

أثر التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية

دراسة حالة مصر، لبنان وتونس (2000-2017)

The impact of external financial liberalization on the market value of financial markets.

Case Study of Egypt, Lebanon and Tunisia, (2000-2017)

طاهري إيمان

TAHRI Imene

طالبة دكتوراه، جامعة مستغانم (الجزائر)، مخبر البحث DYNA.MECS، imanetahri11@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2020/01/03

تاريخ القبول: 2019/11/18

تاريخ الاستلام: 2019/08/29

ملخص:

هدفت هذه الدراسة، إلى التعرف على مدى تأثير التحرير المالي الخارجي على سوق الأوراق المالية، ولتحقيق الهدف، تم تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى والاستعانة بالبرنامج الإحصائي spss، فتم اختبار مؤشرات التحرير المالي الخارجي المتمثلة في سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر، وحساب رأس المال، على مؤشر القيمة السوقية لكل من مصر، لبنان وتونس.

كشفت نتائج الدراسة، أن كل دولة من المنطقة استخدمت سياسة محددة، فمصر، أثر تحرير سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر معا بمعدل ارتباط 50%، 58% على التوالي، في حين أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على القيمة السوقية في لبنان، بمعدل ارتباط طردي قوي بلغ 68.8%، أما تونس، فتحرير حساب رأس المال هو المؤثر الوحيد على القيمة السوقية بمعدل 52%.

كلمات مفتاحية: التحرير المالي الخارجي؛ القيمة السوقية الانحدار الخطي المتعدد، الاسواق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا.

تصنيفات JEL: G15, C39, G29, F49.

Abstract:

المؤلف المرسل: طاهري إيمان، الإيميل: imanetahri11@yahoo.fr

The objective of our study is to see to analyze the impact of the external financial liberalization on financial markets. To do this, we used the multiple regression linear model with the least squares method, with the SPSS statistical programming. As indicators of external financial liberalization for this purpose, the exchange rate, foreign direct investment, capital account on the index of the market value for three countries, respectively, Egypt, Lebanon and Tunisia.

The results of the study showed that each country used a specific policy. In Egypt, the effects of exchange rate liberalization and foreign direct investment together at a rate of 50% and 58% respectively, while the impact of foreign direct investment on the market value in Lebanon, a strong direct correlation rate reached 68.8%, while Tunisia, capital account liberalization is the only influence on the market value of 52%.

Key words: External financial liberalization, Market value, Multiple regression linear , MENA Financial Markets.

JEL Classification Codes: G15, C39, G29, F49.

1. مقدمة:

إن الاهتمام بموضوع سوق الأوراق المالية في تزايد مستمر من قبل صانعي السياسات في بلدان العالم نتيجة الزيادة المستمرة في حجمها وكثرة معاملاتها، بالإضافة الى الدور الذي تؤديه من حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تدعم الاقتصاد الوطني، ومع ظهور العولمة والانفتاح المضطرب لاقتصاديات العالم على بعضها البعض، نشأت حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، فظهرت أسواق مالية قوية في الدول المتطورة وأسواق مالية ضعيفة في الدول النامية، نتيجة سياسة الكبح المالي التي كانت تتبعها. فاتجهت معظم الدول النامية خلال سنوات الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي نحو تطبيق سياسة التحرير المالي، لتقليل من المشاكل الاقتصادية التي واجهتها بعد فشل سياسات التدخل الحكومي في تحقيق معدلات تنمية اقتصادية مقبولة، إلا أن هذه السياسة كغيرها لها آثار ايجابية خاصة في الأجل الطويل، وأثار سلبية عند التسرع في التحرير المالي الخارجي، وعدم إتباع سياسات متدرجة، وهو ما أكدته الكثير من التجارب الدولية.

ودول الشرق الأوسط وشمال افريقيا (MENA) ليست بعيدة عن هذه الاحداث والتطورات، اذ تزامنت فترة انشاء الأسواق المالية فترة ظهور التحرير المالي، فكان للدول لا بد من مسايرة التقدم في الدول المتطورة والعمل على اصلاح قطاعها المالي، من هنا جاءت اشكالية الدراسة والتي يتم طرحها في السؤال التالي:

– ما مدى تأثير تطبيق سياسة التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية لكل من مصر، لبنان وتونس؟

2.1 فرضيات الدراسة: وللإجابة الأولية عن سؤال الدراسة ثم طرح الفرضيات التالية:

- هناك تأثير وعلاقة بين مؤشرات التحرير المالي الخارجي والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية؛
- يكون للتحرير المالي الخارجي أثر على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية، إلا إذا قامت الدولة بتحرير سعر الصرف وتحرير حساب رأس المال وفك الضوابط على الاستثمار الأجنبي المباشر معاً؛
- يؤثر التحرير المالي الخارجي على أسواق دول الشرق الأوسط وشمال افريقيا بنفس النسبة.

3.1 أهداف الدراسة : نلخصها في النقاط التالية :

- تحديد الاطار النظري لكل من التحرير المالي وسوق الأوراق المالية؛
- دراسة تطور مؤشر القيمة السوقية لأسواق الاوراق المالية لدول المنطقة خلال فترة التحرير المالي؛
- تفسير العلاقة بين التحرير المالي الخارجي والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية.

4.1 منهج الدراسة : تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي والمنهج الاستقرائي، لملاءمتهم وطبيعة الموضوع، لغرض وصف الإطار النظري لكل من التحرير المالي وسوق الأوراق المالية، تحليل تطور الأسواق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال افريقيا خلال فترة الدراسة، والأسلوب الاحصائي القياسي لتقدير العلاقة بينهما باستخدام برنامج SPSS.

5.1 هيكل الدراسة: لتحقيق الهدف المرجو ولاختبار صحة الفرضيات قمنا بتقسيم الدراسة الى:

- أولاً: مفهوم التحرير المالي الخارجي والأسواق المالية؛
- ثانياً: تطور القيمة السوقية لأسواق المنطقة خلال فترة التحرر؛

- ثالثا: قياس اثر مؤشرات التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية.

2. مفهوم التحرير المالي الخارجي وسوق الأوراق المالية

نتناول في هذا الجزء النظري من الدراسة، مفهوم كلا من التحرير المالي الخارجي وسوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:

1.2 التحرير المالي الخارجي: تأسست نظرية التحرير المالي من أعمال كل من R.mckinnon و E.show سنة 1973، فاصبح التحرير المالي احد معالم النظام المالي الجديد، وأهم مكونات التحرير الاقتصادي.

1.1.2 تعريف التحرير المالي : عرفه كل Shaw و Mc kinnon على انه "الحل الأمثل للخروج من حالة الكبح المالي، والوسيلة الوحيدة الفعالة لتطوير الوساطة المالية، للبدء في تراكم رأس المال وتعزيز النمو الاقتصادي في البلدان النامية، (HAKIMI, DJELASSI, & HELMI, 2011, p. 21) وعرفه Murat Ucer 2000، على انه اجراءات تطبق لإلغاء القيود على القطاع المالي والمصرفي كتحرير معدلات الفائدة، وفك القيود على حساب رأس المال، بغية اصلاح القطاع المالي الداخلي والخارجي للدولة. (مدياني و طلحاوي، صفحة 541) كما يعرف كذلك على أنه مجموعة من الأساليب والاجراءات التي تتخذها الدولة من أجل إلغاء أو التخفيف من درجة القيود المفروضة على النشاط المالي، بهدف تعزيز كفاءته وإصلاحه. (HASSINE, 2000, p. 28)

2.1.2 جوانب التحرير المالي الخارجي: يشمل كل من:

- تحرير الأسواق المالية من خلال إزالة القيود المفروضة على المستثمرين الأجانب والتي تحول دون تمكنهم من تملك الأصول المالية المختلفة (أسهم، سندات، مشتقات مالية) الصادرة عن المؤسسات الاقتصادية المحلية؛ (Ben Gamra & Clévenot, 2007)

- خفض القيود المفروضة على حركة رؤوس الاموال الاجنبية ورفع الحظر على معاملات حساب رأس المال؛ (بوعلي و عميمر، 2016، صفحة 201)

- تحرير تجارة الخدمات المالية؛

- تحرير سعر الصرف، وتحرير سعر التعامل بالعملة الأجنبية بحيث يمكن اجراء المعاملات المحلية بالنقد

الأجنبي؛ (بن بوزيان، بوعزازه، و غربي، 2010، صفحة 8)

3.1.2 شروط نجاح التحرير المالي: لنجاح تطبيق هذه السياسة، يجب توفر مجموعة من المتطلبات نذكر منها: (سحنون و بلغنامي، 2017، الصفحات 317-321)

- توفر بيئة اقتصادية مستقرة ونظام مالي كفء، يسمح بالتغلب على المخاطر كالتضخم وعجز الموازنة؛
- وجود نظام قانوني ونظام إشرافي مناسبين بالنسبة للمؤسسات المالية؛
- التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي وهذا بدءا بتحرير القطاع المالي الداخلي وبناء مؤسسات مالية قادرة على التنافس ومواجهة الصدمات الخارجية، ثم تحرير القطاع المالي الخارجي؛

4.1.2 آثار التحرير المالي الخارجي: اتفق مؤيدوه عن آثاره الايجابية في تدعيم الاستقرار والنمو الاقتصادي، فيما اجتمع معارضوه عن آثاره السلبية على الاقتصاد المحلي والدولي ومن اهم آثاره نذكر (حسن، 2011، الصفحات 60-62):

- يوفر فرص كثيرة ومتنوعة من المعاملات المالية تساهم في ترشيد القرارات التمويلية للمستثمرين؛
- يسمح للدول بالوصول الى الأسواق المالية الدولية والحصول على اموال لسد فجوة الموارد المحلية؛
- يساهم في الحد من المديونية الخارجية، من خلال الابتعاد عن القروض المصرفية والقروض الخارجية؛
- يقوم التحرير المالي على مبدأ العمل، وفق آلية السوق، مما يزيد المنافسة بين الوكلاء الاقتصاديين على مصادر التمويل وبالتالي تخفيض التكاليف؛
- يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره احد مؤشرات التحرير المالي في نقل التكنولوجيا وتطوير اليد العاملة وزيادة الخبرات؛
- يسمح بتدفق رؤوس الاموال التي تؤدي الى خفض اسعار الفائدة محليا، فتشجع الاقتراض المحلي، رفع مستويات الاستثمار وزيادة المشاريع وبالتالي ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي؛
- يساعد على هروب الاموال الوطنية واستثمارها خارج الحدود في عقارات او ايداعات في البنوك الخارجية؛
- يسبب انتقال الازمات المالية بسبب تكامل وارتباط الأسواق المالية؛

- يؤدي الى خطر تراكم رؤوس الاموال في الدول المتقدمة او لدى مؤسسات مالية او افراد معينين وهجرتها من الدول النامية وبالتالي التوزيع غير المتكافئ للأموال في العالم؛
- يسمح التحرير المالي بعملة الاتصالات وبالتالي تنوع الادوات المالية واستخدام شبكات الصراف الالي، النقود الالكترونية والبنوك الالكترونية مما يؤدي الى خطر غسيل الاموال.

2.2 سوق الأوراق المالية: تعرف سوق الأوراق المالية بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأدوات المالية داخل السوق. (عصام، 2010، الصفحات 17-18)

1.2.2 مكونات الأسواق المالية: تتكون الأسواق المالية من:

- **السوق الأولية:** هي سوق اصدار الأوراق المالية لأول مرة بعد طرحها للاكتتاب العام، او عن طريق زيادة رأس مال الشركة للاكتتاب، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وي طرح رأسمال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية. (الشواور، 2008، صفحة 55)

- **السوق الثانوية:** تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق اصدارها في السوق الأولية، وبالتالي تسمح بنقل الاصول الى الافراد الذين يحتاجونها مما يؤدي الى تعظيم قيمتها عن طريق المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات ادارة محافظ الأوراق المالية، (BRONER, VENTURA, & MARTIN, 2010, p. 1530) وتنقسم إلى:

- **أسواق منظمة:** هي البورصات التي تخضع للقوانين التي تضعها الجهات الرقابية، تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تحدد أسعارها وفق قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى. (بن دغفل و زيتوني، 2016، صفحة 8)

- **الأسواق غير المنظمة (جودة، 2000، صفحة 14):** هي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، تدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة، التجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، بل يتم

التفاوض عليها عن طريق شبكة الاتصالات، وتتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق وهما:

- **السوق الثالثة:** تعتبر قطاع من السوق غير المنظمة، أي أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة من خلال أعضاء بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظمة، حيث تستطيع هذه السوق بشراء وبيع أوراق مالية بكميات مختلفة. (حنفي و قرياقص، 2008، صفحة 287)

- **السوق الرابعة:** هي السوق التي تقوم بعمليات البيع والشراء الضخمة من خلال التعامل مباشرة بين المستثمرين وبدون وسيط وتمتاز بانخفاض التكاليف وقلة الاجراءات.

2.2.2 مقومات نجاح سوق الأوراق المالية : لضمان نجاح وفعالية السوق المالي يجب تضافر الشروط الموضوعية والشكلية ومن أهمها نجد: (الصيرفي، 2006، الصفحات 35-38)

- تنظيم الأسواق المالية وهذا فيما يتعلق بالمعلومات الخاصة بالمستثمرين وذلك 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 المالية؛

- نظام محاسبي متطور يتوافق مع الانظمة المحاسبية الدولية سواء على مستوى السوق او المؤسسات التي تتعامل فيها مما يوفر قدر كافي من المعلومات التي تسمح للمستثمرين باختيار بين البدائل المتاحة حسب اهدافهم ونسبة اتجاههم نحو المخاطرة؛

- وجود مجموعة متنوعة من الأوراق المالية من حيث المخاطرة واحتياجات المستثمرين؛

- وجود ادارة عامة لسوق الأوراق المالية تقوم بوضع شروط تنظيم السوق وتسهيل عملية تداول أسهم الشركات والإشراف عليها ومراقبتها، حيث تتمتع بالحيادية والاستقلالية؛

- ان يتمتع السوق بقدر كاف من العمق حيث يتميز بكثافة التداول وكثرة المعاملات وتنوع المستثمرين من حيث الحجم والنوع؛

3. تطور أسواق المالية للمنطقة خلال فترة التحرير : سعت دول منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا لإنشاء وتطوير أسواقها المالية وجعلها أكثر حداثة ومنافسة للأسواق الإقليمية والدولية، فحتى النصف الاول من ستينيات القرن الماضي، لم تكن سوى مصر ولبنان تملكان سوق مالية، تم تأسيسهما في الفترة ما بين

سنتي 1899 و1920، ثم أنشأت إيران سوقها سنة 1967، في سنة 1969 عملت كل من المغرب وتونس الى اقامة بورصة القيم المنقولة، مع نهاية السبعينيات، افتتحت كل من الكويت والاردن بورصة الأوراق المالية لتليهما السعودية، تركيا والبحرين سنتا 1984، 1986، 1988 على التوالي، ثم عمان بإنشاء سوق مسقط للأوراق المالية، وخلال التسعينيات، قامت الجزائر بأول خطوة للإصلاح المالي بإنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة، بغداد سنة 1993 وفلسطين سنة 1996، ثم سوريا سنة 2006.

1.3 مؤشر القيمة السوقية : ويسمى ايضا بالرملة السوقية، وهو مجموع القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، وتمثل الحجم الكلي لرأس مال السوق في نهاية السنة أي بسعر الاغلاق، (الدعمي، 2010، صفحة 177) تستخدم لرصد تطور الانشطة الاستثمارية للاقتصاد الوطني خلال الزمن، إذ ان قيمة الأسهم تزداد مع زيادة حجم المشروعات الاستثمارية التي يتم تمويلها بالأسهم وان ارتفاع تلك القيمة يدل على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث ارتفاع عدد الأسهم والشركات المدرجة او ارتفاع الاسعار او كلاهما معا، وبالتالي ارتفاع النشاط الاقتصادي، (الدعمي، 2010، صفحة 317) الجدول والشكل رقم 1 يمثلان تطور القيمة السوقية لأسواق الاوراق المالية لكل من البحرين، الجزائر، مصر، ايران، الأردن، لبنان عمان، السعودية، تونس، وتركيا في الفترة الممتدة من سنة 2000 الى غاية سنة 2017.

الجدول 1: تطور مؤشر القيمة السوقية لبعض دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا (مليار دولار)

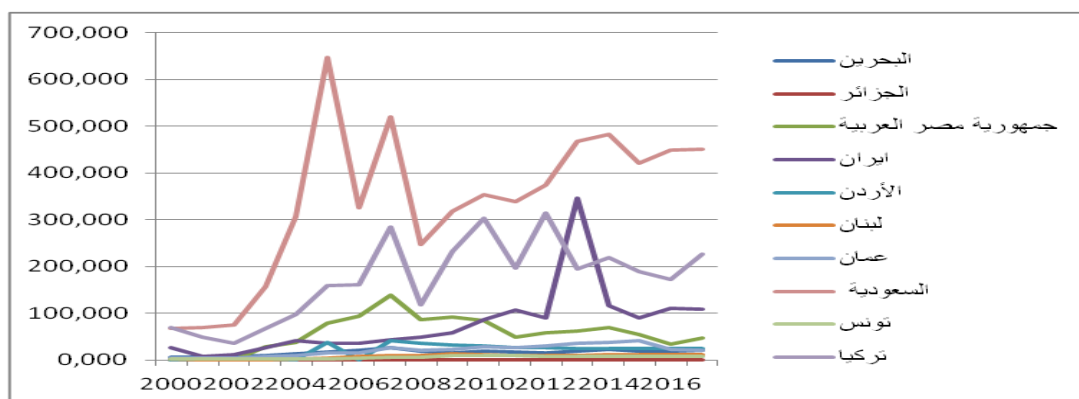
السنوات	البحرين	الجزائر	مصر	ايران	الأردن	لبنان	عمان	السعودية	تونس	تركيا
2000	6,624	0,285	-	26,686	-	1,554	4,177	67,166	2,815	69,711
2001	6,600	0,189	-	7,381	-	1,228	4,063	70,325	2,230	48,388
2002	7,484	0,138	-	11,761	-	1,326	5,160	74,851	2,130	36,044
2003	9,627	0,143	27,847	27,544	-	1,418	7,256	157,306	2,463	68,379
2004	13,541	0,139	38,076	42,600	-	2,206	9,435	306,255	2,572	98,298
2005	17,365	0,142	79,507	36,440	37,638	4,810	15,269	646,122	2,816	159,997
2006	21,122	0,094	93,496	36,315	39,785	8,144	16,104	326,582	4,233	160,875
2007	27,088	0,097	139,274	43,885	40,838	10,746	26,682	519,025	5,347	284,531
2008	19,947	0,091	85,978	48,713	35,895	9,584	20,589	246,337	6,337	117,584
2009	16,263	0,090	91,207	59,184	31,827	12,850	22,469	318,734	9,282	231,676
2010	20,060	0,105	84,277	86,642	30,864	12,697	28,316	353,410	10,652	302,443
2011	16,590	0,197	48,850	107,090	27,183	9,047	26,863	338,873	9,662	197,074

315,198	8,887	373,375	30,291	9,079	26,967	90,996	59,182	0,167	15,532	2012
195,746	8,601	467,366	36,767	10,668	25,764	345,777	61,630	0,177	18,460	2013
219,763	8,744	483,116	37,830	11,328	25,555	116,638	70,084	0,168	22,068	2014
188,862	8,819	421,060	41,123	11,381	25,452	89,428	55,192	0,144	19,251	2015
171,765	8,450	448,831	23,285	12,163	24,574	111,402	33,323	0,414	19,394	2016
227,512	8,923	451,379	21,299	11,492	23,969	108,635	46,546	0,353	21,706	2017

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: - النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي للفترة (2000-2017)،

- موقع البنك الدولي : <https://donnees.banquemondiale.org>

الشكل 1: تطور مؤشر القيمة السوقية لبعض دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول 1

يعكس لنا الجدول القيمة السوقية لأسواق دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا، فنلاحظ انها شهدت تطوراً واضحاً في قيمتها السوقية من سنة 2000 الى سنة 2017، فقد حافظ سوق الأسهم السعودي على صدارته بمعدل نمو 672 بالمئة، فيما شهدت هذه الفترة تغيرات كبيرة في البورصات، منها من ارتفعت قيمتها السوقية ومنها من انخفضت نتيجة لتغيرات سعر الصرف وخروج عدد كبير من الشركات المقيدة فيها، سنة 2003 تصدرت البورصة السعودية بقيمة 157.306 مليار دولار، تلتها بورصة تركيا بقيمة 68.379 مليار دولار، ثم الكويت ب 60.952 مليار دولار لتتدنى القائمة بورصة الجزائر ب 143 مليون دولار. وشهدت سنة 2005 طفرة نوعية بلغت ذروتها حين سجلت البورصة السعودية رقماً قياسياً ب 646.121 مليار دولار، تلتها الامارات بقيمة 244.406 مليار دولار، تركيا ب 159.997 مليار دولار، لتسجل لبنان والجزائر أدنى القيم ب 4.810 و 0.142 مليار دولار على التوالي.

ان تصاعد القيمة السوقية هو انعكاس للإجراءات التي اتخذتها في مجال تحسين البيئة المؤسسية والتنظيمية، التي هدفت الى تعزيز ثقة المستثمرين الاجانب واعتماد مقاييس وانظمة دولية لتحسين شروط الادراج في البورصة، والارتقاء بمستوى الافصاح والشفافية، بالإضافة الى تحرير أسواقها المالية من خلال خفض القيود على الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشرة لتقليل من الاجراءات والقيود التي كانت تفرضها، بالإضافة الى الزيادة في النمو الاقتصادي الناتج عن ارتفاع النفط في معظم الدول، الا ان الارتفاع غير طبيعي فوق المستوى القياسي خلال سنتي (2005-2006) بسبب ضعف بنية الأسواق وغياب الدور الرقابي، ادى الى انخفاض شديد سنة 2007 بالإضافة الى ان كلما وصل سعر سلعة ما الى قيمة قياسية نتيجة الطلب عليها حتما سيؤدي في السنة الموالية الى انخفاض شديد في قيمتها، وقد بلغ الانخفاض في اكبر بورصة الى 50 %، في حين لم تتأثر تركيا وايران، شاهدتا ارتفاعا مستمرا نتيجة التدرج في اتباع سياسة التحرير المالي.

4. قياس أثر مؤشرات التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية:

إن الهدف من هذه الدراسة هو قياس أثر مؤشرات التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية في مصر، لبنان وتونس خلال الفترة (2000-2017).

1.4 الطريقة والادوات المستخدمة :

- تقديم المتغيرات وصياغة النموذج: تتكون العينة التي شملتها الدراسة من متغيرات البحث المفسرة والتابعة المتمثلة في حساب رأس المال، الاستثمار الأجنبي المباشر، وسعر الصرف، التي تمثل اهم مؤشرات التحرير المالي الخارجي ومؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق)، وهي كالتالي:

EX- سعر الصرف العملة: سعر الصرف الرسمي، اي سعر الصرف الذي تحدده السلطات الوطنية أو السعر المحدد بسوق الصرف المسموح بها قانوناً، (CHERIF TOUIL, SI MOHAMMED, & MALKI, 2015, pp. 3-5) (وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي).

- FDI : الاستثمار الأجنبي المباشر: هو صافي تدفقات الاستثمار الوافدة، وهو عبارة عن مجموع رأس مال حقوق الملكية والعائدات المعاد استثمارها وغير ذلك من رأس المال طويل الأجل ورأس المال قصير

الأجل، (Duce, 2003, p. 2) البيانات معبر عنها بالقيمة الحالية للدولار الأمريكي.

- **CC**: حساب رأس المال: ويخص تدفقات رؤوس الاموال من وإلى الاقتصاد.

- **MV**: القيمة السوقية للأسهم.

- **البيانات وفترة الدراسة**: تمثلت المعلومات المستعملة في هذه الدراسة لمنطقة الشرق الأوسط وشمال

افريقيا، وتحديدًا لكل من تونس، مصر ولبنان، للفترة ما بين 2000 إلى 2017، أي 18 مشاهدة.

- **ادوات البحث**: لمعرفة الأثر، استخدمنا نماذج الانحدار الخطي المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى

المستقلة بنسبة معينة لقياس مرونة ومدى استجابة المتغيرات التابعة، والاستعانة بالبرنامج الاحصائي SPSS،

حيث تقوم هذه الطريقة بالاستبعاد التدريجي للمتغيرات التفسيرية غير دالة احصائيا.

2.4 قياس أثر التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية لكل من تونس

مصر ولبنان من سنة 2000 إلى 2017.

1.2.4 الارتباط بين متغيرات الدراسة: يمثل الجدول التالي درجة ارتباط المتغير التابع بالمتغيرات المستقلة

الجدول 2: درجة الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

المتغيرات	درجة الارتباط			مستوى الدلالة		
	مصر	لبنان	تونس	مصر	لبنان	تونس
MV/EX	-0.502	/	0.493	0.048	/	0.019
MV /FDI	0.580	0.688	0.116	0.024	0.001	0.324
MV/CC	0.030	-0.045	0.522	0.463	0.429	0.013

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على SPSS

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان:

- **الارتباط بين المتغيرين القيمة السوقية للأسهم وسعر صرف العملة**، تونس، لا يتجاوز الارتباط

49%، اما مصر، فالارتباط بين المتغيرين يساوي 50%، وهو ارتباط متوسط وعكسي، وهما ذو دلالة

إحصائية عند مستوى 5%، الا ان الارتباط بين المتغيرين في لبنان مفقود، لأن جميع قيم متغير سعر صرف

العملة ثابتة، وسنقوم بحذفها من الدراسة.

- الارتباط بين المتغيرين القيمة السوقية للأسهم والاستثمار الأجنبي المباشر: فالارتباط بين المتغيرين في تونس يساوي 11% وهو ارتباط ضعيف وغير دال إحصائيا عند مستوى 5%، اما مصر، فالارتباط بين المتغيرين يساوي 58% وهو ارتباط طردي قوي دال إحصائيا عند مستوى 5%، الا ان الارتباط بين المتغيرين في بورصة لبنان يساوي 68.8% وهو ارتباط طردي قوي، ودال إحصائيا عند مستوى 5%.

- الارتباط بين المتغيرين القيمة السوقية للأسهم وحساب رأس المال: الارتباط بين المتغيرين في بورصة تونس يفوق 52% وهو ارتباط طردي قوي، وذو دلالة إحصائية عند مستوى 5%، اما في بورصة مصر، فالارتباط بين المتغيرين يساوي 3% وهو ارتباط ضعيف جدا، وغير دال إحصائيا عند مستوى 5%، وفي بورصة لبنان، الارتباط بين المتغيرين يساوي 4.5% وهو ارتباط عكسي ضعيف، وغير دال إحصائيا عند مستوى 5%.

- التحقق من شروط الانحدار الخطي: ان إحصاءات البواقي وهي الفروق بين القيم المشاهدة وخط الانحدار المقدر، حيث وجدنا أن قيمة $Mahal\ Max = 8.727$ لتونس وهي أقل من قيمة كي مربع $(\chi^2\ Khi\ deux)$ الجدولة 16.27 عند درجة حرية تساوي 3.

- مصر، وجدنا أن قيمة $Mahal\ Max = 8.68$ وهي أقل من قيمة كي مربع الجدولة 16.27 عند درجة حرية تساوي 3.

- لبنان، حيث وجدنا أن قيمة $Mahal\ Max = 4.01$ وهي أقل من قيمة كي مربع الجدولة 13.82 عند درجة حرية تساوي 2.

وهذا ما يعني أنه لا توجد قيم متطرفة متعددة المتغيرات وهذا شرط من شروط تطبيق الانحدار المتعدد.

الجدول 3: معاملات التوزيع الطبيعي لجميع المتغيرات

القيمة السوقية			سعر صرف العملة			الاستثمار الاجنبي المباشر			حساب رأس المال		
الدول	تونس	مصر	لبنان	تونس	مصر	لبنان	تونس	مصر	لبنان	تونس	مصر
إختبار كولموغوروف	1.087	0.511	0.912	1.174	1.055	/	0.891	0.951	0.61	0.796	0.538
مستوى الدلالة	0.188	0.957	0.377	0.127	0.216	/	0.405	0.935	0.851	0.550	0.975
	0.980										

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على SPSS

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ ان قيمة الدلالة أكبر من 5% ما يعني أنها تقترب من التوزيع الطبيعي، وبالتالي هي خاضعة لقانون التوزيع الطبيعي.

3.2.4 أثر المتغيرات باستخدام الانحدار الخطي التدريجي المتعدد

لمعرفة أثر المتغيرات سعر صرف العملة، الاستثمار الأجنبي المباشر وحساب رأس المال على القيمة السوقية، قمنا باستخدام أسلوب الانحدار الخطي التدريجي Stepwise Multiple Regression يهدف الانحدار التدريجي إلى إيجاد العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة الأكثر ارتباطا به ويتم ذلك تدريجيا، حيث نقوم أولا بحساب الارتباط بين المتغيرات، ثم نقوم بإدراج المتغير المستقل الأكثر ارتباطا بالمتغير التابع الذي سنقوم بإدخاله في معادلة الانحدار، ثم ندرج المتغير المستقل الثاني الذي له أكثر ارتباط بعد المتغير الذي دخل المعادلة، فنبحث أولا هل هناك ارتباط كبير بينه وبين المتغير الذي أختير، اذا كانت الاجابة بنعم، يستبعد ذلك المتغير، واذا كانت بلا، ندخله في الاختيار ونكرر نفس الشيء مع باقي المتغيرات المستقلة.

ان المتغير حساب رأس المال هو المتغير الوحيد الذي تم إدخاله في معادلة الانحدار في تونس، اما مصر، فتم ادراج كلا من سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر، اما لبنان، الاستثمار الأجنبي المباشر.

الجدول 4: المتغيرات المستبعدة من النموذج

الارتباط الجزئي	مستوى الدلالة	قيمة T	المتغيرات المستبعدة
0.43	0.085	1.846	تونس سعر صرف العملة
0.038	0.884	0.148	الاستثمار الأجنبي المباشر
0.006-	0.987	0.016-	مصر حساب رأس المال
/	/	/	لبنان سعر صرف العملة
0.116-	0.657	0.452-	حساب رأس المال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على SPSS

يوضح الجدول أعلاه المتغيرات المستبعدة، لدراسة تونس، هي سعر صرف العملة والاستثمار الأجنبي المباشر وذلك لأن الارتباط الجزئي لسعر صرف العملة لا يتعدى 43%، والارتباط الجزئي للاستثمار الأجنبي المباشر ضعيف حيث انه لم يتعد 4%، وهما غير دالان إحصائيا عند 5%.
أما المتغيرات المستبعدة لدراسة مصر، هي حساب رأس المال وذلك لأن الارتباط الجزئي لحساب رأس المال يساوي 0.6%، كما أنه غير دال إحصائيا عند 5%.
والمتغيرات المستبعدة لدراسة لبنان، هي حساب رأس المال وذلك لأن الارتباط الجزئي لحساب رأس المال يساوي 11%، كما أنه غير دال إحصائيا عند 5%.

الجدول 5: معاملات الارتباط، التحديد والتحديد المعدل

معامل الارتباط	معامل التحديد	معامل التحديد المعدل	طول العينة
0.522	0.272	0.227	18
0.798	0.637	0.557	12
0.688	0.474	0.441	18

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على SPSS

يمكن القول أن حساب رأس المال يساهم ب 27% في التغيرات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية لبورصة تونس، وسعر صرف العملة والمتغير الاستثمار الأجنبي المباشر يساهمان ب 63% في التغيرات

الحاصلة على مستوى القيمة السوقية لبورصة مصر، اما الاستثمار الأجنبي المباشر، يساهم ب 47% في التغيرات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية لبورصة لبنان.

الجدول 6: قيمة F ومستوى دلالتها

الدول	قيمة F	مستوى الدلالة
تونس	5.99	0.026
مصر	7.912	0.01
لبنان	14.404	0.002

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على SPSS

من خلال جدول ANOVA، نلاحظ أن مستوى الدلالة اقل من 0.05، هذا ما يعني أنه توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، لكننا لا نعرف تحديدا أي المتغيرات المستقلة الثلاث، التي أضافت تفسيراً جوهرياً للتباين في المتغير التابع، القيمة السوقية.

الجدول 7: نموذج الانحدار الخطي

		معادلة الانحدار		اختبار T	
		المعاملات A	الخطأ المعياري	قيمة T	sig
تونس	الثابت (باقي العوامل الأخرى)	3960000000	1147000000	3.452	0.03
	حساب رأس المال	15.922	6.504	2.448	0.026
مصر	الثابت (باقي العوامل الأخرى)	71080000000	16760000000	4.242	0.02
	الاستثمار الاجنبي المباشر	5.322	1.721	3.092	0.013
	سعر الصرف العملة	-4444000000	16260000000	-2.733	0.023
لبنان	الثابت (باقي العوامل الأخرى)	-408300000	2319000000	-0.176	0.862
	الاستثمار الاجنبي المباشر	3.001	0.791	3.795	0.002

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على SPSS

من خلال الجدول، نلاحظ أن نتائج دولة تونس مقبولة إحصائياً، حيث بلغت قيمة $T = 2.927$ وهي دالة عند مستوى 0.026، هو ما تشير إليه قيمة المعامل $A = 15.922$ التي تعني أن التغير في قيمة

المتغير المستقل بوحدة واحدة يقابله تغير بمقدار 3960000000 في المتغير التابع، هذا المتغير المستقل يفسر حسب معامل التحديد 0.277 من التباين في المتغير التابع، أي أن 27% من التغيرات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية للأسهم، سببها تغيرات على مستوى حساب رأس المال، أما النسبة المتبقية فهي ترجع إلى عوامل أخرى.

ومنه، يمكن القول أن المتغير الوحيد الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية التونسية هو متغير حساب رأس المال.

معادلة الانحدار الخطي: القيمة السوقية للأسهم = 15.922 حساب رأس المال + 3960000000

$$MC = 15.922 CC + 3960000000$$

أما فيما يخص مصر، نلاحظ أن النتائج مقبولة إحصائياً، حيث بلغت قيمة $T = 3.092$ وهي دالة عند مستوى 0.013 وهو ما تشير إليه قيمة المعامل $A = 5.322$ التي تعني أن التغير في قيمة المتغير المستقل الاستثمار الاجنبي المباشر بوحدة واحدة يقابله تغير بمقدار 71080000000 في المتغير التابع. وهذا المتغير المستقل يفسر حسب معامل التحديد 0.58 من التباين في المتغير التابع، أي أن 58% من التغيرات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية للأسهم سببها تغيرات على مستوى الاستثمار الاجنبي المباشر، أما النسبة المتبقية فهي ترجع إلى عوامل أخرى.

و نلاحظ أن قيمة $T = -2.733$ وهي دالة عند مستوى 0.023 وهو ما تشير إليه قيمة المعامل $A = -4444000000$ التي تعني أن التغير في قيمة المتغير المستقل سعر صرف العملة بوحدة واحدة يقابله تغير بمقدار 71080000000 في المتغير التابع. وهذا المتغير المستقل يفسر حسب معامل التحديد 0.50 من التباين في المتغير التابع أي أن 50% من التغيرات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية للأسهم سببها تغيرات على مستوى الاستثمار الاجنبي المباشر، أما النسبة المتبقية فهي ترجع إلى عوامل أخرى.

- معادلة الانحدار الخطي كالاتي:

القيمة السوقية للأسهم = (5.322) الاستثمار الاجنبي المباشر + (-4444000000) سعر صرف العملة + 71080000000

$$MC=5.322FDI-4444000000 EX+7180000000$$

اما فيما يخص لبنان، نلاحظ أن النتائج مقبولة إحصائيا، حيث بلغت قيمة $T=3.795$ وهي دالة عند مستوى 0.002 وهوما تشير إليه قيمة المعامل $A=3.001$ التي تعني أن التغير في قيمة المتغير المستقل بوحدة واحدة يقابله تغير بمقدار -408300000 في المتغير التابع. وهذا المتغير المستقل يفسر حسب معامل التحديد 0.474 من التباين في المتغير التابع أي أن 47% من التغيرات الحاصلة على مستوى القيمة السوقية للأسهم سببها تغيرات على مستوى الاستثمار الاجنبي المباشر، أما النسبة المتبقية فهي ترجع إلى عوامل أخرى.

ومنه، يمكن القول أن المتغير الوحيد الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للأسهم هو متغير الاستثمار الأجنبي المباشر.

معادلة الانحدار الخطي، هي كالآتي :

القيمة السوقية للأسهم = 3.001 الاستثمار الاجنبي المباشر + (-408300000)

$$MC=3.001 FDI-408300000$$

5. تحليل نتائج الدراسة:

قمنا في هذه الدراسة باختبار الفرضيات حيث وجدنا، أنه هناك تأثير و علاقة بين مؤشرات التحرير المالي الخارجي والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية، لم تؤثر مؤشرات التحرير المالي الخارجي معا على القيمة السوقية فقط وجدنا انه في مصر أثر سعر الصرف والاستثمار الاجنبي المباشر معا ، بينما في لبنان وتونس اثر فقط مؤشر واحد، كما ان نسبة التأثير تختلف من دولة الى اخرى حسب درجة التحرر.

سعت كل من تونس ومصر ولبنان بتحرير قطاعها المالي، فقامت تونس بالتحرير التام لحساب راس المال الذي اثر بدوره على السوق المالية من خلال زيادة وتنوع الاستثمار الاجنبي غير المباشر، وذلك باتباع للخطوة المكونة من ثلاث مراحل والمتتمثلة، أولا، القيام بإصلاحات من اجل تحرير التدفقات متوسطة الى طويلة المدى، مثل الاستثمارات المباشرة لغير المقيمين والقروض طويلة الاجل للمؤسسات المدرجة والاستثمارات لغير المقيمين في الاوراق المالية الحكومية بالعملية المحلية، والقيام بتدابير لتعزيز الفعالية الاجمالية

للساطة المالية، ثانيا، تحرير الاستثمارات المباشرة بالخارج بما يتيح استثمار المحافظ دوليا من قبل المستثمرين المؤسسيين واستثمارات المحافظ من قبل غير المقيمين في ادوات الدين، واخيرا، تحرير الاستثمار في المحافظ المالية المحلية بالخارج من خلال نزع جميع ضوابط على المحفظة المالية (نقد، سندات، ادوات السوق المالية)، اما مصر، قامت بتحرير قطاعها المالي الخارجي، بدأ بتحرير أسعار الصرف، ثم قامت بخفض القيود التعريفية على الاستثمارات الخارجية وتحرير معدل الفائدة الى جانب الاجراءات الجادة لتحسين المناخ الاستثماري، بالإضافة الى توقيع اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، كلها ادت الى تزايد تدفقات الاستثمارات الاجنبية المباشرة، كما ان السبب الرئيسي لنجاح هذه السياسة في مصر هو اتباع النهج التدريجي لتجنب التعرض للازمات المالية التي واجهت كل من المكسيك ودول جنوب شرق اسيا.

كما اتضح من خلال الدراسة، انه ساهم الاستثمار الاجنبي المباشر في مؤشر الرملة السوقية، وهذا راجع لجذب لبنان كميات كبيرة من الاستثمار، حيث تجاوزت التدفقات الوافدة 3 مليار دولار سنة 2007 وواصلت الى الرقم القياسي 4.8 مليار دولار سنة 2009، وهذا، اداء قوي بالنسبة لاقتصاد نامي بعد انتهاء الصراع، في حين، معظم دول شرق الاوسط وشمال افريقيا، شهدت تراجعا في تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر، فلبنان واحد من اكثر الاقتصاديات غير النفطية استقطابا للاستثمار الاجنبي المباشر في المنطقة بفضل بيئته التشريعية الملائمة للاستثمار وقطاعة المصرفي المتطور وقدم سوقه المالية، وهذا ناتج عن قانون الاستثمار رقم 360 الذي اصدرته في 16 اوت 2001 والذي ينص على تحرير الاستثمار الاجنبي المباشر من خلال ادخال حوافز جديدة ومنح تراخيص وتسهيلات للاستثمار.

6. قائمة المراجع:

- Ben Gamra, S., & Clévenot, M. (2007, novembre 19). *Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents*. Consulté le juin 20, 2019, sur archives-ouvertes: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00188615>
- BRONER, F., VENTURA, J., & MARTIN, A. (2010). Sovereign Risk and Secondary Markets. *the american economic review* , 100 (04), 1525-1555.

- CHERIF TOUIL, N., SI MOHAMMED, K., & MALKI, S. (2015). An empirical test of purchasing power parity of the Algerian exchange rate: evidence from panel dynamic exchange rate: evidence from panel dynamic, Vol - 3, Iss. *EPRA International Journal of Economic and Business Review* , 3, 1-22.
- Duce, M. (2003, july 31). *Definitions of Foreign Direct Investment (FDI): a methodological note*. Consulté le August 20, 2019, sur <https://www.bis.org/publ/cgfs22bde3.pdf>
- HAKIMI, A., DJELASSI, M., & HELMI, H. (2011). Financial Liberalization and Banking Poritability:A Panal data analysis for Tunisian banks. *International Journal of Economics and Financial* , 1 (2), 19-32.
- HASSINE, S. (2000). effets de libéralisation du système financière tunisien sur l'évaluationndes risque des banque(these doctorat). université levalquébec, canada.
- جمال الدين سحنون، و نبيلة بلغنامي. (2017). التحرير المالي وانعكاسه على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائرية. *مجلة اقتصاديات شمال افريقيا* (17)، 317-330.
- حسين عصام. (2010). *اسواق الاوراق المالية (البورصة)*. الاردن: دار اسامة للنشر والتوزيع.
- صلاح السيد جودة. (2000). *بورصة الاوراق المالية، علميا - عمليا* (الإصدار 01). القاهرة: مكتبة ومطبعة الاشعاع الفني.
- عباس كاظم الدعيمي. (2010). *السياسة النقدية والمالية واداء سوق الاوراق المالية* (الإصدار 01). عمان، الاردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- عبد الغفار حنفي، و رسمية زكي قرياقص. (2008). *الأسواق والمؤسسات المالية*. القاهرة: الدار الجامعية.
- عبد القادر بوعلي، و فضيلة عميمر. (2016). *علاقة التحرير المالي بالأزمات البنكية دراسة تحليلية وقياسية لعينة من الدول النامية في الفترة 1980-2013 باستخدام نموذج ثنائي الحدين Logi*. *مجلة الباحث الاقتصادي* (5)، 198-210.
- فيصل محمود الشواور. (2008). *الاستثمار في بورصة الاوراق المالية* (الإصدار 01). الاردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
- كريم حمزة حسن. (2011). *العمولة المالية والنمو الاقتصادي* (الإصدار 01). عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع.

كمال بن دغفل، و كمال زيتوني. (06 12، 2016). 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 .

محمد الصيرفي. (2006). البورصات (الإصدار 1). القاهرة: دار الفكر الجامعي.

محمد بن بوزيان، بومدين بوعزازه، و ناصر صلاح الدين غربي. (2010). سياسة التحرير المالي في الدول النامية، دراسة قياسية لحالة الجزائر. مجلة العلوم الاقتصادية ، 05 (05)، 1-22.

محمد مدياني، و فاطمة الزهراء طلحاوي. التحرير المالي الداخلي واثره على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2014). مجلة الحقيقة (38)، 537-556.