



أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية -دراسة مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا للفترة (2005-2017)

**The Impact of Management and Development of Financial Products In The Activation of The Financial Market - A Comparative Study Between The Financial Markets of Algeria, Morocco and Turkey for (2005-2017)**

ط.د. سارة بكوش♦، مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة  
جامعة فرحات عباس 1، سطيف، الجزائر.

تاريخ الإرسال: 2020/01/13	تاريخ القبول: 2020/02/15	تاريخ النشر: 2020/03/01
الملخص		الكلمات المفتاحية
<p>تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية، باعتبارها مصدرا مهما من مصادر تمويل الاقتصاد. والجزائر كغيرها من الدول الناشئة تتطلع إلى تحديث وتنشيط سوقها المالية، من خلال الاستجابة للمتغيرات المتلاحقة التي تمر بها الصناعة المالية بتحديث وتطوير المنتجات المالية الأمر الذي يجعل المؤسسات والهيئات المالية تقوم بتعديل في استراتيجياتها وأساليب عملها بتبني الأساليب الحديثة لإدارة الأموال والقائمة على التنوع وعدم التقييد بالنظم التقليدية. وقمنا في هذه الدراسة بمقارنة أثر التنوع والمشتقات المالية والصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا، وقد وجدنا أنه كلما توفر عدد كبير من المنتجات المالية وأدرجت منتجات مالية مستحدثة ومطورة بسوق مالية ما زاد نشاطها.</p>		
<b>Abstract</b>		<b>Keywords</b>
<p>This study aims to highlight the importance of managing and developing financial products in activating the financial market as an important source of financing for the economy. Algeria, like other emerging countries, is looking to modernize and activate its financial market by responding to the successive changes experienced by the financial industry by modernizing and developing financial products, which makes the financial institutions and bodies modify their strategies and methods of work by adopting modern methods of money management based on diversification, and non compliance to traditional systems.</p> <p>In this study, we compared the effect of diversification, derivatives and Islamic instruments on the activating of the financial markets of Algeria, Morocco and Turkey, and we found that whenever a large number of financial products are available and new financial products developed in a financial market, Market activity increased.</p>		<p>Activate The Financial Market; Risk Management; Financial Products; Financial Engineering.</p>

♦ المؤلف المرسل: سارة بكوش، الإيميل: [sarhsamara2@gmail.com](mailto:sarhsamara2@gmail.com)

**1. مقدمة:**

يعتبر القطاع المالي من أهم وأبرز قطاعات الاقتصاد، ليس فقط لأنه يتفاعل تأثيراً وتأثراً بمختلف القطاعات الاقتصادية الأخرى، ولكن أيضاً لأنّ لهذا القطاع تأثيراته الاجتماعية التي تمتد إلى مختلف شرائح المجتمع بشكل مباشر وغير مباشر، من خلال المهام التي تقوم بها مختلف المؤسسات والهيئات المالية، وما يترتب عليها من نتائج اقتصادية واجتماعية.

ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، واتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية متطورة كبيرة، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتنمية للمدخرات، وكذلك في استقطاب الأموال وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تساعد على زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق استقرار ورفاهية الأفراد.

**1.1. إشكالية الدراسة:**

يعتبر وجود سوق مالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار، والجزائر كغيرها من الدول الناشئة تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق، ورغم الإصلاحات التي قامت بها الجزائر على مستوى قطاعها المالي إلا أنّ سوقها المالية لازالت ضعيفة وراكدة، ولتنشيط السوق المالية عليها الاستجابة للمتغيرات المتلاحقة التي تمر بها الصناعة المالية بتحديث وتطوير المنتجات المالية الأمر الذي يجعل المؤسسات والهيئات المالية تقوم بتعديل في استراتيجياتها وأساليب عملها بتبني الأساليب الحديثة لإدارة الأموال و القائمة على التنوع و الانتشار و عدم التقيد بالنظم التقليدية، كل هذا لتأسيس تنمية شاملة و متكاملة للسوق المالية. وعليه يمكن إبراز إشكالية هذه الدراسة كما يلي:

**ما مدى تأثير إدارة وتطوير المنتجات المالية على تنشيط السوق المالية؟****2.1. أسئلة الدراسة:**

من خلال الإشكالية الرئيسية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي عوامل تنشيط الأسواق المالية؟
- كيف يتم إدارة مخاطر المنتجات المالية، وما الداعي لتطوير واستحداث منتجات مالية جديدة؟
- إلى أي مدى يُمكن أن يتأثر تنشيط السوق المالية بإدارة وتطوير المنتجات المالية في كل من الجزائر، تركيا والمغرب؟

**3.1. فرضية الدراسة:**

بعد بلورة إشكالية الدراسة يمكن صياغة الفرضية التالية:

- لا يوجد اختلاف فيما يخص أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا.

#### 4.1. منهج الدراسة:

لقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، لتحليل نتائج مقارنة أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا.

#### 2. تنشيط الأسواق المالية

قبل التطرق إلى عوامل تنشيط الأسواق المالية، ومعايير قياس نشاطها، سنقوم أولاً بتعريف السوق المالية فيما يلي:

#### 1.2 تعريف السوق المالية:

لقد تعددت تعريفات السوق المالية من قبل الباحثين والخبراء الماليين، حيث عرفها البعض بأنها:

- السوق المالية هي المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذات الفائض النقدي، إلى الجهات ذات العجز النقدي؛ (Madura, 2006, p. 02)
- السوق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة. (التميمي و سلام، 2004، صفحة 106)

#### 2.2 عوامل تنشيط السوق المالية

هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفاءة، وقاعدة العرض والطلب هي التي تلعب الدور الرئيسي في تنشيط السوق المالية (محفوظ، 2011، صفحة 638)، ويتم تنشيط السوق المالية إما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً ونشر الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وفي الدول المتقدمة يكفي التنشيط من أحد الجانبين حيث أنّ النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الآخر من خلال الاستجابة التلقائية (قرياقص، 2002، صفحة 265). أما في الدول المتخلفة فيجب أن يكون التنشيط من الجانبين معاً، فلا جدوى من تنشيط جانب العرض دون أن يكون هناك طلب كافي على المنتجات المالية.

#### 1.2.2 تنشيط السوق المالية من جانب العرض

يمكن تنشيط السوق المالية في جانب العرض بإنشاء أو توسيع شركات أموال وكذا خلق أدوات جديدة لجذب أكبر شريحة من المستثمرين في المنتجات المالية. وستتناول هاته العناصر فيما يلي:

#### 1.1.2.2 إنشاء وتوسيع شركات أموال

وذلك من خلال العمل على تسهيل إجراءات إنشاء المشروعات والشركات ذات الأثر الإيجابي على الاقتصاد القومي، وذلك بمنحها مزايا وإعفاءات ضريبية وجمركية، وضمان توزيع أسهمها - بعد الاطمئنان إلى قيامها ونجاحها-

على عدد أكبر من المدخرين الأفراد ، ووضع حدود قصوى للملكية وأيضا وضع عقوبات رادعة من شأنها منع تحويل الشركات المساهمة إلى ملكية محدودة (أوصاف وعاشور، 2010، صفحة 12) .

كما يُمكن للحكومة أن تفرض على الشركات زيادة المعروض من المنتجات المالية، ويكون ذلك بأسلوبين هما:

- **أسلوب إلزامي:** وهو من خلال الأحكام التشريعية في مطالبة بعض الشركات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب العام، أو الإدراج التلقائي في البورصة، عندما يصل رأسمال هذه الشركات إلى حد معين.
- **أسلوب تشجيعي:** والمتمثل في السياسات الضريبية، التي تحفز على التوسع في الإصدارات الجديدة لتخفيف اتجاه الأفراد إلى الاستهلاك، كما تلجأ بعض الشركات إلى إعادة استثمار بعض أرباحها ليس بتحويلها إلى احتياطات، إنما بتوزيع جزء من الأرباح في شكل أسهم إضافية.

يجب أيضا على الدولة لتنشيط السوق المالية توفير ودعم المؤسسات المالية الوسيطة لأنها تؤدي دورا هاما في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية، حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة، كما يمكنها أيضا طرح منتجاته المالية للتداول في السوق المالية، ومن هذه المؤسسات نجد البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وشركات التأمين صناديق الاستثمار وغيرها.

ولابد أيضا من تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها؛ وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنيًا؛ ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية.

## 2.1.2.2 خلق أدوات جديدة

يستدعي تنشيط السوق المالية من جانب العرض استحداث وتطوير مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تلبي المتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين؛ ولقد أثبتت الكثير من الدراسات دور الهندسة المالية في توسيع قاعد المعروض من المنتجات المالية مما يؤدي إلى جذب فئات جديدة من المستثمرين.

كما يُساهم إدراج المنتجات المالية التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، علاوة على أنها ستمثل زخما كبيرا يسهم في تنشيط الأسواق المالية، إذ ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدارتها.

## 2.2.2 تنشيط السوق المالية من جانب الطلب

يمكن تنشيط السوق المالية في جانب الطلب بنشر الوعي المالي وكذا توفير كل المعلومات التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. وستتناول هاته العناصر فيما يلي:

### 1.2.2.2 نشر الوعي المالي

الوعي المالي هو أحد المستلزمات المهمة لتهيئة مناخ استثماري وادخاري سليم ومناسب، حيث أنّ توفر درجة عالية من الوعي المالي لدى الشركات والأفراد بالفرص والمزايا الاستثمارية التي توفرها السوق المالية يُشكل عاملا مهما

في تعزيز دور السوق ودفعه نحو الاتجاه الصحيح للقيام بالدور المنشود منه كقناة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية. هذا ويمكن قياس تطور الوعي المالي بقياس كلا من الوعي الاستثماري والوعي الادخاري كما يلي:

- **الوعي الاستثماري:** يُقاس عن طريق قياس معدل النمو في تأسيس الشركات ومقدار رؤوس الأموال، والأسهم المصدرة وحجم التعامل فيها ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- **الوعي الادخاري:** يُقاس بحجم ودائع القطاع الخاص والقطاع العائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

### 2.2.2.2 توفير المعلومات الكافية عن الشركات المسجلة بالبورصة

تُعد المعلومات من أهم المقومات السائدة لتنشيط السوق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية. كما تُمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، ودرجة ثقة المستثمرين تحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة عن واقع الجهات المصدرة للمنتجات المالية إضافة للوضع الاقتصادي العام للبلد المعني. لكن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أنّ قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين. ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية. (الداغر، 2005، صفحة 277)

### 3 . إدارة وتطوير المنتجات المالية

تُعد المنتجات المالية من أبرز أدوات الاستثمار وتمثل مصدرا من مصادر التمويل المهمة. وللمنتجات المالية عدة مرادفات نذكر منها: الأدوات المالية، الأصول المالية، الأوراق المالية.

### 1.3 تعريف المنتجات المالية

لقد تعددت تعريفات المنتجات المالية بتعدد المتعاملين بها، منها:

- هي أوراق مالية تصدرها وحدات اقتصادية لتحصل من خلالها على أرصدة مالية من السوق المالية (مجيد، 2008، صفحة 32).

- هي صكوك أو مستندات تُثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة المصدرة للورقة مثل السندات، أو الحق في العائد فقط مثل حصص التأسيس، أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات (البرواري، 2002، صفحة 29).

### 2.3 إدارة مخاطر المنتجات المالية:

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي

تلائم عوائده مخاطره، هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضا المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

**1.2.3 مفهوم المخاطر:** المخاطر هي "درجة التقلب في العائد المتوقع، وتحديد آخر هو أن المخاطر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد يتحقق أو لا، وعلى وفق درجة المخاطر، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطر تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية" (السلطان، 2009، صفحة 06).

**2.2.3 مفهوم إدارة المخاطر:** عرف كرزور إدارة المخاطر بأنها: "الوسائل المنظمة لتحديد وقياس المخاطر مع تطوير واختيار وإدارة الخيارات الملائمة للتعامل معها" (بلعزوز، 2009-2010، صفحة 335). وتعتبر المحفظة المالية من أشهر نماذج إدارة المخاطر في الأسواق المالية. ويمكن تعريف المحفظة المالية بأنها عبارة عن تلك التشكيلة، أو التعريف المكونة من عدة أوراق مالية (أسهم وسندات) مختلفة النوع وتواريخ الاستحقاق. وتهدف المحفظة أساسا إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة، وذلك عن طريق التنوع مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال (موسى، 2004، صفحة 39). والمحفظة المالية الكفؤة هي "المحفظة التي تحقق للمستثمر أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطر، أو تحقق أقل مخاطرة عند مستوى معين من العائد المتوقع" (Fabozzi, 2002, p. 18).

والميزة الأساسية لتكوين المحافظ المالية هي **التنوع**، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية (Leutenegger, 2010, p. 41).

### 3.3 دور الهندسة المالية في تطوير المنتجات المالية

يمكن تلخيص حاجة مؤسسات الصناعة المالية لتطوير منتجاتها في النقاط التالية (جاسر، 2010، صفحة 8) :

- تنوع مصادر الربحية للمؤسسة المالية؛
- تجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو وكما هو معلوم أن لكل منتج دورة حياة وفي مرحلة تشبع السوق يتوقف الطلب على المنتج ويستقر عند أدنى مستوياته؛
- تقليل مخاطر الاستثمار بتنوع صيغته وقطاعاته؛
- دعم المركز التنافسي للمؤسسة المالية في السوق؛
- التطوير المستمر للمنتجات يزيد من خبرة المؤسسة وبيئتها في حيوية مستمرة.

ومنه فالتكلم عن تطوير المنتجات المالية سيقودنا مباشرة إلى الهندسة المالية. والهندسة المالية تنطوي على التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة واستغلال الفرص المالية، فالهندسة

المالية ليست أداة بل المهنة التي تستخدم الأدوات، وهي تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح "تحليل" يعني تشتيت الشيء لفهمه أما مصطلح "الهندسة" فيعني بنية (Marshall, 2006). وهي تصميم أنواع جديدة من الأوراق المالية لإشباع حاجات لا تلبها الأوراق القائمة (موهين، 2007، صفحة 49).

ومن بين منتجات الهندسة المالية نجد المشتقات المالية والصكوك الإسلامية والتي لاقت رواجاً منذ بداية إصدارها. حيث تُعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات التعامل في الأسواق المالية العالمية، "وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية، فيما يتعلق بمعدلات الفائدة، وأسعار الصرف، وأسعار الأسهم، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار" (الأسرج، 2002، صفحة 43). ولقد تزايد التعامل بالمشتقات المالية نظراً لمرونتها وسهولة بيعها وشرائها بالمقارنة بالأصول المالية والسلعية التي قامت عليها هذه العقود (kunhibava, 2010, p. 01). وهي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع، وتستخدم المشتقات المالية للعديد من الأغراض من بينها إدارة المخاطر والتحوط منها، بالإضافة إلى المضاربة. وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها (حماد، 2001، صفحة 05). من أهمها وأكثرها انتشاراً نجد: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات وعقود الخيارات.

ولقد ذكرنا سابقاً أنّ نجاح الأسواق المالية وتطورها، يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوع وتطور المنتجات المالية المتداولة فيها، وبالتالي أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المالية الإسلامية ضرورة حتمية، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث أنّ المنتجات المالية التقليدية تكتنفها العديد من المخالفات الشرعية وتشوبها الكثير من المعاملات المحرمة كالربا والغرر والقمار وغيرها، مما استدعى ابتكار منتجات مالية إسلامية سُميت بالصكوك الإسلامية.

هناك عدة تعاريف للصكوك الإسلامية، أكثرها شيوعاً التعريف الموالي:

- عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنّها: "وثائق متساوية القيمة، تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أُصدرت من أجله" (هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، 2007، صفحة 288)؛

وأشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعاً من الصكوك الإسلامية. منها: صكوك المشاركة، صكوك الإجارة، صكوك المضاربة، صكوك المزارعة، ..

وأهم خاصية للصكوك الإسلامية تقيدها بالضوابط الشرعية، حيث لا شك في أنّ الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية، كما أنّها تصدر على أساس

عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعا لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله (كتاف، 2014، صفحة 218).

#### 4. أثر التنويع والمشتقات المالية والصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا

تعتبر السوق المالية الجزائرية حديثة النشأة مقارنة بالسوق المالية للمغرب ولتركيا. حيث تدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية الجزائرية في إطار الإصلاحات الاقتصادية، فقد ظهرت عدة قوانين اقتصادية عام 1988 منها القانون 88-01 الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة، وقد تم تقسيم رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي لعدد من الأسهم، ووزعت ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم، وهو ما لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم. بينما تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، والأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم وسير هذه السوق (بورصة الدار البيضاء، 2012). وتعود أصول أسواق الأوراق المالية المنظمة في تركيا إلى النصف الثاني من القرن 19، حيث تم إنشاء أول سوق للأوراق المالية خلال الفترة العثمانية في 1866 تحت اسم « Deraadet Tahvilat Borsasi » أي بورصة إسطنبول للسندات، والتي اعتبرت كفرصة من قبل العديد من المستثمرين الأوربيين الذين توقعوا عوائد مرتفعة من هذه الأوراق المالية. وبعد تأسيس الجمهورية أتاح قانون الأوراق المالية والصرف الأجنبي رقم 1447 الذي صدر سنة 1929 إنشاء سوق منظم لتداول الأوراق المالية تحت اسم " بورصة إسطنبول للأوراق المالية والصرف الأجنبي "، ويعتبر سوق إسطنبول للأوراق المالية (ISE) هو المؤسسة الوحيدة في تركيا لتداول الأوراق المالية، والتي تم تأسيسها سنة 1985 (Borsa Istanbul, 2013). وتعتبر السوق المالية التركية من الأسواق الناشئة القادرة على المنافسة على الصعيد الدولي، حيث احتلت سنة 2017 المرتبة الأولى في أوروبا والمرتبة الثالثة عالميا من حيث سرعة دوران الأسهم. وهذا ما يجعلها تجربة ناجحة يمكن للسوق المالية الجزائرية الاستفادة منها.

#### 1.4 أثر التنويع في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا

كما ذكرنا سابقا فإن لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في الاستثمار. ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره. ويحاول جميع المتعاملين في الأسواق المالية التعامل مع مختلف المخاطر المتعلقة بالمنتجات المالية للسيطرة عليها أو التقليل من حدتها. ويعد التنويع كما ذكرنا سابقا من بين أهم أساليب تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة.



والتنوع هو تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية، بهدف تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية. ويمكن أن يظهر التنوع في عدد الشركات المدرجة في سوق مالية ما، فكلما كان عدد الشركات أكبر كان أمام المستثمر اختيارات أكثر لتشكيل محفظته المالية، وبالتالي تقليل مخاطر استثماره في المنتجات المالية.

ونجد في سنة 2017، السوق المالية الجزائرية تحوي نوعين فقط من المنتجات المالية وهي أسهم وسندات الخزينة، أما السوق المالية المغربية فتحوي أسهم، سندات عادية وسندات الخزينة، أما السوق المالية التركية فتحوي تقريبا كل أنواع المنتجات المالية من أسهم، سندات، سندات خزينة، مشتقات مالية، صكوك إسلامية، منتجات مالية مركبة. وعند التكلم عن التنوع يبدر للذهن مباشرة صناديق الاستثمار فهي تتيح للمستثمر إمكانية تنوع وتوزيع استثماراته بطريقة خبيرة عبر نطاق أوسع من الأصول والمناطق الجغرافية والصناعات، للتقليل من مخاطر تركيز الاستثمارات والاستفادة من تباين عوائدها، لكن لا يمكن استخدام صناديق الاستثمار في هذا الجزء من الدراسة لأنّ هناك مقارنة لأثر التنوع في تنشيط الأسواق المالية للدول الثلاثة الجزائر المغرب وتركيا، فبالنسبة للجزائر فهي لا تمتلك صناديق استثمار وبالتالي لا يمكن أن يظهر الأثر هنا، أما بالنسبة للدولتين الأخرتين فسجلت المغرب 7 صناديق استثمار (البيضاء، التقرير السنوي 2017، 2017)، وسجلت تركيا 456 صندوق استثمار (istanbul, annual report , 2017)، وكان هذا بسنة 2017.

ومحاولة لقياس أثر التنوع في تنشيط السوق المالية، سيتم استخدام عدد الشركات المدرجة في هاته الأسواق (منتجات هاته الشركات) لتمثيل التنوع، فكلما كان عدد الشركات أكبر كان أمام المستثمر اختيارات أكثر لتشكيل محفظته المالية، وبالتالي تقليل مخاطر استثماره في المنتجات المالية، وسيتم فيما يلي تحديد العلاقة التي تربط بين التنوع في المنتجات المالية (عدد الشركات المدرجة) والرملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة:

#### 1.1.4 نماذج البانل

بهدف قياس أثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا خلال الفترة

(2005-2017)، تمّ استخدام بيانات البانل وفق التقسيم الموالي:

##### • تعريف بيانات البانل:

تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، كما تعرف بيانات بانل المشاهدات المقطعية مثل: (الدول، الولايات، الشركات، الأسر... ) المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية في آن واحد (الجمال، 2012، صفحة 272).

وتبرز أهمية نماذج البانل في الدراسات الاقتصادية، كونها تأخذ في الاعتبار أثر تغيّر الزمن وأثر تغيّر الاختلاف بين الوحدات المقطعية.

• مميزات نماذج بانل:

يتميز تحليل بانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها بما يلي (دليلة، 2018، ص ص 317-318):

- التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية والذي يعطي نتائج متحيزة؛
- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أنّ مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقلّ حدة من بيانات السلاسل الزمنية، إضافة إلى وجود عدد أكبر من درجات الحرية؛
- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية كما يمكن من خلالها الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛
- تُسهّم في الحدّ من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدّي إلى تقديرات متحيزة، كما تبرز أهمية استخدام بيانات بانل في أنّها تأخذ في الاعتبار حالة عدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية؛
- تمنع نماذج البانل ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حدّ الخطأ Heteroscedasticity الشائعة عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية.

• النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية:

يقترح المنهج الحديث الصيغ الأساسية لانحدار بيانات البانل كما قدمها W.Green (1993)، وتأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاث أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. ليكن لدينا  $N$  من المشاهدات المقطعية مقاسة في  $T$  من الفترات الزمنية وعليه فإن نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة التالية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(1)$$

أ- نموذج الانحدار التجميعي: يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية وإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي ويكتب بالصيغة التالية (الجمال، 2012، ص 05):

$$y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(2)$$

حيث أنّ:  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$  وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2)

ب- نموذج التأثيرات الثابتة: يهدف هذا النموذج إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة القطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة التالية (الشرجي، 2013، صفحة 16):

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(3)$$

حيث أن:  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $VAR(\varepsilon_{it})=\sigma_{\varepsilon}^2$

ويطلق عليه نموذج التأثيرات الثابتة باعتبار المعلمة  $\beta_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية بهدف تقدير معاملات النموذج في المعادلة (3) والسماح لمعلمة القطع  $\beta_0$  بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية لكي يتم تجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير النموذج، كما يُعرف نموذج التأثيرات الثابتة بنموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Dummy Variable Model) حيث وبعد إضافة المتغيرات الوهمية في المعادلة (3) فإن النموذج يكتب بالصيغة التالية:

$$y_{it} = a_1 + \sum_{d=2}^N a_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(4)$$

حيث يمثل المقدار  $a_1 \sum_{d=2}^N a_d$  التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع  $\beta_0$  ليصبح النموذج كما يلي:

$$y_{it} = \sum_{d=1}^N a_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(05)$$

ج- نموذج التأثيرات العشوائية: في نموذج التأثيرات العشوائية يكون حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  ذو توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوٍ لـ  $\sigma_{\varepsilon}^2$  وحتى تكون معاملات نموذج التأثيرات العشوائية صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بان تباين الخطأ إلى ثابت متجانس (لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة).

يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه فمن خلال نموذج التأثيرات العشوائية يعامل معامل القطع  $\beta_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره  $\mu$  :

$$B_{0(i)} = \mu + V_i \quad ,i=1,2,\dots,N \quad \dots\dots(06)$$

وبتعويض المعادلة (6) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية كما يلي:

$$y_{it} = \mu + V_i + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(7)$$

حيث أن:  $V_i$  يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية 1

ملاحظة: يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) بسبب أن النموذج في المعادلة (7) يحوي مركبين للخطأ هما  $V_i$  و  $\varepsilon_{it}$  يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $VAR(\varepsilon_{it})=\sigma_{\varepsilon}^2$ ، ليكن لدينا حد الخطأ المركب التالي:

$$W_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:  $E(w_{it})=0$

$$\text{Var}(w_{it}) = \sigma^2_v + \sigma^2_\varepsilon$$

تفشل طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية كونها تعطي مقدرات  $W_{it}$  كفاءة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات كون أن التباين المشترك بين يساوي الصفر وعليه لتقدير معلمات هذا النموذج بشكل صحيح تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS.

• اختبار المفاضلة بين بيانات البانل:

من أجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال بيانات البانل تُستخدم الاختبارات الموالية:

. اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات: يسمح هذا الاختبار بمعرفة وجود اختلاف بين الدول من عدمه، بمعنى هل ثابت الانحدار مشترك بين الدول محل الدراسة أم لكل دولة ثابت خاص، ويتم حساب قيمة (F) من خلال المعادلة التالية:

$$F = [(R_{ur}^2 - R_t^2) / (n-1)] / [(1 - R_{ur}^2) / (nt - n - k)]$$

حيث:

$R_{ur}^2$ : معامل التحديد للنموذج غير المقيد (نموذج التأثيرات الثابتة)؛  $R_t^2$ : معامل التحديد للنموذج المقيد (النموذج التجميعي)؛  $n$ : عدد الأفراد في النموذج؛  $nt$ : عدد المشاهدات؛  $K$ : عدد المعاملات في النموذج غير المقيد باستثناء الحد الثابت.

ويتم مقارنة قيمة  $F$  المحسوبة مع قيمة  $F$  الجدولية، فإذا كانت قيمة  $F$  المقيد المحسوبة أكبر من قيمة  $F$  الجدولية، نرفض فرض عدم ونقبل الفرض البديل، أي النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات، وإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من المحسوبة فإننا نقبل فرض عدم أي النموذج المناسب هو النموذج التجميعي.

- اختبار (Hausman, 1978): يستخدم في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متنسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، ويتبع توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية  $K$ ، ويعطى اختبار هوسمان بالعلاقة التالية (دليلة، 2018، ص 321):

$$W = (\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS}) [Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})]^{-1} (\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS}) \dots \dots \dots (09)$$

ويتم الحكم على الاختبار كالتالي: إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع ( $X^2$ ) نرفض فرضية عدم ونقبل الفرضية البديلة، كذلك يمكن الحكم عن طريق إحصائية ماكينون فإذا كانت (P value) أقل من مستوى معنوي 5% نرفض الفرضية الصفرية.

للإشارة هناك بعض المراجع تقلب الفرضيات حيث تقول الفرضية الصفرية أنّ نموذج الآثار الثابتة هو الملائم وهو ما يتوافق مع مخرجات برنامج حيث تعطينا نتائجه مباشرة النموذج المفضل أسفل جدول الاختبار، وهو ما أخذنا به في هذه الدراسة.

#### 2.1.4 قياس تأثير التنوع على الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة

بهدف قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة خلال الفترة 2005-2017، سيتم استخدام برنامج Eviews9 لتحليل البيانات. وفق التقسيم التالي:

##### أ- منهجية الدراسة

- مجتمع وعينة الدراسة: تشمل عينة الدراسة الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا.
- متغيرات الدراسة: لقد اعتمدت الدراسة على متغير مفسر واحد ومتغير تابع بهدف بناء نموذج تفسيري لأثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية:
  - المتغير التابع: الرسملة السوقية للسوق المالية، ونرمز لها بـ MC ؛
  - المتغير المستقل: عدد الشركات المدرجة بالبورصة، ونرمز له بـ CN .
- اختبار متغيرات الدراسة

- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة: يوضح الجدول الموالي بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (01): عرض وصفي لمتغيرات الدراسة (MC,CN)

المتغير	عدد المشاهدات	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة
MC	39	93.40	59.43	101.65	311.15	0.09
CN	39	146.85	74	160.29	427	3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

##### - الصيغة الرياضية للنموذج:

تعطى الصيغة الرياضية للنموذج على الشكل التالي:

$$MC = \beta_0 + \beta_1 CN + \mu_i$$

حيث:

MC: المتغير التابع وهو الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة؛ CN: عدد الشركات المدرجة بالأسواق المالية محل الدراسة؛  $\beta_0, \beta_1$ : القيم الفعلية لمعاملات الانحدار؛  $\mu_i$ : حد الخطأ.

يتم إدخال اللوغاريتم وهذا نتيجة لعدم تجانس بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات، فيصبح النموذج كالتالي:

$$\ln MC = \beta_0 + \beta_1 \ln CN + \mu_i$$

- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: الجدول الموالي يظهر نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى.

جدول رقم(03): نتائج اختبارات جذر الوحدة عند المستوى لمتغيرات الدراسة (Inmc,Incn)

القرار	PP	ADF	LLC	الاختبارات Prob 5%
مستقرة	0.0025	0.0120	0.0049	LnMC
مستقرة	0.0000	0.0002	0.0002	LnCN

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

يتضح من الجدول السابق أنّ سلاسل الدراسة مستقرة عند المستوى  $I(0)$  في الفترة المدروسة حسب اختبارات (LLC-ADF-PP)، حيث كانت الاحتمالات أقل من 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرض البديل، بمعنى عدم وجود جذر الوحدة وبالتالي السلاسل مستقرة ومتكاملة عند المستوى.

■ قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للدول محل الدراسة

لمعالجة كل من عدم ثبات التباين بين الأفراد والارتباط الذاتي من الدرجة الأولى للنماذج تمّ استخدام مصفوفة التباين والتباين المشترك لويت (white cross-section standard errors et covariance)، وبما أنّ حجم العينة صغير فإنّ طريقة الأخطاء القياسية المصححة (heteroscedasticity-and autocorrelation- HAC consistent) أو طريقة المربعات الصغرى الممكنة EGLS لا تقوم بدور كبير، حيث تقدير النماذج يكون نفسه دون معالجة.

- تقدير أثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية

نتائج تقدير أثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية محل الدراسة ملخصة في الجدول الموالي:

جدول رقم(04) : نتائج تقدير أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق المالية للدول محل الدراسة

المتغير التابع: الرسملة السوقية للدول محل الدراسة			
الفترة (2005-2017)		N=13 T=3	
مجموع مشاهدات البانل: 39=3*13 مشاهدة			
متغيرات الدراسة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
<b>Constante</b>	-4.491720	-0.260914	-1.107359
	-16.22826	-0.197389	-0.788846
	0.0000	0.8447	0.4352
<b>LnCN</b>	1.725527	0.699521	0.913601
	29.30251	2.093675	3.569459
	0.0000	0.0436	0.0010
<b>R-squared</b>	0.948547	0.983161	0.212712
<b>F-statistic</b>	682.1026	681.1853	9.996757
<b>Prob F-statistic</b>	0.000000	0.000000	0.003126

0.915551	1.487045	0.382996	<b>Durbin Watson</b>
<b>Lnmc= -4.49+1.72 lncn</b>			معادلة نموذج الانحدار التجميعي
<b>Lnmc= -0.26+0.69 lncn</b>			معادلة نموذج التأثيرات الثابتة
<b>Lnmc= -1.11+ 0.91 lncn</b>			معادلة نموذج التأثيرات العشوائية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج 9.Eviews.

- اختبارات المفاضلة بين نماذج البانل:

- اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

جدول رقم (05): نتائج اختبار (F) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

عدد الشركات المدرجة	المتغير المفسر
36.029	قيمة (F) المقيد
3.32	قيمة (F) الجدولية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج 9.Eviews.

يتضح من الجدول أنّ قيمة إحصائية (F) المقيد المحسوبة (F=36.029) أكبر من القيمة الجدولية  $F_{\alpha}=3.32$  عند المستوى 5%، وبالتالي فإنّ النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات، وسيتم فيما يلي الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية: نتائج الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (06): نتائج اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية

Test summary	Chi-sq statistic	Chi-sq-df	Prob
Gross-section random	10.250736	1	0.0014

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج 9.Eviews

تشير نتائج هذا الاختبار الذي يتبع توزيع كاي إلى أنّ القيمة المحسوبة بلغت 10.250736 وباحتمال 0.0014 وهو أقل من 0.05 وبالتالي نرفض الفرض العدمي ونقبل الفرض البديل، أي أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لهذه الدراسة.

■ اختبار مدى الارتباط الذاتي للبواقي: يمكن اختبار وجود ارتباط ذاتي للبواقي من الدرجة الأولى باستخدام اختبار (Durban Watson)، وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة والقيم الجدولية الموافقة لها والنتائج موضحة في الجدول الموالي:

## جدول رقم (07): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبقايا

القيمة الجدولية ل (D. W)	قيمة D. W
N=39 K=1 [1.34-1.24]	1.48

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

من خلال الجدول يتضح أنّ قيمة دارين وتسن المحسوبة أكبر من القيمة القصوى للمجال الموافق لها و تقترب من 2، وبالتالي عدم وجود ارتباط ذاتي بين بقايا الدراسة.

- تحليل وتفسير نتائج قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق محل الدراسة

أ- تحليل نتائج قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق محل الدراسة

• تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج:

- قيمة إحصائية (F) المقيد المحسوبة كانت أكبر من قيمة إحصائية (F) الجدولة، وبالتالي نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل، بمعنى أنّ نموذج التأثيرات أفضل من النموذج التجميعي، مما يعني وجود تأثيرات خاصة بكل سوق مالية تميّزها عن غيرها، وهذا ما يطرح التساؤل التالي: هل هذه التأثيرات ثابتة أم عشوائية؟

- بالنسبة للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية واعتمادا على نتائج اختبار هوسمان وباستخدام برنامج Eviews 9 تبين أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لهذه الدراسة.

• تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة:

- الدراسة الإحصائية للنموذج المقدر:

➤ اختبار معنوية المعلمات: اعتمادا على نتائج تقدير النموذج تبينت معنوية معلمة عدد الشركات حيث أنّ قيمة إحصائية (p) أقل من 5%، بمعنى أنّ هذا المتغير يؤثر على تنشيط الأسواق المالية محل الدراسة، في حين عدم معنوية الثابت (c) لأنّ القيمة الإحصائية (p) أكبر من 5%.

➤ اختبار المعنوية الكلية للنموذج: تظهر النتائج أنّ احتمال إحصائية فيشر كانت أقل من (0.05) حيث قدرت بـ 0.0000 وبالتالي نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي النموذج ككل له معنوية إحصائية. وبالنسبة للقوة التفسيرية للنموذج حسب معامل التحديد  $R^2$  هي في حدود 98%، أي أنّ 98% من التغير الحاصل في الرسملة السوقية يعود للتغير في عدد الشركات المدرجة ببورصات الدول محل الدراسة، أما الباقي فيعود إلى متغيرات أخرى مدرجة في النموذج ومتضمنة في حد الخطأ.

ب- تفسير نتائج قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق محل الدراسة

• كان للتنوع تأثير إيجابي على الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة، هذه النتيجة تؤكد ما جاء في النظرية المالية، والتي ترى بأنه كلما كان هناك أمام المستثمرين اختيارات أكثر لتشكيل محافظتهم المالية، زاد توجههم



للاستثمار في المنتجات المالية وبالتالي زيادة نشاط الأسواق المالية، والذي انعكس في التزايد المستمر للرسكلة السوقية خلال فترة الدراسة، والملاحظ أنّ البيانات الخاصة بالمغرب وتركيا هي التي كان لها الدور الأكبر للوصول لها، النتيجة، حيث نجد أنّ الجزائر مثلا في السنوات 2006-2007-2012-2015-2016-2017 عدد الشركات المدرجة ببورصتها 5 شركات أي نفس العدد، إلا أنه يلاحظ تغير في قيم الرسكلة السوقية، وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد تأثير كبير بين التنويع (عدد الشركات المدرجة) والرسكلة السوقية للسوق المالية الجزائرية خلال الفترة 2005-2017. ويمكن إرجاع هذا إلى ضعف الوعي المالي للمجتمع الجزائري بالدرجة الأولى، وإلى العدد الضئيل للشركات المدرجة ببورصتها (ما بين 3 و7 شركات). وبالتالي لن يكون أمام المستثمر الكثير من الخيارات لتشكيل محفظته المالية، فمثلا سنة 2017 يكون عليه الاختيار بين أسهم خمسة شركات فقط. وكما ذكر سابقا فإنّ تنويع المستثمر لمنتجاته المالية يساعده في التقليل والسيطرة على مخاطر استثماراته المالية، وهذا ما لا يوجد في السوق المالية الجزائرية، والذي انعكس بالسلب على أدائها ونشاطها بصفة عامة وعلى قيم رسملتها السوقية بصفة خاصة، حيث وُجد أنّ أعلى قيمة لها خلال فترة الدراسة بلغت 45.78 مليار دينار جزائري وكان هذا سنة 2016.

#### 2.4 أثر المشتقات المالية والصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية

كما ذكرنا سابقا فإنّ فلسفة الهندسة المالية تتجسد في تطوير مجموعة من المنتجات المالية الجديدة، التي تُساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر. ومن هذه المنتجات وجدنا المشتقات المالية والصكوك الإسلامية، وستتطرق في هذا العنصر إلى تأثير هاته المنتجات في تنشيط السوق المالية التركية فقط، لأنّ السوق المالية الجزائرية والسوق المالية المغربية وحتى بداية سنة 2017، لم تصدر ولا منتج مالي مشتق ولا صك إسلامي، لكن السوق المالية المغربية وضعت مشروع لإصدار المشتقات المالية بعنوان: مذكرة عن الأسواق الآجلة للأدوات المالية، من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية التابعة لوزارة الاقتصاد والمالية، وهي من 71 صفحة، وتناولت هذه المذكرة النقاط التالية: نشأة الأسواق الآجلة، مفهوم عقود المشتقات، أسواق عقود المشتقات، تجارب دول أخرى، أبواب مشروع قانون خاص بسوق آجلة تتداول فيها الأدوات المالية الآجلة، وفي الأخير جدول توضيحي لبنود مشروع القانون رقم 12-42 المتعلق بالسوق الآجلة للأدوات المالية (مديرية الخزينة والمالية الخارجية، 2016). كما وعدت بإصدار الصكوك الإسلامية سنة 2017. أما فيما يخص السوق المالية الجزائرية، وبالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010، رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى – السندات الإسلامية – ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية، مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال)، وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات (برحاييلة، 2013، صفحة 01).

## 1.2.4 ثر تداول المشتقات المالية في تنشيط السوق المالية التركية:

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى أثر المشتقات المالية على تنشيط السوق المالية التركية، باعتبارها من المنتجات المالية المطوّرة وكذا أداة للتغطية من المخاطر، وهذا باستخدام حجم تداول المشتقات المالية ونسبته من إجمالي التداول في السوق المالية التركية خلال الفترة (2013-2017)، لأنّ سوق المشتقات اندمجت مع سوق الذهب وسوق إسطنبول للأوراق المالية سنة 2013 لتكوّن معًا بورصة إسطنبول، وقبل هذه السنة كانت منفصلة عنهما.

جدول رقم (08): تطور نسبة المشتقات المالية من إجمالي التداول للسوق المالية التركية

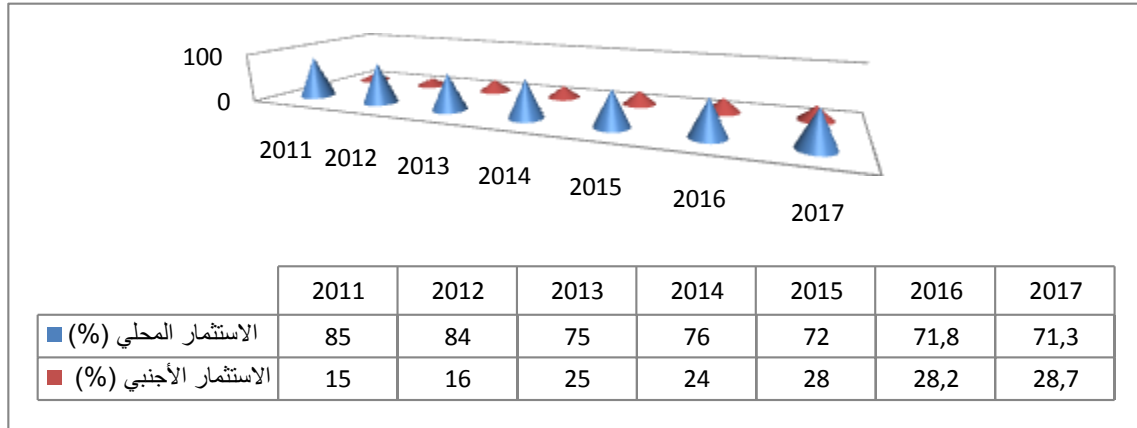
خلال الفترة (2013-2017)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
حجم تداول المشتقات (مليار ليرة)	416.5	435.7	575	607	868
إجمالي حجم التداول (مليار ليرة)	9686	8892	11894	13018	6967
نسبة المشتقات من إجمالي التداول (%)	4.3	4.9	4.83	4.7	12

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد التقارير السنوية لبورصة إسطنبول.

يتضح من الجدول السابق الارتفاع المتزايد لنسبة تداول المشتقات المالية من إجمالي التداول ببورصة إسطنبول خلال الفترة 2013-2017. حيث ارتفعت من 4.3 % سنة 2013 إلى 12 % سنة 2017، ويلاحظ انخفاض طفيف في سنتي 2015 و2016 مقارنة بالسنوات التي سبقتها، وهذا راجع لتخوف المستثمرين خاصة الأجانب من الأزمات السياسية الداخلية نتيجة المسألة الدستورية. والارتفاع المتزايد لنسبة المشتقات من إجمالي التداول ما هو إلا دليل على أنّ إدراج المشتقات المالية كان له دور كبير على نشاط السوق المالية التركية. كما يُمكن إظهار دور المشتقات المالية في تنشيط السوق المالية التركية من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (01): الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي في سوق المشتقات المالية التركية خلال الفترة 2011-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير بورصة اسطنبول.

يُلاحظ من الشكل أنّ الاستثمار المحلي يستحوذ على أغلب تعاملات سوق المشتقات المالية التركية، حيث خلال الفترة 2017-2011 نسبته تفوق 70%، وهذا ما يعكس الثقافة المالية للمجتمع التركي، كما يُلاحظ أنّ نسبة الاستثمار الأجنبي في سوق المشتقات المالية التركية في ارتفاع مستمر، حيث ارتفع من 15% سنة 2011 ليصل إلى 28.7% سنة 2017، وهذا دليل على أنّ إدراج المشتقات المالية في السوق المالية التركية كان له دور كبير في جذب الاستثمار الأجنبي، ومنه تنشيط السوق المالية التركية، ووصولها إلى إمكانية المنافسة على الصعيد الدولي.

#### 2.2.4 أثر تداول الصكوك الإسلامية على تنشيط السوق المالية التركية

لتوضيح العلاقة بين الصكوك الإسلامية وتنشيط السوق المالية التركية، سيتم الاعتماد على تطور نسبة الصكوك الإسلامية من حجم التداول في سوق أوراق الدين خلال الفترة 2017-2012، لأنّ أوّل إصدار للصكوك الإسلامية في السوق المالية التركية كان سنة 2010 وبالتالي لم يتم تداولها إلا في السنوات الموالية. والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (09): نسبة الصكوك الإسلامية من حجم التداول في سوق أوراق الدين التركية خلال الفترة (2017-2012)

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016	2017
حجم التداول في سوق أوراق الدين (مليون ليرة)	6828000	6898000	7645000	10267000	11367000	4564000

7878	3890	1339	1130	670	30	حجم الصكوك المتداولة (مليون ليرة)
0.17	0.034	0.014	0.015	0.009	0.0004	نسبة الصكوك من حجم التداول في سوق أوراق الدين (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة إسطنبول وتقارير مجلس أسواق رأس المال التركية.

يتضح من الجدول السابق أنّ نسبة تداول الصكوك الإسلامية من حجم التداول في سوق أوراق الدين في تزايد مستمر خلال الفترة 2012-2017، حيث سجلت 0.0004% سنة 2012 لترتفع إلى 0.17% سنة 2017، ومن المتوقع أن ترتفع هذه النسبة أضعافا في السنوات القادمة، وهذا ما هو إلا دليل على أنّ إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة إسطنبول كان له دور في جذب متعاملين جدد والذي انعكس بالإيجاب على نشاط السوق المالية التركية.

### 5. الخاتمة:

من خلال ما جاء في هذه الدراسة، تبين أنّ هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والمتمثلة في: تشجيع إنشاء شركات الأموال، خلق أدوات جديدة، نشر الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وأثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط الأسواق المالية، لا يمكن أن يتحقق إلا بتحقيق العوامل السابق ذكرها. غير أنّ مساهمة إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية يختلف من دولة إلى أخرى، حيث يتوقف على مدى تطور أو ضعف سوقها المالية. ومن بين أهم النتائج نجد:

- أنّ التنوع في المنتجات المالية يُساعد في تنشيط السوق المالية؛
- تُعد المشتقات المالية والصكوك الإسلامية من المنتجات التي تساعد على تنشيط السوق المالية، وهذا ما ظهر في السوق المالية التركية، على عكس كلا من السوق المالية لكل من المغرب والجزائر التي تنعدم فيهما هكذا نوع من المنتجات المالية، مما إنعكس عليهما بالسلب. حيث وجدنا بأنّه كلما أُدرجت بسوق مالية ما منتجات مالية مستحدثة تلبي حاجات المستثمرين، تنشّط أكثر وتكون جاذبة أكثر لمتعاملين جدد، وهذا ما يعود بالإيجاب عليها، ويُمكنها من تحقيق الأدوار المنوط بها.

وفي الأخير نقدم ضمن النقاط التالية مجموعة من الاقتراحات والتوصيات التي يمكن للسوق المالية الجزائرية الاستفادة منها. نوجزها فيما يلي:

- استكمال الأطر القانونية والمؤسسية للسوق المالية الجزائرية، ومراجعة التشريعات القائمة، والتركيز على إيجاد قوانين مرنة تسمح باستيعاب التطورات المتوقعة، وتكون قادرة على التكيف مع المتغيرات المستجدة، وقادرة على تيسير التعامل وتوفير الحماية للمتعاملين، الأمر الذي يساهم في استحداث الأنظمة والتعليمات التي تُسهّم في تنشيط التعامل بالسوق المالية، وتيسيره واستقراره وحمايته من التصرفات والأنشطة الضارة؛
- تنمية الوعي المالي من خلال عمل خطة إعلامية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار في السوق المالية؛
- توفير مواد تثقيفية بشأن استخدام السوق المالية لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذات الملكية الأسرية؛
- تشجيع إنشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في المنتجات المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه؛
- تنوع المنتجات المالية المتداولة في السوق المالية الجزائرية، مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم، وبما يُعزّي المدخرين بالتعامل في السوق المالية الجزائرية، وبالتالي توسيع الأسواق الثانوية بما يُساعد على توفير السيولة بالسوق المالية باستمرار؛
- ضرورة إدخال منتجات مستحدثة غير المنتجات التقليدية للسوق المالية كالمشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المالية المركبة، بغية تنشيطها من خلال جذب عدد كبير من المستثمرين بها؛
- ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية للسوق مما يؤدي إلى رفع وتطوير كفاءة السوق عموماً؛
- تحسين مستوى الالتزام بلائحة حوكمة الشركات ودراسة أفضل ممارسات الحوكمة.

## 6. قائمة المراجع:

- 1) أرشد فؤاد التميمي، وأسامة عزمي سلام. (2004). الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة). عمان-الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
- 2) بورصة الدار البيضاء، التقرير السنوي ل: 2017، متوفر على الموقع: [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
- 3) بدر الدين برحايية. (2013). إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري. الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية. الجزائر: المدرسة العليا للتجارة.
- 4) بن علي بلعزوز. (2009-2010). استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية. مجلة الباحث. العدد 07.
- 5) كمال بن موسى. (2004). المحفظة الاستثمارية- تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث. العدد 3.
- 6) جبار محفوظ. (2011). أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات- الجزء الثاني (الأسواق والأدوات المالية). الجزائر: دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع.
- 7) حسن السلطان. (2009). إدارة مخاطر الاستثمار المالي. رسالة ماجستير، دمشق.
- 8) حسين عبد المطلب الأسرج. (2002). دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر. جامعة الزقازيق، مصر.



## 7. الملاحق:

## الملحق 02: نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: LNMC  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Date: 11/12/19 Time: 15:38  
Sample: 2005 2017  
Periods included: 13  
Cross-sections included: 3  
Total panel (balanced) observations: 39  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.260914	1.321832	-0.197389	0.8447
LNCN	0.699521	0.334112	2.093675	0.0436

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.983161	Mean dependent var	4.035336
Adjusted R-squared	0.981718	S.D. dependent var	3.864077
S.E. of regression	0.359475	Sum squared resid	4.522786
F-statistic	681.1853	Durbin-Watson stat	1.487045
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق 01: نتائج تقدير النموذج التجميعي

Dependent Variable: LNMC  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Date: 11/12/19 Time: 15:32  
Sample: 2005 2017  
Periods included: 13  
Cross-sections included: 3  
Total panel (balanced) observations: 39  
Linear estimation after one-step weighting matrix  
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.491720	0.276784	-16.22826	0.0000
LNCN	1.725527	0.058887	29.30251	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.948547	Mean dependent var	2.733936
Adjusted R-squared	0.947156	S.D. dependent var	3.640120
S.E. of regression	0.795425	Sum squared resid	23.40996
F-statistic	682.1026	Durbin-Watson stat	0.382996
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق 03: نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: LNMC  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 11/12/19 Time: 15:41  
Sample: 2005 2017  
Periods included: 13  
Cross-sections included: 3  
Total panel (balanced) observations: 39  
Swamy and Arora estimator of component variances  
White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.107359	1.403771	-0.788846	0.4352
LNCN	0.913601	0.255949	3.569459	0.0010

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1.161921	0.9077
Idiosyncratic random	0.370571	0.0923

Weighted Statistics

R-squared	0.212712	Mean dependent var	0.220710
Adjusted R-squared	0.191433	S.D. dependent var	0.454595
S.E. of regression	0.408773	Sum squared resid	6.182532
F-statistic	9.996751	Durbin-Watson stat	0.915551
Prob(F-statistic)	0.003126		

## الملحق 04: نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.250736	1	0.0014