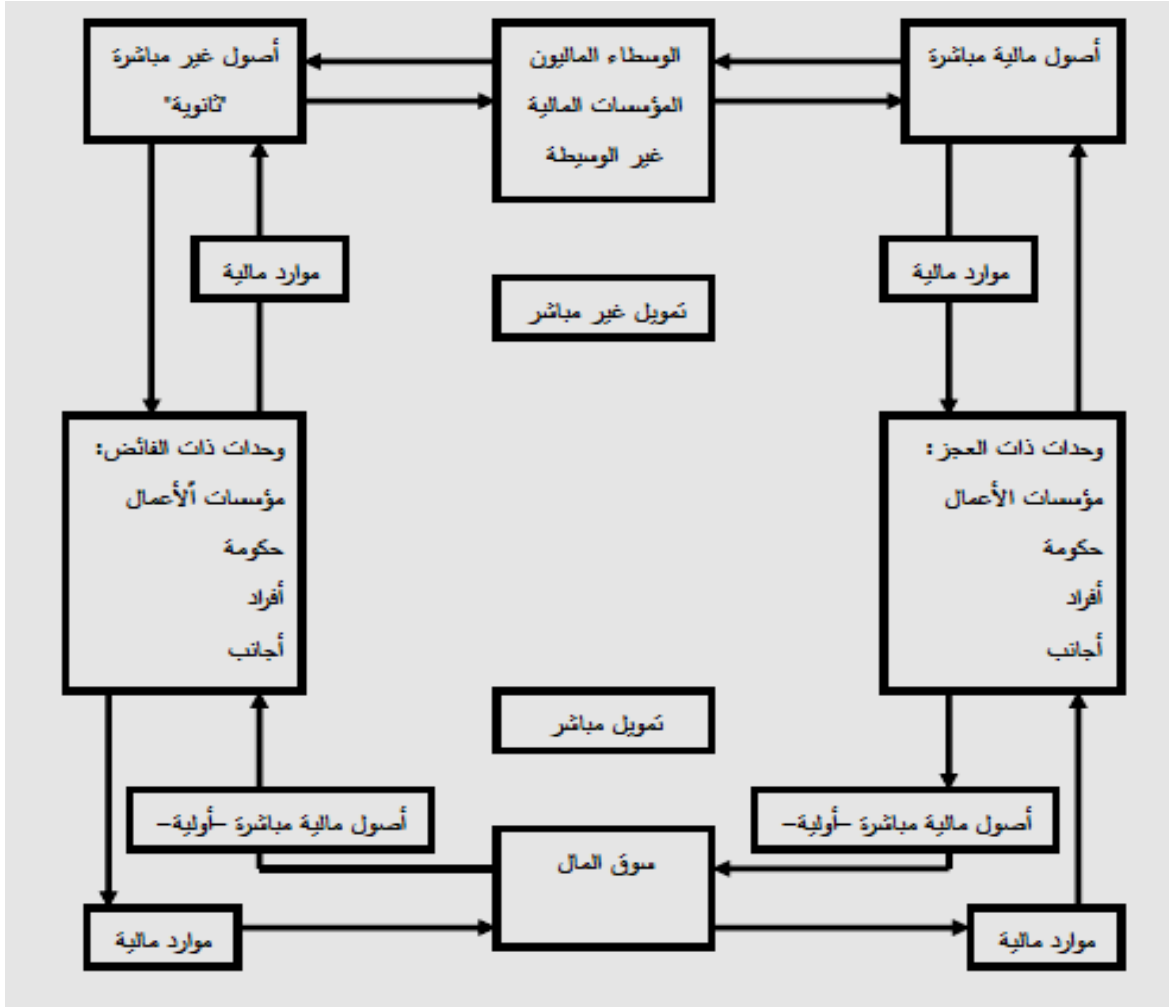
وبهذا نعرف الأسواق المالية على أنها الآلية التي من خلالها يتم تدفق الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز وهذا بطريقتين، إما بالتمويل المباشر ويكون عن طريق إصدار أصحاب العجز التمويلي أصول مالية ليشتريها أصحاب الفائض من مدخراتهم، أو التمويل غير المباشر الذي يتم فيه تحويل الموارد المالية من اصحاب الفائض إلى اصحاب العجز عن طريق الوسطاء الماليين والمتمثلين في البنوك، مؤسسات الوساطة المالية، صناديق التقاعد وشركات التأمين، والشكالاتالي يوضح كيفية انتقال الموارد المالية في السوق المالية:

¹ - صلاح السيد جودة، بورصة الاوراق المالية علميا- عمليا، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، ط 01، مصر، 2000، ص 20.

² - اديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، سوق الاوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص 157.

³ - Pierre Canso, Farouk Hemici, **Gestion Financière De L'entreprise**, Edition Dunord, Paris, France, 10eme Edition, 2002, p 387.

الشكل رقم 1: انتقال الموارد المالية في السوق المالية



المصدر: - أحمد أبو الفتوح الناقية، نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية- مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص 17.

أيضاً: - سراي صالح، دراسة اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على اداء الاسواق المالية، دراسة عينة من اسواق راس امال العربية المغرب الأردن، مصر، اطروحة دكتوراه جامعة محمد بوضياف مسيلة، 2016-2017 ص 07.

1- أنواع الاسواق المالية: تالشكل الاسواق المالية همزة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة ادوات ومؤسسات مما يسمح لها بأن تتعدد التقسيمات التي تقسم الاسواق المالية وعلى الرغم من وجود خطوط واضحة فاصلة بينها إلا أنّ جميعها تعتمد على تجميع المدخرات وفتح مجالات متعددة للإستثمار فقمنا

بالاعتماد على التقسيم التالي: الشق الاول سوق النقد والذي يمول الاقتصاد في المدى القصير والشق الثاني سوق راس المال يمول الاقتصاد في المدى الطويل.

1-1 سوق النقد: يتم فيه عرض وطلب النقود قصيرة الاجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأسواق، تتسم أدوات سوق النقد بتاريخ استحقاق لا يتعدى السنة¹(التعامل في المدى القصير).

1-1-1 أدوات الاستثمار في السوق النقدي: يتميز السوق النقدي بأنواع مختلفة من أدوات الاستثمار فمنها التقليدية كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة، شهادات الايداع المصرفية، القبولات المصرفية و اليورو دولار أما أدوات الاستثمار الحديثة المتمثلة في ادوات المديونية الدولية الحديثة وهي قروض فائض الاحتياطي الالزامي و اتفاقيات إعادة الشراء بالإضافة إلى شهادة المديونية والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم 1: أدوات الاستثمار في السوق النقدي

اسم الورقة النقدية ↓	خصائصها ↓
الأوراق التجارية	تعتبر ورقة مالية قصيرة الاجل يتراوح اجل استحقاقها من يوم واحد إلى تسعة أشهر، وهي غير مضمونة وتصدر بقيمة كبيرة ² .
أذونات الخزينة	هي أوراق حكومية قصيرة الأجل، يتم اصدارها من طرف الخزينة العمومية ليتم تداولها في الاسواق المالية لمدة تتراوح بين 3 اشهر وسنة والفائدة المدفوعة على هذه الأدوات هي معدل الخصم على سعر البيع ³ .
شهادات الايداع المصرفية القابلة للتداول	هي أداة ترتب لحاملها حقا على وديعة بنكية مودعة لأجل وتصدر عن البنوك التجارية بقيمة اسمية مختلفة ومدد مختلفة لا تزيد عن سنة واحدة و يثبت عليها عادة سعر الفائدة ⁴ .

1 - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط01، مصر، 2006، ص 55-56. ¹

2 - محمد عوض وعلي الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، ط01، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2006، ص 78.

3 - المرجع نفسه، ص 71.

4 - حيدر بونس الموسوي، المصارف الاسلامية، ادائها المالي وأثرها في سوق، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الاردن، 2018، ص 77.

<p>تقوم البنوك التجارية بإصدار هذه الأوراق مقابل خصم، كما تعتبر وثيقة دفع آجلة عند قيام التجار باستيراد سلعة معينة من بلد إلى بلد آخر، فتكون القبولات ضمان على قيمة السلعة التي يقوم باستيرادها التجار الأجانب لحين تسلمها إلى المستوردون، وتكون مدة استحقاقها من 30 يوماً إلى 270 يوماً¹.</p>	<p>القبولات المصرفية الكمبيالة</p>
<p>يستخدم هذا المصطلح للدلالة على الودائع المصرفية بالدولار الأمريكي ويتم ايداعها في بنوك غير أمريكية أو بنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية².</p>	<p>اليورو دولار</p>
<p>هي وسيلة اقراض واقتراض قصيرة الاجل جدا، يتم الاقتراض من المستثمر لديه فائض في الاموال ويرغب في اقراضها مقابل اوراق مالية بصفة مؤقتة تسير العملية من طرف جهات مختصة ببيع وشراء الاوراق المالية، كما يتم عقد اعادة الشراء مع المستثمر نفسه وبسعر اعلى من سعر البيع³.</p>	<p>اتفاقيات اعادة الشراء</p>
<p>تقوم البنوك التجارية من اقراض فائضها من الاحتياطي الاضامى الموجود لدى البنك المركزي إلى بنوك اخرى تعاني من العجز بإشراف البنك المركزي، وفق فائدة تحددها قوى العرض والطلب ومدة استحقاق يوم واحد.</p>	<p>قرض فائض الاحتياطي الاضامى</p>
<p>أوراق مالية يتم اصدارها من طرف الوزارة المالية تتداول في السوق الثانوي للسوق النقدي والبورصة، مدة استحقاقها من سنة إلى 7 سنوات</p>	<p>شهادة المدبونية (كمبيالات الخزينة)</p>

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المصادر المذكورة.

1-1-2 خصائص السوق النقدي: لهذا السوق خصائص محددة تميزه عن باقي الاسواق، تمثل في⁴:

- موضوع المبادلة: تتم فيه تحويل الأصول المالية إلى سيولة (نقود قانونية) في مدة قصيرة وبأقل قدر

من الخسارة.

- الاطراف المتعاملين: الأعوان الاقتصادية المتعاملة في السوق النقدي، من جهة العرض تضم المؤسسات النقدية والمالية (البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين، بالإضافة إلى الشركات والأفراد التي

1 - هوشيمار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 01، الاردن، 2009، ص 138.

2 - المرجع نفسه، ص 145.

3 - بن عمر بن حاسين، فعالية الاسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان، -2012
2013، ص 16-17.

4- سوزي عدلي نائر، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، ب ط، لبنان، 2007، ص 175-176.

تسعى إلى الحصول على عائد من السيولة)، إما من جهة الطلب فتضم الحكومة والشركات والبنوك التي تمر بأزمة سيولة مؤقتة فتلجأ للإقتراض من البنوك.

- **العائد:** سعر الفائدة وهو عبارة عن تكلفة رأس المال أو الائتمان خلال السنة، إذ يعدّ هذا السعر ديناً يحسب كنسبة مئوية، من نسبة الفائدة المترتبة على رأس المال، ويعرف سعر الفائدة بأنه نسبة تحصل عليها البنوك أو المؤسسات المالية عند تقديم القروض، كما يعدّ نسبة تدفع للأشخاص عند الاحتفاظ بأموالهم في الحسابات البنكية.

- **الامتداد المكاني والزمني:** وهذا ما يميز بين السوق النقدية والسوق المالية، ففي الامتداد الزمني السوق النقدية تمول المشاريع لمدة قصيرة ومن ثم تنخفض سعر الفائدة فهناك علاقة طردية بين مدة الائتمان وسعر الفائدة، أما السوق المالية فتتمثل بجميع الادخار لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تحقق عائد بعد مدة طويلة ومن ثم ترتفع أسعار الفائدة، فالامتداد الزمني يتحدّد على أساس الفترة الزمنية من مرحلة الانفاق إلى الحصول على الدخل.

- أما الامتداد المكاني ويقصد به نطاق السوق من حيث المكان فهناك أسواق مغلقة متعلقة بإقليم أو قطاع محدد وأسواق مفتوحة تعمل على نطاق الدولة.

- **الضمان:** أدوات السوق النقدي تتمتع بدرجات ضمان عالية، إذ تستخدم كضمان للقروض، كما تتمتع بمخاطر منخفضة خصوصاً سندات الخزينة و الأوراق الحكومية¹.

1-1-3 مكونات السوق النقدي: ينقسم السوق النقدي إلى سوقين وهما:

- **السوق ما بين البنوك:** هي سوق مختصة بالتعامل في القروض و الودائع الكبيرة التي تتم فيما بين البنوك بصورة أساسية و التعاملات تكون ذات حجم كبير اي لا تقل عن 15 مليون دولار². تتميز هذه المعاملات بقصر مدتها اي لا تزيد عن السنة، ترجع اهمية عملية الاقراض والاقتراض بين البنوك إلى ان بعض البنوك التجارية تحقق فائضا في الأموال في يوم واحد في حين تتعرض بنوك أخرى إلى عجز في نفس اليوم، و إنّ لم تستغل هذه البنوك في إقراضه مقابل فائدة فيتعين عليها الحفاظ به لدى البنك المركزي دون مقابل.

1 - خالد المشهداني و رائد العبيدي، مدخل إلى الاسواق المالية، دار الأيام للنشر و التوزيع، الاردن، 2013، ص 95.

2 - برايان كويل، اسواق المال، دار الفاروق للنشر والتوزيع، ط01، مصر، 2005، ص 11-12.

- **السوق المفتوحة:** هي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصادية الذين لديهم سيولة لكي يقدمونها لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدوات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية¹.

2-2 **سوق رأس المال:** هي الشق الثاني من السوق المالية حيث يتم فيها تداول ادوات الاستثمار طويلة الاجل، وتعتبر أكثر تنظيمًا وأكثر مخاطرة وأقل سيولة وذو عائد مرتفع نسبيًا، و ينقسم إلى²:

2-2-1 **أسواق حاضرة:** تتعامل فيها أوراق مالية طويلة الأجل أسهم وسندات، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها، أما عن كيفية التداول فقد تتم من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

2-2-2 **أسواق آجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي أيضاً تتعامل في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آتياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، و الغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

بعد التعرف على شقي السوق المالية، نستنتج أنّ هناك أوجه اختلاف وأوجه تشابه بين السوقيين ونختصرها في الجدول التالي:

الجدول رقم 2: مقارنة بين السوق النقدي وسوق رأس المال

نوع السوق	السوق النقدي	سوق رأس المال
أوجه المقارنة		
المدة	قصيرة الأجل	طويلة الأجل
السيولة	سريعة نسبيًا	بطيئة نسبيًا
هدف التمويل	تمويل التجارة لتسيير عملياتها وتزويد المشاريع برأس مال العامل	تمويل مختلف القطاعات وتزويد المشروعات برأس المال للتأسيس أو التنمية أو التطوير.

1 - خالد أمين عبد الله و اسماعيل ابراهيم الطرد، العمليات المصرفية و الطرق الحاسبية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، ط07، الاردن، 2014، ص 35.

2 - عنتر بوتيار و صالح سراي، محاولة صياغة دالة أداء الكلي السوق المالي في الأردن خلال الفترة 1978-2014، يوم دراسي حول أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية، 06 ديسمبر 2016، جامعة محمد بوضياف المسيلة/الجزائر، ص 5.

سوق	توظيف أموال الادخار	يوظف الأموال في استثمارات جديدة
اسعار الفائدة	منخفضة نسبيا	مرتفعة نسبيا
الائتمان	ودائع بأنواعها	رؤوس الأموال وقروض على الشكل أسهم وسندات
اماكن التداول	البنوك التجارية و المؤسسات المالية	البورصات
حجم التداول	أكبر في الدول النامية	أكبر في الدول المتقدمة
المخاطرة	أقل مخاطرة توفر السيولة و الأمان	أكثر مخاطرة توفر الربحية
التنظيم	أقل تنظيم في الدول المتقدمة أكثر تنظيم في الدول النامية	أكثر تنظيم في الدول المتقدمة أقل تنظيم في الدول النامية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص 188-189.

ثانيا: سوق الأوراق المالية: نظرا لكثرة التعريفات التي سبقت لبيان مفهوم السوق المالية واختلاف تلك التعريفات فيما بينها من جهة شمولها ووضوحها، إلا ان المعنى واحد و لا يتغير وهذه جملة من التعريفات:

1- تعريف سوق الأوراق المالية: تعتبر سوق الأوراق المالية السوق الذي تباع وتشترى فيه الحقوق على الثروة سواء كانت حقوق ملكية (الأسهم) او حقوق دين (سندات)¹، اي سوق عرض وطلب الاموال، كما يعتبر السوق المالي حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات رئيسية متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة، فالأسواق المالية تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية².

¹ - عمر صقر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2001-2000، ص 105.

² - S. Frederic Mishkim, the Economic of Money, Banking and Financial Markets , 6 th edition addison - wesley, U.S.A ,2001 ,p 03.

- سوق تتداول فيه الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي، أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة أو الهجينة، وبالتالي توفر المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات والمعاملات بيعة و شراءً بسهولة وبسرعة¹،
- سوق الأوراق المالية (سوق التداول): هي اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسة) لتنفي اوامر زبائنهم الملقاة قبل و أثناء العمل².
- " سوق الأوراق المالية آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة و شراءً، وتكمن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي³،
- كما يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق⁴،
- سوق الأوراق المالية (البورصة)، "مصطلح يطلق على السوق المخصص لبيع وشراء الأوراق المالية عبر المؤسسات الاستثمارية (بنوك الاستثمار، الوسطاء، السماسة) التي تقوم بتنفيذ وإتمام صفقات التبادل لتلك الأوراق، لكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي سمح ذلك بالتعامل من خارج السوق"⁵.
- من خلال المفاهيم السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن استنتاج التعريف التالي:
- سوق الأوراق المالية هو سوق يتم بموجبه تحويل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز بواسطة الأوراق المالية بكل أنواعها وينقسم إلى سوق منظم متمثل في البورصة تتم بداخله صفقات البيع والشراء و

1 - صلاح السيد جودة، بورصة الاوراق المالية علميا- عمليا، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، ط 01، مصر، 2000، ص 11.

2 - مصطفى يوسف كافي، بورصة الاوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، ط 01، سوريا، 2009، ص 16.

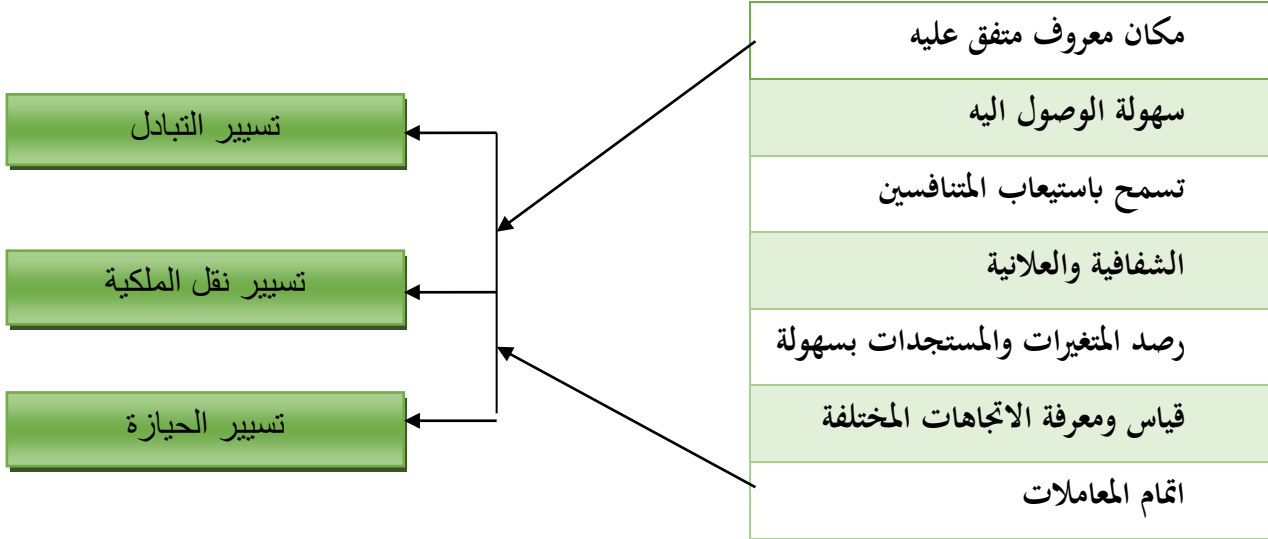
3 - عاطف وليم اندوراس، السياسة المالية وأسواق الاوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، ب ط، مصر، 2005، ص 06.

4 - عصام حسين، اسواق الاوراق المالية (البورصة)، دار اسامة للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص 17- 18 .

5 - شقيب عيسى و يحي أزغار، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 07-2016، ص 51.

سوق غير المنظم يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة، كما يمكن اختصار مجمل التعاريف في الشكل التالي:

الشكل رقم 2: تعاريف سوق الأوراق المالية



المصدر: محسن احمد الحضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، اشترك للنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص 09.

2- التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية: لم تنشأ الاسواق المالية من محض الصدفة أو بطريقة مباشرة وإنما مرت بمجموعة من المراحل إلى أن توصلت إلى وضعيتها الحالية بأنظمتها وهيكلها وتمثل هذه المراحل في¹:

1-2 مرحلة إنشاء بورصات البضائع: أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304 ، بعد ذلك أنشأت بورصة أمستردام للبضائع عام 1608 فكانت مركزا للسوق الآجلة للبضائع؛

2-2 مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: بدأت هذه المرحلة في فرنسا بداية من القرن الثالث عشر من خلال تداول السفاتج و السندات الأذنية حيث أوجد الملك فيليب الأشقر مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول و في إنجلترا عام 1688 كان التعامل يتم في سندات الائتمان و كذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست في عام 1599²؛

1 - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001، ص ص 32-34.

2 - شعبان محمد إسلام البرواري، المرجع والموضوع نفسهما .

3-2 مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي و على أرصفة الطريق: بعد خروج المتعاملين في الأوراق المالية من بورصة البضائع، بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فاتخذوا من أرصفة الطريق القريبة من بورصة البضائع و المقاهي في الأيام الباردة و الممطرة مكانا لهم ؛

4-2 مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها و أنظمتها: صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده تحمل الأعباء المالية فبنمو الاقتصاد و تطور الصناعة و زيادة الدخول من ناحية، و رواج التعامل بالأوراق المالية من ناحية أخرى، أدى إلى قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، و التي استقلت بنظمها ومبانيها في وقت مبكر، كبورصة لندن و نيويورك و طوكيو.

- ومع ظهور الثورة الصناعية و تطور الفكر الاقتصادي الرأسمالي القائم على مبدأ التخصص و تقسيم العمل، بدأ تغيير هيكلية في الأنشطة الإنتاجية فازدادت أنواع السلع و تنوعت أنماط الإنتاج و تفاقمت الأعباء في ظل نقص المصادر المالية التي فاقت قدرات المستثمر الفرد، فأصبحت الحاجة ملحة إلى زيادة موارد التمويل، فظهر مفهوم شركات الأسهم التي قامت على أساس مشاركة عدد كبير من المساهمين في ملكية الشركة .

- توسعت الاحتياجات المالية للشركات والحكومات بالشكل كبير، وبلغت أحجاما تتجاوز في كثير من الأحيان مقدرة فرد واحد، أو عائلة واحدة، وكان لابد أن تحل المؤسسة الجماعية محل المؤسسة الفردية. وعندما دخلت الدولة الميدان الاقتصادي، وأصبحت تتحمل نفقات ضخمة، من أجل تمويل الاستثمارات الجديدة، أو من أجل إدارة الثروة المؤممة التي تتكفل بها، أو من أجل المشاركة مع القطاع الخاص، في أي الشكل من أشكال التعاون بين القطاعين، كان لابد من الحصول على رؤوس الأموال والقروض طويلة الأجل، وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية (سندات دين)، وتوظيفها وتداولها في السوق.

وأصبحت هذه الأوراق المالية (الأسهم، حصص التأسيس، سندات الدين العامة والخاصة) تالشكل أنواعا من الثروة، بعد أن كانت العقارات هي الأساس.

و بسبب تنوع هذه الأوراق المالية وانتشارها الواسع، وكثرة تداولها نشأت بورصات الأوراق المالية، واستوجب تنظيمها منعا للاحتيال والتلاعب¹.

1 - ميثم عجم، التمويل الدولي، دار الزهران للنشر والتوزيع، الاردن، 2008، ص 81.

المطلب الثاني: أنواع ومكونات سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف سوق الأوراق المالية وإعطاء مكوناتها من خلال عدد من المعايير والخصائص الرئيسية.

- **أولاً: أنواع سوق الأوراق المالية:** توجد سوق الأسهم وسوق السندات وسوق المشتقات المالية، وسوق العملات، وغيرها من الأسواق المالية، ولكنها جميعاً تتعرض لسلوك المستثمرين والتذبذبات ما بين الصعود والهبوط واتساع مجالات العرض، كما يصف المتعاملون الأسواق كالسوق الصاعدة، أو النازل أو السوق المتأرجحة، إلا أنه يمكن أن نصنف الأسواق المالية إلى:

1- الأسواق المالية من حيث الاداء: تصنف إلى¹:

1-1 الأسواق الهابطة: عندما يزيد المعروض على المطلوب من الأسهم، يمر السوق بحالة من الانخفاض المستمر الذي قد يمتد لفترات طويلة قد تأخذ شهوراً أو سنوات، حيث عندما يكون السوق في حالة الهبوط والتدني، يعني أن المؤشرات الرئيسية للسوق تكون في حالة هبوط، وعند حدوث ذلك يقوم الناس ببيع الأسهم بأي سعر يمكنهم الحصول عليه، وبوجه عام يكون أداء الاقتصاد ضعيفاً وتنخفض أرباح الشركات التجارية. إن السوق الذي يعاني حالة من الهبوط يصيب المستثمرين في البورصة بالإحباط، حيث يبدأ الناس في تجنب سوق الأوراق المالية، ويضعون أموالهم في النقدية، أو الذهب أو السندات، وقد يكون السوق الذي يمر بفترة طويلة من الهبوط دليلاً على حدوث ركود في الاقتصاد، ولا يمكن لأحد أن يتنبأ بالفترة التي سيطر فيها السوق يعاني حالة من الهبوط والتدني.

1-2 الأسواق الصاعدة: هي السوق التي يزداد فيها الطلب على العرض في الأسهم بالشكل مستمر، قد يمتد إلى شهور، مع فترات تصحيح قصيرة تحقق أرباحاً عالية لجميع العاملين فيها، وخلال صعود السوق تكون هناك وفرة في فرص العمل، والوظائف في الشركات العاملة في البورصة، وتكون لدى المستثمرين وفرة في النقدية التي يستخدمونها في شراء الأسهم.

1-3 الأسواق المتأرجحة: يخشى العاملون في البورصة من الأسواق المتأرجحة، لأنه من الصعب على أي أحد تحقيق أرباح في مثل هذه الأسواق، بل إن احتمالات الخسارة الكبيرة واردة تماماً، ففي مثل هذا السوق تكون المؤشرات متذبذبة صعوداً أو هبوطاً لكنها تلقى بمخاوف من الركود والهبوط طويل الأجل مما يؤدي إلى

¹ - منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، دار المصرية اللبنانية، ط1، مصر، 2007، ص 34.

انخفاض الطلب وزيادة العرض من الأسهم بالشكل تبادلي، إلى ان تبدأ حالة الاستقرار في السوق ويصبح على المستثمرين تحمل فترات التصحيح، إلى أن يأخذ اتجاهها في الصعود إلى اعلى مرة اخرى.

2- الأسواق من حيث التداول: أما فيما يخص هذا النوع نجد¹:

1-2 سوق الأوراق المالية المتداولة: وهي جميع الأوراق المالية (الأسهم، السندات ووثائق صناديق

الاستثمار المغلقة، والمقيدة بالبورصة و المستوفاه شروط القيد والتداول)

2-2 سوق الأوراق المالية غير المقيدة وغير المستوفاة لشروط القيد وتنقسم إلى:

1-2-2 سوق الاوامر: السوق يتم من خلاله التعامل على الأوراق المالية غير المقيدة التي توافق ادارة البورصة

على التعامل فيها في هذا السوق.

2-2-2 سوق نقل الملكية ويتم من خلاله الإعلان عن أخطار نقل الملكية للعمليات التي ترد للبورصة

للإعلان عنها.

تهدف الأسواق المالية إلى إيجاد آلية للتمويل و الاستثمار، وتنوع الأسواق المالية حسب طبيعة الادوات

المعرضة للتداول وطريقة تنفيذ الصفقات، وتصنف أسواق الأوراق المالية إلى أسواق حاضرة وأسواق المشتقات

المالية الذين بدورها ينقسمان إلى أسواق:

3- أسواق مالية من حيث فترات التعاقد: يوجد نوعان من الأسواق تدرج في هذا النوع:

1-3 الأسواق الفورية²: هي تلك الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية متوسطة

وطويلة الأجل بالشكل فوري أي تسليم الورقة المالية محل الصفقة في نفس اليوم او في فترة زمنية لا تتعدى 48

ساعة.

2-3 الأسواق المستقبلية: يقصد بها أسواق العقود المستقبلية (المشتقات المالية) ذلك لأنها تقوم على مبدأ

اشتقاق أسعار الأوراق من الأوراق المالية التقليدية (أسهم وسندات) ويتم تسليم الصفقة محل التعاقد في تاريخ

لاحق مستقبلي³.

¹ - منى قاسم، المرجع نفسه، ص 35-36.

² - هوشيار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، 2003، ص 84-85.

³ - خولة رشيد حسن، إمكانيات الاستثمار في المشتقات (العملات المستقبلية)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 10،

2005، ص 297.

ثانياً: مكونات سوق الأوراق المالية:

إن سوق الأوراق المالية يتالشكل بمرحلتين أساسيتين، وهما مرحلة الإصدار في السوق الأولي ومرحلة التداول في السوق الثانوي.

1- الأسواق الأولية: (سوق الإصدار) هو سوق يتم التعامل فيها على الأوراق المالية لأول مرة عقب طرح اكتتاب عام للجمهور¹، أو عن طريق زيادة رأس مال الشركة للاكتتاب، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة وطرح رأسمال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية، تصدر الأوراق المالية في السوق الأولي بسعر الإصدار، حيث أن هذه السوق يتم تجميع جزء من مدخرات الأفراد أو المؤسسات المالية والشركات الأخرى لتمويل المشروعات الجديدة أو تمويل مشروعات قائمة².

هو السوق التي تنشأ فيه العلاقة بين المدين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به لأول مرة، وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة (الأسهم، السندات) من الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي وذلك بهدف توجيه حصيلتها لاستثمارات مادية قصيرة وطويلة الأمد وذلك من خلال إتباع بعض أو كل الأساليب وهي:

1-1 أسلوب البيع المباشر: وهو أن تقوم الشركة المصدرة للأوراق المالية ببيعها في السوق مباشرة للمستثمرين طبيعيين أو معنويين دون تدخل أحد الوسطاء، وهذا لربح الوقت والمال³.

1-2 أسلوب المزاد: يتبعه البنك المركزي نيابة عن وزارة المالية لتصرف ما يصدره من أوراق وذلك بطرحها في مناقصات على الشكل عطاءات تنافسية تتضمن سعر الشراء و الكميات المراد شراؤها من طرف المستثمرين المحتملين، وعملياً يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار⁴.

1 - فيصل محمود الشواروه، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الاسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 01، الاردن، 2008، ص 55.

2 - منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، دار المصرية اللبنانية، ط 01، مصر، 2007، ص 24-25.

3 - مصطفى يوسف كافي، بورصة الاوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، ط 01، سوريا، 2009، ص 72.

4 - زهرة خضير وعباس العبيدي، سوق الاوراق المالية ودورها في تفعيل الاستثمارات، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، ع 28، ج 02، 2018، ص 06.

3-1 أسلوب البيع غير المباشر: ويتم من خلال قيام طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع للمستثمرين وذلك من أجل تخفيض التكاليف العالية والشروط القاسية وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن قلة الخبرة، إلا أن هذا الوسيط يتقاضى عمولة عن خدمته ويكون بنكا استثماريا أو تجاريا كما يقدم النصح والمشورة حول الحجم والتوقيت والجدوى من الإصدار كما يتولى كافة الإجراءات التنفيذية للإصدار والبيع.

2- الأسواق الثانوية: وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية، تنظمها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير السيولة لكشركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية وتنقسم إلى¹:

1-2 أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية، تتداول فيها الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، يجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام².

2-2 الأسواق غير المنظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها 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. ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

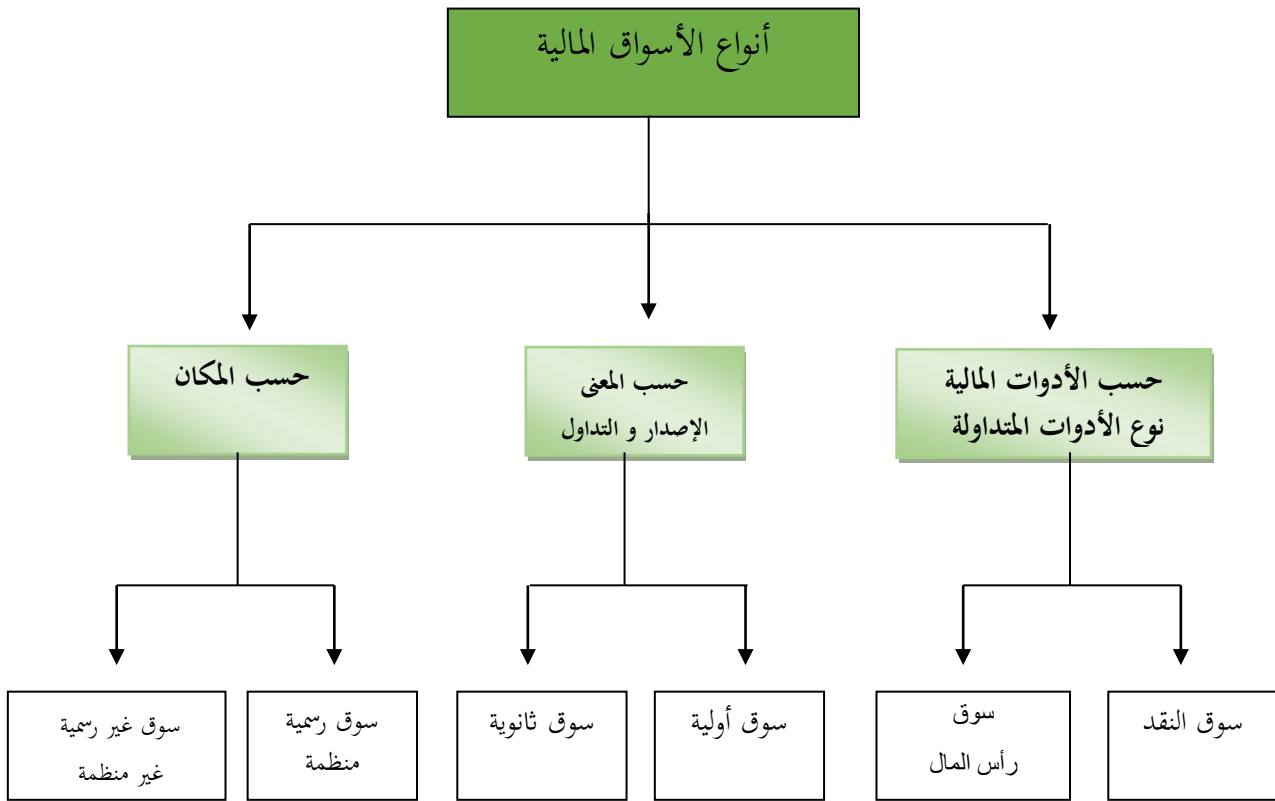
1 - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، علميا- عمليا، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفني ط01، مصر 2000، ص 14.
2 - كمال بن دغفل، كمال زيتوني، محاولة صياغة دالة أداء الكلي السوق المالي في الأردن خلال الفترة -1978-2014، يوم دراسي حول: أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية، 06 ديسمبر 2016، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، ص 8.

1-2-2 - السوق الثالثة: يعتبر قطاع من السوق غير المنظم، أي أن صفقات بيع و شراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة من خلال أعضاء بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظمة، حيث تستطيع هذه الأسواق بشراء وبيع أوراق مالية بكميات مختلفة¹.

2-2-2 السوق الرابعة: هي السوق التي تقوم بعمليات البيع والشراء الضخمة من خلال التعامل مباشرة بين المستثمرين و بدون وسيط، تمتاز بانخفاض التكاليف و قلة الإجراءات².

من خلال تعرّفنا على مكونات أسواق الأوراق المالية يتضح لنا العلاقة التبادلية والتكاملية بين سوقي الإصدار و التداول أي السوق الأولي والسوق الثانوي، والشكلا لتالي يوضح مجمل ماشرح من قبل:

الشكل رقم 3: مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على:

- مبارك بن سليمان بن محمد ال سليمان، احكام التعامل في الاسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، ط01، السعودية ص 61-82.

¹ - عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، الاسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية اسواق الاوراق المالية شركات التأمين شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص287.

² - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية الاسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر، ط01، الاردن، ص 58.

يظهر من خلال الشكلا لسابق انه يلتقى أصحاب عرض الأوراق المالية بأصحاب الطلب عليها (المدخرين) داخل السوق للاكتتاب، والالتقاء بينهم يمثل الدورة المالية الأولى ويسمى بسوق الإصدار أو السوق الأولى، ثم ثاني مرحلة يقوم حاملوا تلك الأوراق المالية ببيع هذه الأوراق وهذا بغية إعادة الاستثمار أو حاجتهم للسيولة النقدية، وهذه الدورة المالية الثانية وتعرف بسوق التداول أو السوق الثانوي .

المطلب الثالث: متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية، أهميتها وآليات عملها

إن أحد أهم شروط نجاح المؤسسات الاقتصادية في تجسيد المشاريع الاستثمارية وتدعيم و تثبيت توازنها المالي هو وجود آليات و بدائل محكمة لتوفير الاموال اللازمة بأقل تكلفة ممكنة، و من البدائل التمويلية هناك الأسواق المالية أي بورصة الأوراق المالية و النظام المصرفي و رأس المال الخاص و رأس المال الاستثماري أو المخاطر، تختلف أهمية سوق الأوراق المالية، و التي تقاس بنسبة الرسملة السوقية للسوق على الناتج المحلي الخام، من بلد إلى آخر و لا يعكس حجمها بالضرورة أهميتها بالنسبة للاقتصاد الوطني.

أولاً: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية: لا تنشأ الأسواق المالية بمجرد رغبة المستثمرين ولا بصدر قرار من السلطات وإنما بتوفر مجموعة من الشروط وهي:

- وجود حجم كافي من المدخرات المعروضة أي ثروات الأفراد¹؛
- طاقة استيعابية مقبولة و قادرة على استيعاب رأس المال المعروض وتوفر مشاريع ذات جودة اقتصادية و ربحية كافية²؛
- وجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات تقوم بتعبئة المدخرات وخلق فرص استثمارية جديدة وتحقيق قوى العرض والطلب؛
- اعتماد آلية السوق الحرة كأساس لعمل النظام الاقتصادي والأنظمة القانونية والتشريعية، والسياسة النقدية والمالية³؛
- اتباع كافة الشركات نظام محاسبي موحد، وتطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي؛
- وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل في السوق المالي والرقابة عليه؛

¹ - أسامة الفولي و زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعية الجديدة، مصر، 2005، ص 264-265.

² - المرجع والموضوع نفسهما.

³ - دريد كامل الشيب، الاسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط 01، عمان، 2012، ص 39-40.

- اعتماد معايير المحاسبة الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية ووجود شركات ومكاتب محاسبة وتدقيق؛
- توفير بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليون القادرون على عمليات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات والأخبار؛
- توفر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية في نشرات مكتوبة بالإضافة إلى التزام الشركات بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها وكافة مشاريعها، وهذا لبعث الثقة في الأوراق المالية وتحقيق قوى العرض والطلب.

ثانياً: آليات تنظيم عمل سوق الأوراق المالية¹: ينظم العمل في بورصات الأوراق المالية بواسطة القوانين واللوائح والإجراءات والقواعد المنظمة لطرح وتداول الأوراق المالية، وأن التعامل يتم من خلال سمسارة الأوراق المالية، كما تدير البورصة الجهات الآتية:

1-2 **لجنة البورصة:** تتكون من سبعة عشر عضواً منهم تسعة أعضاء من السمسارة المسجلين بالبورصة وخمسة من الأعضاء المنظمين، ثلاثة أعضاء يعينهم الوزير المختص مدة سنتين، يختلف هذا العدد من سوق إلى آخر، تقوم لجنة البورصة بالمهام الآتية:

- تحقيق حسن سير النشاط من خلال الإجراءات الضرورية لذلك؛
- القيام بدور السلطة التأديبية على أعضاء البورصات جميعهم وعلى المندوبين الرئيسيين والوسطاء وذلك وفقاً للقواعد التي ينص عليها القانون واللوائح؛
- يجوز للجنة البورصة أن تقرر وبأغلبية أعضائها، إذا حدثت ظروف خطيرة، وضع وتعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية المتداولة وبأسعار الإقفال لليوم السابق على القرار، ويتم إبلاغ القرار للوزير المختص ويحق له الموافقة أو الرفض.
- 2-2 **مكتب لجنة البورصة:** ويساعد لجنة البورصة للقيام بعملها فضلاً عن العمل الإداري وتنظيم أعمال اللجنة والجدول الأعمال.

1 - نزهان محمد سهو، أسواق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 26 ع 02، 2010، ص 657.

2-3 الجمعيات العامة: تعد من أهم العناصر حيث يتم من خلال جلساتها السنوية وقراراتها تحديد الشكل البورصة واتجاهاتها، وتتكون من أعضاء البورصة جميعهم المنظمين أو العاملين.

ثالثا: المتعاملون في سوق الأوراق المالية: تعتبر سوق الأوراق المالية كأي سوق لابد من وجود أشخاص لكل منهم دور لإتمام عملية التداول بسهولة وسرعة، مع توفر معلومات كافية لإتمام عملية البيع والشراء¹:

1- الطالبون للأوراق المالية: يقصد بهم المشترون للأوراق وهم شركات التأمين وصناديق الإيداع والنقابات والجمعيات وشركات الاستثمار وشركات الأموال والبنوك التجارية، وكافة هذه الفئات تعتبر ادخار جماعي وادخار فردي، إلا أن الادخار الفردي يسمح ب:

- تحريك السوق وتنشيطه؛

- يسمح بتعبئة المدخرات بصورة منظمة؛

- يعوض الأفراد عن نقص خبراتهم ومعلوماتهم ويقلل من المخاطر حيث أنّ هذه الشركات لها الخبرة بالسوق.

2- المعارضون للأوراق المالية: أو البائعون وتمثل في الشركات الصناعية والتجارية والقابضة التي تصدر السندات لتغطية العجز في الميزانية وامتصاص السيولة أو مواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنى الأساسية، كذلك ما تصدره الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة لمواجهة العجز أو الاستثمارات الجديدة والشركات الخاصة الوطنية والأجنبية.

3- وسطاء الأوراق المالية: أو السماسرة إذ يتم التعامل في البورصة بواسطة فئة من الوسطاء المحترفين الذين يتمتعون بخبرة عالية للتوفيق بين طالي وعارضي الأوراق المالية والمتمثلين في:

3-1 بنوك الاستثمار: وهي مؤسسات مالية متخصصة في إصدار الأوراق المالية ولا تمارس نشاط البنوك التجارية كقبول الودائع ومنح الائتمان و يتمثل دورها في تقديم الخدمات الاستثمارية للوحدات الاقتصادية كتقديم النصح للشركات بخصوص إصدار الأوراق المالية وتنفيذ التعهد بتغطية عملية الإصدار و تحمل مخاطر تقلب الأسعار بالإضافة إلى تسويق الأوراق المالية المصدرة وما يتحمل به كقيام الحملات الترويجية والاتصال بالمستثمرين المحتملين مثل البنوك، شركات التأمين والتقاعد والجمهور².

¹ - سوزي عدلي ناثر، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرف، منشورات الحلبي الحقوقية، ب ط، لبنان، 2007، ص 191-190.

² - حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير وآخرون، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، ع 22، 2012، ص 230.

2-3 صناديق التعاقد: هي مؤسسات مالية تقوم بجمع المساهمات من العاملين المشمولين بالضمان وتكون مؤسسات خاصة وحكومية، وتستثمر حصيلة الأموال التي تجمعها في الأسواق المالية، وتقدم فيما بعد إعانات لهؤلاء العاملين عند عجزهم أو إحالتهم على التقاعد.

3-3 شركات التأمين: تعتبر شركات التأمين أهم المؤسسات المالية المساعدة في تنشيط الأسواق المالية حيث تقوم بتجميع فوائض الوحدات في صورة أسهم و أقساط تأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز، كما تقوم بتحويل المدخرات إلى استثمارات رأسمالية حقيقية¹.

3-4 البنوك الإسلامية: هي مؤسسة نقدية مالية مصرفية تعمل على جذب الموارد النقدية من افراد المجتمع وتوظيفها توظيفاً فعالاً يكفل تعظيمها ونموها في إطار القواعد المتفقة و أحكام الشريعة الإسلامية والالتزام بقواعد الحلال والحرام².

رابعاً: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية: لضمان نجاح وفعالية السوق المالي يجب تضافر الشروط الموضوعية و الاشكلية ومن أهمها نجد³:

1- الشروط العامة لنجاح الاسواق المالية:

- تنظيم الأسواق المالية خصوصاً فيما يتعلق بالمعلومات الخاصة بالمستثمرين و ذلك من أجل المحافظة على استقرار الأسعار في الأسواق المالية بحيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية، وكذلك تنظيم المعاملات التجارية من خلال توفير الثقة بسوق الأوراق المالية⁴؛
- يوفر نظام محاسبي متطور ويتوافق مع الأنظمة المحاسبية الدولية سواء على مستوى السوق أو المؤسسات التي تتعامل فيها مما يوفر قدر كافي من المعلومات التي تسمح للمستثمرين باختيار بين البدائل المتاحة حسب أهدافهم ونسبة اتجاههم نحو المخاطرة؛
- وجود مجموعة متنوعة من الأوراق المالية من حيث المخاطرة واحتياجات المستثمرين؛

¹ - صالح عبد القادر و سالم راضية، الوساطة المالية لشركات التأمين واثرها على تفعيل السوق المالية في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، ع09، مجلد 3، ص 58.

² - حيدر يونس الموسمي، المصارف الإسلامية، أداءها المالي وأثرها في سوق الاوراق المالية، يازوري للنشر والتوزيع، 2018، ص 27.

³ - محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط01، مصر، 2006، ص ص35-38.

⁴ - عبد الله بلوناس وآسيا قاسيمي، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتخدي مخاطر العولمة المالية، ملتقى وطني حول عولمة الأسواق المالية: الفرص والتحديات يومي 13/12 أكتوبر، 2011 المركز الجامعي - غليزان، ص 07-08.

- وضع إدارة عامة لسوق الأوراق المالية تقوم بوضع شروط تنظيمية له و تسهيل عملية تداول أسهم الشركات والإشراف عليها ومراقبتها، حيث تتمتع بالحيادية والاستقلالية .
 - أن يتمتع السوق بقدر كاف من العمق حيث يتميز بكثافة التداول و كثرة المعاملات وتنوع المستثمرين من حيث الحجم والنوع.
 - لإنجاح سوق الأوراق المالية يجب أن توفر الدولة القدر الكافي من الحماية، من خلال وضع تشريعات وتنظيمات لعمليات التبادل في السوق تتوافق مع الخصائص الاجتماعية والاقتصادية للدولة، بالإضافة إلى توفير مؤسسات متخصصة لتحليل البيانات المالية والاستثمارية ووضعها تحت تصرف المستثمرين تفاديا للمضاربات العشوائية، كما على الدولة ان تقوم بفرض عقوبات صارمة ضد نشر معلومات وبيانات خاطئة ومضللة للشركات مما يعيق من أخذها قرارات صائبة، كل هذا بشرط عدم تدخل الدولة بالشكل مباشر وغير مباشر في اتخاذ القرارات أو إدارة السوق أو التأثير في حركة وسعر الأسهم .
 - كما لا يقصد بنجاح سوق الأوراق المالية أن يشهد صعودا مستمرا في أسعار الأوراق المالية و إنما أن يتميز بالمنافسة الكاملة أو شبه كاملة، إذ تتوفر كافة المعلومات للمستثمرين حيث تؤثر على قراراتهم المتعلقة بالاستثمار، وان تتحدد الاسعار وفق لقانون العرض والطلب وبكل حرية.
- 2- الشروط الخاصة لنجاح الأسواق المالية: وتقتصر في ثلاث شروط:
- 1-2 شرط الذرية: يتمثل هذا الشرط في ثلاث مبادئ تهدف لجعل البورصة أكثر تنافسية وبالتالي أكثر قدرة لجذب الادخار وهي¹:
- 1-1-2 مبدأ تعايش قسمي السوق: فالسوق الأولي تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب في السوق الثانوي.
- 2-1-2 مبدأ تعدد المتدخلين: اي وجود عدد كبير من المتدخلين بائعين أو مشتريين يوفر للبورصة حد أدنى من التنافس من أجل السير الفعال لها.
- 3-1-2 مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: وهذا بغية تقليص المخاطر.
- 2-2 شرط السيولة: يهدف هذا الشرط إلى ضمان فعالية سير البورصة وهذا من خلال مجموعة من المبادئ:

1 - محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للاسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، ط 03، مصر، 2000، ص 140.

1-2-2 مبدأ حرية الدخول والخروج من السوق بدون مضايقات أو حواجز سواء للمستثمرين أو رؤوس الأموال (عدم استقرار رأس المال).

2-2-2 مبدأ حرية الاستثمار: عدم التفرقة والتمييز بين المستثمرين والكل يخضع للقانون الداخلي.

3-2-2 مبدأ الاستقرار: تتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن السيطرة عليها عن طريق تحسين أداء المؤسسة، ومخاطر منظومية تنتج عن عدم استقرارية محيط البورصة و تكون سياسية أو اقتصادية، ثقافية اجتماعية.

3-2 شرط الشفافية: يتحقق هذا الشرط بتوفر¹:

- الإفصاح و الشفافية عن المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي و الأرباح المحققة مما يساعد في توقع القيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية و هذا عن طريق النشرات الرسمية والملصقات واللوحات الالكترونية، كما تفرض عقوبات شديدة ضد أي معلومة مضللة أو إخفاء معلومة ضرورية.

1 - محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 83-84.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المستثمرة في سوق الأوراق المالية

يعتبر الاستثمار، امتلاك أصل من الأصول على أمل أن يتحقق من ورائه عائدا في المستقبل، كما أنّ الاستثمار يكون أصل حقيقي، أصل مالي، فالأصل المالي هو أساس الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق ادوات استثمار مباشرة التي تعطي لحاملها حق مباشر في عائد يحصل عليه من طرق الجهة المصدرة لها، أما أدوات الاستثمار غير المباشرة فتتمثل في صناديق الاستثمار.

تعتبر الأوراق المالية عصب حياة السوق و هي السلعة التي يتم تداولها سوق المال في المدى الطويل أو القصير، تعطي لحاملها أو صاحبها حق في الملكية او حق دين مما يسمح له بالحصول على عائد محدد مسبقا، كما تسمح له بحرية التصرف بالورقة في أي وقت¹، تنقسم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع و هي: أدوات ملكية، أدوات الدين و المشتقات المالية .

المطلب الأول: الأسهم والسندات

تعتبر الأدوات المالية المستخدمة في أسواق رأس المال أوراق ملكية وأوراق مديونية، فبالنسبة لأوراق الملكية تتمثل في منح جزء من رأس مال الشركة للمساهمين مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة، وقد يتم إصدار أوراق الملكية عند تأسيس الشركة، أو عند رفع رأس مالها، أو عن طريق سوق الأوراق المالية مباشرة (العروض العامة للبيع)².

أولا: حقوق ملكية: قبل التعرف على الأسهم نتعرف على حقيقة شركة المساهمة:

- **شركات المساهمة:** هي شركة تجارية يقسم رأسمالها إلى حصص متساوية تسمى أسهم ويتم تداولها في الاسواق المالية³.

- تقوم المؤسسات بإصدار الأسهم بغية جذب رؤوس الأموال، فيقبل المستثمرون على شراء أسهم إحدى المؤسسات، و ذلك لتحقيق فرصة بيع هذه الأسهم بأسعار مرتفعة إذا كان أداء المؤسسة جيدا، فمن الممكن أن ترتفع أسعار الأسهم التي تملكها هذه المؤسسة، و تحقق بذلك أرباحا، أما إذا كان أداء الشركة سيئا

1 - مصطفى يوسف كافي، بورصة الاوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، ط 01، سوريا، 2009، ص 147.

2 - G. DEFOSSÉ, P. BALLEY, La bourse des valeurs Alger, Edition BOUCHENE, 1993 , p 19-20.

3- عبد الباقي خلفاوي، الإتفاقيات بين المساهمين في شركة المساهمة، مجلة العلوم الانسانية، ع 43، مجلد ب، جوان 2015، ص 357 .

فمن المحتمل أن تنخفض أسعار الأسهم التي يمتلكها في الشركة و بالتالي يخسر جانبا من قيمة الأسهم¹، تنقسم أدوات الملكية بدورها إلى صنفين و هما، الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1- **الاسهم:** تعرف على أنها " ورقة مالية تثبت امتلاك حاملها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق و تحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة " ² أي هي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية³.

2- **خصائص الأسهم:** تمتاز الأسهم بالخصائص التالية⁴:

1-2 **تساوي قيمة الأسهم:** رأس مال الشركة مقسم إلى أسهم متساوية، يترتب على تساوي قيمة الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم: فهو يقتضي المساواة في الحصول على أرباح الشركة، والمساواة في حق التصويت في الهيئة العامة، كذلك يقضي بالمساواة في الالتزامات المترتبة على ملكية السهم .إلا أنّ هذه المساواة ليست من النظام العام إذ إن المشرع أجاز، في الحالات التي لا يتضمن فيها نظام الشركة منعاً صريحاً، إصدار أسهم امتياز بقرار من الهيئة العامة غير العادية تمنح بموجبها حقوقاً أكثر من الحقوق التي تمنحها الأسهم العادية .

2-2 **عدم قابلية السهم للتجزئة:** إن عدم قابلية السهم للتجزئة لا تمنع أن يمتلك عدة أشخاص سهماً واحداً لكنه يتعين في هذه الحالة أن يمثلهم تجاه الشركة شخص واحد منهم. فإذا ما توفي مساهم وآلت ملكية السهم الذي كان يملكه إلى عدة ورثة، فإن السهم لا يتجزأ عليهم ولا يكون لكل منهم صوت في الهيئة العامة للمساهمين، بل يتوجب عليهم أن يتفقوا على اختيار من يباشر عنهم الحقوق التي يخولها إياهم السهم .

2-3 **عدم جواز إصدار السهم بقيمة تقل عن قيمته الاسمية:** مثلاً في بورصة دمشق لا يجوز أن تكون قيمة السهم المعلنة في الاككتاب مئة ليرة سورية وتستوفي الشركة عنه ثمانين ليرة سورية مثلاً .

2-4 **تحديد المسؤولية بقيمة السهم:** لا يتحمل المساهم من الديون والالتزامات المترتبة على الشركة إلا بقدر ما يملكه من الأسهم في رأس المال .

1- منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص 127.

2 - السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، ط01، الاردن، 2010، ص 147.

3 - Pilbeam Keith , finance and financial markets , palgrave,2010,p111.

4 - ميسون علي حسين، الاوراق المالية واسواقها مع الاشارة إلى سوق العراق للاوراق المالية تاطير نظري، مجلة جامعة بابل، مجلد 21، ع 01، 2013، ص 07-08.

2-5 قابلية السهم للتداول: إن حرية تداول السهم تعد من أهم الخصائص التي تميزه من حصة الشريك في شركات الأشخاص. إذ إن هذه الحصة لا يمكن نقلها إلى شخص آخر إلا بعد موافقة بقية الشركاء بسبب المكانة التي تحتلها شخصية الشريك في شركات الأشخاص، أما في الشركة المساهمة المغفلة فالأصل أن لكل شريك مساهم حق نقل ملكية أسهمه إلى أي شخص آخر إن أراد، ولا يمكن أن يؤثر ذلك في مركز الشركة المالي ما دامت قيمة السهم المتداول باقية في رأس مال الشركة وإن تغيرت أشخاص المساهمين .

3- أنواع الأسهم: تعتبر الأسهم إحدى الأدوات المتاحة للاستثمار في الأسواق المالية وتعتبر أفضل أداة مالية للاستثمار على المدى الطويل ويعد التنوع عاملاً أساسياً لامتلاك محفظة استثمارية ناجحة، وتنوع الأسهم حسب الزاوية التي ينظر لها المستثمر، فإن كان النظر من جهة حقوق الملكية فتنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، أما إن كان النظر من زاوية نمط الشركة (الاستثمار) فتنقسم إلى أسهم الدخل وأسهم النمو إضافة إلى أنواع أخرى، أما فإن ركز على معيار الحجم فيوجد أنواع أسهم مختلفة.

3-1 الأسهم العادية: هي أداة ملكية ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص لها قابلية التداول في البورصة وتتصف بكونها دائمة مع عمر الشركة أو المشروع، لا تترتب عن إصدارها التزامات على الشركة تجاه المستثمرين فيها سواء من حيث استحقاق قيمتها أو قيمة وتاريخ توزيع الأرباح¹، كما شهدت الأسهم عبر التطور التاريخي والاقتصادي والقانوني مجموعة من التغيرات سواء في التسمية أو القيمة و على هذا الأساس تصنف الأسهم العادية إلى مجموعات فهناك:

3-1-1 تصنيف حسب التسميات: يمكن تصنيف الأسهم حسب تسميتها إلى:

- **السهم المصرح به:** يتم تحديد رأس المال المصرح به عند إعداد قانون تأسيس الشركة الذي يقسم رأس المال إلى حصص متساوية.
- **الأسهم المصدرة:** تصدرها الشركة عندما تقوم بتحويل جزء من رأس المال إلى أسهم.
- **أسهم الخزينة:** الأسهم التي يتبرع بها أحد المساهمين إلى الشركة أو تصل إلى الشركة من حملتها لسبب ما.
- **الأسهم المتداولة:** الأسهم المتبقية من رأس المال المصدر بعد طرح قيمة الأسهم المستردة.

¹ - دريد كامل ال شيب، الاسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط01، 2012، عمان، ص 180.

- **الأسهل المدفوعة:** هي شرط سداد قيمة الأسهل عند الاككتاب فيه بالكامل وقد تكون الأسهل غير مدفوعة أو مدفوعة جزئيا عند وجود شرط تسديد نسبة معينة منها عند الاككتاب.

3-1-2 التصنيف حسب قيمة الأسهل: وفقا لهذا المعيار تقسم إلى:

- **القيمة الاسمية للأسهل:** هي قيمة مبينة على وثيقة السهل، يتم بها الإصدار وتكون في عقد التأسيس¹، تعتبر قيمة نظرية لتغطية رأس المال المدفوع، كما يمكن تخفيض القيمة الاسمية للأسهل من خلال ما يسمى اشتقاق الأسهل فيعطي الحق للمستثمر الحصول على جزء من سهل أو سهل كامل².

- **القيمة الدفترية:** هي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة، وتمثل تكلفة شراء الأصل ناقص الاهتلاكات المتراكمة وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهتلاكه بالكامل، كما أن القيمة الدفترية للأسهل العادي تساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهل³، وتحسب وفق المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{مجموع الموجودات} - \text{مجموع المطلوبات}}{\text{عدد الأسهل العادية القائمة}}$$

- **القيمة التسويقية:** هي القيمة التي يحددها السوق للأسهل العادي نتيجة التفاعل التلقائي بين قوى العرض والطلب في سوق المنافسة الكاملة، أي هي سعر السهل المتداول في سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة أكثر أهمية من القيمة الدفترية أو الاسمية لأنها تعتبر مباشرة عن قيمة ثروة الأسهل.

- **القيمة التصفية:** هي القيمة التي يتوقع المساهم في شركة المساهمة الحصول عليها للأسهل العادي في حال تصفية الشركة بعد استبعاد الالتزامات بما فيها حقوق الأسهل الممتاز.

$$\text{القيمة التصفية} = \frac{\text{صافي موجودات الشركة بعد التصفية}}{\text{عدد الأسهل العادية القائمة}}$$

3-1-3 تصنيف حسب طريقة التداول في السوق المالية⁴: تقسم الأسهل وفقا لهذا التصنيف إلى:

1 - سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 1998، ص 53.
 2 - منير ابراهيم هنيدي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة توزيع المعارف الاسكندرية، مصر، 1993، ص 7.
 3 - ابراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهل والسندات، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، ابو ظبي 2010، ص 08.
 4 - احمد بن محمد الخليل، الأسهل و السندات واحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي، ط1، السعودية، 2002، ص 52 .

- **سهم لحامله:** هو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، أي حامل السهم، المالك في نظر الشركة.
- **السهم الاسمي:** السهم الذي يحمل اسم صاحبه، وتثبت ملكيته بقيد اسم المساهم في سجل الشركة.
- **السهم الإذني أو لأمر:** وهي أسهم تتضمن عبارة لأمر أو لإذن وتداول بطريقة التظهير كسائر السندات التي تحمل شرط الأمر.

3-1-4 تصنيف من حيث الاستثمار¹:

- **الأسهم المتميزة:** هي أسهم الشركات الكبرى الأكثر سيولة ذات التاريخ العريق، تتميز برأس مال ضخم جدا، تتكون مؤشرات عوائدها مستقرة ومضمونة على المدى الطويل، هذه الأسهم بالذات تلعب دور مؤشرات السوق، كما تحدد حركة أسعارها تحدد اتجاه السوق.
- **أسهم نمو:** هي أسهم الشركات ذات الأرباح المرتفعة و المتزايدة، و تصاحب الزيادة في الأرباح ارتفاع سعر أسهمها، غالبا ما تقوم هذه الشركات بإعادة استثمار الأرباح ودفع أرباحا صغيرة دون مقابل لأصحاب الأسهم، نجد معظمها شركات التكنولوجيا، كما تعاني من نمو سريع خلال فترات زمنية قصيرة و خلال النمو السريع تنمو أسعار الأسهم بالشكل أسرع من الأرباح الأساسية مما يؤدي إلى ارتفاع السعر مقابل الربح و إن كان سعر الأسهم يفوق نمو الأرباح لفترة طويلة يؤدي إلى انخفاض كبير في سعر الأسهم².
- **أسهم الدخل:** هي أسهم عادية، تملكها شركات بدفع مجمل ارباحها الصافية كتوزيعات نقدية على مساهميها، نجد كثيرا هذا النوع في شركات الخدمات³.
- **الأسهم الدورية:** تتميز هذه الأسهم وجود علاقة قوية بين أرباحها و إيراداتها و الدورات الاقتصادية (رواج، كساد) التي يمر بها الاقتصاد⁴.
- **الأسهم الدفاعية:** هي مخزون يوفر أرباحا ثابتة بغض النظر عن حالة سوق الأوراق المالية بالشكل عام، هناك طلب مستمر على منتجاتهم، لذلك تميل الأسهم الدفاعية إلى أن تكون أكثر استقرارا خلال المراحل

¹ - ارشاد فؤاد التاميمي، الاسواق المالية، اطار تنظيم وتقييم الادوات، دار اليازوري، 2010، ص 156-157.

² - انواع الاسهم وخصائصها في السوق، الموقع الإلكتروني: <https://go-riche.net> تاريخ الاطلاع: 2019/06/27.

³ - دليل المصطلحات الاستثمارية، هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية، الموقع الإلكتروني: <https://cma.org.sa> تاريخ الاطلاع: 2022/02/02.

⁴ - دريد كامل ال شيب، الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص239.

المختلفة من دورة العمل¹.

3-2 الأسهم العادية الحديثة: لجأت بعض الشركات إلى تطوير مفاهيم جديدة للأسهم العادية بهدف الاستفادة من ميزات تضمنها قوانين بعض الدول، في السنوات الأخيرة ظهرت إلى جانب الأسهم العادية التقليدية التي سبق الإشارة إليها أنواع أخرى منها:

3-2-1 الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: هي أسهم تصدرها بعض الشركات وترتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي يحققها النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين².

3-2-2 الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم

العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة

الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمنشآت إلى بيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة³.

3-2-3 الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته وذلك في حال انخفاض قسمته السوقية إلا أنه ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984م لأول مرة أسهماً عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة وفي هذه الحالة فإنه:

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع في القيمة الاسمية للسهم.

- مخاطر التعرض للخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة الاسمية للسهم أقل من المستوى المحدد للتعويض،

يكون التعويض إما عن طريق إصدار أسهم عادية أو دفع التعويض في صورة نقدية أو إصدار أسهم ممتازة.

3-3 الأسهم الممتازة: " هي جزء من الملكية و لكن ليست حقيقية، حيث يمكن لصاحب السهم الممتاز

التصويت في الجمعية العامة، كما تعتبر مستند ملكية له قيمة اسمية و دفترية وسوقية مثل الأسهم العادية، إلا

أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الاسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الاسهم

¹ - JAMES CHEN , Defensive Stock, on the website: www.investopedia.com/terms/d/defensivestock.asp , View date , 20/09/2021.

² - محمد الفاتح محمود، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017، ص 67-80.

³ - منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة المعارف، مصر، 1994، ص 11.

المصدرة، فالسهم الممتاز ليس له نصيب من الاحتياطات و الأرباح المحتجزة التي تظهر في الميزانية، كما تتميز هذه الأسهم بأنها دائمة مادامت الشركة قائمة إذ ليس لها تاريخ استحقاق¹.

- أنواع الاسهم الممتازة: نجد للاسهم الممتازة انواعا مختلفة لا تختلف تسميتها فقط بل تختلف في دورها وخصائصها²:

- الأسهم الممتازة مجموعة الأرباح: (المتراكمة الأرباح): و هي الأسهم التي يحق لحملةا الحصول على الأرباح المقررة لها عن السنوات التي لم يتم توزيع تلك الأرباح، و ذلك إن لم تحقق الشركة أرباحا في إحدى السنوات، أو قرر مجلس الإدارة عدم توزيعها فإنه لا يجري توزيع الأرباح لا على حملة الأسهم العادية و لا على حملة الأسهم الممتازة، إذا لم تكن الأسهم الممتازة مجموعة الأرباح فإنه يسقط حق حملتها في الأرباح عن تلك السنوات التي لم توزع فيها، أما إذا كانت مجموعة الأرباح فإنه عندما تحقق الشركة أرباحا و تقرر توزيعها فإن الشركة تدفع لحملة الأسهم الممتازة الأرباح عن هذه السنة و السنوات التي لم توزع فيها و ذلك قبل اصحاب الأسهم العادية .

- الأسهم الممتازة القابلة للاستبدال (التحويل) وهي الأسهم التي يحق لحملةا تحويلها إلى أسهم عادية، خلال فترة محددة من تاريخ الاصدار، كما تحدد شروط ذلك عند الاصدار وتحدد عدد الأسهم العادية التي يمكن تحويلها إلى أسهم ممتازة.

- الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح (المشاركة): وهي الأسهم التي يحق لحملةا مشاركة حملة الأسهم العادية فيما زاد من الارباح عن حد معين، وذلك بعد اعطائهم القدر المقرر لهم من الأرباح.

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: تصنف هذه الأسهم إلى أسهم قابلة لاستدعاء وأسهم غير قابلة للاستدعاء، أما القابلة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم برد الأسهم للشركة بسعر محدد وعلى مدار الفترة الزمنية المحددة من تاريخ الإصدار وبالتالي تستطيع الشركة المصدرة ومن خلال هذه الخبرة السيطرة والتخفيض بما يسمى بالرفع المالي.

1 - محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم محافظ الاوراق المالية، دار حميترا، مصر، 2017، ص 207.

2 - بلجيلية سهبة، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010، ص 16-17.

غالبا يصدر شرط الأسهم القابلة للاستدعاء بالشكل مقرون بشرط الأسهم الممتازة القابلة للتحويل لصالح المساهم في حين أن شرط الاستدعاء لصالح الشركة المصدرة.

ثانيا: أدوات الدين: أي السندات وتعتبر صك مديونية وليس ملكية¹، لا يترتب عليه أي حقوق ملكية لدى الشركة، فهو يمثل وسيلة للاقتراض تستخدمها الحكومة والشركات ويتعهد صاحب السند سواء كان سندا حكوميا أو سند شركة، أن يدفع لحامل السند عائدا سنويا محدد مسبقا من تاريخ الاصدار إلى تاريخ الاستحقاق، ويسترد حامل السند قيمته في تاريخ الاستحقاق ويتم شراء السندات عند الاصدار في السوق الاولي، او من خلال سوق التداول عن طريق السمسار ويتم بيعه كذلك عن طريق السمسار².

1- خصائص السندات: تتميز السندات بمجموعة من الخصائص³:

- صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
- يحصل حامل السند على معدل فائدة ثابت سواء ربحت الشركة أم لم تبيع؛
- يتم استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛
- قابلية السند للتداول، أي يحق لحامله بيعه لمغير؛
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجارية في السوق النقدية؛

- لا يحق المطالبة بقيمة الفائدة للسند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- لا يشارك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛
- تعد الفوائد على السند من النفقات التي يجوز طرحها من إجمالي الربح، أي أنها لا تخضع للضريبة.

2- أنواع السندات: يمكن التمييز بين أنواع السندات وفقا لمعايير مختلفة أهمها⁴:

1-2 حسب نوع وطريقة الضمان: يوجد لدينا:

1 - محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 48.

2 - منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص 126.

3 - ضياء مجيد موسوي، البورصات، اسواق راس المال وادواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 37-38.

4 - مروان عطون، الاسواق النقدية والمالية البورصات وم الشكلاهما في عالم النقد والمال، ادوات والية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، ج01، ط 02، الجزائر، 2003، ص ص 69-76.

2-1-1-1 سندات مرهونة: أي مضمونة بأصول معينة (أرض، مباني، تجهيزات) عند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السند فإنهم يتصرفون بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم، وهذا في حالة إذا كانت قيمة بيع الأصول أكبر من ديونهم فإنهم يستوفون حقوقهم ويرجعون الباقي للشركة، أو قيمة البيع أقل فإن أصحاب السندات يصبحون من الدائنين العاديين بمقدار المبلغ المتبقي

2-1-2 سندات غير مضمونة بأصول معينة: في هذه الحالة فالضمانات الفعلية هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي. هذا النوع يعد حامله بدفع فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل في ميعاد استحقاقه ولكن نظراً لأن هذه السندات غير مضمونة فإن حملة هذا النوع من السندات يمكنهم المطالبة بإعلان إفلاس الشركة وتصفية أصولها المادية ليتمكنوا من استيفاء حقوقهم أو بعضها قبل الشركة المصدرة¹.

2-2 حسب قيمة اصدار السند: يستوفي هذا النوع من السندات أنواع مختلفة كسندات تباع بالقيمة الاسمية التي تصدر بها أو سندات تباع بقيمة جارية (فعلية) أعلى من الاسمية، كذلك سندات تباع بالقيمة الجارية أقل من القيمة الاسمية.

2-3 حسب جهة الاصدار: يوجد

2-3-1 سندات حكومية: تقوم بإصدارها الحكومة أو المؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل المشاريع الاستثمارية وتنقسم هذه السندات إلى نوعين حسب مدة الاستحقاق قصيرة وطويلة الاجل²:

2-3-2 أدوات الخزينة: هي اداة دين قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة تصدرها الحكومات بالشكل دوري حرصاً على استمراريتها، فالإذن يباع بخصم على قيمته الاسمية عند الإصدار.

2-3-3 سندات الخزانة: و هي أدوات دين طويلة الأجل و تتراوح مدة استحقاقها من سنة فما فوق وتصل إلى 40 سنة، و تتمتع السندات الحكومية بأن العائد عليها معفى من الضريبة إلى أنّها عديمة المخاطر ولكن تزداد مخاطرها في الفترة الطويلة نتيجة لتقلبات اسعار الفائدة في السوق.

2-3-4 سندات شركات الاعمال: السند هو عبارة عن اتفاقية أو عقد قانوني و هو قابل للتداول، و تختلف السندات من حيث الدفع الضمان ومن نواحي فنية، و يفرض القانون على الشركات في حالة الإفلاس

- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الاوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 1998، ص 1.51

- عبد النافع الزرري و غازي توفيق فرح، الاسواق المالية، دار وائل للنشر، الاردن، 2000، ص 43 - 2.163

أو التصفية القيام بتسديد المستحقات لحملة السندات قبل حملة الأسهم وسندات غير حكومية تصدر عن شركات المساهمة العامة كالسندات العادية و السندات العقارية و غيرها لتمويل الاستثمارات المختلفة.

2-4 حسب العملة التي تحرر بها السندات: نجد نوعين، سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة، سندات تحرر بعملات اجنبية .

2-5 حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين: السندات القابلة للتحويل إلى أوراق مالية أخرى كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، وسندات ذات المعيار الاقتصادي التي تعدل الفوائد السنوية عندما يحصل عليها المكتتبون بالسندات أو القيمة التي يحصلون عليها عند سداد سندايم، السندات ذات المعيار النقدي، تتغير سنويا الفوائد التي يتحصل عليها حملتها عند تسديدها و هذا تبعا لمجموعة من الأرقام القياسية يتركز معظمها على حساب التغير في القوة الشرائية للنقود، والسندات المرتبطة بالذهب، مقدار الفوائد التي يحصل عليها اصحاب السند وكذلك القيمة التي تسدد لهم عند استهلاك سندايم ترتبط مباشرة بالتغيرات في أسعار الذهب، فإن كانت أسعار الذهب ترتفع في فترات التضخم و أيضا عوائد السندات فإن ارتفاع عوائد هذه السندات و قيمتها عند السداد تعتبر وسيلة لحماية أصحابها من مخاطر التضخم¹.

2-6 حسب طريقة السداد: سندات تسدد بتاريخ استحقاقها وسندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها.

2-7 سندات حسب امكانية التداول: يحتوي هذا النوع على سندات سوقية قابلة للتداول وسندات غير سوقية وغير قابلة للتداول.

2-8 حسب آجال الاستحقاق: هناك سندات قصيرة الأجل، سندات متوسطة الاجل وسندات مؤبدة.

2-9 سندات حسب اسلوب تحديد اسعار الفائدة: سندات ذات أسعار الفائدة الثابتة وسندات ذات أسعار فائدة عائمة متغيرة.

بالإضافة إلى أنواع أخرى من السندات موضحة في الجدول التالي:

¹ - عبد النافع الزرري و غازي توفيق فرح، المرجع نفسه، ص 43 - 163.

الجدول رقم 3: أنواع السندات

نوع السند	خصائصه
سندات لا تحمل كوبون (فائدة)	سندات تباع بخصم على القيمة الإسمية ويسترجع المستثمر القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق و هذا النوع ليس له فائدة.
سندات ذات معدل فائدة متحركة	سندات يحق لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقا لمعدلات الفائدة السائدة في السوق، تتميز على أن يعاد النظر في معدل الافئدة كل 6 اشهر.
سندات ذات الدخل	سندات تحصل على نسبة معينة من دخل الشركة في حالة الربح فقط.
سندات رديئة منخفضة الجودة	يتم إصدارها لمساعدة أعضاء مجلس الإدارة في امتلاك حصة كبيرة من رأس مال الشركة عن طريق إصدار قروض تستخدم في شراء الأسهم المتداولة للشركة.
سندات المشاركة	سندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد والمشاركة في جزء من أرباح الشركة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على: محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 49.

3- مزايا الاستثمار في السندات: يتم إصدار السندات وفق شروط تمنح لحاملها مزايا تتمثل في¹:

- يتم تسديد السند باستمرار وبعبائد ثابت مهما حققت الشركة ربح أو خسارة؛
- يصدر السند بضمان أصل محدد من أصول الشركة أو بكل أصولها، مما يمنح له ميزة الأمان في استرجاع المبلغ في حالة التصفية لأو الإفلاس؛ كما تمنح بعض أنواع السندات ميزة الاعفاءات الضريبية كالسندات الحكومية مثلا.

من خلال ما سبق ثم التأكد من وجود اختلافات مابين حقوق الملكية وأدوات الدين، تم اختصارها من خلال الجدول التالي:

¹ - خالد المشهداني و رائد العبيدي، مدخل إلى الاسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، الاردن، 2013، ص 336.

الجدول رقم 4: أوجه التشابه والاختلاف بين الاسهم والسندات

السند sindhs	السهم Arrows
1- ديون على الشركة	1- جزء من رأس مال الشركة .
2- يعتبر حامل السند دائن بقيمة السند	2- يعتبر حامل السهم شريك في الشركة ويقدر مساهمته
3- عائد السند ثابت .	3- تتغير عائد السهم ربحاً وخسارة حسب النشاط
4- ليس لحامل السند الحق في الإدارة إلا إذا تغير الشكلالقانوني او ادماج شركتين .	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- يسترد حامل السند ماله كاملاً عند تاريخ الاستحقاق.	5- لا يسترد حامل السهم ماله إلا بالبيع في البورصة أو التصفية.
6- عند الخسارة والتصفية تكون لحامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته.	6- عند الخسارة و التصفية، الشركة يكون نصيب حامل السهم ما تبقى من تسديد كافة الديون.
7- القيمة السوقية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7- القيمة السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم و سعر الفائدة الجاري.
8- الفوائد على السندات تعتبر نفقات لا تخضع للضريبة.	8- عائد الأسهم عند توزيعها الأرباح يخضع للضريبة
9- لا يحق لحملة السندات الاطلاع او الحضور لاجتماعات الجمعية العامة.	9- للمساهمين الحق في الاطلاع على معلومات خاصة بعمل الشركة.
10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها ويتم التسديد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية .	10- بإمكان إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية و سعر الإصدار و هو ما يعرف بعلاوة الإصدار

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على ضياء الدين مجيد الموسوي، البورصات اسواق راس المال وأدواتها الاسهم والسندات، منشورات مصر، 1998، ص 44-45.

المطلب الثاني: الأوراق الهجينة والمشتقات المالية

تزايدت أهمية الأوراق المالية على مدار العقدين الآخرين من القرن الواحد والعشرين بسبب ثورة تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على الأسواق المالية، كما قادت هذه الثورة عالم الاستثمار والتمويل إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما يساعد في توفير السيولة في البورصة وتحقيق الكفاءة.

أولاً: الأوراق المالية الهجينة: تعرف الأوراق المالية الهجينة بالأوراق الجديدة، إذا مزجت بين مميزات كل من أدوات المديونية (السندات) و أدوات حقوق الملكية (الأسهم)، و بالتالي لا يمكن اعتبارها لا أسهم ولا سندات بل خليط بينهما¹.

1- أنواع الأوراق الهجينة: يوجد عدة أنواع من الأوراق الهجينة من بينها:

- 1-1 الأسهم الممتازة: هي " جزء من الملكية لكن ليست حقيقية، حيث لا يجوز لصاحبها أن يصوت في الجمعية العامة"²، "كما تعتبر مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية سوقية شأنها في ذلك السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة"³.
- 1-2 شهادات الاستثمار: هي شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد مثلها مثل الأسهم العادية، ولا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العامة، وله الحق في الأرباح والحق في الاستفادة من توزيع الأموال في حالة تصفية الشركة⁴.
- 1-3 سندات المساهمة: هي سندات تصدرها شركات المساهمة عامة أو خاصة، تعتبر ديون دائمة بمثابة أموال شبه خاصة، يتحصل صاحبها على عائد يتكون من جزء ثابت وجزء متغير حسب نشاط أو نتيجة الشركة المصدرة له، لا يوجد تاريخ استحقاق.

1 - حازم بدر الخطيب، دور واهمية العائدات والأوراق المالية في اسواق المال الاسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، ع 11، ماي 2007، ص 173.

2 - عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لاغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، ص 68.

3 - منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص 68.

4 - محمد عبد الله محمد شاهين، محافظ الأوراق المالية، ادارة - تحليل - تقييم، دار حميثرا للنشر والتوزيع، 2017، ص 207.

4-1 الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي: تشمل الأوراق المالية (أسهم وسندات) التي تصدرها شركات ذات راس مال متغير والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي¹، من بينها الحكومات عن طريق إصدارات الخزينة العامة و الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، الهيئات شبه العمومية و المؤسسات الخاصة².

ثانيا: المشتقات المالية: تعرف المشتقات على أنها، عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية، أو العينية كالأسهم والسندات والمواد الأولية ومؤشرات البورصة والعملات الأجنبية ومعدلات الفائدة³، كمالثلك العقود المالية مدة زمنية محددة بالإضافة إلى شروط معينة يتم تحديدها عند تحرير العقد بين طرفي البائع و المشتري⁴،

يلخص خصائص المشتقات المالية على أنها عقود، تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، لا تتطلب استثمارات مبدئية او وجود مبلغ مبدئي مقارنة بقيمة العقود، تعتمد قيمتها (الربح او الخسارة) على موضوع العقد(الأصل) محل العقد ولذلك سميت المشتقات .

1- شروط المشتقات المالية: تتضمن عقود المشتقات المالية مجموعة من الشروط المتمثلة في⁵:

- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل؛
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر؛
- تحديد الزمن الذي يجري فيه العقد؛

1 - محمد عبد الله محمد شاهين، المرجع والموضوع نفسهما.

2 - سامي مباركي، الاسواق المالية كاداة لتمويل الاقتصاد، المنتدى الدولي حول سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية 21-22 نوفمبر 2006، ص 5.

3 - جمال معتوق و يحي سعيدي، قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية، دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل وبعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994 - 2015، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ع 13/2015، ص 236-237.

4 - قايد خيمسي، حسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور المشتقات المالية في الاسواق المالية في تغطية مخاطر السوق، حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية للعلوم الاقتصادية، ع 06، 2015، ص 28.

5 - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم ادارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية لسلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، ج05، 2001، ص 5.

- تحديد الشيء محل العقد والذي يكون (سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف اجنبي، مؤشر اسعار)

2- أهداف المشتقات المالية: تسمح المشتقات المالية بتحقيق أهداف مستخدميها و المتمثلة في ¹:

1-2 الأهداف الأساسية:

- الحيلة من مخاطر تغير أسعار الاصول محل التعاقد (التغير في معدلات الفائدة، اسعار الأسهم، اسعار الصرف، اسعار الذهب،).

- إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك واستخداما لزيادة السيولة.

-تقليل من تكاليف المعاملات في الأسواق وتكاليف الأجهزة الرقابية إلى جانب معالجة المعوقات الادارية ومجالات عدم الكفاءة.

2-2 الأهداف الفرعية:

- استخدامها بغرض المضاربة والاستفادة من تقلبات اسعار السوق.

- استعمالها من خلال استراتيجية استخدام الخيارات لتوفير الرافعة المالية في محفظة البنك الدولية المتوازنة.

3- أنواع المشتقات المالية: يتم تداول المشتقات المالية في الاسواق المالية المستقبلية وهناك عدة انواع

معروفة من المشتقات، ونذكر منها:

1-3 عقود الخيار: هي اتفاقيات تجري بين طرفين المشتري (حائز الاختيار) و البائع (المحرر)² بغرض تداول

أصول حقيقية كالسلع المختلفة وقد تكون تخيلية أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة

وعملات أجنبية أو بعض المؤشرات، تنفذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار

(التسليم) يعطي عقد الخيار للمشتري الحق لشراء أو بيع الأصل المالي بسعر محدد، يسمى بسعر الممارسة، في

1 - قايدى خميسي و بن خزناحي امينة، دور المشتقات المالي في ادارة مخاطر السوق دراسة تحليلية للفترة من 2009-2013، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية، يومي 5-6 ماي 2014، جامعة فرحات عباس سطيف / الجزائر، ص 09.

2 -Jaquillat Bertrand et solnik Brono , marches financiers: gestion de portefeuille et des risque , Dunod,4e edition , paris,2002, p 274.

غضون فترة محددة من الزمن، ويلتزم البائع (كما يسمى بالحرر) بخيار لشراء أو بيع أداة مالية للمشتري إذا كان مالك الخيار يمارس حقه في البيع أو الشراء¹.

- أركان عقود الخيار: يبنى هذا النوع من المشتقات المالية على خمسة أركان²:

- مشتري الحق وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان حق الخيار هو خيار بيع أو خيار الشراء.

- محرر الحق وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر او مشتري الحق.

- السعر السوقي ويقصد به سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء او ممارسة الاتفاق.

- تاريخ التنفيذ: اي تاريخ ابرام الاتفاق.

- تاريخ الانتهاء: وهو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة او تنفيذ الحق، وهو تاريخ اخر يوم متفق

عليه في حالة الخيار الاوروي، او اي يوم يقع بين تاريخ ابرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الامريكى.

- المكافأة وهو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير ان يكون لمشتري الخيار

الحق في تنفيذ او عدم تنفيذ الاتفاق.

2-3 عقود المبادلة: هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية (شهرية، ربع

سنوية، سنوية...)، تشبه العقود لاحقة التنفيذ حيث ان تسوية الارباح والخسائر في عقود المبادلة لا تتم

يوميًا، بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة، وعلى هذا الاساس يطلق على ارباح وخسائر هذه العقود ارباح

وخسائر ورقية³.

- أركان عقود المبادلات: تتمثل اركان عقود المبادلات في:

1 - عيساوي سهام، تسعير الخيارات باستخدام نموذج التسعير ثنائي الحدين ودورها في تشكيل محفظة للتحوط، دراسة تطبيقية لبعض الشركات المدرجة في أوروبنكست باريس، يوم دراسي حول: أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية، 06 ديسمبر 2016، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر، ص3.

2 - محمد صالح الخناوي وآخرون، الاستثمار في الاوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الاساسي و الفني، الدرار الجامعية، مصر، 2004-2005، ص 311-312

3 - المرجع نفسه، ص 377.

- **المشتري:** اول طرف لعقد المبادلة، يقوم بدفع فائدة ثابتة مقابل الحصول على فائدة متغيرة، يهدف إلى الحيلة من مخاطر ارتفاع معدل الفائدة، فان كان معدل الفائدة المتغيرة اعلى من الثابتة فيحصل على الفارق من المحرر.

- **المحرر:** الطرف الثاني يقوم بدفع الفائدة المتغيرة مقابل الحصول على فائدة ثابتة هدفه الحيلة من مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، فان كان معدل الفائدة المتغيرة اقل من الثابتة فيحصل على الفارق من المشتري.

- **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد يتفق عليه الطرفين يحصل عليه المحرر مقابل دفع للمشتري معدل الفائدة المتغيرة.

- **معدل الفائدة المتغيرة:** يتفق الطرفان على ان يكون سعر الفائدة المتغيرة هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلات .

- **التسوية:** تتم التسوية على أساس دوري متفق عليه ربع سنوي نصف سنوي

- **قيمة عقد المبادلة:** هو المبلغ المتفق عليه من طرف المشتري والمحرر .

3-3 العقود المستقبلية: هي اتفاق بين طرفي على شراء او بيع اصل ما في وقت معين في المستقبل دون تحديد تاريخ محدد لتسليم عكس عقود الاجلة بل يشار في العقد بشهر التسليم و بسعر معين، يتم تداولها في البورصات .

واكبر البورصات التي يتم تداول فيها العقود المستقبلية مجلس شيكاغو للتجارة (CBOT) وبورصة شيكاغو ميركانتايل (CME)، وفي هذه البورصات وغيرها يتم عرض قائمة بالسلع والأصول المالية محل العقد (السلع: لحوم الخنازير، المواشي الحية، السكر، الصوف، النحاس، الذهب، الألمنيوم، اما الاصول المالية: مؤشرات الاسهم، العملات، أذونات الخزينة، وسندات الخزينة)¹ .

- **أركان العقود المستقبلية²:**

- **السعر في المستقبل و هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام محل العقد في المستقبل.**

- **تاريخ التسليم او التسوية وهو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.**

¹ - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (مفاهيم، ادارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، ج 05، الدار الجامعية، 2001، ص 16.

² - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، ط02، عمان، 2002، ص 128.

- محل العقد ويقصد به السلعة او الاصل المتفق عل بيعه او شراؤه بين طرفي العقد.
- بائع العقد اي الطرف الملتزم بتسليم محل العقد مقابل الحصول على سعر متفق عليه من المشتري في تاريخ محدد مستقبلي.
- مشتري العقد وهو الطرف الملتزم باستلام محل العقد.
- **العقود الاجلة:** هي اتفاق بين طرفين على تسليم محتوى العقد مهما كان نوعه، مادي أو مالي وبالكمية والسعر المحدد سابقا وفي تاريخ معين، إلا انها غالبا ما يتم تسويتها قبل تاريخ إستحقاقها، بدفع الفارق بين سعرها في السوق والسعر المتفق عليه نقدا¹.
- تختلف المشتقات المالية فيما بينها، من حيث نوعها والتعامل بها وهذا ما نلاحظه بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، والشكالاتالي يوضح ذلك:

الجدول رقم 5: أوجه الإختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود المستقبلية	العقود الآجلة	أنواع العقود أساس المقارنة
ذات معايير موحدة.	ذات معايير غير موحدة، تحدد شروطها بالتراضي بين الطرفين.	المعنى
وجود سوق ثانوي منظم .	عدم وجود سوق ثانوي .	السوق
يمكن تسويتها قبل تاريخ الاستحقاق .	تم التسوية بتاريخ الاستحقاق.	الإستحقاق
ذات هامشين الاول هامش تنفيذ والأخر هامش متحرك لتغطية أي خسائر ناتجة عن تقلبات الأسعار قبل التسوية.	يحدد هامش الربح او الخسارة عند توقيع العقد.	الهامش
يتحقق الربح والخسارة طوال فترة العقد	يتحقق الربح أو الخسارة يوم التسوية فقط.	الربح

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- حيدر عباس عبد الله الجنابي، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الايام للنشر والتوزيع، ط01، الأردن، 2016،

ص 14.

¹ - مقدم عبد الاله و قдал زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و 2017، مجلة المالية والأسواق، م 05، ع 10، 2019، ص 169-170.

المطلب الثالث: المحفظة الاستثمارية وصناديق الاستثمار

يحتل الإستثمار مكانا مميزا لدى مختلف الدول، متقدمة كانت أو نامية، من أجل تحقيق الإستقرار الاقتصادي ورفع معدلات التنمية الإقتصادية، ولهذا ظهرت منافذ جديدة لتوجيه الفوائض، سميت بالمحفظة الاستثمارية وصناديق الاستثمار .

أولاً: المحفظة الاستثمارية وإدارتها: المحفظة المالية هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من أصول وموجودات استثمارية، الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من الاموال¹.

كما تعرف على انها عبارة عن أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من اصلين او أكثر ويتم ادارتها من طرف شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة².

- ظهرت فكرة المحفظة المالية لأول مرة من المثل الشهير " لا تضع كل البيض في سلة واحدة " فلا تضع كل الاموال في مشروع واحد، ثم قدم الباحث الأمريكي Makwitz عام 1952 فكرة جديدة عن المحفظة المالية، حيث أكد ان التركيبة السابقة للمحفظة يمكن ان يتوصل اليها المستثمر العادي وليس مدير المحافظ وباستخدام مبادئ التحليل الرياضي للتنوع توصل إلى انه من الأفضل التركيز على الخصائص الاجمالية للعائد/ المخاطرة لكل المحفظة، وليس الخصائص الفردية للعائد / المخاطرة لكل ورقة على حدة³، ويفترض Makwitz أن هناك محفظة واحدة من جميع البدائل المتاحة للمحافظ المالية وهي الأفضل من حيث العائد بالقياس و التي تتمثل في المحفظة المثالية .

1 - بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، ع03، ورقلة، 2005، ص 37.

2 - مريم هاني، بناء محفظة استثمارية مثلى دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2008-2011، يوم دراسي حول اهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الاحصائية في الاسواق المالية، جامعة محمد بوضياف ميله، الجزائر، 6 ديسمبر 2016، ص 04.

3 - سهلام مانع، دور المالية السلوكية في تكوين وادارة المحفظة المالية المثلى، يوم دراسي حول اهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الاحصائية في الاسواق المالية، جامعة محمد بوضياف ميله، الجزائر، ص 03.

تعد المحفظة الاستثمارية من أدوات الاستثمار المركبة، فهي تتكون على الأقل من أصلين أو أكثر وتختلف من حيث النوع (نقود، أسهم، سندات أو أصول حقيقية)، الهدف من امتلاك المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثل هذه الأصول من الأموال¹.

1- شروط بناء محفظة استثمارية مثلى: بناءً عن احتياجات و أهداف المستثمر يقرر خطوات تشكيل محفظته الاستثمارية المثلى التي تحقق الحد الفعال وهما²:

- تحقيق أعلى عائد: وهو مقدار الزيادة الحقيقية في القيمة الاجمالية لأصول المحفظة خلال مدة زمنية.
- أدنى مخاطر: وهو مقدار التباين في العائد المتوقع عن العائد الحقيقي وتقاس بالانحراف المعياري للعائد المتوقع.

2- أهداف تشكيل المحفظة الإستثمارية: يسعى المستثمر من خلال تشكيله للمحفظة المالية تحقيق عدد من الأهداف والتي تتمثل في:

1-2 تحقيق عائد والحفاظة على رأس المال المستثمر: حيث يعتبر الاستثمار المحفظي من بين أفضل مجالات الاستثمار بما أنه يتيح للمستثمر إمكانية الاستثمار والحفاظ على رأس المال في نفس الوقت من خلال تشكيل محفظة سندات من دون مخاطر ذات دخل ثابت أو محفظة أسهم ذات الدخل المنتظم ومتدنية المخاطر، أو خليط من كل ما سبق.

2-2 تحقيق مستوى مقبول من السيولة: بما أن المحفظة المالية تعدّ من بين أكثر الحلول نجاعة لمواجهة مخاطر السيولة للمستثمر الذي ينوع من مجالات استثماره (عقارات، مصانع)، لذلك تلجأ لتكوين المحفظة المالية بهدف أساسي يتمثل في توفير السيولة بالكمية المناسبة و في الوقت المناسب وهو ما تحقّقه المحفظة المالية و التي يمكن تسهيل موجوداتها بسرعة، بشرط حسن إدارتها وتشكيلها.

2-3 تعظيم ثروة مالكها: ذلك أنّ الاستثمار في المحفظة المالية يعدّ من بين أكثر ميادين الاستثمار فعالية وتحقيقاً للأرباح.

¹ - احمد حسين بتال العاني، استخدام البرمجة التريبيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى: مع اشارة خاصة لقطاع المصارف في سوق العراق للاوراق المالية، 6 ديسمبر 2016، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، ع02، 2008، ص 01.

² - المرجع نفسه، ص 03.

2-4 تنوع مجالات الاستثمار: حيث يحقق الاستثمار في المحافظ المالية ميزة التنوع، وهو ما يتيح للمستثمر امكانية تنوع مصادر دخله والتقليل من مخاطر التركيز في استثمارات معينة.

3- مكونات المحفظة المالية: تختلف الموجودات التي من الممكن أن تدخل في تشكيل المحفظة المالية باعتبارها أنها تعدّ أداة استثمارية مركبة كما يلي:

3-1 أدوات الملكية (الأسهم): وتعرف على أنها عبارة عن صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتثبت للمساهم في الشركة حقا في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الأرباح¹.

3-2 أدوات الدين (السندات): وهي عقد التزام من المقترض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تالشكل الدفعات والفوائد على أموال تم اقتراضها، وتتمتع السندات عادة بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداولها بيعا وشراء في أسواق الأوراق المالية².

3-3 المشتقات المالية: هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة، فالأسواق الحاضرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات، والتي تتمثل عقودها أساسا في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات³.

4- خصائص المحفظة الاستثمارية: من بين الخصائص الأساسية للمحفظة المالية نجد⁴:

4-1 العائد والمخاطرة: يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية عند اتخاذ قرار الإستثمار، وبما أن المحفظة الاستثمارية اداة مركبة تتكون من مجموعة من الاوراق المالية فان عائدها هو متوسط مرجح عوائد الاوراق المالية المكونة لها، أما المخاطرة فهي تلك الخسارة المتوقعة نتيجة عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا من الإستثمار في المحفظة، والعلاقة طردية بين العائد والمخاطرة، إلا أن القرار الاستثماري الرشيد يساعد على زيادة العائد دون زيادة مماثلة في درجة المخاطرة.

1 - قندوز عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، دار الوراق، الأردن، بدون سنة نشر، ص41.

2 - ماهر كنجشكري ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد، الأردن، 2004، ص99.

3 - المرجع نفسه، ص40.

4 - سارة عزوز، التقنيات الاساسية في سوق الاوراق المالية، مجلة الاجتهاد القضائي، ع 11، ص 34.

4-2 التنوع: ويقصد به عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أصول مالية تصدرها شركات مختلفة ويوجد نوعان من التنوع: تنوع الساذج البسيط وتنوع ماركويتز.

5- أنواع المحافظ المالية: تختلف المحافظ المالية التي يمكن للمستثمر تشكيلها حسب أهداف الاستثمار:

5-1 محفظة الدخل: يتمثل هدف المستثمر من خلال تشكيله لهذا النوع من المحافظ في الحصول على دخل دوري منتظم وغير متقلب (تقليل المخاطرة)، من خلال البحث عن مزيج عدد من الأوراق المالية ذات الدخل المنتظم والمستقر بعيدا عن التقلبات في معدل العائد كالسندات وأسهم الشركات الكبرى ذات توزيعات الأرباح المنتظمة، نسمي مستعمل هذا النوع من المحافظ المالية المستثمر المتحفظ (كاره للمخاطرة) بما أنها تبحث عن تقليل المخاطر في ظل عائد منتظم.

5-2 محفظة النمو (الريخ): وهي المحفظة التي يسعى المستثمر من خلالها تحقيق معدل عائد مرتفع، من خلال البحث عن مجموعة الأوراق المالية (الأسهم) التي تحقق فيها توزيعات أرباح معدلات نمو متزايدة كأسهم الشركات النامية، مما يؤثر إيجابا على القيمة السوقية للمحفظة والتي تتجه نحو الارتفاع. إن هذا النوع من المحافظ المالية يناسب كثيرا النوع المضارب من أصناف المستثمرين في سوق الأوراق المالية (محب للمخاطرة) بما أن الهدف من تشكيلها هو تحقيق أعلى عائد ممكن مع تحمل لمخاطر عالية.

5-3 المحفظة المختلطة (المتوازنة): وهي المحفظة التي يمكن أن تقوم بالمزج ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخل عال، ولكن بها مخاطرة عالية، و المحفظة المختلطة في الواقع تكون في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، إذ يمكن تقسيم رأس مالها إلى قسمين، قسم لأسهم الدخل وقسم لأسهم النمو.

5-4 المحفظة الدولية: تعتبر من بين أدوات الاستثمار الحديثة التي تلقى اهتمام متزايد من قبل المستثمرين، ومن بين أهم المزايا التي توفرها للمستثمرين هي ميزة التنوع والتي تعطي للمحفظة سمة الأمان النسبي، ذلك أن المحفظة الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعاً جيداً من خلال:

- تنوع الأصول، لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية.

- التنوع الجغرافي، لأن رأس مال المحفظة يكون موزع على أدوات استثمارية في عدة دول.

ثانياً: صناديق الاستثمار: ظهرت فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوروبا، فأول صندوق استثماري في هولندا عام 1822 ثم إنجلترا 1870 عام، ثم في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1924 واستمرت بالتوسع والتنوع خصوصاً بعد الحرب العالمية الثانية¹، أما في الدول العربية فكانت السعودية سباقة بإنشاء صندوق البنك الأهلي التجاري السعودي عام 1979 .

تعرف صناديق الاستثمار على أنها "عبارة عن شركة تقوم بتجميع المدخرات أو الاستثمارات من خلال إصدار وثائق أو شهادات الاستثمار وتجميع حجم كبير من الأموال يتم استثمارها في محفظة متنوعة من الأوراق المالية"² .

كما أنها ببيان قانوني ينشأ بين ثلاثة أطراف المؤسس وأمين الاستثمار (أو المدير) والمدخرين بغرض تكوين و إدارة حافظة الأوراق المالية يشارك المدخرين في الربح و الخسارة دون ان يكون لهم حق الاشتراك في ادارة الصندوق، وتمثل حقوقهم في الصكوك التي يصدرها³ .

ومن خلال التعريف السابقة يتضح لنا ان صناديق الاستثمار هي وعاء مالي استثماري يتم فيه تجميع مدخرات الافراد والمستثمرين واستثمارها في اوراق مالية من طرف ادارة محافظ الاوراق المالية.

1- أشكال صناديق الاستثمار: يوجد عدة انماط وأشكال صناديق الاستثمارية من أهمها⁴:

1-1 صناديق النمو والتطور: تهدف هذه الصناديق إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم، كما تمتاز بعائد عالي ومخاطر متوسطة.

2-1 صناديق العاد الرأسمالي: تساعد المستثمرين إلى تحقيق ربح سريع مقابل تحمل امكانية الخسارة الكبيرة.

3-1 صناديق الدخل: تتكون من سندات واسهم متنوعة وبمخاطر مختلفة وتساعد المستثمرين الحصول على دخل ثابت.

1 - قاسم نايف علوان، ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، ط01، الاردن، 2009، ص 45 .

2 - اسامة عبد الخالق الانصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة التحليل الاساسي، دار السحاب، ط01، مصر، ص 238.

3 - صفية بن قدور و كلثوم جريو، مساهمة صناديق الاستثمار الاسلامية في تنشيط السوق المالية السعودية نموذجاً، المؤتمر الدولي حول الاسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل اسلامي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 18-17 نوفمبر 2015، ص1-2.

4 - هشام جبر، صناديق الاستثمار الاسلامية، المؤتمر العلمي حول الاستثمار والتمويل بـفلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، فلسطين، يومي 08-09 ماي 2005، ص 09-10.

1-4 صناديق متخصصة: تتكون محافظها الاستثمارية من أوراق مالية لشركات تعمل في نفس المجال كالبنوك مثلا. بالإضافة إلى صناديق أخرى كصناديق مفتوحة لراس المال وصناديق مغلقة، صناديق محلية أو دولية .

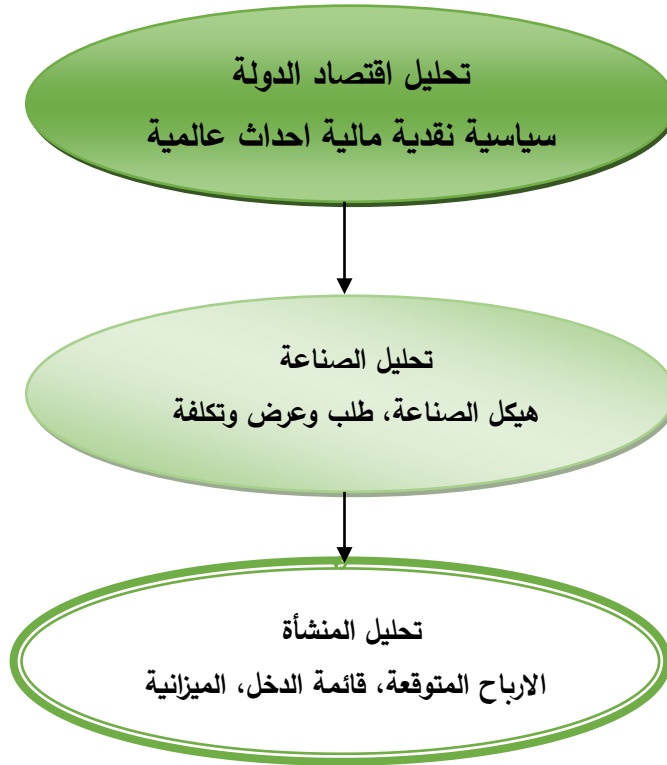
المطلب الرابع: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية

إن الاستثمار في الأوراق المالية يتطلب من المستثمر الإلمام بمختلف مؤشرات أداء البورصة، إذ يتم بناء المؤشرات لمعرفة تطور أسعار الأوراق المالية المدرجة فيه، ليتخذ المستثمر قرار البيع أو الشراء انطلاقا مما يتيح التحليل الأساسي والتحليل الفني من نتائج.

أولا: التحليل الأساسي: يتضمن التحليل الأساسي دراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة، وينطلق التحليل الأساسي من كون الأسهم ذات قيمة حقيقية تدور حولها الأسعار في البورصة ارتفاعا أو انخفاضاً¹، ويؤدي تحديد القيمة الحقيقية إلى توفير فرص ربح كبيرة للمستثمر خاصة إذا اختلفت هذه القيمة عن القيمة السوقية التي يجري بها التداول في البورصة، ويعتمد التحليل الأساسي على الأخذ بالظروف الاقتصادية المحلية والدولية، ويضمن هذا التحليل خبراء متخصصون يعرفون بالمحللين الأساسيين، وعلى ضوء النتائج التي يتم التوصل إليها تتحدد اتجاهات قرارات المستثمرين. يدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم، ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم.

¹- Bertrand JAQUILLAT, Bruno SOLNIK, **Marchés Financiers: Gestion de Portefeuilles et des Risques**, Paris , Dunod, 1997 p 51-50 .

الشكل رقم 4 : اطار منهج التحليل الاساسي



المصدر: ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 52.

ثانيا: التحليل الفني (التقني): توجد عدة تعاريف للتحليل الفني، والتي تم وضعها من طرف العديد من الخبراء في هذا المجال وأهمها:

- يعتبر التحليل الفني علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بتداول السلع (تاريخ الإصدار، حجم التداول، سعر التداول... الخ) ثم استنتاج اتجاه الأسعار في المستقبل وبالتالي دراسة حركة السوق من خلال الرسوم البيانية¹.

1- أهم الافتراضات التي يبني عليها التحليل الفني: ومن اجل الاستخدام الأمثل لهذا الأسلوب يجب على جميع المستثمرين فهم الافتراضات الرئيسية التي يقوم عليها التحليل الفني²:

¹ - Robert Edwards، Tecknical Analysis of stock trend , by taylor & francis grouo, London,2007, P 04.

² - حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية وفلسطين)، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 84.

1-1 الافتراض الأول: إن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب الذي تحكمه عوامل متعددة، حيث يفترض المحللون الفنيون أن السعر الحالي للسهم هو نتيجة عوامل مختلفة سواء كانت عوامل مالية أو سياسية أو نفسية أو غيرها وان جميع هذه العوامل هي التي تحدد سعر السهم وليس عاملاً واحداً بعينه، وعليه فإن المحللين الفنيين يهتمون بدراسة حركة الأسعار واتجاهاتها من دون الخوض بالأسباب وراء هذه الحركة.

2-1 الافتراض الثاني: باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة.

وبناء على هذا الافتراض فإن مهمة المحللين الفنيين تنصب على دراسة حركة الأسهم وتطوير جميع استراتيجياتهم بالاعتماد على الحركات المتوقعة، كما يفترض المحللون الفنيون أن الاتجاه الحالي لحركة سهم ما يميل للاستمرار في الاتجاه نفسه إلى أن يعطي السوق نفسه إشارات واضحة على تغيير هذا الاتجاه .

3-1 الافتراض الثالث¹: الذي يقوم عليه الأسلوب الفني فهو أن التاريخ يعيد نفسه حيث يرى المحللون الفنيون أن سلوكيات المستثمرين وبالرغم من اختلافاتها إلا أنها تميل للتشابه في ظروف معينة، بمعنى لو أن نموذجاً ما أثبت كفاءته في الماضي فإن المحللين الفنيين يفترضون بأنه سيستمر بنفس الكفاءة في المستقبل وبتعبير آخر فإن المستقبل هو تكرار لما حدث في الماضي.

كما يهدف إلى إعطاء توقعات للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات التي تمثل تطور أسعار الأسهم. وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق، يبحث التحليل الفني في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بالشكل الأساسي (أسعار الأسهم، حجم التداول...)، فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل، وكمقارنة بسيطة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني فإن التحليل الأول يسمح بالإجابة عن السؤال التالي: هل يتم البيع أو الشراء؟، أما التحليل الفني فيتوقع الإجابة عن السؤال: متى يتم البيع أو الشراء؟.

¹ - حياة زيد، المرجع والموضوع نفسهما.

ويعتمد التحليل الفني أساساً على نفسية المتعاملين في السوق كونهم يتخذون القرارات على أسس غير أكيدة، وهو ما يؤدي إلى ظاهرة التسرع. فالمتعامل الاقتصادي لا يتصرف فقط وفق عوامل موضوعية (التي تتركز على التحليل الأساسي) ولكن على أساس ما يفكر فيه المتعاملون الآخرون، ويدفع عدم اليقين إلى ظاهرة التتابع، فالسلوك الذي ينبج عن حالة عدم اليقين يطرح تساؤل عند المتعامل كأن يقول مثلاً: ما دام الآخرون تصرفوا بهذه الطريقة، فذلك لتوفرهم على معلومات لم أطلع عليها بعد، وتتجلى آلية التتابع والتسرع بصورة واضحة في مفهوم "سلوك القطعان".

بعد التعرف على كلا من التحليل الأساسي والتحليل الفني للأوراق المالية فهناك أوجه الاختلاف بينها وهي موضحة في الجدول أدناه:

الجدول رقم 6: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

نوع التحليل	أوجه المقارنة
التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	يرتكز على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة والمنشآت.
الهدف	يرتكز على ظروف السوق لأسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها.
الافتراضات	<ul style="list-style-type: none"> - تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرارات الاستثمار . - تحديد الاسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر.
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	<ul style="list-style-type: none"> - سوق رأس المال كفاء على الأقل في الشكله الضعيف. - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في اخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.
	<ul style="list-style-type: none"> - تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعله وفق قوى العرض والطلب . - السوق أفضل متنبئ لنفسه. - أسواق رأس المال غير كفاء. - التحرك من سعر التوازن إلى آخر يستغرق وقت محدد.
	<ul style="list-style-type: none"> - عوامل اقتصادية عامة مثل الناتج الوطني، اسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية . - عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة في السوق،...
	<ul style="list-style-type: none"> - عوامل السوق نفسه مثل: - أسعار الأوراق المالية - حجم التداول - عدد الصفقات وحجمها.

<ul style="list-style-type: none"> - سلوك المستثمرين. - التوقيت. - عمليات البيع على المكشوف. - اتساع وعمق السوق . 	<ul style="list-style-type: none"> - عوامل متعلقة بالشركة كالقوائم المالية وتقارير مجلس الادارة وتقارير مراقب الحسابات. 	
<ul style="list-style-type: none"> مؤشرات تدفقات الاموال مؤشرات هيكل السوق مؤشرات نفسية كميول المستثمرين 	<ul style="list-style-type: none"> المؤشرات الاقتصادية العامة دورة حياة الصناعة التنبؤ بحالات النمو تحليل ظروف المنافسة تحليل التطورات التكنولوجية تحليل السلاسل الزمنية والنسب بالإضافة إلى تحليلات خاصة اخرى 	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>
<ul style="list-style-type: none"> كثرة المحللين الفنيين يقلل من منفعة هذا الأسلوب تحتاج القواعد الفنية إلى تطوير مستمر يتناسب مع الظروف البيئية المتغيرة . 	<ul style="list-style-type: none"> تحتاج جهد وتكلفة أكثر من التحليل الفني صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقابل التحليل الفني. توجد تحفظات في اعطاء الشركات قوائمها المالية. 	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال، التحلي الفني والأساسي للأوراق المالية، الجامعة للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص

255-254.

المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية والكفاءة المالية للأسواق

ظهرت المؤشرات في القرن التاسع عشر الميلادي، لغرض استخدامها في أسواق الأوراق المالية لقياس تحركات و اتجاهات السوق في المدى القصير، وتطور استعمالها إلى التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته صعودا وهبوطا، ومع تطور البيئة الاستثمارية في الدول الصناعية كتنوع الأدوات المالية و زيادة حجم التداول وظهور شركات الأوراق المالية و الصناديق الاستثمارية، كما صاحب هذا تطور تكنولوجيا المعلومات والاتصال وظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات التي يتم نشرها وتداولها عن طريق الانترنت والمؤسسات المالية¹.

أثارت فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية ومازالت تثير اهتماما الباحثين و المتعاملين في هذا الأسواق لما يمكن أن يتوقع عنها، وفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث أن المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فيصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوطا مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار².

المطلب الأول: مفهوم المؤشرات المالية، أنواعها

أولاً: مفهوم المؤشر: هو رقم قياسي يمثل بعبارة عن معدل او نسبة من المتوسطات الخاصة لمجموعة من الأوراق المالية، وهذا يعني ان السلسلة الزمنية للأرقام اقياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف ان تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة³.

¹ - مصطفى يوسف كافي، بورصة الاوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، ط 01، سوريا، 2009، ص 244
² - بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية، بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، ع 09، 2011، ص 49.
³ - حسين قبلان، مؤشرات اسواق الاوراق المالية لادراسة حالة مؤشر سوق دمشق للاوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ع 11، 2011، ص 93-94.

وهو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، يعبر عنه كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة الأساس أو نقطة البدء، يقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات، أو الصناديق... الخ ارتفاعا وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاههما¹.

- كما يعني المؤشر تجميع عدد كبير من أسهم الشركات المتداولة أسهمها في البورصة واعتبارها محفظة أوراق مالية محددة كما يوضح ما إذا كانت هذه المحفظة ارتفعت اسعارها ام انخفضت، فإذا ارتفعت اسعارها اظهرت المؤشر صعوداً اما اذا انخفضت اسعارها عن اليوم السابق اظهر المؤشر هبوطاً².

بالإضافة إلى أنه قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية، تصلح لعمليات المقارنة والتتبع والقياس، ذلك بتكوين وتحديد قيمة في مرحلة أو فترة البداية (الأساس)، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر اسعار السوق واتجاهاتها³.

- " تلك القيمة الوسيطة المعبرة عن السلوك الجماعي لعينة منتقاة من الأسهم المتداولة في السوق في لحظة زمنية معينة"⁴

وبالتالي فإن مؤشر السوق المالية يعتمد على تغيير سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي، بالإضافة إلى أنه هناك عوامل أخرى تساهم في حركة و اتجاه السوق.

ثانياً: استخدامات المؤشر⁵: لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة أهمها:

- 1 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 35.
- 2 - محمود امين زويل، بورصة الاوراق المالية موقعها من الاسواق-احوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000، ص 123 .
- 3 - احمد محمد فرحات و عمر فرج القيزاني، السياسة المالية وتأثيرها على اداء سوق عمان المالي (دراسة تحليلية قياسية 1990-2015)، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، ع 06، ديسمبر 2015، ص 117.
- (الاطلاع على الكتاب محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005، ص 298).
- 4 - المرجع والموضوع نفسهما (الإطلاع على الكتاب نضال الشعار، سوق الاوراق المالية وادواتها، الجندي للطباعة والنشر، حلب، 2006، ص 45)
- 5 - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 39-40.

1-1 متابعة اداء المحفظة الاستثمارية: حيث يمكن للمستثمر مقارنة التغير في مردودية محفظة الأوراق المالية مع التغير في مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة.

1-2 التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق: إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، ما يعرف بالتحليل الأساسي فإنه يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه تغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ حركة الأسعار في السوق.

1-3 تقدير مخاطر النظامية عن اداء المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

2- اساليب بناء المؤشر: يقوم المؤشر العام لأسعار الأسهم على الأسهم المتداولة في كل السوق، أو يتم استخراجها من عينة مختارة من الأسهم المتداولة، و في هذه الحالة يتم اختيار العينة على أسس لجعلها تعكس حالة السوق الموجود فيه¹.

على الرغم من التفاوت في كيفية احتساب و بناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هي²: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، وطريقة حساب قيمة المؤشر.

1-2 ملائمة العينة: تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، شرط أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي:

1-1-2 الحجم: فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشمله المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق

1- بشار ذنون، ميادة صلاح الدين، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية دراسة تحليلية لسوق الرياض للاوراق المالية، تنمية الراءدين، 89، 2008، ص 77-78.

2- حسين قبلان، مؤشرات اسواق الاوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للاوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ع11، 2011، ص 95-96.

2-1-2 الاتساع: يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهمًا لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة لاقتصاد القومي دون تمييز . أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

2-1-3 المصدر: فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأسى الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2-2 الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة و هنالك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر . وهذه المداخل هي:

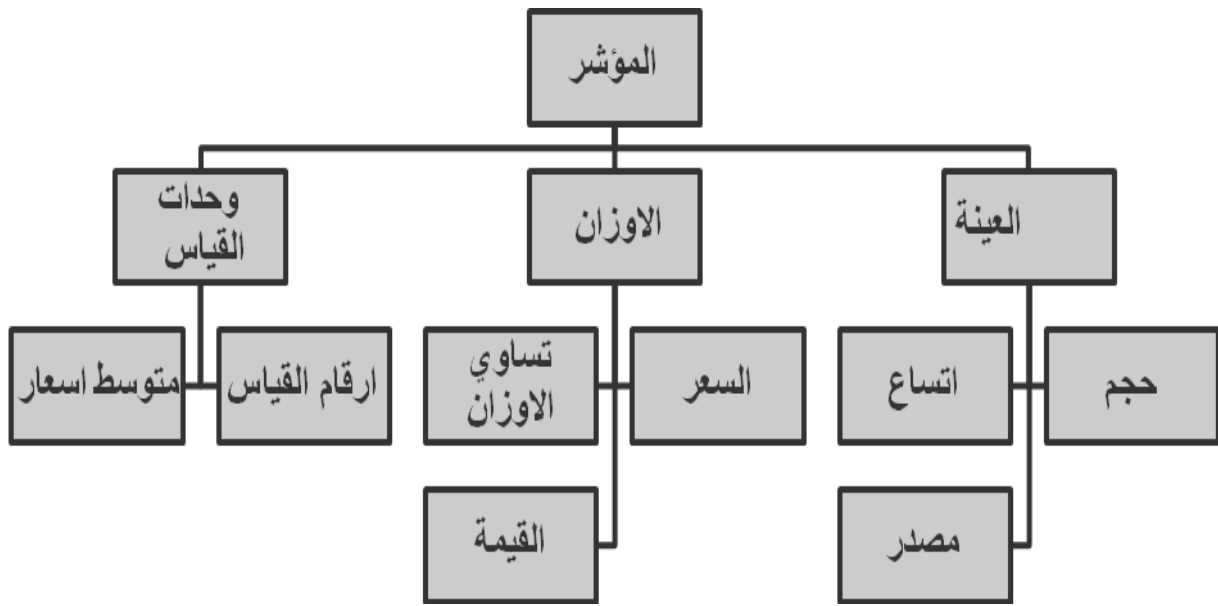
2-2-1 مدخل الوزن على أساس السعر: (Price Weighting) أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرًا على أهمية المنشئ أو حجمها.

2-2-2 مدخل الأوزان المتساوية: (Equal Weighting) و ذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

2-2-3 مدخل الأوزان حسب القيمة: (Value Weighting) أي إعطاء وزنًا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي . فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة . هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر

تختلف طريقة حساب المؤشرات من مؤشر إلى آخر، فهناك مجموعة تحسب قيمتها على اساس الأرقام القياسية (يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي) ومجموعة اخرى تحسب على اساس متوسط اسعار الاسهم التي يتكون منها المؤشر¹، وبالتالي يتم استخراج المؤشر وفق الشكل التالي:

الشكل رقم 5 : أسس بناء المؤشر



المصدر: ميادة صلاح الدين تاج و بشار الشكرجي، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، مجلة تنمية الرافدين، ع 30، جامعة الموصل، العراق، 2008، ص 77.

3- المؤشرات الفنية لسوق الاوراق المالية: تعطي هذه المؤشرات القدرة للمتعاملين من مختلف التوجيهات للمستثمرين و للمدخرين على الإفادة من التغيرات التي تطرأ على الورقة المالية، و من ثم تحديد توقعات قراراتهم بالبيع أو الشراء، إذ أن الهدف من تحليل هذه المؤشرات هو إختيار أفضل أوقات الدخول والخروج من

¹ - تحليل الاسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، ع27، مارس 2004، ص08.

السوق المالية لبيع الورقة المالية، و بالتالي الحصول على المكاسب الرأسمالية و غالباً ما يكون عامل التوقيت هو الفارق بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح , و لعل أبرز تلك المؤشرات هي¹:

1-3 مؤشر التدفق المالي (Money flow Index) : يوضح هذا المؤشر حركة دخول و خروج السيولة لسهم و أثره على المؤشر العام للسهم، و يمكن الاستفادة من هذا المؤشر في الاستثمار طويل الأجل و كذلك المضاربة و يتكون هذا المؤشر من الجدول ترقيم من الصفر إلى 100 وتكون حركة المؤشر من الأسفل إلى الأعلى موضحة دخول سيولة في السهم، والعكس فالحركة من الأعلى إلى الأسفل تعني خروج السيولة من الاسهم، فإشارة الدخول كسر الرقم 20 صعوداً وإشارة الخروج كسر الرقم 60 نزولاً.

2-3 مؤشر القوة النسبية (Relative strength Index) : يستخدم هذا المؤشر لغرض الاستثمار، يستفاد منه لمعرفة القاع والقمة لسهم بالشكل تقريبي، يتكون هذا المؤشر من الجدول ترقيم من الصفر إلى 100 فوجود هذا المؤشر في المنطقة المحصورة ما بين الصفر إلى 30 يعني أنه في القاع و هي إشارة لشراء , وعند وجود المؤشر في المنطقة المحصورة ما بين 31-70 دليل استقرار , أما وجود المؤشر في المنطقة ما بين 71 - 100 تعني أن السهم في القمة وهي منطقة خطره وينصح بعدم الدخول بالشراء , و لذا فإننا نستطيع أن نستنتج أنه إشارة الدخول للسوق المالي هي كسر الرقم 30 صعوداً وإشارة الخروج من السوق المالي كسر الرقم 70 نزولاً.

3-3 مؤشر الماكد (Macd Index) : يستخدم هذا المؤشر لغرض المضاربة ويتكون من خطين (الخط باللون الاخضر، والخط المتقطع باللون الاحمر في الرسم) والفاصل ما بين هذين الخطين الخط الصفري في المنطقة العليا (فوق الخط الصفري) دليل وجود عمليات شراء وكلما ارتفع خط ماكد للأعلى زادت خطورة الدخول للسهم، اما المنطقة السفلى (تحت الخط الصفري) دليل على انهيار سعر السهم، وبالتالي فان كسر الماكد للخط الصفري صعوداً تأكيد لإشارة الدخول للسوق، وكسره للخط الصفري نزولاً تأكيد لإشارة الخروج من السوق، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

1 - عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الاوراق المالية الولايات المتحدة الامريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010 باستخدام نماذج التخلف الزمني، ص 202.

الشكل رقم 6 : مؤشر الماكد



المصدر: الموقع الإلكتروني: <https://www.investopedia.com/terms/m/macd.asp> ، تاريخ الإطلاع 2022/05/15 .

يوضح الشكل السابق إذا انخفض MACD تحت الخط الإشارة، يعطي إشارة هبوطية، تشير إلى وقت البيع، أما إذا ارتفع MACD فوق خط الإشارة صعودية يدل على وقت الشراء.

3-4 مؤشر ستوكاستيك¹ (Stochastic Index) : يتكون هذا المؤشر من منحنيين $D\%$ و $K\%$ فإذا كان التباعد والانفراج بين $K\%$ و $D\%$ نزولاً باتجاه $K\%$ حتى لو كان السهم في الصعود فهي إشارة للخروج و إذا كان صعوداً للأعلى فهي إشارة شراء حتى لو كان السهم في الهبوط .

¹ –Kenneth W. Clements, Izan H. Y. Izan, Stochastic Index Numbers: A Review, International Statistical Review, Vol. 74, No. 2 ,Aug., 2006, pp. 235-270

المطلب الثاني: مؤشرات الأسواق المالية الدولية

كلما كانت السوق المالية أكبر و أكثر نشاطا كلما عكس المؤشر حالتها، من بين الأسواق الدولية يوجد أسواق رئيسية أبرزها بورصة نيويورك NYSE الذي يعد من أقدم الأسواق المالية الدولية بالإضافة إلى الأسواق الأخرى كبورصة باريس وغيرها .

1- مؤشرات سوق نيويورك (NYSE): يعود تاريخ بورصة نيويورك للأوراق المالية إلى 17ماي 1792، تقع في مدينة نيويورك وهي أكبر بورصة قائمة على الأسهم في العالم، بناء على إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة، كانت بورصة نيويورك تُدار سابقا كمنظمة خاصة، لتصبح كيانا عاما في 8 مارس 2006، بعد الاستحواذ على بورصة التجارة الإلكترونية أرخبيل عام 2007، أدى الاندماج مع يورونكست - أكبر بورصة في أوروبا - إلى إنشاء بورصة نيويورك، التي استحوذت عليها فيما بعد Euronext Intercontinental Exchange، الشركة الأم الحالية لبورصة نيويورك¹، لسوق نيويورك للأوراق المالية عدة مؤشرات يعتمد عليها في مراقبة نشاطه، ومساعدة المستثمرين في بناء توقعاتهم لتكوين محفظة استثمارية مثلى، ومن أهم المؤشرات:

1-1 مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة²: يعد مؤشر دو جونز لمتوسط الصناعة Dow Jones Industrial Average من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا في بورصة نيويورك، نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884، باسم الشخص الذي صممه و هو تشارلز دو Charles Dow الذي أصبح فيما بعد محررا للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 13 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، و في عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، و منذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة، تمثل أسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة)، حيث تتسم بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة حجمها، وكثرة عدد المساهمين، في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع اسعار الأسهم على عددها. غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمرا غير مقبول، خاصة عندما يحدث الاشفاق الأسهم.

¹ - Will Kenton, New York Stock Exchange (NYSE), October 2021, on the website: <https://www.investopedia.com/terms/n/nyse.asp> , View date: 12/02/2022.

² - غراية زهير و ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، ع 02، 2013، ص143.

للتغلب على الخلل الناجم عن انخفاض وزن السهم داخل المجموعة الناجم عن الاشتداد أقترح حساب قيمة المؤشر:

مؤشر DJIA = القيمة الكلية للأسهم / رقم Divisor

يحسب وفق المعادلة:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} p_{it} / D_{adj}$$

حيث: DJIA_t = قيمة المؤشر في الفترة t

p_{it} = سعر السهم i في الفترة t

D_{adj} = القاسم المعدل في الفترة t

1-2-ستاندر اند بور 500 (S&P500): يقيس هذا المؤشر اسهم 500 شركة امريكية، يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين)، يختلف عن داوجونز بكونه موزونا على اساس القيمة¹.

هذا و يعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الموزون بالقيمة السوقية، ويتمتع هذا المؤشر بمزايا عديدة وأهمها أنه يأخذ بالاعتبار جميع المتغيرات في الأسعار.

2- مؤشر بورصة لندن: (فانيشيال تايمز 100 - FTSE) تم إنشاء هذا المؤشر عام 1983 مكونا من 100 سهم وهو أكثر شهرة ويحتوي على مائة ورقة مالية تمثل 70 % من اجمالي رسملة البورصة، ثم انشاؤه لتغطية النقص الموجود في مؤشر فانيشيال تايمز 30FT للشركات الصناعية، اذ يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر اهمية في بورصة لندن و استجابة لاحتياجات المتدخلين لسرعة حسابه².

3- مؤشر CAC40: يتم انشاؤه يوم 15 جوان عام 1988، شير الرمز CAC إلى شركة أعوان الصرف Compagnie des agent en de change ، كما يرمز في الاونة الاخيرة إلى اختصار لكلمة تحديد

1 - حسين قبلان، مؤشرات اسواق الاوراق المالية حالة مؤشر دمشق للاوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ع 11، 2011، ص 105.

- حسين قبلان، المرجع نفسه، ص 104-107.

السعر المساعد والمستمر *Cotation Assistee en Continu*، يوضح المؤشر تطور واتجاه السوق لاربعين ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس، يتم حسابه على أساس سنة 1991، يقوم بتوفير معلومات دقيقة وفي أسرع وقت عن حركة اتجاه البورصة الفرنسية¹.

4- مؤشر NIKKEI²: انشئ عام 1950 يعتبر أكبر المؤشرات العالمية الآسيوية و اليابانية، يستند على القيمة السوقية ل 225 ورقة مالية تمثل 70 % من رسملة بورصة طوكيو، يستخدم في جميع أنحاء العالم كمؤشر رئيسي للأسهم اليابانية، لقد مرت أكثر من 70 عامًا على بدء حسابها، والذي يمثل تاريخ اليابانيين بعد الحرب العالمية الثانية بسبب الطابع البارز للمؤشر، ترتبط العديد من المنتجات المالية، يتم احتساب مؤشر نيكاي 225 كمتوسط سعر مرجح من خلال المعادلة التالية:

- سعر السهم المعدل = سعر السهم × عامل تعديل السعر.

- متوسط سهم نيكاي = مجموع سعر السهم المعدل / المقسوم عليه.

أهم المؤشرات اسواق المال في البلدان العربية: لكل سوق المال مؤشرات خاصة به، سنذكر أهمها في الدول العربية:

- مؤشر سوق رأس المال المصري كاس **case** وضع هذا المؤشر سنة 1998 ويضم سوقي القاهرة و الإسكندرية، يضم 30 شركة، بلغت قيمة المؤشر في سنة الأساس 1000 نقطة .

- مؤشر سوق عمان المالي بالأردن، يقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة سنة 1994 لتصل سنة 2011 إلى 70 شركة، يتم حساب هذا المؤشر بترجيح الرقم القياسي بالقيمة السوقية لسنة 1992، بدأت فترة الأساس ب 100 نقطة.

المطلب الثالث: كفاءة الاسواق المالية

السوق الكفؤة هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني، بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما

¹- دادن عبد الوهاب و بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007- 2009، أبحاث اقتصادية وإدارية -ع 10، ديسمبر 2011، ص03.

² -Nikkei Stock Average , Index Guidebook, April 4, 2022 creation, on the website:

https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei_stock_average_guidebook_en, on the date:01/05/2022.

تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، حيث تعكس فيه القيمة السوقية للسهم تماما قيمته الحقيقية والتي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم¹ ويعود مفهوم الكفاءة تاريخيا إلى الإقتصادي الإيطالي فيلفريدو باريتو، الذي طور صياغة هذا المفهوم وأصبح يعرف " بأمثلية باريتو"، وحسب باريتو فإن "أي تخصيص ممكن للموارد فهو إما تخصيص كفاء أو تخصيص غير كفاء، و أي تخصيص غير كفاء للموارد فهو يعبر عن اللاكفاءة، يطلق مصطلح أمثلية باريتو على حالة الكفاءة الاقتصادية التي تحدث عندما لا يمكن زيادة منفعة مستهلك أو طرف مستفيد أو سلعة ما إلا عن طريق الإضرار بأحد المستهلكين أو إحدى السلع أو أكثر، و ذلك ضمن تركيبة من الموارد الثابتة وعدد غير متغير من الأطراف المستفيدة، وهي تختلف عن حالة أفضلية باريتو، إذ أن حالة الأمثلية لا تتحقق إلا عند استنفاد كافة التفضيلات.

تعددت تعاريف الكفاءة بتطور مفهومها و فيما يلي بعض هذه التعاريف التي تندرج ضمن الجانب الاقتصادي:

يمكن تعريف الكفاءة على انها² " سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه وبذلك تصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة داله للمعلومات المتاحة".

حيث يتوقع ان تستجيب اسعار الأسهم في السوق وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، وسعر السهم في السوق الكفاء يعكس كافة المعلومات المتاحة عنه سواء كانت المعلومة من القوائم المالية او معلومات تبثها وسائل الاعلام او بالسجل التاريخي لسعر السهم في الايام او الاسابيع والسنوات الماضية، او بنتائج تحليل تقارير عن اثار الحالة الاقتصادية العامة على اداء الشركة وغيرها من المعلومات، وبالتالي نقول في السوق الكفاء القيمة السوقية للسهم قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي ينتج عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر على المخاطر.

1 - حنان عبدلي، اختبار كفاءة الأسواق المالية الناشئة حالة السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مجلد 14، ع 18، 2018، ص 113.

2 - شقيري نوري موسى و وليد احمد الصافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 19، 2009، ص 16-17.

"تالشكل نظرية كفاءة المعلومات للأسواق المالية النواة الصلبة للنظرية المالية الحديثة، والتي على أساسها السعر تعكس الملاحظة جميع المعلومات المتاحة في جميع الأوقات، بمعنى آخر، يمكن العثور على جميع المعلومات ذات الصلة اللازمة لتقييم الأصول المالية على الفور وفي أي وقت تنعكس في أسعار الأوراق المالية".¹

1- شروط كفاءة السوق التامة²:

- توفر المعلومات آنيا و بنفس القدر و بدون أي تكلفة لجميع المتعاملين؛
- عدم وضع عراقيل و شروط تقييد المستثمر من التداول كشهادات دفع الضرائب مثلا؛
- اتصاف المستثمر بالرشد و العقلانية بحيث يسعى الجميع إلى تعظيم المنفعة ؛
- مراعاة الكفاءة الاقتصادية للسوق فهناك فترة معقولة بين وصول المعلومات للسوق وظهور أثرها على أسعار التداول ؛

- قدرة السوق على تحقيق الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير) و الكفاءة الداخلية (كفاءة التشغيل) كما يرى البعض أنّ شروط كفاءة السوق تنقسم إلى شروط ضرورية و شروط كافية³:

- 1-1 **الشروط الضرورية:** عدم وجود مستثمرين لهم القدرة على تحليل المعلومات أفضل من غيرهم، وجود عدد كافي من المستثمرين لهم الوسائل المناسبة للحصول على المعلومة، تتم عملية التبادل وفق تكاليف معقولة.
- 1-2 **الشروط الكافية** وتمثلة في، مجانية المعلومات، تتم عملية تبادل الاسهم بدون تكلفة، تماثل توقعات المتعاملين مع اتجاهاتهم .

2- أنواع كفاءة الأسواق وطرق قياسها:

- 1-2 **الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية:** الكفاءة الكاملة بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري

¹ -Sandrine Lardic, Valérie Mignon, L'efficience informationnelle des marchés financiers , Ed. La découverte, 2006, p 128.

² - ازهرى الطيب الفكي احمد، اسواق المال، دار جنان للنشر والتوزيع، الاردن، ط1، 01، 2017، ص 28.

³ - عبد الحسين جليل الغالي و حسن شاكرا الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الاسواق المالية دليل تجريبي لبعض الاسواق العربية، مجلة الغاري للاقتصاد وعلوم الادارية، 2015، ح10، ع 32 ص 04.

في السعر، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره، وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر شروط هي¹:
 - توافر المعلومات لكافة المتعاملين و بدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرين واحدة بمعنى توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين و بدون تكاليف إضافية، و بما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة؛

- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف المعاملات الأخرى؛

- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم.

2-2 الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية: في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، و هو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، غير أنه من المعتقد بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً، إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل .

3- فرضيات السوق الكفاء: يعتبر السوق الكفاء، السوق الذي تكون به رد فعل الاسعار للأوراق المالية المتداولة فيه تجاه المعلومات و البيانات المالية والاقتصادية المؤثرة والمتاحة للمتعاملين في السوق سريعة، و أنّ المعلومات المتداولة في السوق تكون بأشكال مختلفة، بيانات أو معلومات تاريخية عن أسعار الأسهم، أو معلومات عن وضعية الشركة، فإنّ مستويات و فرضيات السوق الكفاء تتناسب مع المعلومات²، كما تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي و ليس مطل لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات هي³:

3-1 فرضية المستوى الضعيف: (معلومات تاريخية) يعني هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تالشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، و في هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية، ويطلق

1 - حنان عبدلي، اختيار كفاءة الأسواق المالية الناشئة: حالة السوق المالي الماليزي 2008، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، مجلد 14، ع 18، 2018، ص 114.

2- دريد كامل ال شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر، الاردن، 2009، ص 198 .

3 - يوسف مسعداوي، كفاءة الاسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، ع 42، 2014، ص 124.

على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لأخر لا يسير على نمط واحد.

3-2 فرضية المستوى المتوسط (معلومات تاريخية + عامة حالية) أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة و المعلومات المتاحة للجميع و السبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر منذ اللحظة الأولى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه من المستثمرين.

4-3 المستوى القوي (معلومات تاريخية + عامة + خاصة) أي أن الأسعار ينعكس فيها المعلومات الحالية و التاريخية و الخاصة، فالمتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستعكس على الأسعار. وعليه، فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفؤاً بحيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضاً أن يكون السوق كاملاً، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت.

4-4 مقاييس كفاءة السوق: تصنف السوق المالية بأنها سوق كفاء بتوفر الخصائص التالية¹:

- 4-1 السيولة:** إمكانية بيع الأصول المالية و الخروج من السوق بسرعة وبدون خسارة .
- 4-2 عمق السوق:** أي توفر عدد كبير من البائعين و المشترين الذين لديهم الرغبة والقدرة على التداول في الأوراق المالية المعروضة مما يسمح لهم بالاستجابة بيعة و شراء عند حدوث أي اختلال في سعر الورقة لضبطه و إعادته إلى وضعه الطبيعي، و عكس هذه السوق الضحلة وهي السوق شبه الجامدة و لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية فتزيد درجة المخاطرة بالنسبة للمتعاملين و زيادة نسبة تعرضهم

¹ - ازهرى الطيب الفكي احمد، اسواق المال، دار جنان للنشر والتوزيع، الاردن، ط01، 2017، ص 30-31.

للخسارة، كما يوجد بين هذان السوقيين السوق المشتتة وهي السوق التي تتميز بوجود عدد كبير من أسعار العرض والطلب لا يعلم بما في الوقت المناسب وبالتالي وجود فرق شاسع بين أسعار الطلب و أسعار العرض.

3-4 اتساع السوق: نقول عن سوق واسعة إذا ارتبط كبر حجم التداول بأوامر العرض و الطلب و الفارق بين السعرين يكون محصورا في نطاق ضيق ومحدود الحركة .

4-4 مرونة السوق: او حيوية السوق بما أن السوق الكفاء الواسعة تتميز بكبر حجم التداول وضيق الفرق بين سعر الطلب و العرض في السوق ففي حالة أي اختلال للتوازن يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن .

تعتبر الأسواق المالية ركنا مهما وأساسيا من أركان النظام المالي المعاصر حيث تقوم بتحويل رؤوس الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز بغية استثمارها لجني عائد مستقبلا.

لقد سمح لنا هذا الفصل بالتعرف على الإطار المفاهيمي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية، فبينما موقع هذه السوق من السوق المالية، فاتضح أنها إحدى جناحيه، وأنها تنقسم دورها إلى سوق أولية و سوق ثانوية، و من أجل نجاحها يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام و وجود تشريعات و قوانين تحمي جميع المتعاليين في هذه السوق كما يجب تحقيق شروط خاصة، كشرط الذرية، السيولة، الشفافية.

كما تم التطرق في المبحث الثاني إلى الأدوات المالية الاستثمارية القديمة والحديثة التي تسهل ضمان انتقال الملكية بين المدخرين والمستثمرين، وهي عبارة عن صكوك مالية تتداول في السوق وتصنف إلى عدة أصناف حسب معايير مختلفة كطبيعة الورقة، تاريخ الاستحقاق، الجهة المصدر فتناول هذا المبحث كل من:

- الأسهم، أوراق مالية تمثل حقوق ملكية؛
- السندات، أوراق مالية تمثل حقوق دين؛
- الأوراق المهجينة، أوراق مالية تجمع بين حقوق السهم وحقوق السند؛
- المشتقات المالية، ليست أوراق مالية و إنما عقود مشتقة من الأوراق المالية
- صناديق الاستثمار؛
- المحفظة المالية .

أما المبحث الثالث فقد تم التوصل فيه إلى أن مؤشرات الأسواق المالية تمكّنتنا بدورها من تتبع التطورات في هذه الأسواق بالشكل مستمر، من خلال تعريف المؤشر و أساليب و طرق بناء المؤشر بالإضافة إلى التعرف على أهم مؤشرات الأسواق المالية في الدول المتقدمة.

الفصل الثاني

التحرير المالي بين الإيجابيات والسلبيات

- المبحث الأول: القطاع المالي في الدول النامية من الكبح المالي إلى التحرير؛
- المبحث الثاني: تحليل نظرية التحرير المالي لماكينون وشاو وأثرها على النمو الاقتصادي؛
- المبحث الثالث: التحرير المالي وعدوى انتقال الازمات.

الفصل الثاني: التحرير المالي بين الإيجابيات والسلبيات

تعدّ ظاهرة التحرير المالي من الظواهر الحديثة نسبيًا¹، جاءت لظروف كثيرة أملتها متغيّرات عقدي الستينات والسبعينات من القرن الماضي، حيث ساد الاعتقاد بأنه الحل الأمثل المطروح أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة تطور الاقتصاد العالمي، ومع بداية عقد السبعينات توسعت المطالبة بالتحرير المالي سواء من طرف الباحثين أو المؤسسات الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي)، واحتلت الدراسات اهتماما واسعا، أهمها دراستي الاقتصاديين **RMckinnon** في كتابه بعنوان "النقود ورأس المال في التنمية الاقتصادية" و **E.Shaw** في كتابه "التعمق المالي في التنمية الاقتصادية".

لجأت معظم الدول النامية والمتقدمة إلى تحرير أنظمتها المالية، وإلغاء القيود المفروضة على تحركات رؤوس الأموال طويلة وقصيرة الأجل من وإلى الخارج، أي تحرير النظام المالي المحلي، وتحرير حساب المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، وكذا تحرير الأسواق المالية.

من هذا المنطلق سنحاول في هذا الفصل تناول أهم ممر به النظام المالي الدولي بدءا بسياسة الكبح المالي إلى التحرر وأثارها السلبية والإيجابية على الاقتصاد، وذلك من خلال ثلاث مباحث:

- المبحث الأول: القطاع المالي في الدول النامية من الكبح المالي إلى التحرير؛
- المبحث الثاني: تحليل نظرية التحرير المالي لماكينون وشو وأثرها على النمو الاقتصادي؛
- المبحث الثالث: التحرير المالي وعدوى انتقال الازمات.

¹ -مارتن خور، العولمة، اعادة نظر قضايا خطيرة وخيارات استراتيجية، الشركة العالمية للكتاب، بيروت، 2003، ص 68.

المبحث الأول: القطاع المالي في الدول النامية من الكبح المالي إلى التحرير

شهدت العقود الماضية جدلاً كبيراً بين مؤيدي ومعارضتي تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، فالمدرسة الاشتراكية منحت الدولة حق احتكار وإدارة النشاط الاقتصادي من خلال التخطيط المركزي، وبالتالي فهي الوحيدة التي لها حق امتلاك موارد ووسائل الإنتاج وأدواته، إلا أن المدرسة الاقتصادية الكلاسيكية تبنت مفهوم الدولة الحارسة، التي تمارس وظيفة تقليدية تقتصر في مجال الخدمات الأساسية كال دفاع والأمن والقضاء، مع ترك النشاط الاقتصادي للأفراد، وفي بداية الستينيات القرن العشرين سارعت الدول النامية المستقلة حديثاً إلى تبني النظام الاشتراكي والتدخل كلياً في اقتصادياتها، ففرضت العديد من القيود والعراقيل على أنظمتها وأجهزتها المالية، وهذا باسم سياسة الكبح المالي، وبعد أن كثرت الآثار السلبية لهذه الأخيرة أصبحت الحاجة ملحة لتخلي عن هذا النظام، فهيمنة السياسة الليبرالية كسياسة اقتصادية عامة، ظهرت موجة التوجه نحو الاندماجات في الاقتصاد العالمي التي شهدتها غالبية الدول، فتبنت نظام التحرير المالي بكل جوانبه من تحرير أسواق صرف العملات، وقطاع التأمين و المصارف، تحرير حركة رؤوس الأموال، تحرير البورصات، وهذا ما سنحاول تقديمه في هذا المبحث.

المطلب الأول: سياسة الكبح المالي

ظلت القطاعات المالية في الدول النامية لعقود طويلة محل تدخل مستمر من قبل الحكومات سواء في هياكلها ومؤسساتها أو في آليات عملها، كما لا يعتبر التدخل ذا طبيعة إصلاحية لفشل السوق، ولكنه تدخلاً كاجماً للنشاط الاقتصادي في القطاع المالي بصفة عامة والجهاز المصرفي بصفة خاصة.

طرح مفهوم الكبح المالي لأول مرة من طرف Shaw و Mckinnon عام 1973 حيث لاحظ أن اقتصاديات الدول النامية تعاني من عوائق وقيود كثيرة في الجانب المالي، استخدام الدولة وسائل ضريبية أو أدوات كبحية أخرى مثل وضع سقوف على أسعار الفائدة¹، التدخل في توظيف الإئتمان في النشاط المالي

1 - ماجدة أحمد شلبي، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل، مؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية والتطبيق، جامعة اليرموك، الأردن، ص 08.

مما خلل بآليات السوق والعمل وفقا لقانون العرض والطلب على الأرصدة المتاحة للإقراض والاستثمار، و بالتالي إنحراف النظام المالي بعيدا عن مقتضيات الكفاءة الاقتصادية¹.

1- **تعريف الكبح المالي:** تناولت العديد من الدراسات المتعلقة بالإصلاح الاقتصادي المالي لمفهوم الكبح المالي أو القمع المالي، وفيما يلي سنوجز بعضا منها:

- حسب E.Shaw و R.Mckinnon (1973): عرفاه على أنه "انعكاس لتدخل الحكومة الشديد في المجال الاقتصادي و المالي، إذ يظهر هذا التدخل في فرض التشريعات والقوانين الخاصة بالنشاط البنكي والتي تهدف إلى الحد من حرية الجهاز المصرفي"²، بالإضافة إلى أنه كل نظام مكبوت ماليا تحد فيه الحكومة من يحصل على الإئتمان ومن يمنحه و باي سعر³.

- ويرى Sala-Martin & Roubini (1992) على أنه "مجموعة سياسات وقوانين وضوابط وقيود كمية، نوعية ورقابية مفروضة من طرف الحكومة، لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل قدراتها المتاحة التي توفرها لها التكنولوجيا التي تمتلكها"⁴.

- وبين مفهوم الكبح المالي كلا من amable و chatelain (1995)، "على أنه إبقاء لأسعار الفائدة تحت مستويات التوازن المحددة من طرف قانون العرض والطلب، والتدخل في برنامج توزيع القروض في الاقتصاد، و تدخل الحكومة في النشاط المالي بهدف السيطرة التامة على نشاط الوساطة المالية وذلك لضمان توجيه التمويل الكافي للقطاع العمومي"⁵.

1 - المرجع و الموضوع نفسهما.

2- BOUZIANI El houari, Libéralisation financière au Maroc et ses effets Macroéconomiques, thèse pour le doctorat en sciences économiques, Université sidi Mohammed benabdellah, Maroc, 1999, p 75.

3- WILIAMSON J. and MAHAR M, A review of financial liberalization south Asia region, Internal discussion paper, No 171, World bank, 1998, P 02.

4 - محمد بن بوزيان و غربي ناصر صلاح الدين، أثر تحرير سعر الفائدة على حجم الادخار، حالة الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، ص 877.

5 - Boujelbene Younes et chtioui slim, libéralisation financière et impact du développement financier sur la croissance économique en Tunisie, 2006, P4.

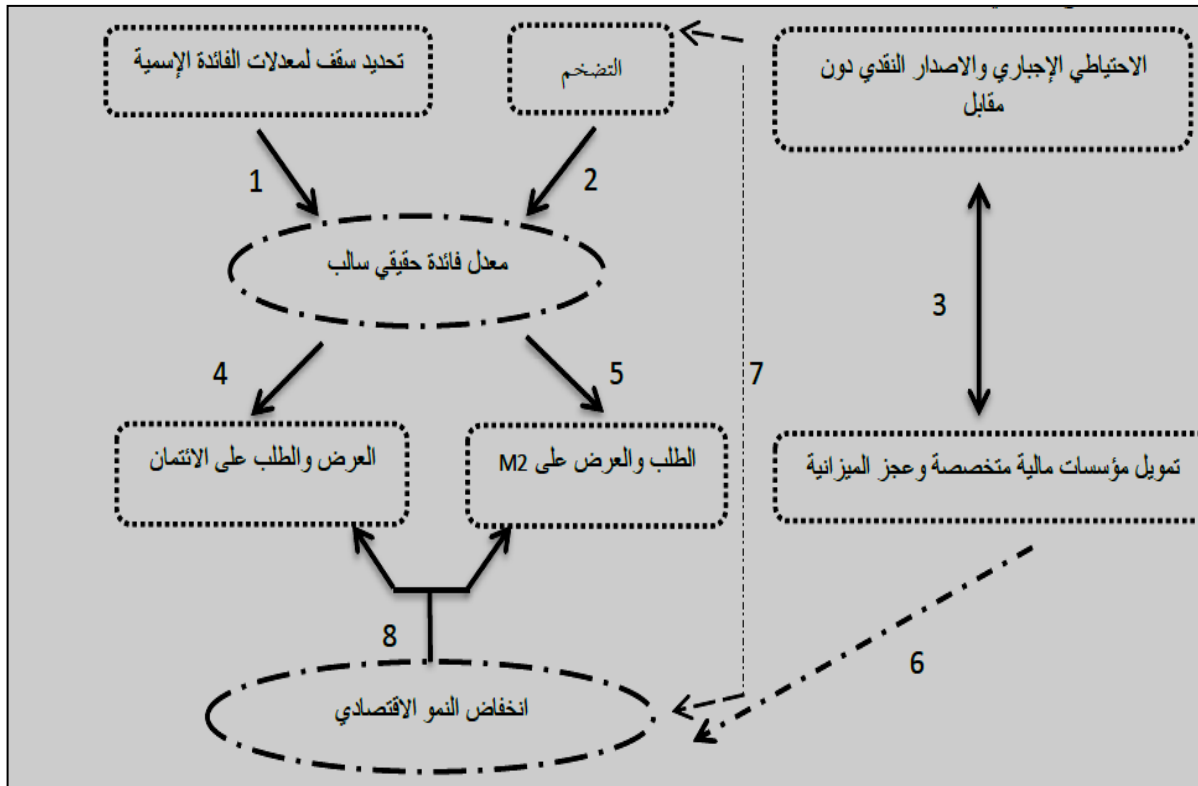
- حسب King و Levine (1993)، "الكبح المالي هو سياسة تؤدي إلى تقليص حجم الخدمات المالية المعروضة من طرف النظام المالي على المدخرين، المقاولين، المنتجين، وبالتالي الحد من الأنشطة الاقتصادية الجديدة التي تبطئ معدلات النمو الاقتصادي"¹.
- نستخلص مما سبق أن الكبح المالي هو مجموعة من الإجراءات والتنظيمات التي تخص النظام المالي والمتخذة من قبل السلطات النقدية بهدف إشباع الحاجات المالية للحكومة وبسعر فائدة منخفض.
- أقرت الأدبيات الاقتصادية بوجود علاقة بين الكبح المالي والتراجع الكبير الذي عرفته الدول النامية التي تبنتها من خلال الأدوات التي استخدمتها².
- 2- أدوات تطبيق سياسة الكبح المالي، والآثار المترتبة عنها: تطرق إليها مجموعة من الاقتصاديين أمثال Fry Hamson et Neal Morris وهي كالتالي³:
- تحديد أسعار الفائدة إداريا عن طريق فرض سقوف لا تتعداها أسعار الفائدة الدائنة والمدينة ؛
 - دعم الفائدة على القروض الموجهة لبعض المشروعات ؛
 - التدخل في توجيه الائتمان عن طريق وضع حد أقصى للائتمان الموجه لبعض القطاعات الاقتصادية وحث أدنى لقطاعات أخرى؛
 - رفع نسبة الاحتياطي القانوني التي تلتزم البنوك بإيداعها لدى البنك المركزي ؛
 - التدخل في إدارة المؤسسات المالية عن طريق الملكية المباشرة لرؤوس أموالها؛
 - فرض قيود على حرية الدخول إلى الدول النامية، وهذا بتقييد التراخيص الجديدة ومنع المؤسسات الأجنبية من تملك رؤوس أموال المؤسسات المالية أو وضع قيود على هذه الملكية بنسب لا تتعداها، وكثيرا ما صوحت القيود المفروضة على حرية الدخول بقيود على عملية الخروج من السوق و منع البنوك من وحدات الوساطة المالية .
- يوضح الشكل التالي أسباب كبح القطاع المالي وأثره على اقتصاديات الدول النامية:

¹ - Ross Levine & Robert King, *Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence*, Journal of Monetary Economics, Vol 32, North-Holland, p 517.

² - ماجدة أحمد شلبي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ - Amal Ben Hassena, *L'impact de la libéralisation financière sur l'intermédiation bancaire*, mémoire En vue de l'obtention du Diplôme de maîtrise en Hautes Etudes commerciales, Ecole Supérieure de Commerce de Sfax, Université de Sfax, Tunisie ,2006, P 25-26.

الشكل رقم 7 : اثر الكبح المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية



Source: Baptiste Vnent, Les Approches Théoriques de la libéralisation

Financière, Université Paris IX Dauphine, Octobre 2002.p55

نلاحظ من الشكل السابق أن معدل الفائدة الحقيقي سالب نتيجة ارتفاع معدل التضخم و تحديد اسقف لمعدلات الفائدة الاسمية، كما تلجأ الدولة في ظل سياسة الكبح المالي إلى الرفع من الاحتياطي الاجباري و الصدار النقدي دون مقابل لتمويل الإنفاق العام عن طريق القروض البنكية بمعدلات فائدة منخفضة ومنخفضة بالنسبة المقدمة للقطاع الخاص، مما يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على القروض بسبب انخفاض التكاليف وبدوره انخفاض نسبة الادخار نتيجة انخفاض العوائد، وبالتالي تلجأ السلطات النقدية إلى زيادة عرض النقود (الصدار النقدي دون مقابل) لتمويل الإنفاق العمومي، مما يزيد من معدل التضخم، وتفاديا لتؤثر القطاعات الاقتصادية الاساسية للدولة من انخفاض الموارد المالية المتاحة للاقراض من طرف

البنوك تلجأ الدولة إلى خلق مؤسسات مالية متخصصة لذلك، وحوصلة لهذه الإجراءات إنخفاض في النمو الاقتصادي وحيانا يكون سالبا¹.

3- مظاهر الكبح المالي: للكبح المالي مظهرين، أوله المظهر الصريح والمتمثل في الضرائب على الإيرادات الاجمالية للبنوك والضريبة على القيمة المضافة على رقم اعمال البنوك و الضرائب على القروض وارباح البنوك، أما المظهر الثاني، المستور وهي التي لا تخضع لقوانين الضرائب ولا تظهر في الميزانية العامة للدولة²، ومن بين مظاهر الكبح المالي التي فرضتها الدول النامية يوجد:

3-1 تحديد اسعار فائدة اسمية اداريا و اقل من مستوى التوازن: تتدخل الحكومة في فرض معدل فائدة على القروض والودائع البنكية عند مستوى منخفض، حيث تبرر الحكومات هذا الإجراء بأنه وسيلة لتشجيع الاستثمارات وتحفيز النشاط الاقتصادي بالشكل عام، إضافة إلى منع البنوك من القيام بممارسات احتكارية في السوق المالي، فبعض البنوك والمؤسسات المالية الكبيرة تحاول السيطرة على السوق المالي، كما تجبرها الحكومة على تمويل المشاريع ذات المردود المنخفض، أوضح R.Mckinnon اثار هذا المظهر على النشاط الاقتصادي حيث أن تحديد معدلات الفائدة في ظل وجود معدلات تضخم عالية ينتج عنها معدلات فائدة حقيقية سالبة تؤدي إلى خروج رؤوس الاموال المحلية للبحث عن استثمارات أكثر ربحية مما يخفض عرض الأموال للاقراض لصغار المستثمرين، واللجوء إلى التمويل الذاتي وبالتالي انخفاض الاستثمار المحلي³، كما أن تحديد أسعار الفائدة تحت مستواها التوازني يسهل على الحكومة تمويل عجزها وبأقل تكلفة ممكنة، وكذلك تمويل المؤسسات العمومية التي تعاني من مشاكل مالية.

3-2 فرض احتياطي اجباري مرتفع على البنوك التجارية: يعتبر الاحتياطي الإجمالي إحدى أدوات السياسة النقدية ذات التأثير المباشر حيث يتم من خلالها إجبار البنوك التجارية على ترك نسبة معينة

1 - خديجة تافاسست، تحرير القطاع المالي واثره على النمو الاقتصادي، دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، اطروحة دكتوراه علوم اقتصادية، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، الجزائر، 2016-2017، ص 27.

2 - عبد الطيف مصيطفى و محمد بن بوزيان، اساسيات النظام المالي واقتصاديات الاسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 143.

3 - Mahjouba Zaiter Lahimer, L'impact Des Entrées De Capitaux Privés Sur La Croissance Economique Dans Les Payes De Développements, Doctorat Sciences Economiques, Dauphine Université Paris, 2011, P 46.

من مجموع الودائع الموجودة في حوزتها لدى البنك المركزي تحت الشكل نقود قانونية، حيث تسمح هذه الأداة بالتأثير على عملية خلق نقود الودائع التي تحتكرها هذه البنوك.

الجدول رقم 7: النسبة المئوية للاحتياطي الإجمالي في بعض الدول النامية خلال فترة الكبح المالي

السنوات	النسبة المئوية للاحتياطي الاجباري	الدول	
1990	21.0	مصر	دول البحر الابيض المتوسط و افريقيا
1980	33.0	تركيا	
1990	10.3	المغرب	
1980	5.3	افريقيا الجنوبية	
1980	21.8	أندونيسيا	آسيا
1980	13.0	كوريا	
1980	7.7	ماليزيا	
1980	2.9	الصين	
1985	43.8	ارجنتين	أمريكا اللاتينية
1985	17.3	برازيل	
1985	38.9	المكسيك	
1970	31.6	التشيلي	

Source: Mohamed jaber chebbi, Existe-t-il une relation entre la libéralisation financière et les crises bancaires dans les pays émergents ?, Université Dauphine, Paris, 2005, P8.

نلاحظ من الجدول أن جميع هذه الدول فرضت على البنوك التجارية معدل احتياطي مبالغ فيه، حيث شهدت المرحلة الأولى تسريع الإصلاحات الليبرالية في نهاية السبعينيات، من خلال تشجيع إنشاء البنوك الأجنبية وخصخصة البنوك العامة الكبيرة وإلغاء الضوابط على القروض وأسعار الفائدة. ولكن خلال الأزمة المالية في أوائل الثمانينيات، فرضت الأرجنتين وتشيلي السيطرة على القطاع المصرفي واختارت تأمين العديد من مؤسسات الخدمات المصرفية، تبنت تركيا سياسة التحرير السريع في أواخر السبعينيات ولكن مع الأزمة المصرفية عام 1982، أعادت السلطات النقدية التركية أيضا السيطرة على سعر الفائدة بين عامي 1983 و 1988.

بعد هذه الفترة، قامت معظم الدول بتحرير نظامها المالي فألغت جنوب إفريقيا قيود الإئتمان والسعر، و تشجيع المنافسة بين المؤسسات المالية و البنوك، إلا أنه عام 1985 قررت إعادت السيطرة على تحركات رأس المال¹.

3-3 توجيه القروض الى القطاعات الرائدة: فرضت السلطات النقدية على البنوك التجارية تمويل المشاريع والقطاعات التي تعتبر ذات أهمية اقتصادية بالنسبة للحكومة وبأسعار فائدة تفضيلية أي أقل من معدلات الفائدة المطبقة على القروض عامة، كما أجبرتها على دعم المؤسسات العمومية وتوفير الأموال التي تحتاجها، كما قامت السلطات النقدية بتحديد أسقف تمويلية ذات فائدة معينة لعرقلة توسع القطاعات الغير مرغوب فيها في الإقتصاد.

4-3 تقييد التدفقات المالية الداخلية والخارجية: في ظل الكبح المالي قامت السلطات النقدية بتضييق عمل المتعاملين في الأسواق المالية من خلال تقييد العمليات المالية، و الحد من تدفقات رؤوس الأموال من وإلى خارج الدولة، بالإضافة إلى ووجود صعوبات وحواجز أمام دخول البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية إلى السوق المالي المحلي، كما لجأت السلطات النقدية إلى تثبيت أسعار الصرف للعملة المحلية عند مستوى معين.

5-3 رفع الرسوم الضريبية على الخدمات المالية: نجد أن السلطات النقدية في فترة الكبح المالي قامت بفرض قيمة ضريبية مرتفعة على الأرباح التي تحققها البنوك والمؤسسات المالية، وكذلك على مختلف المنتجات المالية المقدمة في الإقتصاد، وهذا بغية الحصول على موارد مالية لتغطية نفقات الموازنة العامة للدولة، و الحد من نشاط الوساطة المالية².

6-3 فرض تشريعات خاصة بالمحافظ المالية: من خلال الكبح المالي قامت الدولة بفرض قوانين وتشريعات تخص تكوين المحافظ المالية من طرف البنوك والمؤسسات المالية والأفراد، حيث قامت الدولة بإجبار البنوك على شراء السندات الحكومية والأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات العمومية والتي تتميز بعائد

¹ - M. JABER CHEBBI ,op.cit ,p09.

² - عاطف أن دوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، 2005، ص 85-86.

منخفض ومخاطر كبيرة، كما تحول دون تمكين الأجانب من تملك أصول مالية للمؤسسات الاقتصادية المحلية¹.

4-آثار الكبح المالي و أهم أشكاله: إن الآثار المترتبة عن تطبيق سياسة الكبح المالي في الدول النامية، تتمثل في :

- تحديد أسعار الفائدة عند مستوى منخفض: له مجموعة من الآثار السلبية على الاقتصاد والتي حددها M.J.Fay وهي²:

- يشجع الاستهلاك الحالي وهذا له اثر سلبي على الادخار؛
- يشجع الأشخاص الذين لديهم فائض مالي على إمتلاك أصول حقيقية غير منتجة مثل (الأراضي، العقارات...) وعدم توجيه هذا الفائض للبنوك (وضعه على الشكل ودائع) أو شراء أصول مالية منتجة؛
- يشجع الحكومة على زيادة المديونية وتعميق العجز في ميزانيتها وإجبار البنوك على تمويله وبأقل تكلفة ممكنة؛

كذلك يؤثر على نوعية الاستثمار، عن طريق تعديل سلوك الوساطة المالية وفي هذا الصدد يؤكد "shaw" أن البنوك تمنح مكان مميز في حجم مخصصاتها من القروض للمقترضين الذين يتمتعون بسمعة حسنة، وكذلك للمشاريع والمؤسسات التي تعرف استقرار لمدة كبيرة من الزمن الأمر الذي يؤثر سلبا على المشاريع الجديدة؛

وبصفة عامة يمكن أن نبين نتائج الكبح المالي فيما يلي³:

- سياسة تأطير القروض وتوجيهها كأن له اثر سلبي على توزيع القروض في الاقتصاد حيث استفادة القطاعات والنشاطات الغير منتجة من اغلب التمويل على حساب القطاعات ذات الأنتاجية الكبيرة، وتزايدت القروض الغير المستردة؛
- أصبحت الأصول المالية المحلية في ظل الكبح المالي اقل جاذبية من الأصول الأجنبية؛

1 - محمد الفنيش، القطاع المالي في الدول العربية وتحديان المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، أبوظبي، 2000، ص 150.

2 -A. BEN HASSINA, op.cit, P 28.

3 -Idem.

- كما نتج عن الكبح المالي اتساع حجم القطاع المالي الغير رسمي؛
- افتقار القطاع المالي للتنوع حيث تميز بسيادة القطاع المصرفي وتراجع أهميته الأسواق المالية؛
- ندرة في الادخار وبالتالي ضعف في مستوى الاستثمارات وفي إنتاجية رأس المال؛
- غياب المنافسة يعيق ويمنع الابتكار والإبداع في المجال المالي وخاصة فيما يتعلق بالأدوات الادخارية وأشكال المنتجات المصرفية، ففي ظل شح الموارد المالية وكثرة الطلب على القروض لا تبدل البنوك أي مجهود لجلب الزبائن¹.

أما فيما يخص تلخيص أشكال الكبح المالي في الأنظمة المالية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم 8: أشكال الكبح المالي في الأنظمة المالية

الكبح المالي	
القطاع المالي الداخلي	- وجود رقابة وتدخّل في تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة. - الرسوم الضريبية مرتفعة. - توجيه القروض. - ارتفاع الاحتياطي الإجباري.
السوق المالي	- المستثمرون الأجانب ليس مسموح لهم بتملك أسهم محلية. - لا يمكن للمواطنين تملك أسهم أجنبية.
تدفقات حساب رأس المال	- وجود سعر صرف خاص على التحويلات المالية للعمليات. - وجود قيود فيما يخص خروج رأس المال.

Source: Saoussen ben gamra, Michaël clévenot, libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents la prégnance du rôle institutionnel, université Paris XII, 2005, P11.

- 5- انعكاسات الكبح المالي** نجم عن اتباع الدول النامية لسياسة الكبح المالي سيطرة القطاع المصرفي على النظام المالي وإهمال أسواق الأوراق المالية، و إنخفاض معدلات الفائدة الاسمية على الودائع والقروض، إلا أن أصبحت معدلات الفائدة الحقيقية سالبة في ظل ارتفاع معدلات التضخم، مما انعكس سلباً على عوائد الأصول المالية وعلى أسعارها و أصبحت الأصول المالية المحلية أقل جاذبية مقارنة بالأصول

¹ -Amal Ben Hassena, **L'impact de la libéralisation financière sur l'intermédiation bancaire**. Majister en études commerciales, Ecole Supérieure de Commerce de Sfax, P 28

الاجنبية، مما أدى إلى تقلص النظام الرسمي، وانخفاض نسبة الأصول المالية المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهذا راجع إلى¹:

1-5 ضعف الوساطة المالية: لعب القطاع المالي والجهاز المصرفي دوراً محدوداً في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الإنتاجية، ارتبط الضعف في الوساطة المالية بوجود معدلات فائدة حقيقية سالبة، تراكم الديون المتعثرة في البنوك أدت إلى تركيز الإئتمان لعدد محدود من العملاء وارتفاع المخاطر المرتبطة به، وعدم تمكن البنوك من تطوير خدماتها المالية .

2-5 غياب سوق مابين البنوك واسواق مالية نشطة: إن غيابهما سواء في عملية الإصدار وتداول الأدوات النقدية قصيرة الأجل أو الأدوات التمويلية طويلة الأجل، أدى إلى قلة الأدوات النقدية المتاحة للسلطات لتطوير السياسة النقدية، كما في هذه الحالة تلجأ البنوك لتمويل العجز إلى البنك المركزي لخصم الأوراق المالية بمعدلات فائدة مرتفعة .

في أواخر السبعينيات شرعت العديد من الدول النامية بإصلاحات عميقة وجذرية، نتيجة الاختلالات التي شهدتها على مستوى أنظمتها المالية والاقتصادية، فعلى الصعيد العالمي، إنهار النظام النقدي الدولي بروتن وودز عام 1973، تزامناً مع ارتفاع أسعار البترول الذي أحدث فقاعة عالمية كبيرة، زادت من عجز موازين المدفوعات لمختلف بلدان العالم، كما ظهر الركود التضخمي نتيجة أزمة هيكلية طويلة المدى في الدول الصناعية المتقدمة، التي لم يجدوا لها حل في ظل اتباع السياسات الكينزية، فتخلى الاقتصاد العالمي عنه، واتبع النظام الليبرالي النقدي المتمثل في المدرسة الكلاسيكية الجديدة وفقاً للنظرية الكمية ل M.Freidman، دفعت هذه الأحداث ب الباحثين الأكاديميين E.Shaw و R.Mckinnon إلى الخروج بنظرية التحرير المالي خلافاً عن الكبح المالي .

المطلب الثاني: تطبيق سياسة التحرير المالي

تعتبر سياسة التحرير المالي إحدى مكونات سياسة التحرير الاقتصادي، يعرف التحرير الاقتصادي على أنه مجموعة من الإجراءات والسياسات التي من شأنها تغيير الوضع الاقتصادي من السيء إلى الأحسن، أي تحسين أداء الدورة الاقتصادية بغرض تحقيق التنمية الاقتصادية، تحرير وتبسيط إجراءات التجارة الخارجية

¹ - حريزي عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية وأنعكاساتها على القطاع المالي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، ع 15، ص

والداخلية، إخضاع عملية تحديد الأسعار إلى قوى العرض والطلب إضافة إلى توسيع نشاط القطاع الخاص ليصبح أكثر تنافسية مع تبني المعايير الدولية لجودة المنتجات والخدمات¹.

1- مفهوم التحرير المالي: يتحدد مفهوم التحرير المالي بمفهومين، المفهوم الشامل على أنه " مجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لالغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته واصلاحه كلياً"²، أما المفهوم الضيق " فهو تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي"³، نستخلص من هاتان المفهومان أن التحرير المالي هو إعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها الكامل والحرية الكاملة في إدارة أنشطتها المالية، من خلال الإلغاء الكلي أو الجزئي لمختلف القيود على عمل الجهاز المالي، وفي غالب الأحيان يتم ذلك من خلال تحرير معدلات الفائدة على القروض والودائع، تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني الإجباري والتخلي كلياً على سياسة توجيه الائتمان، والاعتماد أكثر على الأدوات الغير مباشرة للسياسة النقدية وفتح المجال أمام القطاع الخاص المحلي والأجنبي للتعامل و الاستثمار في القطاع المصرفي، بالإضافة إلى تحرير حساب رأس المال والحساب المالي لميزان المدفوعات، والذي يعتبر أحد معالم التحرير المالي للقطاع الخارجي، كما يعتبر متمم للتحرير الداخلي للقطاع الحقيقي والبنكي⁴.

2- تعريف التحرير المالي: عرف كل E.Shaw و R.Mckinnon (1973) التحرير المالي، على

¹ - Amaira Bouzid, Libéralisation Financière Et Croissance Economique, papier présenté aux 20 eme journées internationales d'économie monétaire et financière, Birmingham, 5 et 6 juin 2003, p 02.

² - محمد شويكات، نورة بوزيان، علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2013 دراسة قياسية باستعمال التكامل المتزامن، مجلة دفاتر اقتصادية، م 8، ع 14، 2017، ص 108

³ - رتيعة محمد، التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول العربية، مجلة الاحصاء والاقتصاد التطبيقي، ر 19، 2013، ص 64.

⁴ -MURAT Ucer ,notes on financial liberalization, proceeding of the seminar: Macro-économique management , new methods and current policy issues, Turkey, 2000, P01.

- أيضا:حسان اوناسي و كمال رزيق، سلوك متغيرات السياسة النقدية والتحرير المالي في الجزائر للفترة 2005-2015، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، م 09، ع 03، 2018، ص 217

أنه "الحل الأمثل للخروج من حالة القمع المالي، ووسيلة بسيطة وفعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية"¹.

- أما DeBandt ET Chatelain AMABLE (1997) إنه "السياسة التي تهدف إلى رفع الادخار و الإستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للاستثمار"².

كما يقصد به منح البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام، وحرية ادراة أنشطتها المالية، وهذا من خلال إلغاء القيود والضوابط من خلال إجراءات التحرير المالي الداخلي المتمثل في التحرير المصرفي، والتحرير المالي الخارجي المتمثل في تحرير حساب راس المال³.

- وهو "مجموعة من الإجراءات التي تهدف إلى إلغاء القيود التي تفرض على القطاع المالي والمصرفي كتحرير معدلات الفائدة، وفك القيود على حساب راس المال، بهدف اصلاح القطاع المالي الداخلي والخارجي للدولة"⁴، وفق تعريف Murat Ucer (2000).

- كما يعرف كذلك على أنه " جعل الاقتصاد أكثر حرية باتجاه النظام البيروالي الحر"⁵، و عدم تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية واعطاء السوق الحرية في اعادة تخصيص راس المال وتركها للمنافسة الحرة⁶.
تقودنا التعاريف السابقة إلى استنتاج أن سياسة التحرير المالي تندرج ضمن نطاق الاصلاحات المالية والمصرفية، اذ يتم من خلالها إلغاء القيود والضوابط المفروضة على الاعمال المصرفية والمالية، وعلى حركة رؤوس الاموال وتحرير معدلات الفائدة واسعار الصرف وجعلها تتحدد وفق قانون السوق وبالتالي التقليل من

¹- Belkacem BENALLAL ,*Les effets de l application de la politique de liberalisation financiere surla croissance economique en Algerie (1970/2010): Etude econometrique avec la methode de cointegration*,Friedrich Ebert Strifung,Actes de recherche en Economie,Societe et Culture,Laureats du concours FES Algerie 2012 .p5.

- R. Mc KINON, *Money and Capital in Economic Development*, Washington Brookings Institution, E.Shaw, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.

² Y. Boujelbene et S.chtioui ,op.cit ,p11.

³ - صديقي مليكة و بوكروح بجمية، *العمولة المالية والاستقرار المالي*، المجلة الجزائرية للعمولة والسياسات الاقتصادية، ع 07، 2016، ص 35.

⁴ - مدياني محمد و طلحاوي فاطمة الزهراء، *التحرير المالي الداخلي واثره على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)*، مجلة الحقيقة، ع 38، ص 541.

-En outre:Murat Ucer, *Notes on Financial Liberalization*, Proceedings of the Seminar: Macroeconomic Management: New Methods and Current Policy Issues, Held in Turkey, 2000, P 1.

⁵ -H. SOUHEIL, op.cit, p 27.

⁶ -Navaz Naghavi, *The Relationship Between Financial Liberalization And Stock Market Efficiency: A Study Of Emerging Markets*, Faculty Of Economics And Administration, University Of Malaya, Kuala Lumpur, 2014, P 72.

تدخل واحتكار الدولة و إعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها، فتح المجال للقطاع الخاص الوطني والاجنبي للدخول إلى الدائرة الاقتصادية وفك القيود على حساب راس المال وما يحتويه من معاملات .
لقد أقدمت العديد من الدول إلغاء الرقابة على الصرف، بريطانيا عام منذ 1979، اليابان في الفترة ما بين 1980 و 1985 و بداية التسعينات في فرنسا، و هذا بالنسبة للمقيمين وغير المقيمين¹.

3- دور التطورات الاقتصادية العالمية في عملية التحرير المالي²: عرف العالم في العقود الأخيرة وحتى منذ بدايات القرن الواحد والعشرين تحولات اقتصادية متسارعة و متلاحقة، اتسمت بإطلاق قوى السوق وتحرير المبادلات التجارية وحركة رأس المال وإزالة وتخفيض القيود التشريعية والتنظيمية ومحأولة لاستيعاب هذه التحولات التي يعيشها العالم حاليا والتي تدفع اقتصاديات العالم نحو تبني آليات التحرير الاقتصادي بالشكل عام والتحرير المالي بالشكل خاص، ومن أبرز هذه المتغيرات:

- انخيار الاتحاد السوفيتي وتحول الأنظمة الاشتراكية نحو تبني آليات اقتصاد السوق؛

-تزايد الاتجاه نحو التكتلات الاقتصادية الإقليمية؛

- أنشاء المنظمة العالمية للتجارة و تحرير تجارة الخدمات المالية (OMC) .

-تزايد دور المؤسسات الدولية في إدارة الشؤون الاقتصادية.

4- مراحل تطبيق سياسة التحرير المالي: تتمتع سياسة التحرير المالي بشروط معينة، يكتسي كل شرط هدفا واضحا وفيما يلي سنحاول استعراض مجمل شروط وأهداف سياسة التحرير المالي التي تنقسم بدورها إلى شروط داخلية تتعمق بالنظام المالي الداخلي إضافة إلى شروط خارجية تتمثل في تحرير التدفقات المالية الدولية.

4-1 التحرير المالي الداخلي: يعتبر التحرير المالي الداخلي الخطوة الأولى والأساسية التي تسبق التحرير

المالي الخارجي، ويتم تحقيق هذا النوع من التحرير عبر المرور بالمراحل التالية:

1 - ساعد مرابط و أسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خبضر- بسكرة، ص 6.

2- بلغنامي نبيلة و سحنون جمال الدين، التحرير المالي وانعكاسه على تقى التنبؤات تمويل التجارة الخارجية في الجزائرية، ع 17، السداسي الثاني 2017 ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، ص 32.

- تحرير معدّلات الفائدة الدائنة والمدينة، يتحقق ذلك عن طريق الحدّ من الرقابة المتمثلة في وضع سقف عليا لمعدّلات الفائدة وتركها تتحدّد في السوق بالالتقاء بين عارضي الأموال والطالبين عليها؛
- تحرير القروض المصرفية وذلك بالابتعاد التّام عن الإئتمان الموجه وازالة الأسس والمعايير التي تحدد هيكل أصول البنوك مثل نسبة القروض إلى الودائع، وكذلك متطلبات الحصول على تفويض مسبق لتخصيص الإئتمان، والشراء الإلزامي لأدوات الدين، علاوة على تكوين راس مال مصري¹؛
- تفعيل المنافسة البنكية من خلال تفعيل قوى المنافسة بين وحدات الجهاز المصرفي مع ازالة القيود على أنشطة المحافظ بالمؤسسات المالية المختلفة، وتوسيع نطاق العمل في أسواق المال، مع السماح لنشاط البنوك الأجنبية وفروعها.

4-2 التحرير المالي الخارجي²: تحرير الأسواق المالية من خلال إلغاء القيود المفروضة على المستثمرين الأجانب والتي تحول دون تمكينهم من تملك الأصول المالية المختلفة (أسهم، مشتقات مالية) الصادرة من طرف المؤسسات الاقتصادية المحلية.

- تحرير تدفقات رؤوس الأموال من خلال رفع الحظر عن المعاملات في حساب راس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، ورفع القيود عن القيام بالمدفوعات والتحويلات ازاء المعاملات الدولية الجارية، وهذا كله بهدف جمع قدر أكبر من الاستثمارات والغاء الضوابط على المعاملات الراسمالية الشيء الذي يعطي لمشروعات الأعمال والافراد سبلا لموصول إلى الأسواق المالية الخارجية ويزيد من التمويل المتاح للمتجارة والاستثمار؛

- تحرير التعامل بالعملة الأجنبية بحيث يمكن اجراء المعاملات المحلية بالنقد الأجنبي. ؛
- تحرير أسعار الصرف وجعلها تتحدّد وفق آليات العرض والطلب³.

¹ - بوعلی عبد القادر و عمیر فضیلة، دراسة تحليلية وقياسية لعينة من الدول النامية في الفترة 2013 - 1980 باستخدام نموذج ثنائي الحدين Logit، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016 ص 200-201.

² - عبد الغني حريري، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي، الازمة المالية والاقتصادية الدولية، والحوكمة العالمية، يومي 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف، ص 4-6 .

³ - بوعلی عبد القادر و عمیر فضیلة، المرجع نفسه، ص 202.

العمل على تخفيف الرقابة، وذلك باستخدام الأساليب الكمية غير مباشر للسياسة بدلا من الأدوات النوعية المباشرة؛

- إعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة، والاتجاه نحو السوق المالية لتحديد تخفيف القيود المفروضة لدخول وخروج من السوق المالي؛ المفروضة على البنوك التجارية، إلغاء السقوف الائتمانية وإعطاء هذه الأخيرة الحرية في تحديد هيكل أسعار الفائدة المفروضة على الودائع أو على القروض؛

- ترك سعر الصرف يتحدد من خلال قوى السوق؛

- السماح للشركات الأجنبية بالدخول للأسواق المالية المحلية وفتح المجال لها للقيام بكل العمليات المالية من إصدار وشراء و بيع، تقديم الاستشارات، نفس الشيء بالنسبة للإفراد؛

- تحرير المعاملات حساب رأس المال؛

باختصار يمكن القول أن التحرير المالي يركز على قابلية تحويل حساب رأس المال، وعلى إلغاء القيود التنظيمية على الدخل والخروج من الأسواق المالية؛ و إلغاء القيود على النقد الأجنبي والضوابط الأخرى، أي حرية تحويل الأصول المالية المحلية إلى أصول مالية أجنبية والعكس دون أي نوع من الوساطة والتنظيم، بمعنى حرية تحويل الموجودات المالية المحلية إلى موجودات مالية أجنبية.

أو العكس وفقا لمعدلات الصرف المحددة من قبل الأسواق، أي توفير قابلية تحويل رأس المال لغير المقيمين والمستثمرين الأجانب، وهو إجراء يسمح للشركات بإصدار أسهم وسندات في الخارج، ويسمح للمصارف المحلية بحصول على قروض بالعملة الصعبة وتمويل مشاريع في الخارج، وقبول إيداعات بالعملة الصعبة ويسمح كذلك للمستثمرين الأجانب الاستثمار في البورصة المحلية، كما أن قابلية تحويل حساب رأس المال ليس شأنا يؤخذ كله أو يترك كله، فهناك طرق عديدة للتعامل معه بقدر ما تقتضيه السياسة الاقتصادية الكلية للدولة و إلغاء القيود التنظيمية على الدخل والخروج من الأسواق المالية.

المطلب الثالث: الجوانب الاساسية للتحرير المالي وعوامل نجاحها

جاء في دراستي كل **Clevenot** و **Ben gamra** (2005-2008) أنه مهما

اختلفت إجراءات تطبيق سياسة التحرير المالي الا أنها تشمل ثلاث جوانب اساسية والتي جمعت في المعادلة التالية¹:

$$FL = \frac{1}{3} LIBS + \frac{1}{3} LFM + \frac{1}{3} LCC$$

حيث أن:

- **FL** التحرير المالي Financial liberalization
- **LIBS** تحرير النظام المصرفي الداخلي Liberalization of the internal banking system
- **LFM** تحرير الاسواق المالية Liberalization of financial markets
- **LCC** تحرير حساب راس المال Liberalization of Capital account

أولاً: تحرير النظام المصرفي الداخلي: يعتبر التحرير المصرفي مجموعة من الإجراءات التي تؤدي إلى التقليل من القيود التنظيمية على وحدات الوساطة المالية مما يسمح لها بتخصيص الامثل للموارد المتاحة، وضمان التراكم الراسمالي، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وتحرير المنافسة البنكية بين البنوك المحلية والاجنبية، والغاء القيود حول تخصيص البنوك والمؤسسات المالية².

1-1 طرق تحرير واصلاح القطاع المصرفي: يشمل تحرير القطاع المصرفي على العناصر التالية³:

1-1-1- تحرير اسعار الفائدة الدائنة والمدينة: يتم ذلك من خلال ازالة كافة القيود وضوابط التحديد الاداري لاسعار الفائدة على القروض والودائع، وتقليل الرقابة عليها وتحريرها تدريجياً وتركها تتحدد وفق قانون العرض والطلب.

¹ -Saoussen Ben Gamra, *op.cit*, p 10 - 11.

² - طرشي محمد و عبو عمر، اثر التحرير المالي على تحرير الخدمات في الاسواق المالية، الملتقى الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف مسيلة، ص 05.

³ - خديجة تافاساست، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي، دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، اطروحة دكتوراه، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، 2016-، 2017، ص 39.

1-1-2 تحرير القروض: (تحرير الائتمان المصرفي): تقوم الدولة بالتوقف عن توجيه الائتمان نحو القطاعات ذات أولوية على حساب القطاعات الأخرى، والحد من وضع سقف الائتمان على القروض الموجهة لبعض القطاعات، بالإضافة إلى خفض نسب الاحتياطي الإلزامي المفروض على البنوك التجارية من طرف البنك المركزي.

1-1-3 تحرير المنافسة البنكية: تكون بإلغاء كافة العراقيل أمام إنشاء بنوك خاصة برأس مال محلي أو أجنبي وإزالة القيود المتعلقة بتخصيص البنوك وإنشاء البنوك الشاملة، تشجيع البنوك على فتح فروع لها خارج الوطن والسماح للبنوك الأجنبية بالتواجد داخل الوطن بالإضافة إلى حرية الدخول الخروج من السوق، مما يؤدي إلى حدة المنافسة التي تعتبر شرطا أساسيا لتحقيق الكفاءة.

1-2 إجراءات التحرير المصرفي نجد¹:

- إلغاء القيود على سعر الفائدة وإزالة القيود المفروضة عليها؛
- إلغاء القيود الإدارية المقيدة لنشاط البنوك، كتحديد السقوف الائتمانية أو التمويل التلقائي للمؤسسات المملوكة للدولة؛
- تدعيم استقلالية البنوك والمؤسسات المالية في اتخاذ قراراتها وفقا لقواعد السوق؛
- إعادة هيكلة بنوك القطاع العام وفتح ملكيتها أمام القطاع الخاص الوطني والأجنبي؛
- السماح بإنشاء البنوك، سواء تعود ملكيتها للقطاع الخاص الوطني والأجنبي والسماح بفتح فروع للبنوك الأجنبية في مختلف دول العالم؛
- تقليل الحواجز أمام الانضمام والدخول إلى السوق البنكي، وتسهيل إجراءات الانسحاب منه؛
- تحسين درجة الشفافية في المعاملات وزيادة أوجه الحماية للمودعين والمستثمرين؛
- إطلاق حرية تحديد العملات وتسعير الخدمات البنكية.

ثانيا: تحرير الاسواق المالية: يؤدي التحرير المالي في الاسواق المالية إلى توفير المعلومات ذات الكفاءة العالية، تخص المؤشرات المالية والاقتصادية للمؤسسات كتقارير مالية، كما يجبر التحرير المالي المؤسسات على

¹ زاوي فضيلة، التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، اطروحة دكتوراه علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2015-2016، ص 54.

تطبيق معايير محاسبية دولية مما يزيد من الشفافية وتمثيل في نقل المعلومات بين المستثمرين مهما كانت جنسياتهم مما يزيد من ثقتهم بالسوق المحلي¹.

أما فيما يخص تحرير الاسواق المالية فهو جزء من عملية التحرير المالي، لأن تحرير حساب راس المال يسمح بتنقل رؤوس الاموال ولو لم تحرر الاسواق المالية فيما بينها لما استفادت اي دولة من تدفقات رؤوس الاموال، وعليه يتم تعريف تحرير الاسواق المالية على أنها فك القيود والعراقيل على حيازة المستثمر الاجنبي للأوراق المالية كأسهم والمشتقات المالية للشركات والمؤسسات المحلية داخل بورصة، بعد الدول قامت بتحرير اسواقها المالية كلياً والسماح للأجانب ببيع وشراء الأوراق المالية و بامتلاك حصص في شركات محلية، إلا أن بعض الدولة مازالت متخوفة من حدوث ازمات مالية أو اقتصادية بسبب انخفاض دور الرقابة الحكومية، والخوف من سيطرة الاجانب على البلاد².

2-1 مظاهر تحرير الاسواق المالية: تتمثل مظاهر التحرير المالي في:

- 1-1-2 الربط بين البورصات: تسعى البورصات الربط والتشابك بينها لتوسيع التداول وتنويع الأوراق المالية و التقليل من المخاطر وهذا عن طريق³:
- الربط بالحاسوب: ويكون باستعمال شبكات الانترنت المرتبطة بالحواسيب الالكترونية؛
- الربط بالوسطاء الماليين: وهذا بالسماح لممثلي البورصات بالتسجيل في اي بورصة ومن اي مكان؛
- الربط بين الشركات المالية العالمية: عن طريق مكاتبها وفروعها في اي دولة؛
- الربط بالمحفظة الاستثمارية: من خلال تكوين محفظة ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات؛
- الربط التنظيمي: من خلال توحيد الهياكل التنظيمية المراد الربط بينها؛
- الربط المتكامل: يعتبر الاتحاد الأوروبي أكثر المناطق ربطاً للبورصات، وهذا باتباع مجموعة من اليات وأساليب الربط المذكورة سابقاً؛

1 - محمد تيسير ارويزق بني هاني، أثر التحرير المالي على حجم التداول في بورصة عمان (الاردن) دراسة قياسية (1995-2015)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، تخصص اقتصاد، جامعة يرموك، الاردن، 2017-2016، ص 07.

2 - عباد فاطمة باسم، التحرر والتذبذب في السوق، دلائل من بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية ادارة المال والاعمال، جامعة ال البيت، الاردن، 2015، ص14

3 - طرشي محمد و عبو عمر، اثر التحرير المالي على تحرير الخدمات في الاسواق المالية، الملتقى الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف مسيلة، ص 06.

2-1-2 عوامة اسواق الاسهم والسندات: تسمح عوامة الاسواق المالية خاصة في الدول النامية بمزايا

عديدة كالوصول إلى اسواق المال الدولية¹:

- جعل الاسواق الأوراق المالية ذات كفاءة وفعالية كبيران، بغية تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل الاستثمارات، وزيادة مصادر التمويل الدولية مما يزيد ارتباط بين المستثمرين المحليين و الاجانب و الحصول على موارد مالية تمكنها من التأمين ضد مخاطر تقلبات الدخل الوطني، وتصبح مستويات الاستهلاك المحلي اقل تقلبا نسبيا، بالإضافة إلى أن الوصول إلى الاسواق المالية الدولية تمكنها من تغطية القصور في المدخرات المحلية، مما يرفع معدلات الاستثمار الوطني وبالتالي معدل النمو الاقتصادي؛

- تسمح عوامة الاسواق المالية برفع التدفقات الرأسمالية مما يتيح لها تنوع المحفظة المالية وتقاسم المخاطر، فوجود ديون على بلدان اخرى يسمح للأفراد والمؤسسات بأن تحمي نفسها من صدمات التكلفة والإنتاجية في بلادها بفضل التغطية التي توفرها استثماراتهم في الدول الاخرى، مما يسمح لهم بتحقيق ارباح مرتفعة؛

- التقليل من الديون الخارجية، الا أن هذه الفرصة يبقى مشكوك فيها، اذ لوحظ في الأونة الاخيرة ارتفاع التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى الدول النامية وما تزامن معه ارتفاع المديونية الخارجية بنسبة تفوق 50%؛

- تدفق العملات الأجنبية إلى البلدان النامية يؤدي إلى زيادة مستويات الاحتياطي من النقد الاجنبي؛

- يؤدي انفتاح الاسواق المالية في الدول النامية من تمكن الدولة بإتباع سياسات اقتصادية رشيدة وسليمة، فأى خلل، ازمة، أو اضطرابات سياسية، تؤثر عليها بخروج رؤوس الاموال المحلية والأجنبية؛

- تساعد الدولة في تطبيق سياساتها النقدية من خلال اللجوء إلى الاسواق المالية الدولية وطرح سندات الدين للاكتتاب بأقل سعر فائدة، كما تمكن القطاع الخاص كذلك التوجه إلى التمويل الخارجي لانخفاض التكاليف وسعر الفائدة.

منذ الثمانينيات لجأت العديد من البلدان النامية إلى تحرير أسواقها المالية، بهدف زيادة حصتها من تدفق رأس المال العالمي ومع ذلك، يلاحظ أن هذا التحرير الواسع النطاق للسوق المالية له تقلبات عرضية في أسواق الأسهم وبالتالي، تصبح هذه الأسواق أكثر كفاءة من الناحية المعلوماتية مما يؤدي إلى ارتفاع التقلبات، حيث تستجيب الأسعار بسرعة للمعلومات ذات الصلة، بالشكل أساسي.

1 - لزعوامة ساحلي و عبد الامير السعد، عوامة الاسواق المالية النامية في الجزائر، مجلة علوم الانسانية، ع44، ديسمبر 2015، ص 519-518.

ثالثاً-تحرير حساب راس المال: تعتبر الزيادة الهائلة في تدفقات رؤوس الاموال بين الدول احدى الظواهر الرئيسية للتحرير المالي، تحرير حساب راس المال هو سياسة تتبعها الحكومة تعطي الحق للمستثمرين الاجانب في شراء الاسهم والسندات من الاسواق المحلية، كما تمنح للمستثمرين المحليين الحق في تداول الأوراق المالية الاجنبية¹، كما يقصد به الغاء الحظر على المعاملات في حساب راس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، تتضمن معاملات كل من الديون واسهم المحافظ المالية والاستثمار المباشر والعقاري والثروات الشخصية²، معاملات حساب راس المال.

3-1 معاملات تحرير حساب راس المال: يقوم حساب راس المال على مجموعة من المعاملات والمتمثلة في³:

- معاملات الاستثمار في سوق الأوراق المالية: الاسهم، السندات والأوراق الاستثمارية والمشتقات المالية؛
- معاملات البنوك التجارية تشمل كل من ودائع غير المقيمين واقتراض البنوك من الخارج (اي تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الاجنبية؛
- معاملات رؤوس الاموال وتحركاتها وتشمل كل من رؤوس الاموال الشخصية، الودائع والقروض الهدايا والمنح، الميراث، أو شركات أو تسوية الديون ؛
- معاملات النقد الاجنبي والضوابط الاخرى⁴؛
- المعاملات المتعلقة باصول الثروة العقارية، وتشمل كل عمليات البيع والشراء التي تتم داخل البلاد من قبل غير المقيمين أو شراء وبيع العقارات خارج الوطن من طرف المقيمين⁵؛
- معاملات الإئتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تتدفق من وإلى الخارج؛

1 - محمد زكريا بن عزوز و كمال حمانه، قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر KAOPEN، دراسة قياسية 1970-2010، مجلة الباحث، ع 2013، 13، ص21.

2 - غالم عبد الله، العولمة المالية وأنظمة المصرفية العربية، دار اسامة للنشر والتوزيع، ط01، عمأن، 2014، ص 126.

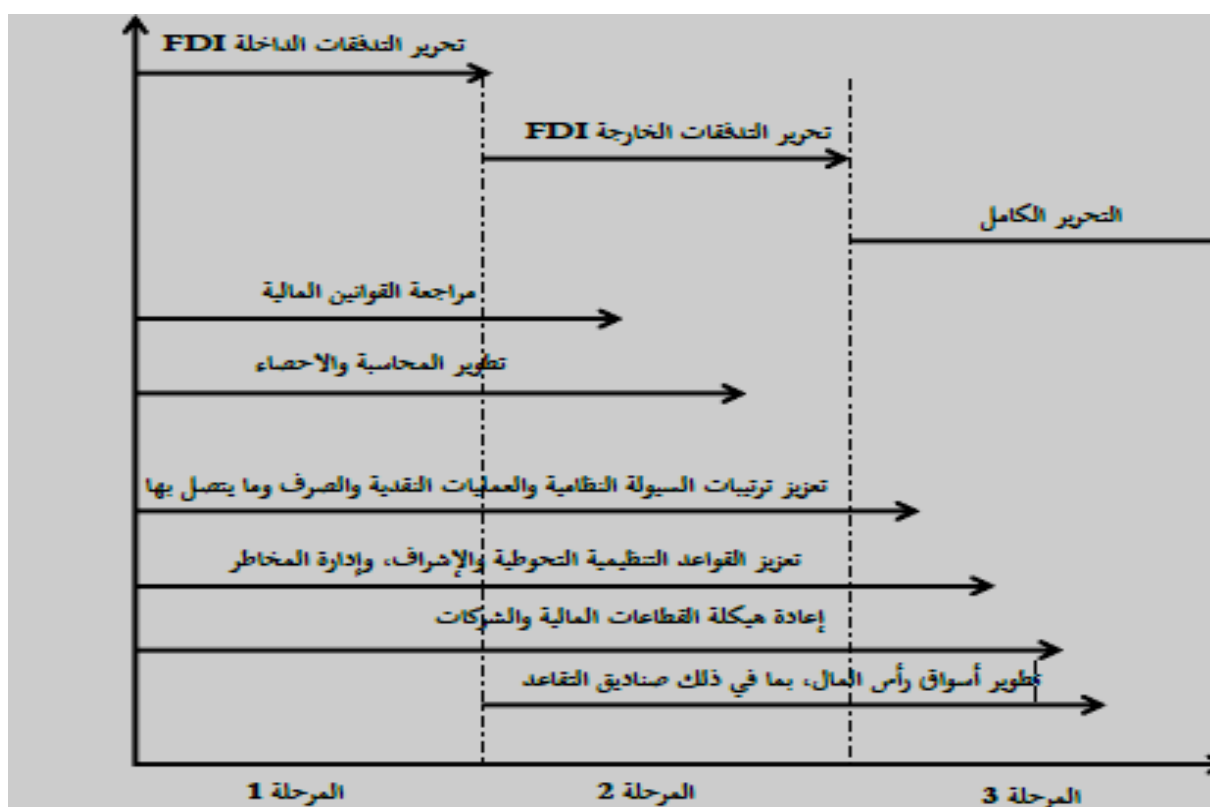
3 - صديقي مليكة و بوكروح بجمية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، ع 07، 2016، ص 35-36.

4 - غالم عبد الله، مرجع وموضوع نفسها.

5 - عباد فاطمة باسم، التحرر والتذبذب في السوق، دلائل من بورصة عمأن، رسالة ماجستير، كلية ادارة المال والاعمال، جامعة ال البيت، الاردن، 2015، ص08.

- المعاملات الخاصة بتحركات رؤوس الاموال سواء الودائع أو القروض أو الهدايا أو المنح أو الميراث أو التركات أو تسوية الديون ؛
- معاملات الاستثمار الاجنبي المباشر والتي تشمل الغاء كافة القيود المفروضة على الاستثمار الاجنبي المباشر الوافد أو الخارج، أو تصفية الارباح عبر الحدود؛

الشكل رقم 8 : مراحل تحرير حساب راس المال



المصدر: خديجة تافساست، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة قياسية في الجزائر خلال الفترة 1990-2013، مرجع سبق ذكره، ص 41.

نلاحظ من الشكل السابق أنه للوصول للتحرير الكامل للنظام المالي، عليها المرور بعدة مراحل بدءا بتحرير التدفقات الداخلة ثم الخارجة، تزامنا باصلاحات كبرى في الاقتصاد .

نستطيع معرفة درجة التحرير المالي في اقتصاد ما حسب درجات تحرير العناصر الثلاثة للتحرير المالي والتي هي تحرير النظام المصرفي الداخلي، تحرير الاسواق المالية، تحرير حساب راس المال، ولهذا الغرض وضع كل من Clevenot و Ben gamra الجدولا يحدد معايير درجة التحرير المالي .

الجدول رقم 9: معايير تحديد درجة التحرير المالي

التحرير الكلي	التحرير الجزئي	الكبح المالي	النظام المصرفي الداخلي	الأسواق المالية	حساب راس المال
	لا توجد سيطرة أو رقابة على أسعار الفائدة المدينة والدائنة.	سيطرة الدولة على أسعار الفائدة المدينة والدائنة.	أسعار الفائدة المدينة والدائنة		
	لا توجد سيطرة على الاعتمادات أو الاحتياطيات أو على دخول البنوك.	توجد ضوابط للائتمان والاحتياطي والدخول المصرفي	الاعتمادات والاحتياطيات والدخول		
فك جميع القيود والشروط على المستثمرين الاجانب لتملك اصول مالية محلية	-السماح للمستثمرين الاجانب بتملك اصول محلية اقل من 49% . - فرض قيود لمساهمة المستثمرين في بعض القطاعات الاقتصادية	فرض قيود وعراقيل للاستثمار الاجنبي في المحافظ المالية	الاستثمار الاجنبي		
يتم توزيع الارباح وفوائد السندات في السنة الأولى والثانية من الاستثمار	لا يتم توزيع الأرباح قبل 5 سنوات الأولى من الاستثمار	قيود في توزيع راس مال المستثمر، على رباح الاسهم وفوائد السندات المستثمر	راس المال والأوراق المالية		
قدرة البنوك والمؤسسات المحلية بالاقتراض من الخارج بكل حرية وبدون قيود شرط اعلام السلطات النقدية	السماح للبنوك المحلية و المؤسسات المالية الاقتراض من الخارج مع وجود بعض القيود	عدم اقتراض البنوك المحلية من الخارج	البنوك المحلية		

عدم وجود اسعار صرف خاصة على تحويلات مالية للعملات، وحرية تامة لحركة رؤوس الاموال	وجود اسعار صرف خاصة على عمليات الحساب الجاري وتدفقات راس المال (تحويل العملات) وجود قيود جزئية على دخول وخروج رؤوس الاموال	سعر صرف متعدد	سعر الصرف حركة رؤوس الاموال	
---	---	---------------	--------------------------------	--

Source: Saoussen Ben Gamra, Michaël Clèvenot, op.cit , P 2.

المطلب الرابع: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي

ادت الإنتقادات الموجهة لنظرية E.Shaw و R. Mckinnon إلى بناء نموذج جديد سنة 1991 ضم مجموعة من المتطلبات يتعين توافرها قبل الشروع في إجراءات إزالة القيود والانفتاح المالي وهي:

1- توافر الاستقرار الاقتصادي العام¹: يتطلب التحرير المالي مناخ مستقر للاقتصاد الكلي حيث يتم الاستفادة كليا من مزاياه، فالتضخم المرتفع و العجز الكبير في الميزانية العامة للدولة و أسعار الصرف غير المستقرة يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على عملية التحرير المالي، وتأثير عكسي على الاندماج في النظام المالي الدولي²، ففترة التحول إلى نظام مالي مفتوح هامة جدا، فيكون للتحرير المالي نتائج سلبية لما تكون سياسة الأسواق المالية غير متطورة أو الثقة في السياسات الجديدة مازالت ضعيفة.

تحقق الدولة الاستقرار الاقتصادي العام بوجود معدل تضخم منخفض، لأنه يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة وبالتالي إنخفاض سعر الفائدة فزيادة النمو الاقتصادي، ولتحقيق ذلك يستوجب اتخاذ إجراءات تمكنها من التنسيق بين السياسة الاقتصادية المطبقة وسياسة التحرير المالي وهما:

1 - محمد صفوت قابل، الدول النامية والعملة، الدار الجامعية، 2004، ص 186.

2 - طارق عبد العال حماد، التطورات الاقتصادية العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001، ص 41.

1-1 الإجراءات الوقائية: تتخذ الدولة هذه الإجراءات قبل وقوع الأزمات البنكية، وذلك بوضع خطط قانونية وتنظيمية للحد من المخاطر المالية وحماية المودعين، تصاحب هذه الإجراءات قوة إشراف حكومي على الجهاز المصرفي و احكام الرقابة و التدقيق المحاسبي الخارجي¹ .

1-2 الإجراءات العلاجية: تتخذ عند حدوث الأزمات المالية و تكمن في تطوير نظام التأمين على الودائع لحماية المودعين و التقليل من الذعر المالي الذي قد يصيبهم².

2- إتباع التسلسل و الترتيب في مراحل التحرير المالي: تطبيق سياسة التحرير المالي يجب أن تبدأ على مستوى الاقتصاد المحلي (الوطني) بقطاعه الحقيقي و المالي بحيث يتم في القطاع الحقيقي ترك تحديد الأسعار وفق قوى السوق، فرض ضرائب عقلانية على المؤسسات و رفع دعم الدولة للأسعار، و تطبيق سياسة الخوصصة و تشجيع القطاع الخاص³.

عموما يمكننا القول أن عملية التحرير المالي يمكن أن تتحقق على مراحل تتوقف درجتها و سرعتها على الهيكل الاقتصادي للدولة، و مرحلة التنمية التي بلغت، و الأهمية النسبية لكل من القطاع العام و الخاص و دورهما في الاقتصاد الوطني بالإضافة إلى درجة اندماج الاقتصاد الوطني في الاقتصاد العالمي.

3- التنظيم والإشراف المناسب على المؤسسات المالية: فجاح التحرير المالي يتطلب إشراف حكومي قوي وجددي من اجل منع الانحرافات أو فشل أحد المؤسسات المالية، تفاديا لوقوع الأزمات المالية و المصرفية، يهدف الإشراف الحذر على المؤسسات المصرفية و المالية إلى الاهتمام بإدارة المخاطر و التنبيه إليها، و ضمان الشفافية والاهتمام بالأوضاع المالية للبنوك و المؤسسات المالية و الاهتمام بالهيكل التنظيمي و الإداري لجهات الرقابة و تسهيل تدفق المعلومات و التنسيق بين أنشطة إصدار القرار و متابعة تنفيذه، و إقامة هيئات رقابية و إشرافية تتمتع بالاستقلالية و على رأسها البنك المركزي و هذا كله بهدف تحقيق استقرار النظام المصرفي، و لقد سعت لجنة بازل للرقابة المصرفية على التأكيد على ضرورة تعميق مفهوم

1 - عاطف وليم أن دوراس، السياسات المالية وأسواق رأس المال خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص 88.

2 - زاوي فضيلة وعماروش خديجة ايمان، سياسات التحرير المالي وأن عكاساتها الايجابية والسلبية على النظم المالية والاقتصادية، ملتقى وطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، يومي 04، 05 فيفري 20189، جامعة مسيلة، ص 07.

3 - بن طلحة صليحة و معوشي بوعلام، دور التحرير المصرفي في اصلاح المنظومة المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص 479.

الإشراف الحذر و عملت منذ نشأتها على توحيد معايير الإشراف و الرقابة على الأنظمة المصرفية لضمان استقرار النظام المصرفي الدولي¹.

أصبح الإشراف والتنظيم الجدي ضروري في الأسواق المالية المفتوحة، ذلك أن الإعتماد المشترك للإقتصاديات الكلية والإستقرار المالي يزداد في المناخ المتحرر، ومع التحرير المالي وخاصة تحرير تجارة الخدمات المالية فإن الإشراف الفعال يساعد على تحسين توجيه المؤسسات المالية ويحدد المالشكلات في مرحلة مبكرة، وهذا يسمح لهم بالمزيد من الوقت لإتخاذ تدابير إصلاحية للحد من الصعوبات التي تواجه القطاع المالي².

4- **ضرورة توافر المعلومات الكافية عن السوق:** يتطلب النجاح التحرير المالي توافر المعلومات الكافية عن السوق المالي و المصرفي و إتاحتها أمام كل المتدخلين فيه، و يتعلق الأمر بالمعلومات التي توفرها جهات الإشراف و الرقابة و المتعلقة بالقوانين و اللوائح المنظمة للنشاط المصرفي، و من جهة ثانية المعلومات التي يجب أن توفرها البنوك و إتاحتها أمام جهات الرقابة و الإشراف، و أمام المتعاملين و المستثمرين حتى يتمكنوا من ترشيد قراراتهم المالية، كما يتطلب الأمر وجود آليات لتنسيق هذه المعلومات بحيث يكون انسيابها بالشكل واضح و خال من التناقض تهدف إلى تدعيم عنصر الشفافية³.

1 - طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على اعمال البنوك، مرجع سبق ذكره، ص48.

2 - بربري محمد وطرشي محمد، التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، 11-12 مارس، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 9-10.

3 - شين خنيز وستو فاطمة الزهراء، الازمات المالية العالمية وعلاقتها بسياسة التحرير المالي، دراسة حالة جنوب شرق اسيا 1997، وأزمة الرهن العقاري 2008، الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، 05-04 فيفري 2019، ص06.

المبحث الثاني: تحليل نظرية التحرير المالي ل ماكينون وشاو وأثارها على النمو الاقتصادي

لقي تحليل R.Mckinnon و E.Shaw عن سياسة التحرير المالي مساندة وتأييد من قبل الكثير من الاقتصاديين خاصة أنصار مدرسة ستانفورد حيث اتفقوا على أن هذه السياسة لها اثر ايجابي على النمو الاقتصادي في الدول النامية¹، كما قاموا بالتوسع في تطوير النظرية بمجموعة من الدراسات النظرية والتطبيقية ومن اهمهم: kapur (1976)، vogel and buser (1976)، واخرون، أما الدراسات المعارضة أبرزها ما جاء به Davidson و Asimakopoulos (1986)، حيث يشيران من خلال أبحاثهما أن زيادة الاستثمار الأجنبي تزيد من حد القروض البنكية وزيادة أعبائها².

المطلب الأول: تحليل نظرية التحرير المالي ل E. Shaw و R. Mckinnon

إن كل من E.Shaw و R.Mckinnon أول الدعاة إلى تطبيق سياسة التحرير المالي، اذ يعتبران أن سبب تدهور وضعف اقتصاديات الدول النامية هو سياسة الكبح المالي وفرض قيود على القطاع المالي، كالسقف على معدلات الفائدة وتخصيص الائتمان، عدم الربط بين قطاع الشركات والقطاع العائلي، انخفاض نوعي وكمي للاستثمارات، سميت هذه الاقتصاديات ب الاقتصاديات الممزقة³. بدأ E.Shaw و McKinnon (1973) وشو قضية التحرير المالي في البداية في أوائل السبعينيات، حيث جادلا بأن الأسواق ستحقق معدل فائدة حقيقي إيجابي وبالتالي تجذب المدخرات، ويؤكد أنه في ظل نظام مكبوت (كبح مالي)، فإن ضوابط الحكومة على أسعار الفائدة الاسمية غالبا ما تؤدي إلى أسعار فائدة حقيقية سلبية، هذا عائق رئيسي أمام المدخرات وتكوين رأس المال وبالتالي نمو إقتصادي، فيما كانت ل

1 - بلقاسم بن علال، ازيمات المالية العالمية دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري(1990/2011)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، ع 02، 2014، ص 04

2 - Fatma Wyème, La relation finance- développement: un éclairage par le modèle de vecteur à correction - d'erreurs pour cas du système financier tunisien, Université Paris IX- Dauphin, France, 2000, P7.

3 - زكية مخلوس، نظرية التحرير المالي، مفاهيم واسس، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، ع 07، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2016، ص 465.

و E.Shaw وجهة نظر مماثلة ل McKinnon، إلا أنه يركز على جانب آخر وهو دور التحرير في تعزيز التعميق المالي الذي يشير إلى حجم القطاع المالي¹.

وللخروج من الكبح المالي منه يستوجب إعادة صياغة دالة الطلب على النقود تتلائم مع ضعف الهياكل المالية في الدول النامية، واستغلال الودائع التراكمية لدى الجهاز المصرفي للاستثمار والدخل الجاري للدخار.

كما يؤكد أن أهم وسيلة في الاقتصاد النامي هي النقود إذ تعتبر الزامية لتراكم رؤوس الاموال وهذا ما اطلق عليه ب "تكاملية النقود وراس المال"، كما يكمل E.Shaw ماجاء به R.Mckinon ويؤكد الاثر الايجابي للتحرير المالي على النمو الاقتصادي وأهمية تحديد معدلات الفائدة الحقيقية في السوق وفق نظرية العرض والطلب على الموارد المالية، مما يعكس الندرة النسبية للدخار².

وعبر عبر دالة الطلب على النقود على النحو التالي:

1- مؤيدي لنظرية التحرير المالي: يسمح التحرير المالي بزيادة الفرص أمام المستثمرين الاجانب في زيادة استثماراتهم داخل الاسواق المالية، وبالتالي زيادة حجم سيولة تلك الاسواق وتحسين مستويات المنافسة السعرية فتحسين كفاءتها³، ومن هنا ظهرت وجهات نظر مؤيدة لنظرية التحرير المالي وأخرى منتقدة لها.

- في ظل تطبيق الدولة سياسة التحرير المالي، تلزم المؤسسات بتقديم تقارير مالية نوعية وذات درجة عالية من الشفافية بسبب تطبيق معايير المحاسبة الدولية، وبالتالي تكون المعلومات المقدمة للمستثمرين المحليين أو الأجانب الخاصة بالمؤشرات المالية والاقتصادية ذات كفاءة عالية مما يزيد من ثقة المستثمر في السوق⁴، كما أن اتباع اسلوب الشفافية في تقديم المعلومات يقلل من المضاربة.

¹ - Marwan Asri Su, Financial Liberation vs. Financial Repression: A Survey of Theoretical Literature and Empirical Evidence, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Volume 14, No. 3, Tahun, 1999, p. 02. Tahun, 1999, p 02.

² - بن بوزيان محمد و شكوري سيدي احمد، التحرير المالي واثره على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، ص 04-05، الموقع الالكتروني: <http://www.abhatoo.net.ma/page-principale>: تاريخ الإطلاع: 06/11/2021.

³ - بني هاني و محمد تيسير أرويزق، أثر التحرير المالي على حجم التداول في بورصة عمان (الاردن) دراسة قبالسية 1995-2015، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، الاردن، 2017، ص 07.

⁴ - طارق نوير، تأثير تعاملات الاجانب على اداء البورصة المصرية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، مجلد 11، ع 01، يناير 2009، ص 7-8.

يرى E.Shaw و R.Mckinnon أن التحرير المالي يعمل على جذب المستثمرين الاجانب والاستفادة منهم فيما يخص جلب رؤوس الاموال و الخبرات¹، وتشجيع الاستثمار المحلي وزيادة نسبة الادخار داخل الدولة، كما يسمح التنوع في المحافظ الاستثمارية على تقليل حجم المخاطر، سنحاول فيما يلي عرض اسهامات بعض الدراسات في دعم نظرية التحرير المالي:

- أكد كل من Kapur (1976) و Galbis (1978) على أن تحرير القطاع المالي يؤدي إلى تنشيط الادخارات المالية وتوفير رؤوس الأموال إلى مختلف القطاعات الإنتاجية مؤدياً إلى تحسين مجالات الاستثمار والنمو².

- أما Alan Gelb (1989): فقد قام بدراسة العلاقة بين متوسط أسعار الفائدة على الودائع والنتائج الداخلي الخام لعينة تتكون من 34 دولة نامية في الفترة الممتدة من 1965 إلى 1985، فتوصل إلى أن معدلات النمو في الدول ذات معدلات الفائدة الحقيقية الموجبة كانت أعلى بكثير مقارنة بالدول الأخرى، كما أن نمو الناتج المحلي الخام في هذه الدول زاد بثلاث مرات تقريبا مقارنة بالبلدان ذات معدلات فائدة حقيقية سالبة³،

- أما دراسة Borto zabler (1992) توصل إلى أن تحرير الاسواق المالية يساهم في دعم اقتصاديات الدول النامية اذا استطاعت جلب رؤوس الاموال من الخارج وتوظيفها في الاستثمارات، كما يزيد من القدرة التنافسية للأسواق وزيادة نشاطها وتوفير السيولة وبالتالي تنشيط الاقتصاد الوطني، كما يسمح التحرير المالي في تحسين المنتج السلعي ليواكب الاسواق الدولية والقدرة على المنافسة وبالتالي زيادة الصادرات وتحسين ميزان المدفوعات⁴.

¹ -Adeusi.O , Azeez .A , Olanrewju.A , *Effect of financial liberalization on the performance of informal capital market, research journal of finance and accounting*, vol 03, N° 06,2012, pp 64-78.

² - عزاوي عمر و سايب بوزيد، إصلاح القطاع المصرفي في الجزائر عاملا للتحديث والنمو الاقتصادي، المؤتمر الدولي الثاني: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، 11/12/2008 ورقة ص 02.

³ - بن بوزيان محمد و شكوري سيدي أحمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي (دراسة حالة الجزائر)، ملتقى المنظومة البنكية في ظل التحولات الاقتصادية والقانونية، 04/2005 بشار، ص 04

⁴ - مصيطفى عبد اللطيف و محمد بن بوزيان، اساسيات النظام المالي واقتصاديات الاسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2015، ص 183.

- في نفس السنة حاول كل من Martin-salo و Roubini (1992) أن يصنعا نموذجا يوضحان فيه كيف أن كبح القطاع المالي يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي وعلى فعالية المؤسسات المالية في تعبئة الادخار¹.

- ورد في بحث كل من Zervos و Levine (1998): أن تقليص القيود على دخول رؤوس الاموال و تحرير رؤوس الاموال داخليا، يؤدي إلى تنمية سوق الأوراق المالية وزيادة كفاءتها وتنافسها دوليا².

- دراسة: Achy (2003) قام بتحليل أثر التحرير المالي على الادخار و الاستثمار والنمو الاقتصادي في عينة مكونة من خمسة دول للشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA وهي مصر، الأردن، المغرب، تونس وتركيا خلال الفترة 1970-1998 باستعمال بيانات البانل، حيث ربط معادلة النمو والممثل ة بالنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى مجموعة من المتغيرات التي تقيس التحرير المالي كمدل الفائدة الحقيقي، ومدل الاستثمار الخاص، نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، التغير السنوي في معدلات التبادل التجاري وسعر الصرف الحقيقي، وأشارت النتائج إلى أن التحرير المالي أدى إلى زيادة تشويه تخصيص الائتمان في صالح الاستهلاك على حساب الأنشطة الإنتاجية لأن مؤشرات العمق المالي عجزت عن شرح تجربة النمو في هذه البلدان. وبينت الدراسة أن التحرير المالي يتماشى مع نظريات جون مينارد كينز ومعادية للتطور المالي³.

- كما استخدم Fowowe (2004) بيانات البانل لتقييم آثار سياسة التحرير المالي على النمو لتسعة عشر بلدا في إفريقيا و جنوب الصحراء الكبرى للفترة الممتدة من عام 1978 إلى عام 2000 حيث استعمل مؤشرين ومتغير وهمي للتحرير المالي إسناد قيمة 0 قبل التحرير و 1 بعد التحرير وكانت متغيرات الدخل الأولي للفرد الواحد، الاستثمار، العمر المتوقع، درجة الإنفتاح، الديون ونسبة خدمة الدين، كما استخدمت تقدير كل من التأثيرات الثابتة والديناميكية لبانل مقدر وأيضا طريقة المربعات العادية وطريقة

¹ - بن بوزيان محمد و شكوري سيد احمد، المرجع والموضوع نفسهما.

² - Zervos .S ,Levine .R ,*Capital Control Liberalisation and stock market efficiency, word development*, vol26, N⁰07, 1998, pp 1169-1183.

³ - Achy, Lahcen., *Financial Liberalization, Saving, Investment and Growth in MENA Countries, Forthcoming in Middle-East Economies*, Vol. 6, Morocco, 2003, pp 1-28, available online at: <http://econwpa.repec.org/eps/fin/papers/0411/0411004.pdf>.

التأثيرات العشوائية لتقييم حساسية النتائج، أظهرت التقديرات بوجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين النمو الاقتصادي وسياسة التحرير المالي¹.

- وقيم Bashar and Khan (2007) في دراسة قياسية لدولة بنغلاديش أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي للبلاد عن طريق تحليل البيانات ربع السنوية من الربع الأول لعام 1974 إلى الربع الثاني من عام 2002 باستخدام التكامل المشترك وطريقة تصحيح الخطأ، حيث استخدم المتغيرات التالية: الناتج المحلي الإجمالي والاستثمار الإجمالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، والعمل كنسبة من السكان، مؤشر الإنفتاح التجاري، السعر الحقيقي للفائدة وصافي تدفقات رأس المال، أظهرت النتائج التجريبية أن معامل متغير سياسة التحرير المالي (سعر الفائدة الحقيقي) هو سلبي ومعنوي، مما يعني أن التحرير المالي له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي في بنغلاديش².

- كما جاءت دراسة ل Ben Gamra (2009) لتحديد طبيعة العلاقة بين سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي، وقد شملت الدراسة عينة مكونة من 6 دول ناشئة من شرق آسيا للفترة الممتدة ما بين 1980 و 2002، وتوصلت الباحثة إلى أن التحرير المالي يؤثر إيجاباً ومعنوياً على الدول التي قامت بتحرير قطاعها المالية بالشكل جزئي وبتدرج معتدل، وقد أكدت الباحثة في هذه الدراسة على أهمية التدرج والتسلسل أثناء تحرير النظام المالي في الدول النامية، وذلك من أجل تحقيق نتائج إيجابية فيما يخص رفع معدلات النمو الاقتصادي دون الوقوع في أزمات بنكية، وللاستفادة أكثر من مزايا التحرير³.

- دراسة Waliullah (2010): في بحثه جاء بأن النظرية الاقتصادية الكلاسيكية على أن نجاح عملية التحرير المالي يتطلب اصلاح الاسواق المالية لزيادة قدرتها التنافسية وبالتالي تحسين ميزان المدفوعات⁴.

¹ - Babajide Fowowe, *Financial Liberalization Policies and Economic Growth: Panel Data Evidence from Sub-Saharan Africa*, University of Ibadan, working paper presented at the CSAE Conference, 2004 , Oxford available online at:

<http://www.africametrics.org/documents/conference08/day2/session5/fowowe.pdf>

² - Khan M.S, and C.M. Reinhart, *Private Investment and Economic Growth in Developing Countries*, World Development, Vol. 6 18, 1990,P 19-27.

³ - Saoussen Ben Gamra, *Does financial liberalization matter for emerging East Asian economies growth? Some new evidence*, *International Review of Economics and Finance* ,18, 2009 ,P P 392-403.

⁴ - Waliullah, *financial liberalization and stock market behaviour in an emerging market – a case study of pakistan*, *international journal of business and social science* , vol, N^o 03 , 2010, P P 75-86.

- دراسة Lenuta (2011): أوضحت Lenuta بأن التحرير المالي يشجع على ادخال التكنولوجيا وتشجيع التداول الالكتروني، فتتقص تكاليف المعاملات وتزيد كفاءة السوق، نتيجة لفك القيود والعوائق أمام الاستثمار المحلي أو الاجنبي لدخول السوق كالرقابة على رؤوس الاموال والتحكم في اسعار الصرف ومعدلات الفائدة، يزيد من حجم سيولة السوق¹.

- - فنجد أن Maxwell Fry قام باستخدام بيانات عن قطاعات مختلفة في 22 دولة نامية، وتوصل إلى أن هناك علاقة ايجابية بين معدلات النمو الحقيقي في الانتاج ومعدلات الفائدة الحقيقية على الودائع، كما لاحظ الأثر الايجابي لارتفاع معدلات الفائدة، وتوصل إلى أن كل زيادة في معدل الفائدة ب 1 % تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمعدل 0.5 % .

- توصلت دراسة لكل من Ibrahim Musa Gani و Abdulsalam Abubakar (2013) إلى أن الإنفتاح الاقتصادي له تأثير ايجابي على النمو الاقتصادي في نيجريا خلال الفترة 1970-2010². يوضح لنا الشكل التالي دور التحرير المالي في رفع معدل النمو الإقتصادي من خلال القنوات المباشرة وغير المباشرة لتسرب أثر التحرير المالي.

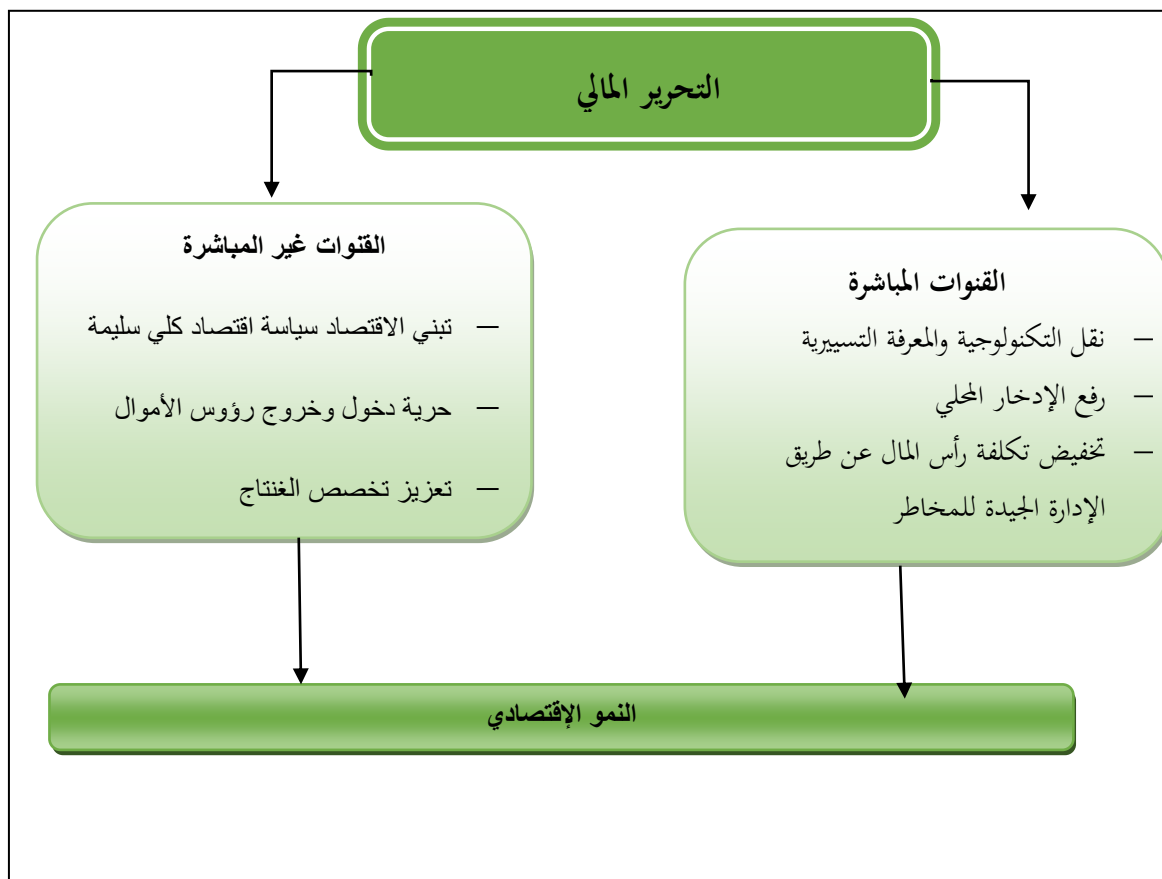
2- المناصرون الحذرون: تتألف هذه المجموعة من المحافظين الداعين للتحرير، والذين يشيرون إلى أن هناك العديد من الشروط التي لم تتحقق حتى الآن في معظم البلاد النامية، والتي تعتبر ضرورية لضمان نجاح عملية التحرير ببناء نموذج اقتصادي قياسي لإظهار أن الاقصاديات عرضة للصدمات الاقتصادية الكلية اذا قامت بتحرير مالي كامل مما يؤدي إلى زعزعة النظام وتعرضها لهروب رؤوس الاموال ومن بين الباحثين نجد Aghion, Bachetta و Banerjee ، Rodrik ، و velsasco ، Johnston، يجب على التحرير المالي أن يترافق بالضوابط المناسبة، وبيئة اقتصادية آلية وتنظيمية قوية، وقيام الحكومات بتطوير مؤسسات قوية للسياسة النقدية وإدارة أسعار الصرف قبل الشروع في عملية

¹ - Lenuta. M , **financial liberalisaion and stock market efficiency, finances –future challenges of the future**,vol13 , N⁰ 13,2011, pp154-156.

² -Ibrahim Musa Gani and AbdulsalamAbubakar.**Impact of Banking Sector Development on Economic Growth:Another Look at the Evidence from Nigeria**, JBM&SSR , Volime2,No4,2013, PP 47-55.

التحرير، إجمالاً يمكن حصر الشروط المسبقة للتكامل المالي والتي تمكن البلد من جني منافعها¹، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم 9 : قنوات انتقال التحرير المالي نحو النمو الاقتصادي

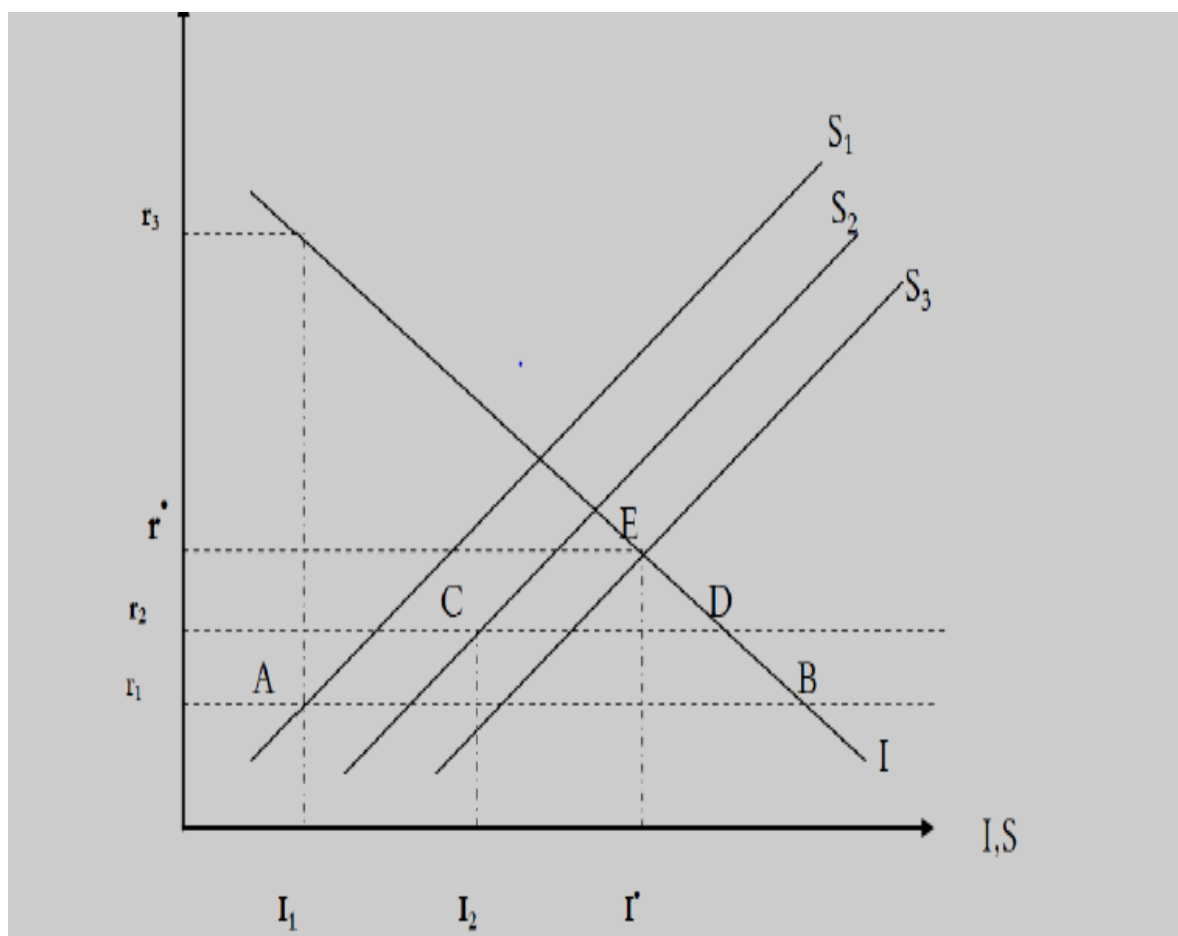


المصدر: بشرول فيصل، اثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الدول المغاربية (المغرب، تونس والجزائر) دراسة قياسية خلال الفترة 1990-2017، مجلة المالية والاسواق، م 06، ع 01، 2019، ص 261.

1 - محمد زكرياء بن معروز، كمال حمادة، قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN)، دراسة قياسية، 1970-2010، مجلة الباحث، ع 13، 2013، ص 21-22

ولأجل الحد من تلك التهديدات حاول كل من E.Shaw & R.Mckinnon أن يبين أن التنمية المالية تعتبر شرط أساسي لتحقيق معدلات عالية للنمو الاقتصادي، وأن التحرير المالي هو الحل الأمثل للرفع من وتيرة النمو الاقتصادي في تلك البلدان، ويمكن توضيح العناصر الأساسية لأفكار E.Shaw & R.Mckinnon من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم 10: نموذج ماكينون وشاو



Source : Andray Chouchane-Verdier, Libéralisation financière et croissance économique, édition, L'Harmattan, France, 2001, p 95.

حيث يفترض Shaw ما يلي¹:

¹ - بوزيان محمد، شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي، على الموقع الإلكتروني:

<http://elbassair.net/Centre> تاريخ الاطلاع 2021-11-27 .

- الاستثمار دالة متناقصة في سعر الفائدة r والادخار دالة متزايدة في معدل النمو الاقتصادي ومعدل الفائدة r ؛

- وأن مستويات الادخار ترتبط بمعدلات النمو الاقتصادي، حيث أن كل دالة ادخار تمثل معدل للنمو الاقتصادي و $S1 < S2 < S3$ ؛

- معدلات الفائدة $2r$ و $1r$ توافق وضعيتين من أسعار الفائدة المحددة إداريا وهي أدنى من المستوى التوازني، أي $r^* = S^*$ معدل الفائدة التوازني الذي يكون عنده. $I^* = S^*$

يمثل المنحنى I في الشكل أعلاه الطلب على الاستثمار، كما تمثل المنحنيات $S1, S2, S3$ منحنيات الادخار عند كل معدل نمو، ويلاحظ من خلال الشكل ما يلي:

- في حالة ما إذا أرادت الحكومة تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات ذات الأولوية فأنها تخفض من معدل الفائدة إلى $1r$ ، وبالتالي ينخفض الطلب على الاستثمار (بالنسبة للقطاعات الأخرى)، يظهر في الجزء AB ؛

- وبنفس الطريقة إذا أرادت الحكومة رفع معدلات الفائدة من $1r$ إلى $2r$ سيزيد حجم المدخرات مما يؤدي إلى زيادة في حجم الاستثمار وكذا في كفاءته، وبالتالي فأن زيادة معدل الفائدة الحقيقي يزيد من المدخرات فتتخفف الفجوة الادخارية ليصبح الجزء CD أقل من AB ويزيد الاستثمار ليرتفع معدل النمو الاقتصادي؛

- يتحقق التوازن المطلوب بين الاستثمار والادخار عند نقطة التوازن r^* في ظل وجود حالة من التحرير المالي يتحقق معدل الفائدة التوازني عند تساوي الادخار والاستثمار وذلك عند النقطة E .

وأكد E.Shaw & R.Mckinnon على أن التحرير المالي بمختلف جوانبه (تحرير النظام البنكي الداخلي، تحرير الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال)، يؤدي إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة حيث أن: ¹

¹ - بلقاسم بن غلال، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري، مرجع سبق ذكره، ص 280-281.

-تحرير أسعار الفائدة والخدمات البنكية يسمح بتوفير موارد مالية إضافية لتمويل الاستثمارات لمختلف القطاعات الاقتصادية، كما يساهم في تشجيع المنافسة بين البنوك مما يخفض تكلفة الوساطة المالية، ويساهم كذلك في التخصيص الأمثل للموارد المالية مما يساعد على توجيه القروض البنكية إلى الاستثمارات الأكثر إنتاجية؛

-إلغاء الحواجز أمام تنقلات رؤوس الأموال فيما بين الدول يساهم في رفع حجم الموارد المالية المحلية، الأمر الذي يسمح بتوفير التمويل اللازم والسريع للاستثمارات المنتجة خاصة استثمارات القطاع الخاص، كل هذا سيقدم الدعم بدرجات كبيرة لتحقيق معدلات نمو اقتصادي عالية وموجبة.

3- معارضي نظرية التحرير المالي: زعم منتقدوا التحرير المالي بأنه يزيد من خطر التعرض للهجمات المضاربة و يرفع من تعرض البلد للصدمات و هروب راس المال، و بحسب Gridlow (2001) فان البلدان النامية خلال سنوات الثمانيات و بداية التسعينيات توصلت إلى أن الاستثمار الاجنبي غير المباشر (اسهم و سندات متداولة داخل الاسواق المحلية) يتميز في طبيعة بالاستقرار على المدى الطويل مقارنة بالقروض المصرفية الاجنبية التي اجتذبتها خلال سنوات السبعينيات و مع ذلك، فقد ادت حالات هروب رؤوس الاموال من الاسواق الناشئة في أواخر سنوات التسعينيات إلى تكذيب هذا التحليل، و في دراسة اخرى لاحظ , Mello , Baldacci , و Combini (2000) زيادة الازمات المالية بعد انتهاج المكسيك سياسة التحرير المالي قد تسبب في احداث طفرات و انهيارات عميقة داخل الاسواق الناشئة، يقول Stiglitz (1994) بأن عدم تماثل المعلومات و الذي يعتبر سمة خاصة بالاسواق المالية و المعاملات في البلدان النامية من شأنه أن يضر بعملية التحرير و يعتبرون كذلك أنه مقارنة بنظيراتها المتقدمة، نجد الاسواق الناشئة نفسها عاجزة عن تجميع المعلومات ذات صلة بالمعاملات المالية.

3-1 الانتقادات الموجهة لنظرية التحرير المالي: تمحورت معظم الانتقادات حول ثلاث نقاط أساسية سنبرزها في الآتي:

3-1-1 افتراض الأثر الإيجابي لارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار¹: انتقد رواد المدرسة الكنزوية نظرية التحرير المالي فيما يخص الأثر الذي يفترض أنه إيجابي لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار، حيث أثبتت الدراسات التجريبية على الأنظمة المالية المحررة عكس افتراض العلاقة الإيجابية بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل الادخار.

فقد توصل كل من Dutt و Burkett (1991)، إلى أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار، حيث أن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع يسبب انخفاض الطلب الفعال والذي يعد بدوره نتيجة لانخفاض معدلات الأرباح، وبالتالي ينخفض الاستثمار ومن ثم الانتاج، وهذا الأثر السلبي يفوق الإيجابي لانخفاض معدلات الفائدة على القروض الناتجة عن ارتفاع الموارد القابلة للإقراض.

بينت دراسة Bandiera (2000)، التي أجراها على 10 دول نامية، أنه لا توجد علاقة بين معدل الفائدة الحقيقي ومعدل الادخار².

ولم يقتصر الأمر على الدول النامية فحسب، إذ توصل كل من الباحثين Mahar و Williason (1998)، إلى أن ارتفاع الادخار في اليابان وبعض دول شرق آسيا، لا يعد نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية وإنما لنوعية المنتجات البنكية المقدمة في الاقتصاد³.

2-1-3 افتراض مثالية الأسواق المالية في الدول النامية: يرى Weiss و Stiglitz (1981) أنه كلما ارتفع معدل الفائدة الحقيقي على الإقراض، كلما أصبحت الاستثمارات عرضة للمخاطر، وزاد احتمال توقف المقترض عن السداد، وبالتالي تنخفض أرباح البنك المتوقعة⁴.

¹ - بلعزوز بن علي، أثر تغير سعر الفائدة على اقتصاديات الدول النامية- حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2004، ص 45.

² - غربي ناصر صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، ص 71.

³ - N. ARY TANIMOUN, libéralisation financière en Corée, Thaïland et Malaisie, Université de Poitiers 2004, p3.

⁴ -N. BOUAICHI & F. YAICI, *liberalisation financière et développement financier: approche comparative entre l'algerie, le maroc et la tunisie*, revue des sciences économiques et de gestion, n°14, bédjaia, 2014, p92.

كما استطاع الباحثان الخروج بنتيجة مهمة مفادها وجود معدل فائدة حقيقي أمثل على القروض فإذا تجاوزت معدلات الفائدة التي تمنحها البنوك المعدل الأمثل، يؤدي ذلك إلى تراجع الأرباح المتوقعة للبنوك¹. وهذا راجع لسببين:

- الاختيار ذو المخاطر المتضادة: حيث يتقدم المقترضون الأكثر ميلا للمخاطرة لطلب الحصول على ائتمان من البنك، بينما يتراجع المقترضون الذين يكرهون المخاطرة والذين يعتبرون الأكثر أمانا، بافتراض أنهم لا يتهربون من السداد، ويخرجون من قائمة طالبي الحصول على قروض.

- تغيير طبيعة المشروع (ظاهرة الحافز): تعاني الأسواق المالية للدول النامية من مالشكلة عدم تناظر المعلومات وتجنسد هذه المالشكلة في جانبين، الاختيار السيئ والخطر الأخلاقي.

- وفقا لنموذج Weiss وstiglitz فان لضعف الأسواق المالية وعدم كفاءتها في الدول النامية أسباب تتعلق بعدم تناظر المعلومات وتمثل في نقص المعلومات الرقابية الخاصة بأنشطة المؤسسات التي توظف الأموال مما يرفع من درجة المخاطرة، كما أن هذه الأنشطة في الدول النامية تفتقد إلى التأمين ضد المخاطر المالية، كما تعاني الأسواق المالية لهذه الدول من التمزق المالي؛ بحيث فشل مؤسسة مالية كبيرة قد ينتشر في النظام المصرفي كليا في ظل غياب التأمين الحكومي، إضافة إلى عدم كفاءة الأسواق المنافسة في النظام المالي والعمل في ظل المنافسة غير الكاملة².

3-1-3- إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي: لقد قاما E.Shaw و R.Mckinnon بتحليل دور أسواق التمويل غير الرسمية في كتابيهما سنة 1973، إلا أنهما لم يدخلهما في نموذجيهما، وذلك ما يعاب على نماذج مدرسة ستانفورد، حيث أن هذه الأسواق تعد من أهم الخصائص الهيكلية التي تميز الاقتصاديات السائرة في طريق النمو، وتلعب دورا مهما في تمويل القطاعات المنتجة خاصة في ظل الكبح المالي حيث يجد أصحاب العجز وذوي الفوائض المالية في القطاع غير الرسمي ملجأ للتوظيف والتمويل³، كما أن القطاع المالي غير الرسمي حسب أعمال Taylor (1983) و Van Wiginbergen (1983) و Buffie (1984)؛

¹ - رونالد ماكينون، النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، مصر، الطبعة العربية الأولى، 1996، ص122.

² - محمد حسني، محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ، الرياض، 2006، ص ص 762-764.

³ - Baptiste venet , les critiques de la théorie de la libéralisation financière, Université Paris IV Duphin, 2000 , P 9.

فأنه يتميز بكفاءة نسبية في تخصيص الموارد المالية باعتباره يقوم بوساطة تامة مقارنة بالبنوك التي تقوم بوساطة جزئية (نظرا لاحتفاظها باحتياطي نقدي يقلل من قدرتها على منح القروض)¹،
 - انتقد منهج التحرير المالي الذي أهمل دور القطاع غير الرسمي في تخصيص الموارد المالية، وقد ركزوا على الكفاءة النسبية للقطاع المالي غير الرسمي في تخصيص الموارد، باعتباره يقوم بوساطة تامة مقارنة بالبنوك التي تقوم بوساطة جزئية وهذا بالإضافة إلى مجموعة من العوامل التي تحسن من كفاءة القطاع المالي غير الرسمي في الدول النامية مقارنة بالبنوك².

4-1-3 سببا في نشوب ازمات: توصلت بعض الابحاث التطبيقية.j williamson (1998) إلى أن التحرير المالي وبالأخص تحرير الدول لموازيتها الراسمالية ادى إلى نشوب ازمات مالية، مما جعل الدول النامية كتشيلي وماليزيا إلى استخدام سياسة القيود على انتقال رؤوس الاموال³، مما ادى بالاقتصاديين في صندوق النقد الدولي إلى دعوة الدول بالتدرج في تحرير قطاعها المالي، وتحرير تدفقات طويلة الاجل قبل تدفقات قصيرة الاجل، فيما يرى البعض أن استثمارات المحفظة المالية وتدفعها إلى الداخل بالشكل مفاجئ وبكمية كبيرة يؤدي إلى ارتفاع سعر صرف العملة المحلية، فيحفز ارتفاع الواردات وانخفاض الصادرات، فيتفاقم عجز الميزان التجاري، فيقع خلل في معظم المتغيرات الاقتصادية، ترتفع الاصول العينية (الاراضي،العقارات) والاصول المالية، يرتفع معدل التضخم، و يرتفع معدل الاستهلاك المحلي، أما اذا خرجت تلك التدفقات يكون الضرر أكثر، كما يفقد المستثمرين الثقة في الاسواق المالية المحلية⁴.

كما قام Carlos Das-Algandro (1984) بنشر مقال بعنوان "وداعا للكبح المالي... أهلا بالأهتار المالي" Hello "Good – Bye Financial Repression Financial Crash" وهذا للتأكيد على مخاطر التحرير المالي على القطاع المصرفي⁵.

1 - بن بوزيان محمد، شكوري سيدي احمد، التحرير المالي واثره على النمو الاقتصادي؛ مرجع سبق ذكره، ص6.

2 - زكية ملحوي، نظرية التحرير المالي، مفاهيم واسس، مجلة الدراسات المالية والحاسبية، ع 07، 2016، ص 468.

3- طارق نوير، تأثير تعاملات الأجانب على اداء البورصة المصرية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، مجلد 11، ع 01، 2009، ص 12.

4 - طارق نوير، المرجع والموضوع نفسهما.

5- بربري محمد و طرشي محمد، التحرير المالي والمصرفي كالية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 07.

5-1-3 مخاطر ناتجة عن التقلبات الفجائية لرأس المال: تتمثل رؤوس الأموال المتدفقة نحو الدول النامية في الشكل قروض من البنوك التجارية الأجنبية أو استثمارات أجنبية مباشرة أو استثمارات في المحفظة المالية، تتسم هذه الاموال بالحركة السريعة وبصورة مفاجئة¹، حيث أن التدفقات الاستثمارية قصيرة الأجل وبأحجام كبيرة تؤدي إلى وقوع اختلالات على مستوى الاقتصاد الكلي، مثل ارتفاع سعر صرف العملة المحلية، وبالتالي نقص الصادرات وزيادة الواردات مما يؤثر سلبا على الميزان التجاري، بالإضافة إلى ارتفاع أسعار الأراضي والعقارات وزيادة معدل التضخم والاستهلاك المحلي.

3-1-6 مخاطر التعرض لموجات المضاربة المدمرة: خلق نظام تعويم أسعار الصرف الذي جاء عقب انهيار نظام بروتن وودز البيئة المواتية للمضاربات على العملة على نطاق واسع وإلى حد احتراف عدد كبير من المستثمرين لهذه المضاربات كمنشآت أساسية لهم، وجاءت عملية التحرير المالي المحلي والدولي لتسهيل نشاط المضاربات بالغائها العديد من القيود التي كانت تحد من قيام المضاربات، حيث أصبح بإمكان مئات المليارات من الدولارات أو أية عملات أخرى أن تتطير بسرعة و بحرية مطلقة من سوق لآخر مستخدمة في ذلك شبكات الربط الإلكتروني بحثا عن فرص للمضاربات واقتناص الأرباح الضخمة منها.

لقد عانت العديد من البلدان النامية من هجمات المضاربين اذ أصبحت مضمارا جيدا لهم في ظل إجراءات العوامة المالية التي طبقتها في عقد التسعينيات، حيث تعرضت عملاتها الوطنية والأوراق المالية المتداولة في بورصاتها لهجمات المضاربين الذين يجنون منها أرباحا خيالية، و يتضح ذلك جليا من خلال أزمة المكسيك 1994، وأزمة تايلاند وغيرها من دول النمر الآسيوية في عام 1997².

3-1-7 مخاطر هروب الأموال الوطنية للخارج: إن أخطر ما نجم عن عوامة الأسواق المالية للبلدان النامية هو تدويل مدخراتها الوطنية حيث أصبحت أقسام من هذه المدخرات تفضل الاستثمار خارج حدودها الوطنية، الغريب في الأمر أن ذلك يحدث في البلدان التي تعاني من عجز كبير في ميزان مدفوعاتها و من ديون خارجية ضخمة تزداد وطأة خدمة أعبائها عبر الزمن، و التناقض الموجود هنا أنه في الوقت الذي تسارع فيه البلدان النامية لفتح أبوابها لرأس المال الأجنبي من خلال تقديم كل عوامل الجذب والتسابق على

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، العوامة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 239 .

² - سلامية ظريفة، تحديات العوامة و المعلوماتية على الدول النامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة قلمة، 2004، ص 112-113

منح الكثير من المزايا و الإعفاءات و إزالة العقبات و الحواجز على ميزان مدفوعاتها و على مقدرتها على التراكم، نجد أنها سمحت لأصحاب المدخرات المحلية في ضوء العولمة المالية أن يستثمروا في أي مكان في العالم، وبالتالي فان خروج الأموال الوطنية إلى الخارج يؤثر على ميزان المدفوعات و على قدرة البلد على التراكم و الاستثمار و على خدمة ديونه الخارجية و على التدفق الصافي لرؤوس الأموال الأجنبية.

3-1-8 مخاطر دخول الأموال القذرة (غسيل الأموال): لقد تعرضت العديد من الدول النامية من خلال تطبيق آليات التحرير المالي المحلي و الدولي إلى موجات من دخول الأموال غير المشروعة، فمن خلال إلغاء الرقابة على الصرف و حرية دخول و خروج الأموال عبر الحدود الوطنية و انفتاح السوق المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب انفتحت أمام ذلك قنوات أخرى لغسيل الأموال لتساهم بانعكاساتها السلبية على مختلف مؤشرات الاقتصاد الكلي (ظهور الفساد الإداري في النظام المصرفي، تراجع مكانة الدولة و التهرب عن تنفيذ القوانين، انتشار النشاطات الإجرامية بمختلف أشكالها و بعوائدها المرتفعة، فقدان الثقة في السوق المالية المحلية، التهرب الضريبي و منه تراجع الإيرادات المالية للدولة)¹.

المطلب الثاني: دور التحرير المالي في رفع معدل النمو الاقتصادي

هناك جدال قائم بين مختلف المختصين في سياسة التحرير المالي وكذا الباحثين، فيؤكد مؤيدون على أهميتها في رفع كفاءة النظام المالي في تعبئة الموارد المالية اللازمة لتحقيق النمو الاقتصادي.

أولاً: وجود علاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي: يؤثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي من خلال القنوات غير المباشرة²، من خلال تعزيز التخصص في الانتاج والالتزام بسياسات اقتصادية أفضل وتعزيز تدفقات راس المال وتطوير القطاع المالي³.

1- عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية و تبييض الأموال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008، ص50.

2 - تافساست خديجة و خروي مراد، القنوات الرئيسية لانتقال اثر التحرير المالي إلى النمو الاقتصادي، مجلة العلوم الانسانية، بسكرة، 2017، ص554-555.

3 - Eswar Prasad & Kenneth Rogoff & Shang-Jin Wei & M. Ayhan Kose, Op. Cit, P 23 -27.

- 1- **تعزيز التخصص في الانتاج**: يعتبر مبدأ التخصص الذي نادى به , ادم سميث عام 1776 مبدأ مهم في تحقيق النمو الاقتصادي فهو يؤدي إلى تحسين كمية ونوعية الانتاج¹، وبالتالي فان هيكل انتاجي بدرجة عالية من التخصص ينتج سوقا غير متوقعة وتقلبا عاليا للاستهلاك، وكنتيجة لعدم القدرة على التنبؤ بهذه الزيادات والتقلبات أرغمت الدول على مزاوله أنشطة التخصص لدعم النمو، وللتحرير المالي دور مهم من خلال مساعدة الدول على تقاسم المخاطر الدولية والحد من تقلبات الاستهلاك، الذي بدوره سيرفع بطريقة غير مباشرة من معدل النمو الاقتصادي.
- 2- **الالتزام بسياسات اقتصادية أفضل**: تطبيق التحرير المالي يرفع من معدلات الانتاجية في الاقتصاد بالتأثير على قدرة الحكومة على الالتزام بمصدقية مسار السياسات الاقتصادية المنتهجة، فالدولة عليها أن تقوم بعدة إصلاحات قبل أن تنتهج سياسة التحرير، كما يساعدها التحرير في تأطير الاستثمارات و إعادة توزيع رؤوس الأموال نحو الأنشطة الأكثر انتاجية استجابة للتغيرات في سياسات الاقتصاد الكلي من أجل تحقيق الاستقرار، ويساعدها أيضا في الحد من اتخاذ الحكومة الوطنية لسياسات ضريبية على راس المال المادي التي تعيق الاستثمار وتقيد الاقتصاد.
- 3- **تعزيز تدفقات راس المال**: يفسر تطبيق الدول النامية للتحرير المالي استعدادها لاتباع سياسات أفضل بهدف تشجع الاستثمارات الأجنبية ورفع القيود التي تعيق حركات رؤوس لأموال، وبإمكان هذا الإجراءات المساهمة في زيادة تدفقات رؤوس الأموال وتوفير مصادر متجددة للحصول على العملات أو رؤوس الأموال الأجنبية بهدف تمويل برامج وخطط التنمية الاقتصادية²، كما حدث في العديد من الدولة من بينها كولومبيا، مصر، إيطاليا، نيوزيلندا، إسبانيا، الأرجواي والمملكة المتحدة.
- 4- **تطوير القطاع المالي المحلي**: تشير أغلب الدراسات إلى الأثر المهم للتحرير المالي على تطور القطاع المالي المحلي، حيث يعتبر هذا الأخير من أهم القنوات غير المباشرة التي تربط التحرير المالي بالنمو الاقتصادي.

1 - علي جدوع الشرفات، التنمية الاقتصادية في العالم العربي، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، ط 01، الأردن، 2010، ص 45 .
2 - حسان خضر، الاستثمار الأجنبي المباشر: تعاريف وقضايا، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ع 32، 2004، ص 11.

ثانيا: عدم وجود تأثير لتحرير المالي على النمو الاقتصادي: توصلت دراسات أخرى لعدم وجود أي أثر بمعنى لا وجود لعلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي ويرجع ذلك ربما نتيجة فقدان بعد الشروط لتحقيق هذه العلاقة، ومن أهم هذه الدراسات نجد:

- دراسة (1994) Grilli and Milesi-Ferreti: بحيث تم التوصل إلى عدم وجود تأثير للانفتاح المالي على النمو الاقتصادي مستخدمة مؤشر صندوق النقد الدولي في قياس درجة الإنفتاح المالي، كما توصلت أيضا دراسة Ricci and Sloek ، Klein، Edison (2002) والتي عالجت إشكالية طبيعة العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي لسبعة وخمسين دولة منذ عام 1980 إلى عام 2000 ، باستعمال طريقة المربعات الصغرى والتي كانت نتيجتها عدم وجود علاقة بين تحرير حساب رأس المال ومعدلات النمو المحققة في الاقتصاد والتي تتوقف زيادتها على مدى الاستقرار في الاقتصاد الكلي¹. وكتيجة لما سبق، فإن نتائج الدراسات القياسية التي تناولت أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي كانت متباينة، فاعتبرت أغلب الدراسات أن الأثر الإيجابي مرتبط بشروط أولية معينة، وتوصلت دراسات أخرى إلى وجود أثر مختلط أو عدم وجود أي أثر للانفتاح المالي على النمو الاقتصادي.

المطلب الثالث: تجارب بعض دول العالم في تطبيق سياسة التحرير المالي

اثرت سياسة الكبح المالي سلبا على دول العالم، مما حتم عليها البحث عن بديل للخروج من الازمة، فلجأت إلى إعادة اصلاح نظامها المالي وتحريره، شمل هذا العديد من الدول في امريكا اللاتينية واسيا وافريقيا، والجدول التالي يمثل بداية تطبيق التحرير المالي في بعض دول العالم الصناعية والنامية

الجدول رقم 10: تواريخ تطبيق التحرير المالي في بعض الدول

الدولة	بداية التحرير	الدولة	بداية التحرير
الولايات المتحدة	1982	الجزائر	1990
اليابان	1979	مصر / المغرب	1991
المملكة المتحدة	1981	الأردن	1987
فرنسا/ نيوزيلندا	1984	جنوب إفريقيا	1980

¹ - عبد العزيز طيبة، وآخرون، الانفتاح المالي على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال 1990-2016 باستخدام نموذج تصحيح الخطأ ECM، مجلة الإستراتيجية والتنمية، م 09، ع 03 مكر، ج 2019، 01، ص 478.

1988	بنجلادش	1980	ألمانيا/ استراليا/ كندا/
1989	الهند / باكستان	1983	إيطاليا
1979	تايبان /هونغ	1978	سنغافورة
1983	كونغ/المكسيك أندونيسيا	1974	شيلي

Source:Williamson J. and Mahar M. ,Areview of financial liberalization south Asia region ,Internal discussion paper , No. 171,World bank , 1998,P P37-47

1- التحرير المالي في دول شرق آسيا: عانت هذه الدول من تقييد نظامها المالي، كتحديد سقف لمعدلات الفائدة الاسمية على الودائع والقروض، منح قروض تمييزية طويلة الأجل بمعدلات فائدة منخفضة للقطاعات الأولية، كقطاع الصناعة والقطاعات المصدرة، فرض قيود على حركة دخول وخروج رؤوس الأموال، مراقبة أسواق الصرف، إلا أنها كانت سباقة في تحرير أنظمتها المالية مقارنة بالدول الإفريقية، وهذا لتوفر الشروط اللازمة و البيئة المناسبة للإصلاح المالي كاستقرار الإقتصاد الكلي¹.

1-1 التحرير المالي في أندونيسيا: اهم ملامح التحرير المالي في اندونيسيا جاء في تحرير الاسواق المالية وهذا مرورا بعدة مراحل حيث، أنشئت أول بورصة في أندونيسيا عام 1912 لكن أغلقت خلال الحرب العالمية الأولى واستمر اغلاقها حتى عام 1925 لما أعيد افتتاحها لكي تمارس نشاطها في باتافيا (جاكارتا الآن)وفي جويلية 1952 تم انشاء بورصة أخرى الا أن أنشطة سوق الأوراق المالية توقف تماما عام 1956 نتيجة لعمليات التأميم وحظر التعامل في الأوراق المالية الخاصة بالشركات الهولندية².

الا أنه حتى عام 1983 سادت سياسة الكبح المالي وتمحورت حول تملك الدولة لمعظم الجهاز المصرفي فقد سيطر البنك المركزي الأندونوسي على 35% من اصول القطاع المالي، بالإضافة إلى سيطرت 40% أخرى من قبل خمس بنوك حكومية، كما يتم تحديد سقف ائتمانية اداريا، وتخصيص الائتمان إلى قطاعات

1 - شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة ابي بكر بالقائد، تلمسان، 2006، ص 86 .

2 - غنية الجوزي و احمد باشا، انعكاسات التحرير المالي على الاسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق أندونيسيا، مجلة العلوم التجارية، ج18، رقم 02، 2019، ص 170-171.

استراتيجية معينة¹، وبعد اتباعها سياسة التحرير المالي قامت بتنشيط السوق من خلال بيع الأسهم للمواطنين الأندونيسيين وقد عمل القرار على الآتي²:

-إعادة تنشيط الهيكل الاستشاري للسوق؛

-إنشاء الوكالة الإشرافية والتنفيذية لسوق الأوراق المالية Bapepam و مهامها تشغيل البورصة ومراجعة الطرح العام من الأوراق المالية لضمان تحقيق الإفصاح العام وهي بذلك تعطي تصديق بجدارة الطرح منعدمه؛
-إنشاء هيئة داناريكسا Danareksa وقد صممت لتعمل كصانع للسوق وعنصر استقرار ومثبت لسوق الأوراق المالية، وقد عملت على تشجيع السوق من خلال نشر وتوضيح المعلومات العامة عند اكتتابها في إصدارات الطرح العام، وقد منحت داناريكسا امتياز ضمان وترويج ما لا يقل عن 20 % من أي إصدارات جديدة كما دعى الرئيس سوهارتو المستثمرين الأجانب أن يشاركوا بالتدريج في الشركات الوطنية إلا أنه سبب مشاكل إضافية لأن معظم الشركاء المحليين كانوا من أصول صينية أو من كبار العسكريين وموظفي الدولة.

الأنها بعد تحرير أندونيسيا نظامها المالي عرفت أزمة مالية باعتبارها احد دول جنوب شرق اسيا في جويلية 1997، حيث سجلت الاسهم انخفاضا حادا بلغ المؤشر المحلي لاسعار الاسهم نحو 485969 نقطة في بداية سبتمبر عكس ماكان عليه في نهاية جوان ب 724556 نقطة³.

1-2 التحرير المالي في تايلاندا: بدأت سياسات التحرير المالي في تايلاند في بداية الثمانينات من القرن الماضي، إلا أن أهم خطوة نحو التحرير المالي كانت في أوائل التسعينيات من القرن الماضي، عندما حررت الحكومة أسعار الفائدة وألغت التسقيف عليها، وقامت بتطوير سوق الأوراق المالية، كما وافقت تايلاند في ماي 1990 على المادة الثامنة من اتفاقيات صندوق النقد الدولي التي تنص على التخفيف وتخفيض القيود والضوابط على معاملات حساب رأس المال كجزء من التحرير المالي.

1 - نبيلة مرماط و نادية عليلي، الملتقى الوطني حول: اشكالية تمويل اقتصاديات النامية النظام المالي، 05-04 نوفمبر 2019، جامعة محمد بوضياف مسيلة، ص 13

2 - غنية الجوزي و احمد باشا، المرجع والموضوع نفسهما .

3 - غنية الجوزي و احمد باشا، المرجع نفسه.

إحدى نتائج هذه الاجراءات، الزيادة السريعة في الإقراض الخارجي من قبل البنوك التايلاندية في أواخر الثمانينات قبل بضعة سنوات من فتح حساب رأس المال، وكانت تدفقات رأس المال الأجنبي للبنوك التايلاندية في حدود 14 %، إلا أنه عام 1996 وصلت هذه النسبة إلى 49 %، كما أن الإقراض الخارجي للقطاع غير المصرفي كان في حدود 2%، ليرتفع إلى ما يقارب 22 % في نفس الفترة، و انخفض الاستثمار الأجنبي المباشر في تايلاندا من 25 % إلى 8 %.

و في ظل توقعات استمرار الرخاء الذي عرفته هذه الأخيرة في سنوات الثمانينيات، والتي غذيت بتوسع المؤسسات المالية في الائتمان، أدى بدوره إلى فقاعة في أسواق الأراضي والأسهم، والتي أجمت بعد ذلك لتصبح ضخمة عند فتح حساب رأس المال وانشاء المركز المالي الدولي في بانكوك.

إلا أن فتح حساب رأس المال وانشاء المركز المالي الدولي كان خطأ فادح في السياسة التايلاندية و سابقا لاهونا، والدليل على ذلك تعرضها لأزمة مالية عنيفة عصفت بنظامها المالي والإقتصادي ككل، وذلك أن المؤسسات المالية المحلية والنظام المالي ككل في تايلاند لم يكن مستعدا للتعامل مع حجم كبير من تدفقات رؤوس الأموال، حيث كان يستوجب عليها تطوير مؤسساتها وأسواقها وبناء سياسات مالية سليمة أولا قبل تحرير قطاعها المالي¹.

1-3 التحرير المالي في كوريا: بدأت كوريا مرحلة تحرير نظامها المالي وتدويل الاقتصاد الكوري، ابتداء من أوائل الثمانينيات من القرن العشرين فعرفت هذه الفترة تسارع في وتيرة فك القيود المالية، بغية الانضمام الى منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE)، إلا أنها لم تتبع نهج تدريجي للتحرير المالي، في ظل وجود مشاكل هيكلية كسوء البنى التحتية وعدم تهيئتها، ففي سنة 1997، انهار الاقتصاد الكوري بعد الأزمة المالية الآسيوية وواجهت كوريا تحديا كبيرا نتيجة تراجع أرباح الشركات النموذجية وارتفاع ديونها وانهايار قطاع الصادرات والنظام المالي للدولة الكورية وغادرت الاستثمارات الأجنبية البلد. ولتجاوز الأزمة تخلت الدولة عن دورها التنموي وأدخلت إصلاحات لتحرير اقتصادها وتحويله لاقتصاد السوق²، والدرس المستفاد

¹ - بلال رحو، علاقة التحرير المالي بحدوث ازمات مالية - تجربة بعض الدول، مجلة الميادين الاقتصادية، م 03، ع 01، 2020، ص 127.

² - عبد الرحمن المنصوري، تجربة كوريا الجنوبية: عوامل النجاح وتحديات المستقبل، على الموقع الالكتروني:

<https://studies.aljazeera.net/ar/issues> تاريخ الاطلاع: 2021/12/18

من تجربة كوريا هو اصلاح القطاع الحقيقي أولاً ثم اصلاح القطاع المالي أو كلاهما معاً، تحرير النظام المالي على المدى الطويل والتدرج في ذلك، كما يختلف تطبيق هذا النهج من دولة الى اخرى حسب نظامها الاقتصادي¹.

استطاعت كوريا أن تتعافى بفعل تنشيط قطاع الصادرات عبر تخفيض قيمة العملة الكورية باتباع حزمة من الإصلاحات المالية التي أدخلتها الحكومة، بالإضافة الى الحوافز التي أطلقتها في مرحلة ما بعد الأزمة.

2- التحرير المالي في تركيا²: انتهجت الحكومة التركية التحرير المالي الداخلي، بداية الثمانينيات القرن الماضي، إلا أن الأزمات المالية لسنتي 1994 و 2001، كشفت عن هشاشة القطاع المالي، فنبهت منتهجي السياسات في الدولة الى تطوير النظام المالي والتركيز على العناصر الثلاثة للتحرير المالي تحت شعار " تركيا الجديدة " فقامت بمجموعة من الإصلاحات وهي:

1-2 تحرير معدل الفائدة: استخدمت معدل الفائدة قصيرة الأجل كأداة من أدوات السياسة النقدية، لكن أزمة 2001، غيرت من هذه السياسة وانتقلت الى سياسة استهداف التضخم، فانخفض من 4.54 % عام 2001 إلى 9.4 % عام 2004، كما شهدت معدلات فائدة موجبة تتراوح ما بين 9 % و 16 % بعدما كانت سالبة نتيجة التضخم والأزمات المالية.

2-2 تحرير حساب رأس المال: عان الإقتصاد التركي من تراكم الديون الخارجية، مما جعل الحكومة تعتمد على عائدات ضرائب ارباح الإستثمارات، مما أخاف المستثمرين الأجانب من فرض ضرائب أكثر في المستقبل، فتوقفوا عن الاستثمار في البلاد، مما أدى إلى عجز استقطاب رؤوس الاموال وجذب المستثمرين. لقد نتج عن تكامل أسواق المال الدولية في كل من دول اسيا وامريكا اللاتينية، حصول هذه الدول على خبرات في جذب التدفقات الراسمالية، كما صاحبها تقلبات نتيجة ميول ورغبات المستثمرين الاجانب، واصبحت هذه التدفقات محور تركيز صناعات السياسة في البلد.

1 - بلال رحو، مرجع سبق ذكره، ص 128.

2 - مدياني محمد، طلحواي فاطمة الزهراء، أثر سياسات التحرير المالي على النمو الاقتصادي لدى دول منظمة التعاون الاسلامي، على الموقع الإلكتروني <https://dsr.alistiqlal.edu.ps/file/files/91.pdf>، تاريخ الإطلاع: 2021/12/26.

المبحث الثالث: التحرير المالي وعودى إنتقال الازمات

شهد العالم عامة، والاقتصاد الرأسمالي خاصة العديد من الأزمات بداية من أواسط القرن التاسع عشر إلى أزمة الرهن العقاري ومؤخرا الازمة الصحية كوفيد 19 التي أثرت على الاقتصاد والأسواق المالية بصفة خاصة، كما تعتبر الازمات المالية من أهم المشاكل التي تعاني منها اقتصاديات الدول، إلا أنها زادت ونمت مع تطور الاقتصاديات وترابطها مع بعضها البعض، في ظل سياسة التحرير المالي التي كانت الغاية منها رفع معدل النمو الإقتصادي إلا أنها أدت إلى وقوع أزمات مالية وبنكية في بعض الدول، و زعزعة الأنظمة المالية. كما تجدر الإشارة هنا إلى أن طريقة تطبيق إجراءات التحرير المالي تعد من الأسباب الرئيسية في حدوث الأزمات، حيث يوجد منهجان للتحرير المالي أحدهما مباشر، يتم تحرير القطاع المالي الداخلي والقطاع المالي الخارجي في آن واحد، وتتم كافة إجراءات التحرير في وقت واحد، والآخر تدريجي وهو التحرير الذي يتم في الشكل متسلسل ومتأني في إجراءاته وتطبيقه بحيطه وحذر، ذلك أن التحرير المالي يعتبر في نظر البعض حتمية أكثر منه خيارا في ظل الإنضمام إلى منظمة العالمية للتجارة¹.

المطلب الأول: المفهوم الازمة المالية وتطورها التاريخي

1- مفهوم الازمة: في البداية، ظهرت كلمة "أزمة"، من الكلمة اليونانية "krisis" والتي تعني "الحكم"، لأول مرة في الاستخدام الطبي، ثم تم استعارة فكرة "الأزمة" من قبل العلم الاقتصادي لوصف حالة يتوقف فيها توسع النشاط الاقتصادي بالشكل كبير.

لا يوجد تعريف أو مفهوم محدد لازمة المالية، إذ توجد إسهامات فكرية مختلفة حاولت تحديد مفهوم الأزمة المالية ومن بين الاسهمات نجد:

- "الأزمة المالية هي حالة اضطراب معمم حيث تصبح الأسواق المالية غير قادرة على تخصيص الأموال بالشكل فعال لعملاء ذوي تصنيف ائتماني جيد ومن المحتمل أن يقوموا باستثمارات منتجة"².

كما "تعرف الأزمة المالية بأنها انخفاض مفاجئ في سعر الأصول المالية مما يؤدي إلى تغيير في دوائر التمويل، و تغطي مجالا واسعا إلى حد ما"³.

¹ - صبرينة صالح، 'أزمات القطاع المصرفي والمالي بين حدود التحرير المالي وضمانات المحكمة، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، ع07، 2012، ص 145-146.

² - Nyahoho E, Finances internationales: théorie, politique et pratique, Presse de l'Université du Québec, 2e édition, Québec, 2002, p. 57.

³ - Gilles P, Crises et cycles économiques, Ed. Armant Colin, Paris, 1996, p.28.

إن الازمة المالية هي الحالة التي تتحرك فيها المتغيرات المالية مثل أسعار الأسهم وأسعار صرف العملات باتجاه واحد صعودا أو نزولا، وكثيرا من الأحيان تكون باتجاه معاكس للتوقعات السابقة لها، ليس لها زمن معين اذ قد تمتد لمدة طويلة¹.

تركز معظم التعاريف المعطاة على كونها إختلالا عميقا و إضطرابا حادا و مفاجئا في بعض التوازنات المالية، يتبعها إختيار في المؤسسات المالية و مؤشرات أدائها².

تنشأ الازمة المالية عادة أثناء هجوم المضاربة على العملة الوطنية للبلاد، الأمر الذي يجبر السلطات النقدية، وخاصة البنك المركزي على التدخل للدفاع عن سعر الصرف بشراء العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، أما إذا فشلت السلطات النقدية، فإن البلد سيعاني من إنخفاض في قيمة العملة³.

يعرف Frankel Jifrey الازمة المالية على أنها "إنهيار نقدي أي إنخفاض إسمي في قيمة العملة يبلغ على الأقل 25 % و ينطوي على زيادة قدرها 10 % في معدل انخفاض العملة، تقترن الازمات عموما بتغيرات كبيرة تحدث في عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي كالبطالة، التضخم، وغيرها فمثلا يزداد التضخم في السنة التي تحدث فيها الازمة ب 62 % ويرتفع معدل البطالة ب 1.1 %⁴.

ومن بين التعاريف الأكثر قبولا من خلال تحديد مفهومي مرتبطين بالازمة المالية، غالبا ما يستخدم الاقتصاديون مفاهيم الاستقرار المالي وعدم الاستقرار لشرح ظاهرة الازمات المالية بالشكل أفضل⁵.

2- أسباب الازمة المالية: هناك جدل بين الاقتصاديين حول المسبب الرئيسي للازمات، تم إلقاء اللوم على النظام الرأسمالي، وهذا ما عزز في نظرية مينسكي 's Theory Minsky على أن القطاع المالي في النظام الرأسمالي يكون هشاً، تختلف هشاشته باختلاف مراحل الدورة الاقتصادية (مرحلة الانتعاش، مرحلة الركود، ثم الكساد، فالازمة)، ففي مرحلة النمو تتوقع الشركات إرتفاع أرباحها تتوسع في الإقتراض

¹ -Hamada , Koichi, *On the welfare costs of systematic risk , financial instability and financial crisis , papers presented at the eight seminar on central banking , Washington ,D.C ,June, 2000,P01.*

² - عبد المجيد قدي، *الازمة الاقتصادية الأمريكية و تداعياتها العالمية،* بحث اقتصادية عربية، ع 46، 2009، ص 8.

³ -Krugman P. & Obsfeld M. , *Economie internationale*, Ed. Pearson Education, 7ème édition, Juillet 2006, p. 225.

⁴ - شوكمال عبد الكريم، براهيمى سمير ائخير الاسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدول الاول الاقتصاد الاسلامي، الواقع رهانات المستقبل، غرداية، 23-24 فيفري 2011، ص04.

⁵ -Tovar C. E , *Les pays émergents pourront-ils emprunter dans leur monnaie ? , Problèmes économiques*, 2006, p. 25.

دون مخاوف، تنتقل عدوى التفاؤل إلى شركات أخرى دون التفكير بإمكانية السداد في المستقبل، وفي حالة حدوث مشاكل مالية أو مادية أو أزمة مالية لإحدى الكيانات الاقتصادية الكبرى في مرحلة الكساد تلجأ الشركات إلى التمويل المتحوط خوفاً من مخاطر التمويل عن طريق القطاع المالي (بنوك أو بورصة)، فتتوقف عملية ضخ الأموال إلى الإقتصاد، وتسديد الديون، فتشب أزمة مالية تؤدي بدورها إلى إنكماش في النشاط الاقتصادي¹.

تختلف صور الأزمات المالية حول العالم، باختلاف شدة المسبب الرئيسي، ومن بين العوامل التي تسبب ذلك نذكرها كالآتي²:

1-2 الزيادة في معدلات الفائدة: لو اتجهت معدلات الفائدة السوقية بالارتفاع بسبب زيادة الطلب على الإئتمان أو بسبب انخفاض عرض النقود، فإن مخاطر الإئتمان تجعل المقرضين أقل رغبة في الإقتراض بينما سيقى من يرغب في التمتع بمخاطر الإئتمان، وبسبب الزيادة الحاصلة في الإختيار المعاكس فإن المقرضين سوف يمتنعون عن منح القروض بمنح القروض، وأن الإنخفاض الحقيقي في الإقتراض سوف يقود إلى انخفاض حقيقي في الاستثمار ومن ثم في نشاطات الإقتصاد الاجمالية، ولهذا فإن الزيادة في معدلات الفائدة قد تقود إلى تأثيرات سلبية من حيث تحقق الازمات المالية، ولهذا نجد أن المصارف الاسلامية أقل تأثراً بالأزمات المالية لكونها لاتتعامل بالفائدة.

2-2 الزيادة في عدم التأكد: إن الزيادة الكبيرة في عدم التأكد في الأسواق المالية يؤدي إلى الفشل المالي، إذ أن صدمة سوق الأسهم تجعل من الصعب على المقرضين تجنب مخاطر الإئتمان الرديء، وإن عدم مقدرة المقرضين على حل مشكلة الاختيار المعاكس يجعلهم أقل رغبة للإقتراض والتي تقود إلى انخفاض في الإستثمار والنشاطات الاقتصادية الأخرى.

3-2 مشاكل في القطاع البنكي: عند تدهور الميزانية العمومية للبنك فإنه سيتعثر ويفشل، وإذا تكرر ذلك سيصاب بالفرع البنكي، فيشهد انكماش حاد في أنشطته الإقتصادية وبالتالي وقوع أزمة مالية.

4-2 انفجار فقاعة المضاربة: وهو انتقال من الإقتصاد الحقيقي إلى اقتصاد المضاربة (*) من خلال عمليات بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الموجودات المالية أو المادية كالأراضي، العقارات،

1 - فريد كورتل، كمال رزق، الأزمة المالية: مفهومها، أسبابها، انعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 20-أ، ص 08.

2 - صلاح الدين محمد امين الامام، اجراءات تجنب اثار انتقال الازمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 20، ص 151-152.

الأسهم والسندات بأسعار تفوق أسعارها الحقيقية، دون بذل جهد أو إنتاج فعلي، مما يزيد من الإستهلاك الترفي، الأمر الذي ينشط دورة جديدة من الانفاق تساهم في تطور إقتصاد الفقاعة¹.
هذه العوامل مجتمعة ساهمت وتساهم في حدوث ازمت مالية في دول العالم على اختلاف نظمها الإقتصادية والمالية، نختصر أهم مؤشرات تعرض الدول لأزمة مالية إلى نوعين وهما موضحان في الجدول التالي:

الجدول رقم 11 : المؤشرات الإقتصادية للتعرض للازمات المالية والاقتصادية

المؤشرات	- أهم خصائص المؤشر
الاقتصاد الكلي	<ul style="list-style-type: none"> - نمو سريع في التدفق النقدي - ارتفاع معدل التضخم - انخفاض حجم الصادرات - ارتفاع الاعتماد المحلي كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي - نمو القروض المقدمة للقطاعات غير المنتجة - عجز في الحساب الجاري و نمو الديون الخارجية وخاصة بالعملات الاجنبية - ارتفاع معدل البطالة و ارتفاع معدل الفائدة المحلية - انخفاض في معدل النمو الاقتصادي الحقيقي .
البنية الهيكلية	<ul style="list-style-type: none"> - سيطرة مؤسسات معينة على سوق الأوراق المالية - ضعف الاشراف على سوق المال وتنظيمه - تحرير سوق المال الحديث - ارتفاع الديون الخارجية قصيرة الاجل

المصدر: سليم مجلخ و وليد بشيشي، الأزمة المالية والاقتصادية العالمية لسنة 2008، واثارها على الدول النامية، دراسة حالة الجزائر، دار الكتاب الجامعي، ط01، لبنان، 2016، ص 49.

(*) المضاربة هي عملية بيع وشراء الموجودات بأنواعها لذاتها للاستفادة من تقلبات سعرها وليس لإستخدامها في الأغراض التي وجدت من أجلها أو للإستفادة من عوائدها، أي وجود مواقف مضاربة كبيرة من قبل المستثمرين الاشخاص وبعض المستثمرين المؤسساتيين.

¹ - صباغ رفيقة، لزرق محمد وآخرون، التحرير المالي وعدوى الأزمات دراسة حالة ازمة الرهن وأثرها على الأسواق المالية لخليجية، مجلة رماح للبحوث والدراسات، سبتمبر 2017، ص 309 .

3- أنواع الأزمات الاقتصادية: نستطيع تمييز ثلاثة أنواع من الأزمات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد الرأسمالي وهي¹: الأزمة الدورية أو ماتسمى بأزمة فيض الإنتاج أو الأزمة العامة تنجم عن وجود فائض في عملية تكرار الإنتاج أو إحدى مراحلها (الإنتاج، التداول، الإستهلاك والتراكم)، تمتاز بالعمق وقصر أجلها، الأزمة الوسيطة هي أزمة وطنية تكون أقل اتساعا و شمولاً، تمس جوانب عديدة من الإقتصاد نتجت عن اختلال في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي، أما الأزمة الهيكلية، سببها خلل في البنى التحتية، تحمل طابعا عالميا تمس قطاعات كبيرة في الاقتصاد، كأزمة الطاقة أو أزمة الغذاء .
تشغل الأزمات الاقتصادية الهيكلية مكانة متميزة بين الأزمات الاقتصادية الملازمة للإقتصاد الرأسمالي.

4- أنواع الأزمات المالية: ووفقا لأدبيات الاقتصاد المالي، فإن الأزمة المالية تأخذ أحد الأنماط الخمسة التالية²:

4-1 الأزمة المصرفية: تقع البنوك في أزمة مصرفية عندما تتفاجئ بسحب المودعين لودائعهم، أو تأخر أو عدم سداد المقرضين الأوفياء لديونهم، مما يؤدي إلى إهتبار سوق الإقراض، أو في حالة إلتزامات المؤسسات المالية تفوق أصولها مما يمنعها الوفاء بهما خاصة العاجلة منها تجاه الدائنين، فيسير البنك نحو الإفلاس وتسمى هذه الحالة بالإعسار، ولعلاج الوضع تظطر البنوك إلى بيع أصولها، فيرتفع مستوى الطلب على النقود في المدى القصير، فتتخفف مستوى الأسعار³، تأخذ الأزمة المصرفية الشكلان⁴:

4-1-1 أزمة الإئتمان(الإقراض): تحدث عندما تتوقف البنوك عن منح قروض، خوفا من عزوف المقرضين من الوفاء بالتسديد.

¹ - خميس خليل، الأزمات الاقتصادية والمالية وأثارها على مسارات التنمية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، ع 05، ديسمبر 2016، ص 124.

² - زايري بلقاسم، ال أزمة المالية الدولية رؤية على ضوء النظام المالي الإسلامي والنظام الوضعي، الملتقى الدولي الاول حول الاقتصاد الاسلامي.. الواقع ورهانات المستقبل يومي 23-24 فيفري 2011، المركز الجامعي بغرداية، ص 2-3 .

³ - بوخرص عبد الحفيظ و حجاب عيسى، أسباب الأزمات المالية وآثارها على اقتصاديات الدول النامية في ظل سياسات التحرير المالي دراسة حالة المكسيك، جامعة البحوث الادارية والاقتصادية، ع 03، 2018، ص31.

⁴ - عبد الصمد السعودي و بلقاسم سعودي، دور مؤشرات البيئة والحذر الجزئية في الحد من مخاطر الأزمات المصرفية الناتجة عن التحرير المالي- دراسة تطبيقية بالمحاكاة على البنك الوطني الجزائري *BNA*، مجلة دفاتر اقتصادية، م08، ع 02، 2018، ص05.

4-1-2 أزمة السيولة: تنجم عندما يفاجئ البنك بزيادة كبيرة في طلب سحب الودائع، وبما أن عمل البنك اقراض وتشغيل غالبية أموال الودائع، فلن يستطيع مواجهة تسديد طلبات المودعين، فتحدث أزمة وإذا امتدت إلى بنوك أخرى تصبح أزمة مصرفية.

4-2 أزمة الصرف (أزمة العملات) تحدث هذه الازمة لما تتخذ السلطات النقدية قرار خفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، مما يعرقل قدرة العملة على العمل كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة وتسمى كذلك أزمة ميزان المدفوعات¹، ينتج عنها²:

- ارتفاع سريع للقروض البنكية وللكتلة النقدية، مما يؤدي إلى التضخم وبروز الفقاعات المضاربة.

- تقييم مرتفع للعملة يعرقل الصادرات ويبطئ عملية النمو الإقتصادي فترتفع نسبة البطالة.

4-3 أزمة الأسواق المالية (حالة الفقاعة): تحدث أزمات الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديا بظاهرة " الفقاعات"، حيث تتكون " الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بالشكل يتجاوز قيمتها العادلة، بصفة غير مبررة، و هو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج من ارتفاع سعره أي المضاربة و ليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل³.

في هذه الحالة يصبح إختيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوي لبيعه، فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور، فتنهار الأسعار، ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأصول الأخرى، سواء في القطاع ذاته أو في القطاعات الأخرى، وهذا ما ظهر عند إنخفاض مؤشر السوق المالية بأكثر من 20% في أزمتي عام 1929 و عام 1987.

4-4 أزمة الركود: مصدرها قطاع الإقتصاد الحقيقي (قطاع الإنتاج)، تكون نشأتها محلية، تنتج عادة من من المشكلات المتعلقة بتباطئ معدل النمو الاقتصادي، أو ارتفاع معدلات التضخم وأسعار المواد الأولية، أو ضعف السيولة المحلية.

1 - خنوسة عديلة و فوضيل لحسن، الازمات المالية الناشئة في ظل العولمة المالية، الملتقى العلمي الوطني حول: النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، يومي 04-05 فيفري 2019، ص14.

2 - السيد البدوي عبد الحفيظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 39.

3 - مطاي عبد القادر، واخرون، ضبط استقرار النظام المالي في ظل انفتاح سياسة التحرير المالي وانتشار الأزمات بالاشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، م 10، ع 03، 2019، ص10.

4-5 أزمة النظام المالي العالمي: مصدرها القطاع المالي الدولي، وهي ذات منشأ خارجي (دولي) وليست محلية، ويتفاوت مدى التأثير بهذه الأزمة وفقاً لمعايير منها: درجة الإنفتاح الاقتصادي للدول، وارتفاع درجة التكامل المالي مع المؤسسات الدولية، والترابط المشترك مع الأسواق المالية الدولية.

المطلب الثاني: السياق التاريخي لنشوء الأزمات المالية

أحصى صندوق النقد الدولي عدد الأزمات المالية التي وقعت في العالم الرأسمالي فقط خلال الثلاثين سنة الماضية فوجدها تفوق المائة أزمة، الأزمة الأولى هي أزمة بيوت الادخار و الإقراض، تبتعتها عام 1984 الأزمة المالية التي نشبت من إفلاس مؤسسة ثم حدث الأتهيار الكبير لسوق الأوراق المالية في نيويورك في يوم "الاثنين الأسود" في 19 أكتوبر عام 1987، و كل ذلك حصل في نفس الوقت الذي كانت فيه أزمة مديونية العالم الثالث تتفاقم، أما في التسعينيات فقد كانت مسرحاً لتتابع أزمات النقد من أزمة الجنيه الإسترليني في بريطانيا عام 1992 إلى أزمات أمريكا اللاتينية بين عامي 1994 و 1998 إلى أزمات آسيا النقدية في الفترة الممتدة من عام 1997 إلى 1999، فأزمة تراجع سعر الدولار، وغيرهم من الأزمات التي شهدتها الإقتصاد الرأسمالي¹، سنذكر أهم الأزمات المالية:

1- أزمة 1929 الكساد العظيم: تعتبر أقوى الأزمات أثراً على الإقتصاد إذ أدت إلى إفلاس 3500 بنك في يوم واحد، وانخفاض أسعار الأسهم في سوق المال الأمريكي بنسبة 13%، كما امتدت اثارها إلى الجانب الحقيقي للإقتصاد الأمريكي، فشهد انخفاض كبير في أسعار الفائدة، تدهور قيمة العملات الرئيسية بنسبة تتراوح ما بين 50% و 84%، وانخفاض في الاستهلاك الكلي، ارتفاع معدل البطالة، وانخفاض الإستثمارات في القطاع الإنتاجي، كل هذا يعود إلى الممارسات غير الأخلاقية والتلاعب في أسعار الأوراق المالية، والبيع على المكشوف من طرف المضاربون للأسهم التي ليست في ملكيتهم بأسعار مرتفعة على أمل شراءها عند انخفاض أسعارها مقابل هامش ربح².

1 - أحمد غنيم، الأزمات المصرفية والمالية: الأسباب، النتائج، العلاج، دار النشر مجهولة، القاهرة، 2005، ص 11-12.

2 - عقيل حميد جابر الحلو، الأزمة المالية وتداعياتها على الأنشطة المالية والاقتصادية في البلدان العربية (اقتصادات مختارة: مصر، الجزائر، العراق)، مجلة القاديسية للعلوم الادارية والاقتصادية، م 13، ع 04، 2011، ص 145-146.

2- أزمة جنوب شرق آسيا¹: تعطي أزمة جنوب شرق آسيا مثالا جيدا للعلاقة الترابطية الموجودة ما بين سوق العملات الأجنبية و باقي الأسواق المالية.، تسببت أزمة جنوب شرق آسيا في حدوث تقلبات حادة في أسعار مختلف الأوراق المالية، و أن العلاقة التكاملية المرتفعة بين الأسواق المالية جعلت كل سوق مالية عرضة للتقلبات التي تحدث في أية سوق مالية أخرى.

عام 1997 كانت تايلاند من أسرع اقتصاديات العالم نموا على الاطلاق خلال الفترة بين عامي 1985 و 1994 ساهمت معدلات النمو الاقتصادي المرتفعة في ارتفاع معدلات الإنفاق الإستهلاكي مما نجم عنه إنخفاض في معدلات الادخار وفرض ضغوط تضخمية، وارتفاع في أسعار العقارات وكذلك ارتفاع في أسعار الفائدة.

تشير نظرية تعادل القوة الشرائية إلى أن عملات الدول ذات معدلات التضخم المرتفعة تميل إلى الانخفاض مقابل عملات الدول ذات معدلات التضخم المنخفضة، لكن هذه النظرية لم تكن تطبق على أرض الواقع قبل عام 1997 بسبب ربط عملة تايلاند بات تايلندي بالدولار مما جعل تايلاند مركز جذب للمستثمرين الأجانب لأنهم يستطيعون تحقيق عائد مرتفع من أسعار الفائدة المرتفعة دون أن يخافوا من حدوث انخفاض كبير في سعر صرف البات التايلاندي مقابل الدولار الأمريكي.

3- أزمة النظام النقدي الأوروبي لعام 1992: في عام 1992، شهدت أوروبا أزمة في نظامها النقدي، في اليوم الذي سمي الأربعاء الأسود عندما وصل الجنيه الإسترليني واليرة الإيطالية والبيزيتا الإسبانية إلى أرضية هوامش التقلب المحددة، تم إخراج الجنيه الإسترليني من الآلية بسبب المضاربات، وتعرضت اليرة لنفس المصير في 17 سبتمبر وتم تخفيض قيمة البيزيتا، هذه الأزمة ناتجة عن مجموعة من العوامل السياسية والاقتصادية، أهمها تسبب استفتاء معاهدة ماستريخت في تعطيل مصداقية الاتحاد النقدي الأوروبي.، رفض الدنماركيون في 2 جوان لمعاهدة ماستريخت والموافقة القصيرة من الفرنسيين في استفتاء 20 سبتمبر أضروا بمصداقية التكامل الأوروبي وتسببت في عدم يقين كبير حول مستقبل الاتحاد النقدي الأوروبي².

1 - سليمان موصلي و عدنان سليمان، الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012-2013، ص 371-376.

2 - TCHIKO Faouzi , **Analyse de crise dans les pays émergents: une proposition de modèle explicatif**, Thèse de doctorat, Économie économique, Université Abou Bakr Belkaid - Tlemcen, 2009-2010 , pp. 39-41.

4- الأزمة المالية العالمية (أزمة الرهن العقاري): لم تنشأ الأزمة المالية في يوم واحد بل جاءت نتيجة إضطرابات وتداعيات متعددة، إذ شهد سوق العقارات الأمريكي في الفترة الممتدة من عام 2001 الى غاية عام 2006، إزدهارا كبيرا، فشجع البنوك والشركات التوجه إلى الإقراض العقاري بالرغم من مخاطره المرتفعة المتمثلة في ارتفاع معدل الفائدة و منح قروض بدون ضمانات فبلغت قيمتها 1.3 تريليون دولار أمريكي في مارس 2007، ولم يتوقف الأمر عن ذلك بل توسعت المؤسسات المالية الكبرى في منح القروض لشركات المقاولاتية والمؤسسات العقارية وهذا بـ700 مليار دولار، وماحس مؤسسات الإقراض الاستمرار في منح القروض هي فكرة اذا امتنع المقرض عن السداد فإن قيمة السكن سيزيد عبر الزمن، ولكن تجري الرياح بما لا تشتهي السفن فالارتفاع المبالغ فيه معدل الفائدة أدى إلى ارتفاع جنوني في أسعار العقار، إمتنع الناس عن الشراء فتهافت أسعارها، وقف المواطن الأمريكي أمام خيارين، أما الإستمرار في سداد القرض سعره أعلى من سعر منزله، أو توقف عن السداد وترك المنزل يستولي عليه البنك، وهو ما فعله معظم المواطنين، فاصبح البنك شركات التأمين في مأزق، الأولى بسبب كبر حجم القروض المتعثرة نحو واحد مليار دولار، والثانية بسبب تأمين القروض المعدومة¹.

تميزت البلدان التي واجهت هذه الأزمات بخصائص مشتركة، أهمها²:

- الإفراط في الاقتراض.
- سوء توجيه القروض.
- الإعتماد على الإقتراض قصير الأجل.
- عدم استقرار النظام الإئتماني بها.
- التوسع النقدي والإئتماني.
- هشاشة النظم المالية والنقدية.
- التسرع في تنفيذ التحرير المالي دون إعداد كاف لأطره المختلفة.

1- محمد صالح الجند، الأزمة المالية، مجموعة زاد للنشر، ط01، المملكة العربية السعودية، 2009، ص 07-08.

2- مصطفى عبد اللطيف بن سانية عبد الرحمان، تحليل منطلق اقتصاديات الأسواق المالية ودورية الأزمات الاقتصادية الرؤية... ومنطلق الحل، الملتقى الدولي الثاني حول: التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012، ص05.

وإنطلاقاً من هذه الخصائص المشتركة، يتبين أن العنصر المحوري فيها هو النظام المصرفي، وهذا ما يدعم الاتجاه نحو ضرورة تقوية عملية الرقابة على البنوك خاصة في ظل المعايير الدولية ونتيجة لذلك ظهر اتجاهين لتنظيم القطاع البنكي¹:

- الاتجاه الأول: نظام البنوك الحرة، يرى هذه النظام أن التنظيم الأمثل هو الذي يغلب عليه طابع الحيادية وإحلال نظام السوق.

- الاتجاه الثاني: نظام الرقابة المرنة المؤسس على مقترحات بازل وبنك التسويات الدولية. عندما نرجع إلى ما حصل في كل واحدة من تلك الأزمات فإننا نلاحظ أنه على الرغم من اختلاف ظروف كل أزمة إلا أن هناك سبباً واحداً وراء جميع الأزمات، وهو وجود مؤسسات مالية مستعدة لمنح قروض مالية لأشخاص ومؤسسات أو دول بدون ضمانات مناسبة، أي منح قروض تكون احتمالات سدادها محفوفة بالمخاطر، والجدول التالي يوضح لنا تواريخ بداية التحرير المالي في الدول التي وقعت فيها أزمات مالية.

الجدول رقم 12: علاقة بداية التحرير المالي بالأزمات

الدولة	بداية التحرير	حدوث الأزمة	الدولة	بداية التحرير	حدوث الأزمة
هونج كونج كوريا الجنوبية ماليزيا سنغفورة	1978	1997	المكسيك البرازيل	1989	1994 1998
تايبون	1979	1997	الارجنتين تركيا	بداية التسعينيات	2001
أندونيسيا الفلبين	1981	1997			

Source: John WILLIAMSON and Molly MAHAR ,A Survey of financial liberalization ,essays in international finance,international finance section , Princeton university , USA ,N°211,1998 ,P12.

1 - عبد الباسط وفا، القطاع المصرفي بين التحرير المالي والرقابة المرنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2004 ص 7-8

واجهت كل من الأرجنتين وأورجواي مشكلة الدولار المتزايدة لأصول والخصوم الجهاز المصرفي نتيجة التحرير القطاع المالي الخارجي، الأمر الذي عرض كل البنوك والشركات المقترضة لمخاطر تخفيض العملة الوطنية. كما أدى التحرير المالي في الأرجنتين إلى زيادة نسب الرفع المالي للشركات حيث تزايدت مديونيتها قصيرة الأجل لتلك الشركات، تأثرت الأرجنتين على وجه الخصوص بأزمة المكسيك عام 1995 حيث أدت إلى تزايد كبير في التدفقات الرأسمالية الخارجية، وفي تركيا أدى التحرير غير التدريجي إلى تقلبات شديدة في كل من سوق رأس المال وأسعار الصرف، كما تعرض كل من القطاعين المالي والحقيقي لمخاطر منتظمة كبيرة. أما من أمثلة تجارب تحرير المالي التدريجي نذكر في ذلك تجربة الهند التي إتخذت نهجا تدريجيا في التحرير المالي 1991، حيث قامت بتحرير القطاع المالي الداخلي بالشكل التدريجي قبل القطاع المالي الخارجي، الأمر الذي مكنتها من تجنب العديد من الأزمات المالية والإقتصادية، وأدى ذلك إلى زيادة مستوى العمق المالي بها.

المطلب الثالث: علاقة التحرير المالي بالأزمات (عرض الدراسات السابقة)

بعد تطبيق سياسة التحرير المالي في العديد من البلدان النامية أدى في بعض الدول إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، إلا أنه في بعض الدول الأخرى كانت النتيجة عكسية تماما، وقعت أزمات مالية وبنكية أدت إلى زعزعة الأنظمة المالية لهذه الدول¹.

وهناك عدّة دراسات بينت العلاقة السببية بين سياسة التحرير المالي والأزمات المالية نوجزها فيما يلي:
- دراسة Kamensky و Rein Hart عام 1996²: أجريت هذه الدراسة على 20 دولة من بين دول آسيا، أوروبا وأمريكا لاتينية خلال سنوات الثمانينات إلى منتصف التسعينات وقد توصلت الدراسة إلى أنه ارتفعت نسبة وقوع الأزمات المالية بعد تطبيق سياسة التحرير المالي، فالنظام المالي في هذه الدول كان يشهد استقرارا في فترة السبعينات التي تميّزت بالسيطرة التامة للدولة على النظام المالي لتلك الدول، توصلت الدراسة إلى أن التحرير المالي في كثير من الأحيان الأزمات المصرفية. يشير تشريح هذه الحلقات إلى أن الأزمات تحدث مع دخول الاقتصاد في حالة ركود، بعد فترة ازدهار طويلة في النشاط الاقتصادي الذي يغذيه الإئتمان، وتدفقات رأس المال، ويرافقه ارتفاع في قيمة العملة

- أعمال Demirguc-kunt و Detragiache عام 1998 قام الباحثان بالبحث عن قنوات تأثير التحرير المالي في نشوب الأزمات المالية، حيث اعتمدت دراستهما نماذج قياسية شملت عينة

¹ - بوعلی عبد القادر و غزوي سليمة، أثر تحرير الاسواق المالية على عدم الاستقرار المالي دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة 1990-2014، دفا تر MECAS، ع 13، ديسمبر 2016، ص 123.

² - L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, US Economic Review, June 1999, p473.

مكوّنة من 53 دولة في الفترة الممتدة ما بين عامي 1980 و 1995، وبينت النتائج أن التحرير المالي أدى إلى نشوب الأزمات بالرغم من استقرار الأوضاع الاقتصادية¹.

فمثلا عند تحرير اسعار الفائدة فإن البنوك المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد اسعارها، يتوافق ذلك ايضا مع التوسع في منح الإئتمان الذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع اسعار الفائدة المحلية خصوصا القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية، كذلك فإن التحرير المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف و القطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في غير مهياة لها و قبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات و المخاطر الجديد.²

- دراسة Frankel-Rose عام 1996 بينت هذه الدراسة الأسباب الحقيقية للأزمات المالية من خلال عينة متكونة من 105 دولة خلال الفترة الممتدة ما بين 1971 و 1992، توصلت إلى أن احتمال حدوث الأزمة المالية يزيد في حالة ارتفاع معدلات الفائدة الخارجية ووجود توسع كبير في منح القروض وهذا لا يحدث إلا في ظل سياسة التحرير المالي³.

- دراسة Mohamed Jaber Chebbi عام 2005 قامت هذه الدراسة بتحليل آثار التحرير المالي على الأزمات المصرفية في البلدان الناشئة، التي لديها نظام مصرفي أكثر هشاشة من البلدان المتقدمة خلال الفترة الممتدة ما بين عامي 1980 و 2001 حدثت خلالها أهم الأزمات المصرفية. الفائدة من هذه الفترة هي أنها لا تسمح فقط بتحليل أسباب هذه الأزمات ولكن أيضا لدمج الأزمات المصرفية الجديدة مثل أزمات جنوب شرق آسيا (1997) والأرجنتين (2001) وتركيا (2001) بينما تقتصر الدراسات التي تم تحليلها في الأدبيات على الأزمات التي حدثت قبل عام 1995، وتوصلت الدراسة إلى أن التحرير المالي لعب دورا مهما في تفسير الأزمات المصرفية وأن النمو الاقتصادي يقلل من احتمالية حدوث أزمة. بالإضافة إلى ذلك، على مستوى المتغيرات المؤسسية، كلما زاد عدد العقود، كلما قل احتمال المعاناة من أزمة مصرفية⁴.

- ورقة بوعلي عبد القادر وغرزي سليمة 2016، حاولا في هذه الدراسة اختبار الدور الذي تلعبه تحرير الأسواق المالية في الدول الناشئة في عدم الاستقرار المالي ونشوب الأزمات المالية، وذلك عن طريق

¹ -Demirguc-kunt & Detragiache , *Financial Liberalization and Financial Fragility* imf working paper , june 1998.

² - الزهرة بن بركة و فريدة تلي، التحرير المالي وعمدوى الازمات (ازمة الرهن العقاري)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، مسيلة، ع04، ص 319-320

³ -M. Jaber op.cit, p13

⁴ -Ibid ,p 01.

دراسة قياسية في سلة بيانات بأئل تضم 16 دولة نامية وباستعمال نموذج ثنائي الحدين Logit خلال الفترة الممتدة ما بين 2014 - 1990 و قد توصلت الدراسة إلى أن سياسة سياسة تحرير الأسواق المالية كان سببا مهما لنشوب العديد من الأزمات المالية في هذه الدول.

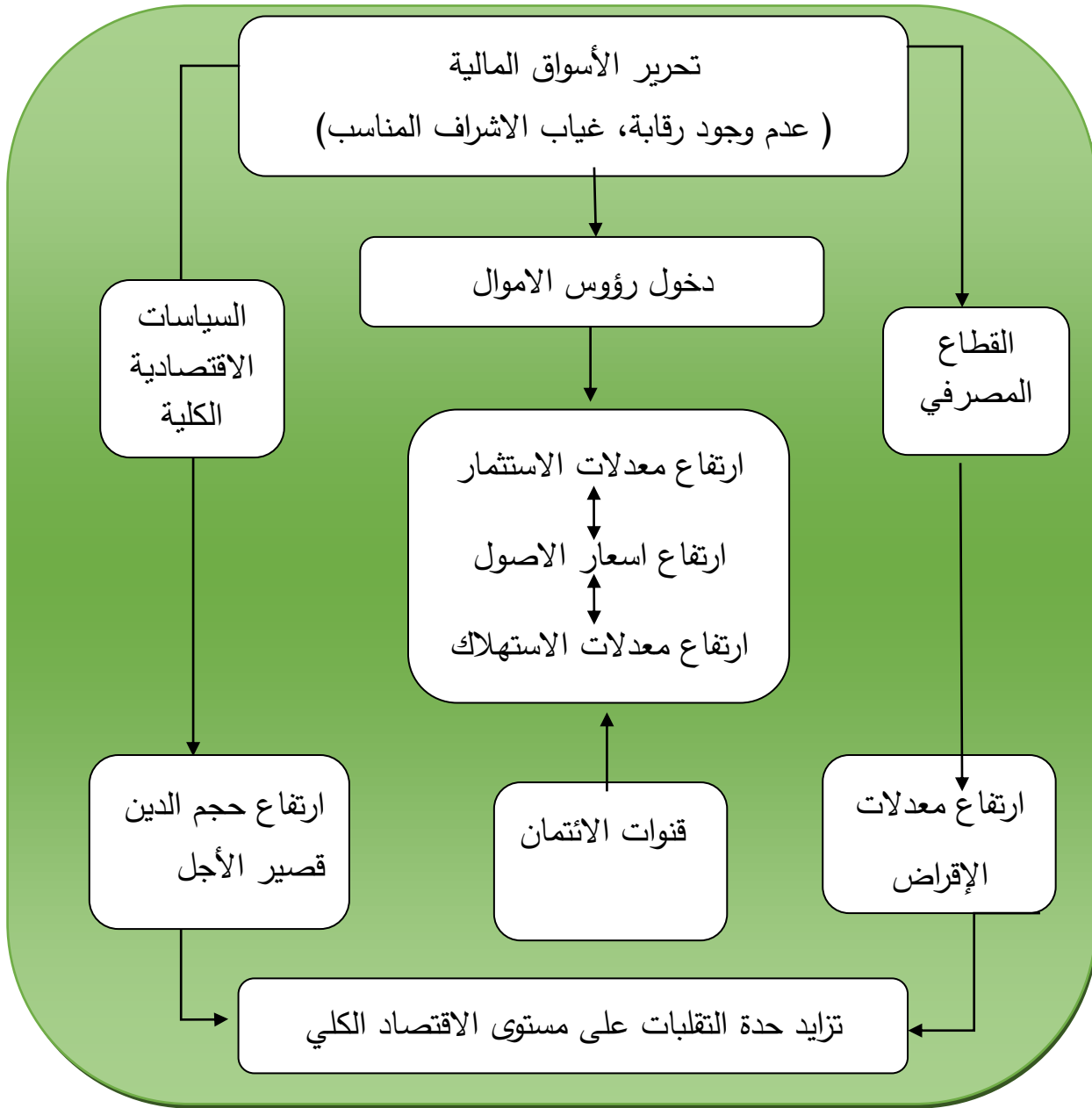
- وفي دراسة ل James B. Ang عام 2011 حول العلاقة بين سياسة التحرير المالي والتطور المالي، والتي تضمنت عينة تتكون من 44 دولة من بينها 22 دولة عضو في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، حيث توصل الباحث إلى أن التحرير المالي الداخلي والخارجي يؤثر سلبا على مدى التقدم والتطور التكنولوجي، ذلك لما له من تأثير سلبي على استقرار النظام المالي للدول، والذي تولد عنه عدة أزمات مالية ومصرفية.

من خلال عرض الدراسات السابقة نستنتج أن، عند قيام الدول النامية بتحرير أنظمتها المالية بالشكل سريع لم تراعي تحقيق كافة الشروط الملائمة لنجاح سياسة التحرير المالي، افتقاد البنوك المحلية الخبرة المهنية والتنافسية مقارنة بالبنوك الاجنبية مما جعلها عرضة للمنافسة الشرسة، مما يدفعها إلى القيام بعمليات توفر لها مردودية اعلى فتقوم بالمضاربة على الأوراق المالية والقيام بعمليات خارج ميزانياتها، فتقع في مخاطر عديدة في غياب الاشراف والمراقبة.

إن من أكبر الدروس التي يجب استلهاهما من مختلف تجارب الدول التي وقعت في أزمات مالية و مصرفية نتيجة الإفراط في تطبيق سياسات التحرير المالي ما ذكره كبار الاقتصاد في صندوق النقد الدولي في أبحاثهم من ضرورة التركيز على الوقاية، بدلا من إدارة الأزمة، واقتراح توصيات محددة ردا على فشل تلك السياسة للمساعدة في تقليل احتمال حدوث أزمات مماثلة في المستقبل، إذ تتمثل الوقاية في الاهتمام بتنظيم، والحد من الدورات الاقتصادية، وتحسين إدارة السيولة، وتعزيز ممارسات الإفصاح بشأن سياسات الاقتصاد الكلي¹.

¹ - صبرينة صالح، ازمات القطاع المصرفي والمالي بين حدود التحرير المالي وضائات الحكومة، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، ع07، 2012، ص150-151.

الشكل رقم 11 : علاقة تحرير الأسواق المالية بنشوب الأزمات



المصدر: شذا جمال الخطيب، صعق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لراس المال، دار مجدلوي للنشر والتوزيع، ط01، 2008، الاردن، ص 42.

إن من أسباب وقوع الدول في أزمات مالية هي ضعف الاقتصاد الكلي، فتح حساب رأس المال، ضعف الإشراف على المؤسسات المالية، انعدام الشفافية وضعف البنوك، حيث تقسم الدول الأسيوية التي شهدت الأزمة الى مجموعتين تلك التي استسلمت للأزمة، والتي نجت منها، ويرجع سبب التمييز بينها الى درجة التحرير المالي الذي أنشأ نقاط ضعف في الأنظمة المالية المنفتحة، والتي سمحت بانتقال وانتشار الأزمة بالشكل كبير بين الدول في شرق اسيا.

كما يتضح أن الدول الأكثر تضررا من الأزمة كانت تلك الدول التي لم تكن تملك شروط مؤسسية مسبقة لسلامة وسير النظام المالي على النطاق الدولي، خاصة لدى الدول ذات الأنظمة الاقتصادية والمالية الفتية.

وكنتيجة لما سبق يمكن للبلدان التي تعتمز تحرير نظامها المالي اعتماد تحرير مالي وقائي ذلك من خلال فرض الضوابط والأطر اللازمة التي تحد من التحركات المفاجئة لرؤوس الأموال عبر الحدود خاصة القصيرة الأجل منها، وللحفاظ على استقرار النظام المالي وعزل الاقتصاد الحقيقي عن التقلبات في الأسواق المالية الدولية، إذ أن الدول ذات البيئة المؤسسية الضعيفة عند محأولتها تحقيق التوازن الاقتصادي أثناء عملية التحرير، فإن هذا الأخير يمكن أن يكون أهم مصدر للهشاشة المالية.

نستخلص من هذا الفصل أن هدف الدول من التحرير المالي هو تحقيق فعالية للاسواق المالية، تعبئة المدخرات المالية المحلية والاجنبية، اظفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية، رفع درجة المنافسة بين الاسواق المالية والحصول على أكبر قدر من رؤوس الاموال الدولية.

كل دولة استخدمت سياسة التحرير المالي حسب اهداف سياستها الاقتصادية واصلاحها، فالدول التي رغبت في تحسين السياسة النقدية قامت بتطوير الأدوات غير المباشرة كتخفيض القيود على الإئتمان، وعدم تفضيل قطاعات عن اخرى في تقديم الإئتمانات، والدولة التي تسعى إلى النهوض بالقطاع المالي، قامت بالتقليل من الحواجز التي تعرقل دخول أو خروج المؤسسات المالية إلى السوق، و تحسين البنية التحتية للاسواق المالية كاستحداث ادوات مالية وتحرير تجارة الخدمات المالية، واخرى هدفها تحرير القطاع المصرفي، فقامت بتحرير معدل الفائدة، التوقف عن فرض سقوف ائتمانية للبنوك واعادة هيكلتها ونقلها إلى القطاع الخاص، زيادة الشفافية في التعامل بين المودعين والمقرضين والحرص على حمايتهم .

الفصل الثالث

تحديات سوق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا في ظل التحرير المالي

- المبحث الأول: نشأت وتطور الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا؛
- المبحث الثاني: واقع سياسة التحرير المالي في بعض دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا؛
- المبحث الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا.

الفصل الثالث: تحديات سوق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في ظل

التحرير المالي

إن وجود نظام مالي متطور وفعال هو أحد المتطلبات الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي مطرد، ولهذا الغرض اتجهت معظم دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال سنوات الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي إلى إصلاح القطاع المالي، بسبب المشاكل الاقتصادية التي واجهتها بعد فشل سياسات التدخل الحكومي في تحقيق معدلات تنمية اقتصادية مقبولة.

ونتيجة لما سبق كان الاتجاه الحتمي إلى التحرر المالي أمراً تمليه الأوضاع الداخلية والخارجية، باعتبار تحرير القطاع المالي وسيلة فعالة لتحقيق مستويات أعلى من النمو الاقتصادي، وقد دعم هذا الاتجاه كل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

شرعت دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في تحرير قطاعها المالي في إطار الاندماج في الاقتصاد العالمي، باعتبار ان التحرير المالي يرفع من كفاءة القطاع المالي.

إن ظهور الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كان بمثابة الحدث الهام والضخم نظراً لأهميتها ودورها الفعال في استغلال الموارد المالية، ورغم ما عانته من مشاكل وصعوبات حدت من تطورها وكفاءة أدائها، لجأت إلى إتخاذ مجموعة من الإجراءات والسبل التي مكنتها من التطور وبالتالي محاولة تحقيق الاستمرار المالي والاقتصادي على النحو الذي يقوي بينهما ويعزز مكانتها مع مواجهة التطورات الحديثة.

وبهذا الصدد سنحاول في هذا الفصل التعرف على تاريخ نشأت الأسواق المالية في بعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وأهم الإصلاحات والتطورات التي مرت بها هذه البلدان تماشياً مع الاقتصاد العالمي وتحليل تطور مؤشرات الأداء لبعض أسواق المنطقة، ولدراسة هذا قمنا بتقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث:

- **المبحث الأول:** نشأت وتطور الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؛
- **المبحث الثاني:** واقع سياسة التحرير المالي في بعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؛
- **المبحث الثالث:** تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

المبحث الأول: نشأت الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

شهدت السنوات الأخيرة اهتماما متزايدا بموضوع إنشاء الأسواق المالية وتطويرها، وقد أدركت دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أهمية إنشاء وتطوير أسواق رأس المال نتيجة لفشل سياسات الاستدانة والاقتراض الخارجي في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي¹، وارتفاع معدلات العجز في الموازنات العامة لكافة الدول تقريبا وما تطلب ذلك من الاعتماد على السندات الحكومية و أدوات الخزينة، تعاضم السيولة خاصة في الدول المصدرة للبتروال الخام والذي صاحبه ارتفاع أهمية القطاع الخارجي (التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية والخدمات المختلفة وأسعار الصرف) وذلك مع تزايد الانفتاح على الاقتصاد العالمي، توكيد دور القطاع الخاص ودعم توجهاته عن طريق قرارات الخصخصة وإصدار أو تعديل التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق و بإنشاء الشركات المساهمة²، التوسع النقدي وتنامي القوة الشرائية، وما رافقه من زيادة الاهتمام والوعي بالعلاقات الاقتصادية والنقدية وهذا ما لفت انتباه عدد كبير من المواطنين والمدخرين إلى الأسواق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها وذلك في ظل نجاح بعض النماذج التي ارتكزت على الأسواق المالية في تحقيق تنميتها كالهند وسنغافورة والبرازيل³، أدى الاختلاف في اقتصاديات دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، باعتبار بعضها من الدول النامية والبعض الآخر من الدول الناشئة، تاريخها والجهود المبذولة إلى اختلاف تواريخ نشأت سوق الأوراق المالية في دول المنطقة، وهذا ما سنتطرق إليه خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لأسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

يعتبر الإطار التشريعي والهيكل التنظيمي والمؤسسي من أهم المؤشرات الدالة على تطور كفاءة سوق الأوراق المالية، إذ يشمل الإطار التنظيمي على قوانين ولوائح تنفيذية مؤطرة للسوق من حيث الجانب الإداري والرقابي و إجراءات عقد الصفقات، وشروط ادراج أو الغاء الأوراق المالية، ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات، وتنظيم عمليات الوساطة بالإضافة إلى إحكام المخالفات والعقوبات وقمع الغش داخل السوق،

1 - خليل الهندي و انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، ج 02، لبنان، 2000، ص 266.

2 - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، عمان، 2003، ص 299.

3 - خليل الهندي و انطوان الناشف، المرجع نفسه، ص 267.

أما الإطار المؤسسي فيتكون من ادارة السوق والهيئات المنظمة له¹، وإيماننا بالدور الذي تقوم به أسواق الأوراق المالية في رفع معدلات النمو الاقتصادي وزيادة التنمية الاقتصادية في أي دولة، تضافرت الجهود لتنشئ غالبية دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا أسواق للأوراق المالية، لتتباين فيما بينها من حيث درجة التنظيم والتطور، فهناك أسواق مالية نشطة نتيجة التطور المالي المرتفع الذي تشهده الدولة كدول مجلس التعاون الخليجي، و دول تشهد تطور مالي متوسط، لكن بورصاتها محدودة الاداء والنشاط كالجنازير، ودول بادرت في الاصلاحات لتطوير النظام المالي لولا بروز ما يسمى بالربيع العربي، كسوريا واليمن²، والجدول التالي يوضح تقسيمات دول المنطقة حسب التطور المالي،

الجدول رقم 13: مستويات التطور المالي في دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا

تطور مالي مرتفع	تطور مالي متوسط	تطور مالي منخفض
البحرين	الجزائر	إيران
الأردن	جيبوتي	ليبيا
الكويت	مصر	السودان
لبنان	موريتانيا	سوريا
سلطنة عمان	المغرب	اليمن
قطر	باكستان	العراق
المملكة العربية السعودية	تونس	
الإمارات العربية المتحدة		

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على:

-Susan Creane, Rishi Goyal, A. Mushfiq Mobarak, and Randa Sab, *Financial Development in the Middle East and North Africa*, report International Monetary Fund,2003,p10.

- بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، اطروحة دكتوراه، تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 145.

1 - ابراهيم أونور، *فعالية أسواق الاسهم العربية*، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت ع 89، يناير 2010، ص 3.

2 - علي بن صب و محمد شيخي، *الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية*، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، ط 01، 2017، ص 116.

أولاً: أسواق الأوراق المالية في دول ذات التطور المالي المرتفع: تشمل هذه المجموعة دول الخليج بصفة عامة لاشتراكها في عدة عناصر أهمها، ارتفاع الفوائض المالية الناجمة عن الموارد النفطية، وإتباع أسلوب التحرير الاقتصادي وفتح المجال امام القطاع الخاص¹، وهي كالتالي:

1- **سوق البحرين للأوراق المالية:** تحتل دولة البحرين موقعا استراتيجيا مكنها من أن تكون محور العملية التجارية الترانزيت، بالإضافة إلى اعادة تصدير البضائع المستوردة من الخليج العربي، مما ساهم في جذب الشركات والبنوك التجارية بفتح فروعها في البحرين، فأنشأت البحرين أول بنك عام 1957، لتليه انشاء وتأسيس العديد من المؤسسات المالية في الفترة الممتدة ما بين الستينيات والثمانينيات القرن العشرين، ليتم إنشاء سوق غير رسمي المسمى ب " سوق اللؤلؤة " لبيع وشراء أسهم شركات المساهمة العامة، إلا انه لم يتم بالدور المخول له، لافتقاره للبنية التشريعية والتنظيمية و القانونية، ومع الإنهيار الذي شهده "سوق المناخ" الكويتي في بداية الثمانينيات، قامت الحكومة البحرينية بالاشتراك مع مؤسسة التمويل الدولية IFC بدراسات مكثفة لإنشاء سوق نظامي للأسهم، وفي عام 1987 قامت الدولة بإنشاء وتنظيم السوق المالية، لتبدأ عملية التداول الرسمي عام 1989 ب 29 شركة².

1-2 **شروط الادراج في سوق البحرين للأوراق المالية:** تضع سوق البحرين مجموعة من الشروط نذكرها فيما يلي³:

- أن يكون تاريخ نشأت الشركة قبل سنتين من رغبتها الدخول إلى السوق المالية؛
- ألا يقل راس المال عن 500 ألف دينار او ما يقابله من 500 ألف سهم كحد أدنى مدفوع منها على الاقل 50% من قيمتها؛
- ألا يقل سعر السهم في السوق عن القيمة الاسمية؛

1 - سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الاصول المالية في الاسواق المالية العربية، دراسة قياسية، اطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 01، 2017-2018، ص 114.

2 - عبد الوهاب رميدي و عبد القادر موازي، الأسواق المالية العربية والتحديات التي تواجهها في ظل الازمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، ص 03.

3 - منصورى حاج موسى و دادن عبد الغاني، دراسة علاقة سوق المال البحريني بالنمو الاقتصادي للفترة 2003-2006 باستخدام مقارنة (Toda and Yamamoto)، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي لتامنغست، ع 12، جوان 2017، ص 364-363.

- ان لا يقل حجم التداول عن الحد الادنى المسموح به في السوق؛
 - ألا تقل المبيعات السنوية عن 500 ألف دينار، مع تحقيق صافي الأرباح خلال السنتين الماليتين المتتاليتين لدخولها السوق؛
 - ألا يقل عدد المساهمين 100 مساهم؛
 - ألا تقل حقوق المساهمين عن 120% من راس المال المدفوع.
- 2- سوق الكويت للأوراق المالية: أنشئ في خمسينات القرن العشرين، بدءا بتأسيس أول شركة مساهمة كويتية عام 1952، مرت بعدة تطورات جعلتها تملك كافة الوسائل التقنية والتشريعية التي جعلتها محل جذب المستثمرين المحليين و الأجانب، ومن اهمها القرار الوزاري رقم 1983/35 على انها " مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلال المالي، مهمتها تطوير و تنمية روابط السوق بالاسواق الاقليمية و العالمية "، بدا التداول في السوق بنظام المفاوضة، عام 1995 لينتقل للتداول عن طريق أجهزة الحاسوب الآلي لدى مكاتب الوسطاء¹، عام 1998 أصبح السوق آليا، ثم تم إدخال سوق البيوع المستقبلية، ليبدأ التداول إلكترونيا عام 2003، في اواخر 2009 قام سوق الكويت للأوراق المالية بعقد شراكة مع مجموعة " ناسداك او ام اكس " مما حولته بتنفيذ نظام التداول الآلي الجديد X-steam ونظام الرقابة الألية SMARTS، بالإضافة إلى نقل الخبرات في ادارة الاسواق المالية الحديثة²، عام 2014 تأسست بورصة الكويت، بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة أسواق المال رقم 2013/37 وقد حلت بورصة الكويت محل سوق الكويت للأوراق المالية وأصبحت البورصة الرسمية لدولة الكويت اعتبارا من 25 أبريل 2016، قامت بإصلاحات طويلة الأمد، جاءت نتيجة إدراج الكويت في مؤشرات الأسهم العالمية " اس اند بي داو جونز" ضمن تصنيف الأسواق الناشئة في ديسمبر 2018، وفي مرجع مؤشر "فوتسي راسل" للأسوق الناشئة في سبتمبر 2017³.

¹ - حياة عوايحية و مفتاح صالح، تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخصر، م07، ع 02، ديسمبر 2017، ص ص 79-81.

² - سعيد بوشول، تكامل الاسواق المالية في اطار التكامل المالي، دراسة حالة تكامل الاسواق المالية لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، ع 06، 2015، ص 241.

³ -الموقع الإلكتروني لبورصة الكويت: <https://www.boursakuwait.com.kw/page/39> تاريخ الاطلاع: 12/07/2020.

2-2 ادارة السوق: تسيير السوق تحت رئاسة وزير التجارة والصناعة، يديرها مديرا متفرعا بمرسوم اميري يتجدد كل أربعة سنوات، تتكون ادارة السوق من لجنة وظيفتها وضع خطط تنظيم الأوراق المالية داخل السوق والرقابة عليها بالإضافة إلى وضع شروط ادراج الشركات، وتحديد الأوراق المالية التي يتم تداولها، تقف إدارة السوق على تطبيق مجموعة من المهام أهمها تنظيم نشاط الأوراق المالية، السهر على تطبيق العدالة والشفافية والتنافسية بين المستثمرين وتوفير الحماية لهم من الأخطار النمطية المتوقع حدوثها داخل السوق، السعي لتنويع وتطوير الأدوات الاستثمارية تتوافق مع المستجدات العالمية، بالإضافة إلى العمل على ضمان التزام المتعاملين بكافة القوانين واللوائح ذات العلاقة بنشاط السوق¹.

3- بورصة بيروت: أنشئت بورصة بيروت بموجب القرار رقم 1920/1509، اقتصر نشاطها عند نشأتها على التعامل بالذهب والعملات إلى أن ظهرت الشركات المساهمة اللبنانية في الثلاثينيات من هذا القرن ومعظمها من الشركات ذات الامتياز التي كانت تستثمر في المرافق العامة من مياه وكهرباء واتصالات ونقل وخدمات مرفئية بجانب التبغ، وبعد اندلاع الحرب العالمية الثانية ازدهر نشاط تأسيس الشركات المساهمة وباتت إصداراتها تالشكل نواة عمل البورصة، وخصوصا بعدما حظرت سلطات الانتداب التداول في الذهب والعملات، ومع تنامي نشاطها ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات البورصة، إيمانا بأهميتها ودورها الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية، عاد التعامل في سوق العملات والذهب في بورصة بيروت بعد صدور المرسوم التشريعي رقم 1985/30، وأدى اندلاع الحرب الأهلية إلى إغلاق البورصة لفترة ثلاثة عشر عاما، وقد أعيد افتتاحها في الثاني والعشرين يناير عام 1996 بموجب المرسوم رقم 1995/7667 والذي تم بموجبه وضع النظام الجديد لعمل البورصة².

4 - سوق مسقط للأوراق المالية(عمان): مر السوق العماني بعدة مراحل، المرحلة الأولى (1971-1978) بداية بإنشاء شركة عمان للفنادق عام 1971، وهي أول الشركات العمانية المساهمة التي طرحت أسهمها للاكتتاب العام، بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في مسقط، وقد تلى قيام هذه الشركة إنشاء العديد من الشركات المساهمة العمانية الأخرى التي بلغ عددها 71 شركة قبل قيام السوق، اذ كان

¹ - قانون رقم 7 لسنة 2010 المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية على الموقع الإلكتروني: <https://www.cma.gov.kw> تاريخ الاطلاع: 2021/01/04 .

² - صندوق النقد العربي، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها، 1997، ص 59.

التعامل بالأوراق المالية بصفة غير منظمة فسيطر السماسرة على السوق بالإضافة إلى نقص المعلومات الضرورية للمستثمرين، ومع إرتفاع عدد شركات المساهمة وزيادة الوعي الاستثماري ظهرت الحاجة لتنظيم عمليات السوق وهذا إيماناً بأهميته ودوره الهام في تحويل المدخرات نحو الاستثمار وتوفير الأموال لمشاريع التنمية الاقتصادية من مصادرها المختلفة وعلى رأسها أموال القطاع الخاص.

أما الفترة الثانية (1979 - 1998) فشهدت سوق مسقط نقلة نوعية وقد توجت الجهود التي بذلت في هذا الصدد إلى انشاء سوق مسقط للأوراق المالية لتنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل فيها بيعاً وشراءً. وأعطى السوق شخصية اعتبارية مستقلة لها أهلية التصرف في أموالها وأدارتها وتباشر نشاطها وفق الأسس التجارية¹، حيث باشر سوق مسقط للأوراق المالية أول عملية تداول صباح يوم السبت 20 ماي 1992³.

- **إدارة سوق مسقط الأوراق المالية:** أصدرت سلطنة عمان العديد من المراسيم السلطانية بغية وضع إدارة تنظيم سوق رأس المال وتقسيم الاختصاصات على عدة جهات، فتم وضع الهيئة العامة لسوق المال وشركة مسقط للمقاصة والإيداع.

- **الهيئة العامة لسوق المال⁴:** تعتبر جهاز رقابي مستقل، تقوم بمجموعة من المهام أهمها:

- الإشراف على السوق وعلى شركة مسقط للمقاصة والإيداع؛
- إعطاء تراخيص للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ومراقبة إصداراتها والإشراف عليها؛
- ترخيص عمل كل من شركات التصنيف الائتماني ووكلاء وسماسرة التأمين وشركات المساهمة العامة والإشراف عليهم.

- **شركة مسقط للمقاصة والإيداع:** تأسست وفقاً للمرسوم السلطاني رقم 98/82 باعتبارها شركة مساهمة عمانية مغلقة، برأس مال قدره ثلاثة مليون ريال عماني مقسمة على نحو 60 % ملك لسوق مسقط للأوراق

1 - أحمد نواف جوير، دور سوق مسقط للأوراق المالية في تمويل القطاعات الاقتصادية في سلطنة عمان خلال الفترة 2006-2016، دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد المالي، جامعة النيلين الخرطوم، 2019، ص 70-72.

2 - صندوق النقد العربي، الأسواق المالية العربية المشاركة في القاعدة: نشأتها وتطورها، مرجع سبق ذكره، ص 41.

3 - حسن عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية للفترة 1994-2003، مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، رسائل البنك الصناعي، الكويت، ع 79، ديسمبر 2004، ص 41.

4 - الموقع الإلكتروني الرسمي للهيئة العامة لسوق المال: www.cma.gov.om، تاريخ الإطلاع 05/03/2021.

المالية و 40% تمتلكها البنوك وشركات الوساطة و الاستثمار، تقدم الشركة خدمات متنوعة للسوق بصفتها جهة رقابية على الجهات المصدرة للأوراق المالية في البورصة، خدمات للسوق والمتعاملين، المستثمرين، والوسطاء، بالإضافة إلى خدمات للبنك المركزي العماني وشركات التمويل¹.

5- سوق الأوراق المالية القطري: تأسست سوق الأوراق المالية في قطر بموجب القانون رقم 14/1995، الذي ينص على أن سوق الدوحة للأوراق المالية تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، لها حرية التعامل بأموالها و ادارتها وحق التقاضي تحت اشراف الوزير، بدأت عملها رسميا عام 1997 بعد استكمال كافة الاجراءات والترتيبات، بسبعة عشر شركة وبعد خمسة اعوام ادرجت ثمانية شركات ليبلغ اجمالي الشركات المدرجة 22 شركة نهاية عام 2002، لتواصل التطور وتصبح من أهم الأسواق في منطقة الخليج العربي².

- شروط الدخول للسوق: لدخول أي شركة للبورصة يجب عليها المرور بقسم الادراج، بتقديم مجموعة من الوثائق والنسخ المتمثلة في³:

- عقد تأسيس الشركة ونظامها الداخلي؛
 - قائمة بأسماء المساهمين وجنسياتهم ونسب الملكية وعدد الاسهم لكل واحد منهم؛
 - نموذج عن شهادة الاسهم؛
 - تقديم كل المعلومات والبيانات الاحصائية أو أية معلومة عن تاريخ الشركة وأوضاعها المالية والإدارية؛
 - أن تنشر ميزانيتها لآخر ثلاث سنوات أو أقل حسب عمر الشركة؛
- هذا من الجانب الإداري أما من جانب قيد وقبول الأوراق المالية فيترتب:
- على شركة مساهمة حديثة التأسيس وقطرية الجنسية يبلغ رأسمالها على الاقل عشرة ملايين ريال قطري و أن تطلب كتاب رسمي قيد اسهمها للتداول في السوق خلال شهر من تاريخ تأسيسها من قبل الجمعية العامة التأسيسية؛

1 - الموقع الإلكتروني الرسمي لشركة مسقط للمقاصة والإيداع: <https://www.mcd.gov.om/ar/page.aspx?i=30> تاريخ الإطلاع 05/03/2021 .

2 - عقبة خضير، أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الدوحة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2013، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2014، ص 150.

3 - دردوري لحسن و لقلطي لخضر، انعكاسات الازمة المالية على مؤشرات اسعار الاسهم في سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2005-2015، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، م01، ع 01، جوان 2017، ص 31-32.

- ان لا يقل عدد المساهمين عن 100 مساهم.

6- سوق الأسهم السعودية: تعود نشأته التاريخية إلى عام 1934، مع تأسيس أول شركة مساهمة سعودية تحت اسم " الشركة العربية السعودية "، غير أنها لم تأخذ الشكل التنظيمي أو مؤسستيا، بحلول عام 1975 تزايد عدد الشركات المساهمة تزامنا مع تبني الحكومة لسياسة اقتصاد السوق الحر، فقامت بدمج شركات الكهرباء الخمسة في شركة موحدة نتج عنها توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها، كما قامت بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص الوطني بطرح أسهمها للاكتتاب العام، ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور، كما تم إنشاء في هذه الفترة سوق غير رسمي للأسهم بإشراف مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظرا لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال، ظهرت بعض الممارسات غير القانونية ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فصدر المرسوم رقم 82/1230 لتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية اعتبارا من 1984 فكان ذلك بمثابة بدء مرحلة جديدة نحو وضع يحكمه تنظيم محدد لعملية تداول الأسهم¹.

- اهم التطورات التي مرت بها سوق الاسهم السعودي:

عام 1990 بدأ العمل بنظام آلي للتداول LG (نظام الكتروني متكامل في العالم)، ليتم تحديثه تسع مرات، تحت اسم " تداول " أو ESIS ، أحدث نقلة نوعية في طريقة التداول في الشرق الأوسط، يربط وحدات التداول المركزي بالبنوك عن طريق الحاسب المركزي في مؤسسة النقد مما يسمح للوسطاء من ادخال اوامر العملاء مباشرة في النظام، ويتم تطبيق الصفقات عند تطابق عروض البيع مع الشراء فيصل آليا تأكيد تنفيذ الصفقة للعميل، ثم تحول الصفقة إلى نظام التسويات لمقاصتها وتسويتها آليا في نفس اليوم²، عام

1 - الموقع الإلكتروني الرسمي للبورصة المصرية: <https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx> ، تاريخ الاطلاع يوم 2020/04/27.

2 - حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على اداء السوق المالية السعودية، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، ع 04، ديسمبر 2013، ص122.

2003 ثم تأسيس هيئة السوق لتنظيم المشاركين والوسطاء والمستثمرين ومصدري الأوراق المالية، تكوين الجهاز التنظيمي لإدارة ومتابعة السوق المالية، وتنظيم عملية تداول الأوراق المالية¹. لم تتوقف سوق الأسهم السعودي عن مواكبة التطورات العالمية وتحسين البنية الاستثمارية، إذ قامت بمراجعة العديد من الأنظمة القائمة والقوانين وتحديثها، ومن أهم الأنظمة اصدار " نظام السوق المالية"، وإتباع المعايير الدولية لتنظيم سوقها داخليا وخارجيا.

- **شروط الإدراج في السوق:** لإدراج الشركة أي ورقة مالية في سوق الأسهم يستوجب توفر الشروط التالية²:
- ان تكون شركة مساهمة سعودية؛
 - يبلغ رأس مالها على الأقل 97.5 مليون ريال؛
 - نشر القوائم المالية عن ثلاث سنوات سابقة؛
 - ألا يقل عدد المساهمين 200 مساهم وان لا تقل ملكيتهم عن 30% من كافة الاسهم.

7- اسواق الأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة: يعتبر إنشاء عدد من الشركات المساهمة العامة في مطلع الستينيات بداية الطريق نحو قيام سوق للأوراق المالية في دولة الإمارات العربية المتحدة، عمل السوق بصورة غير منظمة لفترة طويلة، نجمت عنها اختلالات كبيرة نتيجة غياب الآليات المناسبة لتحديد أسعار الأوراق المالية، انعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، وعدم توفر الشفافية والإفصاح، ومع ازدياد عدد الشركات المساهمة وازدياد الوعي الاستثماري، أصبحت الحاجة ملحة في التفكير لتنظيم السوق بما يكفل سلامة التعامل وحماية المستثمرين وتوفير قدر كاف من الشفافية و الإفصاح، فصدر قانون رقم 2000/04 الخاص بإنشاء هيئة وسوق الإمارات للأوراق المالية والسلع، فتم بالاستناد على ذلك تأسيس سوق دبي المالي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية³.

1 - بوبريمة إحسان، دور الاصدارات في استقرار الأسواق المالية - حالة البورصات العربية-، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف-1، 2017-2018، ص 267.

2 - المادة الثامنة من لائحة قواعد التسجيل والإدراج، صادرة عن مجلس هيئة السوق المالية، بموجب القرار رقم 03/01/2004، من الموقع الإلكتروني: https://www.cma.org.sa/_layouts/15/CMAInternet/404/ar/404.html تاريخ الاطلاع: 18/06/2020.

3 - صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2002، ص 87-92.

7-1 سوق ابوظبي للأوراق المالية: أسست هذه السوق بموجب القانون المحلي رقم 2000/13، باعتبارها جهة قانونية ذات استقلال مالي و اداري، لها السلطة الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، والسلطة المطلقة في انشاء مراكز وفروع خارج ابو ظبي، ليتم الافتتاح يوم 15 نوفمبر 2000، يتكون مجلس الادارة من سبعة اعضاء يتغيرون كل ثلاث سنوات بمرسوم اميري، من بين اهداف السوق، دعم الاقتصاد الوطني والاستقرار المالي، وتطوير اساليب التداول لضمان استقرار أسعار جميع الأوراق المالية المدرجة في السوق¹.

7-2 سوق دبي: يعتبر سوق دبي المالي مؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، ثم تأسيسه بموجب قرار وزارة الاقتصاد رقم 2000/14، يعمل كسوق ثانوي لتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية، أو الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الإستثمار المحلية، أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية، زاول نشاطه ابتداء من 26 مارس 2000، وفي عام 2005 قرر المجلس التنفيذي لدي بتغيير الطابع القانوني للسوق وتحويله إلى شركة مساهمة عامة بطرح 20% من رأس مالها للإكتتاب العام، وبالتالي اعتبر اول سوق مالي في الشرق الأوسط يطرح أسهمه للإكتتاب العام².

8- بورصة الأردن: تالشكل بورصة عمان جزءا مهما من النظام المالي الاردني والقطاع الخاص أنشأت بموجب القانون رقم 1976/03، ليتم افتتاحها رسميا يوم 1978/01/01، وفي عام 1999 أصبحت كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة³، تحتوي على العديد من الشركات الضخمة من حيث الأصول ومستويات العمالة في الاقتصاد، ومن بين أهم الشركات يوجد البنوك الأردنية المرخصة، شركة بوتاس العربية، الاتصالات الاردنية، مناجم الفوسفات الاردنية، شركة مصانع الاسمنت الاردنية، شركة الادوية العربية، شركة الكهرباء الاردنية، تم تسجيلها عام

¹ - الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق ابو ظبي للأوراق المالية، نظرة عامة:

<https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>. تاريخ الاطلاع: 2020/06/14 .

² - الموقع الإلكتروني الرسمي لسوق دبي المالي، لحة عامة عن سوق دبي المالي: <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>. تاريخ الاطلاع: 2020/06/14.

³ - الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الاردن، <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/mn-nhn/mn>، تاريخ الاطلاع: 11/05/2020.

2017 كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، تدار من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الأعمال اليومية للبورصة. قامت سوق عمان المالي بمجموعة من الإنجازات، بتطوير السوق على المستوى المحلي والدولي ومن أهمها التطورات التقنية، تحديث شبكة الاتصالات القديمة coreswiches لقطاع سوق راس المال، بأجهزة جديدة ذات كفاءة عالية، تطوير موقع البورصة الالكتروني فأصبح للمتعاملين سهولة في تحميل البيانات وتحديثها بالشكل اوتوماتيكي من خلال نظام ادارة المعلومات MIS، تفعيل خدمة التداول الالكتروني في نسخته الجديدة UTP- Hybrid مع شركة Technologies Euronext، تسمح هذه الاخيرة بتداول ادوات مالية جديدة، كالمشتقات والصكوك وصناديق الاستثمار، تطبيق مبدأ الشفافية وحسن توزيع المعلومات على المتعاملين سواء على شاشات المراقبة أو على الشريط الالكتروني المتحرك لأسعار الأسهم، كما وقعت 109 اتفاقية بهذا الشأن، انشاء مشروع تدقيق النظام المحاسبي ITAudit، وهذا بالتعاون مع شركة برايسووتر هاوس كوبرز، مراجعة التشريعات المنظمة للعمل داخل البورصة وتغييرها وفق التطورات الحاصلة في الأسواق الدولية كإدراج تداول صكوك التمويل الاسلامي¹.

ثانيا: أسواق الأوراق المالية لدول ذات التطور المالي المتوسط والمنخفض

1- السوق المالية في الجزائر: لقد تم انشاء بورصة الجزائر كحتمية اقتصادية موازية للتحويلات الاقتصادية التي عرفتها الجزائر مطلع تسعينيات القرن الماضي، وقد تم تحضير الظروف الاقتصادية اللازمة لإنشاء بورصة الجزائر من خلال مجموعة من القوانين التي سبقت مرحلة التأسيس، حيث يعد المرسوم رقم 91/169 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة كتمهيد لإنشاء سوق مالي في الجزائر من خلال تحضير شركات الأسهم للدخول إلى هذه السوق من أجل التعامل في الأسهم وطرق إصدارها والتعامل بها وغيرها من الأوراق المالية، وبصدور المرسوم التشريعي 93/10 الصادر بتاريخ 23 ماي 1993 جاء بأول تصريح عن تأسيس بورصة الجزائر وتنظيم عملها، وأهم ما تناوله المرسوم²:

¹ - أحمد نصير و يونس زين، دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية و الناشئة في الدول العربية، السوق المالي تونس والسوق المالي الناشئ عمان، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 03، ع 05، 2017، ص ص 58-60.

2 - بن بجمة سليمان واخرون، تفعيل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر " دراسة تحليلية"، مجلة انماء للاقتصاد والتجارة، ع خاص، م 02، افريل 2018، ص 06.

- انشاء بورصة القيم المنقولة؛
- تعريف البورصة واعتبارها الإطار التنظيمي وحيز اجراء العمليات على الأوراق المالية المصدرة من طرف الدولة؛
- الأشخاص المعنويين الاخرين في القطاع العام وشركات المساهمة؛
- تعريف الهيئات المركبة للبورصة؛
- وضع لجنة مراقبة عمليات البورصة COSOB باعتبارها سلطة سوق القيم المنقولة ؛
- تأسيس شركة تسيير بورصة القيم (مؤسسة السوق) SGBV؛
- تعيين مؤسسات الاستثمار (وسطاء عمليات البورصة) IOB؛
- شروط الادراج في بورصة الجزائر: تنقسم شروط الادراج في بورصة الجزائر إلى شرطين وهما¹:
- شروط خاصة بالقيم التي ستدرج في السوق وتمثل في:
- أن تقوم القيم المنقولة مصدرة من طرف شركات ذات أسهم ؛
- تحديد قيمة كل سهم ؛
- يجب أن توزع الأسهم المعروضة على 100 حامل على الأقل ؛
- لا يمكن قبول القيم الزائدة في رأس المال في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛
- لا يخضع القرض السندي الذي تصدره الدولة لقيود سواء في عدد الأسهم أو عدد ملاكها.
- شروط خاصة بالمؤسسة محل الادراج:
- لا يقل رأس مال الشركة عن 100 مليون دينار جزائري؛
- اصدار 20% على الأقل من رأس مال الشركة على الشكل قيم منقولة؛
- نشر الوضعية المالية لسنتين الاخيرتين قبل تقديم طلب الدخول إلى البورصة، بالإضافة إلى مجموعة من المعلومات تحددتها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- على المؤسسة تحقيق أرباح في الدورات السابقة قبل تاريخ ايداع الطلب إلى دخول البورصة؛

¹ - عبد الوهاب رميدي و عبد القادر موزاوي، الاسواق المالية العربية التي تواجهها في ظل الازمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، خميس مليانة، 14-13 مارس 2012 .

- تقديم الخبير المحاسبي تقرير عن اصول الشركة.

2- **البورصة المصرية:** تعتبر السوق المصرية من اقدم الأسواق المالية في العالم وأولها في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، يعود تاريخ نشأتها لعام 1861 بالإسكندرية لبورصة القطن، ثم بدأت أولى محاولات انشاء بورصة للأوراق المالية في مصر عام 1890، تلتها محاولة ثانية عام 1898، حين شرع السماسرة في تكوين شركة تتولى انشاء البورصة وتدير المكان اللائق لإقامتها، ووضع القواعد الكفيلة بتنظيم العمل فيها، إلا ان جهودهم اخفقت، فأفلست شركتهم الأولى في غضون ثلاثة أشهر من تكوينها، واستمر السماسرة في مزاوله عقد الصفقات فيما بينهم في بعض المقاهي أو في مكاتبهم الخاصة، لم تكن المعاملات بينهم خاضعة لقواعد مدونة بل كانت تركز على التقاليد والعادات التي يتفقون عليها¹.

ومع منتصف السبعينيات، ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية، فقامت الحكومة بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بموجب القرار الجمهوري رقم 1979 / 520، بهدف تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها، وكذلك العمل على تنمية وتدعيم المناخ الملائم للدخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة في التنمية، بدأت الحكومة في اتخاذ عدة إجراءات و إصدار عدة قوانين، وإدخال العديد من التعديلات على التشريعات المؤثرة في هذه السوق، بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري، وإعادة تنشيط سوق الأوراق المالية، ولعل أهمها كان إصدار قانون سوق رأس المال رقم 1992/95 ولائحته التنفيذية رقم 135 / 1993 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية، وقد شدد القانون على ضمان الشفافية والإفصاح لبت الثقة لدى المستثمرين، كما تضمن أيضا تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية والشركات العاملة في هذا المجال، واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة².

1 - ايهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، المفاهيم الاساسية للاستثمار والبورصة، البورصة المصرية والامريكية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 146.

2 - الموقع الإلكتروني الرسمي للبورصة المصرية: <https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx> ، تاريخ الاطلاع يوم 2020/04/27.

2-2 اهم تطورات البورصة المصرية: عام 1999 أنشأت شركة مصر لنشر المعلومات EGID، وثم استبدال النظام الالكتروني المحلي الصنع بنظام متطور مصمم من طرف الشركة العالمية EFA، ليتم تحديثه عام 2008 بنظام اكثر تطوراً وهو X-Stream من قبل شركة Nasdaq OMX .

3- بورصة تونس: بدأ عمل بورصة تونس في فترة الاستعمار الفرنسي لها، فقد تم انشاء مكتب التصفية والمقاصة، الذي زاول نشاطه ما بين عامي 1937 و 1945 وشهدت هذه الفترة اول اصدار رسمي للأوراق المالية و المتمثلة في سند قرض عقاري في السوق المحلي من قبل شركة فرنسية عام 1939، وفي عام 1945 انشئ مكتب تسعير القيم المنقولة OTCVM، إذ كانت تعقد الصفقات قبل استقلالها عام 1956، ثم توقفت بورصة تونس عن العمل لغاية 1969¹، لتعيد الانطلاقة كسوق منظم وجهة رقابية وتنفيذية في ان واحد، رغم قدمها إلا أنها لم تتمكن من القيام بدور فعال في تمويل الاقتصاد نتيجة ضعف الإدخار طويل المدى والإعتماد على التمويل البنكي، ولم تتعدى رسملة السوق في تلك الفترة 1% من الناتج المحلي الاجمالي، فبدأت اولى الإصلاحات عام 1988 بهدف وضع اطار تشريعي وتقني حديث يساهم في تمويل الاقتصاد، و في هذا الاطار تم فتح السوق للشركات عبر تنظيم عمليات الإكتتاب العام وإصدار سندات الدين من قبل الشركات وتطوير الإدخار الجماعي بإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي وبعث شركات الاستثمار والأدوات المالية الجديدة كشهادات الاستثمار والأسهم ذات الاولوية في الربح بدون حق الاقتراع وسندات المساهمة وتشجيع الافراد على الاستثمار في البورصة بإعفاء الارياح الموزعة والقيمة الزائدة للأسهم من الضريبة² .

- مرت سوق الأوراق المالية التونسية بمحطات عديدة³:

- فيفري 1969: إحداث بورصة الأوراق المالية في الشكل مؤسسة عمومية؛

1 - بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص 147.

2 - احمد نصير و يونس الزين، دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية السوق المالي تونس والسوق المالي الناشئ عمان، مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، م 03، ع 05، 2017، ص 50-51.

3 - الموقع الرسمي الإلكتروني لبورصة تونس: <http://www.bvmt.com.tn/ar/content>: تاريخ الإطلاع: 03/04/2020.

- نوفمبر 1994: إصدار القانون عدد 117/1994 الذي ينص على إحداث إصلاح جوهري يهدف لاعادة تنظيم السوق المالية ووضع إطار قانوني وترتيبي متطور ومطابق للمعايير الدولية يفصل بين مهام التسيير والرقابة؛
 - نوفمبر 1995: إنشاء بورصة الأوراق المالية بتونس في صيغة شركة خفية الاسم، يمتلكها حصريا وسطاء البورصة بالتساوي؛
 - أكتوبر 1996: انطلاق العمل بنظام التداول الالكتروني NSC ؛
 - أبريل 1998: انطلاق مؤشر توناندكس حسب القاعدة 1000 في 31 ديسمبر 1997؛
 - ديسمبر 2007: انطلاق السوق البديلة الموجهة إلى الشركات الصغرى والمتوسطة والتحول إلى تشغيل آخر نسخة لنظام التداول الإلكتروني NSC؛
 - جانفي 2009: تغيير طريقة احتساب مؤشر توناندكس بالاعتماد على الرسملة السوقية المتاحة للتداول والتوقف عن نشر مؤشر BVMT الذي بدأ نشره منذ سبتمبر 1990؛
 - ماي 2009: إحداث صندوق المتعاملين في سوق الأوراق المالية لضمان المخاطر غير التجارية؛
 - أوت 2009: بعث مجلة إسداء الخدمات المالية لغير المقيمين؛
 - ديسمبر 2010: انتقال بورصة تونس إلى مقرها الجديد بضفاف البحيرة؛
 - نوفمبر 2012: تنظيم الدورة الأولى لصالون البورصة والخدمات المالية "أنفستيا".
- 4- سوق الخرطوم (السودان):** استفاد السودان من تجارب الدول التي سبقته في مجال الأسواق المالية، إلا أنه يمتاز عنها بأن قانونها نص على أن تعمل البورصة فيها وفق الشريعة الإسلامية، فهي لا تسمح بأي نوع من التبادل لا يتفق مع الصيغ الإسلامية كبيع الأجل وعقود الخيار وغيرها من العقود الأخرى المشابهة، وللسوق هيئة رقابية شرعية تختص بالرقابة على أعمال السوق والتأكد من التزامها بأحكام الشريعة.
- فقد بدأ التفكير في إنشاء سوق للأوراق المالية في السودان منذ عام 1962، وبعد دراسات عديدة مع مؤسسة التمويل الدولية تمت إجازة قانون سوق الأوراق المالية في عام 1982، بهدف تنظيم إنشاء السوق، وفي ظل سياسة التحرير الاقتصادي التي نادى بها البرنامج الثلاثي للإنقاذ الاقتصادي (1990-1993)، تم تأسيس هيئة الأسواق المالية في عام 1992، عام 1994 أجاز المجلس الوطني الانتقالي قانون سوق الخرطوم

للأوراق المالية والذي أصبح بموجبه السوق كيانا قانونيا مستقلا، بدأ العمل في سوق الإصدارات أكتوبر عام 1994، وفي يناير عام 1995 تم افتتاح سوق تداول الأسهم¹.

5- سوق دمشق (سوريا): أحدثت سوق دمشق للأوراق المالية، بموجب المرسوم التشريعي رقم 2006/55، نص المرسوم على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية، و الاستقلال المالي والإداري، ترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، بحيث يكون المقر الرئيسي للسوق مدينة دمشق². - تم الافتتاح الرسمي للسوق في 2009/03/10، يديره مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمون بقرار من رئيس مجلس الوزراء، بناء على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية، كما يعين مدير تنفيذي للسوق، ونائب له بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على توصية من مجلس مفوضي الهيئة، واقتراح من مجلس إدارة السوق .

- الأوراق المالية المتداولة في سوق دمشق:

- أسهم الشركات المساهمة السورية القابلة للتداول؛
 - سندات الدين القابلة للتداول والتي تصدرها الشركات المساهمة السورية؛
 - أدوات الدين العام القابلة للتداول الصادرة عن حكومة الجمهورية العربية السورية؛
 - الوحدات الاستثمارية السورية الصادرة عن صناديق وشركات الاستثمار؛
 - أي أوراق مالية أخرى سورية أو غير سورية، متعارف عليها على أنها أوراق مالية، ويتم اعتمادها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.
- حاليا يتم تداول أسهم الشركات المساهمة السورية مقسمة إلى القطاعات التالية (قطاع البنوك - قطاع التأمين - القطاع الصناعي - القطاع الزراعي - قطاع الخدمات) .

¹ - صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرة الفصلية، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، الربع الأول 2003، ص 91- 93 .

² - الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة دمشق: http://www.dse.sy/market/foundations_and_objectives تاريخ الاطلاع: 2020-12-19.

7- سوق العراق للأوراق المالية¹: مر السوق المالي العراقي منذ نشأته بتغيرات عديدة، تم انشاءها عام 1921، بعد تأسيس أول شركة مساهمة حسب قانون الشركات الهندي عام 1913 والذي طبقه الاحتلال البريطاني في العراق، وبصدور القانون رقم 1936/65 ثم تأسيس بورصة لتجارة السلع الرئيسية، ليتم إيقاف العمل به عام 1938، كما جاء في القانون رقم 1943/60 اوامر بإنشاء السوق إلا أنه ونظرا لبدء الحرب العالمية الثانية في نفس السنة توقف العمل بها كذلك، وبعد عدة سنوات بادر البنك الصناعي إلى وضع مكتب لبيع وشراء الأسهم عام 1975، واستمر العمل فيه لحين صدور قانون سوق بغداد للأوراق المالية رقم 199/24 ينظم تداول الاسهم في السوق، بعد احداث الكويت عام 1990 شهد السوق انتعاشا كبيرا واستقطب العديد من المستثمرين في جميع المجالات، فحققت ارباحا كبيرة رغم الحصار الشامل على البلد، إلا انه لم يستمر ذلك فسرعان ما انقطعت ايرادات النفط وتدهور الاوضاع السياسية وكثرة الهجمات الامريكية على العراق، توقف التداول عام 2003، وفي 2004/06/24 قامت سلطة التحالف بوضع آليات جديدة تسمح بفتح المجال للاستثمار الاجنبي الدخول إلى السوق تحت سياسة التحرير المالي، وإعطاء السوق استقلالها المادي والإداري.

المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية لدول المنطقة

تتمتع اسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بخصائص مشتركة فيما بينها تميزها عن بقية الاسواق المالية في العالم وهي²:

1- قلة العرض والطلب³: تتشارك معظم أسواق المنطقة في هذه الخاصية، راجع أولا لغياب ثقافة الاستثمار المالي لدى الكثير من الافراد وثانيا لانخفاض معدلات الادخار نتيجة ضعف مستوى دخل الفرد والتباين في دخول الافراد في الدول النفطية والدول غير النفطية، مما يقلل امكانية الاستثمار المالي، كما توجه معظم المستثمرين إلى الاستثمار الحقيقي كالتجارة في العقارات، وهذا ما يعكس انخفاض عائد الاستثمار في

1 - زهرة خضير عباس العبيدي، سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل الاستثمارات، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية و الادارية، جامعة واسط بغداد، ع 28، ج 02، 2018، ص 11.

2 - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص ص 229 - 235 .

3 - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، ر 07، 2009 على الموقع الإلكتروني:

<https://revues.univ-ouargla.dz/index.php/numero> تاريخ الاطلاع: 2020/05/07.

سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى أنه يمنع النظام الجبائي المزدوج المطبق في الأسواق المالية من رفع المؤسسات حجم الادخار الموجه للاستثمار، نتيجة دفع ضريبة على ارباح الشركات المقيمة في البورصة، وضريبة على توزيعات عوائد الاسهم وارتفاع معدلاتها، قلة الاستثمارات المالية الاجنبية نتيجة تردد بعض الدول في فتح أسواقها المالية، و تجنب عدد كبير من المدخرين في شراء السندات تفاديا لأثار معدل التضخم.

2- **ضيق حجم السوق:** تتميز هذه الأسواق بفضالة حجم السوق مقارنة بالدول المتقدمة، نتيجة نقص العرض الذي يقاس بعد الشركات المدرجة والطلب الذي يمثل عدد وحجم اوامر الشراء، اذ ان عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 1132 شركة عام 1997، ثم ارتفعت عام 2000 إلى 1675 لتشهد انخفاضاً بعد الازمة المالية العالمية وسجلت 1124 فقط عام 2009، لتتخفف أكثر عام 2017 وهذا ب 984 شركة¹، يرجع ذلك إلى الازمات التي تشهدها مختلف الدول .

3- **ارتفاع درجة التركز التداول:** يقصد بدرجة تركيز التداول هي نسبة تداول الاسهم النشطة إلى اجمالي حجم التداول، يعكس هذا المؤشر درجة جودة الأوراق المالية، إلا أن أسواق المنطقة تعاني من ارتفاع درجة التركز وهذا ما يعكس قلة الأسهم ذات الجاذبية، يرجع السبب إلى تمسك كبار المستثمرين باسهم الشركات الكبيرة والبارزة، أو إلى انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة خصوصاً أسهم شركات قطاع الأعمال²، لقد بلغت درجة التركز لبورصة البحرين أكثر من 70% بنسبة لرسملة السوق أي نصيب أكبر الشركات حجماً في السوق عند مستوى 10%، و80% لتركز سيولة السوق، والجدول التالي يوضح درجة تركيز حجم وسيولة بعض الأسواق لسنة 2021.

4- **ضعف فرص التنويع:** تعتبر بورصات المنطقة صغيرة الحجم وبالتالي لا تسمح للمستثمرين بتنويع محفظة الأوراق المالية، تالشكل قيوداً امام المستثمر المؤسسي او المستثمر الفرد، كما ان قطاع البنوك وقطاع المقاولاتية هما المسيطران على الأسواق، فاصبح المستثمر في البورصة تحكمه سياسة القطيع، رغم وجود بعض

¹ - بيانات صندوق النقد الدولي، على الموقع الإلكتروني:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=ZQ> تاريخ الاطلاع: 2020/08/04

² - نوال بن لكحل، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، ع 13، م 02، 2015، ص 158.

القطاعات الرائدة ذات الربحية العالية، كقطاع المطاحن، وقطاع الاسمنت، الا انه يركز التعامل على سهمين او ثلاث في السوق.

5- **ضعف درجة السيولة:** تعاني الأسواق من ضعف السيولة نتيجة انخفاض عدد العمليات التي تعقد يوميا وعدد ايام التداول فمعدل التداول في بورصة الجزائر مثلا هو ثلاثة ايام في الاسبوع من 9:30 إلى 11:00 بالنسبة للأسهم وسندات الشركات، ومن الأحد إلى الخميس بالنسبة لسندات الخزينة العمومية¹.

6- **تقلبات حركة اسعار الأوراق المالية:** تعاني الأسواق من تقلبات حادة في حركة اسعار الأوراق المالية وهذا باعتبار أسواق الاردن وتركيا، من الأسواق الناشئة فان اعتمادها على التمويل الخارجي كالقروض وإصدار مزيدا من الاسهم مع اعتماد اقل على الاموال المحتجزة، وهذا التمويل في ظل م ايسمى بالرفع المالي الذي يزيد من حدة التقلبات في ربحية السهم وقيمه السوقية، كما ان التقلبات تثير مخاوف المستثمرين الاجانب.

انخفاض الطاقة الاستيعابية: يقاس معدل الطاقة الاستيعابية بحجم الاصدارات الجديدة وحجم التداول بالنسبة للنتائج المحلي والادخار المحلي الاجمالي، يعطي نظرة عن مدى قدرة الأسواق على جلب الإدخارات وتحويلها إلى استثمارات مالية².

بالإضافة إلى خصائص اخرى كانهادام الاستقلال المالي والاداري لبعض الأسواق، افتقار لأدوات الرقابة والسيطرة التي تساعد في حسن الادارة، عدم وجود مؤسسات فاعلة ومساندة للأسواق المالية العربية ذات التأثير المباشر بسوق الاسهم والسندات، مما زاد من حدة تقلبات اسعار الاسهم والسندات وزيادة مخاطر الاستثمار، غياب مؤسسات الايداع المالي والمركزي ومؤسسات التسوية المالية وعدم وضوح الادوات المالية الجاذبة لرؤوس الاموال.

¹ - الموقع الرسمي الإلكتروني لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=147> تاريخ الاطلاع: 08/04/2020 .

² - محمد صادق إسماعيل، البورصات العربية... بين التطوير والتحديات المستقبلية، مرجع سبق ذكره، ص 244.

² - عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003، ص ص 229- 235 .

المطلب الثالث: معوقات ومشاكل أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال

افريقيا

أولاً: معوقات أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا

بالرغم من تمتع أسواق الأوراق المالية للمنطقة بإمكانيات كبيرة للتطور، إلا أنها تعاني من مشاكل تحول دون تطورها، والتي تحد من دورها في توفير السيولة نظراً لضيق ومحدودية الأدوات المالية وقلة الطلب الذي يرجع إلى انخفاض عوائد الأوراق المالية المتداولة في هذه الأسواق مقارنة بمجالات استثمارية أخرى بالإضافة إلى ميل الأفراد والمستثمرين للتمويل النقدي التقليدي (البنوك والاستثمار العقاري)، بالإضافة إلى غياب ثقافة الأسواق المالية والابتعاد عن المخاطرة والمجال الربوي باعتبار معظم دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا دول اسلامية، ومن بين العراقيل:

- 1- جمود الاطار التنظيمي والتشريعي والهيكلية: على الرغم من التطورات والتشريعات التي فرضتها الدول لتنظيم أسواقها إلا أنها تعاني من اوجه القصور تقلل من فاعليتها، وهذا راجع إلى ان بعض القوانين واللوائح ثم اعدادها في مراحل معينة وعدم تغييرها بمرور المرحلة، فرض اطر وفق نظريات معينة لم تتوفر لها التجربة العلمية او نجحت في دولة لكن ليس شرط تنجح في دولة اخرى لاختلاف النظام والأنشطة الاقتصادية¹.
- 2- قصور اليات العمل في الأسواق المالية: ضعف كفاءة المؤسسات الصانعة للسوق او المساندة لها، عدم تمكن السماسرة من القيام بعملهم على اكمل وجه نظرا لعدم المامهم بالمهنة وقلة مؤسسات الوساطة المالية².
- 3- ضعف حجم الاصدارات الاولية من الاسهم والسندات للشركات الحديثة و القائمة في الأسواق، بسبب غياب الوعي المالي لدى المستثمرين الذي يلجؤون إلى توفير احتياجاتهم المالية من المصادر التقليدية، بالإضافة إلى عدم رغبة الشركات في خضوعهم للمراقبة والالتزام بالشفافية والإفصاح وإتباع المعايير المحاسبية الدولية³.

1 - أحمد البيطار، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، 2002، ص ص 16-19.

2 - صلاح الدين حسن السيسى، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم للكتب، ط 01، مصر، 2003، ص ص 92-94.

3 - محمد صادق اسماعيل، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية، دار المنهل، مصر، 2016، ص 245.

4- **عدم تطبيق قانون السوق:** أدى نقص العرض والطلب إلى انخفاض معدلات الادخار، ارتفاع معدلات الفائدة، و انخفاض عوائد الأوراق المالية، مما أدى إلى عزوف المستثمرين على الاستثمار في البورصة والتوجه إلى البنوك¹.

5- **تدخل الحكومة:** إن اعتماد الحكومة في سياستها المالية على تمويل عجز الميزانية العامة من خلال إصدار سندات أي الاقتراض المحلي، وبالتالي امتلاكها من طرف المؤسسات بدل الافراد أدى إلى عدم تداولها في السوق الثانوية وبالتالي ركودها².

6- **الوازع الديني:** لا يخفى على أحد أن اللجوء إلى عملية التمويل عن طريق البورصة من خلال إصدار أسهم و سندات هي من إحدى طرق التمويل العصرية غير أن التعامل بها من طرف المجتمعات العربية و الإسلامية يعتبرها بعض الحرج من الناحية الدينية خاصة السندات باعتبارها قرض ربوي، و إذا ما نظرنا إلى قرار مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره السابع بجدة 4 - 9 ماي 1992 الذي أقر بأن الأصل حرمة الإسهام في شركات تتعامل أحيانا بالخرمات كالربا ونحوه بالرغم من أن أنشطتها الأساسية مشروعة³. كل هذا من شأنه أن يؤثر على القرارات الاستثمارية للمدخرين التي لا بد أن تصب في خانة الكسب الحلال⁴.

ثانيا: المشاكل التي تعاني منها الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا

تعاني سوق للأوراق المالية من غياب المؤسسات الساندة التي تعمل على التقليل من حدة تقلبات الأسعار وتخفيض المخاطر وزيادة سرعة التداول، فضلا عن افتقارها لمؤسسات التسوية والمقاصّة والإيداع والحفظ المركزي والقوانين المنظمة لها⁵.

1 - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع وموضوع نفسهما .

2 - عبد السميع محمد رضا، خصائص أسواق الاسهم العربية، على الموقع الإلكتروني:

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=649242&r=0> تاريخ الاطلاع: 09/04/2020 .

3 - جاسم علي الشامسي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهيّة الإسلامية بين الأمل و الواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 743.

4 - زيان محمد و نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006 ص 15.

5 - محمد صفوت محي الدين، التنمية المالية، القطاع المالي بين الكبح والتحرير، مجلة المال والصناعة، البنك الصناعي الكويت، ع 11، 1993، ص ص 14-16.

انظر كذلك: عبد اللطيف مصيطني و محمد بن بوزيان، اساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، لبنان، 2015، ص 113-114.

- هشاشة الأسواق نتيجة وجود الازدواجية، فنجد مشروعات صغيرة وكبيرة، قديمة وحديثة النشأة، محلية وأجنبية، قطاع مالي رسمي وغير رسمي، وضحالة الأسواق المالية بسبب قلة المؤسسات المالية ومحدودية ادواتها.
- تفشي ظاهرة احتكار القلة في القطاع المالي في ظل غياب المنافسة المحلية والأجنبية، وهذا من قبل المصارف وشركات السمسرة العالمية، وشركات التأمين.
- غياب الكفاءة وارتفاع درجة المخاطرة لدى المدخرين والمستثمرين ومؤسسات التمويل، نتيجة قصور هيكل المعلومات وارتفاع تكلفة الحصول عليها.
- عدم توفير الحماية اللازمة للمدققين لإبداء الرأي في اوضاع الشركات والبيانات المالية بكل استقلالية وحيادية، مما أضعف مستوى التدقيق.
- تعاني الأسواق من غياب الافصاح عن المعلومات والنصوص القانونية المنظمة لإشهار المعلومات والمتعلقة بسير اعمالها وكشف حقيقة المركز المالي¹.

المطلب الرابع: اساليب تنشيط أسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا

عملت الحكومات في مختلف دول المنطقة على تطوير أسواقها المالية، بدء بإصلاح قطاعها المالي، إذ قامت بإصلاحات واسعة من أجل تغطية كافة الجوانب وإدخال أحدث الأساليب والمعايير الدولية من أجل الارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة، لتعزيز قدرتها على حشد المدخرات وجذب رؤوس الاموال، هناك مجموعة من الأساليب لتنشيط أسواق الأوراق المالية لدول المنطقة ومنها:

- 1- **تعميق الاسواق المالية**، يتم ذلك من خلال مجموعة من الاصلاحات أهمها²:
 - تعزيز اللوائح والإشراف على اسواق الأوراق المالية ؛
 - تعميق اسواق الصكوك الحكومية وتطوير مقاييس هامش العوائد؛
 - بناء قاعدة فعالة من مستثمري أسواق رأس المال؛
 - تحفيز اسواق الاموال بين البنوك من خلال جعلها اقل تكلفة؛
 - تحرير اسواق الصرف الاجنبي مع تحرير حساب راس المال وتطوير قدرات البنوك على ادارة المخاطر.

¹ -B.JORG, *Are GCC stock markets predictable?*, *Emerging Markets Review Elsevier*, vol. 12,2011 ,pp 217-237 .

² - عمور طهاري، باتريسيا بارنار، واخرون، *اصلاحات القطاع المالي وأفاق الدمج المالي في بلدان المغرب*، ورقة عمل صندوق النقد الدولي، 07/125، 2007، ص 1-52.

- 2- **تنشيط عرض وطلب الأوراق المالية:** لتنشيط عملية عرض الأوراق المالية بقدر كبير ومتنوع عليها أن¹:
- تشجيع شركات الاعمال لزيادة رأسمالها عن طريق الاكتتاب العام، تشجيع البنوك المتخصصة على اصدار وسندات لتمويل نشاطها بدلا من الإقتراض؛
 - تطوير قواعد تنظيمية تحكم التعامل في السوق.
- اما لتنشيط الطلب على الأوراق المالية فيجب تحفيز رغبة الأفراد بأهمية الادخار والاستثمار في الأوراق المالية، عن طريق التوعية والتعريف بسوق الأوراق المالية؛
- العمل على التقليل من مخاطر الاستثمار المالي من خلال، تطبيق نظام تأمين على محافظ الأوراق المالية التي بحوزة الأفراد أو المؤسسات، وتوفير المعلومات بالقدر الكافي والوقت المناسب عن قوائم الدخل لشركات المساهمة وعن المركز المالي للشركة.
 - تطوير مؤسسات تنظيم السوق والقائمة على خدمة المتعاملين في سوق الأوراق المالية
- 3- **تنشيط سوق السندات**²: وهذا من خلال ربط تمويل العجز في الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك باقتصار التمويل على إصدار السندات والأذون ذات الآجال المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للاكتتاب العام؛
- طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية الأساسية بدلا من الاعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة؛
 - تشجيع الشركات المساهمة بإصدار السندات التي تتفق واحتياجاتها التمويلية؛
 - الاهتمام بإصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إذا ما رغب حامل السند في ذلك؛
 - دراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم لتغطية الانخفاض في القوة الشرائية للأموال المستثمرة في السندات؛
 - التشجيع على إصدار بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقاري؛

1 - ماجد عبد العظيم حسن قابيل، محاور تطوير وتنشيط بورصة الأوراق المالية المصرية في ظل العقبان الاقتصادية الحالية (دراسة ميدانية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، 2017، ص 725-728.

2 - حسين عبد المطلب الاسرج، تحليل اداء البورصات العربية 1994-2003، مرجع سبق ذكره، ص 17.

- الإهتمام بإصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- 3- تنشيط سوق الاسهم: وهذا عن طريق التوسع في اصدار الاسهم الممتازة والعادية و تشجيع انشاء صناديق الاستثمار التي تسمح بصغار المدخرين ببناء محفظة استثمارية¹.

¹ - ميسون علي حسين، الأوراق المالية واسواقها مع الاشارة الى سوق العراق للاوراق المالية، تاثير نظري، مجلة جامعة بابل، العلوم الانسانية، م 21، ع 01، 2013 ص 13.

المبحث الثاني: واقع سياسة التحرير المالي في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

قامت دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا بإصلاح وتطوير أسواقها المالية، لمواكبة تطورات الانظمة المالية في العالم، تناولت هذه الاصلاحات مجموعة من السياسات الرامية لرفع معدلات النمو الاقتصادي، ومن اهم السياسات المنتهجة هي سياسة التحرير المالي، إلا أن هذه السياسة يجب ان تتماشى مع مجموعة من الاجراءات لتوفير البنى التحتية للسياسة، وهي تحرير سعر الفائدة لتشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي داخل السوق المحلية، خصخصة المؤسسات المالية العامة لتشجيع المنافسة الحرة بين المؤسسات لرفع من انتاجياتها، حيث أن سياسة الكبح المالي التي اتبعتها هذه الدول في مراقبة الاسواق المالية أدت إلى انخفاض كفاءة أداءها. تعتبر كل من الجزائر، مصر والمغرب عينة من دول شمال افريقيا الاردن والسعودية دول الشرق الاوسط سباقون في تطوير وتحسين النظام المالي رغبة في تحسين اوضاع اقتصادها الوطني وتنشيط اسواقها المالية من خلال الانتقال من سياسة الكبح المالي إلى التحرير المالي.

المطلب الاول: دوافع ومخاطر تطبيق سياسة التحرير المالي على دول الشرق الأوسط وشمال

افريقيا

أولاً: أسباب الانتقال من الكبح المالي إلى التحرير المالي

كان القطاع المالي في الدول النامية لفترة طويلة محل تدخل الدولة، كسياسة الضرائب ومعدلات الاحتياطي الإجباري والائتمان المدعوم أو الموجه، وتسقيف اسعار الفائدة على الودائع والقروض، تحت اطار تطبيق سياسة الكبح المالي¹، اتبعتها دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا في ثمانينيات القرن العشرين و نتج عنها مجموعة من المشاكل ادت إلى ضعف القطاع المالي والمصرفي ومن بينها²:

1- شهدت هذه الفترة ضعف دور الوساطة المالية في تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى أنشطة استثمارية منتجة وهذا راجع لمعدلات الفائدة الحقيقية السالبة، في المقابل قامت البنوك بتقديم قروض إلى عدد محدود من العملاء وفي نطاق محدود مما ادى إلى ارتفاع المخاطر و كثرة الديون المتعثرة، مما دفع بعض المدخرين المحتملين

1 - بروكينكو فاسيلي وبول هولدن، التنمية المحلية والحد من الفقر، قضايا ومدلولات السياسات بشأن البلدان النامية وتلك السائرة على طريق التحول لاقتصاد السوق، صندوق النقد الدولي واشنطن، 2001، ص 11 .

2 - حريري عبد الغني، سياسات التحرير امالي في الدول العربية وانعكاساتها على القطاع المالي، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، ع 15، ص 33-34.

إلى توجيه مدخراتهم إلى مشروعات منخفضة العائد يقومون بها بأنفسهم بدل من توجيهها للاستثمار في مؤسسات القطاع المالي .

- 2- تدني القاعدة الرأسمالية للبنوك، ادت إلى اضعاف المنافسة فيما بينها؛
 - 3- غياب سوق ما بين البنوك وأسواق مالية نشطة أثر على ممارسة وتطوير السياسة النقدية من قبل السلطات، وصعوبة تمويل عجز البنوك فيما بينها اجبرها على اللجوء للبنك المركزي لخصم الأوراق المالية بمعدلات مرتفعة؛
 - 4- عدم قيام البنك المركزي بتسليط الرقابة على البنوك، ادى إلى عرقلة تراخيص تأسيس البنوك، وعدم سلامة الجهاز المصرفي لنقص الاجراءات التنظيمية والتدابير الاحترازية، غياب المعايير المحاسبية المتطورة والموحدة، وبالتالي صعوبة التعرف على اوضاعها المالية وتحليلها ؛
 - 5- ادى ارتفاع اسعار الفائدة، إلى انخفاض مفتعل للتمويل المصرفي فنتج عنه اختيار مشروعات كثيفة راس المال في دول كان لا بد لها ان تتوجه إلى مشروعات كثيفة العمل لما تتوفر به هذه المنطقة من اليد العاملة¹؛
 - 6- دفع الكبح المالي للمستثمرين إلى التوجه نحو القطاع المالي غير الرسمي رغم ارتفاع المخاطرة فيه²؛
 - 7- ساهم ارتفاع معدلات التضخم في عدم استقرار مكونات المحافظ المالية، اذ يتحول توظيف المدخرات واستثمارها من الاصول المالية ذات العائد الحقيقي السالب إلى اصول مادية تتغير اسعارها بمعدل يساوي أو يزيد عن معدل التضخم أو ما يعرف بوسائل التوقي من التضخم كالعقارات وبعض السلع المعمرة أو الذهب .
- أكد الاقتصاديون ان سياسة الكبح المالي ادت إلى تدني كفاءة الوساطة المالية وفي تشويه أسواق المال، فأصبح الامر يتطلب الخروج من كبح القطاع المالي إلى تحريره.

ثانيا: أسواق الأوراق المالية في ظل الكبح المالي قبل الاصلاح³:

- 1- ضالة المعروض من الادوات المالية: تميزت الفترة بكثرة الشركات العائلية للمساهمة، بالإضافة إلى سيطرة الحكومة على اسهم شركات المساهمة، ورفض طرحها للجمهور، كثرة السندات الحكومية التي تستولي

¹ صالحى عبد القادر، سياسات التحرير المالي واثرها على تطوير اليات العمل المصرفي في البنوك الجزائرية، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، ع 16/2016، ص 109.

² مرجع وموضوع نفسهما .

³ - شذا جمال الخطيب و صغفق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لراس المال، دار مجدلال للنشر والتوزيع، ط01، 2008. الاردن، ص ص67-72.

عليها البنوك وشركات التأمين والضمان، عدم الشفافية في افصاح المعلومة و انعدام التغطية الكاملة والتوزيع المتساوي للمعلومات على المتعاملين، إذ كانت المعلومة توصل من خلال الاتصال المباشر .

2- **قلة الطلب على الأوراق المالية:** عانت دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا باعتبارها جزء من الدول النامية، بضآلة الطلب على الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية وهذا ناتج عن:

- انخفاض معدل الدخل، نتج عنه تقلص الادخار الفردي؛
- سيطرة الحكومة ومؤسساتها على الأوراق المالية؛
- فرض ضرائب كبيرة على عوائد الأوراق المالية ماعدا سندات الدولة؛
- انخفاض عوائد الاستثمار المالي مقارنة بالاستثمار الحقيقي؛
- تفضيل الاستثمارات القصيرة في البنوك على غرار الاستثمارات طويلة الاجل في الأسواق الأوراق المالية .

3- **غياب الاطار القانوني والتنظيمي والمؤسسي:** اتسمت الأسواق بغياب قوانين ونصوص تشريعية تنظم عمليات الاصدار والتداول في سوق السندات، خاصة أسواق تونس، المغرب، مصر والكويت، اما في سوق الاسهم لم تكون نصوص تشريعية تحدد الحد الادنى لراس مال شركات المساهمة، كل هذا جعلها غير متحركة في المضاربات وأكثر دليل على هذا ازمة سوء المناخ التي شهدتها السوق الثانوي الكويتي. عانت أسواق راس المال من قلة المؤسسات العاملة في اطار السوق (البنوك الاستثمارية، الشركات الاستثمارية، الوسطاء)، ما عدى سوق عمان الذي منذ نشأته هيئت له بنية تنظيمية ومؤسسية ملائمة¹.

المطلب الثاني: اصلاح وتحرير اسواق الأوراق المالية في بعض دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا

عرفت معظم دول منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا اصلاحات على مستوى اسواق الأوراق المالية، اهمها اصلاحات بورصة تونس عام 1989، وإصلاح بورصتي القاهرة والاسكندرية عام 1992 تزامنا مع اصلاحات بورصة دار البيضاء، تليهما اصلاحات بورصتي بيروت والخرطوم عام 1995.

¹ - مرجع وموضوع نفسهما.

- أولاً: التحرير المالي في دول الخليج:** أولت الحكومات الخليجية اهتماماً بالغاً لتطوير وتحرير قطاعها المالية المصرفية وأسواق الأوراق المالية من الكبح المالي، بداية من التسعينيات القرن العشرين من خلال اتباع أساليب التدرج في تطبيقها وهذا بإتباع المراحل التالية:
- تحرير معدل الفائدة: قامت بتحرير سعر الفائدة تدريجياً بدءاً بسعر الفائدة الاسمي، ثم تحرير معدل الفائدة على الودائع، تحرير سعر الفائدة على القروض، موازاتها مع اتباع سياسة مالية انكماشية أدت إلى انخفاض معدل التضخم، فنتج عنها سعر فائدة موجب.
 - عدم تخصيص الائتمان من خلال: ازالة السقوف على معدلات الفائدة، عدم توجيه الائتمان إلى قطاعات معينة او ذات اولوية، الاستغناء عن الاعانات الائتمانية.
 - تخفيض القيود أو إزالتها على الشراء الالزامي للبنوك لأدوات الدين العام.
 - استخدام ادوات السياسة النقدية غير المباشرة (نظام الاحتياطي الالزامي لامتناس السيولة المحلية ومحاربة التضخم، تطوير عمليات السوق المفتوحة).
 - اتباع معايير لجنة بازل للرقابة المصرفية.
- سعت البحرين من خلال جهود الاصلاح والتحرر المالي التي تنتهجها الوصول إلى المركز المالي سواء على المستوى العربي او الاقليمي او الدولي، فقد قامت بإنشاء مرفئ البحرين المالي يضم مجموعة من البنوك والمؤسسات المالية¹، كما تملك سوقاً للوحدات المصرفية الخارجية عالية التطور مرخصة من قبل البنك البحريني المركزي تقوم بتقديم خدمات مالية خارج حدود البحرين مع عملاء غير المقيمين وبالعملات الاجنبية، مهمتها تمويل التجارة الخارجية من خلال فتح خطابات الائتمان وقبول وإعادة خصم وإصدار خطابات الضمان²، كما قامت ب³:
- تقديم العمليات المصرفية الكتروني ومعالجة البيانات بالكمبيوتر؛
 - السماح بالمتاجرة بالعملات وتحويل الاموال؛

1 - كريم حمزة، العولمة المالية و النمو الإقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 226.

2 - المرجع نفسه، ص 228.

3 - المرجع نفسه، ص 253.

- اصدرت السوق المالية لوائح الاستثمار الاجنبي والسماح لغير مواطنيها بتملك وتداول الاسهم وبحدود 49% وقد تصل إلى 100 % في بعض الشركات المدرجة ؛
- عدم فرض أي قيود في مجال الضرائب أو الرسوم او في تحويل الارباح ونقل الاموال ؛
- توقيع سوق البحرين على اتفاقيات الادراج المشترك والتعاون الفني مع سوق الكويت وسوق دبي المالي والأردن ؛
- توقيع على اتفاقية مع السوق المالية الاسلامية لإدراج الأوراق المالية الاسلامية في سوق البحرين؛
- تأثرت دول الخليج بالأزمة المالية العالمية فخسر بنك الخليج الدولي 750 GIB مليار دولار من خلال استثماره في سندات الرهن العقاري، مما استدعى رفع رأسماله بتمويل من مؤسسة النقد السعودي، تكبد بنك الخليج الدولي الكويتي خسائر كبيرة بلغت 1.2 مليار دولار من خلال التعامل بالمشتقات المالية في الأسواق الأمريكية.
- ثانيا التحرير المالي في مصر¹**: اتبع القطاع المالي المصري من بداية الستينيات إلى نهاية الثمانينيات القرن التاسع عشر، سياسة الكبح المالي، من خلال كبح القطاع المالي الداخلي:
- تطبيق معدلات فائدة اسمية ثابتة بلغت 5 % طيلة فترة الكبح، ثم ارتفعت بعدها إلى 10 % إلا انها تزامنت مع ارتفاع معدل التضخم، فأصبحت اسعار الفائدة الحقيقية سالبة، فنشأت حالة فائض طلب على الائتمان، مما اوجب على الحكومة تسقيف منح الائتمان المصرفي.
- فرضت على البنوك معدل احتياطي بلغ 25%، مما ادى إلى خلق فجوة واسعة (هامش) بين أسعار الفائدة على الودائع وأسعار الفائدة على القروض، فزادت قيمة الودائع بالعملات الاجنبية في البنوك إلى حد بلغت 50% من اجمالي الودائع في البنوك في نهاية الثمانيات؛
- هيمن القطاع العمومي على الجهاز المصرفي ومن أهمها (البنك الاهلي، بنك مصر، بنك القاهرة، بنك الاسكندرية)، اذ احتفظت هذه البنوك بمحافظ مالية ذات كفاءة منخفضة؛
- احتكار الجهاز المصرفي على القطاع المالي، مع اهمال سوق الأوراق المالية.

¹ - عاطف وليم اندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص260-268.

لم يسلم القطاع المالي الخارجي من سياسة الكبح المالي حيث:

- فرضت قيودا على الحساب الجاري من ميزان المدفوعات (القيود الكمية على الواردات، التعريفات الجمركية)، بالإضافة إلى تقييد حرية المصدرين من التصرف في حصيلة صادراتهم من الصرف الاجنبي، وفرض قيود على حركة تدفقات رؤوس الطويلة والقصيرة الاجل.
- نتج عن اتباع هذه السياسة اثار سلبية تمثلت في:
 - انخفاض حجم الادخار المحلي؛
 - خسائر لعدم الكفاءة في تخصيص الائتمان اذ وجه إلى مشروعات لم تتمتع بجدوى مالية؛
 - توسع القطاع المالي غير الرسمي، نتيجة سلبية اسعار الفائدة الحقيقية وعدم واقعية سعر الصرف الاجنبي، مما ادى إلى تسرب الموارد الداخلية والخارجية إلى القطاع المالي غير الرسمي؛
 - ظهور شركات توظيف الاموال تتسم بطابع المضاربة اذ بلغ عددها عام 1988 ب 105 شركة جذبت ما يعادل 3.8 بليون جنيه مصري¹؛
 - ظهور ظاهرة الدولار، فزاد الطلب على الدولار من اجل المعاملات وكمتودع للقيمة في مواجهة الجنيه المصري، فانعكس سلبا على كفاءة سياسة التسعير.
- كل هذا قاد الحكومة المصرية إلى العمل على تحرير قطاعها المالي وإزالة كافة القيود والعراقيل، فانتهجت مصر سياسة تدريجية ومتوازنة وشاملة لجميع عناصر القطاع المالي الداخلي والخارجي:
- ففي يناير 1990 قامت بتحرير اسعار الفائدة على الودائع و القروض، و منح الحرية للبنوك في تحديد اسعار الفائدة الخاصة بها ؛
- اكتوبر 1992، الغاء السقوف الائتمانية على القطاع الخاص، جويلية 1993 على القطاع العام، بالإضافة إلى توحيد شروط الائتمان للقطاعين؛

¹ -Mohamed A el Erian and Mahmoud mohieldin , *financial development in emerging markets the egyptian experienùce* ,Cairo, ECEs 1998, P 116.

- تخفيف القيود المفروضة على البنوك، حيث تم تخفيض نسبة الاحتياطي القانوني من 25% إلى 14% من قيمة الودائع بالعملة المحلية و إلى 10% من قيمة الودائع بالعملات الاجنبية، تخفيض نسبة السيولة من 30% إلى 25% بالنسبة للجنه المصري و 25% للعملات الاجنبية ؛
- الغاء تسعير الخدمات المصرفية وتركها تتحدد وفق قانون السوق (العرض والطلب) ؛
- السماح للبنوك الاجنبية التعامل بالعملة الوطنية، كما الغيت العديد من القيود التي كانت مفروضة ؛
- استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة في ادارة العرض النقدي والسيولة المحلية؛
- خصخصة حصص ملكية البنوك العامة والمؤسسات العامة في البنوك المشتركة؛
- عام 1998 سمحت للأجانب بملكية كاملة في قطاع التامين؛
- تحرير اسعار الصرف ؛
- اتخذت اجراءات سريعة لتحرير الحساب الجاري من راس المال، رفع القيود الكمية على الواردات السلعية .
- تحرير حساب راس المال من ميزان المدفوعات المصري، تحرير سعر الصرف وتحرير اسعار الفائدة مع خفض معدلات التضخم بالإضافة إلى تحسين المناخ الاستثماري، ادى إلى تزايد تدفقات راس المال الاجنبي سواء استثمارات مباشرة او غير مباشرة (المحفظة).
- وقعت مصر على اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية في ديسمبر 1997 في نطاق الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، حيث الزمت على فتح سوق الأوراق المالية امام الجانب، وتوفير الخدمات المالية لأجانب الدول الموقعة على الاتفاقية، مما أثر ايجابيا على تنشيط سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى زيادة الاهمية النسبية للسوق الأوراق المالية في القطاع المالي .
- ومما سبق نستنتج ان التحرير المالي التدريجي الذي اتبعته مصر مكنها من تجنب التعرض لازمات مالية، بالإضافة إلى تنشيط سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: التحرير المالي في الاردن¹: في ثمانينيات القرن الماضي تعرض الاقتصاد الاردني لمشاكل

عديدة كتراجع الانتاج و النمو الاقتصادي وارتفاع جد كبير في معدل التضخم وعجز في الميزانية العامة، اسعار فائدة حقيقية سالبة على الودائع، وارتفاع الديون الخارجية إلى 190% من الناتج المحلي الاجمالي، ونتيجة للمشاكل والأزمات التي عرفها الاقتصاد الاردني خلال الثمانينيات جعل الحكومة الاردنية تعيد النظر في السياسة المنتهجة، وبمطلع 1990 قامت بإصلاحات مالية لإزالة القيود التنظيمية وتحرير اسعار الفائدة، تشجيع المنافسة والانفتاح التدريجي للنظام المالي، وتعزيز الاطار المؤسسي، من خلال ثلاث مراحل وهي كالتالي:

- المرحلة الاولى من 1990 - 1998: هدفت هذه المرحلة إلى إعادة هيكلة النظام المالي والمصرفي من خلال:
- 1990 تحرير اسعار الفائدة من أجل الحد من المضاربة على الدينار ورفع حجم المدخرات المحلية، هذا لتشجيع تحويلات المواطنين في الخارج، ومكافحة ارتفاع التضخم، توجيه القروض إلى القطاعات الانتاجية بدل الاستهلاكية².
- 1993 ممارسة الادوات غير المباشرة للسياسة النقدية، تحكم البنك المركزي في السيولة النقدية عن طريق اصدار شهادات إيداع.
- 1995 رفع الحد الادنى لرأس مال البنوك ليصبح 20 مليون دينار أردني ابتداء من عام 1997، وتخفيف القيود عليها، من اجل تطوير دورها في الوساطة المالية.
- 1996 التخلي عن الائتمان المدعوم لبعض القطاعات.
- 1997 اصدار قانون الأوراق المالية المؤقت بغية إعادة هيكلة سوق الأوراق المالية، تحرير حركة رؤوس الاموال، وقابلية تحويل الدينار الاردني في المعاملات الجارية والرأسمالية.

1 - عباد فاطمة باسم، التحرر والتذبذب في السوق: دلائل من بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية ادارة المال والاعمال، جامعة ال البيت، الاردن، 2015، ص 17.

2 - العقيرب كمال و بلوكاريف نادية، دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الاموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، ع06، سبتمبر 2016، ص 293 .

- انشاء ثلاث مؤسسات مالية، بورصة عمان، هيئة الأوراق المالية، مركز ايداع الأوراق المالية يديرها القطاع الخاص.
 - المرحلة الثانية: 1999-2001: جاءت هذه المرحلة لتحسين كفاءة النظام من خلال اصلاح الاطار المؤسسي باعتباره شرط اساسي للتحرير المالي وهذا بإتباع الاجراءات التالية¹:
 - 1999 فصل الهيئة التنفيذية عن الهيئة الرقابية في بورصة عمان.
 - 1999 اصدار قانون تنظيم الاعمال.
 - تطوير نظام المدفوعات.
 - عام 2000 اصدار قانون البنوك، يسمح بحرية البنوك تقديم خدمات مالية متنوعة.
 - 2001 اصدار قانون المعاملات المالية.
 - تبني نموذج البنك الشامل.
 - اصدار قانون انشاء مؤسسة ضمان الودائع.
 - المرحلة الثالثة 2002-2003: ركز في هذه المرحلة على سوق الأوراق المالية وهذا من خلال:
 - 2002 اصدار قانون التأجير التمويلي.
 - جذب الاستثمار الاجنبي المباشر والسماح للمحليين الاستثمار في البورصات الاجنبية.
 - انشاء أسواق مالية عديدة لتبادل الأوراق المالية
- لقد اجتاز الاقتصاد الاردني بنجاح مرحلتين للتطور المالي وهما مرحلة الاقتصاد المكبوح ماليا، مرحلة الاقتصاد المحرر ماليا وفي فترة وجيزة نسبيا، ليواصل تطوره نحو مرحلة الاقتصاد المحرر دوليا، وبهذا يعتبر الاقتصاد الاردني نموذج لتحرر الاقتصاديات².

¹ - ازياذ فريز، التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة الاردن، الندوة الثالثة حول تطوير القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 8-7 ديسمبر 2003، ص ص 246-247.

² - عبد اللطيف مصيطفي، محمد بن بوزيان، اساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2015، ص 281.

- رابعاً: التحرير المالي في العراق:** قامت الحكومة العراقية بتنفيذ سياسة التحرير المالي عام 2003، تماشياً مع الشروط والسياسات الاقتصادية التي تبناها صندوق النقد الدولي، بغية الانتقال من الاقتصاد القائم على التخطيط المركزي إلى الاقتصاد الحر، ومن بين الشروط التي فرضها صندوق النقد الدولي مايلي¹:
- اعطاء اهمية للقطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، خصخصة القطاع العام؛
 - اصدار قوانين تضمن مصالح القطاع الخاص المحلي والأجنبي؛
 - تخفيض قيمة العملة المحلية مقابل العملات الاجنبية؛
 - تطبيق سياسة السوق المفتوح، وإلغاء الرقابة على النقد الاجنبي؛
 - منح الحرية للمؤسسات المحلية والأجنبية تحويل ارباحها إلى الخارج والنقد الاجنبي؛
 - من اجل الوصول إلى هذه الاهداف قام البنك المركزي باستعمال ادواته النقدية، تفعيل الية السوق وتعزيز الاستقرار الاقتصادي والمالي وهذا بمجموعة من الاجراءات والقوانين والمتمثلة في تحرير اسعار الفائدة، اتباع البنك المركزي العراقي سياسة مرونة سعر الصرف للمحافظة على معدلات حقيقية موجبة .

الجدول رقم 14: تطور معدل الفائدة الحقيقي في العراق

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
معدل الفائدة	6,32	1,00	-3,45	-16,52	-7,05	3,79	-8,42
2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
44,33	-1,92	-8,47	10,91	13,59	15,90	60,88	26,40

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على موقع البنك الدولي:

<https://donnees.banquemondiale.org/indicator/FR.INR.RINR>

نلاحظ ارتفاع معدل الفائدة من 6.32% عام 2002 إلى 26.40%، وهذا يدل على الاهتمام

الواضح لرفع معدلات الفائدة وتحريرها.

¹ - سامر محمد فخري و اسو بهاء الدين قادر، الربحية المصرفية في ظل التحول من سياسة الكبح المالي الى سياسة التحرير المالي في العراق للمدة (1998-2011)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الادارة والاقتصاد، م 12، ع 34، 2016، ص ص 375-382.

- اتباع سياسة سعر صرف مرن، يعتمد على نظامين، سعر صرف المعلوم يحدد سعر الصرف وفق قوى العرض والطلب على العملة في سوق الصرف الاجنبي بدون تدخل البنك المركزي، ونظام سعر الصرف المعلوم المدار، الذي يسمح بحركة وحرية سعر الصرف .
- اصدار قانون 94-2004 السماح للبنوك الاجنبية بفتح فروع لها .
- استخدام الرقابة التلقائية عبر اللوائح التنظيمية والإدارية مما يسمح للنظام المصرفي العمل بكل مرونة وكفاءة .
- اصدار قانون 56-2004 يهدف إلى استقلالية السلطات النقدية .
- تأسيس سوق العراق للأوراق المالية بموجب القانون 74-2004.

خامسا: واقع التحرير المالي في الجزائر: عرف الاقتصاد الجزائري عام 1986 أزمة، سببت اختلالات عميقة في النظام المالي و البنكي الذي عجز عن توفير التمويل للاقتصاد خاصة مع ارتفاع أعباء الدين الخارجي التي أصبحت تلتهم أكثر من 80% من حصيله الصادرات التي تراجعت نتيجة انخفاض سعر البترول¹، مما دفع السلطات إلى اتخاذ اجراءات للانتقال من الاقتصاد المخطط الاشتراكي إلى اقتصاد السوق، بالإضافة إلى اصلاح وتحرير قطاعها المالي، منذ 1990 اتبعت الجزائر سياسة النهج التدريجي للتحرير المالي من خلال التحرير المالي الداخلي، تحرير سعر الصرف، تحرير سعر الفائدة وتحرير حركة رؤوس الاموال وهذا على النحو التالي:

5-1 تحرير سعر الصرف: منذ منتصف 1990 اعلنت الجزائر رغبتها في تحرير سعر الصرف، فقامت السلطات النقدية بعدة تدابير لتحرير سعر الصرف، حيث أعلنت رغبتها منذ منتصف 1990 التوصل إلى قابلية تحويل الدينار بالنسبة للعملة الجارية بعد ثلاثة سنوات، أي من نهاية عام 1993 على أن تتم هذه العملية بالشكل التدريجي و احترازي، في 30 سبتمبر 1991 تم تخفيض قيمة الدينار بنسبة 22% وفقا لما تم الاتفاق عليه مع صندوق النقد الدولي²، استمر تخفيض سعر صرف الدينار بمتوسط 4% سنويا إلى

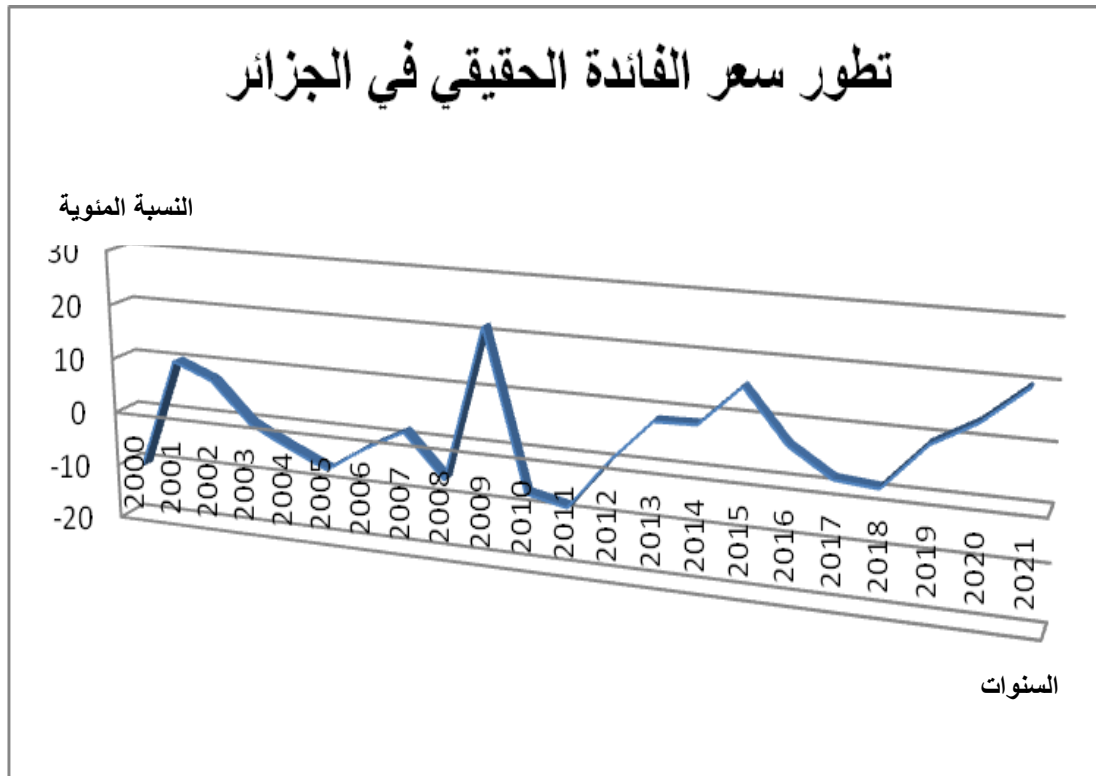
1 - فهيمة بديسي و مريم سرارمة، أثر التحرير المالي على النظام المالي والبنكي الجزائري، اشارة الى حالة السوق المالي الجزائري، مجلة العلوم الانسانية، ع 08، ديسمبر 2017، ص 07.

2 - رميدي عبد الوهاب و بوضياف مختار، أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة 1990-2010، مجلة الاقتصاد الجديد، ع 10، م 01، 2014، ص 76-77.

غاية 1994 بلغ نسبة 40.17%، ومع أواخر 1994 تم إصدار قرار التخلي عن نظام الربط الذي تبنته الجزائر منذ 1974، والعمل بنظام جلسات التثبيت، الذي اعتبر بمثابة إعلان عن بداية مرحلة التحرير الفعلي للدينار، إذ أصبح سعر الصرف مرنا¹.

2-5 تحرير اسعار الفائدة: اتبعت الجزائر سياسة التحرير التدريجي لأسعار الفائدة للوصول إلى اسعار موجبة، وهذا من خلال ابرام اتفاقيات الاستعداد الائتماني 1989-1991، واتفاقية القرض الموسع في اطار برنامج التعديل الهيكلي 1994-1998، ثم تحرير اسعار الفائدة لتصل من 10% إلى 15% خلال الفترة 1990-2000 لتحقيق اعلى مستوى عام 1998 بمعدل 15 بالمئة².

الشكل رقم 12: معدل الفائدة الحقيقي في الجزائر من 1990-2021



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الموقع الرسمي للبنك الدولي:

<https://donnees.banquemondiale.org/indicator/FR.INR.RINR>

1 - بطاير علي، سياسات التحرير والاصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، السادس الثاني، 2004، ص 189 .
 2 - مدياني محمد و طلحوي فاطمة الزهراء، التحرير المالي الداخلي و أثره على النمو الاقتصادي، في الجزائر خلال الفترة 1990-2014، مجلة الحقيقة، ع 38، 2016، ص 546.

3-5- تحرير رؤوس الأموال: نص قانون النقد والقرض 90-10، على اتاحة لغير المقيمين بتحويل رؤوس الاموال من الجزائر واليها لتمويل مختلف الانشطة الاقتصادية،¹ كما اصدرت مراسيم تشريعية تهتم بترقية الاستثمار الاجنبي كالمرسوم 93-12 الذي نص على فتح القيود على راس المال الاجنبي خارج القطاعات المهمة، انشاء وكالة لترقية الاستثمار (APSI) عملها الترويج وتشجيع الاستثمار في الجزائر، كما أمضت عام 1995 على اتفاقية احداث الوكالة الدولية لضمان الاستثمار عام 1995 السماح بإنشاء البنوك الخاصة برأس مال جزائري وأجنبي في الجزائر، إلا أن السلطات الجزائرية وبعد صدور قانون المالية التكميلي لعام 2009، أبدت رغبتها في عدم التوسع في مسار التحرير المالي، حيث تم إلغاء قروض الاستهلاك وتم إلزام البنوك على تمويل التجارة الخارجية بالقرض المستندي غير القابل للإلغاء والمؤكد فقط، كما لم يسمح الامر رقم 10-04 تحديد نسبة الشراكة الوطنية المقيمة 51% على الأقل من رأس مال البنوك والمؤسسات المالية من تطوير حجم البنوك الاجنبية في الجزائر.²

4-5- تحرير التجارة الخارجية: مرت عملية التحرير بأربعة مراحل، بدءا بالتحرير المقيد الجزئي عام 1990، من خلال اجراء رسمي منصوص في قانون النقد والقرض يتمثل في تحرير الاستثمار الاجنبي، ليليه في نفس العام اصدار قانون رقم 16/90 المؤرخ في 07/08/1990 على انه يسمح للمتعاملين التجاريين باستيراد السلع لإعادة بيعها، ونظرا للمشاكل العديدة التي عانتها الجزائر من جراء التحرير المقيد، فبمطلع عام 1991 بدأت الجزائر المرحلة الثانية بإصدار المرسوم التنفيذي رقم 37/91 المؤرخ في 13/02/1991 الذي يؤكد الغاء الاحتكار في التجارة الخارجية، والتحرير التام للمعاملات التجارية الخارجية، وإلغاء شهادات الاستيراد والتصدير، لكن بصدور هذا المرسوم سادت الفوضى في المعاملات وظهور البيروقراطية، فلجأت الجزائر إلى مرحلة العودة إلى التقييد ومراقبة التجارة الخارجية من طرف الحكومة من خلال اصدار تعليمة رقم 625 لرئيس الحكومة، رغبت الجزائر في التعاقد مع صندوق النقد الدولي عام 1994 جعلتها تقوم بإصلاحات من بينها التحرير الكامل للتجارة الدولية، و السعي للانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة قامت

¹ - رميدي عبد الوهاب و بوضياف مختار، اثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة 1990-2010، مجلة الاقتصاد الجديد، ع 10، مجلد 01، 2014، ص 77.

² - غربي أحمدوا و صحراوي جميلة، التحرير المالي واثره في حساب راس المال دراسة حالة الجزائر للفترة 1992-2013، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، ع 30، 2014، ص 67.

بترشيد وتقليص الرسوم الجمركية على الواردات، انشاء مؤسسات وطنية مكلفة بترقية قطاع التجارة الخارجية، وهذا في اطار تسريع عملية التحرير التجاري¹.

سادسا: التحرير المالي في المغرب²: منذ أوائل التسعينيات، قام المغرب بتحرير تدريجي لنظامه المالي بهدف إنشاء سوق مالي حديث يعزز التعبئة السليمة للمدخرات والتخصيص الأمثل للموارد المالية، ركزت الإصلاحات بالشكل أساسي على تحديث أدوات السياسة النقدية وإصلاح الإطار القانوني والتنظيمي للنظام المالي.

كانت العناصر الرئيسية لعملية الإصلاح هي إلغاء السقوف الكمية على الائتمان، تحرير أسعار الفائدة، وإدخال أدوات السوق القائمة على السياسة النقدية، وتطوير أسواق رأس المال. نتيجة لذلك، نما القطاع المالي بالشكل كبير في العمق والعرض، ارتفعت نسبة الكتلة النقدية (M3) بالنسبة الناتج المحلي الإجمالي من 52% عام 1989 إلى 103.7% في، و بدأ سوق الأوراق المالية في التطور مع ارتفاع القيمة السوقية أقل من 3% من الناتج المحلي الإجمالي عام 1989 إلى 55% عام 2005.

كما توافقت الإصلاحات المالية المحلية إلغاء تدريجي للقيود المفروضة على الصرف، عام 1993 حقق المغرب قابلية التحويل في الحساب الجاري، عام 1996 تم إنشاء سوق صرف أجنبي أنهى احتكار البنك المركزي للاحتفاظ بالعملات الأجنبية وإدارتها.

في 2001، سُمح للبنوك التجارية بالاستثمار في الخارج، كما أدت إزالة ضوابط النقد الأجنبي على غير المقيمين وتحرير الأسواق المالية إلى تغيير جوهرى في البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية. حتى أوائل الثمانينيات، كان القطاع المالي المالغربي منظمًا بالشكل صارم من خلال أسعار الفائدة المدارة والائتمان المباشر، والتي كان دورها جمع المدخرات وتوجيهها إلى المؤسسات الحكومية والعامّة وكذلك القطاعات ذات الأولوية (السياحة والزراعة بالشكل أساسي) بأسعار مدعومة³.

¹ - بوري محي الدين، مجالات الإصلاح الاقتصادي في الجزائر 1990-2013، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، ع 02، 2016، ص ص 105-107

² -Younes Zouhar and Abderrahman Kacemi, *Financial Liberalization and Money Demand in Morocco*, Working Paper 389, economic research forum, 2008, p p 03-05.

³ -ibid.

خلال تلك الفترة، اعتمدت السلطات النقدية بالشكل كبير على احتواء الائتمان وأدوات الائتمان الانتقائية ومعدلات الإيداع والإقراض إدارياً كما أدت هذه الإجراءات إلى تشوهات وعدم الكفاءة وسوء تخصيص الموارد وإضعاف حوافز البنوك لجذب المدخرات الخاصة منذ منتصف الثمانينيات، نفذ المغرب مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي برنامج تعديل هيكل مدعوم بإتباع نهج تدريجي، يهدف الإصلاح الرئيسي لقطاعها المالي إلى زيادة المنافسة بين المؤسسات المالية، وتعزيز الوساطة المالية وتحسين الإدارة وتخصيص الموارد. تضمنت الإصلاحات تحرير النشاط المصرفي، واللجوء إلى الأدوات النقدية غير المباشرة، وتطوير الأسواق المالية وإدخال أدوات مالية جديدة، وتعزيز اللوائح الاحترازية والرقابة المصرفية، والحد من امتياز وصول الخزنة إلى الموارد المالية.

6-1 التحرير التدريجي لأسعار الفائدة¹: عام 1996، تم إلغاء الضوابط المفروضة على معدلات الإقراض والودائع تمامًا باستثناء الحظر المفروض على مكافأة الودائع تحت الطلب والضوابط على أسعار الفائدة للودائع الادخارية الصغيرة. وساعد ذلك على وضع حد لأسعار الفائدة الحقيقية السلبية التي أضعفت في الماضي القدرة على تعبئة المدخرات.

أدى إلغاء السقف الائتمانية الكمية في عام 1991، والإلغاء التدريجي لمتطلبات الاحتفاظ بالحد الأدنى من أوراق الخزنة، وتحرير أسعار الفائدة، إلى تطوير القطاع المالي من حيث العمق والاتساع.

6-2 تطورات أسواق رأس المال: بدأ تطبيق قانون الأوراق المالية الجديد عام 1993 في إدارة وملكية البورصة من قبل القطاع الخاص وإنشاء هيئة البورصة (Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières-CDVM) لضمان الشفافية في سوق الأوراق المالية، ساهم هذا القانون إلى جانب إدخال أدوات مالية مثل أذون الخزنة أدوات الدين القابلة للتداول في عام 1995 والصناديق المشتركة في عام 1996، بالشكل كبير في تطوير سوق رأس المال المغربي.

6-3 تحرير حساب رأس المال: رافق الإصلاحات المالية المحلية تحرير تدريجي لحساب رأس المال، فحرر بعض معاملات حساب رأس المال لا سيما الاستثمار الأجنبي الداخلي والاقتراض الخارجي من قبل المقيمين،

¹ – Younes Zouhar and Abderrahman Kacemi, *opcit.*

كما تم إنشاء سوق الصرف الأجنبي بين البنوك لوضع حد لاحتكار البنك المركزي لامتلاك وإدارة العملات الأجنبية.

المطلب الثالث: آثار وتحديات سياسة التحرير المالي على القطاع المالي في دول المنطقة وكيفية مواجهتها.

تختلف آثار التحرير المالي في كل دولة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، باختلاف السياسات والإصلاحات والمنهج المتبع في تطبيق السياسة والاستراتيجيات المتبعة، فمنها الإيجابية ومنها السلبية.

أولاً: الآثار الإيجابية للتحرير المالي

1-1 رفع كفاءة وفعالية القطاع المالي: يعمل التحرير المالي على رفع فعالية وكفاءة عمل الأسواق المالية، حيث ان تحرير الخدمات المالية على المستوى العالمي وانفتاح الأسواق المالية على بعضها البعض يسمح بدخول المنافسة الأجنبية إلى الأسواق المحلية وبالتالي تصبح عمليات البيع والشراء خاضعة لقوى السوق¹، كما تسمح بتكامل المراكز المالية المحلية والدولية، زيادة فرص حصول المؤسسات المحلية والمستثمرين إلى مصادر تمويل دولية تزيد من مجالات الاستثمار، تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها، تسعير الخدمات المالية تماشياً مع الاسعار الدولية، تطويرها وتحسين نوعيتها، اتباع اساليب حديثة في الادارة، وإتباع قرارات لجنة بازل²، بالإضافة إلى رفع قدرة الأسواق المالية على جلب الاستثمار الاجنبي حيث ان الغاء القيود المفروضة على تدفقات الاستثمارية الأجنبية تزيد من حجم الاستثمارات في الدولة وتوسيع قاعدة المستثمرين فتزيد السيولة³.

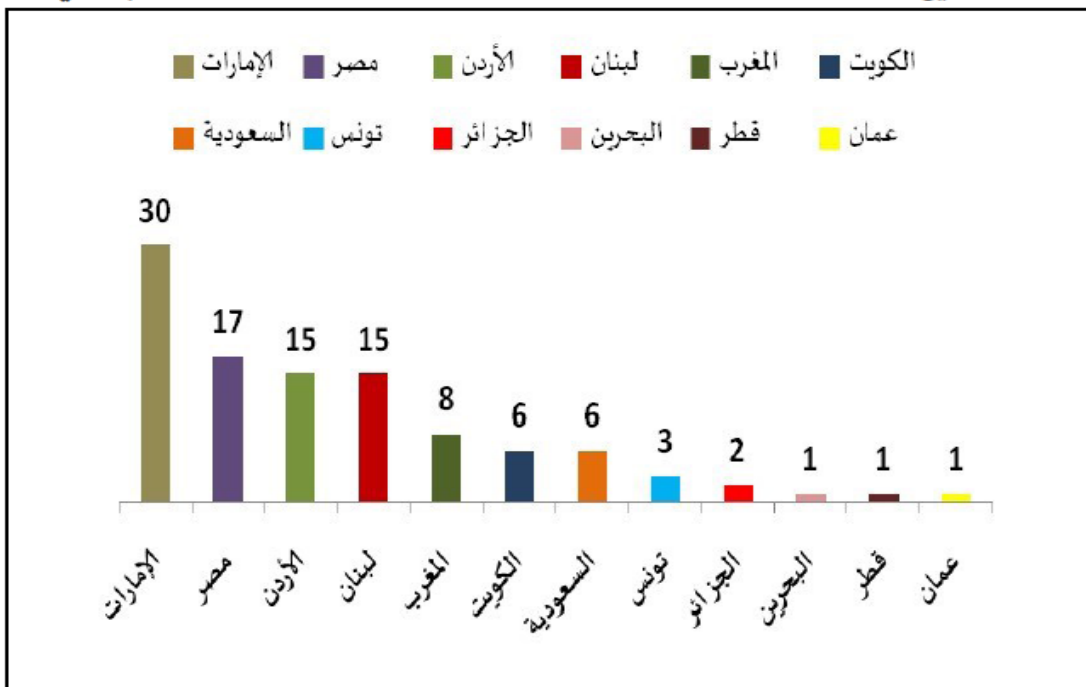
1 - العقيرب كمال، استراتيجيات القطاع المالي العربي في مواجهة تحديات التحرير المالي، مرجع سبق ذكره، ص 206.

2 - العقيرب كمال و بلوكاريف نادية، دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الاموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، ع06، سبتمبر 2016، ص 180.

3 - العقيرب كمال، مرجع سبق ذكره، ص 206.

1-2 وصول التكنولوجيا المالية: يسمح الانفتاح على العالم الخارجي بانتقال التكنولوجيا المالية، مما يساهم في تسارع التحول نحو رقمة الخدمات المالية بسرعة هائلة، والانفتاح على قطاعات التمويل والإقراض والتأمين¹ تعد جودة خدمات المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا متأخرة عن سائر بلدان العالم ما عدى بلدان مجلس التعاون الخليجي، التي تتوفر على انظمة الدفع متقدمة نسبيا، كما نمت شركات التكنولوجيا سنويا وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 13: تطور عدد شركات الخدمات المالية في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على: عبد الوهاب صخري، سمية بن علي، تحليل واقع التكنولوجيا المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا: قراءة للتحديات والإمكانات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، م 06، ع01، 2021، ص 412

¹ - عبد الوهاب صخري و سمية بن علي، تحليل واقع التكنولوجيا المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا: قراءة للتحديات والإمكانات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، م 06، ع01، 2021، ص 410

1-3 الدخول إلى أسواق التمويل الدولي¹: يسمح التحرير المالي للدول بسهولة الحصول على الاموال و بأقل تكلفة لسد فجوة الموارد المالية بالإضافة إلى الحصول على اقتراض و بدائل يمكن المفاضلة فيما بينها من اجل ترشيد القرارات التمويلية بأقل فائدة لشدة المنافسة في الأسواق، كما سيساهم في تدعيم وزيادة قدراتها الرأسمالية ورفع معدلات ملائمتها المالية مما يتناسب مع المعايير الدولية .

ثانيا: تحديات تحرير القطاع المالي (الآثار السلبية): لتطبيق سياسة التحرير المالي في دول منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا مجموعة من التحديات تنعكس سلبا على القطاع المالي ونذكر منها:

1-2 نظرا لغياب التهيئة الجيدة للبنوك المحلية، وانخفاض رؤوس الاموال بالإضافة إلى محدودية الخدمات التي تقدمها، سيخلق نوعا من عدم تكافئ المنافسة بين الاسواق المالية لدول المنطقة والأسواق الاجنبية.

2-2 التعرض لأزمات مفاجئة: تتعرض اي دولة لأزمة مفاجئة إما عن طريق خروج الاموال بصورة مفاجئة كونها من الأموال الساخنة التي تسعى للمضاربة أو وجود إختلالات في السوق أو سوء استخدام احدى السياسات النقدية او المالية او سعر الصرف²، وهذا ما شاهدهته تركيا من تقلبات شديدة في كل من سوق راس المال وأسعار الصرف، كما تعرض كل من القطاع المالي و الحقيقي لمخاطر منتظمة كبيرة³، او في حالة زيادة تدفقات رؤوس الاموال إلى داخل الدولة المستقبلية، وتنتج هذه الحالة بعد الازمة الاولى، اذ بخروج الاموال إلى دولة مضيضة تزداد تدفقات رؤوس الاموال الاجنبية إلى الداخل فيتوسع حجم الاصول المحلية، ويزيد الطلب على المنتوجات المحلية مما يرفع معدل التضخم، وهناك اتجاهان اما، يرتفع سعر صرف العملة في حالة تطبيق نظام الصرف الموعوم او انخفاض سعر الفائدة في حالة نظام الصرف الثابت وبالتالي عدم استقرار الاقتصاد الكلي مما يؤدي إلى عدم استقرار رؤوس الاموال، والشكالاتالي يوضح ذلك:

2-3 انتقال عدوى الازمات المالية: ترتبط اقتصاديات دول ارتباطا وثيقا بالاقتصاد العالمي، وهذا ما شهد بعد بأزمة الرهن العقاري وانتقال العدوى، إذ ادت إلى انخفاض اسعار النفط اكثر من 60% بعد ان بلغت

¹ - محمد خالد المهيني، أهمية دور المصارف في عملية التنمية والاستثمار في العالم العربي والتحديات التي تواجهها، المؤتمر المصري العربي، اتحاد المصارف العربية القاهرة، -7-6 افريل 2008، ص 132.

² - حرير عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية و انعكاساتها على القطاع المالي، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، ع 15، 2016، ص 41.

³ - عبد الصمد سعودي و بلقاسم سعودي، دور مؤشرات البيئة والحذر الجزئية في الحد من مخاطر الازمات المصرفية الناتجة عن التحرير المالي، دراسة تطبيقية بالحاكاة على البنك الوطني الجزائري BNA، مجلة دفاتر اقتصادية، 2018، ح08، ر02، ص4-5.

أعلى مستوياتها عام 2007 و 2008 ب 147 دولار للبرميل، لتصل إلى 50 دولار للبرميل، مما أدى دول أوبك إلى تخفيض الإنتاج، وأن معظم دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تعتمد على الاقتصاد الريعي¹، فسببت خسائر أهمها انخفاض قيمة أصول الشركة المصرفية العربية البحرينية ABC بنحو 1.2 مليار دولار، خسارة بنك الخليج الدولي GIB خسائر قدرة ب 750 مليون دولار جراء الاستثمار في سندات الرهن العقاري²، كما ظهرت تداعيات الأزمة المالية العالمية في السوق المالي الأردني والاقتصاد الأردني فبالرغم من قلة الاستثمارات الأردنية في الخارج إلا أنه تأثر بالأزمة، لأن ملكية غير الأردنيين في شركات الأسهم الأردنية تقارب 50% من رأسمالها، إذ جاءت الأزمة في وقت كان الاقتصاد الأردني يعاني من تداعيات السياسة الليبرالية التي طبقت في السنوات الأخيرة كخصخصة مؤسسات الدولة التي كانت تساهم في رفع إيرادات الدولة ودخل للخرينة قبل التخلي عنها للأجانب، كما أن اتباع سياسة الانكماش التي طبقتها بزيادة الاعتماد على الضرائب غير المباشرة لتمويل ميزانية الدولة، تماشياً مع زيادة نفقات الدولة، مما أدى إلى عدم كفاية الإيرادات وبالتالي اعتماد الدولة على الاقتراض لتمويل العجز، هذه السياسات أضعفت الاقتصاد الأردني في مواجهة تداعيات الأزمة³.

كما أدت الأزمة المالية العالمية إلى تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لدول المنطقة وشح في السيولة والائتمان المصرفي، وخروج رؤوس أموال كبيرة من القطاع المالي وتراجع الإيرادات النفطية في الدول الريعية، ظهرت الانعكاسات السلبية للأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية منذ منتصف سنة 2007، وبذلك تجاوزت الأسواق المالية بمشيلاتها العالمية وهبطت إلى مستويات لم تشهدها منذ سنوات.

2-4 مخاطر غسيل الأموال و هروب الأموال الوطنية إلى الخارج: أدت سياسة التحرير المالي التي انتهجتها دول المنطقة في التسعينيات من القرن الماضي إلى تدفق رؤوس الاموال من وإلى الخارج وبالتالي خروج المدخرات

1 - وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الأزمة المالية المحلية، حالة الدول العربية، بحاث اقتصادية و ادارية، ع 14، ديسمبر 2013، ص 12.

2 - كريم حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 243.

3 - علي الزبادات و فارس الخرابشة، أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية، حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردنية، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، م 21، ع 01، يناير 2013، ص 414.

المحلية للاستثمار في الخارج، مما أدى إلى اتساع الفجوة بين الادخار والاستثمار في هذه البلدان، كما ساهمت عملية دخول وخروج الاموال في تفاقم ظاهرة غسيل الاموال¹.

ثالثا: مواجهة تحديات التحرير المالي: إن تحديات التحرير المالي على القطاع المالي، تفرض على الحكومة والبنوك المركزية تحديث وتطوير القطاع المالي من اجل تكييفه بفاعلية مع التطورات والمستجدات في العالم، وهذا يتطلب مجموعة من الاجراءات:

3-1 سياسة التحوط ضد الأزمات: ادت الازمات التي تعرضت لها الدول لاتخاذ الحيلة والحذر من قبل صانعي السياسات حتى تتمكن الاسواق المالية خاصة الناشئة من الاندماج في النظام المالي العالمي بطريقة آمنة، حيث قامت بفرض قيود على حركة رؤوس الاموال الداخلة او الخارجة للوطن، نتج عن هذا الأسلوب، أساليب أخرى تكمن في²:

3-1-1 أساليب تهدف إلى تقييد أنواع معينة من التدفقات من خلال فرض قيود على حركة دخول وخروج رؤوس الاموال وتتمثل في:

- نظام الاحتياطي التشغيلي الرقابة الحذرة، قيود على خروج رؤوس الاموال، توفير الاحتياطات تكفي لتغطية الدين قصير الاجل، اساليب تهدف إلى توفير السيولة في حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الاموال، نسبة العجز في الحساب الجاري، مستوى السيولة المحلية، وضع خطوط ائتمان الطوارئ.

3-1-2 اساليب الهدف منها توفير السيولة في حالة خروج مفاجئ لرؤوس الاموال:

- توفير احتياطي يكفي لتغطية الدين قصير الاجل، وضع خطوط ائتمان الطوارئ (وهذا من خلال اتفاق بين المقرضين الدوليين والدولة بان يقرضوها في حالة حدوث ظروف طارئة وبسعر فائدة اقل من سعر فائدة السندات السيادية).

1 - ساعد رابط و اسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خبضر- بسكرة كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و محبر العلوم الاقتصادية و التسيير ص 10.

2- شذا جمال الخطيب و صغفق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لراس المال، مرجع سبق ذكره، ص 147 .

المطلب الرابع: تطور مؤشر التحرير المالي (مؤشر الحرية المالية) في دول المنطقة

يقاس مؤشر التحرير المالي غالبا بمؤشر الحرية المالية، يحدد هذا المؤشر مدى التدخل الحكومي في الخدمات المالية في البلد المالي، حيث يعطي نظرة على نسبة تدخل الدولة في الأسواق المالية والبنوك، ومدى صعوبة انشاء مؤسسات مالية سواء من طرف الاشخاص المحللين أو الأجانب، وتأثير الحكومة على تحديد الاحتياطي الاجباري للبنوك التجارية في البنك المركزي كل هذا يوضح الانفتاح النسبي للنظام المصرفي والمالي للبلد معاً، كما يصف هذا المؤشر وضع المناخ الاقتصادي والمالي للبلد، يقاس المؤشر من (0%) تدخل حكومي كلي إلى (100%) انعدام التدخل الحكومي، وقد تم تقسيمها من طرف The Wall Street

¹ :Heritage Foundation data,2021. Journal and The

الجدول رقم 15: دلائل نسبة تغير معدل الحرية المالية

النسبة المئوية	نوع التدخل	خصائص التدخل
0%	تدخل قمعي من طرف الحكومة (تقييد كلي)	غياب المؤسسات المالية الاجنبية منع المؤسسات المالية الخاصة من تقديم خدمات مالية
10%	تدخل شبه قمعي للحكومة على النظام المالي	تحديد نسبة الاحتياطي الاجباري للمؤسسات المالية لدى البنك المركزي حظر نمائى للمؤسسات الأجنبية تقييد انشاء او تطوير المؤسسات المالية
20%	تدخل حكومي ثقيل	عدم استقلالية البنك المركزي تقييد بشدة المؤسسات المالية الاجنبية الحكومة هي التي لها السلطة الكاملة في التنظيم والاشراف على المؤسسات المالية
30%	تدخل حكومي مكثف	التاثير بصفة غير مباشرة على الاحتياطي الاجباري هيمنة الحكومة على المؤسسات المالية، تقييد عمل المؤسسات المالية من خلال سن مجموعة من القوانين والتنظيمات عرقلة عملية انشاء وتطوير البنوك والمؤسسات المالية وضع حواجز امام المؤسسات المالية الاجنبية
40%	تدخل حكومي قوي	يخضع البنك المركزي لقرارات الحكومة الاشراف والتنظيم و السيطرة على المؤسسات المالية بالشكل كبير.

¹-The Wall Street Journal and The eritage Foundation data,at the site: <https://www.heritage.org/index/download>.

فرض قيود كبيرة على المؤسسات المالية لتقديم الخدمات المالية تخفيف القيود على عمل المؤسسات المالية الاجنبية تحديد الحد الالزامي من الائتمان للمؤسسات المالية داخل الدولة	دخل حكومي كبير	50 %
سيطرة الحكومة على المؤسسات المالية التي تملكها، امتلاك حصة كبيرة من اجمالي الاصول للقطاع فرض بعض القيود على الخدمات المالية من طرف المؤسسات المالية استقلال جزئي للبنك المركزي	تدخل حكومي هام	60 %
انعدام القيود على حد الاحتياطي الاجباري على المؤسسات المالية الخاصة من طرف البنك المركزي محدودية القروض المفروضة على المؤسسات المالية الاجنبية	تدخل حكومي محدود	70 %:
الشفافية والوضوح في تعامل البنك المركزي مع المؤسسات المالية سواءا من حيث الاشراف او التنظيم رقابة ضئيلة لتجنب وقوع المستثمرين في حالات الغش والخداع ملكية الحكومية حصة صغيرة من اجمالي اصول القطاع المالي انعدام القيود على تقديم الخدمات المالية	تدخل حكومي اسمي	80 %
تدخل جد ضعيف للبنك المركزي على المؤسسات المالية رقابة قليلة على المؤسسات لحماية المستثمرين من عمليات المضاربة والغش .	تدخل حكومي متواض (عند الحد الادنى)	90 %
استقلالية البنك المركزي تحديد نسبة الاحتياطي الاجباري للمؤسسات المالية وفق قوى السوق خصوصية جميع المؤسسات المالية حرية البنوك في اصدار سندات تنافسية، وقبول الودائع بكل حرية حرية عمل المؤسسات المالية الاجنبية، وعدم التفرقة بين المؤسسات المالية الاجنبية او المحلية الحرية الكاملة في تقديم الخدمات المالية	تدخل حكومي ضئيل	100 %

المصدر: من إعداد الطالبة، بالاعتماد على:

The Wall Street Journal and The eritage Foundation data,at the site:

[https://www.heritage.org/index/download 18/03/2021](https://www.heritage.org/index/download/18/03/2021).

والجدول التالي يوضح نسبة الحرية المالية لدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا:

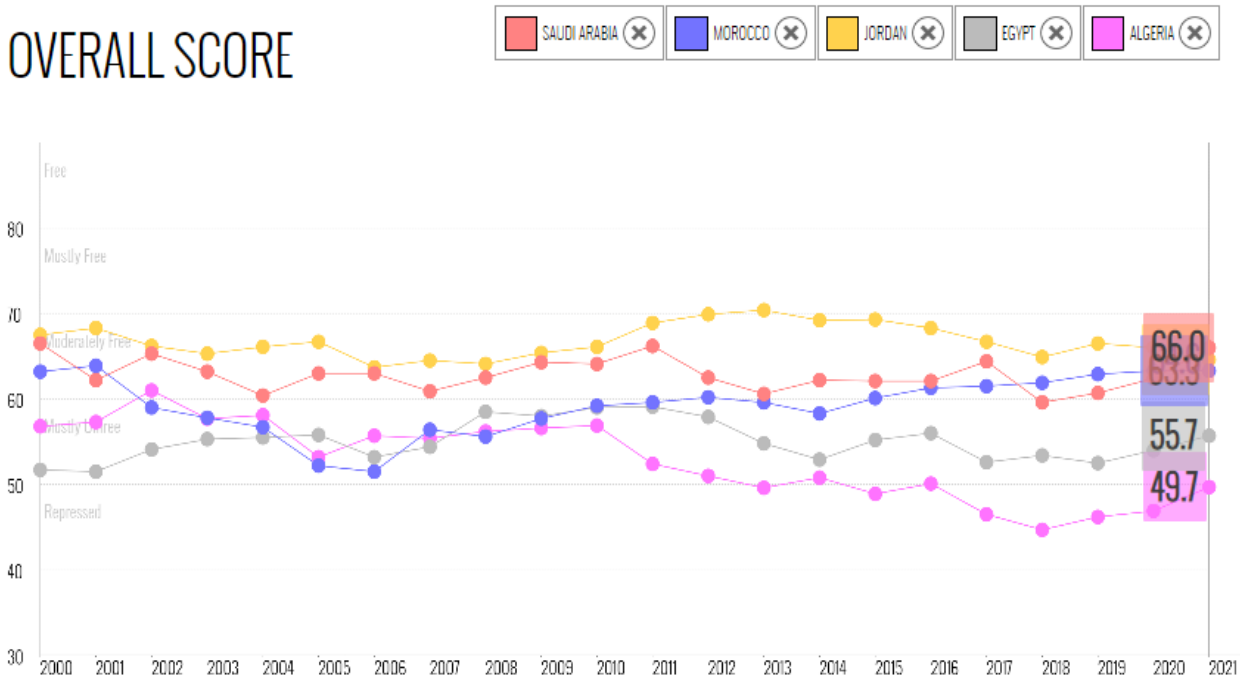
الجدول رقم 16: الحرية المالية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من 1995 إلى 2021

2021	2013	2008-2004	1996	1995	السنوات الدولة
30,0	30,0	30,0	50,0	50,0	الجزائر
80,0	80,0	90,0	70,0	70,0	المغرب
50,0	40,0	40,0	50,0	50,0	مصر
10,0	10,0	10,0	10,0	/	ايران
70,0	70,0	60,0	50,0	50,0	اسرائيل
60,0	60,0	60,0	70,0	70,0	الاردن
60,0	50,0	50,0	50,0	/	الكويت
50,0	60,0	70,0	70,0	/	لبنان
70,0	60,0	40,0	50,0	50,0	المغرب
60,0	60,0	60,0	30,0	70,0	عمان
60,0	50,0	50,0	0,0	/	قطر
50,0	50,0	40,0	50,0	/	السعودية
30,0	30,0	30,0	70,0	50,0	تونس
60,0	50,0	40,0	50,0	/	الامارات

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني:

<https://www.heritage.org/index/explore?view=by-region-country-year&u=637201057966973880>. 2022-03-18 . الإطلاع:

الشكل رقم 14: تطور معدل الحرية المالية في الجزائر، مصر، المغرب، السعودية والاردن



المصدر: <https://www.heritage.org/index/visualize>

نلاحظ من الجدول ان دول الخليج ولبنان والأردن في مستويات الاعلى من الحرية المالية، كما احتلت البحرين المرتبة الاولى في معدل الحرية المالية منذ 1995 إلى غاية 2018 بمعدل 80 % وهذا دليل على تدخل حكومي اسمي فقط نتيجة المجهودات المبذولة في تعزيز البيئة المؤسسية والنهوض بتطور القطاع المالي غير المصرفي¹، فيما سجل مؤشر الحرية المالية في الجزائر 50% خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2002 وهذا يدل على تدخل حكومي بارز وجدير بالاهتمام، لتتخفف النسبة إلى 30 % عام 2004 نتيجة تدخل حكومي شامل وممتد على النظام المالي، طيلة الفترة الممتدة من 2004 إلى 2021، سجلت الجزائر مؤشر الحرية المالية، لم يتعدى 50% ولم يقل عن 30%، فيما سجلت قيمة مؤشر الحرية المالية في ايران ادنى مستوياته 10% طيلة الفترة الممتدة من 1995 - 2021 وهذا يدل على تدخل شبه قمعي للحكومة على النظام المالي.

¹ - حريري عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية وانعكاساتها على القطاع المالي، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، ع 15، 2016، ص39.

المبحث الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

معرفة مدى تطور سوق الأوراق المالية ودرجة تأثيرها على الاقتصاد الوطني يعتمد الاقتصاديون وصناع القرار على مجموعة من المؤشرات المالية تقيس مدى فعالية وكفاءة السوق ومدى انجازه للأهداف المسطرة، يمكن تقسيم المؤشرات حسب الزاوية التي ينظر إليها السوق بحد ذاته وتتعلق بقياس درجة أدائه من خلال مقاييس النشاط والنضج، والثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة أداء الأسواق من وجهة استثمارية ترتبط بالعوائد. بعد التعريف بسوق الأوراق المالية لدول الدراسة ونشأتها في المبحثين السابقين، سنقف في هذا المبحث على مدى تطور أداء سوق الأوراق المالية، ولهذا سنقوم بتحليل بعض المؤشرات الأساسية، والتي هي انعكاس الظروف الاقتصادية والاجتماعية للمنطقة بالإضافة إلى التغيرات التي شهدتها الأسواق من خلال الاطر المؤسسية والتنظيمية والتي لها علاقة مباشرة مع تطور المؤشرات ونجد¹:

1- **مؤشرات الحجم:** يعتبر اتساع حجم السوق مؤشرا ايجابيا على نشاط الاستثمار في سوق الأوراق المالية وهو من اهم مؤشرات تطور البورصة، يتم قياسه عن طريق مؤشرين، الاول هو القيمة السوقية والثاني عدد الشركات المدرجة في البورصة.

2- **مؤشرات السيولة:** يعبر مفهوم سيولة سوق الأوراق المالية إلى سهولة تسويق وتداول الأوراق المالية بأقل تكلفة ممكنة، إن المؤشر وسيلة جاذبية واغراء للمستثمرين للدخول إلى البورصة، و من بين المؤشرات التي تساهم في حساب درجة السيولة نجد، مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد، ومؤشر دوران السهم الذي يحدد نشاط التداول داخل البورصة.

سوف نقوم في هذا المبحث بتحليل مؤشرات بعض اسواق المنطقة للفترة الممتدة من عام 2000 إلى عام 2021.

1 - سامي مباركي، الأسواق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد، مداخلة مقدمة للمنتدى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، 21-22 نوفمبر، 2006، ص 6-8.

المطلب الأول: تحليل مؤشرات حجم سوق الأوراق المالية

يعتبر حجم السوق من أهم المؤشرات الايجابية التي تدل على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، فكلما اتسع حجم السوق كلما زاد تطوره ونضجه¹، كما يعتبر الاقتصاديون ان حجم سوق الأوراق المالية يرتبط ايجابيا او سلبيا بالقدرة على حشد وتعبئة راس المال وتنويع الخطر، وهناك مؤشرين يدلان على ذلك وهما مؤشر القيمة السوقية و مؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق.

أولاً: مؤشر القيمة السوقية: يهتم معظم المحللين الاقتصاديين بمعدل القيمة السوقية (الرسملة السوقية)، إذ انه يعطى نظرة لمدى ارتفاع مستوى نشاط السوق من خلال تعبئة رؤوس الاموال وتنويع المخاطر، أما معدل الرسملة فيقيس حجم سوق الأوراق المالية مقارنة بالاقتصاد الكلي ودرجة تطوره فالأسواق المالية الاكثر تطورا تتمتع بمعدل رسملة سوقية عالية والارتفاع في قيمة معدل الرسملة السوقية قد يكون نتيجة لارتفاع اسعار اسهم الشركات المدرجة وبالتالي القيمة السوقية لها انعكاسا للنظرة التفاؤلية للاقتصاد بالشكل عام، إلا انه احيانا الارتفاع المتزايد للقيمة السوقية يكون نتيجة المضاربة وبالتالي لا يعكس الحالة الحقيقية للسوق²، ويحسب مؤشر القيمة السوقية ب³:

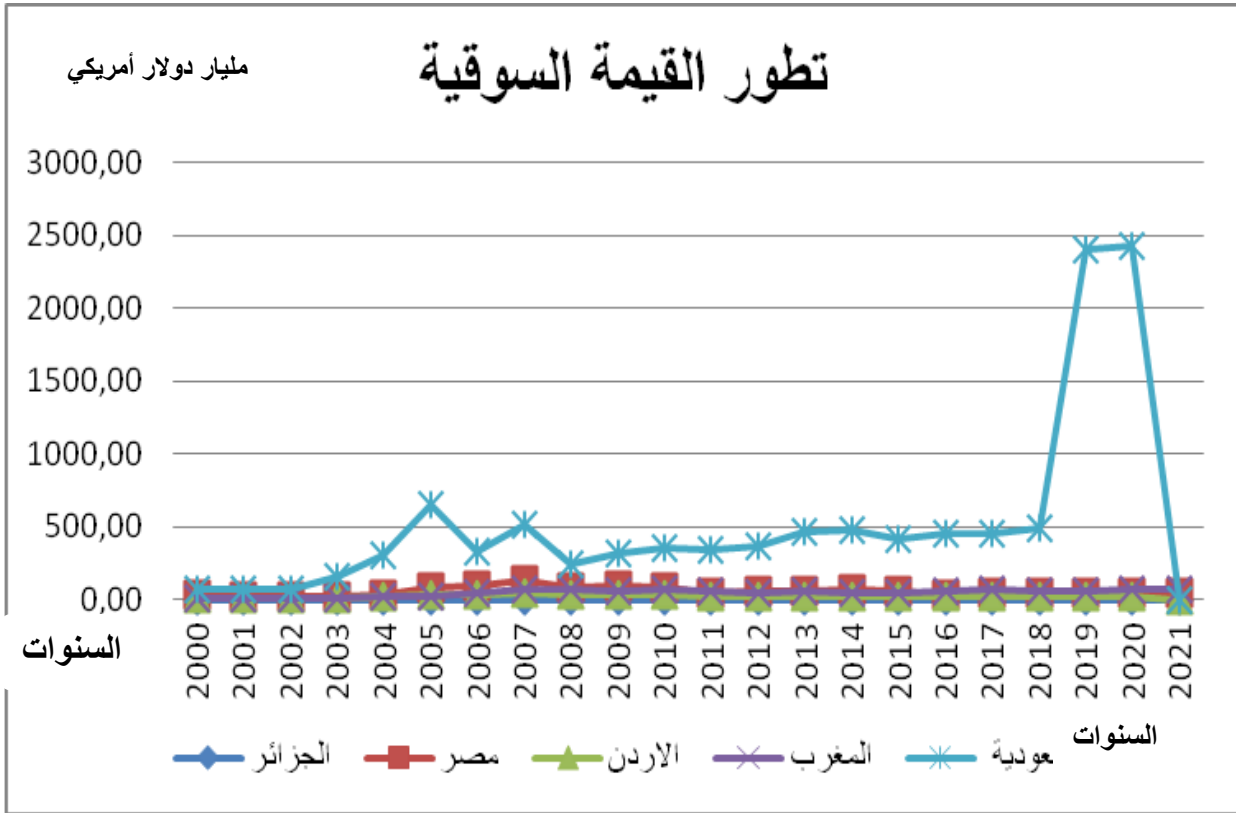
$$\text{القيمة السوقية} = \text{مجموع (اسعار السهم} \times \text{عدد الاسهم)}$$

¹– Ross Levine, Asli Demirguc- Kunt, *Stock Market Development and Financial Intermediary: A Research Agenda*, World Bank Policy Research Working Paper, p1159

² – العبادلة سعيد، دور سوق فلسطين للاوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية 1997-2011، رسالة ماجستير، الجامع الاسلامية، فلسطين ص 88.

³ – Benic, Vladimir & Franic, Ivna, *stock market liquidity: comparative analysis of creation and regional markets*, Financial theory and practice. 2008, P481.

الشكل رقم 15: تطور القيمة السوقية في بعض دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا في الفترة الممتدة من 2000-2021.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- موقع البنك الدولي:

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>

- بورصة دار البيضاء:

<http://www.casablancabourse.com/bourseweb/Ar/index.aspx>

- البنك المركزي الاردني:

<http://www.cbj.gov.jo/Pages/viewpage.aspx?pageID=45>

- بورصة عمان: <https://www.ase.com.jo/ar>

- بورصة مصر <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>

ان المسار العام لاتجاه القيمة السوقية لأسواق دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا تصاعديا خلال فترة

الدراسة الممتدة من 2000 إلى غاية 2021، قبل هذه الفترة شهدت سوق الاسهم السعودي عام 1998

انخفاض راجع لانخفاض اسعار لنفط العالمية بعد الازمة الاسيوية عام 1997، في نهاية عام 1999، فقد

ارتفعت القيمة السوقية في كل من سوق الأسهم السعودية وسوق الأوراق المالية في مصر للأوراق المالية.

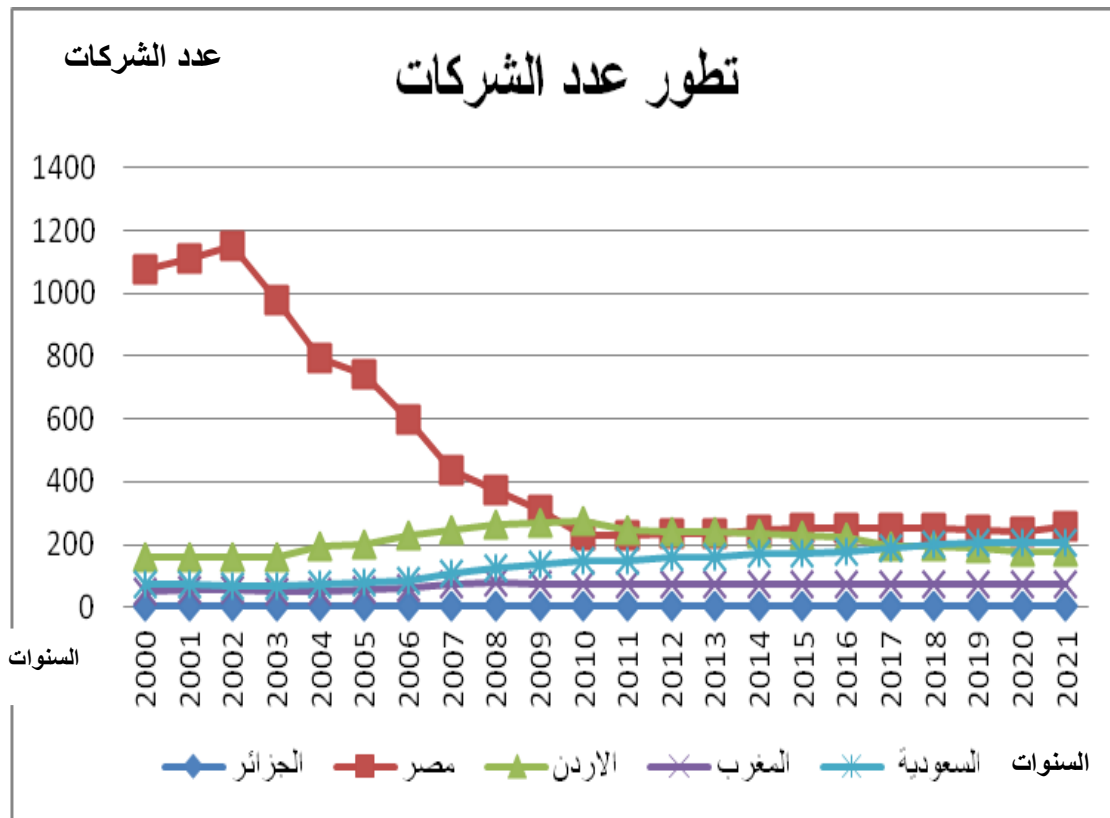
وقد شهد سوق السعودية طفرة نوعية بلغت ذروتها عام 2015 بـ 646,122 مليار دولار، وهو الانعكاس للاجراءات التي اتخذتها في مجال تحسين البيئة المؤسسية والتنظيمية والتشريعية، تطوير قوانين الشركات التجارية، تحسين شروط الادراج، الارتقاء بمستوى الافصاح والشفافية، تطوير اداء صناديق الاستثمار واللوائح الخاصة بإدارة الشركات، سن قوانين منظمة للاستثمار غير المباشر عن طريق صناديق الاستثمار المشتركة، زيادة النوم الاقتصادي جراء ارتفاع سعر النفط، زيادة الانفاق الحكومي الذي يتسرب جزء منه للبنوك التجارية التي زادت من طلباتها للاسهم من 2003-2005، ثم انخفضت عام 2006 بسبب ارتفاع اسعار الاسهم 2004-2005 إلى مستويات قياسية، ليشهد السوق السعودي انخفاضاً من 2007 و 2010 نتيجة الأزمة المالية العالمية ليرتفع بعدها نتيجة تأثر السوق بسعر المحروقات ، كما لا يخفى لنا الإنخفاض الحاد للسوق الأسهم السعودي في الفترة من 2019 إلى 2021 وهذا نتيجة ماشاهده العالم من تأثر وباء كورونا على الاقتصاد العالمي عامة وعلى السوق السعودي خاصة نتيجة تحرر وانفتاح اقتصاده. كما توضح البيانات الواردة في الشكل إلى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية في مصر خلال فترة الدراسة نتيجة ارتفاع مستوى نشاط السوق، استجابة لبرامج الخصخصة الحكومية السريعة، اهتمام المؤسسات الاجنبية بالسوق المصري، الاداء الافضل للشركات انعكس على الارباح وبالتالي ارتفاع اسعار اسهم الشركات ومن تم ارتفاع القيمة السوقية، أما بورصة الاردن تعتبر واحدة من اعلى الأسواق الناشئة لكن متواضعة من حيث القيمة السوقية والاصدارات الجديدة وبالتالي ضعف سيولة السوق نتيجة القصور في الجوانب المؤسسية كندرة المؤسسات المالية المتخصصة في مجال الوساطة المالية كشركات الاستثمار وصناع الأسواق والشركات المتخصصة لخدمات الاكتتاب بالأوراق المالية وشركات ادارة المحفظة الاستثمارية والاستشارات المالية¹، فيما لم تسجل بورصة الجزائر اي تغير طيلة الفترة .

1 - صندوق النقد، التقرير العربي الموحد، 2005.

ثانيا: مؤشر عدد الشركات Number Of Companies Index: يبين لنا هذا المؤشر

الشركات التي استوفت الشروط ومتطلبات الادراج وفق اللوائح والتعليمات الصادرة عن هيئات تسيير البورصة، وبالتالي يمكنها التعامل بالادوات المالية داخل السوق، ان ارتفاع عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية يبين لنا مدى اتساع حجم السوق¹، وتنشط عملية التداول على الأوراق المالية نظرا لكثرة وتنوع الفرص الاستثمارية للمستثمرين²، وبالتالي زيادة كفاءة وفعالية السوق، إلا أنه يفقد دلالاته اذ لم يتماشى مع مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبير في حين قيمتها السوقية صغيرة³،

الشكل رقم 16: تطور عدد الشركات لبعض دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المصادر السابقة .

1 - مختار عيواج، الافصح المالي واثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الاشارة الى سوق الاسهم السعودي، مجلة معارف، ع22، جوان 2017، صر 412.

2 - عادل بوطلالة و احمد بوراس، دور كفاءة سوق راس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات، دراسة حالة: السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014، مجلة العلوم الانسانية، ع06، ديسمبر 2016، ص 365.

- حسن كريم حمزة، مصدر سبق ذكره، ص 271.

يظهر من خلال الشكل اعلاه ان ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق المالي المصري الا ان هذا المؤشر عانى من تذبذبات خلال فترة الدراسة ما بين الارتفاع والانخفاض وهذا راجع لقيد الشركات الجديدة وشطب الشركات التي لم تلتزم بشروط ومعايير قيد البورصة، وبالرغم من انخفاض عدد الشركات الا ان القيمة السوقية لاسهمها ظلت مرتفعة باستمرار الامر الذي يعكس انتعاش سوق التداول.

اما فيما يخص السوق السعودي فبلغت 169 شركة عام 2014 بعد أن كان لا يتجاوز 86 شركة فقط عام 2006 يرجع هذا إلى قيد شركات جديدة والتي التزمت بشروط ومعايير القيد بالبورصة وذلك بعدما كان عدد الشركات المدرجة منخفضا بسبب الشروط الصعبة والصارمة المطلوبة لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة للإدراج في السوق المالي السعودي، والتي غالبا ما كانت لا تتوفر إلا في الشركات الكبيرة سواء من حيث الحد الأدنى لرأس المال، عدد المساهمين أو مستوى الربحية خلال السنوات التي تسبق طلب الإدراج، ويظهر هذا التزايد في عدد الشركات المدرجة اتساع حجم السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة وزيادة قاعدته الاستثمارية وهذا ما يؤثر إيجابا على درجة كفاءته بالرغم من تناقص معدل نمو الشركات المدرجة خلال فترة الدراسة من 29,06% إلى 1,84%، وبإجراء مقارنة رقمية يتبين لنا أن السوق المالي السعودي مازال بعيدا عن متوسط عدد الشركات المدرجة في الاتحاد العالمي للبورصات أما على المستوى العربي فتعتبر بورصة عمان أكبر الأسواق العربية حجما من حيث عدد الشركات المدرجة إذ ضمت عام 2014 نحو 236 شركة يليها كل من سوق الكويت للأوراق المالية بنحو 216¹ شركة والبورصة المصرية بنحو 215 شركة خلال نفس العام. كما ان التداول في بورصة الجزائر بدأ عام 1999 ب 3 شركات، شركة رياض سطيف (مختصة في تحويل وتسويق الحبوب ومشتقاتها)، مجمع صيدال (انتاج المواد الصيدلانية) وشركة سوناطراك (مختصة ي البحث والتنقيب واستخراج المحروقات)²، و لم يتجاوز عدد الشركات المتداولة في البورصة سبع شركات طيلة الفترة الممتدة ما بين 1999 - 2018، وهذا ما يعكس انخفاض القيمة السوقية ، تعد بورصة الجزائر أصغر

1 - عادل بوطلالة، احمد بوراس، دور كفاءة سوق راس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات، دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014، مجلة العلوم الانسانية، ع 16، ديسمبر 2016، ص 366

2 - دغموشي هشام، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999 الى 2015، مجلة علوم الاقتصاد، والتسيير والتجارة، ع 33، 2016، ص 84.

البورصات سواءا على مستوى الدولي او على مستوى أسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

ان عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ضئيل جدا مقارنة مع عدد شركات كل من المغرب وبهذا تعتبر اصغر سوق راس المال على المستوى المحلي او الدولي، ويرجع ذلك إلى العديد من العوامل منها ما يتعلق بعزوف الشركات عن طرح أسهمها للاكتتاب العام رغبة من المستثمرين في السيطرة على إدارة شركاتهم و عدم إخضاعها لرقابة السلطات و بالتالي التزامها بقواعد الشفافية و الإفصاح و كذلك محدودية الوعي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم من المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية و كذلك غياب شركات الترويج و ضمان الاكتتاب الكامل للأسهم المطروحة في حالة عدم تغطيتها، ناهيك عن افتقار الأسواق العربية لرأس المال إلى وكالات محلية لتصنيف الملاءة الائتمانية للإصدارات الجديدة و هو الأمر الذي من شأنه أن يقلل من إقبال المستثمرين على هذه الإصدارات نظرا لعدم تمكنهم من اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

لاحظنا بشكل عام ان اسواق الأوراق المالية المدروسة منذ نشأتها وهي في تطور مستمر فيما يتعلق بحجمها ونشاطها، فشاهدنا طيلة فترة الدراسة من 1990 إلى غاية 2021 ارتفاع القيمة السوقية وعدد الشركات، ماعدا عام 2005 اذ شاهدت طفرة في حركة الاسواق، نتيجة سيطرة المضاربين على حركات تداول اسهم الشركات المدرجة، وقلّة الوعي الاستثماري، ارتفاع النشاط الاقتصادي نتيجة ارتفاع اسعار النفط، عدم تطبيق نظام رقابي صارم، توفر الائتمان المصرفي بكثرة لتمويل شراء الاسهم¹، لتتدهور بعدها القيمة السوقية وينخفض عدد الشركات عام 2008 تزامنا مع الازمة المالية العالمية .

1 - أحمد نصير و يونس زين، دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الاسواق المالية والناشئة في الدول العربية، السوق المالي التونسي والسوق المالي الناشئ عمان، مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، م03، ع 05، 2017، ص 47-48.

المطلب الثاني: مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية لدول المنطقة

يعبر مؤشر السيولة عن مدى قدرة المؤسسات والأفراد على بيع وشراء الاصول المالية بسهولة، و تسمح لهم بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بسرعة وبأقل تكلفة مما تجعل الاستثمار المالي اقل مخاطرة، وبالتالي تحقيق جاذبية أكثر للمستثمرين لسهولة الدخول والخروج إليه بالإضافة إلى ان السوق مرتفعة السيولة تزيد فرص الشركات المدرجة في الحصول على احتياجات مالية بأقل تكلفة¹، ولقياس سيولة السوق يجب اخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات، كتكلفة الوقت وعدم التأكد المرتبطين باتمام وتسوية المعاملات، ولقياس سيولة سوق الأوراق المالية نستخدم مؤشرين وهما نسبة حجم التداول ومعدل الدوران².

أولاً: مؤشر حجم التداول: Trading Volume Index: يمثل هذا المؤشر سيولة السوق المالي

اي سيولة الاقتصاد، هو قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات، بمختلف الاسعار خلال مدة زمنية معينة، اي عمليات البيع والشراء للأوراق المالية في السوق³، يعكس حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتب بها في السوق⁴.

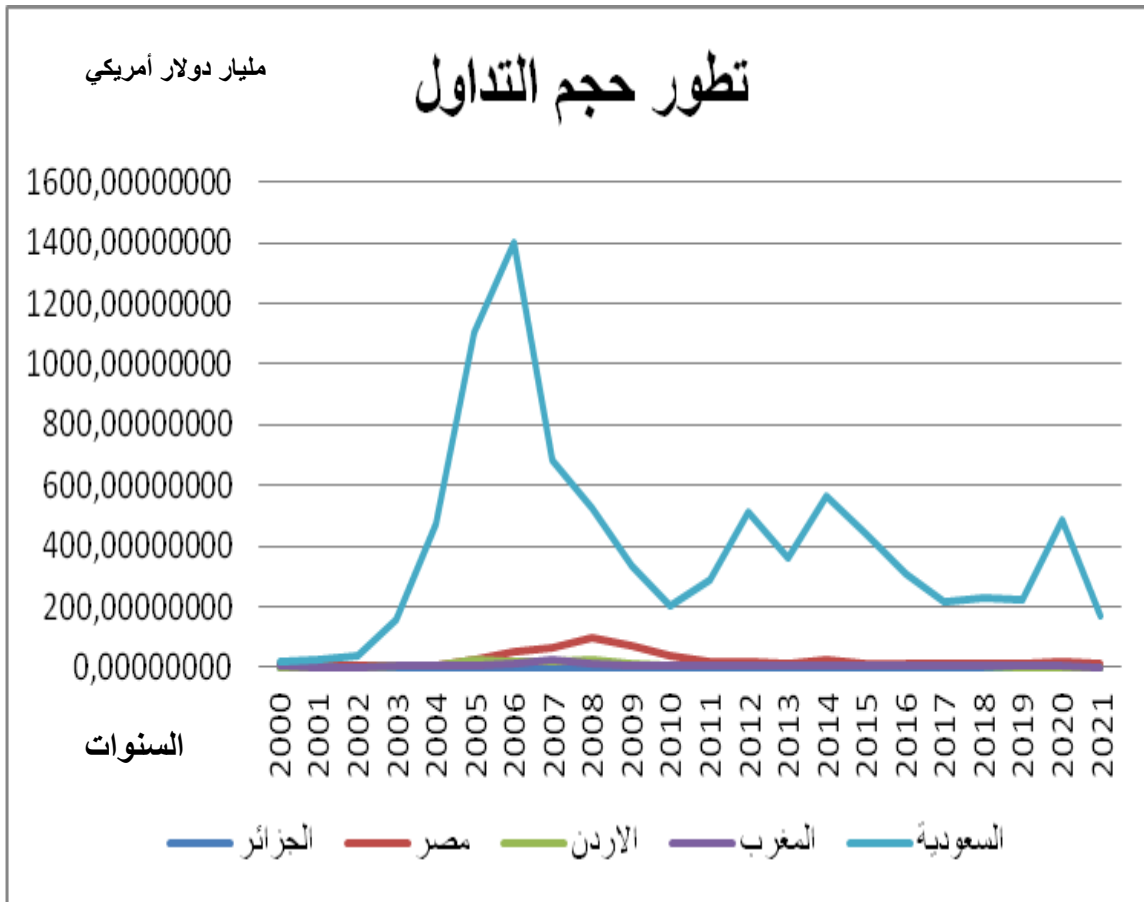
1 - سامي مباركي، معايير تطور الأسواق المالية في بعض بلدان شمال افريقيا والشرق الأوسط (المغرب، تونس، الاردن، الكويت)، مجلة الاقتصاد الصناعي، ع07، ديسمبر 2014، ص205.

2 - عاطف وليم اندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص69.

3 - عادل بوظلالة و احمد بوراس، دور كفاءة سوق راس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات، دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014، مجلة العلوم الانسانية، ع 16، ديسمبر 2016، ص 367

4 - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 319.

الشكل رقم 17: تطور حجم التداول لدول شرق الأوسط وشمال أفريقيا (مليار دولار)



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نفس المصادر السابقة.

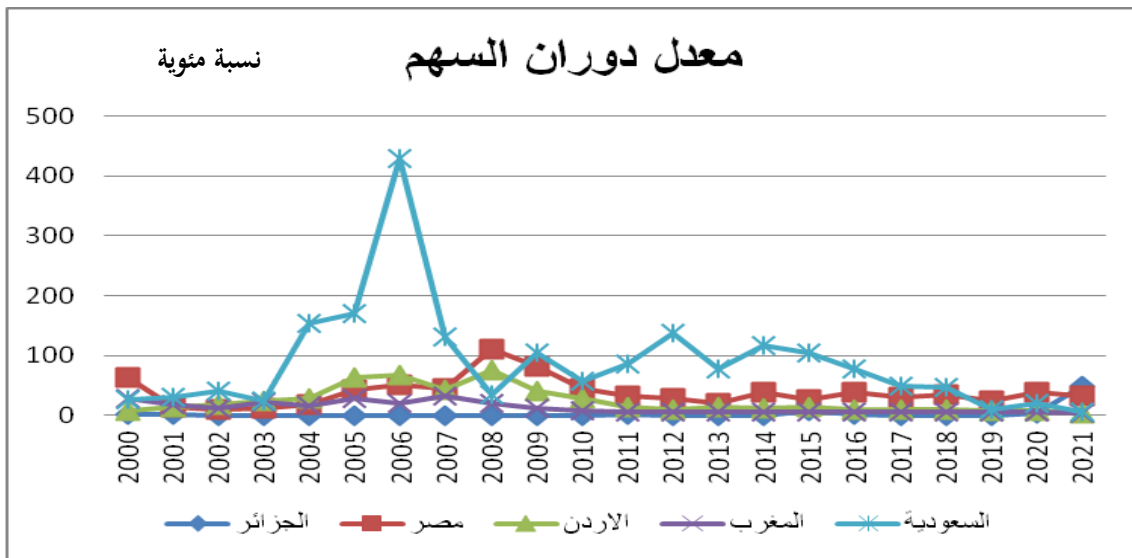
من خلال البيانات والإحصائيات المدروسة نلاحظ من الشكل السابق العلاقة الترابطية ما بين القيمة السوقية وحجم التداول، فكلما ارتفعت القيمة السوقية ارتفع حجم التداول وبالتالي زيادة حجم السوق وارتفاع عدد الشركات وترتفع أسعار الأوراق المالية فينجم زيادة نشاط السوق وبالتالي ارتفاع النشاط الاقتصادي.

ثانياً: مؤشر دوران السهم، % Turnover Ratio Index من المؤشرات المهمة في

سيولة السوق كما يعطي نظرة على مستوى تكاليف اتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، فالمعدل المرتفع يشير إلى انخفاض تكاليف الصفقات¹ كما يشير إلى القيمة الاجمالية للتعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رسملة السوق، قد تكون السوق صغيرة ونشطة لارتفاع معدل الدوران²، كما يكمل معدل الدوران معدل التداول، بما ان معدل التداول يقيس حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، فان معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، فالسوق الصغيرة التي تسجل معدل التداول منخفض ومعدل دوران مرتفع تشهد ارتفاع في السيولة³

$$\text{معدل دوران السهم} = 100 \times \frac{\text{اجمالي قيمة التداول}}{\text{قيمة السوقية}}$$

الشكل رقم 18: تطور معدل دوران السهم الأوسط وشمال افريقيا



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المصادر السابقة.

السنوات

¹ - Ross Levine; Sara Zervos, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, 1998, p 540.

² - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 321.

³ - نور الهدى دحماني، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، ع 37، 2015، ص 364.

حدوث انخفاضات متتالية في قيمة التداول في السوق المالي السعودي بداية من 2007 وحتى 2010 والذي يقابله أيضا تراجع في معدل دوران السهم من 429,2 % عام 2006 إلى 59,7 % عام 2010 وهذا راجع إلى أن معدل نمو قيمة التداول أقل من معدل نمو القيمة السوقية ما عدا تحسن في معدل دوران السهم عام 2008 والذي وصل إلى 212,3 % بسبب أن الانخفاض في معدل نمو قيمة التداول كان أقل من الانخفاض الحاصل في معدل نمو القيمة السوقية كل هذا يشير إلى انخفاض مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي خلال هذه الفترة، ليعود مؤشر القيمة السوقية للتحسن 2014 والذي يقابله ارتفاع في معدل دوران السهم، ما عدا الانخفاض عام، 2012، في السنوات 2011 و 2013 والذي يقابله انخفاض في معدل دوران السهم بسبب انخفاض معدل نمو قيمة التداول مقارنة بمعدل نمو القيمة السوقية خلال هذه العام وهذا يدل على تحسن في مؤشر السيولة في السوق المالي السعودي مقارنة بالسنوات السابقة إلا أنه إجمالاً هناك انخفاض في مؤشر سيولة السوق في نهاية فترة الدراسة مقارنة ببداية الفترة عام 2006 والتي سجلت أعلى قيمة تداول وأعلى معدل دوران سهم ب 429,2 %، وهذا ما يؤثر سلباً على درجة كفاءة السوق المالي السعودي . وبناء على ما سبق بيانه من مؤشرات يتضح لنا وجود مؤشرات إيجابية للسوق المالي السعودي بالنسبة لتطور عدد الشركات المدرجة وتطور مؤشر القيمة السوقية إلا أن حجم السوق يبقى صغيراً مقارنة بالأسواق العالمية وبعض الأسواق العربية، كما أن أوضاع السيولة في السوق لازالت تتأثر سلباً بانخفاض أحجام وقيم التداول ومعدل دوران السهم خلال فترة الدراسة ولا شك أن لكل ذلك انعكاسات سلبية على درجة كفاءة السوق . شهدت مصر في الفترة الممتدة ما بين 2005-2010 ارتفاعاً مستمراً ماعدى 2008 فنلاحظ انخفاض كبير في جميع المؤشرات وهذا ما يبين تداعيات الازمة المالية والاثار السلبية على جميع مؤشرات السوق المالي في مصر ، لتشهد انخفاضا حادا من 2019 الى 2021 نتيجة ظهور وباء كورونا وتأثيره على الأسواق المالية .

بدأت معظم الدول من مطلع التسعينيات من القرن الماضي انتهاج سياسة التحرر المالي، الشككت هذه السياسة جانبا مهما من برامج الإصلاح الاقتصادي والتكليف الهيكلي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ففي السوق المالية قامت بإلزام الشركات المساهمة العامة باعتماد المعايير الدولية عند نشر البيانات المالية، والإعلان عن أعمالها وتطوراتها بالشكل دوري، وهذا لتعزيز مبدأ الشفافية وحماية المستثمرين، بالإضافة إلى تحسين البنية التشريعية و التنظيمية للأسواق المالية .

انتهجت دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا سياسة التحرير المالي فأوصلت العديد من الدول إلى حالات من الانكماش الاقتصادي، فالدخول الضخم والمفاجئ لرؤوس الاموال ترتب عنه زيادة التضخم وظهور فقاعات المضاربة، وبعتماد هذه الدول على القطاع المصرفي أكثر فهذا السحب ولد أزمة لميزان المدفوعات وأزمة الصرف، وما يعرف بأزمة التوأم، كما لم تلجأ بعض الدول إلى التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي ولد فجوة في أنظمتها المالية.

كما نستنتج من هذا الفصل ان الاسواق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تتميز بانخفاض القيمة السوقية في جميع الدول ماعدا دول الخليج العربي مما يقلل من خلق استثمارات منتجة، اما فيما يخص عدد الشركات فتسجل انخفاض كبير مقارنة بعدد الشركات في اسواق الدول الاوربية أو الأمريكية ويرجع السبب إلى نقص تنوع القطاعات واعتمادها على قطاع واحد يدير الاقتصاد، حيث يتم إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان توزيع وتخصيص الموارد المالية، وتحديد أسعار العمليات المالية طبقا لقوى العرض والطلب، وإلغاء الرقابة المالية الحكومية، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام، وتحرير معدلات الفائدة وإلغاء الضوابط على العمل المصرفي وتدخل الدولة في القطاع المالي، ولقد أفرزت هذه الأفكار التحررية ظهور اقتصاد الأسواق المالية، أين تحصل الأعوان الاقتصادية على موارد التمويل بإصدار الأوراق المالية في الأسواق، والذي يتميز بارتفاع التمويل الذاتي وتراجع الدور الارتكازي للبنوك لصالح الأسواق المالية وكان لهذه السياسات العديد من الآثار الايجابية خاصة في الأجل الطويل، والآثار السلبية عند التسرع في فتح الأسواق، وعدم إتباع سياسات متدرجة للتحرير، وهو ما أكدته الكثير من التجارب الدولية.

الجانب التطبيقي

الفصل الرابع:

دراسة قياسية لأثر التحرير المالي في تنشيط سوق الأوراق المالية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

- المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النموذج الإقتصادي؛
- المبحث الثاني: تقدير وتحليل أثر التحرير المالي في مؤشرات اداء أسواق شمال افريقيا (الجزائر - المغرب ومصر)؛
- المبحث الثالث: تقدير وتحليل اثر التحرير المالي في مؤشرات اداء أسواق الشرق الأوسط (الأردن و السعودية

الفصل الرابع: دراسة قياسية لأثر التحرير المالي في تنشيط سوق الأوراق المالية لبعض دول

الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

لقد تناولنا في الجانب النظري أغلبية المفاهيم حول الأسواق المالية، ونظرية التحرير المالي بكل سياقها بالإضافة إلى واقع الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وأهم التطورات التي مرت بها، أما في الجانب التطبيقي سنحاول الاجابة على الانشغال الاساسي للدراسة عبر تقديم دراسة تجريبية قياسية تسعى إلى البحث في احتمال وجود اثر لسياسية التحرير المالي على اسواق الاوراق المالية لمجموعة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (الجزائر، المغرب، الأردن، السعودية، والمملكة العربية السعودية).

في سياق هذا الطرح سنتطرق في هذا الفصل الى محاولة معرفة أثر التحرير المالي في تنشيط سوق الاوراق المالية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (الجزائر، المغرب، الأردن، مصر، والمملكة العربية السعودية) من خلال تطبيق النمذجة القياسية على هذه الدول خلال الفترة (2000-2021)، اعتمادا على الإطار النظري للاقتصاد القياسي والدراسات السابقة، ومن ثم محاولة الخروج بافضل نموذج يتلائم مع النظريات الاقتصادية.

وعلى هذا الأساس نعمل لتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يتضمن المبحث الأول بعض المفاهيم النظرية حول الاقتصاد القياسي، وأما المبحث الثاني فخصصناه للدراسة التطبيقية للاقتصاد القياسي على البيانات قيد الدراسة لدول شمال إفريقيا.

- المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النموذج الاقتصادي
- المبحث الثاني: تقدير وتحليل أثر التحرير المالي في مؤشرات أداء أسواق شمال إفريقيا (الجزائر - المغرب ومصر)
- المبحث الثالث: تقدير وتحليل أثر التحرير المالي في مؤشرات أداء أسواق الشرق الأوسط (الأردن و السعودية)

المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النموذج الإقتصادي

إن الدراسة المراد توصيف نموذجها القياسي تقوم على اساس معرفة أثر التحرير المالي في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية خلال المدة (2000-2021) لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا، إن الصياغة الهيكلية لمعالم النموذج القياسي تستوجب تحديد الشكل الأولي لاتجاه العلاقة بين مؤشرات التحرير المالي باعتبارها متغيرات مؤثرة اي مستقلة ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية كمؤشرات مستجيبة (تابعة)، استعانة بأسلوب الانحدار الخطي واعتمادا على البرنامج الاحصائي (spss) نسخة 26 .

المطلب الأول: بناء النموذج القياسي

يعتبر النموذج الاقتصادي مجموعة من العلاقات التي توضحها النظرية الاقتصادية وترتبط بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية¹ والتي يعبر عنها بمجموعة من المعادلات وكل معادلة من معادلات النموذج تفسر متغيرا واحدا بدلالة متغيرات اخرى وما يتصل بها من معاملات، كما تصنف متغيرات النموذج الاقتصادي إلى متغيرات داخلية واخرى خارجية².

1 - محمد محمود عطوة، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، المكتبة العصرية، ط01، مصر، 2002، ص 42..
2 - وليد اسماعيل سيفو، احمد محمد مشعل، الاقتصاد القياسي التحليلي، بين النظرية والتطبيق، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، ط 01، 2003، ص 375-380.

الجدول رقم 17: متغيرات النموذج

رمز المتغير	المتغير	المؤشرات
X1	سعر الصرف	مؤشرات التحرير المالي
X2	عرض النقود	
X3	الاستثمار الأجنبي المباشر	
X4	القروض المقدمة للقطاع الخاص	
X5	معدل الفائدة	
X6	Ka-open	
Y1	دوران السهم	مؤشرات الاسواق المالية
Y2	حجم التداول	
Y3	عدد الشركات	
Y4	القيمة السوقية	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- أحمد فرحات وعمر القيزاني، السياسة المالية وتأثيرها على أداء سوق عمان المالي، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، ع06، ديسمبر 2015، ص 139.

تقدر العلاقة بين المتغيرين كالتالي: $y_{ij} = f(x_{ij})$

حيث أن:

y_{ij} : تمثل المتغيرات التابعة للنموذج القياسي وعددها أربعة .

x_{ij} : تمثل المتغيرات المستقلة للنموذج القياسي وعددها ستة .

المطلب الثاني: هيكل النموذج الإقتصادي

لبناء النموذج الاقتصادي يجب تحديد المتغيرات الخارجية والداخلية وهي:

أولاً: المتغيرات الخارجية (المستقلة):

تتضمن المتغيرات الخارجية لنموذجنا، مؤشرات التحرير المالي والتي يمكن أن تؤثر في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، كما سنقوم في هذه الدراسة بالاعتماد على الدراسة التي قام بها كل من *J.Mahar* و

Williamson سنة 1998 ، والتي أجريت على عينة من البلدان، خلال الفترة الممتدة من 1973 الى 1996، وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على ستة مؤشرات لأجل تحديد درجة تطبيق سياسة التحرير المالي¹، يتضمن النموذج المتغيرات التالية:

1- مؤشرات التحرير المالي الداخلي: من أجل قياس مستوى التحرير المالي المحلي اتفق الاقتصاديين على مؤشرين وهما حجم القروض المقدمة للقطاع الخاص:

1-1- القروض المقدمة للقطاع الخاص: قام كل من Kelly, McQuinn and Stuart في دراستهما عام 2013، باعتباره مؤشر يقيس درجة التحرير الإقتصادي والتحرير المالي لدولة ايرلندا ومدى تأثيره على النمو الإقتصادي وقد توصل الباحثون إلى أن حالات عدم الاستقرار المالي الذي شهدته ايرلندا في السنوات الأخيرة كان نتيجة التحرير الإقتصادي الذي تسبب في زيادة حجم القروض غير المستردة في المدى الطويل والدور الذي يلعبه القطاع البنكي في رفع معدل النمو الإقتصادي ونظرا لإنعدام المؤشرات التي تقيس درجة كثافة وشدة القيود المفروضة على القطاعات المصرفية في الدول، ونتيجة لتفادي إستعمال المؤشرات الثنائية وال متغيرات الصماء التي إستخدمها بعض الباحثون في الدراسات التجريبية السابقة، تم الإعتماد في هذه الدراسة على نسب القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي كمؤشر نقيس من خلاله درجة تحرير القطاع المصرفي في دول عينة الدراسة²، وهو مؤشر يقيس مدى مساهمة البنوك في تمويل الاستثمارات، وبصفة خاصة تلك المتعلقة بالقطاع الخاص، وتحسب بقسمة إجمالي القروض الموجهة للقطاع الخاص، الى الناتج المحلي الإجمالي، كلما ارتفعت هذه النسبة زادت مساهمة القطاع المصرفي في النمو الإقتصادي وتشجيع وتمويل الاستثمارات الخاصة.

1-2 عرض النقود: يطلق عليه مؤشر حجم الوساطة المالية، مؤشر السيولة المالية أو مؤشر الكتلة النقدية (الودائع لأجل، الودائع الجارية والنقود السائلة) إلى الناتج الداخلي الخام، يقيس درجة استخدام النقد في الاقتصاد الوطني كما يوضح حجم القطاع المالي في الإقتصاد وبالتالي عرفة مدى العمق المالي حجم الوساطة

¹ - مدياني محمد، طلحواوي فاطمة الزهراء، التحرير المالي الداخلي وأثره على النمو الإقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2014 ، مجلة الحقيقة، العدد 38 ، ص 543 - 544 .

² - Available at the following URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1531.pdf>

consulte le: 06/02/2018.

المالية، حيث استعمل المعنى العام للنقود 2M كمقياس لحجم الوساطة المالية، وحسب الاقتصادي المختص في مجال التطور المالي McKinnon فان هذا المؤشر يتم قياسه باستعمال العلاقة $PIB / M2$ ، ويرى ان انخفاض مؤشر عرض النقود يدل على الكبح المالي وارتفاع نسبته يعبر عن دور الوساطة المالية في الاقتصاد¹ كما يستخدم هذا المؤشر في عدة بدائل كمعرفة درجة العمق المالي، او حجم السوق المالي واستخدامه، نسبة القروض البنكية الممنوحة للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي تشير إلى درجة السيولة النقدية بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني، ويساعد درجة العمق المالي على نقل القرار النقدي من منبعه الأصلي إلى مختلف القطاعات الاقتصادية وبانتشار واسع، ويتحقق هذا الانتشار عن طريق التأثير على احتياطات لبنوك، ومن المفترض ان ترتفع درجة العمق المالي مع تنمية القطاع المالي².

1-3 سعر الصرف: اعتمد على سعر الصرف العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي لكل دولة من دول العينة.

1-4 سعر الفائدة: اعتمد على معدل الفائدة الحقيقي على الودائع باعتباره الأقرب للاستثمار في الأوراق المالية، كما تؤثر أسعار الفائدة على الائتمان الممنوح للشركات وبالتالي تؤثر على المركز المالي للشركة³.

2- مؤشر التحرير المالي الخارجي: تشمل كل من مؤشر تحرير حساب رأس المال ومؤشر الإستثمار الأجنبي المباشر:

1-2 مؤشر تحرير حساب رأس المال: سوف نعتمد في هذه الدراسة على مؤشر Kaopen الصادر عن أعمال كل من Chinn and Ito 2002 والذي يحدد درجة وكثافة وشدة القيود المفروضة على المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال،⁴ يعتبر مؤشر (KAOPEN) من أحسن مؤشرات قياس التحرير المالي وفق الدراسة التطبيقية التي اعدتها Ito بعنوان *Financial development and financial liberalization in Asia: Thresholds, institutions and the sequence of*

¹ -Numidiabouaichi et prraridyaiaci, *Liberalisation financiere et developement financier; aproche comparative entre l algerie le maroc et la tunisie* , revue des sciences economique et gestion , N14,2014,pp96-102.

² - زيان نورة، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 2015-1980، اطروحة دكتوراه تخصص دراسات اقتصادية ومالية، جامعة الجلفة، 2018-2016، ص 23.

³ - سراي صالح، مرجع سبق ذكره، ص 196.

⁴ - Menzie Chinn , Hiro Ito, *The Chinn-Ito Index, A de jure measure of financial openness*, at the site http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm, 10-12-2020 .

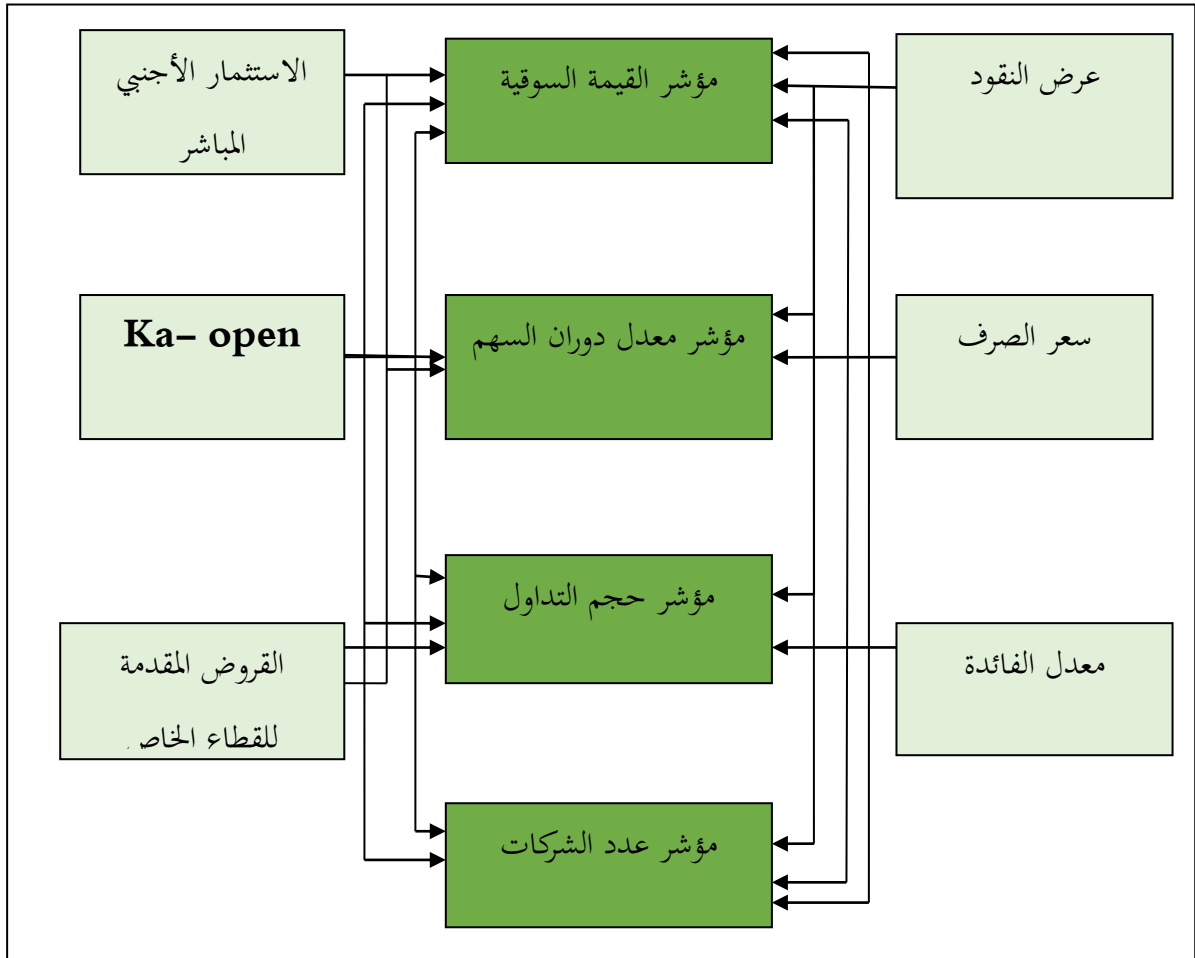
liberalization، حيث يقيس هذا المؤشر درجة تحرير حساب رأس المال في أي اقتصاد ويستند إلى استخدام نموذج ديناميكي لعينة مكونة من 87 دولة خلال الفترة ما بين 1983 و 2003 متغيرات وهمية ثنائية تقوم بتدوين الجدولة القيود على المعاملات المالية عبر الحدود الواردة في التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي بشأن ترتيبات الصرف وقيود الصرف، تصنف الاقتصادات وفقا لهذا المؤشر من 0 إلى 1 تعني القيمة 0 اقتصادات منفتحة ماليا بالكامل أو منغلقة قيمة المؤشر تساوي 1 وخلاصة الدراسة الى أن التطور المالي لوحده ليس مجديا، إذا لم يرفق بالتحرير المالي.

2-2 مؤشر الاستثمار الاجنبي المباشر: تظهر أهميته في قياس مدى تحرير حساب رأس المال والحساب المالي، وتستعمل عادة العلاقة (IDE/PIB) والتي هي حاصل قسمة اجمالي الاستثمارات الاجنبية المباشرة الى الناتج المحلي الاجمالي، كما لهذا المؤشر التأثير المباشر على أداء الأسواق المالية .

ثانيا: مؤشرات سوق الأوراق المالية: تم إدراج في هذا النموذج قيم مجموعة مؤشرات سوق الأوراق المالية والمتمثلة في: مؤشر القيمة السوقية، مؤشر حجم التداول ومؤشرا معدل دوران السهم وعدد الشركات (تم شرحهم في الفصل الثالث)

والشكل التالي يوضح الهيكل العام للنموذج

الشكل رقم 19: الهيكل العام للنموذج القياسي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على التركيب الإقتصادي للنموذج

المبحث الثاني: تقدير وتحليل أثر التحرير المالي في مؤشرات أداء أسواق شمال افريقيا (الجزائر - المغرب ومصر)

سنتطرق في هذا المبحث إلى عرض النموذج المقترح في أسواق الأوراق المالية لدول شمال افريقيا والمتمثلة في الجزائر، المغرب ومصر في الفترة الممتدة ما بين عامي 2000 الى 2021.

المطلب الأول: دراسة قياسية لمؤشرات سوق القيم المنقولة الجزائر

بعد تحليل البيانات الخاصة بمؤشرات التحرير المالي ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية وبعد ادخال البيانات واجراء الاختبارات الاحصائية ثم الحصول على النتائج التالية :

أولاً: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الرئيسية الأولى:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على مؤشرات سوق الأوراق المالية في الجزائر. **1 - التحقق من توزيع البيانات الخاصة بالجزائر.**

الجدول رقم 18: توزيع البيانات الخاصة بالجزائر (السنوات: 2000-2021).

القرار الاحصائي	اختبار كولموجروف سيمينوف Kolmogorov-Smirnov		البيانات الخاصة بالجزائر (السنوات: 2000-2021).
	قيمة الاختبار	مستوى الدلالة (Sig)	
توزيع غير طبيعي	0,319	0	سعر الصرف-الجزائر (X 1)
توزيع طبيعي	0,134	0,2	عرض النقود- الجزائر (X 2)
توزيع طبيعي	0,159	0,154	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر (X 3)
توزيع طبيعي	0,162	0,139	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر (X 4)
توزيع طبيعي	0,133	0,2	معدل الفائدة - الجزائر (X 5)
ثابت	/	/	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- الجزائر (X 6)
توزيع غير طبيعي	0,419	0	دوران السهم- الجزائر (Y 1)
توزيع غير طبيعي	0,446	0	حجم التداول-الجزائر (Y 2)
توزيع غير طبيعي	0,211	0,012	عدد الشركات-الجزائر (Y 3)
توزيع غير طبيعي	0,197	0,026	القيمة السوقية -الجزائر (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 18 نجد:

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x2-x3-x4-x5) أكبر من (0.05) وبالتالي

فهي تخضع للتوزيع الطبيعي.

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات ($x_1-y_1-y_2-y_3-y_4$) أقل من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الغير طبيعي.

- درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open) كانت قيمه ثابتة أي ليس له أثر وبالتالي سيتم حذفه تلقائيا من معادلة الانحدار.

2 - الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالجزائر.

الجدول رقم 19: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالجزائر (السنوات: 2000-2021).

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	البيانات الخاصة بالجزائر
21,30622	88,03758	سعر الصرف-الجزائر (X 1)
15,02919	70,62664	عرض النقود- الجزائر (X 2)
0,540363	1,067144	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر (X 3)
6,841945	16,86487	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر (X 4)
9,122382	3,537044	معدل الفائدة - الجزائر (X 5)
0	-1,23	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open) - الجزائر (X 6)
10,33846	3,206909	دوران السهم- الجزائر (Y 1)
0,000118	0,000046	حجم التداول-الجزائر (Y 2)
1,333	4,59	عدد الشركات-الجزائر (Y 3)
0,115632	0,197727	القيمة السوقية -الجزائر (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

ثانيا- عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الأولى:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر.

1 - التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-1):

الجدول رقم 20: شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-1).

التحقق	الشرط
غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي	التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)
قيمة (Mahal Max) تساوي (15.466) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) المجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة	القيم المتطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 20 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعتمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) - (Weighted Least Squares Regression) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2 - معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-1) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 21: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-1) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	البواقي غير المعيارية	السنوات
0,05	4,29232	7,57	7,57092	2000
0,01	9,70129	7,15	-7,15089	2001
0,02	6,69983	3,12	-3,11617	2002
0,02	6,89869	7,91	-7,91251	2003
0,05	4,70015	1,27	-1,26746	2004
0,25	2,01642	8,29	8,28929	2005
0,11	3,03422	6,39	6,39287	2006
0,14	2,71303	2,34	2,33562	2007
0,19	2,30332	5,11	5,10636	2008
0,35	1,70099	4,09	4,08805	2009
0,06	3,96351	0,4	-0,399	2010
0,04	5,2861	3,02	-3,02331	2011
0,05	4,50828	4,58	-4,5785	2012
0,18	2,35391	0,3	-0,29923	2013
0,12	2,88209	4,74	-4,74035	2014
0,12	2,85984	0,06	0,05843	2015

0,04	5,12929	2,63	-2,63098	2016
0,08	3,55444	0,77	-0,76531	2017
0,03	5,58791	5,39	-5,38579	2018
0,07	3,83122	1,34	-1,34376	2019
0,03	6,20087	8,65	-8,6547	2020
0,01	12,31819	17,43	17,42642	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

3 - الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-1) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 22: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-1) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
دواران السهم- الجزائر	1,01306827	1,03412607
سعر الصرف-الجزائر	80,3444887	4,83125499
عرض النقود- الجزائر	68,350968	3,36490071
الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر	1,16168927	0,1826533
القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر	15,8656574	1,46179777
معدل الفائدة- الجزائر	4,56327792	3,22133899
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- الجزائر	-1,23	0,00E+00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

3- الارتباط بين المتغير التابع (معدل دواران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر.

الجدول رقم 23: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دواران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات

التحرير المالي) في الجزائر.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (معدل دوران السهم) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-الجزائر	0,405*	0,031	دال
عرض النقود- الجزائر	0,373*	0,044	دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر	-0,412*	0,028	دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر	0,347	0,057	غير دال
معدل الفائدة - الجزائر	0,212	0,172	غير دال

مفقود	/	/	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-) (open) - الجزائر
-------	---	---	--

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، عرض النقود) لها ارتباط إيجابي (طردى) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر)، له ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- المتغير المستقل (معدل الفائدة) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.
- 4- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر:

الجدول رقم 24: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر.

معامل التحديد المعدل	معامل التحديد	معامل الارتباط (R)	المتغيرات المستقلة
0,169	0,367	0,606	مؤشرات التحرير المالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 24 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب 36.7% من التباين الحاصل في معدل دوران السهم في الجزائر.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر:

الجدول رقم 25: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	
غير دال	0.159	1.856	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 25 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر يساوي (1.856) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.159) وهي اكبر من (0.05) وبالتالي لا توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (1-1) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر) غير محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر:

الجدول رقم 26: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,158	-1,483	15,415	-22,859	الثابت
غير دال	0,141	1,548	0,154	0,238	سعر الصرف-الجزائر
غير دال	0,131	1,593	0,256	0,407	عرض النقود- الجزائر
غير دال	0,466	-0,747	1,565	-1,168	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
غير دال	0,126	-1,614	0,852	-1,375	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
غير دال	0,846	0,197	0,1	0,02	معدل الفائدة- الجزائر

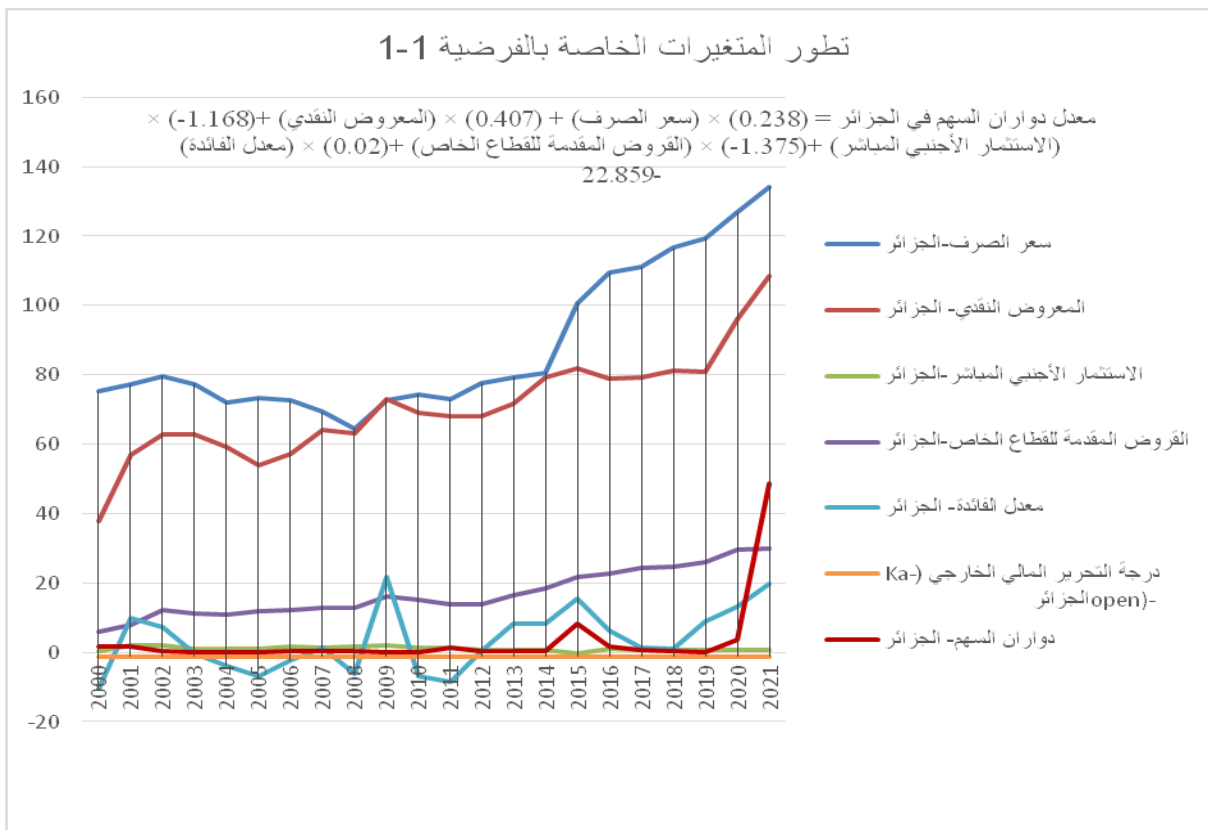
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 26 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار وبالتالي لا توجد متغيرات لها تأثير جوهري في معدل دوران السهم لهذا سيتم التعامل مع معادلة الانحدار بتحفظ وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{معدل دوران السهم في الجزائر} = & (0.238) \times (\text{سعر الصرف}) + (0.407) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (-1.168) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-1.375) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) \\ & + (0.02) \times (\text{معدل الفائدة}) - 22.859 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 20: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-1).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج exel

ثالثا- عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثانية للفرضية الرئيسية الأولى:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في الجزائر.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-1):

الجدول رقم 27: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-1).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (17.974) وهي اقل من قيمة (Khi deux χ^2) الجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 27 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على طريقة

المربعات الصغرى الموزونة (WLS) - (Weighted Least Squares Regression)

لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-1) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 28: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-1) بطريقة WLS.

السنوات	البواقي غير المعيارية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	المتغير الموزون
2000	0,00002	0,00002	0,00004	761830981
2001	0	0	-0,00001	8853600614
2002	-0,00003	0,00003	0,00003	1205527389
2003	0,00002	0,00002	-0,00001	5549263532
2004	0,00003	0,00003	0	8725300000
2005	0	0	0,00006	302761399
2006	-0,00001	0,00001	0,00005	399078067
2007	0,00002	0,00002	0,00001	5752443274
2008	0,00004	0,00004	0,00002	2585277588

725678543	0,00004	0,00004	-0,00004	2009
1059519957	0,00003	0,00001	0,00001	2010
4704700000	0	0,00003	0,00003	2011
2866100000	0	0,00002	0,00002	2012
1278759250	0,00003	0,00001	-0,00001	2013
6231783438	0,00001	0,00001	-0,00001	2014
398367880	0,00005	0,00005	-0,00005	2015
60158121,2	0,00013	0,00013	-0,00013	2016
45022658,7	0,00015	0,00014	-0,00014	2017
43984823,5	0,00015	0,00016	-0,00016	2018
32317403,5	0,00018	0,00021	0,00021	2019
42215820,2	0,00015	0,0002	0,0002	2020
136395418	0,00009	0,00003	-0,00003	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

3- الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (1-2) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 29: الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (1-2) بعد وزن البيانات.

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغير
0,86682507	1,0906E-06	حجم التداول-الجزائر
454358,796	75,9122029	سعر الصرف-الجزائر
632372,064	66,0748812	عرض النقود- الجزائر
40579,1261	0,88284303	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
241426,382	13,2927135	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
563259,888	-0,95176443	معدل الفائدة- الجزائر
0,00E+00	-1,23	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- الجزائر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

5- الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر. الجدول رقم 30: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر.

القرار الاحصائي	مستوى الدلالة (Sig)	درجة الارتباط بالمتغير التابع (حجم التداول) (R)	المتغير المستقل
غير دال	0,076	0,316	سعر الصرف-الجزائر
غير دال	0,244	0,156	عرض النقود- الجزائر
غير دال	0,327	0,101	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
غير دال	0,211	0,18	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
غير دال	0,413	0,05	معدل الفائدة - الجزائر
مفقود	/	/	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- الجزائر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- جميع المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر:

الجدول رقم 31: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,640	0,410	0,225

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 31 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب 41 % من التباين الحاصل في حجم التداول في الجزائر.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر:

الجدول رقم 32: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (2-1)
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	
غير دال	0.103	2.221	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في الجزائر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 32 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (**F**) لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر يساوي (2.221) ومستوى الدلالة للاختبار (**Sig**) تساوي (0.103) وهي أكبر من (0.05) وبالتالي لا توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (2-1) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في الجزائر) غير محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر:

الجدول رقم 33: يوضح نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,14	-1,552	0,000055	-0,000086	الثابت
دال	0,017	2,659	0,000001	0,000002	سعر الصرف-الجزائر
غير دال	0,101	-1,742	0,000001	-0,000002	عرض النقود-الجزائر
دال	0,021	2,548	0,000006	0,000016	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
غير دال	0,11	1,693	0,000004	0,000006	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
غير دال	0,24	-1,219	0	-0,000001	معدل الفائدة-الجزائر

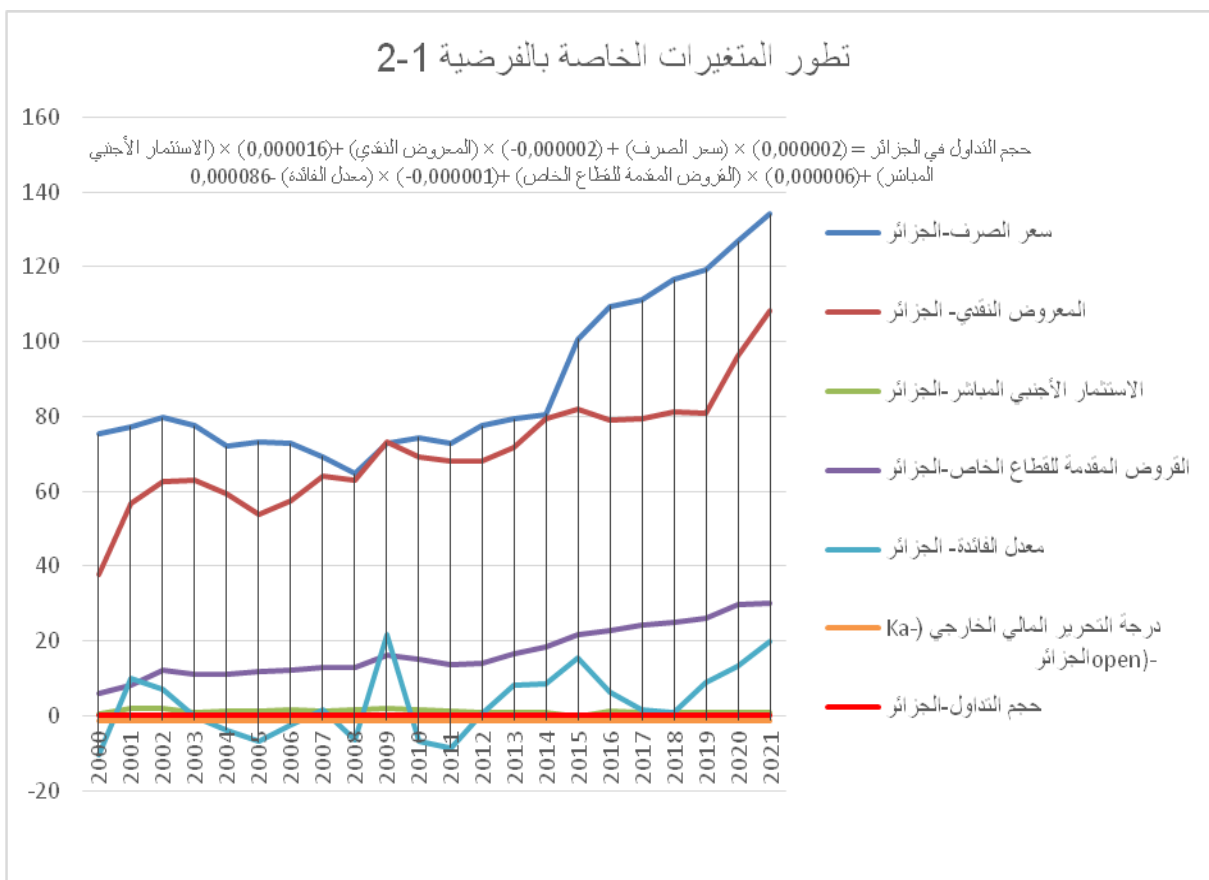
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 33 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار ما عدا (سعر الصرف، والاستثمار الأجنبي المباشر) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في حجم التداول وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\text{حجم التداول في الجزائر} = (0,000002) \times (\text{سعر الصرف}) + (-0,000002) \times (\text{عرض القود}) + (0,000016) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (0,000006) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-0,000001) \times (\text{معدل الفائدة}) - 0,000086$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 21: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-1).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج exel

رابعا- عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الأولى:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-1)

الجدول رقم 34: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-1).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (13.640) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) الجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 34 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) - (Weighted Least Squares Regression) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-1) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 35: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-1) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	البواقي غير المعيارية	السنوات
2,06	0,69645	0,25	0,24537	2000
14,87	0,25933	0,52	0,52152	2001
3,37	0,54484	0,18	0,18323	2002
21,42	0,21609	1,02	-1,02326	2003
7,76	0,35904	0,82	-0,82332	2004
1,55	0,80271	0,84	-0,83945	2005
1,87	0,73182	0,88	-0,87666	2006
6,42	0,3947	0,01	-0,00845	2007
4,37	0,4783	0,21	-0,21142	2008
4,04	0,49765	0,6	0,59702	2009
3,16	0,56259	0,56	0,56469	2010
7,37	0,36836	0,24	0,24323	2011
11,05	0,30078	0,53	0,52818	2012
4,73	0,45971	0,19	-0,19253	2013

10,01	0,31613	0,09	-0,08705	2014
3,08	0,56942	0,57	0,5674	2015
0,61	1,28245	1,15	1,14916	2016
0,48	1,44307	2	2,003	2017
0,46	1,47042	1,05	1,05176	2018
0,37	1,63326	1,24	-1,24025	2019
0,5	1,41473	2,53	-2,52514	2020
1,37	0,8532	0,17	0,17297	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-3) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 36: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-3) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
عدد الشركات-الجزائر	4,78	2,271
سعر الصرف-الجزائر	77,9461288	23,5621357
عرض النقود- الجزائر	65,9909921	22,0869007
الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر	1,15570315	1,22271985
القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر	13,315456	9,75596332
معدل الفائدة- الجزائر	2,73553612	17,5270229
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- الجزائر	-1,23	0,00E+00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

4- الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر.

الجدول رقم 37: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (R) (عدد الشركات)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-الجزائر	0,111	0,311	غير دال
عرض النقود- الجزائر	0,651	0,001	دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر	-0,353	0,054	غير دال
قروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر	0,576	0,002	دال

معدل الفائدة - الجزائر	0,058	0,399	غير دال
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-) (open) - الجزائر	/	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (عدد الشركات) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر:

الجدول رقم 38: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,803	0,644	0,533

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 38 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **64.4 %** من التباين الحاصل في عدد الشركات في الجزائر.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر:

الجدول رقم 39: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (3-1)
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	
دال	0.003	5.792	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 39 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (**F**) لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر يساوي (5.792) ومستوى الدلالة للاختبار (**Sig**) تساوي (0.003) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (3-1) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر) محققة.

8- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر:

الجدول رقم 40: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر.

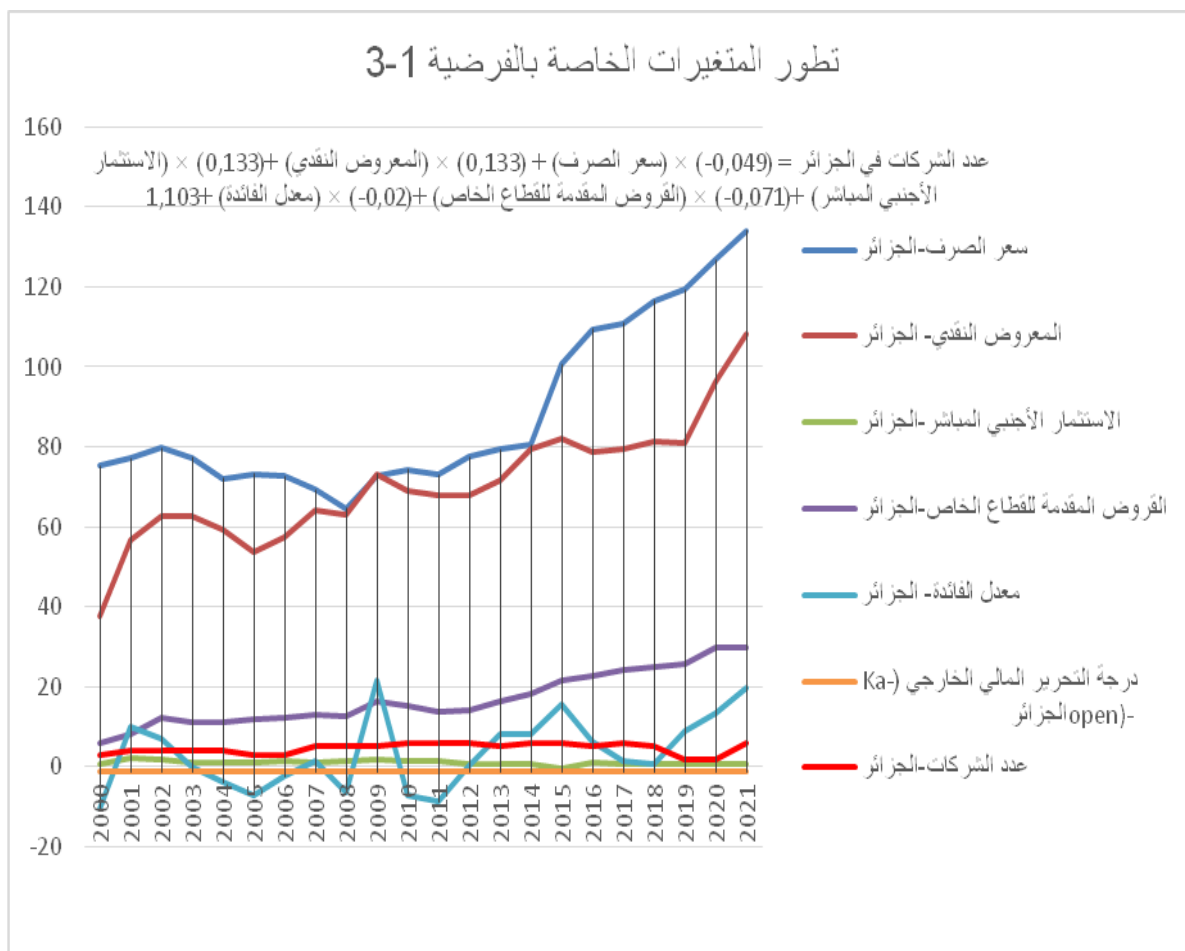
القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,692	0,404	2,734	1,103	الثابت
دال	0,039	-2,242	0,022	-0,049	سعر الصرف-الجزائر
دال	0,024	2,501	0,053	0,133	عرض النقود- الجزائر
غير دال	0,527	-0,646	0,362	-0,234	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
غير دال	0,583	-0,56	0,126	-0,071	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
غير دال	0,453	-0,769	0,026	-0,02	معدل الفائدة- الجزائر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 40 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار ما عدا (سعر الصرف، عرض النقود) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في تباين عدد الشركات، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{عدد الشركات في الجزائر} = & (-0,049) \times (\text{سعر الصرف}) + (0,133) \times (\text{عرض القود}) + (0,133) \\ & \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-0,071) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-0,02) \times \\ & (\text{معدل الفائدة}) + 1,103 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 22: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-1).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج exel

خامسا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الأولى:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-1):

الجدول رقم 41: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-1).

الشروط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (15.101) وهي اقل من قيمة (Khi deux χ^2) الجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 41 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنستخدم على طريقة

المربعات الصغرى الموزونة (WLS) - (Weighted Least Squares Regression)

لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-1) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 42: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-1) بطريقة **WLS**.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبقايا غير المعيارية	البقايا غير المعيارية	السنوات
296,49	0,05808	0,07	0,07004	2000
430,79	0,04818	0,07	-0,0714	2001
563,35	0,04213	0,02	0,02111	2002
641,1	0,03949	0,01	0,00603	2003
651,82	0,03917	0	0,00175	2004
558,07	0,04233	0,05	-0,05113	2005
615,15	0,04032	0,06	-0,06295	2006
602,96	0,04072	0,01	-0,00775	2007
1178,13	0,02913	0,03	-0,02597	2008
360,64	0,05266	0,05	0,05091	2009
2035,06	0,02217	0,05	-0,05142	2010
2277,96	0,02095	0,05	0,05124	2011

666,07	0,03875	0,02	0,02396	2012
472,6	0,046	0,04	0,04117	2013
666,25	0,03874	0,04	0,03872	2014
328,23	0,0552	0,09	-0,09019	2015
842,51	0,03445	0,1	0,09734	2016
1011,88	0,03144	0,01	-0,00725	2017
1445,08	0,02631	0,01	-0,00694	2018
640,9	0,0395	0,01	-0,00576	2019
1297,29	0,02776	0,04	-0,03528	2020
2892,67	0,01859	0,01	0,01376	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-4) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 43: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-4) بعد وزن البيانات.

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغير
3,51531144	0,22315935	القيمة السوقية-الجزائر
780,946333	93,8736081	سعر الصرف-الجزائر
521,000368	76,3449827	عرض النقود- الجزائر
12,7083973	1,07245648	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
225,119906	18,9976807	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
309,068833	3,30414112	معدل الفائدة- الجزائر
0,00E+00	-1,23	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- الجزائر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

7- الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر.

الجدول رقم 44: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر.

القرار الاحصائي	مستوى الدلالة (Sig)	درجة الارتباط بالمتغير التابع (القيمة السوقية) (R)	المتغير المستقل
دال	0.000	0,862**	سعر الصرف-الجزائر
دال	0.000	0,684**	عرض النقود- الجزائر
دال	0,001	-0,62**	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
دال	0.000	0,829**	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
دال	0,016	0,456**	معدل الفائدة - الجزائر
مفقود	/	/	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-الجزائر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (القيمة السوقية) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5-معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر:

الجدول رقم 45: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر.

معامل التحديد المعدل	معامل التحديد	معامل الارتباط (R)	المتغيرات المستقلة
0,826	0,868	0,931	مؤشرات التحرير المالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 45 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم بـ **86.8%** من التباين الحاصل في القيمة السوقية في الجزائر.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر:

الجدول رقم 46: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (4-1)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر
	0.000	20.980	

المصدر: من اعداد الطالبة من خلال الجدول رقم 46 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (**F**) لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر يساوي (20.980) ومستوى الدلالة للاختبار (**Sig**) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (4-1) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر) محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر:

الجدول رقم 47: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,652	-0,459	0,136	-0,062	الثابت
دال	0,014	2,765	0,002	0,005	سعر الصرف-الجزائر
غير دال	0,156	-1,487	0,002	-0,003	عرض النقود- الجزائر
غير دال	0,4	-0,864	0,032	-0,027	الاستثمار الأجنبي المباشر-الجزائر
غير دال	0,309	1,051	0,007	0,008	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الجزائر
غير دال	0,058	-2,045	0,002	-0,004	معدل الفائدة- الجزائر

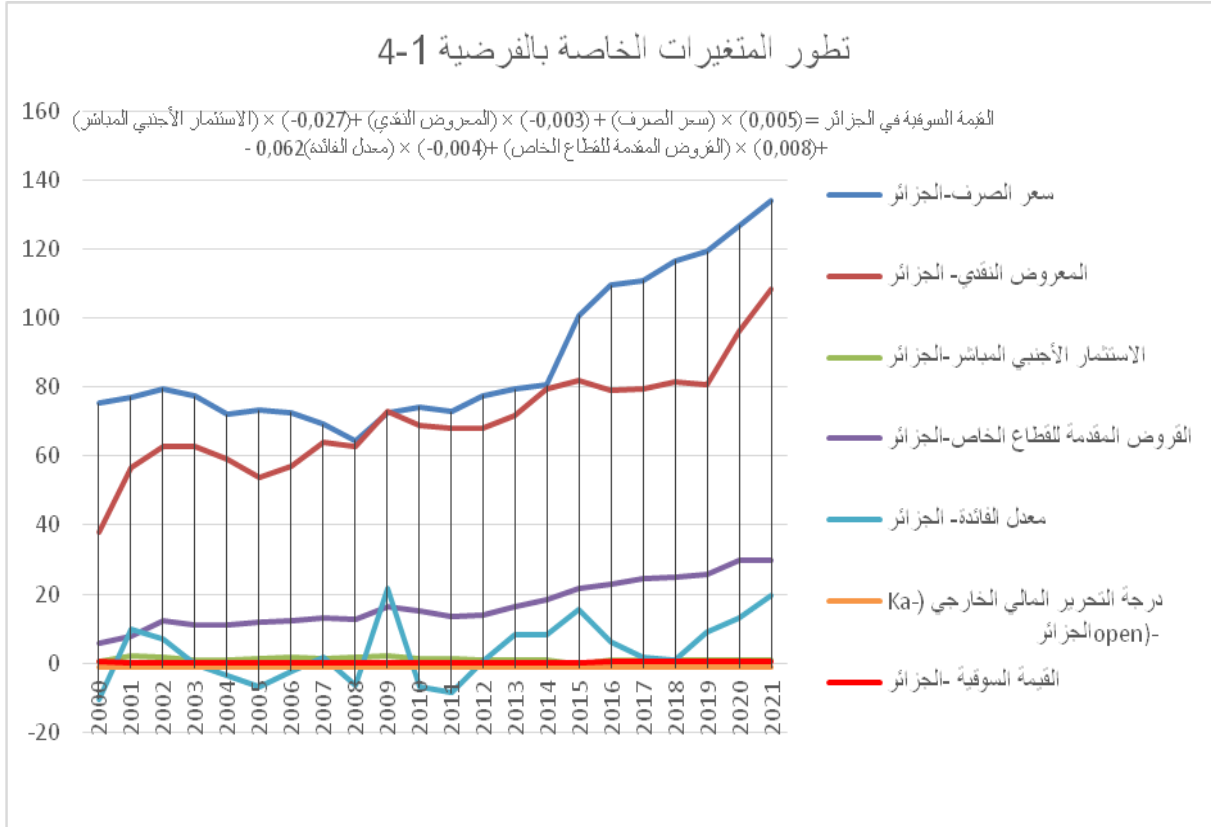
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 47 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار ما عدا (سعر الصرف) لذا فهو المتغير الذي له تأثير جوهري في تباين القيمة السوقية، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{القيمة السوقية في الجزائر} = & (0,005) \times (\text{سعر الصرف}) + (-0,003) \times (\text{عرض القود}) + (-0,027) \times \\ & (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (0,008) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + \\ & (-0,004) \times (\text{معدل الفائدة}) - 0,062 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 23: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-4).



المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج exel

المطلب الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات بورصة المغرب

أولاً: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الرئيسية الثانية:

- هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على سوق الأوراق المالية في المغرب.

1- التحقق من توزيع البيانات الخاصة بالمغرب.

الجدول رقم 48: توزيع البيانات الخاصة بالمغرب (السنوات: 2000-2021).

القرار الاحصائي	اختبار كولوجروف سيمينوف Kolmogorov-Smirnov		البيانات الخاصة بالمغرب
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار	
توزيع طبيعي	0,2	0,148	سعر الصرف-المغرب (X 1)
توزيع غير طبيعي	0,016	0,206	عرض النقود-المغرب (X 2)

توزيع طبيعي	0,193	0,154	الاستثمار الأجنبي المباشر- المغرب (X 3)
توزيع غير طبيعي	0,007	0,22	القروض المقدمة للقطاع الخاص- المغرب (X 4)
توزيع غير طبيعي	0,007	0,22	معدل الفائدة - المغرب (X 5)
ثابت	/	/	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-) - المغرب (X 6)
توزيع غير طبيعي	0,001	0,254	دوران السهم- المغرب (Y 1)
توزيع غير طبيعي	0	0,318	حجم التداول- المغرب (Y 2)
توزيع غير طبيعي	0	0,367	عدد الشركات- المغرب (Y 3)
توزيع غير طبيعي	0,014	0,209	القيمة السوقية - المغرب (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي spss من خلال الجدول رقم 48 نجد:

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x1-x3) أكبر من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الطبيعي.

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x2-x4-x5-y1-y2-y3-y4) أقل من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الغير طبيعي.

- درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open) كانت قيمه ثابتة أي ليس له أثر وبالتالي سيتم حذفه تلقائيا من معادلة الانحدار.

2- الوصف الإحصائي للبيانات الخاصة بالمغرب.

الجدول رقم 49: الوصف الإحصائي للبيانات الخاصة بالمغرب (السنوات: 2000-2021).

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	البيانات الخاصة بالمغرب
0,96200731	9,16727778	سعر الصرف-المغرب (X 1)
19,4241198	108,182118	عرض النقود- المغرب (X 2)
1,37712133	2,62959767	الاستثمار الأجنبي المباشر- المغرب (X 3)
11,4142043	58,5179446	القروض المقدمة للقطاع الخاص- المغرب (X 4)
0,58271643	4,10181818	معدل الفائدة - المغرب (X 5)
0,00E+00	-1,23	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-المغرب (X 6)
8,94091426	12,9459373	دوران السهم- المغرب (Y 1)

4,95973719	5,36452364	حجم التداول- المغرب (Y 2)
9,599	68,36	عدد الشركات- المغرب (Y 3)
22,350721	48,395	القيمة السوقية - المغرب (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**
3- عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الثانية:
 هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب.
- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-2):
 الجدول رقم 50: شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-2).

الشروط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (15.665) وهي اقل من قيمة (Khi deux) χ^2 الجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**
 من خلال الجدول رقم 50 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) - (Weighted Least Squares Regression) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

4- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-2) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 51: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-2) بطريقة **WLS**.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	البواقي غير المعيارية	السنوات
0,04	5,1195	6,98	6,98253	2000
0,17	2,44601	0,61	-0,60636	2001
0,06	4,09034	3,44	-3,44456	2002
0,08	3,48828	1,77	-1,76858	2003
0,06	4,00444	5,02	-5,0185	2004
0,05	4,28481	5,24	5,23724	2005

0,05	4,28569	1,69	-1,69299	2006
0,06	4,06474	12,39	12,39332	2007
0,05	4,67483	0,45	-0,45345	2008
0,06	4,05823	2,52	-2,52265	2009
0,1	3,15227	0,29	0,29082	2010
0,12	2,84646	2,25	-2,24772	2011
0,23	2,09952	1,96	1,96119	2012
0,13	2,78584	3,8	-3,80162	2013
0,12	2,85141	3,68	-3,68279	2014
0,34	1,72109	4,19	4,19218	2015
0,11	3,0267	1,5	1,49819	2016
0,06	3,94277	3,09	-3,0921	2017
0,06	4,19199	6	-5,99807	2018
0,05	4,46847	5	-5,00362	2019
0,09	3,32708	4,97	4,97027	2020
0,07	3,73553	1,81	1,80725	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

5- الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (1-2) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 52: الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (1-2) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
دواران السهم - المغرب	10,7664533	2,39760393
سعر الصرف - المغرب	9,23174409	0,30217015
عرض النقود - المغرب	110,113371	5,54267048
الاستثمار الأجنبي المباشر - المغرب	2,95204719	0,47103454
القروض المقدمة للقطاع الخاص - المغرب	60,7851583	3,46849957
معدل الفائدة - المغرب	4,04661102	0,15799077
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open) - المغرب	-1,23	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

8- الارتباط بين المتغير التابع (معدل دواران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.

الجدول رقم 53: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (معدل دوران السهم) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-المغرب	0,151	0,251	غير دال
عرض النقود-المغرب	-0,726**	0	دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب	0,344	0,059	غير دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب	-0,775**	0	دال
معدل الفائدة-المغرب	0,085	0,353	غير دال
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-المغرب	/	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

7 - معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب:

الجدول رقم 54: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,873	0,762	0,687

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 54 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب 76.2 % من التباين الحاصل في معدل دوران السهم في المغرب.

8 - دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب:

الجدول رقم 55: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (1-2)
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	
دال	0.000	10.228	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 55 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب يساوي (10.228) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (1-2) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب) محققة.

9- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب:

الجدول رقم 56: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0	5,51	15,528	85,553	الثابت
دال	0,007	-3,089	1,724	-5,326	سعر الصرف-المغرب
غير دال	0,959	0,052	0,129	0,007	عرض النقود- المغرب
غير دال	0,543	0,622	0,769	0,478	الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب
دال	0,004	-3,418	0,214	-0,731	القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب
غير دال	0,157	1,484	2,772	4,114	معدل الفائدة- المغرب

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

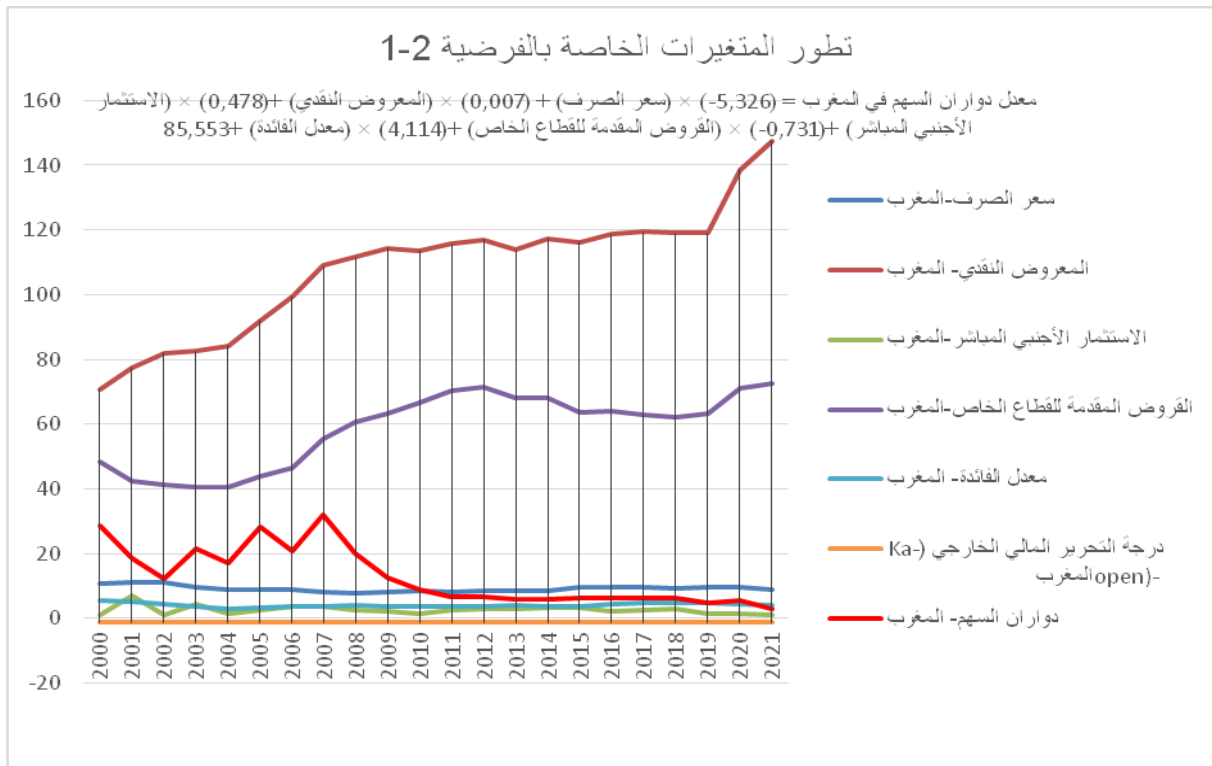
من خلال الجدول رقم 56 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن اغلب المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار الا (سعر الصرف، القروض المقدمة للقطاع الخاص) وبالتالي هي

$$\begin{aligned} \text{معدل دوران السهم في المغرب} = & (-5,326) \times (\text{سعر الصرف}) + (0,007) \times (\text{عرض} \\ & \text{الاقود}) + (0,478) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-0,731) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع} \\ & \text{الخاص}) + (4,114) \times (\text{معدل الفائدة}) + 85,553 \end{aligned}$$

المتغيرات التي لها أثر جوهري في تبين معدل دوران السهم وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 24: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-2).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج exel

ثانيا- عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثانية للفرضية الرئيسية الثانية:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في المغرب.

1 - التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-2):

الجدول رقم 57: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-2).

التحقق	الشرط
غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي	التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)
قيمة (Mahal Max) تساوي (16.666) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) المجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة	القيم المتطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 57 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على

طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-2) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 58: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-2) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	البواقي غير المعيارية	السنوات
85,29	-0,10828	1,2	1,20102	2000
0,26	1,953	0,35	-0,34979	2001
1,08	0,96394	1,75	1,74636	2002
0,11	3,05596	4,32	-4,32086	2003
0,11	2,98908	2,57	-2,56809	2004
0,1	3,21819	0,97	-0,97434	2005
0,08	3,5619	0,56	-0,55828	2006
0,08	3,57961	11,85	11,85045	2007
0,1	3,24137	1,09	1,09413	2008
0,13	2,81423	1,34	-1,34408	2009
0,23	2,07022	1,75	1,75067	2010
0,18	2,35393	1,85	-1,8517	2011
0,24	2,03622	0,68	0,6761	2012
0,17	2,39446	2,57	-2,57448	2013
0,15	2,54642	3,16	-3,15571	2014
0,25	2,00968	3,55	3,54516	2015

0,37	1,64613	2,05	2,04819	2016
0,3	1,83202	0,23	-0,23465	2017
0,2	2,22434	2,99	-2,98526	2018
0,42	1,54343	1,36	-1,36149	2019
0,27	1,92005	1,26	1,26109	2020
0,16	2,50045	2,89	-2,89444	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

3- الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (2-2) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 59: الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (2-2) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
حجم التداول-المغرب	3,19089272	1,6773581
سعر الصرف-المغرب	10,5698069	0,69817643
عرض النقود-المغرب	72,9114485	19,5954902
الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب	1,16658931	0,91002588
القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب	48,840699	7,25974729
معدل الفائدة-المغرب	5,52485509	0,6818859
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-المغرب	-1,23	0,00E+00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

4 - الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.

الجدول رقم 60: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (R) (حجم التداول)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الإحصائي
سعر الصرف-المغرب	-0,549**	0,004	دال
عرض النقود-المغرب	0,252	0,129	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب	0,205	0,18	غير دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب	0,271	0,111	غير دال
معدل الفائدة-المغرب	-0,285	0,099	غير دال
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-المغرب	/	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

من خلال الجدول نجد:

- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (سعر الصرف) الذي له ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع والمتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم

التداول في المغرب:

الجدول رقم 61: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب.

معامل التحديد المعدل	معامل التحديد	معامل الارتباط (R)	المتغيرات المستقلة
0,432	0,568	0,753	مؤشرات التحرير المالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 61 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب 56.8 % من التباين الحاصل في حجم التداول في المغرب.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب:

الجدول رقم 62: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (2-2)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في المغرب
	0.013	4.201	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 62 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب يساوي (4.201) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.013) وهي أقل من (0.05)

وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (2-2) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في المغرب) محققة.

7 - استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب:

الجدول رقم 63: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب.

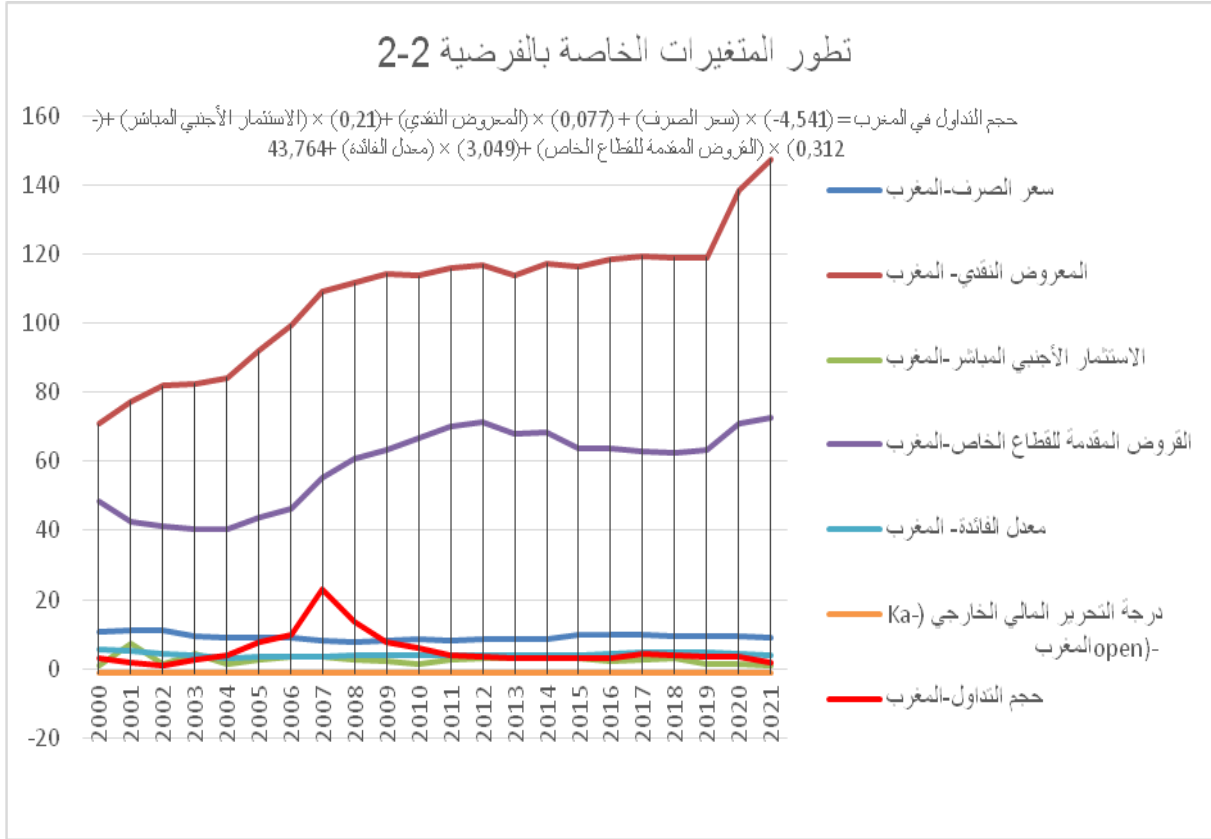
القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0,001	3,935	11,121	43,764	الثابت
دال	0,001	-4,023	1,129	-4,541	سعر الصرف-المغرب
غير دال	0,256	1,178	0,065	0,077	عرض النقود- المغرب
غير دال	0,584	0,558	0,377	0,21	الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب
غير دال	0,051	-2,106	0,148	-0,312	القروض المقدمة للقطاع الخاص- المغرب
غير دال	0,05	2,122	1,437	3,049	معدل الفائدة- المغرب

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 63 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن اغلب المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار ما عدا (سعر الصرف) لذا فهو المتغير الذي له تأثير جوهري في حجم التداول وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{حجم التداول في المغرب} = & (-4,541) \times (\text{سعر الصرف}) + (0,077) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (0,21) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-0,312) \times (\text{القروض المقدمة للققطاع الخاص}) \\ & + (3,049) \times (\text{معدل الفائدة}) + 43,764 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 25: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-2).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **exel**.

رابعاً: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الثانية:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في المغرب.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-3):

الجدول رقم 64: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-3).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (16.410) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) المجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 64 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعتمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2 - معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-3) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 65: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-3) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للباقي غير المعيارية	الباقي غير المعيارية	السنوات
0,25	2,00848	3,24	-3,24254	2000
0,37	1,63833	1,06	-1,05577	2001
0,09	3,34656	4,12	4,12305	2002
0,19	2,26951	3,38	-3,38113	2003
0,13	2,8196	0,39	-0,38787	2004
0,13	2,74752	4,48	-4,47934	2005
0,13	2,75542	0,79	0,78515	2006
0,19	2,27347	3,45	3,45313	2007
0,24	2,0604	3,53	3,52893	2008
0,22	2,1271	2,54	2,53725	2009
0,27	1,93308	0,17	0,17305	2010
0,55	1,34913	1,81	-1,80581	2011
0,58	1,3126	0,5	-0,50232	2012
0,51	1,39879	0,56	-0,56277	2013
0,39	1,5928	2,22	-2,21509	2014
0,2	2,23914	4,14	4,13699	2015
0,13	2,75235	3,18	3,18059	2016
0,12	2,873	0,7	0,69575	2017
0,13	2,73484	1,68	1,67708	2018
0,11	3,05447	1,86	1,86002	2019
0,09	3,32651	2,9	-2,903	2020
0,07	3,68888	5,62	-5,61535	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

2- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-3) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 66: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-3) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
عدد الشركات-المغرب	69,71	4,406
سعر الصرف-المغرب	8,98480079	0,49033433
عرض النقود-المغرب	107,786671	8,20409944
الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب	2,9325026	0,704761
القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب	60,8713609	5,35556306
معدل الفائدة-المغرب	4,06305321	0,27084247
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-المغرب	-1,23	0,00E+00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

4 - الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.
الجدول رقم 67: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (R) (عدد الشركات)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-المغرب	-0,71**	0.000	دال
عرض النقود-المغرب	0,924**	0.000	دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب	-0,32	0,073	غير دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب	0,927**	0.000	دال
معدل الفائدة-المغرب	-0,412*	0,028	دال
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-الجزائر	/	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات)

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (عدد الشركات) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب:

الجدول رقم 68: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,968	0,937	0,917

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 68 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب 93.7 % من التباين الحاصل في عدد الشركات في المغرب.

7- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب:

الجدول رقم 69: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (2-3)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في المغرب.
	0.000	47.687	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 69 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب يساوي (47.687) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (2-3) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في المغرب) محققة.

8- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب:

الجدول رقم 70: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0,006	3,16	10,717	33,865	الثابت
دال	0,024	-2,487	1,232	-3,065	سعر الصرف-المغرب
دال	0,003	3,472	0,08	0,278	عرض النقود-المغرب
غير دال	0,104	1,725	0,444	0,767	الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب
دال	0,034	2,319	0,129	0,298	القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب
غير دال	0,108	1,705	1,872	3,191	معدل الفائدة-المغرب

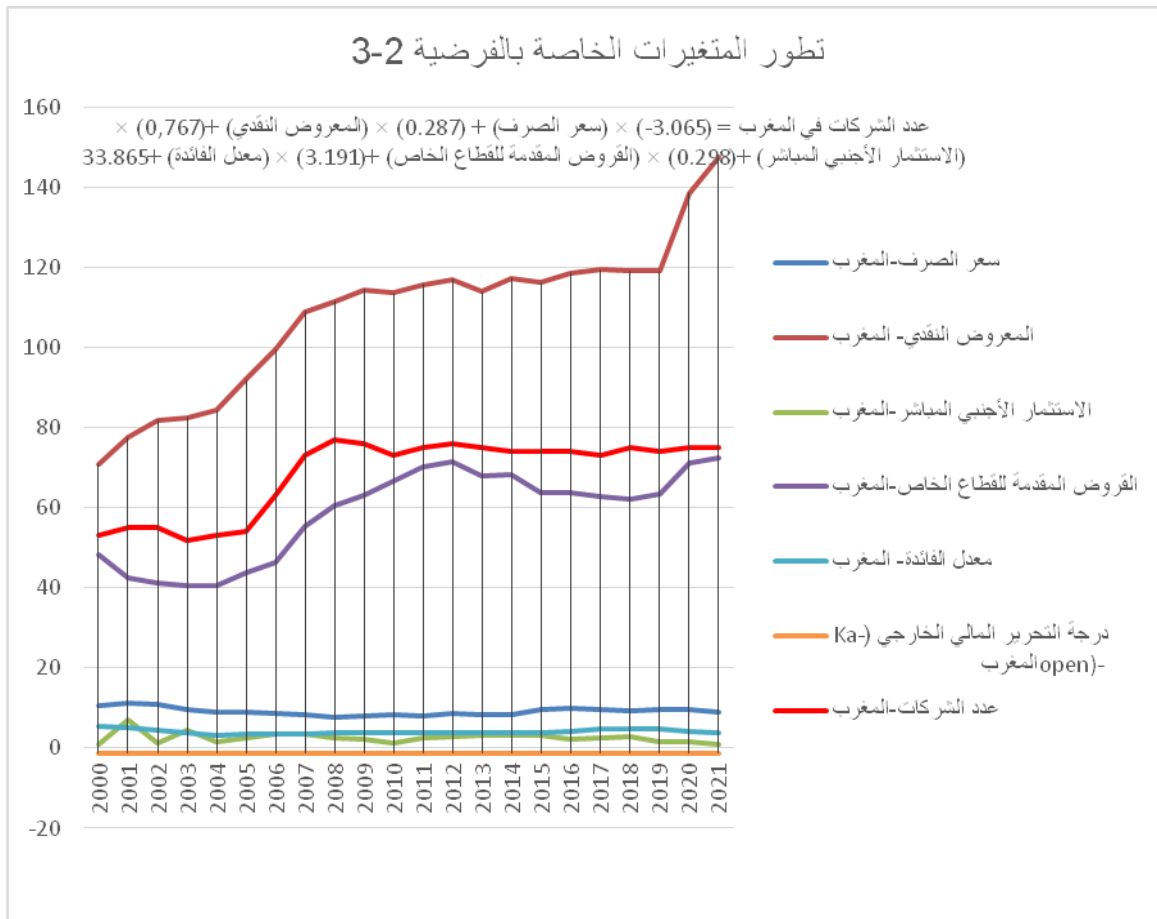
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 70 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين ان المتغيرات التي لها اثر دال احصائيا في نموذج الانحدار هي (سعر الصرف، عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في تباين عدد الشركات، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{عدد الشركات في المغرب} = & (-3.065) \times (\text{سعر الصرف}) + (0.287) \times (\text{عرض النقود}) \\ & + (0,767) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (0.298) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) \\ & + (3.191) \times (\text{معدل الفائدة}) + 33.865 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 26: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-3).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

خامسا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الثانية:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب.

1 - التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-4):

الجدول رقم 71: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-4).

التحقق	الشرط
غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي	التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)
قيمة (Mahal Max) تساوي (16.059) وهي اقل من قيمة $(\chi^2 \text{ Khi deux})$ الجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة.	القيم المتطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 71 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعتمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-2) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 72: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-2) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	البواقي غير المعيارية	السنوات
0,26	1,96903	4,82	-4,82274	2000
0,14	2,65621	1,37	1,37455	2001
0,07	3,75762	0,3	-0,30495	2002
0,07	3,91392	8,57	-8,57364	2003
0,05	4,61252	0,99	0,99301	2004
0,04	4,81031	6,75	-6,74578	2005
0,04	5,2029	2,78	2,78056	2006
0,03	5,65687	13,38	13,37823	2007
0,03	5,59994	0,35	0,34527	2008
0,03	5,85427	1,44	-1,4382	2009
0,03	5,81508	13,75	13,74768	2010
0,03	5,72951	1,81	-1,81031	2011
0,03	5,75886	3,42	-3,42273	2012
0,03	5,54244	4,77	-4,76561	2013
0,03	5,83703	8,88	-8,88175	2014
0,03	6,02077	4,53	4,53157	2015
0,03	6,03015	7,72	7,7172	2016
0,03	5,87533	8,82	8,82271	2017
0,03	5,82048	1,65	-1,65094	2018
0,03	5,84401	5,37	5,36593	2019
0,02	7,47086	5,14	-5,14497	2020
0,01	8,33533	11,5	-11,4951	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي spss

3 - الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (4-2) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 73: يوضح الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-4) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
القيمة السوقية -المغرب	32,6041018	5,57473762
سعر الصرف-المغرب	9,75906381	0,25344061
عرض النقود-المغرب	93,7595838	4,69564166
الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب	2,80402068	0,44563585
القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب	52,5712132	2,43602327
معدل الفائدة-المغرب	4,48961165	0,18177214
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-المغرب	-1,23	0,00E+00

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

3- الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.

الجدول رقم 74: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (القيمة السوقية) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-المغرب	-0,807**	0.000	دال
عرض النقود-المغرب	0,94**	0.000	دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب	-0,15	0,252	غير دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب	0,855**	0.000	دال
معدل الفائدة-المغرب	-0,548**	0,004	دال
درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-المغرب	/	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لها ارتباط إيجابي دال احصائيا (طردى) بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس له ارتباط دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية)
 - المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (القيمة السوقية) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب:

الجدول رقم 75: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,977	0,954	0,940

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 75 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **95.4 %** من التباين الحاصل في القيمة السوقية في المغرب.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب:

الجدول رقم 76: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (2-4)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب
	0.000	66.703	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 76 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب يساوي (66.703) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (2-4) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب) محققة.

9- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب:

الجدول رقم 77: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,401	0,862	24,583	21,197	الثابت
دال	0.000	-4,469	2,975	-13,297	سعر الصرف-المغرب
دال	0.000	5,559	0,202	1,124	عرض النقود- المغرب
غير دال	0,601	0,533	0,759	0,405	الاستثمار الأجنبي المباشر-المغرب
غير دال	0,23	-1,248	0,386	-0,482	القروض المقدمة للقطاع الخاص-المغرب
غير دال	0,007	3,084	4,333	13,364	معدل الفائدة- المغرب

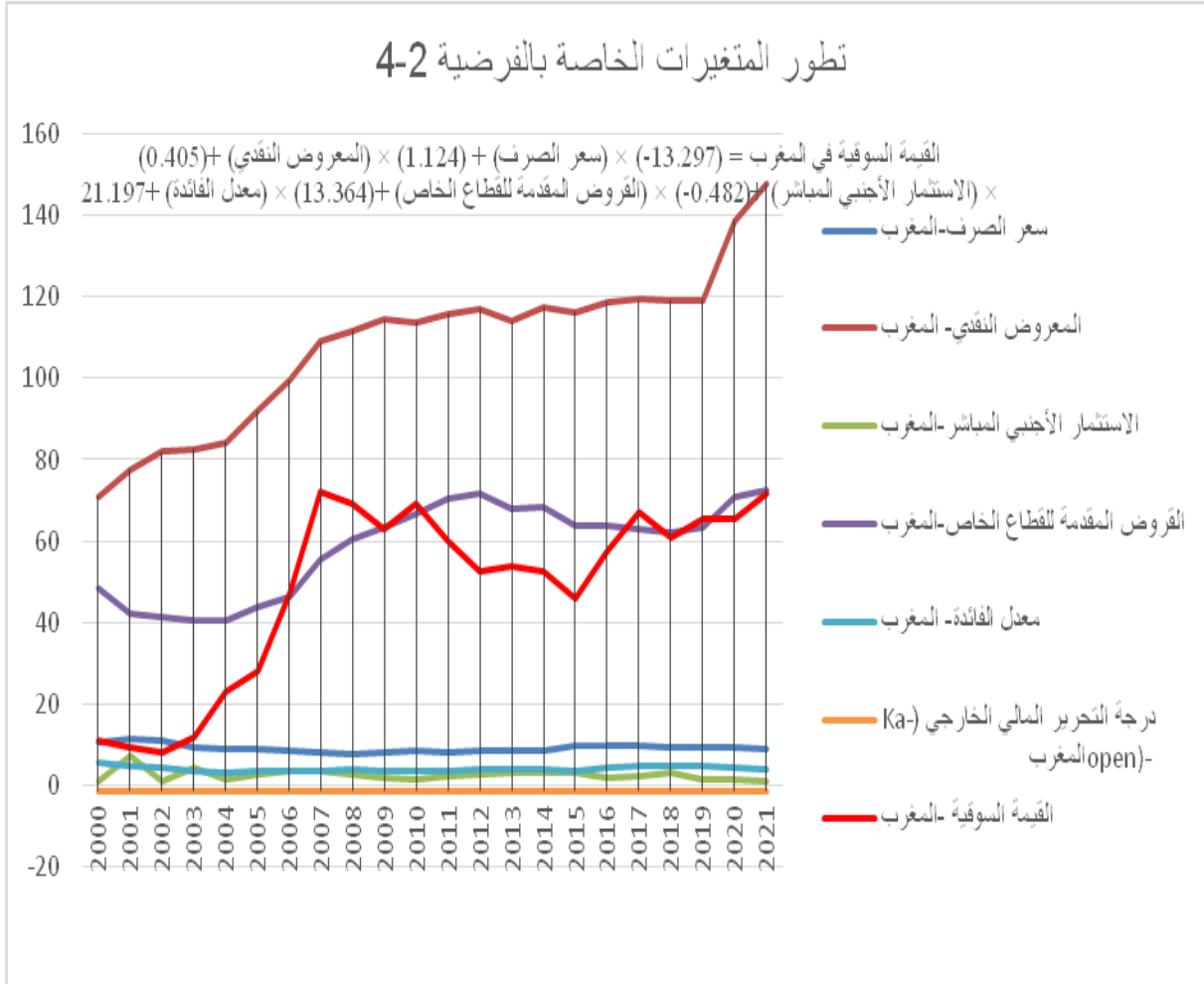
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 77 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن اغلب المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار ما عدا (سعر الصرف، عرض النقود) لذا فهما المتغيران اللذان لهما تأثير جوهري في تباين القيمة السوقية، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{القيمة السوقية في المغرب} = & (-13.297) \times (\text{سعر الصرف}) + (1.124) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (0.405) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-0.482) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) \\ & + (13.364) \times (\text{معدل الفائدة}) + 21.197 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 27: يوضح تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-4).



المطلب الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات بورصة مصر

أولا - عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الرئيسية الثالثة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على سوق الأوراق المالية في مصر.

1-التحقق من توزيع البيانات الخاصة بمصر.

الجدول رقم 78: توزيع البيانات الخاصة بمصر (السنوات: 2000-2021).

القرار الاحصائي	اختبار كولموجروف سيمينوف Kolmogorov-Smirnov		البيانات الخاصة بمصر (السنوات: 2000-2021).
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار	
توزيع غير طبيعي	0	0,291	سعر الصرف-مصر (X 1)
توزيع طبيعي	0,138	0,162	عرض النقود- مصر (X 2)
توزيع غير طبيعي	0,014	0,208	الاستثمار الأجنبي المباشر- مصر (X 3)
توزيع طبيعي	0,079	0,175	القروض المقدمة للقطاع الخاص- مصر (X 4)
توزيع طبيعي	0,2	0,133	معدل الفائدة - مصر (X 5)
توزيع غير طبيعي	0,037	0,19	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- مصر (X 6)
توزيع غير طبيعي	0,008	0,218	دوران السهم- مصر (Y 1)
توزيع غير طبيعي	0	0,298	حجم التداول- مصر (Y 2)
توزيع غير طبيعي	0	0,291	عدد الشركات- مصر (Y 3)
توزيع طبيعي	0,132	0,163	القيمة السوقية - مصر (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 78 نجد:

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x2-x4-x5-y4) أكبر من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الطبيعي.

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x1-x3-x6-y1-y2-y3) أقل من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الغير طبيعي.

2- الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بمصر.

الجدول رقم 79: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بمصر (السنوات: 2000-2021).

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	البيانات الخاصة بمصر
4,82724843	8,41842365	سعر الصرف-مصر (X 1)
8,93684488	85,2812081	عرض النقود- مصر (X 2)
2,56361188	2,82901819	الاستثمار الأجنبي المباشر- مصر (X 3)
11,6900424	37,9893134	القروض المقدمة للقطاع الخاص- مصر (X 4)
5,03422976	3,24844389	معدل الفائدة - مصر (X 5)
1,40395083	0,86272727	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- مصر (X 6)

23,3189413	38,258869	دوران السهم - مصر (Y 1)
24,5930619	24,3811691	حجم التداول - مصر (Y 2)
334,038	476,5	عدد الشركات - مصر (Y 3)
28,6241162	57,4290909	القيمة السوقية - مصر (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

ثانيا- عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الثالثة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.

- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-3):

الجدول رقم 80: يوضح شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-3).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (17.647) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) الجدولة عند درجة حرية (06) حيث تساوي (22.46) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

خلال الجدول رقم 80 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على طريقة

المربعات الصغرى الموزونة لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

1- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-3) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 81: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-3) بطريقة WLS.

السنوات	البواقي غير المعيارية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	المتغير الموزون
2000	33,99274	33,99	20,56886	0,002364
2001	-13,65697	13,66	18,26077	0,002999
2002	-17,98629	17,99	15,60389	0,004107
2003	-0,09528	0,1	6,24535	0,025638
2004	-7,31694	7,32	9,98429	0,010031
2005	-7,24084	7,24	19,63448	0,002594
2006	-14,04412	14,04	25,61557	0,001524

0,00171	24,18286	22,11	-22,10655	2007
0,002044	22,12102	53,21	53,20814	2008
0,002587	19,65986	25,08	25,07507	2009
0,002779	18,96857	11,78	-11,77899	2010
0,004949	14,2144	10,04	-10,04376	2011
0,004345	15,17	9,49	-9,4877	2012
0,006663	12,25088	13,2	-13,2009	2013
0,007995	11,1838	4,82	4,82125	2014
0,008276	10,99239	7,36	-7,35614	2015
0,262803	1,95067	15,61	15,60731	2016
1,684299	0,77053	3,6	3,5968	2017
0,026045	6,19639	1,32	1,3218	2018
0,011137	9,47578	13,23	-13,22832	2019
0,041709	4,89651	7,61	7,60599	2020
0,019623	7,13872	2,31	2,3137	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

3- الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (3-1) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 82: الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (3-1) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
دوران السهم- مصر	31,8178762	1,67032305
سعر الصرف- مصر	16,2662281	1,06337737
عرض النقود- مصر	92,3502414	1,19171111
الاستثمار الأجنبي المباشر- مصر	2,95260723	0,18712311
القروض المقدمة للقطاع الخاص- مصر	29,759667	1,35072623
معدل الفائدة- مصر	-1,84180104	1,34799615
درجة التحرير المالي (Ka-open)- مصر	-0,23836839	0,16278292

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

4- الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في

مصر.

الجدول رقم 83: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر.

القرار الاحصائي	مستوى الدلالة (Sig)	درجة الارتباط بالمتغير التابع (معدل دوران السهم) (R)	المتغير المستقل
غير دال	0,086	-0,302	سعر الصرف-مصر
غير دال	0,273	0,136	عرض النقود- مصر
غير دال	0,246	0,154	الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر
غير دال	0,412	-0,051	القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر
دال	0,037	0,389*	معدل الفائدة- مصر
دال	0,033	-0,4*	درجة التحرير المالي (Ka-open)- مصر

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط إيجابي (طردى) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم)
- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) سلبي (عكسي) دال احصائيا.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر:

الجدول رقم 84: يوضح معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,801	0,642	0,499

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 84 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب 64.2% من التباين الحاصل في معدل دوران السهم في مصر.

8- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر:

الجدول رقم 85: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (1-3)
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.
دال	0.009	4.483	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 85 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في امصر يساوي (4.483) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.009) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (1-3) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر) محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر:

الجدول رقم 86: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,1	1,753	23,318	40,866	الثابت
دال	0,02	-2,609	0,745	-1,944	سعر الصرف-مصر
غير دال	0,116	1,667	0,527	0,879	عرض النقود- مصر
غير دال	0,091	1,806	2,175	3,929	الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر
دال	0,023	-2,522	0,88	-2,219	القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر
دال	0,02	2,6	0,442	1,15	معدل الفائدة- مصر
غير دال	0,101	1,75	4,938	8,641	درجة التحرير المالي (Ka-open) - مصر

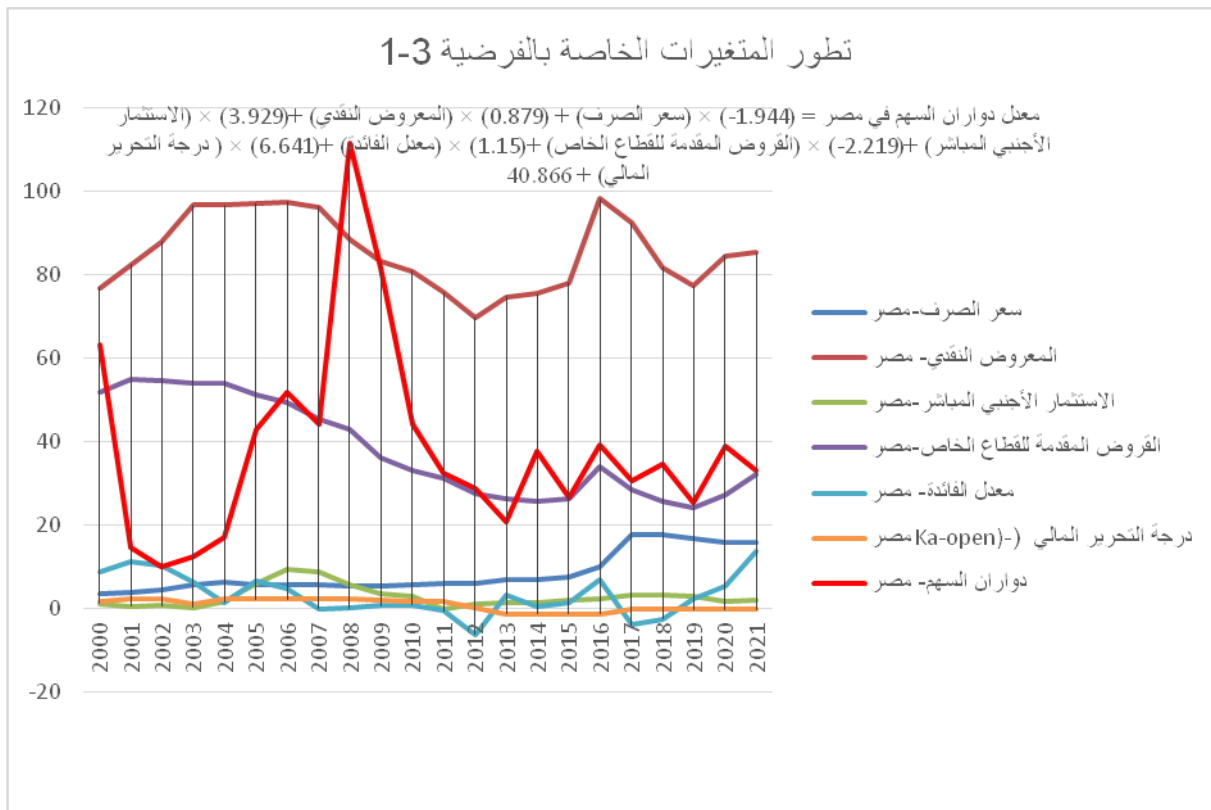
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 86 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين ان المتغيرات المستقلة التي لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار هي (سعر الصرف، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) وبالتالي هي المتغيرات التي لها أثر جوهري في تباين معدل دوران السهم وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{معدل دوران السهم في مصر} = & (-1.944) \times (\text{سعر الصرف}) + (0.879) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (3.929) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-2.219) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) \\ & + (1.15) \times (\text{معدل الفائدة}) + (6.641) \times (\text{درجة التحرير المالي}) + 40.866 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 28: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-3).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج exel

ثالثا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثانية للفرضية الرئيسية الثالثة:

- هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في مصر .

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-3):

الجدول رقم 87: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-3).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (13.414) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) الجدولة عند درجة حرية (06) حيث تساوي (22.46) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 87 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على

طريقة المربعات الصغرى الموزونة لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-3) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 88: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-3) بطريقة WLS.

السنوات	البواقي غير المعيارية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	المتغير الموزون
2000	6,16877	6,17	5,5472	0,032498
2001	-1,64449	1,64	8,25454	0,014676
2002	-5,91914	5,92	9,11498	0,012036
2003	9,35824	9,36	2,3906	0,174979
2004	-5,96912	5,97	8,37798	0,014247
2005	-17,05266	17,05	14,10823	0,005024
2006	-14,47898	14,48	16,68583	0,003592
2007	-5,0013	5	18,29144	0,002989
2008	42,17108	42,17	17,79628	0,003157
2009	23,58385	23,58	19,80347	0,00255
2010	-12,41805	12,42	19,92902	0,002518
2011	-15,66486	15,66	17,09828	0,003421
2012	-8,01536	8,02	10,09846	0,009806
2013	-3,78476	3,78	5,25263	0,036245
2014	9,31722	9,32	5,11874	0,038166

0,039374	5,03961	4,01	-4,00805	2015
0,174481	2,39401	0,15	-0,14661	2016
0,136744	2,70425	1,03	1,03155	2017
0,102042	3,13047	0,96	-0,95646	2018
0,036305	5,24828	7,61	-7,60796	2019
0,034435	5,38891	3,77	3,77176	2020
0,078799	3,56239	7,27	7,26533	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**
3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-2) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 89: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-2) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
حجم التداول-مصر	12,2377975	1,87936393
سعر الصرف-مصر	11,2058916	1,10021066
عرض النقود- مصر	88,7149455	1,81691866
الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر	2,05443707	0,2679204
القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر	35,8859867	2,40145361
معدل الفائدة- مصر	3,81357439	1,13226479
درجة التحرير المالي (Ka-open)- مصر	-0,01825642	0,22648957

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**
4- الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر.
 الجدول رقم 90: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (حجم التداول) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-مصر	0,187	0,202	غير دال
عرض النقود- مصر	-0,346	0,057	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر	0,628**	0,001	دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر	-0,438*	0,021	دال
معدل الفائدة- مصر	-0,298	0,089	غير دال
درجة التحرير المالي (Ka-open)- مصر	-0,131	0,281	غير دال

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول نجد:

- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (القروض المقدمة للقطاع الخاص) الذي له ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع والمتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) إيجابي (طردى) دال احصائيا.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر:

الجدول رقم 91: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,817	0,668	0,535

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 91 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **66.8 %** من التباين الحاصل في حجم التداول في مصر.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر:

الجدول رقم 92: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (2-3)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في مصر.
	0.005	5.024	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 92 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر يساوي (5.024) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.005) وهي أقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (2-3) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في مصر) محققة.

7 - استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر:

الجدول رقم 93: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0,008	3,078	14,941	45,992	الثابت
دال	0,015	-2,739	0,635	-1,738	سعر الصرف-مصر
غير دال	0,34	0,986	0,37	0,365	عرض النقود- مصر
غير دال	0,051	2,122	1,702	3,61	الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر
دال	0,05	-2,129	0,723	-1,539	القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر
غير دال	0,335	0,996	0,336	0,335	معدل الفائدة- مصر
غير ال	0,054	2,086	4,357	9,088	درجة التحرير المالي(Ka-open)- مصر

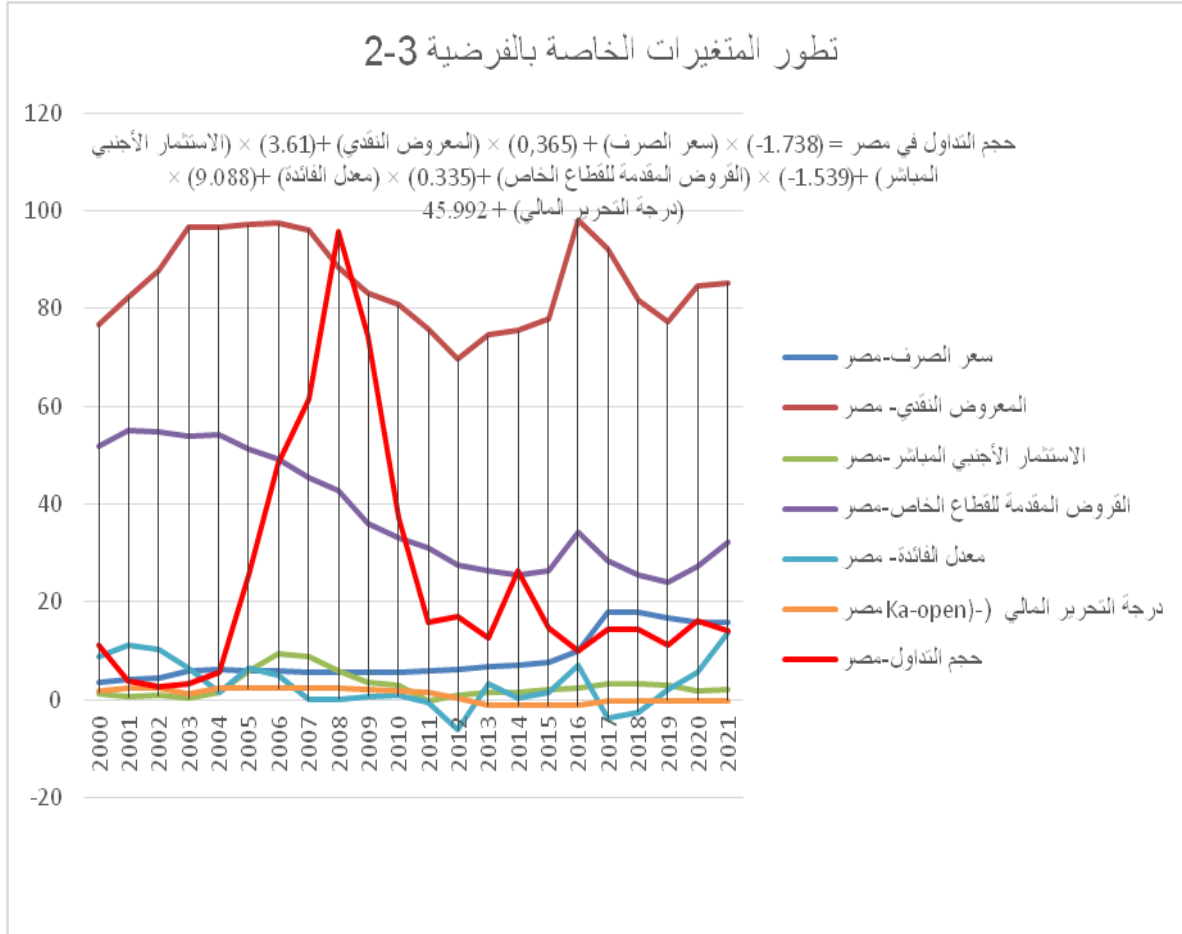
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 93 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن اغلب المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار ما عدا (سعر الصرف، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لذا فهما المتغيران اللذان لهما تأثير جوهري في حجم التداول وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{حجم التداول في مصر} = & (-1.738) \times (\text{سعر الصرف}) + (0,365) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (3.61) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-1.539) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) \\ & + (0.335) \times (\text{معدل الفائدة}) + (9.088) \times (\text{درجة التحرير المالي}) + 992.45 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 29: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-3).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

رابعا- عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الثالثة:

- هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في مصر.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-3):

الجدول رقم 94: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-3).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (11.682) وهي اقل من قيمة (Khi) χ^2 الجدولة عند درجة حرية (06) حيث تساوي (22.46) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 94 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2 - معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-3) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 95: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-3) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	البواقي غير المعيارية	السنوات
0,000398	50,0951	29,43	-29,43021	2000
0,000222	67,06888	6,55	6,5488	2001
0,000222	67,19084	138,59	138,58617	2002
0,000369	52,05271	8,54	8,53932	2003
0,00034	54,27178	101,79	-101,79371	2004
0,000436	47,9119	49,98	49,97754	2005
0,000892	33,4899	12,96	12,96181	2006
0,001381	26,90672	10,67	-10,67427	2007
0,000736	36,86753	93,29	-93,29446	2008
0,000503	44,59374	35,21	35,2112	2009
0,000504	44,55609	25,24	25,23677	2010
0,000395	50,33952	17,71	-17,71055	2011
0,00276	19,03447	57,51	-57,51161	2012
0,002407	20,38329	11,28	-11,27873	2013
0,004024	15,76444	27,69	27,68799	2014
0,003264	17,50354	37,33	37,33201	2015
0,000884	33,64038	16,74	-16,7438	2016
0,000528	43,50559	46,62	46,62267	2017
0,000515	44,06483	15,76	15,75967	2018

0,000384	51,06408	43,2	43,20041	2019
0,000276	60,13878	28,66	28,65972	2020
0,000192	72,20404	137,89	-137,88672	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-3) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 96: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-3) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
عدد الشركات-مصر	340,42	6,929
سعر الصرف-مصر	7,53326465	0,10180052
عرض النقود- مصر	81,0636334	0,2976938
الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر	2,71703514	0,07939825
القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر	32,3584724	0,30657535
معدل الفائدة- مصر	1,10741833	0,13000166
درجة التحرير المالي (Ka-open) - مصر	0,03579449	0,04639032

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

4 - الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في

مصر.

الجدول رقم 97: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في

مصر.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (R) (عدد الشركات)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-مصر	-0,329	0,068	غير دال
عرض النقود- مصر	0,49**	0,01	دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر	0,228	0,153	غير دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر	0,88**	0	دال
معدل الفائدة- مصر	0,529**	0,006	دال
درجة التحرير المالي (Ka-open) - مصر	0,622**	0,001	دال

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).

-المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة، درجة التحرير المالي) لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر:

الجدول رقم 98: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0.984	0,968	0,956

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 98 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **96.8 %** من التباين الحاصل في عدد الشركات في مصر.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر:

الجدول رقم 99: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (3-3)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في مصر.
	0.000	76.472	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 99 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (**F**) لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر يساوي (76.472) ومستوى الدلالة للاختبار (**Sig**) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (3-3) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في مصر) محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر:

الجدول رقم 100: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,776	0,29	147,332	42,678	الثابت
دال	0,001	4,341	4,637	20,13	سعر الصرف-مصر
دال	0	-5,657	2,847	-16,108	عرض النقود- مصر
غير دال	0,545	-0,62	7,087	-4,394	الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر
دال	0	10,964	4,134	45,329	القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر
غير دال	0,997	0,004	3,728	0,016	معدل الفائدة- مصر
دال	0,001	-4,275	19,549	-83,578	درجة التحرير المالي(Ka-open)- مصر

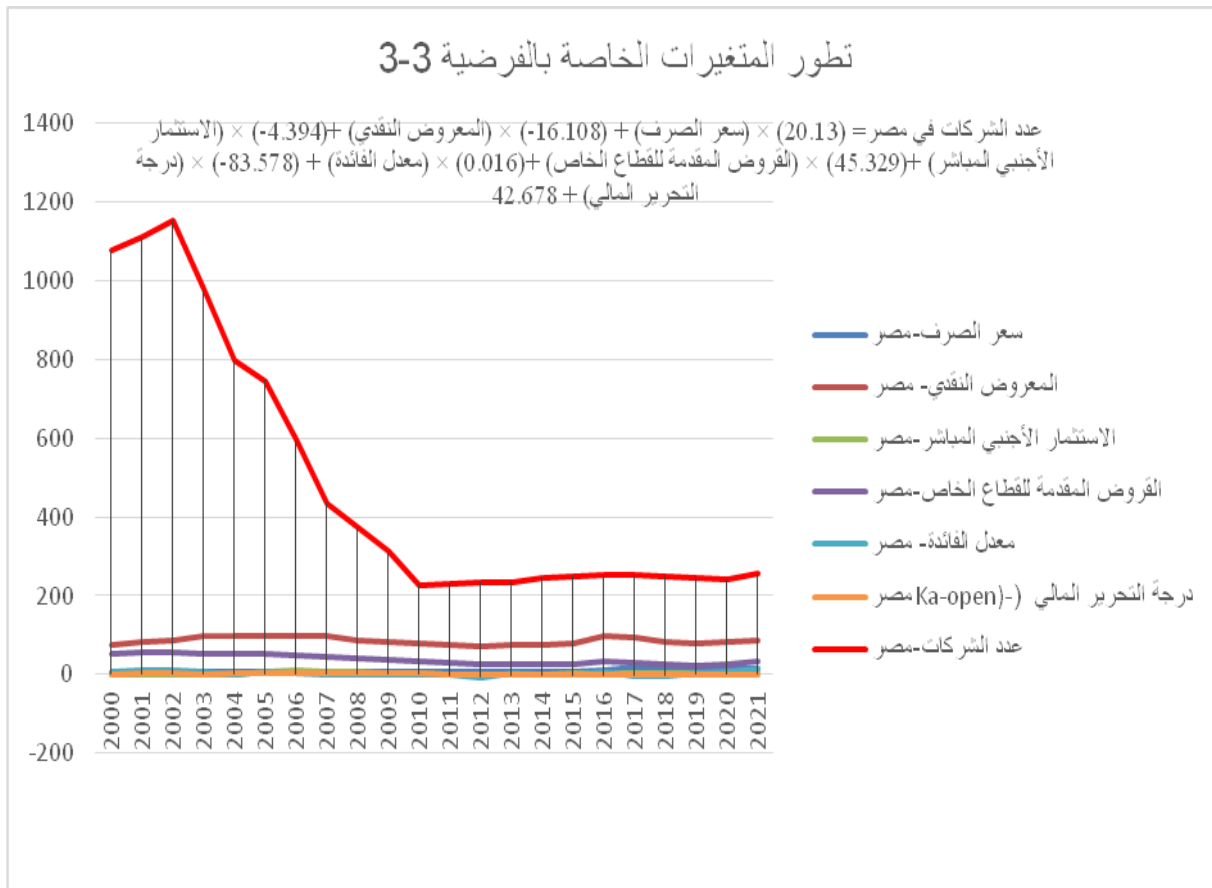
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 100 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين ان المتغيرات التي لها أثر دال احصائيا في نموذج الانحدار هي (سعر الصرف، عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، درجة التحرير المالي) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في تبين عدد الشركات، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{عدد الشركات في مصر} = & (20.13) \times (\text{سعر الصرف}) + (-16.108) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (-4.394) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (45.329) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) \\ & + (0.016) \times (\text{معدل الفائدة}) + (-83.578) \times (\text{درجة التحرير المالي}) + 42.678 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 30: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-3).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

خامسا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الثالثة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في مصر.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-4):

الجدول رقم 101: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-4).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	محقق (الجدول رقم) - توزيع طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (13.075) وهي اقل من قيمة $(\chi^2 \text{ Khi deux})$ المجدولة عند درجة حرية (06) حيث تساوي (22.46) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 101 نجد ان بالرغم من تحقق شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) الا انه تبقى يبقى توزيع اغلب المتغيرات المستقلة غير طبيعي لذا تحسبا سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-4) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 102: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-4) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبوافي غير المعيارية	البوافي غير المعيارية	السنوات
0,125217	2,82598	2,84	-2,83725	2000
0,264533	1,94429	1,35	-1,34578	2001
0,104485	3,09366	3,18	-3,18495	2002
0,044792	4,72498	8,6	8,6015	2003
0,100345	3,15684	2,1	2,1026	2004
0,007829	11,30193	0,08	-0,07801	2005
0,004016	15,78079	17,64	-17,63851	2006
0,00485	14,35977	23,71	23,71014	2007
0,011952	9,14685	7,7	-7,70489	2008
0,02231	6,69506	6,04	6,0368	2009
0,025481	6,26452	0,97	0,96682	2010
0,772945	1,13743	8,14	-8,1398	2011
0,173575	2,40025	2,48	-2,48076	2012
0,01317	8,71388	5,07	5,06851	2013
0,014786	8,22374	11,9	11,89716	2014
0,011204	9,4474	5,4	-5,39991	2015
0,005631	13,32598	15,17	-15,16521	2016
0,036842	5,20992	1,3	1,29985	2017
0,06948	3,79375	5,22	-5,21835	2018
0,050207	4,46293	4,98	-4,97793	2019
0,036618	5,2258	2,89	2,89235	2020
0,019799	7,10694	11,6	11,59561	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي spss

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-4) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 103: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-4) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
القيمة السوقية - مصر	44,069932	4,53509462
سعر الصرف - مصر	6,69877393	1,13977368
عرض النقود - مصر	79,7640229	2,15453368
الاستثمار الأجنبي المباشر - مصر	0,82437977	0,39467799
القروض المقدمة للقطاع الخاص - مصر	38,1634311	3,51639455
معدل الفائدة - مصر	2,36840587	1,68398574
درجة التحرير المالي (Ka-open) - مصر	1,38504767	0,26937041

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

4- الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر.

الجدول رقم 104: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي)

في مصر.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (R) (القيمة السوقية)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف - مصر	0,143	0,263	غير دال
عرض النقود - مصر	-0,319	0,074	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر - مصر	0,322	0,072	غير دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص - مصر	-0,664**	0,000	دال
معدل الفائدة - مصر	-0,717**	0,000	دال
درجة التحرير المالي (Ka-open) - مصر	-0,343	0,059	غير دال

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss .

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، درجة التحرير المالي) ليس لها ارتباط دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر:

الجدول رقم 105: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,977	0,954	0,935

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 105 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **95.4 %** من التباين الحاصل في القيمة السوقية في مصر.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر:

الجدول رقم 106: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر.

القرار الإحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (3-4)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في مصر
	0.000	51.658	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 106 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر يساوي (51.658) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (3-4) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في مصر) محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر:

الجدول رقم 107: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر.

القرار الإحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0	5,844	11,753	68,683	الثابت
دال	0	-8,003	0,488	-3,905	سعر الصرف-مصر
دال	0,002	3,798	0,226	0,858	عرض النقود- مصر

الاستثمار الأجنبي المباشر-مصر	8,718	0,856	10,185	0	دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-مصر	-2,057	0,243	-8,465	0	دال
معدل الفائدة- مصر	0,066	0,31	0,212	0,835	غير دال
درجة التحرير المالي(Ka-open)- مصر	3,088	1,66	1,86	0,083	غير دال

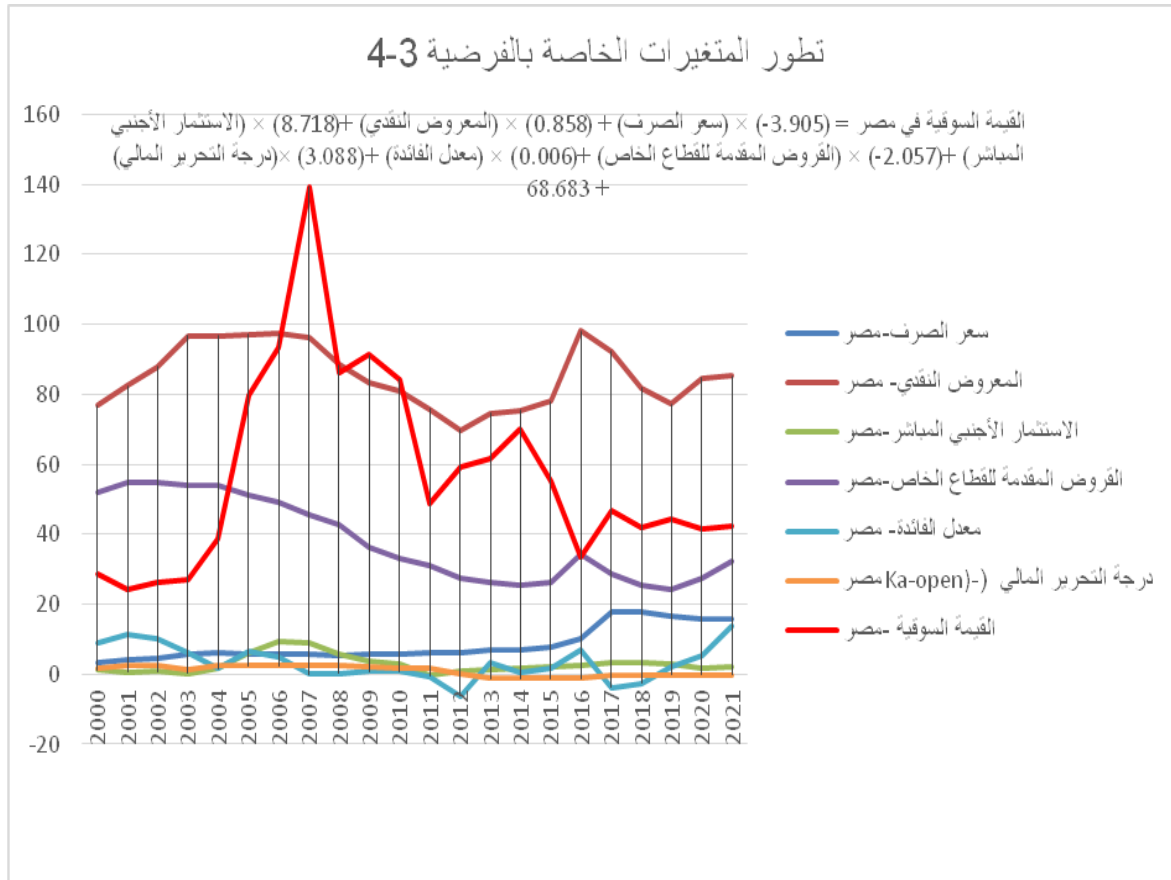
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

من خلال الجدول رقم 107 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن المتغيرات التي لها أثر دال إحصائياً في نموذج الانحدار هي (سعر الصرف، عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في تبين القيمة السوقية، وانطلاقاً من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} & \text{القيمة السوقية في مصر} = (-3.905) \times (\text{سعر الصرف}) + (0.858) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (8.718) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-2.057) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) \\ & + (0.006) \times (\text{معدل الفائدة}) + (3.088) \times (\text{درجة التحرير المالي}) + 68.683 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 31: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-4).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

المطلب الرابع: تحليل النتائج أثر التحرير المالي في مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا (الجزائر، المغرب، مصر)

بعد عرض الدراسة القياسية لأسواق بعض دول شمال إفريقيا والمتمثلة في الجزائر، المغرب ومصر إتضح لنا أن لتطبيق سياسة التحرير المالي له تأثير في مؤشرات أداء الأسواق المالية حيث تتراوح نسبة التباين ما بين 36.7 % و 96.8 % وهذا ما توضحه الجداول الثلاثة التالية:

الجدول رقم 108: تحليل نتائج تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة في الجزائر

نسبة التباين %	Ka-open X6	معدل الفائدة X5	القروض المقدمة للقطاع الخاص X4	الاستثمار الأجنبي المباشر X3	عرض النقود X2	سعر الصرف X1
36.7				-		+
غير محققة	حجم التداول y2					
64.4					+	+
86.8				-		+
						عدد الشركات y3
						القيمة السوقية y4

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج الدراسة القياسية

الجدول رقم 109: تحليل نتائج تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة في المغرب

نسبة التباين %	Ka-open X6	معدل الفائدة X5	القروض المقدمة للقطاع الخاص X4	الاستثمار الأجنبي المباشر X3	عرض النقود X2	سعر الصرف X1
76.2					-	
56.8						-
93.7					+	-
95.4					+	-
						عدد الشركات y3
						القيمة السوقية y4

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج الدراسة القياسية

الجدول رقم 110: تحليل نتائج تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة في مصر

نسبة التباين %	Ka-open X6	معدل الفائدة X5	القروض المقدمة للقطاع الخاص X4	الاستثمار الأجنبي المباشر X3	عرض النقود X2	سعر الصرف X1
64.2	-	+				-
66.8			-	+		-
96.8					-	
95.4		-				

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج الدراسة القياسية

- نلاحظ من خلال الجدول رقم 108 العلاقة الايجابية بين سعر الصرف ومؤشر معدل دوران السهم في الجزائر، وهذا ما يتنافى مع النظرية الاقتصادية، حي تتنص النظرية على العلاقة العكسية بين سعر الصرف ومؤشرات سوق الأوراق المالية وهذا ما نشاهده في الجدولين رقم 108 و 109 الذان يخصان مصر والمغرب حيث بارتفاع الدولار الأمريكي أمام العملة المحلية (الجنه المصري والدرهم المغاربي) سيدفع بالمستثمرين بيع أسهمهم وبالتالي ارتفاع اسعارها، كما يساهم في زيادة القدرة التنافسية للشركات الجزائرية وزيادة صادراتها وأرباحها مما يزيد من أسعار أسهمها، اتبعت الحكومة المغربية تعويماً تدريجياً لسعر الصرف ابتداءً من عام 2018، كأحد بنود برنامج الإصلاح الذي اشترطه صندوق النقد الدولي، فيما قامت مصر بتعويم عملتها ابتداءً من عام 2021، ولكي يكون لسعر الصرف أثر على شركات الأسهم لا بد أن تكون مرونة الطلب أكبر على السلع المحلية بالعملة الأجنبية، كما انخفاض العملة المحلية سيؤدي الى زيادة احتياطي الصرف لدى البنك المركزي بالعملة الأجنبية، نتيجة زيادة صافي تدفقات حساب راس المال و الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر (الاستثمار في المحفظة المالية) مما يساهم في زيادة الطلب على الاسهم وبالتالي زيادة حجم التداول وزيادة عدد الشركات .

- كما أن معدل الفائدة سيدفع بالمستثمرين في الودائع البنكية إلى بيع جزء من الأسهم ووضعها على مستوى البنوك لأنها ستوفر عائد أكبر من تحمل مخاطر تقلبات الأسهم وبالتالي انخفاض القيمة السوقية والتوجه إلى الاستثمارات البديلة .

- كما تشير الدراسة إلى العلاقة الإيجابية بين عرض النقود ومؤشرات سوق الأوراق المالية وهذا ما يؤكد أصحاب المدرسة الكنزية أهمهم *fridman and chwart* حيث أكدوا على الأثر الإيجابي بين عرض النقود والأوراق المالية حيث أن ارتفاع عرض النقود سيؤدي بدوره إلى انخفاض معدل الفائدة وبالتالي زيادة الاستثمار وزيادة الإنتاج و عرض المنتوجات، وبزيادة أرباح الشركات سترتفع قيمة أوراقها المالية فترتفع القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية¹، كما يرى أصحاب المدرسة النقدية، وجود علاقة مباشرة ما بين عرض النقود ومؤشرات سوق الأوراق المالية حيث بزيادة عرض النقود واستقرارها سيزيد من الإنفاق الحكومي الذي سيساهم في زيادة الدخل الوطني والذي يؤدي إلى زيادة أرباح الشركات التي تنعكس بالإيجاب على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية².

- كما أسفرت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية ما بين الاستثمار الأجنبي المباشر وحجم التداول في بورصة مصر .

¹ - بن شني عبد القادر، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، ص88، على الموقع الإلكتروني: <http://e-biblio.univ-mosta.dz> تاريخ الإطلاع: 2022/04/10.

² - عباس الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص351.

المبحث الثالث: تقدير وتحليل أثر التحرير المالي في مؤشرات أداء أسواق الشرق الأوسط (الأردن والمملكة العربية السعودية)

المطلب الأول: دراسة قياسية السوق المالية السعودية
أولاً: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الرئيسية الرابعة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على سوق الأوراق المالية في السعودية.

1- التحقق من توزيع البيانات الخاصة بالسعودية.

الجدول رقم 111: توزيع البيانات الخاصة بالسعودية (السنوات: 2000-2021).

القرار الاحصائي	اختبار كولموجروف سيمينوف Kolmogorov-Smirnov		البيانات الخاصة بالسعودية (السنوات: 2000-2021).
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار	
ثابت	/	/	سعر الصرف-السعودية (X 1)
توزيع غير طبيعي	0,043	0,187	عرض النقود- السعودية (X 2)
توزيع غير طبيعي	0	0,259	الاستثمار الأجنبي المباشر- السعودية (X 3)
توزيع طبيعي	0,092	0,171	القروض المقدمة للقطاع الخاص- السعودية (X 4)
توزيع غير طبيعي	0	0,323	معدل الفائدة - السعودية (X 5)
ثابت	/	/	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-السعودية (X 6)
توزيع طبيعي	0,05	0,184	دوران السهم- السعودية (Y 1)
توزيع غير طبيعي	0,09	0,172	حجم التداول- السعودية (Y 2)
توزيع طبيعي	0,115	0,167	عدد الشركات- السعودية (Y 3)
توزيع غير طبيعي	0	0,379	القيمة السوقية - السعودية (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 111 نجد:

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x4-y1-y3) أكبر من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الطبيعي.

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x2-x3-x5-y2-y4) أقل من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الغير طبيعي.

- المتغيرات (x1-x6) ثابتة وبالتالي سيتم حذفها من معادلة الانحدار.

2- الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالسعودية.

الجدول رقم 112: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالسعودية (السنوات: 2000-2021).

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	البيانات الخاصة بالسعودية (السنوات: 2000-2021).
0	3,75	سعر الصرف-السعودية (X 1)
11,2335614	58,5327038	عرض النقود-السعودية (X 2)
2,69919202	2,08773214	الاستثمار الأجنبي المباشر- السعودية (X 3)
13,2782199	42,9164876	القروض المقدمة للقطاع الخاص- السعودية (X 4)
2,12117797	1,96219318	معدل الفائدة - السعودية (X 5)
0	1,05	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)-السعودية (X 6)
90,3659102	87,8272913	دوران السهم- السعودية (Y 1)
334,024554	398,04294	حجم التداول- السعودية (Y 2)
50,422	137,91	عدد الشركات- السعودية (Y 3)
763,942576	636,253636	القيمة السوقية - السعودية (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

ثانيا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الرابعة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية.

1 - التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-4):

الجدول رقم 113: شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-4).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	محقق (الجدول رقم) - توزيع طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (11.468) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) الجدولة عند درجة حرية (04) حيث تساوي (18.47) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 113 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) محقق ولا توجد قيم متطرفة، ولكن اغلب المتغيرات المستقلة تخضع للتوزيع الغير الطبيعي ومنه تحسبا سنعتمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة.

2 - معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-4) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 114: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-4) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبقايا غير المعيارية	البقايا غير المعيارية	السنوات
0,00025	63,54425	68,49	-68,49317	2000
0,00023	65,8815	65,52	-65,51626	2001
0,00034	54,3299	32,45	-32,44542	2002
0,00028	59,38519	58,21	-58,21159	2003
0,00017	75,70905	52,92	52,91875	2004
0,00011	93,52596	18,01	18,00926	2005
0,00008	115,24146	261	260,99517	2006
0,00007	120,02607	39,29	-39,2896	2007
0,0001	101,92686	142,12	-142,11754	2008
0,00039	50,57859	7,48	-7,48106	2009
0,00058	41,62587	48,01	-48,01407	2010
0,00107	30,60383	2,1	-2,10415	2011
0,00136	27,09448	61,48	61,48435	2012
0,0015	25,82649	11,22	11,21614	2013
0,0022	21,31191	65,48	65,47587	2014
0,00166	24,53759	66,68	66,68465	2015
0,00142	26,52787	41,27	41,27084	2016
0,00186	23,15813	12,79	12,79454	2017
0,00136	27,11135	7,1	7,09973	2018
0,0008	35,39542	35,12	-35,12108	2019
0,00028	59,39118	47,1	-47,09835	2020
0,00035	53,16564	52,06	-52,05699	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي spss

3- الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (1-4) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 115: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-4) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
دواران السهم- السعودية	79,1326973	1,26306191
سعر الصرف-السعودية	3,75	0
عرض النقود- السعودية	63,2412922	0,27007346
الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية	1,38041638	0,04694519
القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية	47,1126701	0,29945089
معدل الفائدة- السعودية	0,67497798	0,03538786
درجة التحرير المالي (Ka-open)- السعودية	1,05	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

4- الارتباط بين المتغير التابع (معدل دواران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية.

الجدول رقم 116: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دواران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (معدل دوران السهم) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-السعودية	.	/	مفقود
عرض النقود- السعودية	-0,338	0,062	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية	0,297	0,089	غير دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية	-0,345	0,058	غير دال
معدل الفائدة- السعودية	0,011	0,481	غير دال
درجة التحرير المالي (Ka-open)	.	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطها مفقود مع المتغير التابع (معدل دوران السهم). لان قيم المتغيرين ثابتة.

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية:

الجدول رقم 117:معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية.

معامل التحديد المعدل	معامل التحديد	معامل الارتباط (R)	المتغيرات المستقلة
0,022	0,209	0,457	مؤشرات التحرير المالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 117 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب 20.9 % من التباين الحاصل في معدل دوران السهم في السعودية.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية:

الجدول رقم 118: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (1-4)
غير دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية.
	0.380	1.120	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 118 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية يساوي (1.120) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.380) وهي اكبر من (0.05) وبالتالي لا توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (1-4) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية) غير محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية:

الجدول رقم 119: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,224	1,261	106,883	134,781	الثابت
غير دال	0,759	0,312	4,094	1,278	عرض النقود- السعودية

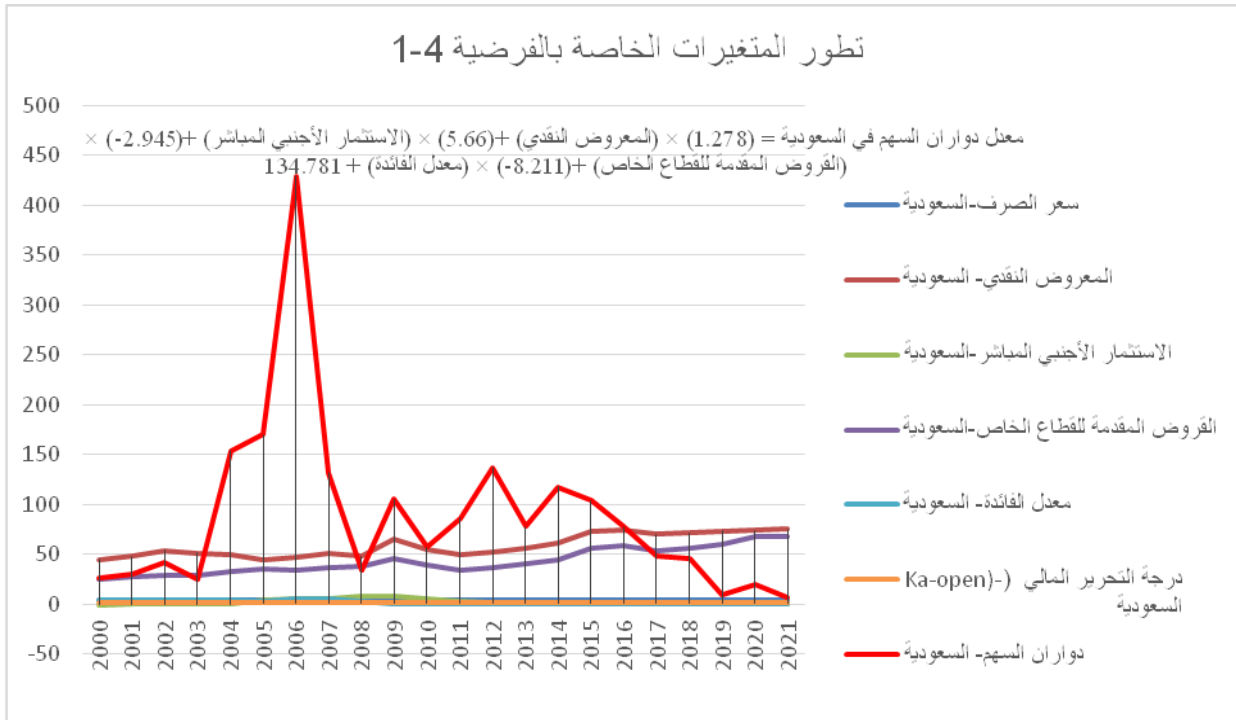
غير دال	0,373	0,916	6,182	5,66	الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية
غير دال	0,453	-0,768	3,832	-2,945	القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية
غير دال	0,412	-0,842	9,756	-8,211	معدل الفائدة- السعودية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss** من خلال الجدول رقم 119 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين ان جميع المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا في معادلة الانحدار ومنه معادلة الانحدار ليست دالة احصائيا وعليه النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\text{معدل دوران السهم في السعودية} = (1.278) \times (\text{عرض القود}) + (5.66) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-2.945) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-8.211) \times (\text{معدل الفائدة}) + 134.781$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 32: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-4).



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **exel**

ثالثا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثانية للفرضية الرئيسية الرابعة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في السعودية.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-4):

الجدول رقم 120: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-4).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (13.339) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) المجدولة عند درجة حرية (04) حيث تساوي (18.47) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج spss

من خلال الجدول رقم 120 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-4) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 121: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-4) بطريقة WLS.

السنوات	البواقي غير المعيارية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	المتغير الموزون
2000	-290,77911	290,78	191,92358	0,00003
2001	-269,83495	269,83	177,09318	0,00003
2002	-67,81754	67,82	111,59171	0,00008
2003	-28,48126	28,48	141,14387	0,00005
2004	73,51542	73,52	207,4361	0,00002
2005	286,06447	286,06	327,835	0,00001
2006	630,11311	630,11	306,34691	0,00001
2007	-78,67302	78,67	291,80551	0,00001
2008	-347,59232	347,59	322,23478	0,00001
2009	-58,6689	58,67	145,30386	0,00005
2010	-246,77163	246,77	189,17962	0,00003
2011	-121,43399	121,43	200,93138	0,00002
2012	168,72638	168,73	177,76666	0,00003
2013	45,80638	45,81	166,19568	0,00004
2014	352,91669	352,92	126,24663	0,00006
2015	282,04262	282,04	88,81559	0,00013

0,00012	91,9215	135,09	135,08665	2016
0,00009	107,02276	34,68	34,67781	2017
0,00008	114,63944	10,23	10,2318	2018
0,00005	136,5182	78,79	-78,78972	2019
0,00002	224,62	107,61	-107,61268	2020
0,00003	191,79064	322,73	-322,7262	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-4) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 122: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-4) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
حجم التداول-السعودية	311,088582	1,45023279
سعر الصرف-السعودية	3,75	0
عرض النقود- السعودية	63,5928867	0,07151863
الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية	1,36746975	0,0147532
القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية	46,6131526	0,08634649
معدل الفائدة- السعودية	1,35400396	0,01290547
درجة التحرير المالي (Ka-open) - السعودية	1,05	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

4- الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية.

الجدول رقم 123: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في

السعودية.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (R) (حجم التداول)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-السعودية	.	/	مفقود
عرض النقود- السعودية	0,022	0,461	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية	0,386*	0,038	دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية	0,157	0,243	غير دال
معدل الفائدة- السعودية	-0,205	0,181	غير دال
درجة التحرير المالي (Ka-open) - السعودية	.	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول نجد:

- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) الذي له ارتباط ايجابي (طردى) دال احصائيا مع المتغير التابع. كما ان المتغيرين (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطهما بالمتغير التابع مفقود لان قيمهم ثابتة.

5 - معاملا الارتباط ومعاملا التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية:

الجدول رقم 124: معاملا الارتباط ومعاملا التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية.

المتغيرات المستقلة	معاملا الارتباط (R)	معاملا التحديد	معاملا التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,558	0,311	0,149

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 124 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **31.1 %** من التباين الحاصل في حجم التداول في السعودية.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية:

الجدول رقم 125: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (2-4)
غير دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في السعودية.
	0.153	1.921	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 125 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية يساوي (1.921) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.153) وهي أكبر من (0.05) وبالتالي لا توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (2-4) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في السعودية) غير محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية:

الجدول رقم 126: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,097	1,758	515,734	906,686	الثابت
غير دال	0,081	-1,854	15,101	-27,998	عرض النقود- السعودية
غير دال	0,207	1,312	21,247	27,886	الاستثمار الأجنبي المباشر- السعودية
غير دال	0,087	1,816	13,572	24,643	القروض المقدمة للقطاع الخاص- السعودية
غير دال	0,972	-0,035	40,162	-1,418	معدل الفائدة- السعودية

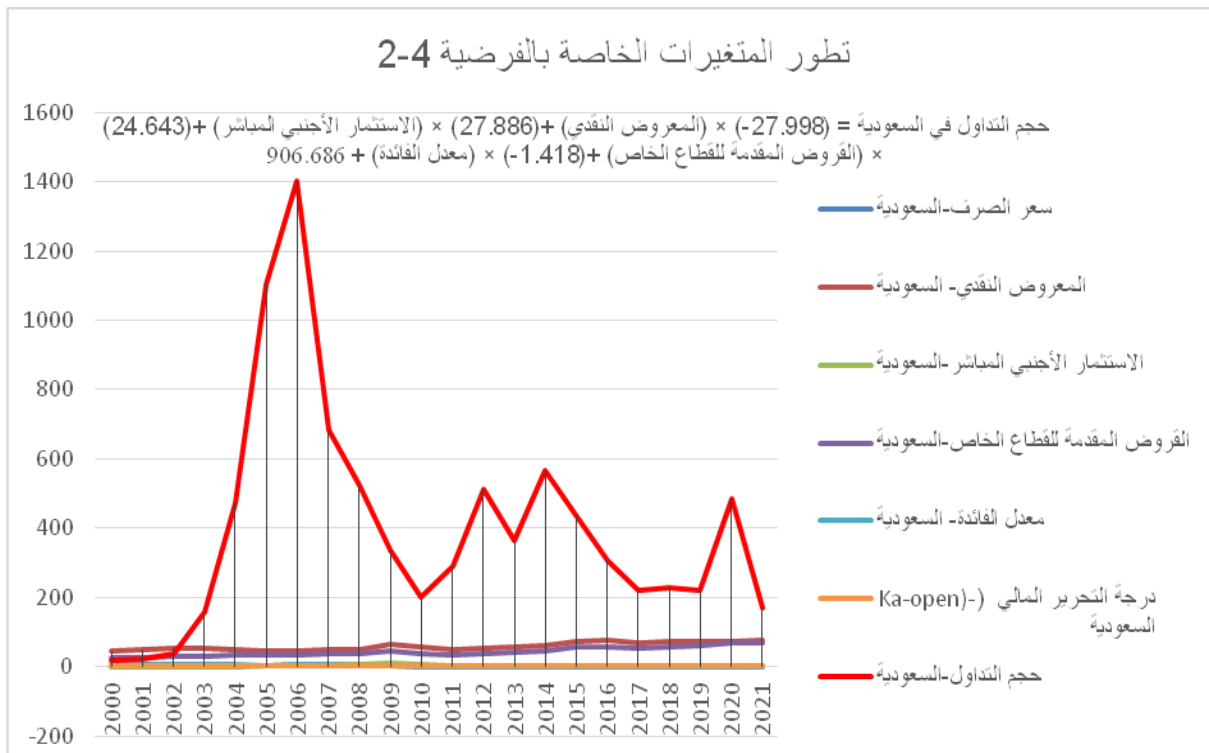
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 126 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن كل المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار وبالتالي معادلة الانحدار ليست دالة احصائيا، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\text{حجم التداول في السعودية} = (-27.998) \times (\text{عرض القود}) + (27.886) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (24.643) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-1.418) \times (\text{معدل الفائدة}) + 906.686$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 33: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-4).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**.

رابعاً: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الرابعة:

- هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في السعودية.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-4):

الجدول رقم 127: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-4).

الشروط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	محقق (الجدول رقم) - توزيع طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (8.873) وهي اقل من قيمة (Khi deux χ^2) المجدولة عند درجة حرية (04) حيث تساوي (18.47) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 127 نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) محقق لكن اغلب المتغيرات المستقلة

تخضع للتوزيع الغير طبيعي وبالتالي سنعتمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة لمعالجة هذا الخلل في توزيع

البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-4) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 128: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-4) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبوافي غير المعيارية	البوافي غير المعيارية	السنوات
0,01962	7,13838	4,02	4,01905	2000
0,01535	8,0704	1,56	1,5647	2001
0,02426	6,42086	6,85	-6,85229	2002
0,01986	7,09651	5	-5,00102	2003
0,01113	9,47812	12,97	-12,96934	2004
0,00438	15,10857	36,5	-36,49837	2005
0,00348	16,95435	5,23	5,2289	2006
0,00306	18,08984	28,09	28,08689	2007
0,00291	18,54157	10,59	10,59368	2008
0,00491	14,2777	17	-17,00204	2009
0,00747	11,56757	3,7	-3,70144	2010
0,01435	8,347	5,02	5,02171	2011
0,01785	7,48475	10,3	10,29682	2012
0,01888	7,27844	6,82	6,81908	2013
0,02189	6,75914	6,96	6,95583	2014
0,01692	7,68706	10,82	-10,82365	2015
0,01565	7,99411	10,45	-10,4487	2016
0,02089	6,9184	7,31	7,30876	2017
0,01689	7,6954	15,31	15,31469	2018
0,01263	8,89706	11,73	11,73216	2019
0,00641	12,489	5,53	-5,53313	2020
0,00744	11,59026	4,11	-4,11227	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج spss

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-4) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 129: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-4) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
عدد الشركات-السعودية	138,75	5,942
سعر الصرف-السعودية	3,75	0,00E+00
عرض النقود-السعودية	59,1713114	1,23397601

0,21271453	1,05788432	الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية
1,50895719	41,9914178	القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية
0,24090888	1,81047508	معدل الفائدة- السعودية
0	1,05	درجة التحرير المالي (Ka-open)- السعودية

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

4- الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في

السعودية

الجدول رقم 130: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في

السعودية

القرار الاحصائي	مستوى الدلالة (Sig)	درجة الارتباط بالمتغير التابع (عدد الشركات) (R)	المتغير المستقل
مفقود	/	.	سعر الصرف-السعودية
دال	0	0,816**	عرض النقود- السعودية
غير دال	0,187	0,199	الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية
دال	0	0,894**	القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية
دال	0	-0,945**	معدل الفائدة- السعودية
مفقود	/	.	درجة التحرير المالي (Ka-open)- السعودية

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول نجد:

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).
- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط سلبي (عكسي) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيرين المستقلين (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطهما بالمتغير التابع مفقود لأن قيمهم ثابتة

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية:

الجدول رقم 131: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0.984	0,968	0,960

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 131 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **96.8 %** من التباين الحاصل في عدد الشركات في السعودية.

5- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية:

الجدول رقم 132: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (3-4)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في السعودية.
	0.000	127.091	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 132 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر يساوي (127.091) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (3-4) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في السعودية) محققة.

6- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية:

الجدول رقم 133: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0	5,577	24,844	138,555	الثابت
غير دال	0,103	-1,722	0,807	-1,39	عرض النقود- السعودية
غير دال	0,134	-1,572	1,393	-2,19	الاستثمار الأجنبي المباشر- السعودية
دال	0,002	3,751	0,72	2,699	القروض المقدمة للقطاع الخاص- السعودية
دال	0	-8,801	1,795	-15,803	معدل الفائدة- السعودية

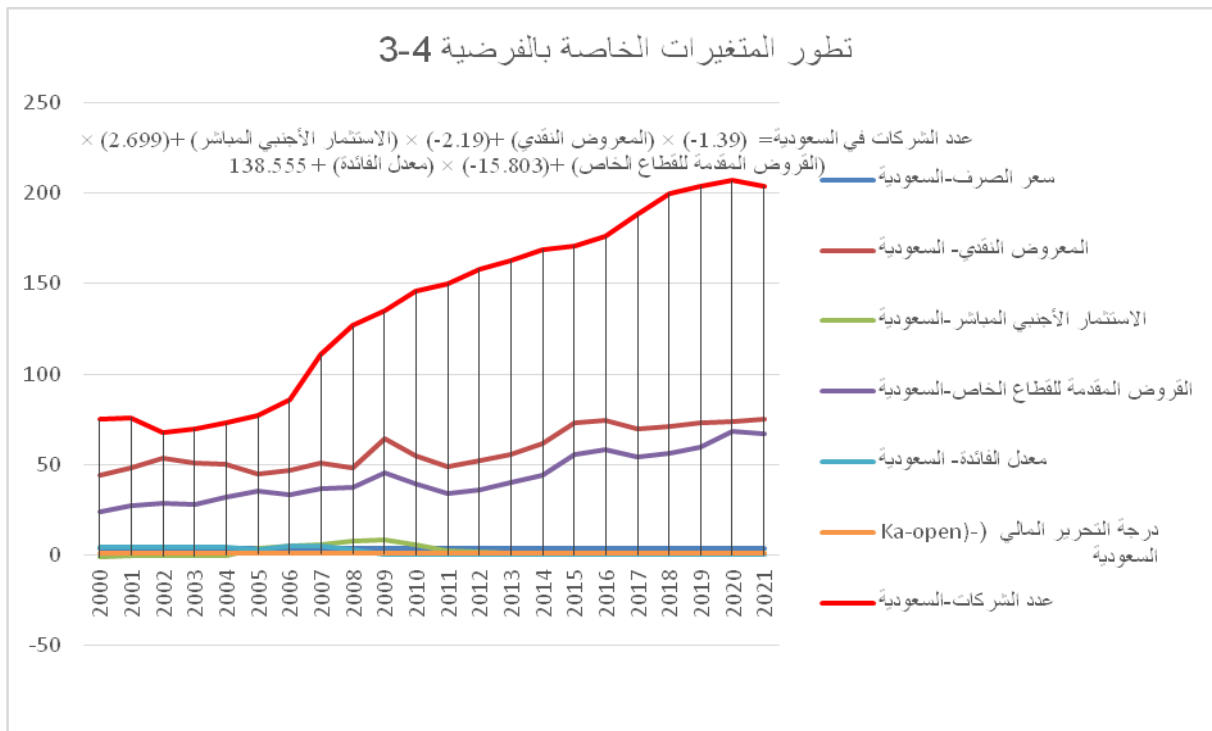
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 133 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين ان المتغيرات التي لها أثر دال احصائيا في نموذج الانحدار هي (معدل الفائدة، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في تباين عدد الشركات، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\text{عدد الشركات في السعودية} = (-1.39) \times (\text{عرض القود}) + (-2.19) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (2.699) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-15.803) \times (\text{معدل الفائدة}) + 138.555$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 34: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-4).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

خامسا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الرابعة:

- هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-4):

الجدول رقم 134: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-4).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (13.365) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) المجدولة عند درجة حرية (04) حيث تساوي (18.47) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج spss

من خلال الجدول رقم 134 نجد عدم تحقق شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) لذا سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-4) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 135: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-4) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	البواقي غير المعيارية	السنوات
0,00042	48,76772	36,94	36,94362	2000
0,00005	135,0915	72,33	72,32901	2001
0,00001	261,06847	286,32	286,31964	2002
0,00002	204,0322	256,72	256,72142	2003
0,00004	160,87599	140,43	-140,42648	2004
0,00154	25,51284	201,17	-201,16613	2005
0,00005	147,67044	213,15	-213,15318	2006
0,00002	247,91592	20,54	-20,54263	2007
0,00005	136,90208	298,19	-298,1882	2008
0	456,03012	387,51	387,51049	2009
0,00002	216,09489	234,62	234,62348	2010
0,00031	57,08157	112,03	112,02738	2011
0,00008	115,081	73,65	73,64732	2012
0,00003	176,89421	19,58	-19,57918	2013
0,00001	297,8117	19,24	-19,23728	2014
0	532,07537	470,92	-470,91563	2015
0	556,72386	582,25	-582,25173	2016
0	451,67887	538,27	-538,2672	2017
0	475,9941	606,34	-606,33758	2018
0	501,90114	989,41	989,41358	2019

0	486,88534	136,12	136,1184	2020
0	528,04111	524,41	524,41089	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-4) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 136: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-4) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
القيمة السوقية -السعودية	475,501354	2,98716866
سعر الصرف-السعودية	3,75	0
عرض النقود-السعودية	46,3421413	0,04479701
الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية	2,62576372	0,02242389
القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية	33,6497696	0,05814549
معدل الفائدة-السعودية	2,97624585	0,01576597
درجة التحرير المالي (Ka-open) -السعودية	1,05	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

4- الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية.

الجدول رقم 137: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (القيمة السوقية) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-السعودية	.	/	مفقود
عرض النقود-السعودية	0,064	0,389	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية	0,639**	0,001	دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية	0,803**	0	دال
معدل الفائدة-السعودية	-0,235	0,146	غير دال
درجة التحرير المالي (Ka-open) -السعودية	.	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (القروض المقدمة للقطاع الخاص، الاستثمار الأجنبي المباشر) لها ارتباط إيجابي (طردى) دال احصائياً مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائياً بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطهما بالمتغير التابع مفقود لان قيمهم ثابتة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية:

الجدول رقم 138: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,954	0,910	0,889

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 138 نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **91 %** من التباين الحاصل في القيمة السوقية في السعودية.

5- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية:

الجدول رقم 139: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (4-4)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية
	0.000	43.054	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 139 نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية يساوي (43.054) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (4-4) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية) محققة.

6- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية:

الجدول رقم 140: يوضح نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,597	0,538	333,682	179,563	الثابت
دال	0	-5,944	8,865	-52,695	عرض النقود- السعودية
دال	0,002	-3,59	19,456	-69,837	الاستثمار الأجنبي المباشر-السعودية
دال	0	9,596	8,834	84,773	القروض المقدمة للقطاع الخاص-السعودية
غير دال	0,222	1,267	18,216	23,087	معدل الفائدة- السعودية

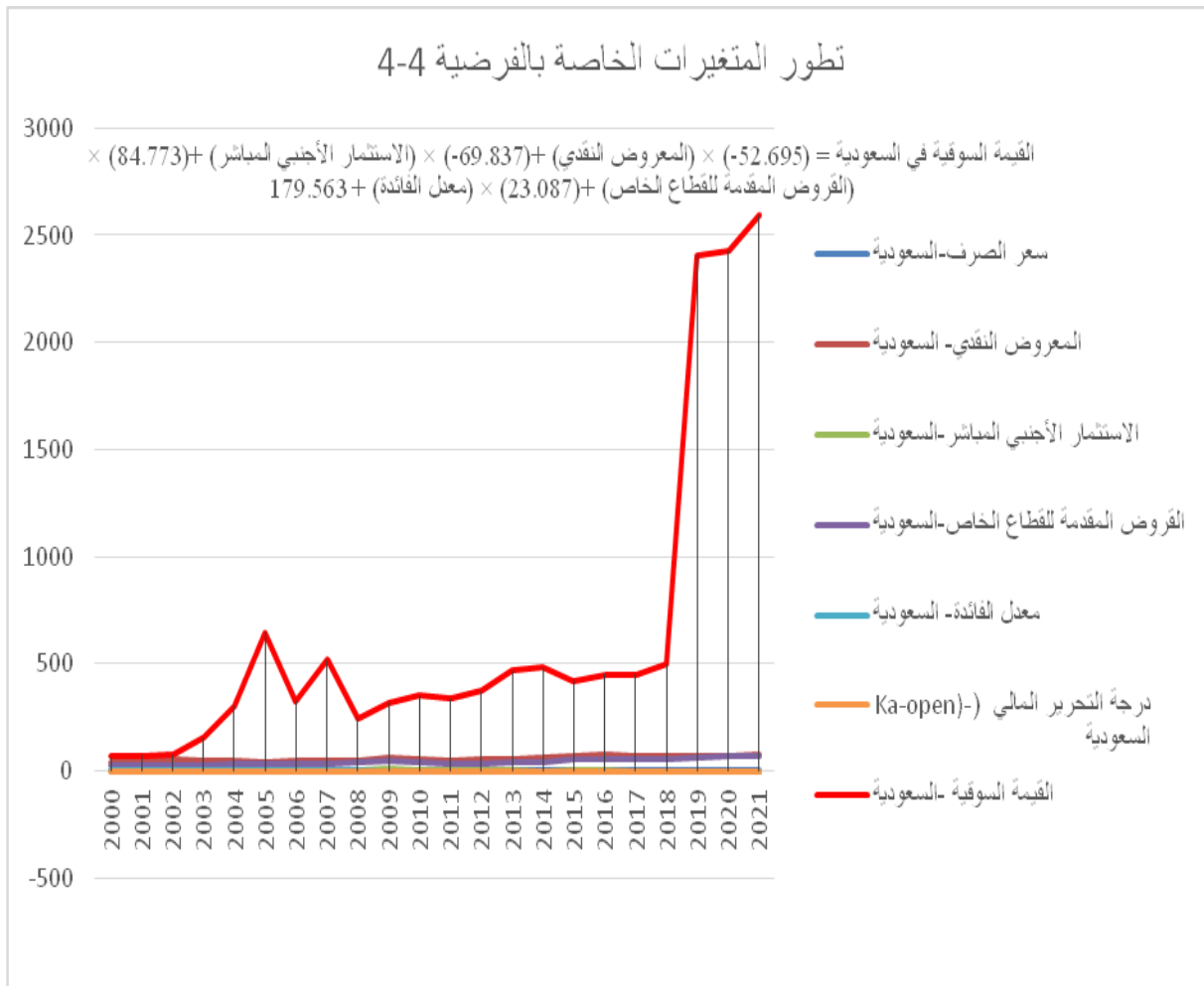
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج برنامج **spss**

من خلال الجدول رقم 140 وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن المتغيرات التي لها أثر دال احصائيا في نموذج الانحدار هي (، عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في تباين القيمة السوقية، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} & \text{القيمة السوقية في السعودية} = (-52.695) \times (\text{عرض القود}) + (-69.837) \times (\text{الاستثمار} \\ & \text{الأجنبي المباشر}) + (84.773) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (23.087) \times (\text{معدل} \\ & \text{+ 179.563 (الفائدة)}) \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 35: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (4-4).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

المطلب الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات بورصة الأردن

أولا - عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الرئيسية الخامسة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على سوق الأوراق المالية في الاردن.

1-التحقق من توزيع البيانات الخاصة بالأردن.

الجدول رقم 141: توزيع البيانات الخاصة بالأردن (السنوات: 2000-2021).

القرار الاحصائي	اختبار كولموجروف سيمينوف Kolmogorov-Smirnov		البيانات الخاصة بالأردن (السنوات: 2000-2021).
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار	
توزيع غير طبيعي	0	0,373	سعر الصرف-الأردن (X 1)
توزيع طبيعي	0,2	0,137	عرض النقود- الأردن (X 2)
توزيع غير طبيعي	0,002	0,241	الاستثمار الأجنبي المباشر- الأردن (X 3)
توزيع طبيعي	0,05	0,184	القروض المقدمة للقطاع الخاص- الأردن (X 4)
توزيع طبيعي	0,05	0,184	معدل الفائدة - الأردن (X 5)
ثابت	/	/	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open)- الأردن (X 6)
توزيع غير طبيعي	0,001	0,257	دوران السهم- الأردن (Y 1)
توزيع غير طبيعي	0	0,32	حجم التداول- الأردن (Y 2)
توزيع طبيعي	0,2	0,134	عدد الشركات- الأردن (Y 3)
توزيع طبيعي	0,2	0,132	القيمة السوقية - الأردن (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول رقم 111 نجد:

- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x2-x4-x5-y3-y4) أكبر من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الطبيعي.
- مستوى الدلالة لاختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات (x1-x3-y1-y2) أقل من (0.05) وبالتالي فهي تخضع للتوزيع الغير طبيعي.
- درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open) كانت قيمه ثابتة أي ليس له أثر وبالتالي سيتم حذفه تلقائياً من معادلة الانحدار.

2- الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالأردن

الجدول رقم 142: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالأردن (السنوات: 2000-2021).

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	البيانات الخاصة بالأردن
0,00048679	0,70962042	سعر الصرف-الأردن (X 1)
10,0267203	119,804074	عرض النقود- الأردن (X 2)
5,56833148	7,04648903	الاستثمار الأجنبي المباشر- الأردن (X 3)
7,37638634	76,0324493	القروض المقدمة للقطاع الخاص- الأردن (X 4)

4,88981355	4,9803437	معدل الفائدة - الأردن (X 5)
0	2,32	درجة التحرير المالي الخارجي (Ka-open) - الأردن (X 6)
20,9940217	23,9507661	دوران السهم - الأردن (Y 1)
8,0293113	6,73581455	حجم التداول - الأردن (Y 2)
37,627	212,5	عدد الشركات - الأردن (Y 3)
9,86935049	23,3013636	القيمة السوقية - الأردن (Y 4)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

ثانيا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الأولى للفرضية الرئيسية الخامسة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-5):

الجدول رقم 143: شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-5).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (15.245) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) المجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

من خلال الجدول نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعتمد على طريقة المربعات

الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-5) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 144: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-5) بطريقة WLS.

السنوات	البواقي غير المعيارية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	المتغير الموزون
2000	-5,82452	5,82	3,9024	0,06567
2001	2,69441	2,69	2,29222	0,19032
2002	5,4855	5,49	2,75069	0,13217
2003	-1,3869	1,39	5,95268	0,02822
2004	-4,17884	4,18	6,01805	0,02761
2005	14,01584	14,02	9,98605	0,01003
2006	-5,71191	5,71	9,70488	0,01062
2007	-8,04322	8,04	7,60599	0,01729
2008	8,71271	8,71	6,12014	0,0267

0,00865	10,74994	13,83	13,83331	2009
0,01107	9,50545	4,82	-4,81642	2010
0,01745	7,56906	10,31	-10,31163	2011
0,03721	5,18421	7,04	-7,03601	2012
0,02294	6,60282	9,51	-9,51396	2013
0,05901	4,11654	0,85	0,85399	2014
0,0524	4,36863	5,36	5,35668	2015
0,05287	4,34887	1,86	1,85642	2016
0,08293	3,47246	0,21	0,20599	2017
0,26126	1,95641	5,35	5,35462	2018
0,21104	2,17678	2,77	2,76885	2019
0,0742	3,67119	0,15	0,14593	2020
0,0491	4,51303	4,46	-4,46084	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

3- الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (5-1) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 145: الوصف الإحصائي لمتغيرات الفرضية (5-1) بعد وزن البيانات.

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغير
3,19735247	14,5369979	دواران السهم- الأردن
0,000124	0,70965898	سعر الصرف-الأردن
1,88746093	112,693214	عرض النقود- الأردن
0,89437934	4,08460831	الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن
1,25800367	75,2898312	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
0,89618505	7,00405064	معدل الفائدة- الأردن
0	2,32	درجة التحرير المالي (Ka-open)- الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss**

4- الارتباط بين المتغير التابع (معدل دواران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.

الجدول رقم 146: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.

القرار الاحصائي	مستوى الدلالة (Sig)	درجة الارتباط بالمتغير التابع (معدل دوران السهم) (R)	المتغير المستقل
دال	0,051	-0,358*	سعر الصرف-الأردن
دال	0,002	0,597**	عرض النقود-الأردن
دال	0	0,705**	الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن
غير دال	0,194	0,193	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
دال	0	-0,679**	معدل الفائدة-الأردن
مفقود	/	/	درجة التحرير المالي (Ka-open)-الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر)، لها ارتباط إيجابي (طردى) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغير المستقل (القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع.

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن:

الجدول رقم 147: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,953	0,907	0,879

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **90.7%** من التباين الحاصل في معدل دوران السهم في الأردن.

5- - دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن:

الجدول رقم 148: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (1-5)
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	
دال	0.000	31.369	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (**F**) لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن يساوي (31.369) ومستوى الدلالة للاختبار (**Sig**) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (1-5) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن) محققة.

6- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن:

الجدول رقم 149: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن.

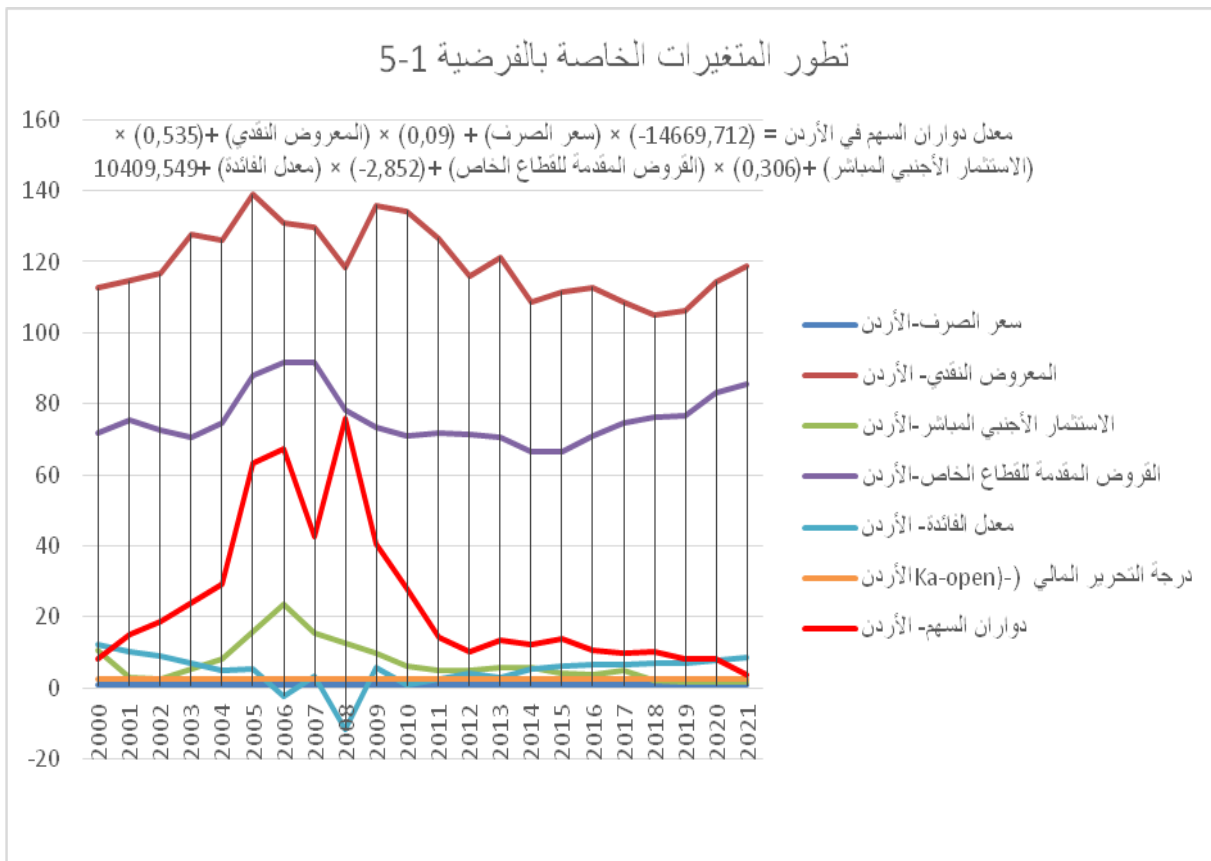
القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0	5,051	2060,963	10409,549	الثابت
دال	0	-5,077	2889,616	-14669,712	سعر الصرف-الأردن
غير دال	0,618	0,509	0,178	0,09	عرض النقود-الأردن
غير دال	0,171	1,432	0,374	0,535	الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن
غير دال	0,139	1,558	0,197	0,306	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
دال	0	-7,616	0,374	-2,852	معدل الفائدة-الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن اغلب المتغيرات المستقلة ليس لها أثر دال احصائيا على نموذج الانحدار الا (سعر الصرف، معدل الفائدة) وبالتالي هي المتغيرات التي لها أثر جوهري في تباين معدل دوران السهم وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\text{معدل دوران السهم في الأردن} = (-14669,712) \times (\text{سعر الصرف}) + (0,09) \times (\text{عرض القود}) + (0,535) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (0,306) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-2,852) \times (\text{معدل الفائدة}) + 10409,549$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الجدول رقم 150: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (5-1).



ثالثاً: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثانية للفرضية الرئيسية الخامسة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في الأردن.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (5-2):

الجدول رقم 151: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-5).

الشرط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	غير محقق (الجدول رقم) - توزيع غير طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (14.124) وهي اقل من قيمة (χ^2 Khi deux) الجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) غير محقق وبالتالي سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-5) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 152: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-5) بطريقة WLS.

السنوات	البواقي غير المعيارية	القيم المطلقة للبواقي غير المعيارية	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	المتغير الموزون
2000	-0,91607	0,92	1,43156	0,48796
2001	0,83504	0,84	0,6814	2,15373
2002	1,2086	1,21	0,79157	1,59594
2003	-1,76039	1,76	2,15086	0,21616
2004	-2,65114	2,65	2,56652	0,15181
2005	7,68819	7,69	4,65556	0,04614
2006	-6,31169	6,31	5,61804	0,03168
2007	0,42038	0,42	4,04373	0,06116
2008	4,41668	4,42	3,97902	0,06316
2009	4,00121	4	4,03336	0,06147
2010	-1,63647	1,64	3,69234	0,07335
2011	-3,47344	3,47	2,85587	0,12261
2012	-1,97362	1,97	1,92688	0,26933
2013	-3,2399	3,24	2,52424	0,15694
2014	0,84258	0,84	1,41087	0,50237
2015	2,4454	2,45	1,34295	0,55447
2016	0,93453	0,93	1,39425	0,51442
2017	-0,16611	0,17	1,25263	0,63731
2018	1,59286	1,59	0,6044	2,73746

2,23816	0,66843	0,84	0,83747	2019
0,62495	1,26496	1,03	-1,02685	2020
0,41282	1,55639	2,07	-2,06723	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**
3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-5) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 153: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-5) بعد وزن البيانات.

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغير
2,24927262	2,28073591	حجم التداول-الأردن
0,00038691	0,70964982	سعر الصرف-الأردن
5,17923056	111,868194	عرض النقود-الأردن
2,05074097	3,47854857	الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن
3,42146849	75,0264138	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
1,93519546	7,49755317	معدل الفائدة-الأردن
0	2,32	درجة التحرير المالي (Ka-open)-الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**
4- الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.
 الجدول رقم 154: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.

القرار الاحصائي	مستوى الدلالة (Sig)	درجة الارتباط بالمتغير التابع (حجم التداول)	المتغير المستقل
دال	0,332	0,098	سعر الصرف-الأردن
غير دال	0,054	0,352	عرض النقود-الأردن
غير دال	0,001	0,605**	الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن
غير دال	0,297	0,12	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
غير دال	0	-0,715**	معدل الفائدة-الأردن
مفقود	/	.	درجة التحرير المالي (Ka-open)-الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**
 من خلال الجدول نجد:

- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (معدل الفائدة) الذي له ارتباط سلمي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع والمتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) الذي له ارتباط إيجابي (طردي) مع المتغير التابع كما ان المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5- معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن:

الجدول رقم 155: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن.

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط (R)	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,907	0,823	0,768

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **82.3%** من التباين الحاصل في حجم التداول في الأردن.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن:

الجدول رقم 156: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (2-5)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في الأردن
	0.000	14.909	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن يساوي (14.909) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي أقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (2-5) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على حجم التداول في الأردن) محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن:

الجدول رقم 157: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
غير دال	0,123	1,629	756,787	1232,915	الثابت
غير دال	0,119	-1,645	1060,299	-1744,241	سعر الصرف-الأردن
غير دال	0,985	0,019	0,064	0,001	عرض النقود-الأردن
دال	0,007	3,112	0,14	0,435	الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن
دال	0,032	2,345	0,072	0,168	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
دال	0	-5,202	0,182	-0,945	معدل الفائدة-الأردن

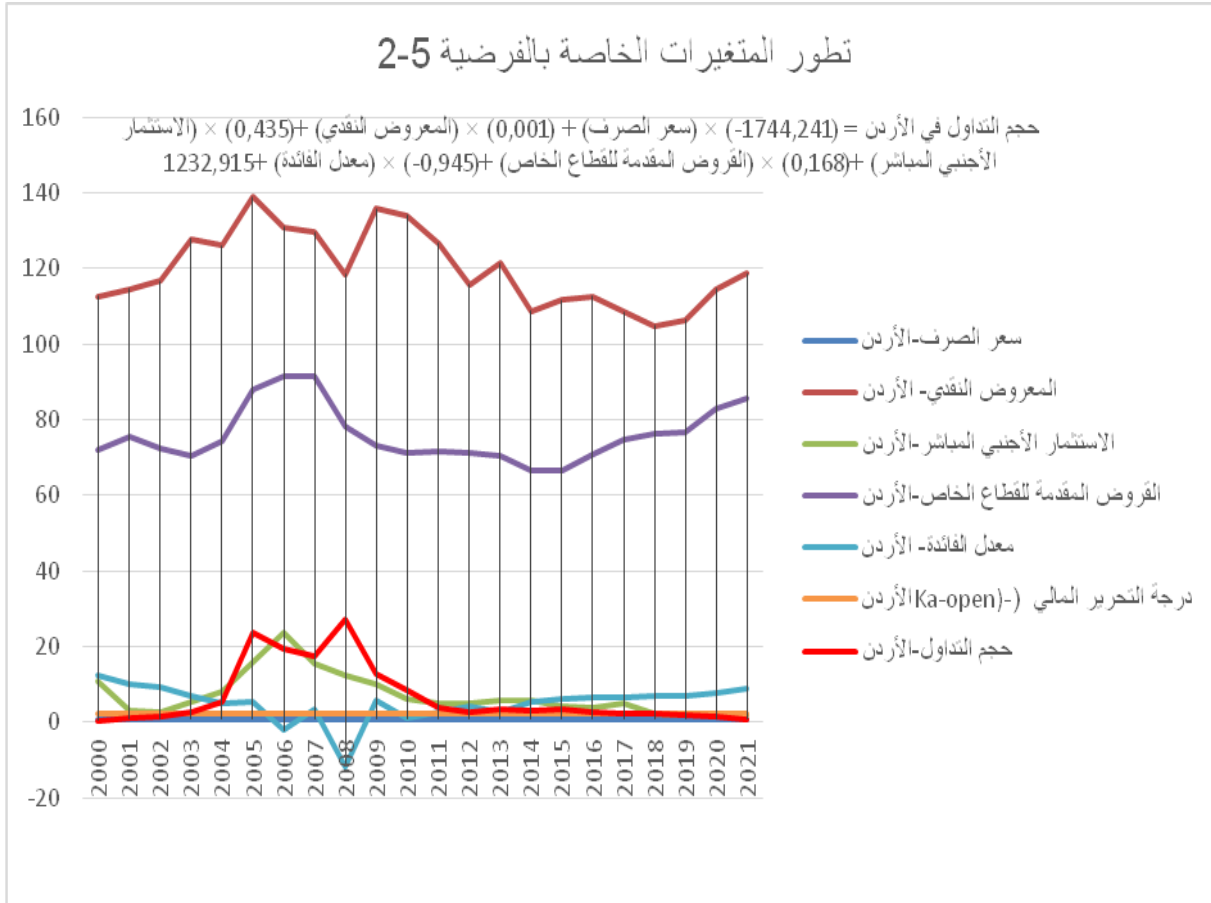
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن المتغيرات المستقلة التي اثر دال في نموذج الانحدار هي (الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) لذا فهي المتغيرات التي لها تأثير جوهري في حجم التداول وانطلاقاً من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{حجم التداول في الأردن} = & (-1744,241) \times (\text{سعر الصرف}) + (0,001) \times (\text{عرض النقود}) \\ & + (0,435) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (0,168) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-) \\ & (0,945) \times (\text{معدل الفائدة}) + 1232,915 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 36: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-5).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

رابعاً: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الثالثة للفرضية الرئيسية الخامسة:

هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.

1-التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-5):

الجدول رقم 158: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-5).

الشروط	التحقق
التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)	محقق (الجدول رقم) - توزيع طبيعي
القيم المتطرفة	قيمة (Mahal Max) تساوي (17.373) وهي اقل من قيمة (Khi deux χ^2) الجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) محقق لكن بعض المتغيرات المستقلة تخضع للتوزيع الغير طبيعي وبالتالي تحسبا سنعمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-5) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 159: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-5) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبقاوي غير المعيارية	البقاوي غير المعيارية	السنوات
0,00738	11,6421	7,27	-7,27335	2000
0,0058	13,12552	15,25	15,25446	2001
0,00765	11,43194	4,14	4,14387	2002
0,00796	11,21072	25,47	-25,46785	2003
0,00607	12,83495	0,78	-0,78271	2004
0,00209	21,88798	13,51	-13,5133	2005
0,00212	21,73276	15,8	-15,80031	2006
0,00199	22,41155	44,91	44,90882	2007
0,0159	7,93061	5,21	-5,21056	2008
0,0115	9,32315	5,57	5,56639	2009
0,02161	6,80186	10,32	10,3222	2010
0,0226	6,65249	0,62	-0,61672	2011
0,03307	5,49928	12,72	12,71965	2012
0,03393	5,4286	5,39	-5,39356	2013
0,15059	2,57695	8,09	8,08532	2014
0,10997	3,01552	4,1	4,09923	2015
0,03268	5,53133	6,94	6,93929	2016
0,01906	7,24274	15,3	-15,30079	2017

0,01715	7,63565	2,49	2,48804	2018
0,01538	8,06434	1,4	-1,40111	2019
0,00639	12,50623	12,49	-12,49376	2020
0,00471	14,56827	11,27	-11,27325	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

3- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-5) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 160: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-5) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
عدد الشركات-الأردن	227,95	4,087
سعر الصرف-الأردن	0,70991326	4,3092E-05
عرض النقود-الأردن	114,422977	1,24898539
الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن	5,39233405	0,39850546
القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن	70,2141135	0,73731594
معدل الفائدة-الأردن	4,93813683	0,5587341
درجة التحرير المالي (Ka-open)-الأردن	2,32	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

4- الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.

الجدول رقم 161: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي)

في الأردن.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (عدد الشركات) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف-الأردن	0,542**	0,005	دال
عرض النقود-الأردن	0,351	0,055	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن	0,368*	0,046	دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن	-0,309	0,081	غير دال
معدل الفائدة-الأردن	-0,601**	0,002	دال
درجة التحرير المالي (Ka-open)-الأردن	.	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر لها ارتباط ايجابي (طردى) دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).
 - المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط سلبي (عكسي) بالمتغير التابع (عدد الشركات).
 - المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات)
 - المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (عدد الشركات) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.
- 5- معاملا الارتباط ومعاملا التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن:**

الجدول رقم 162: معاملا الارتباط ومعاملا التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.

المتغيرات المستقلة	معاملا الارتباط (R)	معاملا التحديد	معاملا التحديد المعدل
مؤشرات التحرير المالي	0,958	0,918	0,893

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **91.8%** من التباين الحاصل في عدد الشركات في الأردن.

7- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن:

الجدول رقم 163: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.

القرار الاحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (3-5)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.
	0.000	35.993	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (F) لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن يساوي (35.993) ومستوى الدلالة للاختبار (Sig) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي

توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (3-5) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على عدد الشركات في الأردن) محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن:

الجدول رقم 164: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.

القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0	-7,008	6123,147	-42909,106	الثابت
دال	0	7,065	8597,536	60739,606	سعر الصرف-الأردن
دال	0	4,841	0,274	1,326	عرض النقود-الأردن
دال	0,002	3,682	1,039	3,827	الاستثمار الأجنبي المباشر-الأردن
دال	0	-4,499	0,457	-2,058	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
دال	0,008	-3,023	0,713	-2,154	معدل الفائدة-الأردن

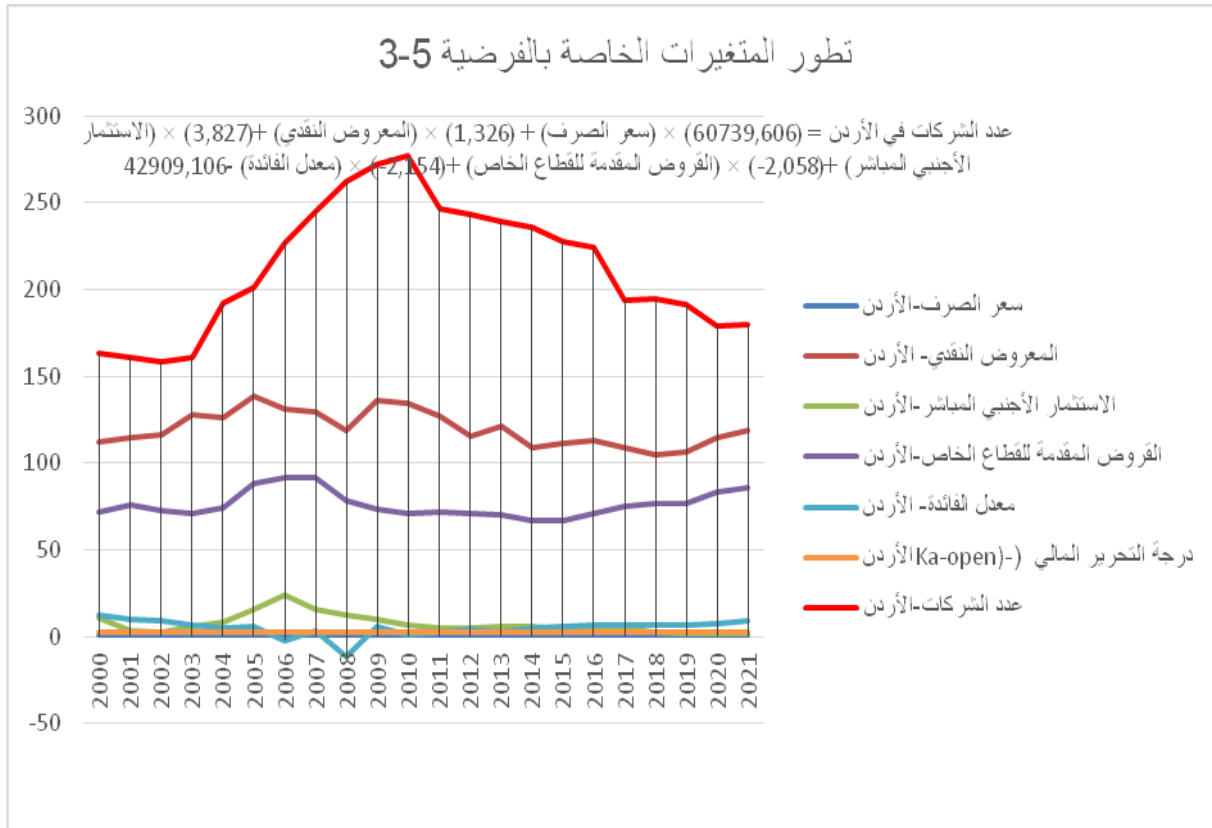
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين ان كل المتغيرات المستقلة لها أثر دال احصائيا في نموذج الانحدار ومنه كل المتغيرات المستقلة لها تأثير جوهري في تبين عدد الشركات، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{عدد الشركات في الأردن} = & (60739,606) \times (\text{سعر الصرف}) + (1,326) \times (\text{عرض النقود}) \\ & + (3,827) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (-2,058) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + \\ & (-2,154) \times (\text{معدل الفائدة}) - 42909,106 \end{aligned}$$

هذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 37: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-5).



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج **exel**

خامسا: عرض وتحليل النتائج الخاصة بالفرضية الفرعية الرابعة للفرضية الرئيسية الخامسة:

- هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن.

1- التحقق من شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-5):

الجدول رقم 165: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-5).

التحقق	الشرط
محقق (الجدول رقم) - توزيع طبيعي	التوزيع الطبيعي للمتغير (Y)
قيمة (Mahal Max) تساوي (18.394) وهي اقل من قيمة (Khi deux χ^2) المجدولة عند درجة حرية (05) حيث تساوي (20.52) وبالتالي لا توجد قيم متطرفة	القيم المتطرفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss**

من خلال الجدول نجد ان شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (Y) محقق لكن بعض المتغيرات المستقلة تخضع للتوزيع الغير طبيعي وبالتالي تحسبا سنعتمد على طريقة المربعات الصغرى الموزونة لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

2- معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-5) بطريقة (WLS):

الجدول رقم 166: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-5) بطريقة WLS.

المتغير الموزون	القيم غير المعيارية للقيم التنبؤية	القيم المطلقة للبقايا غير المعيارية	البقايا غير المعيارية	السنوات
0,02688	6,09988	7,18	-7,18293	2000
0,13768	2,69503	1,2	-1,19945	2001
0,514	1,39482	0,44	-0,43896	2002
1,03145	0,98464	2,47	-2,47155	2003
0,15236	2,56192	1,04	1,04179	2004
0,01357	8,58489	7,86	7,85605	2005
0,00875	10,68757	9,48	-9,48236	2006
0,0124	8,98113	12,32	12,31664	2007
0,70489	1,19108	1,27	-1,26514	2008
0,05216	4,37849	1,89	-1,88656	2009
1,8468	0,73585	1,28	-1,28068	2010
0,61637	1,27374	1,31	-1,30549	2011
0,24326	2,02751	2,07	2,06626	2012
0,44179	1,50449	1,7	-1,70403	2013
0,21207	2,17148	3,17	3,17285	2014
0,42181	1,53973	4,39	4,38776	2015
0,15629	2,52946	3,56	3,56381	2016
0,06088	4,05291	1,35	1,34633	2017
0,08262	3,47904	3,13	3,13467	2018
0,08744	3,38183	1,31	1,30557	2019
0,04586	4,6696	4,28	-4,28282	2020
0,03356	5,45839	7,69	-7,69179	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

2- الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-5) بعد وزن البيانات بطريقة (WLS).

الجدول رقم 167: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-5) بعد وزن البيانات.

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
القيمة السوقية - الأردن	23,9191923	5,29547269
سعر الصرف - الأردن	0,70969078	0,00025074
عرض النقود - الأردن	123,759785	4,96496724
الاستثمار الأجنبي المباشر - الأردن	5,99196851	1,57493605
القروض المقدمة للقطاع الخاص - الأردن	72,0773449	1,97090053
معدل الفائدة - الأردن	2,74014805	3,25285468
درجة التحرير المالي (Ka-open) - الأردن	2,32	0

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

4- الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.

الجدول رقم 168: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.

المتغير المستقل	درجة الارتباط بالمتغير التابع (القيمة السوقية) (R)	مستوى الدلالة (Sig)	القرار الاحصائي
سعر الصرف - الأردن	0,811**	0	دال
عرض النقود - الأردن	0,219	0,164	غير دال
الاستثمار الأجنبي المباشر - الأردن	0,593**	0,002	دال
القروض المقدمة للقطاع الخاص - الأردن	0,174	0,22	غير دال
معدل الفائدة - الأردن	-0,774**	0	دال
درجة التحرير المالي (Ka-open) - الأردن	.	/	مفقود

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي spss

من خلال الجدول نجد:

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر) لها ارتباط ايجابي (طردى) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس لها ارتباط دال احصائيا بالمتغير

التابع (القيمة السوقية)

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (القيمة السوقية) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وسيتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

5 - معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن:

الجدول رقم 169: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن.

معامل التحديد المعدل	معامل التحديد	معامل الارتباط	المتغيرات المستقلة
0,964	0,973	0,986	مؤشرات التحرير المالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان (مؤشرات التحرير المالي) تساهم ب **97.3%** من التباين الحاصل في القيمة السوقية في الأردن.

6- دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن:

الجدول رقم 170: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن.

القرار الإحصائي	تحليل التباين ANOVA		الفرضية (4-5)
دال	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (F)	هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن
	0.000	113.821	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الإحصائي **spss** من خلال الجدول نجد ان قيمة اختبار تحليل التباين (**F**) لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن يساوي (113.821) ومستوى الدلالة للاختبار (**Sig**) تساوي (0.000) وهي اقل من (0.05) وبالتالي توجد دلالة إحصائية للاختبار ومنه فان الفرضية (4-5) (هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن) محققة.

7- استخراج معادلة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن:

الجدول رقم 171: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن.

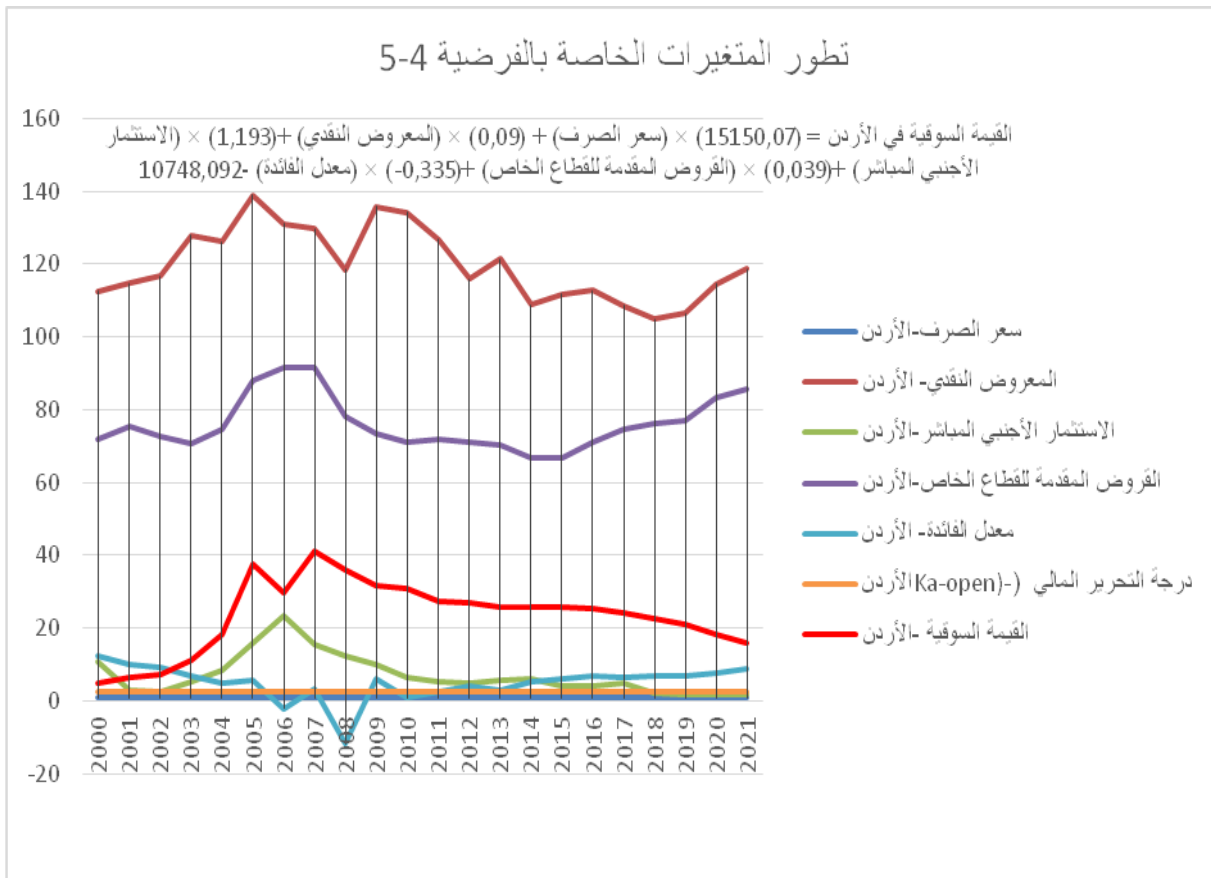
القرار الاحصائي	اختبار (T)		معادلة الانحدار		المتغيرات
	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة الاختبار (T)	الخطأ المعياري	المعاملات (A)	
دال	0	-13,425	800,575	-10748,092	الثابت
دال	0	13,505	1121,788	15150,07	سعر الصرف-الأردن
غير دال	0,068	1,959	0,046	0,09	عرض النقود-الأردن
دال	0,001	3,937	0,303	1,193	الاستثمار الأجنبي المباشر- الأردن
غير دال	0,787	0,275	0,141	0,039	القروض المقدمة للقطاع الخاص-الأردن
غير دال	0,053	-2,089	0,16	-0,335	معدل الفائدة-الأردن

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي **spss** من خلال الجدول وبعد استخراج معاملات معادلة الانحدار تبين أن المتغيرات المستقلة التي اثر دال احصائيا في نموذج الانحدار هي (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر)، لذا فهما المتغيران اللذان لهما تأثير جوهري في تباين القيمة السوقية، وانطلاقا من هاته النتائج تكون معادلة الانحدار كالتالي:

$$\begin{aligned} \text{القيمة السوقية في الأردن} = & (15150,07) \times (\text{سعر الصرف}) + (0,09) \times (\text{عرض القود}) \\ & + (1,193) \times (\text{الاستثمار الأجنبي المباشر}) + (0,039) \times (\text{القروض المقدمة للقطاع الخاص}) + (-) \\ & (0,335) \times (\text{معدل الفائدة}) - 10748,092 \end{aligned}$$

وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 38: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (4-5).



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Exel

قمنا في هذا الفصل بوضع نموذج لقياس مدى تأثير مؤشرات سوق الأوراق المالية والمتمثلة في معدل دوران السهم، عدد الشركات، حجم التداول والقيمة السوقية بمؤشرات التحرير المالي، سعر الصارف، عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة ومؤشر **ka-open**، تم اختيار هذه المتغيرات بناء على دراسات سابقة والتي تمثل بدورها الجوانب الثلاثة للتحرير المالي، تحرير مصرفي، تحرير الأسواق المالية وتحرير حساب رأس المال، في بعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة الممتدة ما بين عامي 2000 و2021.

فيما أفرزت نتائج النماذج القياسية عن صحة الفرضية الرئيسية والمتمثلة في أن هناك أثر إيجابي ذو دلالة احصائية للتحرير المالي على مؤشرات سوق الأوراق المالية و أهم النتائج المتوصل إليها مبينة على النحو التالي:

- إن شرط التوزيع الطبيعي للمتغير (**Y**) محقق لكن اغلب المتغيرات المستقلة تخضع للتوزيع الغير طبيعي، فاعتمدنا على طريقة المربعات الصغرى الموزونة (**WLS**) - (**Weighted Least Squares**) (**Regression**) لمعالجة هذا الخلل في توزيع البيانات.

- اشارت نتائج الدراسة بأن عناصر التحرير المالي لها تأثير هام في سوق الأوراق المالية.

خاتمة عامة

تعتبر الأسواق المالية ركنا مهما وأساسيا من أركان النظام المالي المعاصر حيث تقوم بتحويل رؤوس الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز بغية استثمارها لجني عائد مستقبلا.

لقد سمح لنا هذا البحث بالتعرف على الإطار المفاهيمي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية، فبينما موقع هذه السوق من السوق المالية، فاتضح أنها أحد جناحيه، وأنها تنقسم بدورها إلى سوق أولية وسوق ثانوية، و من أجل نجاحها يستوجب تحقيق شروط عامة تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام و وجود نظام تشريعي يحمي جميع المتعاليين في هذه السوق، كما يجب تحقيق شروط خاصة، كشرط الذرية، السيولة، الشفافية.

كما تم التطرق إلى الأدوات المالية الاستثمارية القديمة والحديثة التي تسهل ضمان انتقال الملكية بين المدخرين والمستثمرين، وهي عبارة عن صكوك مالية تتداول في السوق وتصنف إلى عدة أصناف حسب معايير مختلفة كطبيعة الورقة، تاريخ الاستحقاق، الجهة المصدر،

كما تم التوصل فيه إلى أن مؤشرات الأسواق المالية تمكننا بدورها من تتبع التطورات في هذه الأسواق بشكل مستمر، من خلال تعريف المؤشر و أساليب و طرق بناء المؤشر بالإضافة إلى التعرف على أهم مؤشرات الأسواق المالية في الدول المتقدمة.

و يكون السوق فعال عندما تكون المعلومات متوفرة للجميع و ذات جودة عالية بأقل تكلفة مما يجعل الفارق الزمني بين تحليل المعلومة و قرار الاستثمار قليل جدا، فالمعلومة هي المادة الأولية لقرار الاستثمار، فيحقق السوق كفاءة تامة عن عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق و بين إعطاء سعر للأسهم، و اتصاف المستثمر بالرشد والعقلانية هي نقطة انتقال من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية، و لانتسام السوق بالكفاءة يجب توفر مجموعة من الخصائص أهمها، كفاءة التسعير (سرعة وصول لمعلومة)، كفاءة التسعير (قدرة السوق على خلق قوى العرض والطلب)، تكلفة التخصيص (توجيه الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تتمتع بمراكز ائتمانية قوية).

في ظل سيطرة الظروف السياسية على اقتصاديات الدول العربية والدول النامية، و قصور التشريعات التي تحكم نشاطها، لجأت هذه الدول إلى سياسة جديدة لإصلاح نظامها المالي و هي سياسة التحرير المالي إن من أسباب وقوع الدول في أزمات مالية هي ضعف الاقتصاد الكلي، فتح حساب رأس المال، ضعف الإشراف على المؤسسات المالية، انعدام الشفافية وضعف البنوك، حيث تقسم الدول الآسيوية التي شهدت الأزمة، الى مجموعتين تلك التي استسلمت للأزمة، والتي نجت منها، ويرجع سبب التمييز بينها الى درجة التحرير المالي الذي أنشأ نقاط ضعف في الأنظمة المالية المنفتحة، والتي سمحت بانتقال وانتشار الأزمة بشكل كبير بين الدول في شرق اسيا.

كما يتضح أن الدول الأكثر تضررا من الأزمة كانت تلك الدول التي لم تكن تملك شروط مؤسساتية مسبقة لسلامة وسير النظام المالي على النطاق الدولي، خاصة لدى الدول ذات الأنظمة الاقتصادية والمالية الفتية.

يمكن للدول التي تعتمد تحرير نظامها المالي اعتماد تحرير مالي وقائي، ذلك من خلال فرض الضوابط والأطر اللازمة التي تحد من التحركات المفاجئة لرؤوس الأموال عبر الحدود، خاصة القصيرة الأجل منها، و للحفاظ على استقرار النظام المالي وعزل الاقتصاد الحقيقي عن التقلبات في الأسواق المالية الدولية، إذ أن الدول ذات البيئة المؤسساتية الضعيفة عند محاولتها تحقيق التوازن الاقتصادي أثناء عملية التحرير، فإن هذا الأخير يمكن أن يكون أهم مصدر للهشاشة المالية.

الهدف من التحرير المالي هو تحقيق فعالية للاسواق المالية، تعبئة المدخرات المالية المحلية والاجنبية، اظفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية، رفع درجة المنافسة بين الاسواق المالية والحصول على اكبر قدر ممكن من رؤوس الاموال الدولية.

كل دولة استخدمت سياسة التحرير المالي حسب اهداف سياستها الاقتصادية واصلاحاتها، فالدول التي رغبت في تحسين السياسة النقدية، قامت بتطوير الأدوات غير المباشرة كتخفيض القيود على الإئتمان، وعدم تفضيل قطاعات عن اخرى في تقديم الإئتمانات، والدولة التي تسعى إلى النهوض بالقطاع المالي، قامت بالتقليل من الحواجز التي تعرقل دخول أو خروج المؤسسات المالية من و إلى السوق، و تحسين البنية التحتية للاسواق المالية كاستحداث ادوات مالية وتحرير تجارة الخدمات المالية، واخرى هدفها تحرير القطاع المصرفي، فقامت بتحرير معدل الفائدة، التوقف عن فرض سقوف ائتمانية للبنوك واعادة هيكلتها ونقلها إلى القطاع الخاص، زيادة الشفافية في التعامل بين المودعين والمقرضين والحرص على حمايتهم .

الا أنه يرى الاقتصاديون الداعمون لسياسة التحرير المالي أن نجاحه وفق شرط التدرج في تطبيقه واصلاح القطاع الحقيقي قبل تحرير واصلاح القطاع المالي، كما ركز ماكينون و شاو في نظريتهما العلاقة بين الاستثمار والادخار، حيث أن ارتفاع اسعار الفائدة نتيجة تحريرها يشجع الادخار وبالتالي زيادة الاستثمار الذي يؤدي هو بدوره إلى النمو الاقتصادي، الا أن بعض تجارب الدول في تطبيق السياسة برهنت عن الآثار السلبية للتحرير المالي وهو نتيجة ما عاشته من أزمات مالية سواء، حدثت في الدولة أو انتقلت اليها عن طريق العدوى .

بدأت معظم الدول من مطلع التسعينيات من القرن الماضي انتهاج سياسة التحرر المالي، شكلت هذه السياسة جانبا مهما من برامج الاصلاح الاقتصادي والتأقلم الهيكلي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ففي السوق المالية، قامت بإلزام شركات الأسهم باعتماد المعايير الدولية عند نشر البيانات المالية، والإعلان عن

اعمالها وتطوراتها بشكل دوري، وهذا لتعزيز مبدأ الشفافية وحماية المستثمرين، بالإضافة إلى تحسين البنية التشريعية و التنظيمية للأسواق المالية .

انتهجت دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا سياسة التحرير المالي، فأوصلت العديد من الدول إلى حالات من الانكماش الاقتصادي، فالدخول الضخم والمفاجئ لرؤوس الاموال، ترتب عنه زيادة التضخم وظهور فقاعات المضاربة، وبعتماد هذه الدول على القطاع المصرفي، أكثر فهذا السحب ولد أزمة لميزان المدفوعات وأزمة الصرف، وما يعرف بأزمة التوأم، كما لم تلجأ بعض الدول إلى التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي فولد فجوة في أنظمتها المالية.

ان الاسواق المالية لدول الشرق الاوسط وشمال افريقيا تتميز بانخفاض القيمة السوقية في جميع الدول، ماعدا دول الخليج العربي، مما يقلل من خلق استثمارات منتجة، اما فيما يخص عدد الشركات، فسجل انخفاض كبير مقارنة بعدد الشركات في اسواق الدول الاوربية أو الامريكية، ويرجع السبب إلى نقص تنوع القطاعات واعتمادها على قطاع واحد يدير الاقتصاد، حيث يتم ازالة القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان توزيع وتخصيص الموارد المالية، وتحديد أسعار العمليات المالية طبقا لقوى العرض والطلب، وازالة الرقابة المالية الحكومية، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام، وتحرير معدلات الفائدة وإلغاء الضوابط على العمل المصرفي وتدخل الدولة في القطاع المالي، ولقد أفرزت هذه الأفكار التحررية ظهور اقتصاد الأسواق المالية، أين تحصل الأعوان الاقتصادية على موارد التمويل بإصدار الأوراق المالية في الأسواق، والذي يتميز بارتفاع التمويل الذاتي وتراجع الدور الارتكازي للبنوك لصالح الأسواق المالية وكان لهذه السياسات العديد من الآثار الايجابية، خاصة في الأجل الطويل، والآثار السلبية عند التسرع في فتح الأسواق، وعدم إتباع سياسات متدرجة للتحرير، وهو ما أكدته الكثير من التجارب الدولية.

كما قمنا بتقدير النموذج المقترح، الذي تم استنباطه من الدراسات السابقة، أهمها دراسة كل *J.Mahar* و *Williamson* عام 1998 و دراسة *McKinnon* و *E.Shaw* عام 1973 على عينة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا والمتمثلة في خمسة أسواق هي: بورصة الجزائر، بورصة المغرب، بورصة مصر، سوق الأردن للأوراق المالية، سوق الأسهم السعودي للفترة الممتدة من عام 2000 إلى غاية 2021.

نتائج إختبار الفرضيات:

في بداية الدراسة قمنا بوضع ثلاث فرضيات على شكل إجابات أولية، ثم قمنا بإختبارها فتوصلنا الى النتائج التالية:

- **الفرضية الأولى:** يسمح التحرير المالي الداخلي بحرية دخول وخروج مؤسسات الوساطة المالية إلى السوق المالية مما يزيد من عدد المستثمرين والمدخرين في السوق؛ يقصد بالتحرير الداخلي، تحرير القطاع المصرفي وبالتالي ثم تأكيد الفرضية الأولى.

- **الفرضية الثانية:** يؤدي التحرير المالي الخارجي من خلال تحرير حساب رأس المال إلى دخول الأموال الأجنبية وتنوع الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية؛ وبالتالي تم تأكيد الفرضية الثانية

- **الفرضية الثالثة:** هناك أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للتحرير المالي على مؤشرات سوق الأوراق المالية، وبالتالي ثم تأكيد الفرضية التالية.

نتائج الدراسة:

- من خلال الدراسة القياسية تبث وجود علاقة طردية بين مؤشرات التحرير المالي ومؤشرات سوق الأوراق المالية حيث وجدنا:

-بورصة الجزائر:

- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، عرض النقود) لهما ارتباط إيجابي (طردي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر)، له ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغير المستقل (معدل الفائدة) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

جميع المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيران المستقلان (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لهما ارتباط إيجابي (طردي) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (عدد الشركات) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة، وتم حذف هذا المتغير من الدراسة.

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (القيمة السوقية) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

بورصة المغرب:

- المتغيران المستقلان (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (سعر الصرف) الذي له ارتباط سلبي (عكسي)، وهذا ما تبثه النظرية الاقتصادية .

- المتغير التابع والمتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيران المستقلان (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات)

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (عدد الشركات) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيران المستقلان (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) لها ارتباط إيجابي دال احصائيا (طردى) بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس له ارتباط دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية)
- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (القيمة السوقية) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

- بورصة مصر:

المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط إيجابي (طردى) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) سلبى (عكسى) دال احصائيا.

- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (القروض المقدمة للقطاع الخاص) الذي له ارتباط سلبى (عكسى) دال احصائيا مع المتغير التابع والمتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) إيجابي (طردى) دال احصائيا.

- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة، درجة التحرير المالي) لها ارتباط إيجابي (طردى) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيران المستقلان (القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبى (عكسى) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيرات المستقلة (سعر الصرف، عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، درجة التحرير المالي) ليس لها ارتباط دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- بورصة السعودية:

- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطها مفقود مع المتغير التابع (معدل دوران السهم). لان قيم المتغيرين ثابتة.

- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).

- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) الذي له ارتباط ايجابي (طردي) دال احصائيا مع المتغير التابع. كما ان المتغيرين (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطهما بالمتغير التابع مفقود لان قيمهم ثابتة.
- المتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).
- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص، لها ارتباط إيجابي (طردي) بالمتغير التابع (عدد الشركات).
- المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط سلبي (عكسي) بالمتغير التابع (عدد الشركات).
- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطهما بالمتغير التابع مفقود لأن قيمهم ثابتة
- المتغيران المستقلان (القروض المقدمة للقطاع الخاص، الاستثمار الأجنبي المباشر) لها ارتباط ايجابي (طردي) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).
- المتغيرات المستقلة (عرض النقود، معدل الفائدة) ليس لها ارتباط دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية).
- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، درجة التحرير المالي) ارتباطهما بالمتغير التابع مفقود لان قيمهم ثابتة.
- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، معدل الفائدة) لها ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- **بورصة الأردن:**
- المتغيران المستقلان (عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر) لها ارتباط إيجابي (طردي) دال احصائيا مع المتغير التابع (معدل دوران السهم).
- المتغير المستقل (القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس له ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع.
- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (معدل دوران السهم) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.
- أغلب المتغيرات المستقلة ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (حجم التداول)، ما عدا المتغير المستقل (معدل الفائدة) الذي له ارتباط سلبي (عكسي) دال احصائيا مع المتغير التابع والمتغير المستقل (الاستثمار الأجنبي المباشر) الذي له ارتباط إيجابي (طردي) مع المتغير التابع كما ان المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (حجم التداول) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر لها ارتباط ايجابي (طردي) دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط سلمي (عكسي) بالمتغير التابع (عدد الشركات).

- المتغيران المستقلان (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس لها ارتباط دال احصائيا مع المتغير التابع (عدد الشركات)

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (عدد الشركات) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

- المتغيران المستقلان (سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر) لها ارتباط ايجابي (طردي) دال احصائيا مع المتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغير المستقل (معدل الفائدة) له ارتباط سلمي (عكسي) دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية).

- المتغيران المستقلان (عرض النقود، القروض المقدمة للقطاع الخاص) ليس لها ارتباط دال احصائيا بالمتغير التابع (القيمة السوقية)

- المتغير المستقل (درجة التحرير المالي الخارجي) ارتباطه مع المتغير التابع (القيمة السوقية) مفقود لان قيم المتغير المستقل ثابتة.

في أغلب الدراسة هناك أثر لبعض مؤشرات التحرير المالي على بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية، لكن لو دخلنا الى عمق الأسواق المالية لدول المنطقة وخاصة الجزائر لما وجدنا هذا الأثر، وهذا راجع لتباطؤها في تحرير سياستها، فمثلا الجزائر لغاية هذه السنة لم تقم بتعويم سعر الصرف فمازالت الحكومة تتدخل في تطبيق السياسة النقدية والمالية، وهذا راجع لتخوفها من تأزم الوضعية لهشاشة النظام الإقتصادي، حيث في مقابل تحرير سعر الصرف (تعويم العملة) سيكون ان خيار العملة الوطنية بثلاث مرات (3) أكثر من قيمتها الحالية وانخفاض القدرة الشرائية للفرد، نظرا لتبعية الجزائر للقطاع الريعي و التسيير المركزي .

الإقتراحات:

لإستفادة هذه الدول من الأثار الإيجابية لسياسة التحرير المالي على سوق الأوراق المالية عليها ان:

- تحرير نظامها الإقتصادي تدريجيا وفي أقرب وقت بدءا بالتحرير الداخلي (التحرير المصري) لأن الأسواق المالية عملها تكاملي ولا يمكن الإعتماد على سوق على غرار سوق أخرى.

- العمل بمبدأ ماكينون لتحرير سوق الأوراق المالية، على الدولة تحرير سوق السلع، وفرض قيود صارمة لدخول رؤوس الأموال في الأجل القصير إلى غاية اكتمال برنامج التحرير الإقتصادي.

- تشجيع الإستثمار المحلي وتوجيهه لدخول البورصات، وجعله أكثر تنافسية.

- تحرير سعر الفائدة، وعدم السماح لسعر الفائدة البنكي منافسة سعر الفائدة على السندات او عائد الأوراق المالية.

- تحرير سعر الصرف ليتمكن الدولة من تنويع المداخيل بالعملات الأجنبية وجذب رؤوس الأموال، انتعاش وتنشيط سوق الأوراق المالية وبالتالي زيادة الاستثمارات الانتاجية، فإخفاض البطالة والفقير.

- العمل على الربط والتكامل بين أسواق المغرب العربي أولا ثم أسواق دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

آفاق البحث:

من خلال معالجتنا لهذا الموضوع، لاحظنا العديد من النقاط التي تحتاج مزيداً من التوسع والبحث والتحليل، ولعلها تفتح مجالاً امام الباحثين للقيام بدراسات مكتملة لهذا العمل، لذا نقترح بعض المواضيع يمكن أن تكون أبحاث مستقبلية:

- تطوير نموذج لتقييم درجة التحرير المالي في كل دولة على حدا؛
- اختبار النموذج المقترح على عدد أكبر من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؛
- إجراء أبحاث عن طريقة تهيئة الظروف الإقتصادية والمالية لتطبيق سياسة التحرير المالي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

1. مؤلفات:

- ازهري الطيب الفكي احمد، اسواق المال، دار جنان للنشر والتوزيع، الاردن، ط01، 2017.
- الانصاري سامة عبد الخالق، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة التحليل الاساسي، دار السحاب، ط01، 2008، مصر.
- البطريق يونس، بورصة الاوراق المالية موقعها من الاسواق أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، مصر، 2000.
- بن ضب علي و محمد شيخي، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، ط01، 2017 .
- التاميمي ارشاد فؤاد، الاسواق المالية، اطار تنظيم وتقييم الادوات، دار اليازوري، 2010.
- جودة صلاح السيد، بورصة الاوراق المالية علميا- عمليا، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، ط 01، مصر، 2005.
- حسني محمد، محمود حامد محمود، التنمية الاقتصادية، دار المريخ، الرياض، 2006 .
- حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية (مفاهيم، ادارة المخاطر، المحاسبة)، سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، ج 05، الدار الجامعية، 2001 .
- الحناوي محمد صالح و جلال ابراهيم العيد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005 .
- الحناوي محمد صالح واخرون، الاستثمار في الاوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الاساسي و الفني، الدار الجامعية، مصر، 2004-2005 .
- حنفي عبد الغفار و رسمية زكي قرياقص، الاسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية اسواق الاوراق المالية شركات التامين شركات الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- حيدر بونس الموسوي، المصارف الاسلامية، ادائها المالي وأثرها في سوق، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الاردن، 2018 .
- خالد المشهداني و رائد العبيدي، مدخل إلى الاسواق المالية، دار الأيام للنشر و التوزيع، الاردن، 2013.
- الخليل احمد بن محمد، الأسهم و السندات واحكامها في الفقه الاسلامي، دار ابن الجوزي، ط01، السعودية، 2002.

- خليل الهندي و انطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي، المؤسسة الحديثة للكتاب، ج 02، لبنان، 2000 .
- الداغر محمود محمد، الاسواق المالية، دار الشروق، عمان، 2005 .
- دريد كامل ال شيب، الاسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط01، 2012، عمان.
- دريد كامل ال شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر، الاردن، 2009.
- الدسوقي ايهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، المفاهيم الاساسية للاستثمار والبورصة، البورصة المصرية والامريكية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000 .
- الدعيمي عباس، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 01، الأردن، 2010 .
- رونالد ماكينون، النهج الأمثل لتحرير الإقتصاد، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، مصر، الطبعة العربية الأولى، 1996
- زهري الطيب الفكي احمد، اسواق المال، دار جنان للنشر والتوزيع، الاردن، ط01، 2017 .
- زويل محمود امين، بورصة الاوراق المالية موقعها من الاسواق-احوالها ومستقبلها، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، مصر، 2000 .
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، ط02، عمان، 2002 .
- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الاوراق المالية، مكتبة عين الشمس، مصر، 1998 .
- السيد البدوي عبد الحفيظ، إدارة الأسواق المالية، نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.
- السيد علي عبد المنعم و نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط01، الأردن، 2004 .
- السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، ط01، الاردن، 2010
- السيسى صلاح الدين حسن، تطوير وربط البورصات العربية وتأسيس البورصة العربية الموحدة، قضايا اقتصادية معاصرة، دار عالم للكتب، ط 01، مصر، 2003 .
- شاهين محمد عبد الله محمد، محافظ الاوراق المالية، ادارة – تحليل – تقييم، دار حميثرا للنشر والتوزيع، 2017.
- شذا جمال الخطيب و صعفق الركبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لراس المال، دار مجدلال للنشر والتوزيع، ط01، الأردن، 2008.
- شرفات علي جدوع، التنمية الاقتصادية في العالم العربي، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، ط01.
- الشراوي عبد الحكيم مصطفى، العولمة المالية و تبييض الأموال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2008.
- الشعار نضال، سوق الاوراق المالية وادواتها، الجندي للطباعة والنشر، حلب، 2006 .

- شعبان محمد إسلام البروارى، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر المعاصر، دمشق، 2001.
- الشواور فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الاسس النظرية والعملية، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 01، الاردن، 2008 .
- صادق اسماعيل محمد، البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية، دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية، دار المنهل، مصر، 2016 .
- صبح محمود، التحليل المالي والاقتصادي للاسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، ط 03، مصر، 2000.
- صقر عمر، العولمة وقضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000-2001.
- الصيرفي محمد، البورصات، دار الفكر الجامعي، ط 01، مصر، 2006 .
- ضياء مجيد موسوي، البورصات، اسواق راس المال وادواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003 .
- طارق عبد العال حماد، التطورات الاقتصادية العالمية و انعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001.
- عاطف أندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، 2005 .
- عبد الله خالد أمين و الطرد اسماعيل ابراهيم، العمليات المصرفية و الطرق المحاسبية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 07، الاردن، 2014 .
- عبد المطلب عبد الحميد، العولمة الاقتصادية، منظماتها، شركاتها، تداعياتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- عبد المطلب عبد الحميد، السوق العربية المشتركة، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003 .
- عبده محمد مصطفى محمد، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر.
- عصام حسين، اسواق الاوراق المالية (البورصة)، دار اسامة للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
- عوض محمد و علي الشديفات، الاستثمار في البورصة، اسهم – سندات – اوراق مالية، ط 01، دار حامد للنشر والتوزيع، الاردن، 2006 .
- غازي توفيق فرحو عبد النافع الزرري، الاسواق المالية، دار وائل للنشر، الاردن، 2000 .
- غالم عبد الله، العولمة المالية والأنظمة المصرفية العربية، دار اسامة للنشر والتوزيع، ط 01، عمان، 2014 .
- غنيم احمد، الأزمات المصرفية والمالية: الأسباب، النتائج، العلاج، دار النشر مجهولة، القاهرة، 2005.
- الفاتح محمود محمد، تمويل ومؤسسات مالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، 2017 .

- الفولي أسامة و زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005 .
- قابل محمد صفوت، الدول النامية والعملة، الدار الجامعية، 2004 .
- قندوز عبد الكريم أحمد، المشتقات المالية، دار الوراق، الأردن، بدون سنة نشر .
- كنجشكري ماهر ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية و المشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد، الأردن، 2004.
- كويل برايان، اسواق المال، دار الفاروق للنشر والتوزيع، ط01، مصر، 2005 .
- الجند محمد صالح، الأزمة المالية، مجموعة زاد للنشر، ط01، المملكة العربية السعودية، 2009.
- مروان عطون، الاسواق النقدية والمالية والبورصات ومشاكلاتها في عالم النقد والمال، ادوات والية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، ج01، ط02، الجزائر، 2003.
- مصيطفى عبد اللطيف و محمد بن بوزيان، اساسيات النظام المالي واقتصاديات الاسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، ط01، لبنان، 2015 .
- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، دار المصرية اللبنانية، ط01، مصر، 2007.
- منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، منشأة توزيع المعارف الاسكندرية، مصر، 1994.
- منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية واسواق راس المال، منشأة توزيع المعارف الاسكندرية، مصر، 1993 .
- موصللي سليمان و عدنان سليمان، الاسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2012.
- نائر سوزي عدلي، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، ب ط، لبنان، 2007 .
- نايف علوان قاسم، ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، ط01، الاردن، 2009 .
- هوشيمار معروف، الاستثمارات والاسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط 01، الأردن، 2009 .
- هيثم عجام، التمويل الدولي، دار الزهران للنشر والتوزيع، الاردن، 2008 .
- وفا عبد الباسط، القطاع المصرفي بين التحرير المالي والرقابة المرنة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2004

2. أطروحات:

- بلجيليلة سهية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2009-2010 .
- بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012 .

- بن عمر بن حاسين، فعالية الاسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، جامعة ابي بكر بلقايد تلمسان، 2012-2013 .
- بني هاني محمد تيسير ارويزق، أثر التحرير المالي على حجم التداول في بورصة عمان (الاردن) دراسة قياسية (1995-2015)، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، تخصص اقتصاد، جامعة يرموك، الاردن، 2016-2017 .
- بوبرمة إحسان، دور الاصدارات في استقرار الأسواق المالية – حالة البورصات العربية-، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف-1، 2017-2018.
- تافاسست خديجة، تحرير القطاع المالي وأثره على النمو الاقتصادي، دراسة قياسية في الدجائر خلال الفترة 1990-2013، اطروحة دكتوراه علوم اقتصادية، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، الجزائر، 2016-2017.
- حشايشي سليمة، نحو نموذج مقترح لتقييم الاصول المالية في الاسواق المالية العربية، دراسة قياسية، اطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 01، 2017-2018 .
- زواوي فضيلة، التحرير المالي وانعكاساته على المنظومة البنكية الجزائرية، اطروحة دكتوراه علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2015-2016 .
- زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية وفلسطين)، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- سلامية ظريفة، تحديات العولمة و المعلوماتية على الدول النامية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة قلمة، 2004 .
- شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة ابي بكر بالقائد، تلمسان، 2006 .
- عباد فاطمة باسم، التحرر والتذبذب في السوق، دلائل من بورصة عمان، رسالة ماجستير، كلية ادارة المال والاعمال، جامعة ال البيت، الاردن، 2015.
- العبادلة سعيد، دور سوق فلسطين للاوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية 1997-2011، رسالة ماجستير، الجامع الاسلامية، فلسطين.
- عقبه خضير، أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الدوحة قطر للأوراق المالية خلال الفترة 2008-2013، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.

– نواف جوهر أحمد، دور سوق مسقط للأوراق المالية في تمويل القطاعات الاقتصادية في سلطنة عمان خلال الفترة 2006-2016، دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد المالي، جامعة النيلين الخرطوم، 2019

3. مقالات و مداخلات:

– الأسرج حسن عبد المطلب، تحليل أداء البورصات العربية للفترة 1994-2003، مع دراسة خاصة للبورصة المصرية، رسائل البنك الصناعي، الكويت، ع 79، ديسمبر 2004.

– الامام صلاح الدين محمد امين، اجراءات تجنب اثار إنتقال الازمات المالية العالمية بالتركيز على الاستثمار المؤسسي، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 20 .

– اوناسي حسان و كمال رزيق، سلوك متغيرات السياسة النقدية والتحرير المالي في الجزائر للفترة 2005-2015، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، م 09، ع 03، 2018 .

– أونور ابراهيم، فعالية أسواق الاسهم العربية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت ع 89، يناير 2010 .

– بديسي فهيمة و سرارمة مريم، أثر التحرير المالي على النظام المالي والبنكي الجزائري، اشارة الى حالة السوق المالي الجزائري، مجلة العلوم الانسانية، ع 08، ديسمبر 2017 .

– بربري محمد و طرشي محمد، التحرير المالي و المصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، 11-12 مارس، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

– بروكوبنكو فاسيلي وبول هولدن، التنمية المحلية والحد من الفقر، قضايا ومدلولات السياسات بشأن البلدان النامية وتلك السائرة على طريق التحول لاقتصاد السوق، صندوق النقد الدولي واشنطن، 2001.

– بريش عبد القادر، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة أداء سوق الأوراق المالية، بالإشارة إلى حالة الجزائر، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، ع 09، 2011 .

– بطاير علي، سياسات التحرير والاصلاح الاقتصادي في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، السداسي الثاني، 2004 .

– بلغنامي نبيلة و سحنون جمال الدين، التحرير المالي وانعكاسه على تق التنبات تمويل التجارة الخارجية في الجزائرية، ع 17، السداسي الثاني 2017، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا .

– بلوناس عبد الله وآسيا قاسيمي، التكامل المالي للأسواق المالية كوسيلة لتحدي مخاطر العولمة المالية ملتقى وطني حول عولمة الأسواق المالية: الفرص والتحديات يومي 13/12 أكتوبر، 2011 المركز الجامعي – غليزان.

- بن بحمة سليمان واخرون، تفعيل بورصة الجزائر كخيار للتنمية الاقتصادية المستدامة في الجزائر " دراسة تحليلية"، مجلة انماء للاقتصاد والتجارة، ع خاص، م 02، افريل 2018 .
- بن بريكة الزهرة و فريدة تلي، التحرير المالي وعدوى الازمات (ازمة الرهن العقاري)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، مسيلة، ع04 .
- بن بوزيان محمد و غربي ناصر صلاح الدين، أثر تحرير سعر الفائدة على حجم الادخار، حالة الجزائر، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة.
- بن بوزيان محمد و شكوري سيدي أحمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر، ملتقى المنظومة البنكية في ظل التحولات الاقتصادية والقانونية، 2005/04 بشار.
- بن دغفل كمال، كمال زيتوني، محاولة صياغة دالة الكلي السوق المالي في الأردن خلال الفترة 1978-2014، يوم دراسي حول: أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية، 06 ديسمبر 2016، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر .
- بن عزوز محمد زكريا و كمال حمّانة، قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر KAOPEN، دراسة قياسية 1970-2010، مجلة الباحث، ع 2013، 13 .
- بن علّال بلقاسم، ازمات المالية العالمية دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري(1990/2011)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، ع 02، 2014 .
- بن قدور صفية و كلثوم جريو، مساهمة صناديق الاستثمار الاسلامية في تنشيط السوق المالية السعودية نموذجاً، المؤتمر الدولي حول الاسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل اسلامي، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 17-18 نوفمبر 2015 .
- بن لكحل نوال، واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويره، مجلة الاقتصاد الجديد، ع 13، م 02، 2015.
- بن معزوز محمد زكرياء، حمّانة كمال، قياس العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام مؤشر (KAOPEN) ، دراسة قياسية، 1970-2010، مجلة الباحث، ع 13، 2013 .
- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، ع03، ورقة، 2005 .
- بوخرص عبد الحفيظ و حجاب عيسى، أسباب الأزمات المالية وآثارها على اقتصاديات الدول النامية في ظل سياسات التحرير المالي دراسة حالة المكسيك، جامعة البحوث الادارية والاقتصادية، ع 03، 2018.
- بوري محي الدين، مجالات الاصلاح الاقتصادي في الجزائر 1990-2013، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، ع 02، 2016 .

- بوشول سعيد، تكامل الاسواق المالية في اطار التكامل المالي، دراسة حالة تكامل الاسواق المالية لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، ع 06، 2015 .
- بوظلالة عادل، احمد بوراس، دور كفاءة سوق راس المال في توجيه وتخصيص الاستثمارات، دراسة حالة السوق المالي السعودي خلال الفترة 2008-2014، مجلة العلوم الانسانية، ع 16، ديسمبر 2016 .
- بوعلي عبد القادر و غرزلي سليمة، أثر تحرير الاسواق المالية على عدم الاستقرار المالي دراسة قياسية لعينة من الدول النامية خلال الفترة 1990-2014، دفاتر MECAS، ع 13، ديسمبر 2016 .
- البيطار أحمد، المعالجة التشريعية والأنظمة المتعلقة بالأسواق المالية العربية وتحسين الثقافة، صندوق النقد العربي، 2002 .
- تافاسست خديجة و خروي مراد، القنوات الرئيسية لانتقال اثر التحرير المالي إلى النمو الاقتصادي، مجلة العلوم الانسانية، بسكرة، 2017 .
- تحليل الاسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الاقطار العربية، ع 27، مارس 2004.
- جبر هشام، صناديق الاستثمار الاسلامية، المؤتمر العلمي حول الاستثمار والتمويل بفلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية، فلسطين، يومي 08-09 ماي 2005 .
- جبر هشام، صناديق الاستثمار الاسلامية، المؤتمر العلمي حول الاستثمار والتمويل بفلسطين بين افاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، يومي 08-09 ماي 2005، الجامعة الاسلامية، فلسطين.
- حرير عبد الغني، سياسات التحرير المالي في الدول العربية و انعكاساتها على القطاع المالي، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، ع 15، 2016 .
- حريري عبد الغني، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي، الازمة المالية والاقتصادية الدولية، والحوكمة العالمية، يومي 20-21 اكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس سطيف .
- حسن خولة رشيد، إمكانيات الاستثمار في المشتقات (العملات المستقبلية)، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 10، 2005.
- حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير واخرون، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الاوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية و مالية، المجلد الثامن، ع 22، 2012.
- الحلو عقيل حميد جابر، الازمة المالية وتداعياتها على الأنشطة المالية والاقتصادية في البلدان العربية (اقتصادات مختارة: مصر، الجزائر، العراق)، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، م 13، ع 04، 2011 .
- خضر حسان، الاستثمار الأجنبي المباشر: تعاريف وقضايا، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ع 32، 2004.

- الخطيب حازم بدر، دور واهمية العائدات والأوراق المالية في اسواق المال الاسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، ع 11، ماي 2007 .
- خلفاوي عبد الباقي، الإتفاقيات بين المساهمين في شركة المساهمة، مجلة العلوم الإنسانية، ع 43، مجلد ب، جوان 2015.
- خميس خليل، الأزمات الاقتصادية والمالية وأثارها على مسارات التنمية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، ع 05، ديسمبر 2016.
- خنوسة عديلة و فوضيل لحسن، الازمات المالية الناشئة في ظل العولمة المالية، الملتقى العلمي الوطني حول: النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، يومي 04-05 فيفري 2019 .
- دادن عبد الوهاب و بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر 40 CAC تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009، أبحاث اقتصادية وإدارية – ع 10، ديسمبر 2011.
- دردوري لحسن و لقلطي لخضر، انعكاسات الازمة المالية على مؤشرات اسعار الاسهم في سوق الدوحة للاوراق المالية خلال الفترة 2005-2015، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، م 01، ع 01، جوان 2017 .
- دغموشي هشام، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999 الى 2015، مجلة علوم الاقتصاد، والتسيير والتجارة، ع 33، 2016 .
- ذنون بشار، ميادة صلاح الدين، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية دراسة تحليلية لسوق الرياض للاوراق المالية، تنمية الرافدين 89، 2008 .
- رابط ساعد و اسماء بلميهوب، العولمة المالية و تأثيرها على أداء الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، دراسة حالة الجزائر و الدول النامية يومي: 21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خبضر- بسكرة كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و مخبر العلوم الاقتصادية و التسيير.
- رتيعة محمد، التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول العربية، مجلة الاحصاء والاقتصاد التطبيقي، ر 19، 2013.
- رحو بلال، علاقة التحرير المالي بحدوث ازمات مالية – تجربة بعض الدول، مجلة الميادين الاقتصادية، م 03، ع 01، 2020 .
- رميدي عبد الوهاب و بوضياف مختار، أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر للفترة 1990-2010، مجلة الاقتصاد الجديد، ع 10، م 01، 2014 .

- زايري بلقاسم، الأزمة المالية الدولية رؤية على ضوء النظام المالي الإسلامي والنظام الوضعي، الملتقى الدولي الاول حول الاقتصاد الاسلامي.. الواقع ورهانات المستقبل يومي 23-24 فيفري 2011، المركز الجامعي بغيرداية .
- زاوي فضيلة و عماروش خديجة ايمان، سياسات التحرير المالي وأنعكاساتها الايجابية والسلبية على النظم المالية والاقتصادية، ملتقى وطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، يومي 04، 05 فيفري 2018، جامعة مسيلة.
- الزيادات علي و فارس الخرابشة، أثر الازمة المالية على الأسواق المالية العالمية، حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الاردنية، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، م 21، ع 01، يناير 2013 .
- زيان محمد و نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، المعوقات والآفاق، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية بسكرة يومي 21 / 22 نوفمبر 2006
- سراي صالح عنتر و بوتيارة، محاولة صياغة دالة أداء الكلي السوق المالي في الأردن خلال الفترة 1978-2014، يوم دراسي حول أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية، 06 ديسمبر 2016، جامعة محمد بوضياف المسيلة/الجزائر .
- السعودي عبد الصمد و بلقاسم سعودي، دور مؤشرات الحيطة والحذر الجزئية في الحد من مخاطر الأزمات المصرفية الناتجة عن التحرير المالي- دراسة تطبيقية بالمحاكاة على البنك الوطني الجزائري BNA، مجلة دفاتر اقتصادية، م08، ع 02، 2018.
- الشامسي جاسم علي، سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجمع الفقهي الإسلامية بين الأمل و الواقع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة .
- شقبق عيسى و يحي أزغار، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، ع07-2016
- شقيري نوري موسى و وليد احمد الصافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد والمخاطر دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 19، 2009 .
- شلي ماجدة أحمد، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل، مؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية والتطبيق، جامعة اليرموك، الأردن .
- شندي اديب قاسم، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، سوق الاوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013

- شوكمال عبد الكريم، براهيمى سمير انهييار الاسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدول الاول الاقتصاد الاسلامي، الواقع رهانات المستقبل، غرداية، 23-24 فيفري 2011 .
- شويكات محمد، بوزيان نورة، علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة 1990-2013 دراسة قياسية باستعمال التكامل المتزامن، مجلة دفاتر اقتصادية، م 8، ع 14 2017 .
- شين خثير و ستو فاطمة الزهراء، الازمات المالية العالمية وعلاقتها بسياسة التحرير المالي، دراسة حالة جنوب شرق اسيا 1997، و أزمة الرهن العقاري 2008، الملتقى العلمي الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، 04-05 فيفري 2019 .
- صالحى صبرينة، أزمات القطاع المصرفي والمالي بين حدود التحرير المالي وضمانات الحوكمة، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، ع07، 2012 .
- صالحى عبد القادر و سالم راضية، الوساطة المالية لشركات التأمين واثرها على تفعيل السوق المالية في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، ع09، مجلد 3 .
- صالحى عبد القادر، سياسات التحرير المالي واثرها على تطوير اليات العمل المصرفي في البنوك الجزائري، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، ع 16/2016.
- صباغ رفيقة، لزرق محمد واخرون، التحرير المالي وعدوى الأزمات دراسة حالة ازمة الرهن واثرها على الأسواق المالية لخليجية، مجلة رماح للبحوث والدراسات، سبتمبر 2017.
- صخري عبد الوهاب و سمية بن علي، تحليل واقع التكنولوجيا المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا: قراءة للتحديات والإمكانيات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، م 06، ع01، 2021 .
- صديقي مليكة و بوكرواح بهية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، ع 07، 2016 .
- طرشي محمد و عبو عمر، اثر التحرير المالي على تحرير الخدمات في الاسواق المالية، الملتقى الوطني حول النظام المالي واشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، جامعة محمد بوضياف مسيلة طهاري عمور، باتريسيا بارنار، واخرون، اصلاحات القطاع المالي وأفاق الدمج المالي في بلدان المغرب، ورقة عمل صندوق النقد الدولي، 07/125، 2007 .
- طيبة عبد العزيز، واخرون، الانفتاح المالي على النمو الاقتصادي دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال 1990-2016 باستخدام نموذج تصحيح الخطأ ECM، مجلة الإستراتيجية والتنمية، م 09، ع 03 مكرر، ج2019،01.

- العاني احمد حسين بتال، استخدام البرمجة التريبيعية في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى: مع اشارة خاصة لقطاع
المصارف في سوق العراق للاوراق المالية، 6 ديسمبر 2016، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية
والادارية، ع02، 2008.
- عباس العبيدي زهرة خضير، سوق الأوراق المالية ودورها في تفعيل الاستثمارات، مجلة الكوت للعلوم
الاقتصادية و الادارية، جامعة واسط بغداد، ع 28، ج02، 2018 .
- عباس كاظم جاسم الدعيمي، انعكاسات السياسات النقدية في مؤشرات تداول سوق الاوراق المالية الولايات
المتحدة الامريكية دراسة قياسية للمدة 1990-2010 باستخدام نماذج التخلف الزمني .
- عبد الوهاب رميدي و عبد القادر موزاوي، الاسواق المالية العربية التي تواجهها في ظل الازمة المالية العالمية،
الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية، خميس
مليانة، 13-14 مارس 2012.
- عبدلي حنان، اختباركفاءة الأسواق المالية الناشئة حالة السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا،
مجلد 14، ع 18، 2018 .
- عزاوي عمر و سايح بوزيد، إصلاح القطاع المصرفي في الجزائر عاملا للتحديث والنمو الاقتصادي، المؤتمر
الدولي الثاني: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، يوم 11 ديسمبر 2008،
ورقلة .
- عزوز سارة، التقنيات الاساسية في سوق الاوراق المالية، مجلة الاجتهاد القضائي، ع 11 .
- عوايحية حياة و مفتاح صالح، تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للاوراق المالية للكويت، مجلة رؤى
اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر، م07، ع 02، ديسمبر 2017 .
- عيواج مختار، الافصاح المالي واثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الاشارة الى سوق الاسهم السعودي،
مجلة معارف، ع22، جوان 2017 .
- الغالي عبد الحسين جليل و حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الاسواق المالية دليل تجريبي
لبعض الاسواق العربية، مجلة الغاري للاقتصاد وعلوم الادارية، 2015، ح10، ع 32 .
- غراية زهير و ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز
الصناعي، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، ع 02، 2013 .
- غربي أحمدوا و صحراوي جميلة، التحرير المالي واثره في حساب راس المال دراسة حالة الجزائر للفترة 1992-
2013، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، ع 30، 2014.
- غنية الجوزي و احمد باشا، انعكاسات التحرير المالي على الاسواق المالية الناشئة دراسة حالة سوق
أندونيسيا، مجلة العلوم التجارية، ج18، رقم 02، 2019 .

- فخري سامر محمد و اسو بهاء الدين قادر، الربحية المصرفية في ظل التحول من سياسة الكبح المالي الى سياسة التحرير المالي في العراق للمدة (1998-2011)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، جامعة تكريت، كلية الادارة والاقتصاد، م 12، ع 34، 2016 .
- فرحات أحمد و عمر القيزراني، السياسة المالية وتأثيرها على أداء سوق عمان المالي (دراسة تحليلية قياسية 1990-2015)، مجلة العلوم الاقتصادية والسياسية، ع 16، ديسمبر 2015
- فريز ازياد، التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة الاردن، الندوة الثالثة حول تطوير القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 7-8 ديسمبر 2003 .
- الفينش محمد، القطاع المالي في الدول العربية وتحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2000.
- قابيل حسن ماجد عبد العظيم، محاور تطوير وتنشيط بورصة الأوراق المالية المصرية في ظل العقبات الاقتصادية الحالية (دراسة ميدانية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، 2017 .
- قايدي خميسي و حسين عبد القادر، دراسة تحليلية لتطور المشتقات المالية في الاسواق المالية في تغطية مخاطر السوق، حالة الدول الصناعية العشر، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، ع 06، 2015 .
- قايدي خميسي و بن خزناجي امينة، دور المشتقات المالي في ادارة مخاطر السوق دراسة تحليلية للفترة من 2009-2013، بحث مقدم للمؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الاسلامية، يومي 5-6 ماي 2014، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
- قبلان حسين، مؤشرات اسواق الاوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للاوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، ع 11، 2011 .
- قدي عبد المجيد، الأزمة الاقتصادية الأمريكية و تداعياتها العالمية، بحوث اقتصادية عربية، ع 46، 2009 .
- الكراسنة ابراهيم، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، ابو ظبي 2010.
- كمال العقيرب و بلوكاريف نادية، دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الاموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، ع 06، سبتمبر 2016.
- كورتل فريد، رزيق كمال، الأزمة المالية: مفهوما، أسبابها، انعكاساتها على البلدان العربية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ع 20-أ .
- لزعملة ساحلي و عبد الامير السعد، عولمة الاسواق المالية النامية في الجزائر، مجلة علوم الانساية، ع 44، ديسمبر 2015

- محي الدين حمد صفوت، التنمية المالية، القطاع المالي بين الكبح والتحرير، مجلة المال والصناعة، البنك الصناعي الكويت، ع 11، 1993.
- مانع سهلام، دور المالية السلوكية في تكوين وادارة المحفظة المالية المثلى، يوم دراسي حول اهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الاحصائية في الاسواق المالية، جامعة محمد بوضياف ميله، الجزائر .
- مباركي سامي، الاسواق المالية كاداة لتمويل الاقتصاد، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل واثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية 21-22 نوفمبر 2006.
- مباركي سامي، معايير تطور الأسواق المالية في بعض بلدان شمال افريقيا والشرق الأوسط (المغرب، تونس، الاردن، الكويت)، مجلة الاقتصاد الصناعي، ع 07، ديسمبر 2014 .
- محلوس زكية، نظرية التحرير المالي، مفاهيم واسس، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، ع 07، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، 2016، ص 465 .
- مدياني محمد و طلحاوي فاطمة الزهراء، التحرير المالي الداخلي واثره على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، مجلة الحقيقة، ع 38 .
- مدياني محمد و طلحاوي فاطمة الزهراء، التحرير المالي الداخلي و أثره على النمو الاقتصادي، في الجزائر خلال الفترة 1990-2014، مجلة الحقيقة، ع 38، 2016.
- مرماط نبيلة و عليلي نادية، الملتقى الوطني حول: اشكالية تمويل اقتصاديات التنمية النظام المالي، 04-05 نوفمبر 2019، جامعة محمد بوضياف مسيلة .
- مسعداوي يوسف، كفاءة الاسواق المالية العربية، دراسة تحليلية لتجربة كل من بورصة الجزائر والسعودية ومصر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، ع 42، 2014 .
- مسعودي حسام، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على اداء السوق المالية السعودية، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، ع 04، ديسمبر 2013 .
- مصيطفى عبد اللطيف و بن سانية عبد الرحمان، تحليل منطق اقتصاديات الأسواق المالية ودورية الأزمات الاقتصادية الرؤية... ومنطلق الحل، الملتقى الدولي الثاني حول: التكتلات الاقتصادية زمن الأزمات، المركز الجامعي بالوادي، يومي 26-27 فيفري 2012 .
- مطاي عبد القادر، واخرون، آضبط استقرار النظام المالي في ظل انتهاج سياسة التحرير المالي وانتشار الأزمات بالاشارة إلى حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، م 10، ع 03، 2019 .
- معتوق جمال و يحيي سعيدي، قياس أثر تداول المشتقات المالية في البورصة على المخاطر المالية، دراسة مقارنة بسوق البورصة التركية قبل وبعد تداول المشتقات المالية للفترة 1994-2015، مجلة العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ع 2015/13 .

- مقدم عبد الاله و قدال زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و 2017، مجلة المالية والأسواق، م 05، ع 10، 2019 .
- منصورى حاج موسى و دادن عبد الغاني، دراسة علاقة سوق المال البحريني بالنمو الاقتصادي للفترة 2003-2006 باستخدام مقارنة (Toda and Yamamota) ، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المركز الجامعي لتامنغست، ع 12، جوان 2017 .
- المهيني محمد خالد، أهمية دور المصارف في عملية التنمية والاستثمار في العالم العربي والتحديات التي تواجهها، المؤتمر المصرفي العربي، اتحاد المصارف العربية القاهرة، - 6-7 افريل 2008.
- ميسون علي حسين، الاوراق المالية واسواقها مع الاشارة إلى سوق العراق للاوراق المالية تاثير نظري، مجلة جامعة بابل، مجلد 21، ع 01، 2013 .
- موازي عبد القادر، الأسواق المالية العربية والتحديات التي تواجهها في ظل الازمة المالية العالمية، الملتقى العلمي الدولي الخامس حول الاقتصاد الافتراضي وانعكاساته على الاقتصاديات الدولية.
- نزهان محمد سهو، أسواق الاوراق المالية في ظل تداعيات الازمة الاقتصادية العالمية الراهنة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، مجلد 26 ع 02، 2010 .
- نصير احمد و يونس الزين، دراسة تحليلية لأداء وتنظيم الأسواق المالية الناشئة في الدول العربية السوق المالي تونس والسوق المالي الناشئ عمان، مجلة الريادة لاقتصاديات الاعمال، م 03، ع 05، 2017.
- نوير طارق، تأثير تعاملات الاجانب على اداء البورصة المصرية، مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، مجلد 11، ع 01، يناير 2009 .
- هاني مريم، بناء محفظة استثمارية مثلى دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة 2008-2011، يوم دراسي حول اهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الاحصائية في الاسواق المالية، جامعة محمد بوضياف ميلة، الجزائر، 6 ديسمبر 2016 .
- هرة خضير و عباس العبيدي، سوق الاوراق المالية ودورها في تفعيل الاستثمارات، مجلة الكوت للعلوم الاقتصادية والادارية، ع 28، ج 02، 2018 .
- وصاف عتيقة، دور التحرير المالي في عالمية الازمة المالية المحلية، حالة الدول العربية، اجاث اقتصادية و ادارية، ع 14، ديسمبر 2013.
- وعلي عبد القادر و عمير فضيلة، دراسة تحليلية وقياسية لعينة من الدول النامية في الفترة 1980 - 2013 باستخدام نموذج ثنائي الحدين Logit، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016.

– يساوي سهام، تسعير الخيارات باستخدام نموذج التسعير ثنائي الحدين ودورها في تشكيل محفظة للتحوط، دراسة تطبيقية لبعض الشركات المدرجة في أوروبنكست باريس، يوم دراسي حول: أهمية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الإحصائية في الأسواق المالية، 06 ديسمبر 2016، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، الجزائر
مراجع باللغة الأجنبية:

4. Ouvrages :

- BERTRAND Jaquillat et SOLNIK Brono, marches financiers: gestion de portefeuille et des risque , Dunod, 4eme edition , paris, 2002.
- BERTRAND Jaquillat et SOLNIK Brono, Marchés Financiers: Gestion de Portefeuilles et des Risques, Paris , Dunod, 1997 .
- CANSO Pierre, HEMICI Farouk, Gestion Financière De L'entreprise, Edition Dunord, Paris, France, 10eme Edition, 2002.
- DEFOSSE Gaston , BALLEY Pierre, La bourse des valeurs Alger, Edition BOUCHENE, 1993.
- EL ERIAN Mohamed A and MOHIELDIN Mahmoud , financial developement in emerging markets the egyptian experienùce ,Cairo, ECEs 1998.
- GILLES Philippe, Crises et cycles économiques, Ed. Armant Colin, Paris, 1996.
- KRUGMAN Paul & Obstfeld Maurice ,Economie internationale, Ed . Pearson Education, 7ème édition, Juillet 2006.
- LARDIC Sandrine, VALERIE Mignon, L'efficience informationnelle des marchés financiers , Ed. La découverte, 2006, p 128.
- MC KINON Ronald, Money and Capital in Economic Development, Washington Brookings Institution, New York: Oxford University Press, 1973.
- MISKIN Frédéric, the Economic of Money, Banking and Financial Markets , 6 th edition addison – wesley, U.S.A ,2001 ,p 03.
- NYAHOHO Emmanuel, Finances internationales: théorie, politique et pratique, Presse de l'Université du Québec, 2e édition, Québec, 2002.
- PILBEAM Keith , finance and financial markets , palgrave, 2010 .
- ROBERT Edwards, Technical Analysis of stock trend , by taylor & francis grouo, London, 2007.
- SHAW Edward, Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973.

5. Thésés:

- BEN HASSENA Amal, L'impact de la libéralisation financière sur l'intermédiation bancaire, mémoire En vue de l'obtention du Diplôme de maîtrise en Hautes Etudes commerciales, Ecole Supérieure de Commerce de Sfax, Université de Sfax, Tunisie ,2006.

- BOUJELBENE Younes et chtioui slim, libéralisation financière et impact du développement financier sur la croissance économique en Tunisie, 2006.
- BOUZIANI El houari, Libéralisation financière au Maroc et ses effets Macroéconomiques, thèse pour le doctorat en sciences économiques, Université sidi Mohammed benabdellah, Maroc, 1999.
- NAVAZ Naghavi, The Relationship Between Financial Liberalization And Stock Market Efficiency: A Study Of Emerging Markets, Faculty Of Economics And Administration, University Of Malaya, Kuala Lumpur, 2014.
- WYEME Fatma, La relation finance- développement: un éclairage par le modèle de vecteur à correction -d'erreurs pour cas du système financier tunisien, Université Paris IX- Dauphin, France, 2000.
- ZAITER LAHIMER Mahjouba, L'impact Des Entrées De Capitaux Privés Sur La Croissance Economique Dans Les Payes De Développements, Doctorat Sciences Economics ,from University Paris Dauphine , Paris,2011.

6. Articles:

- ACHY Lahcen, Financial Liberalization, Saving, Investment and Growth in MENA Countries, Forthcoming in Middle-East Economies, Vol. 6, Morocco,2003
- ADEUSIO , AZEEZ .A , Olanrewju.A , Effect of financial liberalization on the performance of informal capital market, research journal of finance and accounting ,vol 03, N0 06,2012.
- ASRI Marwan, Financial Liberation vs. Financial Repression: A Survey of Theoretical Literature and Empirical Evidence, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Volume 14, No. 3, Tahun, 1999, p. 02.Tahun, 199
- BABAJIDE Fowowe, Financial Liberalization Policies and Economic Growth: Panel Data Evidence from Sub-Saharan Africa, University of Ibadan, working paper presented at the CSAE Conference, 2004 , Oxford available online at:
<http://www.africametrics.org/documents/conference08/day2/session5/fowowe.pdf>
- BEN GAMRA Saoussen, Does financial liberalization matter for emerging East Asian economies growth? Some new evidence, International Review of Economics and Finance ,18, 2009 .
- BENALLAL Belkacem ,Les effets de l application de la politique de libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie (1970/2010): Etude econometrique avec la methode de cointegration ,Friedrich Ebert Stiftung, Actes de recherche en Economie, Societe et Culture, Lauréats du concours FES Algérie 2012

- BENIC, VLADIMIR & FRANIC, Ivna, stock market liquidity: comparative analysis of creation and regional markets, Financial theory and practice. 2008.
- BLEY.JORG, Are GCC stock markets predictable?, Emerging Markets Review Elsevier, vol. 12,2011 .
- BOUZID Amaira, Libéralisation Financière Et Croissance Economique, papier présenté aux 20 eme journées internationales d'économie monétaire et financière, Birmingham, 5 et 6 juin 2003.
- DETRAGIACHE Enrica , DEMIRGÜÇ-KUNT Asli , Financial Liberalization and Financial Fragility imf working paper , june 1998.
- DONADIEU José, libéralisation financière en Corée, Thaïland et Malaisie, conditions de soutenabilité et responsabilité dans la crise, Université de Poitiers 2004, file:///C:/Users/mpi%200919/Downloads/pdfcoffee.com_la-liberalisation-financiere-en-coree-thalande-et-malaisie-pdf-free.pdf
- IBRAHIM Musa Gani and AbdulsalamAbubakar, Impact of Banking Sector Development on Economic Growth: Another Look at the Evidence from Nigeria, JBM&SSR , Volime2, No4, 2013.
- KAMINSKY L. and CARMEN M. Reinhart, The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, US Economic Review, June 1999, .
- KENNETH W. Clements, Izan H. Y. Izan, Stochastic Index Numbers: A Review, International Statistical Review, Vol. 74, No. 2 ,Aug., 2006.
- KHAN M.S, and C.M. Reinhart, Private Investment and Economic Growth in Developing Countries, World Development, Vol. 6 18, 1990 .
- KOICHI Hamada , , On the welfare costs of systematic risk , financial instability and financial crisis , papers presented at the eight seminar on central banking , Washington ,D.C ,June, 2000.
- LENUTA. M , financial liberalisaion and stock market efficiency, finances –future challenges of the future, vol13 , N0 13, 2011.
- LEVINE Ross & KING Robert, Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence, Journal of Monetary Economics, Vol 32, North –Holland.
- MURAT Ucer , notes on financial liberalization, proceeding of the seminar: Macro-économique management , new methods and current policy issues, Turkey, 2000, P01
- PRASAD Eswar & Kenneth & ROGOFF Shang-Jin, Financial Globalization: A Reappraisal, No 12484, NBER Working Papers from National Bureau of Economic Research.
- PRASAD Eswar & ROGOFF Kenneth & Shang-Jin Wei & M. Ayhan Kose, Financial Globalization: A Reappraisal, No 12484, NBER Working Papers from National Bureau of Economic Research.

- TCHIKO Faouzi , Analyse de crise dans les pays émergents: une proposition de modèle explicatif, Thèse de doctorat, Économie économique, Université Abou Bakr Belkaid - Tlemcen, 2009-2010 .
- WALIULLAH, financial liberalization and stock market behaviour in an emerging market – a case study of pakistan, international journal of business and social science , vol, NO 03 , 2010.
- WILIAMSON J. and MAHAR M ,Areview of financial liberalization souh Asia region ,Internal disscussion paper , No 171,World bank , 1998.
- ZERVOS .S ,LEVINE .R ,Capital Control Liberalisation and stock market efficiency, word development, vol26, NO 07, 1998.
- ZOUHAR Younes and Abderrahman, KACEMI Financial Liberalization and Money Demand in Morocco, Working Paper 389, economic research forum,2008.

7. المواقع الإلكترونية:

- The Wall Street Journal and The eritage Foundation data,at the site: <https://www.heritage.org/index/download>.
- <https://www.adx.ae/Arabic/Pages/AboutADX/default.aspx>
- <https://www.dfm.ae/ar/about-dfm/about-dfm>
- JAMES CHEN , Defensive Stock, on the website: www.investopedia.com/terms/d/defensivestock.asp
- Nikkei Stock Average , Index Guidebook, April 4, 2022 creation, on the website <https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/file/nikkei> .
- Will Kenton, New York Stock Exchange (NYSE), October 2021, on the website: <https://www.investopedia.com/terms/n/nyse.asp> .

– انواع الاسهم وخصائصها في السوق، الموقع الإلكتروني [.https/ go-riche.net](https://go-riche.net)

– بوزيان محمد، شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي، على الموقع الإلكتروني:

<http://elbassair.net/Centre>

– صندوق النقد الدولي، على الموقع الإلكتروني :

<https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.N>

[O?locations=ZQ](https://data.albankaldawli.org/indicator/CM.MKT.LDOM.N?locations=ZQ)

– عبد الرحمن المنصوري، تجربة كوريا الجنوبية: عوامل النجاح وتحديات المستقبل، على الموقع الإلكتروني :

<https://studies.aljazeera.net/ar/issues>

– عبد السميع محمد رضا، خصائص أسواق الاسهم العربية، على الموقع الإلكتروني :

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=649242&r>

– قانون رقم 7 لسنة 2010 المتعلق بإنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية على الموقع

الإلكتروني: <https://www.cma.gov.kw>

– القرار رقم 2004/01/03، المادة الثامنة من لائحة قواعد التسجيل والإدراج، صادرة عن مجلس هيئة السوق

المالية، من الموقع الإلكتروني :

https://www.cma.org.sa/_layouts/15/CMAInternet/404/ar/404.html

– مدياني محمد، طلحاي فاطمة الزهراء، أثر سياسات التحرير المالي على النمو الاقتصادي لدى دول منظمة

التعاون الإسلامي، على الموقع الإلكتروني:

<https://dsr.alistiqlal.edu.ps/file/files/91.pdf>

– الموقع الرسمي لبورصة الجزائر:

<http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod>

– الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة المصرية :

<https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx>

– الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة المصرية :

<https://www.egx.com.eg/ar/History.aspx>

– الموقع الإلكتروني لبورصة الكويت <http://www.abhatoo.net.ma/page-principale>

[principale](http://www.abhatoo.net.ma/page-principale)

– الموقع الرسمي الإلكتروني لبورصة تونس: <http://www.bvmt.com.tn/ar/content>

– الموقع الرسمي لبورصة الاردن: <https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/mn-nhn/mn-nhn>

[alshrkt/mn-nhn/mn-nhn](https://www.ase.com.jo/ar/nbdht-n-alshrkt/mn-nhn/mn-nhn)

– الموقع الرسمي لبورصة دمشق:

http://www.dse.sy/market/foundations_and_objectives

– الموقع الرسمي لسوق ابو ظبي للأوراق المالية:

– الموقع الرسمي لسوق دبي المالي، لمحة عامة عن سوق دبي المالي:

– الموقع الرسمي لشركة مسقط للمقاصة والإيداع [: https://www.mcd.gov.om/ar/pa](https://www.mcd.gov.om/ar/pa)

– هيئة السوق المالية، دليل المصطلحات الاستثمارية، المملكة العربية السعودية، الموقع الإلكتروني :

<https://cma.org.sa>

– هيئة عامة لسوق المال الموقع الإلكتروني الرسمي : www.cma.gov.om

الملاحق

الملحق رقم 1: تطور القيمة السوقية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

الوحدة: مليار دولار أمريكي

الدول السنوات	الجزائر	مصر	الاردن	المغرب	السعودية
2000	0,29	28,74	4,94	11,00	67,17
2001	0,19	24,34	6,31	9,30	73,20
2002	0,14	26,09	7,08	8,00	74,85
2003	0,14	27,07	10,95	12,00	157,31
2004	0,14	38,52	18,36	23,00	306,26
2005	0,14	79,67	37,56	28,00	646,12
2006	0,09	93,50	29,69	47,00	326,85
2007	0,10	139,27	41,15	72,00	519,03
2008	0,09	85,98	35,78	69,00	246,34
2009	0,09	91,21	31,73	63,00	318,73
2010	0,11	84,28	30,79	69,15	353,41
2011	0,20	48,85	27,14	60,08	338,87
2012	0,17	59,18	26,96	52,47	373,37
2013	0,18	61,63	25,68	53,83	467,37
2014	0,17	70,08	25,56	52,75	483,12
2015	0,14	55,19	25,56	45,93	421,06
2016	0,41	33,32	25,45	57,58	448,83
2017	0,35	46,55	23,97	67,04	451,38
2018	0,37	42,01	22,74	61,08	496,35
2019	0,37	44,20	21,04	65,42	2406,82
2020	0,33	41,35	18,21	65,57	2429,10
2021	0,33	42,41	15,984,7	71,49	2592,,041

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- المواقع الإلكترونية لبورصات دول الدراسة.
- البنك الدولي. - صندوق النقد الدولي. - صندوق النقد العربي.

الملحق رقم 2: تطور عدد الشركات في دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا

السنوات	الدول	الجزائر	مصر	الاردن	المغرب	السعودية
2000	3	1075	163	53	75	
2001	4	1109	161	55	76	
2002	4	1150	158	55	68	
2003	4	977	161	52	70	
2004	4	795	192	53	73	
2005	3	744	201	54	77	
2006	3	595	227	63	86	
2007	5	435	245	73	111	
2008	5	373	262	77	127	
2009	5	312	272	76	135	
2010	6	227	277	73	146	
2011	6	231	247	75	150	
2012	6	234	243	76	158	
2013	5	235	239	75	163	
2014	6	246	236	74	169	
2015	6	250	228	74	171	
2016	5	251	224	74	176	
2017	6	252	194	73	188	
2018	5	250	195	75	200	
2019	2	246	191	74	204	
2020	2	240	179	75	207	
2021	6	256	180	75	204	

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- المواقع الإلكترونية لبورصات دول الدراسة.

- البنك الدولي.

- صندوق النقد الدولي . - صندوق النقد العربي.

الملحق رقم 3: تطور حجم التداول في دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا

الوحدة: مليار دولار أمريكي

الدول	الجزائر	مصر	الاردن	المغرب	السعودية
2000	0,00000430	11,12	0,47	3,16	17,3134
2001	0,00000468	3,90	0,94	1,73	22,291
2002	0,00000101	2,56	1,34	0,99	35,6781
2003	0,00000051	3,28	2,62	2,58	159,057
2004	0,00000031	5,61	5,35	3,93	472,941
2005	0,00000018	25,39	23,82	7,89	1103,5345
2006	0,00000105	48,36	19,56	9,86	1403,481
2007	0,00000188	61,51	17,43	23,17	681,948
2008	0,00000285	95,83	27,19	13,77	523,327
2009	0,00000000	74,37	12,91	7,91	335,1099
2010	0,00000037	37,22	8,60	6,10	201,2109
2011	0,00000318	15,90	3,90	4,09	291,436
2012	0,00000064	17,09	2,73	3,49	511,178
2013	0,00000152	12,74	3,43	3,24	362,402
2014	0,00000112	26,44	3,09	3,04	567,392
2015	0,00002198	14,76	3,55	2,92	436,941
2016	0,00000721	10,08	2,58	3,18	306,38
2017	0,00000422	14,42	2,33	4,23	218,38
2018	0,00000000	14,47	2,36	3,90	229,577
2019	0,00039500	11,16464	1,68492	3,26054	220,78273
2020	0,00039800	16,08108	1,473	3,60898	485,41916
2021	0,00016090	14,09	0,83	1,97	171,165

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- المواقع الإلكترونية لبورصات دول الدراسة.

- البنك الدولي.

- صندوق النقد الدولي . - صندوق النقد العربي.

الملحق رقم 4: تطور معدل دوران السهم في دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا

الوحدة: النسبة المئوية %

السعودية	المغرب	الأردن	مصر	الجزائر	دول السنوات
25,78	28,73	8,2	63,12	1,63	2000
30,36	18,6	14,93	14,69	1,7	2001
41,38	12,38	18,89	10,14	0,32	2002
24,8	21,5	23,86	12,33	0,16	2003
154,1	17,08	29,1	17,1	0,08	2004
170	28,19	63,26	42,97	0,04	2005
429,2	20,98	67,41	51,7279489	0,34	2006
131,4	32,18	42,6732546	44,1704573	0,21	2007
33,575	19,96	75,7570895	111,454793	0,32	2008
105,137901	12,55	40,5488168	81,5441718	0,2	2009
56,9341964	8,81867524	27,8552456	44,158519	0,14	2010
86,0014314	6,81088985	14,3375902	32,5438227	1,27	2011
136,907563	6,65587014	10,1224883	28,8827662	0,31	2012
77,5414815	6,01277545	13,3028753	20,6639337	0,36	2013
117,444391	5,76313634	12,1005163	37,7277439	0,27	2014
103,771678	6,35561114	13,9671646	26,7432504	8,1	2015
77,4764195	6,26975446	10,6675069	39,2081668	1,77	2016
48,3807847	6,29825544	9,73992918	30,7050395	0,56	2017
46,252884	6,38764632	10,3939862	34,4659576	0,372	2018
9,1732	4,9844	8,0095	25,2595	0,1	2019
19,9834789	5,50360725	8,09089042	38,8890474	3,5	2020
6,6	2,8	3,7	33,2	48,8	2021

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

- المواقع الإلكترونية لبورصات دول الدراسة.

- البنك الدولي. - صندوق النقد الدولي. - صندوق النقد العربي.

قائمة الجداول، الأشكال والملامح

1. قائمة الجداول:

- 18 الجدول رقم 1: أدوات الاستثمار في السوق النقدي
- 21 الجدول رقم 2: مقارنة بين السوق النقدي وسوق رأس المال
- 47 الجدول رقم 3: أنواع السندات
- 48 الجدول رقم 4: أوجه التشابه والاختلاف بين الاسهم والسندات
- 54 الجدول رقم 5: أوجه الإختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية
- 63 الجدول رقم 6: أوجه الاختلاف بين التحليل الاساسي والتحليل الفني
- 88 الجدول رقم 7: النسبة المئوية للاحتياطي الإجباري في بعض الدول النامية خلال فترة الكبح المالي
- 91 الجدول رقم 8: أشكال الكبح المالي في الأنظمة المالية
- 104 الجدول رقم 9: معايير تحديد درجة التحرير المالي
- 124 الجدول رقم 10: تواريخ تطبيق التحرير المالي في بعض الدول
- 132 الجدول رقم 11: المؤشرات الإقتصادية للتعرض للالتزامات المالية والاقتصادية
- 138 الجدول رقم 12: علاقة بداية التحرير المالي بالالتزامات
- 147 الجدول رقم 13: مستويات التطور المالي في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
- 179 الجدول رقم 14: تطور معدل الفائدة الحقيقي في العراق
- 190 الجدول رقم 15: دلائل نسبة تغير معدل الحرية المالية
- 192 الجدول رقم 16: الحرية المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من 1995 إلى 2021
- 210 الجدول رقم 17: متغيرات النموذج
- 215 الجدول رقم 18: توزيع البيانات الخاصة بالجزائر (السنوات: 2000-2021).
- 216 الجدول رقم 19: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالجزائر (السنوات: 2000-2021).
- 217 الجدول رقم 20: شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-1).
- 217 الجدول رقم 21: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-1) بطريقة WLS.
- 218 الجدول رقم 22: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-1) بعد وزن البيانات.
- الجدول رقم 23: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر.
- 218
- الجدول رقم 24: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر.
- 219
- الجدول رقم 25: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر.
- 220

- الجدول رقم 26: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الجزائر. 220
- الجدول رقم 27: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-1). 222
- الجدول رقم 28: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-1) بطريقة WLS. 222
- الجدول رقم 29: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-1) بعد وزن البيانات. 223
- الجدول رقم 30: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر. 224
- الجدول رقم 31: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر. 224
- الجدول رقم 32: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر. 225
- الجدول رقم 33: يوضح نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الجزائر. 225
- الجدول رقم 34: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-1). 227
- الجدول رقم 35: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-1) بطريقة WLS. 227
- الجدول رقم 36: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-1) بعد وزن البيانات. 228
- الجدول رقم 37: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر. 228
- الجدول رقم 38: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر. 229
- الجدول رقم 39: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر. 230
- الجدول رقم 40: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الجزائر. 230
- الجدول رقم 41: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-1). 232
- الجدول رقم 42: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-1) بطريقة WLS. 232
- الجدول رقم 43: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-1) بعد وزن البيانات. 233
- الجدول رقم 44: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الجزائر. 234
- الجدول رقم 45: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر. 235
- الجدول رقم 46: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر. 235
- الجدول رقم 47: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الجزائر. 236
- الجدول رقم 48: توزيع البيانات الخاصة بالمغرب (السنوات: 2000-2021). 237
- الجدول رقم 49: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالمغرب (السنوات: 2000-2021). 238
- الجدول رقم 50: شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-2). 239

- الجدول رقم 51: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-2) بطريقة WLS. 239
- الجدول رقم 52: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-2) بعد وزن البيانات. 240
- الجدول رقم 53: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب. 241
- الجدول رقم 54: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب. 241
- الجدول رقم 55: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب. 242
- الجدول رقم 56: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في المغرب. 242
- الجدول رقم 57: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-2). 244
- الجدول رقم 58: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-2) بطريقة WLS. 244
- الجدول رقم 59: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-2) بعد وزن البيانات. 245
- الجدول رقم 60: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب 245
- الجدول رقم 61: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب. 246
- الجدول رقم 62: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب. 246
- الجدول رقم 63: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في المغرب. 247
- الجدول رقم 64: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-2). 248
- الجدول رقم 65: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-2) بطريقة WLS. 249
- الجدول رقم 66: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-2) بعد وزن البيانات. 250
- الجدول رقم 67: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب 250
- الجدول رقم 68: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب. 251
- الجدول رقم 69: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب. 251
- الجدول رقم 70: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في المغرب. 252
- الجدول رقم 71: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-2). 253
- الجدول رقم 72: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-2) بطريقة WLS. 254
- الجدول رقم 73: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-2) بعد وزن البيانات. 255

- الجدول رقم 74: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في المغرب.
255
- الجدول رقم 75: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب.
256
- الجدول رقم 76: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب.
256
- الجدول رقم 77: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في المغرب.
257
- الجدول رقم 78: توزيع البيانات الخاصة بمصر (السنوات: 2000-2021).
259
- الجدول رقم 79: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بمصر (السنوات: 2000-2021).
259
- الجدول رقم 80: يوضح شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-3).
260
- الجدول رقم 81: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-3) بطريقة WLS.
260
- الجدول رقم 82: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-3) بعد وزن البيانات.
261
- الجدول رقم 83: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر.
262
- الجدول رقم 84: يوضح معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.
262
- الجدول رقم 85: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.
263
- الجدول رقم 86: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في مصر.
263
- الجدول رقم 87: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-3).
265
- الجدول رقم 88: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-3) بطريقة WLS.
265
- الجدول رقم 89: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-3) بعد وزن البيانات.
266
- الجدول رقم 90: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر.
266
- الجدول رقم 91: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر.
267
- الجدول رقم 92: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر.
267
- الجدول رقم 93: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في مصر.
268
- الجدول رقم 94: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-3).
270
- الجدول رقم 95: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-3) بطريقة WLS.
270
- الجدول رقم 96: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-3) بعد وزن البيانات.
271

- الجدول رقم 97: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر. 271
- الجدول رقم 98: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر. 272
- الجدول رقم 99: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر. 272
- الجدول رقم 100: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في مصر. 273
- الجدول رقم 101: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-4). 274
- الجدول رقم 102: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-4) بطريقة WLS. 275
- الجدول رقم 103: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-4) بعد وزن البيانات. 276
- الجدول رقم 104: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر. 276
- الجدول رقم 105: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر. 277
- الجدول رقم 106: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر. 277
- الجدول رقم 107: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في مصر. 277
- الجدول رقم 108: تحليل نتائج تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة في الجزائر 280
- الجدول رقم 109: تحليل نتائج تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة في المغرب 280
- الجدول رقم 110: تحليل نتائج تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة في مصر 281
- الجدول رقم 111: توزيع البيانات الخاصة بالسعودية (السنوات: 2000-2021). 283
- الجدول رقم 112: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالسعودية (السنوات: 2000-2021). 284
- الجدول رقم 113: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-1). 284
- الجدول رقم 114: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-1) بطريقة WLS. 285
- الجدول رقم 115: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-1) بعد وزن البيانات. 286
- الجدول رقم 116: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية. 286
- الجدول رقم 117: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية. 287
- الجدول رقم 118: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية. 287
- الجدول رقم 119: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في السعودية. 287

- الجدول رقم 120: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-4). 289
- الجدول رقم 121: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-4) بطريقة WLS. 289
- الجدول رقم 122: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-4) بعد وزن البيانات. 290
- الجدول رقم 123: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية. 290
- الجدول رقم 124: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية. 291
- الجدول رقم 125: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية. 291
- الجدول رقم 126: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في السعودية. 292
- الجدول رقم 127: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-4). 293
- الجدول رقم 128: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-4) بطريقة WLS. 294
- الجدول رقم 129: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-4) بعد وزن البيانات. 294
- الجدول رقم 130: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في مصر 295
- الجدول رقم 131: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية. 296
- الجدول رقم 132: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية. 296
- الجدول رقم 133: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في السعودية. 296
- الجدول رقم 134: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-4). 298
- الجدول رقم 135: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-4) بطريقة WLS. 298
- الجدول رقم 136: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-4) بعد وزن البيانات. 299
- الجدول رقم 137: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في السعودية. 299
- الجدول رقم 138: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية. 300
- الجدول رقم 139: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية. 300
- الجدول رقم 140: يوضح نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في السعودية. 301
- الجدول رقم 141: توزيع البيانات الخاصة بالأردن (السنوات: 2000-2021). 303
- الجدول رقم 142: الوصف الاحصائي للبيانات الخاصة بالأردن (السنوات: 2000-2021). 303

- 304 الجدول رقم 143: شروط الانحدار الخطي للفرضية (1-5).
- 304 الجدول رقم 144: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (1-5) بطريقة WLS.
- 305 الجدول رقم 145: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (1-5) بعد وزن البيانات.
- 306 الجدول رقم 146: درجة الارتباط بين المتغير التابع (معدل دوران السهم) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.
- 306 الجدول رقم 147: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن.
- 307 الجدول رقم 148: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن.
- 307 الجدول رقم 149: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على معدل دوران السهم في الأردن.
- 308 الجدول رقم 150: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-5).
- 309 الجدول رقم 151: شروط الانحدار الخطي للفرضية (2-5).
- 309 الجدول رقم 152: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (2-5) بطريقة WLS.
- 310 الجدول رقم 153: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (2-5) بعد وزن البيانات.
- 310 الجدول رقم 154: درجة الارتباط بين المتغير التابع (حجم التداول) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.
- 311 الجدول رقم 155: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن.
- 311 الجدول رقم 156: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن.
- 312 الجدول رقم 157: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على حجم التداول في الأردن.
- 314 الجدول رقم 158: شروط الانحدار الخطي للفرضية (3-5).
- 314 الجدول رقم 159: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (3-5) بطريقة WLS.
- 315 الجدول رقم 160: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (3-5) بعد وزن البيانات.
- 315 الجدول رقم 161: درجة الارتباط بين المتغير التابع (عدد الشركات) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.
- 316 الجدول رقم 162: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.
- 316 الجدول رقم 163: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.
- 317 الجدول رقم 164: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على عدد الشركات في الأردن.

- 318 الجدول رقم 165: شروط الانحدار الخطي للفرضية (4-5).
- 319 الجدول رقم 166: معالجة البيانات الخاصة بالفرضية (4-5) بطريقة WLS.
- 320 الجدول رقم 167: الوصف الاحصائي لمتغيرات الفرضية (4-5) بعد وزن البيانات.
- 320 الجدول رقم 168: درجة الارتباط بين المتغير التابع (القيمة السوقية) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات التحرير المالي) في الأردن.
- 320 الجدول رقم 169: معامل الارتباط ومعامل التحديد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن.
- 321 الجدول رقم 170: دلالة الانحدار لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن.
- 322 الجدول رقم 171: نموذج الانحدار الخطي لأثر التحرير المالي على القيمة السوقية في الأردن.

2. قائمة الأشكال:

- الشكل رقم 1: انتقال الموارد المالية في السوق المالية 17
- الشكل رقم 2: تعاريف سوق الأوراق المالية 24
- الشكل رقم 3: مكونات سوق الأوراق المالية 30
- الشكل رقم 4: إطار منهج التحليل الأساسي 61
- الشكل رقم 5: أسس بناء المؤشر 69
- الشكل رقم 6: مؤشر الماكد 71
- الشكل رقم 7: أثر الكبح المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية 86
- الشكل رقم 8: مراحل تحرير حساب رأس المال 103
- الشكل رقم 9: قنوات انتقال التحرير المالي نحو النمو الاقتصادي 114
- الشكل رقم 10: نموذج ماكينون وشاو 115
- الشكل رقم 11: علاقة تحرير الأسواق المالية بنشوب الأزمات 142
- الشكل رقم 12: معدل الفائدة الحقيقي في الجزائر من 1990-2021 181
- الشكل رقم 13: تطور عدد شركات الخدمات المالية في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا 186
- الشكل رقم 14: تطور معدل الحرية المالية في الجزائر، مصر، المغرب، السعودية والاردن 193
- الشكل رقم 15: تطور القيمة السوقية في بعض دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في الفترة الممتدة من 2000-2021. 196
- الشكل رقم 16: تطور عدد الشركات لبعض دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (مليار دولار) 198
- الشكل رقم 17: تطور حجم التداول لدول شرق الأوسط وشمال أفريقيا (مليار دولار) 202
- الشكل رقم 18: تطور معدل دوران السهم الأوسط وشمال أفريقيا 203
- الشكل رقم 19: الهيكل العام للنموذج القياسي 214
- الشكل رقم 20: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-1). 221
- الشكل رقم 21: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-2). 226
- الشكل رقم 22: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-3). 231
- الشكل رقم 23: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-4). 237
- الشكل رقم 24: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-1). 243
- الشكل رقم 25: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-2). 248

253	الشكل رقم 26: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-3).
258	الشكل رقم 27: يوضح تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-4).
264	الشكل رقم 28: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-3).
269	الشكل رقم 29: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-3).
274	الشكل رقم 30: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-3).
279	الشكل رقم 31: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-4).
288	الشكل رقم 32: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (1-4).
293	الشكل رقم 33: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-4).
297	الشكل رقم 34: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-4).
302	الشكل رقم 35: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (4-4).
313	الشكل رقم 36: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (2-5).
318	الشكل رقم 37: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (3-5).
323	الشكل رقم 38: تطور المتغيرات الخاصة بالفرضية (4-5).

3. قائمة الملاحق:

357	الملحق رقم 1: تطور القيمة السوقية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
358	الملحق رقم 2: تطور عدد الشركات في دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا
359	الملحق رقم 3: تطور حجم التداول في دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا
360	الملحق رقم 4: تطور معدل دوران السهم في دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا

4. جدول المحتويات

الصفحات	المحتويات
10-1	مقدمة عامة
	الجانب النظري
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي والتنظيمي لسوق الأوراق المالية
14	تمهيد الفصل الأول
15	المبحث الأول: التركيبة البنوية لسوق الأوراق المالية
15	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
15	أولاً: السوق المالية
22	ثانياً: سوق الأوراق المالية
26	المطلب الثاني: أنواع ومكونات سوق الأوراق المالية
26	أولاً: أنواع سوق الأوراق المالية.
28	ثانياً: مكونات سوق الأوراق المالية:
31	المطلب الثالث: متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية، أهميتها واليات عملها
31	أولاً: شروط إنشاء سوق الأوراق المالية
32	ثانياً: آليات تنظيم عمل سوق الأوراق المالية
33	ثالثاً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
34	رابعاً: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية
37	المبحث الثاني: الأدوات المالية المستثمرة في سوق الأوراق المالية
37	المطلب الأول: الأسهم و السندات
37	أولاً: حقوق ملكية
44	ثانياً: أدوات الدين

49	المطلب الثاني: الأوراق المهجينة والمشتقات المالية
49	أولاً: الأوراق المهجينة
50	ثانياً: المشتقات المالية
55	المطلب الثالث: المحفظة الاستثمارية وصناديق الاستثمار
55	أولاً: المحفظة الاستثمارية وإدارتها
59	ثانياً: صناديق الاستثمار
60	المطلب الرابع: التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية
60	أولاً: التحليل الأساسي
61	ثانياً: التحليل الفني (التقني)
65	المبحث الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية و الكفاءة المالية للأسواق
65	المطلب الأول: مفهوم المؤشرات المالية، أنواعها
72	المطلب الثاني: مؤشرات الأسواق المالية الدولية
74	المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية
80	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: التحرير المالي بين الإيجابيات والسلبيات	
82	تمهيد الفصل الثاني
83	المبحث الأول: القطاع المالي في الدول النامية من الكبح المالي إلى التحرير
83	المطلب الأول: سياسة الكبح المالي
92	المطلب الثاني: تطبيق سياسة التحرير المالي
98	المطلب الثالث: الجوانب الأساسية للتحرير المالي وعوامل نجاحها
98	أولاً: تحرير النظام المصرفي الداخلي

99	ثانيا: تحرير الاسواق المالية
102	ثالثا:تحرير حساب راس المال
105	المطلب الرابع: متطلبات نجاح سياسة التحرير المالي
108	المبحث الثاني: تحليل نظرية التحرير المالي ل ماكينون وشاو وأثارها على النمو الاقتصادي
108	المطلب الأول: تحليل نظرية التحرير المالي ل E.Shaw و R.Mckinnon
122	المطلب الثاني: دور التحرير المالي في رفع معدل النمو الاقتصادي
122	أولا: وجود علاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي
124	ثانيا: عدم وجود تأثير بين التحرير المالي والنمو الإقتصادي
124	المطلب الثالث: تجارب بعض دول العالم في تطبيق سياسة التحرير المالي
129	المبحث الثالث: التحرير المالي وعدوى إنتقال الازمات
129	المطلب الأول: المفهوم الازمة المالية وتطورها التاريخي
135	المطلب الثاني: السياق التاريخي لنشوء الازمات المالية
139	المطلب الثالث: علاقة التحرير المالي بالازمات (عرض الدراسات السابقة)
143	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: تحديات سوق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا في ظل التحرير المالي	
145	تمهيد الفصل الثالث
146	المبحث الاول: نشأت الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
146	المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لأسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
148	أولا: أسواق الأوراق المالية في دول ذات التطور المالي المرتفع
156	ثانيا: أسواق الأوراق المالية لدول ذات التطور المالي المتوسط والمنخفض
162	المطلب الثاني: خصائص أسواق الأوراق المالية لدول المنطقة

165	المطلب الثالث: معوقات ومشاكل أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
165	أولاً: معوقات أسواق الأوراق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
166	ثانياً: المشاكل التي تعاني منها الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
167	المطلب الرابع: اساليب تنشيط أسواق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
170	المبحث الثاني: واقع سياسة التحرير المالي في دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
170	المطلب الاول: دوافع و مخاطر تطبيق سياسة التحرير المالي على دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
170	أولاً: أسباب الانتقال من الكبح المالي إلى التحرير المالي
171	ثانياً: أسواق الأوراق المالية في ظل الكبح المالي قبل الاصلاح:
172	المطلب الثاني:اصلاح وتحرير اسواق الأوراق المالية في بعض دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا
173	أولاً: التحرير المالي في دول الخليج
174	ثانياً التحرير المالي في مصر
177	ثالثاً: التحرير المالي في الاردن
179	رابعاً: التحرير المالي في العراق
180	خامساً: التحرير المالي في الجزائر
183	سادساً : التحرير المالي في المغرب
185	المطلب الثالث: آثار وتحديات سياسة التحرير المالي على القطاع المالي في دول المنطقة وكيفية مواجهتها
185	أولاً: الآثار الايجابية للتحرير المالي
187	ثانياً: تحديات تحرير القطاع المالي (الآثار السلبية)
190	المطلب الرابع: تطور مؤشر التحرير المالي (مؤشر الحرية المالية) في دول المنطقة
194	المبحث الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا
195	المطلب الأول: تحليل مؤشرات حجم سوق الأوراق المالية

195	أولاً: مؤشر القيمة السوقية
198	ثانياً: مؤشر عدد الشركات
201	المطلب الثاني: مؤشرات سيولة سوق الأوراق المالية لدول المنطقة
201	أولاً: مؤشر حجم التداول
203	ثانياً: مؤشر دوران السهم
205	خلاصة الفصل الثالث
الجانب التطبيقي	
الفصل الرابع: دراسة قياسية لأثر التحرير المالي في تنشيط سوق الأوراق المالية لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	
208	تمهيد الفصل الرابع
209	المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النموذج الإقتصادي
209	المطلب الأول: بناء النموذج القياسي
210	المطلب الثاني: هيكل النموذج الإقتصادي
210	أولاً: المتغيرات الخارجية (المستقلة)
213	ثانياً: مؤشرات سوق الأوراق المالية
215	المبحث الثاني: تقدير وتحليل اثر التحرير المالي في مؤشرات اداء أسواق شمال افريقيا (الجزائر - المغرب ومصر)
215	المطلب الأول: دراسة قياسية لمؤشرات سوق القيم المنقولة الجزائر
237	المطلب الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات بورصة المغرب
258	المطلب الثالث: دراسة قياسية لمؤشرات بورصة مصر
280	المطلب الرابع: تحليل النتائج أثر التحرير المالي في مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا (الجزائر، المغرب، مصر)
283	المبحث الثالث: تقدير وتحليل اثر التحرير المالي في مؤشرات اداء أسواق الشرق الأوسط

	(الأردن و المملكة العربية السعودية)
283	المطلب الأول: دراسة قياسية السوق المالية السعودية
302	المطلب الثاني: دراسة قياسية لمؤشرات بورصة الأردن
324	خلاصة الفصل الرابع
334-325	خاتمة عامة
355-335	قائمة المراجع
360-356	الملاحق
371-361	قائمة الجداول والأشكال والملاحق
377-372	جدول المحتويات

المخلص

هدفت الدراسة إلى تبيان تأثير مؤشرات التحرير المالي (سعر الصرف، عرض النقود، الاستثمار الأجنبي المباشر، القروض المقدمة للقطاع الخاص، معدل الفائدة، مؤشر ka-open) على مؤشرات سوق الأوراق المالية (القيمة السوقية، عدد الشركات، معدل دوران السهم، حجم التداول) لبعض دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (الجزائر، المغرب ومصر، السعودية والأردن) للفترة الممتدة ما بين عامي 2000 و 2021 .

أظهرت نتائج الدراسة لوجود علاقة قوية بين مؤشرات التحرير المالي ومؤشرات سوق الأوراق المالية، حيث وصلت نسبة التباين من 36% إلى 98 % ، لكن لو نظرنا إلى الواقع الإقتصادي لدول الدراسة لوجدناها لم تطبق التحرير المالي نظرا لهشاشة الإقتصاد ومحدودية الأسواق المالية في استيعاب رؤوس الأموال الأجنبية ، بالإضافة إلى قصور النصوص التشريعية و التنظيمية لعمل هذه الأسواق مقارنة بأسواق الدول الناشئة والمتقدمة.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية ، التحرير المالي ، دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، طريقة المربعات الصغرى الموزونة.

Résumé

L'objet de ce travail est celui de montrer l'effet des indicateurs de la libéralisation financière (taux de change, masse monétaire, investissements directs étrangers, prêts au secteur privé, taux d'intérêt, indice ka-open) sur les indicateurs boursiers (valeur boursière, nombre d'entreprises, rotation des actions taux, volume des échanges) pour certains pays du Moyen-Orient (Arabie Saoudite et Jordanie) et d'Afrique du Nord (Algérie, Maroc, Égypte). La période de l'étude couvre la période allant de 2000 à 2021.

Les résultats de l'étude ont montré l'existence d'une forte relation entre les indicateurs de libéralisation financière et les indicateurs boursiers, où le ratio de variance atteint varie entre 36% à 98%.

Mais en rapport avec la réalité économique des pays étudiés, nous constaterons que la libéralisation financière reste inachevée en raison notamment leurs marchés financiers relativement limités à absorber les capitaux étrangers. Notons l'inadaptation de leur cadre législatif et réglementaire.

Mots-clés : marchés financiers, libéralisation financière, pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, méthode des moindres carrés pondérés (WLS).

Abstract

The purpose of this work is to show the effect of financial liberalization indicators (exchange rate, money supply, foreign direct investment, loans to the private sector, interest rate, ka-open index) on stock market indicators. (stock market value, number of companies, stock rotation rate, trading volume) for certain countries in the Middle East (Saudi Arabia and Jordan) and North Africa (Algeria, Morocco, Egypt). The period of the study covers the period from 2000 to 2021.

The results of the study showed the existence of a strong relationship between financial liberalization indicators and stock market indicators, where the variance ratio reached varies between 36% and 98%.

But in relation to the economic reality of the countries studied, we will find that financial liberalization remains incomplete due in particular to their financial markets which are relatively limited in absorbing foreign capital. Note the inadequacy of their legislative and regulatory framework.

Keywords: financial markets, financial liberalization, Middle Eastern and North African countries, weighted least square (WLS) method.