

أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا دراسة قياسية للفترة (2006-2022)

The effect of monetary variables on the performance of the financial markets of North African countries(2000-2022)

يرو عائشة¹، قنوني حبيب²

¹ جامعة مصطفى اسطنبولي، معسكر، الجزائر، aicha.yerou@univ-mascara.dz

² جامعة مصطفى اسطنبولي، معسكر، الجزائر، guenouni.hbib@univ-mascara.dz

تاريخ النشر: 2024/10/29

تاريخ القبول: 2024/07/24

تاريخ الاستلام: 2024/02/01

ملخص:

مفاد هذه الورقة البحثية يكمن في قياس درجة تأثير بعض المتغيرات النقدية أساسها سعر الفائدة والمعروض النقدي والتضخم و معدل الادخار على أداء الأسواق المالية، بمثابة هتة الأخيرة شكل مهم يستقطب أصحاب الفوائض المالية من أجل تشغيل مدخراتهم ، كما أنها بالمقابل تجمعهم بالأعوان الاقتصاديين الذين يبحثون عن موارد مالية لمزاولة نشاطاتهم الاستثمارية، إلا أن السوق المالي لدول شمال إفريقيا على غرار الجزائر ومصر وتونس والمغرب يعمل على النهوض به من أجل مواكبة هذا النوع من الأسواق في الدول المتطورة، فمن خلال هذه الدراسة وخلال الفترة الممتدة من عام 2006 إلى غاية 2022 تسنى لنا تطبيق طريقة نموذج معطيات السلة (البانل) لتحديد العلاقة بين هذه المتغيرات وأداء السوق المالية الذي يتم قياسه بأهم مؤشرات الأداء وهي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في البورصة. قد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة تأثير عكسية لكل من معدل الفائدة والتضخم على أسعار الأسهم بالسوق المالي لهذه العينة من الدول، كما هناك تأثير إيجابي للأسواق المالية بحجم النقود المتاحة في اقتصاد هذه الدول، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة وما يتفق مع النظرية الاقتصادية.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية، المتغيرات النقدية، دول شمال إفريقيا، القيمة السوقية، معطيات البانل .

تصنيف JEL: E44، E40، O55، C52، R15.

Abstract:

The purpose of this research paper lies in measuring the degree of influence of some monetary variables on the performance of financial market, the basis of which is the interest rate, money supply, inflation, gross domestic product savings rate. The financial market attracts those with financial surpluses in order to use their savings, and in return, they bring them together with economic agents who are looking for financial resources to carry out their investment activities. However this markets in North African countries, is working to develop it in order to keep pace with this type of market in developed countries.

Through this study in the period (2006-2022), using the panel model to determine the relationship between these variables and performance of financial market which important indicators, which is the market value of subscribed shares of companies listed on this market.

The study concluded that there is an inverse impact relationship for the interest rate and inflation on stock prices in the financial markets of North African countries and there is a positive effect on this markets by amount of money variable in the economy of theses countries, this is consistent with economic theory.

Keys words: Financial market, Monetary Variables, North African countries, Performance Indicators, Market Value.

JEL classification codes: E44; E40, O55 , C52, R15.

المؤلف المرسل: يرو عائشة، الإيميل: aicha.yerou@univ-mascara.dz

تمهيد: أفرز نظام العولمة توسعا بالغا للأنشطة الاقتصادية من خلال التطور التكنولوجي وأنظمة الاتصال، ولاتمام عمليات المبادلة لا بد من وجود نظام مالي يربط بين وحدات الفائض المالي (المدخرين) وبين وحدات العجز المالي (المستثمرين) تحت ظل ما يعرف بالأسواق المالية وتتجلى أهمية هته الأخيرة من خلال التوسعات والتطورات والابتكارات التي عرفتها خاصة في الآونة الأخيرة في كل من الدول المتقدمة والعديد من الدول النامية بما فيها دول شمال إفريقيا، هذا وفقا لما تضمنته الدراسات السابقة. ومن هذا المنطلق نجد جملة من العوامل تحكم أداء الأسواق المالية، تختلف باختلاف أحجامها وتنوع بتنوع مصادرها، ومن شأنها تغيير مسار هذا السوق، ونجد المتغيرات النقدية بمثابة جزء لا يتجزأ عن هذه العوامل إذ يستعملها محلي السوق والمستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية فمنها ما يؤثر سلبا ومنها ما يؤثر بعكس ذلك.

وعلى أساس ذلك تسعى دول شمال إفريقيا لتفعيل أسواقها المالية نحو حشد المدخرات المالية وتوجيهها إلى الاستثمارات التي تعمل دعم النمو الاقتصادي ، وذلك عن طريق التحكم في المتغيرات النقدية كعامل اقتصادي يمكن إدارته من طرف الجهات الحكومية المختصة كالبنك المركزي تحت ما يعرف بالسياسة النقدية المنتهجة، خاصة أن هذه الدول تعاني النقص الشديد في التمويل والذي يعتمد بشكل رئيسي على عائدات البترول والتي تعتبر مصدرا غير مستقر نظرا لتقلبات أسعاره وإمكانية نفاذ مصادره.

ومن أجل دعم الموضوع لابد من عرض تطورات مؤشرات أداء بورصات هذه الدول، كما يكون تحليل بياناتها مفيدا لتطوير هذا السوق إلى جانب ذلك تحليل اتجاه بعض المتغيرات النقدية لأنها تؤثر على أدائه والذي مثلناه بالقيمة السوقية للأسهم، وطبعا ذلك حسب ما ورد في العديد من الدراسات التي تضمنت موضوعاتها جوانب متعددة تحيط بالبورصة وأسباب تزايد من فعاليتها ونشاطها لأنها تعتبر المورد الرئيسي للاستثمارات وبالتالي رفع معدلات النمو الاقتصادي، ولتفعيل الأداء الجيد للأسواق المالية قمنا بتطبيق دراسة تقيس أثر كل من معدلات الفائدة والتضخم والمعروض النقدي والادخار على القيمة السوقية للأسهم لبورصة كل من الجزائر ومصر وتونس والدار البيضاء خلال الفترة (2006-2022) ببناء نموذج تقديري عن طريق معطيات البانل، كي يتسنى لنا تحديد المعدلات المثلى لهذه المتغيرات أو التحكم فيها بقدر الاستطاعة من أجل توفير الموارد المالية وطرق تعبئتها بشكل يتماشى مع أهداف التنمية الاقتصادية والتي عادة ما تواجه مشكل القدر الكافي من الأموال المتاحة لتمويل الاستثمارات ومشكل توجه هذه الموارد إلى استثمارات القطاعات الاقتصادية التي تساهم في استمرارية ارتفاع معدلات الطاقة الإنتاجية، ولدعم موضوع بحثنا ارتأينا الترقب للواقع الاقتصادي الذي تشهده هذه الأسواق، وانطلاقا مما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية:

➤ ما مدى تأثير المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا؟

فرضية الدراسة : هناك اتجاه تأثير واحد أو اتجاه معاكس لكل من المتغيرات النقدية التالية: الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة على الإقراض والتضخم والمعروض النقدي ومعدل الادخار على للقيمة السوقية للأسهم في دول شمال إفريقيا.

حدود الدراسة: تكمن الحدود المكانية في دول شمال إفريقيا (الجزائر، مصر، تونس والمغرب) أما الحدود الزمنية حددناها بالفترة (2006-2022) وذلك طبقا للبيانات المدرجة ضمن قاعدة صندوق النقد العربي وخاصة بيانات بورصة الجزائر كونها حديثة النشأة.

أهمية الدراسة: تسعى الدول لتحقيق أعلى مستوى من النمو الاقتصادي من خلال الاستثمارات، وهذه الأخيرة تبحث عن تمويل أهم مصدر له هو الأسواق المالية لتعبئة المدخرات، إلا أنها لا تحظى باهتمام كبير من الدول حيز الدراسة لأنها تفتقر للطرق والوسائل التكنولوجية للاتصال والأدوات المالية الجديدة المدرجة في البورصة، والغاية منها انتهاز كل الفرص المتاحة بإحكام و

عقلانية لتحقيق أكبر هدف مالي بأقل تكلفة، ولتوسيع زاوية التحليل أضحي من الواجب دراسة بعض المتغيرات النقدية التي تعد من العوامل الاقتصادية التي تؤثر على السوق المالي من أجل تحديد مدى تأثيرها على الأداء المالي للأسواق المالية فقد تمت الاستعانة بمعايير قياسية وهو ما يتم التفصيل فيه من خلال هذه الورقة البحثية.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة لتحديد المعطيات الخاصة بالأسواق المالية لدول شمال إفريقيا وتحليل أداءها إضافة إلى ذلك محاولة التعرف على المعوقات التي تحول دون هذه الأسواق خاصة الجزائرية منها من أجل استخلاص حلول مناسبة لتفعيل المتغيرات النقدية المؤثرة عليها وتوصيات ترفع أداء أسواق المال في الدول محل الدراسة.

الدراسات السابقة: تعددت الدراسات العلمية التي تقيس أثر المتغيرات الاقتصادية بما فيها النقدية على أداء الأسواق المالية للدول المتطورة و النامية و في الدول العربية، ومما لاشك فيه اختلف حجم الأثر باختلاف هذه الدول، وهذا ما يتضح في الدراسات التالية:

▪ **Yeoh K & Suhal K, The Effect of Money Supply, Exchange Rate, and Interest Spread toward the Performance of Stock Market in Malaysia (Yeoh & Suhal, 2019).**

هدفت دراسة الباحثين إلى قياس أثر المعروض النقدي وسعر الصرف ومعدل الفائدة على أداء سوق الأسهم الماليزي على المدى القصير وال المدى الطويل (1997-2018) بنموذج الانحدار الذاتي (ARDL) ونموذج (GARCH)، وقد خلصت النتائج إلى أن سعر الصرف الحقيقي وسعر الفائدة والمعرض النقدي لهم أثر طويل المدى على أداء سوق الأوراق المالية، وفي المدى القصير فقد كان التأثير إيجابيا لعرض النقود وسعر الصرف على أداء هذا السوق بينما كان التأثير سلبا بالنسبة لمعدل الفائدة.

▪ **Garcia- Herrero.A, Girardin.E & Gonzalez.H, Analyzing The Impact Of Monetary Policy On Financial Markets In Chile, 2017) (Garcia- Herrero, Girardin, & Gonzalez, 2017).**

قام باحثوا هذه الدراسة بتحليل تأثير السياسة النقدية على الأسواق المالية وبينوا أن اتخاذ قرارات السياسة النقدية أمر مهم من طرف البنك المركزي لتوجيه السوق المالية، حيث أنهم تحققوا تجريبيا في حالة التشيلي (2005-2014) باستخدام نموذج Garch أن مواصلة تغيير البنك المركزي لأسعار الفائدة وسيطرته على هذه التغيرات في المدى المؤقت والدائم يؤدي إلى زيادة تقلبات أسعار العقود الآجلة لكن هذا التقلب يكون على المدى القصير وذو دلالة إحصائية خاصة ما قبل الأزمات العالمية، لكن بعدها لا يهتم المشاركون في السوق المالي لهذا التغيير.

▪ **مریم بوثلجة،السعيد بريكة، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان، 2018 (بوثلجة و بريكة، 2018).**

قام الباحثين بتحديد طبيعة العلاقة القائمة بين الرقم القياسي لأسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية (التضخم، سعر الفائدة وعرض النقود) خلال الفترة (2000-2016)، مستخدمة في ذلك أسلوب الانحدار الخطي المتعدد التدريجي Stepwise ، وقد تبين وجود أثر للتضخم وسعر الفائدة على عوائد أسهم بورصة عمان (علاقة طردية ذات دلالة إحصائية)، وعدم وجود أثر معنوي وجوهري للعرض النقدي على عوائد تلك الأسهم.

▪ **سراي صالح، دراسة اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية - دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر- 2017 (سراي، 2017)**

قام الباحث بمعالجة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية ممثلة بالناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة وسعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي والتضخم على أداء الأسواق المالية لكل من المغرب ومصر والأردن، بطريقة نموذج الانحدار المتعدد، فوجد علاقة ترابط

العنوان: أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا دراسة قياسية للفترة 2006-2020

بالأخص بينها وبين الناتج المحلي الإجمالي ومعدلات الفائدة، كما أشار إلى أن الأسواق المالية العربية أغلبها محدود الأداء وفي الأدوات المالية المعروضة للتداول كونها حديثة النشأة وقصور أطرها التشريعية التي تنظم عملها إذا ما قورنت بالدول المتقدمة.

■ **براق محمد، عبد الحميد حفيظ، أثر متغيرات السياسة النقدية على أسعار الأسهم في سوق مسقط للأوراق المالية، 2016** (براق و عبد الحميد، 2016).

قام الباحثان بتحديد علاقة بعض المتغيرات النقدية برسملة بورصة مسقط خلال الفترة (2011-2014) باستخدام اختبار جذر الوحدة لديكي فولر الموسع وتحليل التكامل المشترك لجوهنسن ونموذج تصحيح الخطأ، ثم استنتجا أن هناك علاقة طردية لمعدل التضخم وسعر الصرف بالرسملة البورصية، بينما هناك علاقة عكسية لهذه الأخيرة بمعدل الفائدة.

■ **آيات حسين عليا خلفاجي، أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية - الولايات المتحدة الأمريكية والصين، 2016** (حسين و الخفاجي، 2016).

هدف البحث يكمل في كشف الآثار المترتبة عن المتغيرات النقدية (سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد) على أهم مؤشرات أداء الأسواق المالية (القيمة السوقية ومعدل دوران الأسهم المتداولة) لكل من الولايات المتحدة الأمريكية والصين للفترة (2003- 2014) باستخدام أسلوب الانحدار الخطي وقد توصلت الباحثة إلى أن سعر الصرف الأجنبي هو الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية للأسهم المتداولة ومعدل دورانها أما بالنسبة للأسواق المالية في الصين وجدت أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة ومعدل دورانها يتأثران بكل من سعر الصرف الأجنبي وعرض النقد.

1 - أدبيات نظرية للأسواق المالية: تخطى الأسواق المالية مكانة عالمية بالغة الأهمية في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء بعدما شهدته الاقتصاد الدولي من تطور، وما نتج عنه من موجة تحرر عرفت بها بعض الدول النامية خاصة وأن مجالات تمويلاتها كانت مرتبطة بميزانية الدولة والقطاع العام، فلم تكن تعرف مجالا للأسواق المالية، لذا دعت الضرورة إلى تغيير اقتصادها من نظام اشتراكي نحو اقتصاد السوق القائم في دعائمه الأولى على خصوصية المؤسسات العمومية.

1-1- الأسواق المالية: تمثل الأسواق المالية الإطار الذي يجمع بين عارضي الأوراق المالية (المصدرين) والطالبين عليها (أصحاب الفوائض المالية)، فالمتعاملون في السوق المالي من مقرضين ومستثمرين ووسطاء ماليين تتم بينهم إصدارات لأوامر البيع والشراء للأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها، فهي الوسيلة الوحيدة لضمان الاستخدام الأفضل لموارد المجتمع فهي تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات فعالة وهي بذلك تساهم في خلق جانب من رأس المال والذي يعتبر أهم عامل (محي الدين، 2000).

كما تعرف أيضا بالإطار الذي يجمع بائعي الأدوات المالية بمشتري تلك الأدوات، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، لكن يشترط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق حيث تجعل الأثمان السائدة واحدة في أية لحظة زمنية بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه (صافي و البكري، 2008).

1-2- أهمية السوق المالي:

✓ **الأهمية المالية:** ينتشر سلوك الاستثمار من خلال النشاطات التي تجرى في الأسواق المالية حيث تعرض أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى يصدرها مستثمرون (أو وُسطائهم) بغرض تمويل مشروعات معينة أو اعتماد تسهيلات ائتمانية متداولة، وهذا ما يحفز هؤلاء الأشخاص على إتباع نفس السلوك في الأسواق المالية المعنية فهذا يساهم في تحويل المدخرين إلى مستثمرين وذلك عند الطلب على هذه الأدوات والتخلي عن السيولة المدخرة مقابلها، وبالتالي تتم تعبئة الموارد المالية حينما تمارس الأسواق المالية دورا فاعلا في رفع عوائد المدخرات التي تصبح الموارد المالية من خلالها اكتتاب الأسهم والسندات وهنا كلما كانت الظروف

الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملائمة فإن الدور التحفيزي لها بالنسبة للمدخرين يكون أكبر وخاصة لما يكتشفوا أن العوائد المحققة من مدخراتهم أكبر من تلك التي يمكن تحقيقها من خلال التوفير الاعتيادي في الأجهزة المصرفي، كما أن للأسواق المالية دور في تلبية طلبات الشركات من تمويل عن طريق توجيه هذه الشركات نحو إصدار أدوات مالية متداولة بتقديم النصح لها بتحليل عوامل الطلب والعرض من خلال إدارة السوق المالي ومكانته وخبرائه المتخصصين فهنا تحدد للشركات أفضل أدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات (معروف، 2003).

✓ **الأهمية الاقتصادية:** تساهم الأسواق المالية في زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني من خلال تشجيع الادخار الاستثماري، كما يتم عن طريقها نقل الموارد المالية من أصحاب الفائض (المدخرين) الى أصحاب العجز (المستثمرين) لإقامة مشاريع استثمارية مما ينعكس في زيادة التشغيل وتحسن مستوى المعيشة في المجتمع، وبالتالي عملية مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلد، وبانتشار الأدوات المالية المختلفة في السوق المالي تنهياً للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في مجالات الاستثمار مما يجنب المدخرين مشقة البحث عن وجوه الاستثمار التي تناسبهم.

بالإضافة إلى ذلك تقوم الأسواق المالية بربط الاقتصاد المحلي مع العالم الخارجي نظراً لارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية، كما توفر البورصة مؤشراً يومياً عن ظروف الاستثمار واتجاهاته، فهو مؤشر يعكس قوة الاقتصاد الوطني أو ضعفه، كما انه يعكس مستوى الأداء للقطاعات الاقتصادية وكذلك الأداء المالي للشركات الاستثمارية (ناجي، 2012).

2- علاقة بعض المتغيرات النقدية بالأسواق المالية:

2-1- أثر الناتج المحلي الإجمالي على الأسواق المالية: يعرف الناتج المحلي الإجمالي أنه قيمة السلع والخدمات المنتجة في بلد ما خلال فترة محددة، كما يعرف بأنه القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية، وله علاقة طردية بأسعار الأسهم والاقتصاد النشط يولد أرباحاً جيدة للشركات ويزيد من الاستثمار في الأسهم، أي لما يكون الاقتصاد منتعش يدل ذلك على انخفاض معدلات البطالة وارتفاع الأجور وزيادة الإنفاق، إلا أن تسارع نمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدلات كبيرة يؤدي إلى ارتفاع معدل التضخم وعليه يقوم البنك المركزي برفع سعر الفائدة لكبح أسعار السلع والخدمات مما يزيد في تكلفة اقتراض الشركات والعكس صحيح في الحالة الانكماشية للاقتصاد (البطري، 2021، صفحة 52).

إن انعكاس مستوى النمو الاقتصادي على مستوى النشاط الاقتصادي الحالي واتجاهاته المستقبلية من أهم الأدوات التي تؤثر على قرارات المستثمرين في الدول المتقدمة بشأن حركة أسعار الأسهم، ويتم تحديده بمستوى الناتج الوطني الإجمالي، هذا يعني زيادة الاستثمار الممول عن طريق السوق المالي بواسطة الأسهم والسندات والقروض مما يؤدي إلى رفع حجم التداول ثم ارتفاع أسعار الأسهم (سراي، 2017، صفحة 64).
أثبتت الدراسات التجريبية (1959-1985) بأن هناك علاقة طردية وقوية بين أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج المحلي للمستثمر يجب أن يكون على دراية تامة بالناتج المحلي لأن البيانات التي يتكون منها الناتج تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية، فالمستثمر يتتبع تطورات النشاط الاقتصادي يجب عليه أن يكون دقيقاً في توقعاته حتى يتمكن من اتخاذ القرار السليم فيما يخص استثماراته (عطية، 2012).

2-2- أثر سعر الفائدة على الأسواق المالية: في ظل الفرضية التي مفادها أن النقود الرخيصة تمكن الأفراد من الحصول على الائتمان المصرفي بأسعار فائدة منخفضة والاتجاه نحو سوق الأسهم والاستفادة من الفرق بين عائد الأسهم وكلفة الاقتراض، وإتباع الجمهور لهذا الأسلوب من القروض يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، فإنه توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر السهم، لذا

العنوان: أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا دراسة قياسية للفترة 2006-2020

فإن سعر الفائدة له دور أساسي في حركة النقد في سوق المال وبالتالي تساهم في توجيه الأموال عبر الوسطاء من المدخرين نحو المقترضين، وعلى هذا الأساس فإن سعر الفائدة هو المحرك الأساسي لآلية السوق المالي، لأنه أداة استثمار خالية من المخاطر، ويعتمد عليها في تحديد العائد المتوقع كأداة من أدوات المحفظة الاستثمارية (البطري، 2021، صفحة 54)

أشار الاقتصاديون إلى أن المرء باستطاعته اقتراض النقود بأسعار فائدة منخفضة مثلاً 3%، ثم يستخدمها في شراء أسهم تدر عائداً 7% مثلاً لذا فإن المستثمر من المربح له هو اقتراض نقود وشراء أسهم، والعكس في حال ندرة النقود فاقتراضها يكون بأسعار فائدة عالية وبالتالي يتم طرح الأسهم للبيع وهذا يؤدي إلى انخفاض أسعارها، وعليه توصل الباحثون إلى أن تغيرات أسعار الفائدة تسبق التغير في أسعار الأسهم زمنياً (سراي، 2017، صفحة 95)

يقوم البنك المركزي بتحديد معدل الفائدة برفع معدلها على القروض الممنوحة ما يؤدي إلى رفع التكلفة على تمويل المنشأة المقترضة، وبالتالي ترتفع أسعار مبيعاتها ثم ينخفض الطلب على المنتجات وبالتالي تنخفض أرباحها، الأمر الذي يدفع إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهمها من جهة ومن جهة أخرى فإن رفع معدلات الفائدة يؤدي على زيادة الطلب على أدوات الاستثمار قصيرة الأجل وبالتالي انخفاض الطلب على الأسهم والسندات ما يؤثر على أسعارها سلباً (لطرش، 2010).

2-3- أثر عرض النقود على أسعار الأسهم: يتدخل البنك المركزي بتحديد كمية النقود المتداولة في الاقتصاد بفرض رفع كمية الاحتياطي النقدي على البنوك التجارية، بالإضافة إلى رفع حجم ودائعها لديه، ومن جانب آخر يرفع معدلات الفائدة على الإقراض ما يؤدي إلى عزوف الأفراد على الاقتراض، وبالتالي تنخفض كمية النقود المتداولة بينهم (المعروضة في الاقتصاد)، وما لاشك فيه فإن هذا الأخير يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمارات وبالتالي انخفاض الإنتاج ما يؤول إلى ارتفاع البطالة ثم ارتفاع الطلب مع ارتفاع الأسعار ومن ثم انخفاض حجم المبيعات ثم انخفاض أرباح الشركات وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للسهم، ولا بد من الإشارة في حال العكس فهو صحيح لأن زيادة كمية عرض النقود تؤدي إلى زيادة حجم الاستثمارات التي بذاتها تقوم بامتصاص البطالة، تحسين القدرة الشرائية للفرد، زيادة الطلب، زيادة المبيعات، زيادة أرباح الشركات، زيادة توزيعاتها ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للسهم.

لكن مع العلم أن زيادة المعروض النقدي قد يؤدي إلى التضخم وبالتالي تكون تلك الزيادة في سعر السهم ليست حقيقية فيطالب المستثمرون برفع الحد الأدنى للعائد المطلوب ويؤول ذلك لانخفاض القيمة السوقية للسهم.

2-4- أثر معدل التضخم: يترك ارتفاع معدل التضخم أثراً عكسياً على أسعار الأسهم، لأنه من جهة يتوقع المستثمرون المزيد من الارتفاع ما يعني ارتفاع العائد المطلوب للسهم وبالتالي انخفاض قيمته السوقية، ومن جهة أخرى تنشأ زيادة طلب المنشآت للموارد المالية ما يزيد ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأسهم، لكن تجدر الإشارة إلى أن هناك علاقة للتضخم بعوائد الاستثمار إما أن تكون موجبة أو سالبة ويعتمد ذلك على الهيكل المالي للشركة (طريقة تمويل نشاطها) فقد يكون ذاتياً أو معتمدة على الاقتراض أو على كليهما. فالشركة التي تمول نشاطها بشكل كبير بالاقتراض مع افتراض ثبات سعر الفائدة فالتضخم يزيد من ثروتها بصفقتها طرفاً مديناً على حساب الطرف الدائن مما يؤدي لارتفاع أرباحها وبالتالي زيادة الطلب على أسهمها ومن ثم ارتفاع أسعار هذه الأخيرة. أما إذا كانت الشركة دائنة كالبنوك المدرجة في السوق المالية مع افتراض أنها تقترض بكلفة ثابتة فارتفاع التضخم يؤدي لنقص ثروتها وبالتالي انخفاض عوائد أسهمها، ما يؤدي إلى انخفاض الطلب عليها وبالتالي انخفاض أسعارها ما يؤثر سلباً على القيمة السوقية بالبورصة ومن ثم يتراجع أداء ونشاط هذه الأخيرة (القضامي و علي، 2016).

2-5- أثر الادخار على السوق المالي: للادخار والسوق المالية أثر متبادل فكل منهما يؤثر على الآخر بشكل متكامل، حيث أن الأسواق المالية تشجع الأفراد والمؤسسات على الادخار عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات، وهذا بتوفر أدوات التعامل فيها كالأسهم والسندات وغيرها من المنتجات المالية الحديثة، فالمدخر يبحث دوماً عن أحسن ربح عند أقل مستوى

للمخاطر (رمضان و شموط، 2007)، أما بالنظر لتأثير الادخار على السوق المالية فإن ارتفاع معدلات الادخار تعمل على تحسين مستوى كفاءة هذا السوق من خلال توفر واختلاف العروض المتاحة أمام المستثمرين أين يكون مستوى المنافسة بشكل أكبر بين الأعوان الاقتصاديين بالبورصة، كما أن ارتفاع المدخرات يزيد من حجم القيمة السوقية للأسهم المكتسب بها لكل الشركات المدرجة في البورصة وارتفاع عدد هذه الشركات، مع العلم أن هاذين المؤشرين يعبران عن مستوى الأداء الجيد للسوق المالية.

3- الواقع الاقتصادي للأسواق المالية بدول شمال إفريقيا (2006-2022):

3-1- الجزائر: باعتبار موضوع البورصة بالجزائر حديث النشأة فإنها تعاني نقص شديد في عدد الشركات المدرجة مقارنة بنظيراتها في دول الجوار، حيث ارتكزت تعاملات المستثمرين ببورصة الجزائر على أسهم شركة بيو فارم بنحو 81 % من قيمة التداول (صندوق النقد العربي، 2018، صفحة 71)، والأسباب متنوعة منها (حسين يونس، 2011، صفحة 185):

✓ نقص القدر الكافي من المعلومات عن الأوراق المالية المتداولة في الاقتصاد فهي فقط على الجداول المحاسبية والمالية التي تعرضها المؤسسات لحماية كل سنة بالبورصة.

✓ قلة الاستثمار خاصة الإنتاجي والاختصار الشبه كلي على مجال قطاع التجارة الخارجية وغالبية القطاع العمومي للملكية المؤسسات.

✓ العامل الديني وبالمقابل لا يوجد أدوات مالية تتوافق مع ذلك، بالإضافة إلى نقص ثقافة الأفراد عن التعامل في البورصة. كما أن هناك أسباب أخرى تدهم الاقتصاد الجزائري والتي بدورها تمثل عائقا لنشاط البورصة تكمل في ارتفاع التضخم وضعف الادخار من جهة وضعف الجهاز الإنتاجي حيث يشكل القطاع العمومي للمؤسسات الاقتصادية حوالي 80% من مجموع الاستثمارات الجزائرية (ضعف مردودية العمل)، ومن جهة أخرى نجد تشريعات قانونية غير ملائمة لعمل البورصة مثلا تعيين واستخلاف وعزل المدراء العامين ومسيري هيئات البورصة من صلاحيات وزير المالية (بوديوة، 2019).

مع أن هناك مؤهلات تدعم أداء البورصة كالعامل البشري الذي يساعد على توفير اليد العاملة في الاستثمارات الإنتاجية المحلية والأجنبية بالإضافة إلى تراجع العجز في الميزان التجاري مقارنة بالفترة السابقة مع تحسن في الصادرات مع وجود الثروات الطاقية وغيرها إلا أنها تحتاج لتكنولوجيا متطورة لتقديمها كمنتج تام بالسوق خاصة وأن الجزائر تعتبر بوابة للقارة يمكنها الانفتاح مع الأسواق الإفريقية لضمان تسويق منتجاتها.

رغم تباطؤ وتيرة منحنى مؤشر أداء البورصة إلا أنه في ارتفاع مستمر حيث انطلق عدد الشركات المدرجة من شركتين عام 2006 إلى ستة شركات عام 2022 أما القيمة السوقية فكانت حوالي 96 مليون دولار وارتفعت إلى 488 مليون دولار (صندوق النقد العربي، 2006..2022).

3-2- مصر: سبقت هذه الفترة مجموعة من الإصلاحات المالية في مصر والمتمثلة في تعديل قوانين الشركات تتضمن تحسين شروط إنشاء شركات المساهمة وإعطائهم حماية شاملة لكل من المساهم والمستثمر الأصلي حيث بلغت الرسملة السوقية سنة 2006 أكثر من 93 ألف مليون \$ ثم ارتفعت هذه القيمة إلى حوالي 139 ألف مليون \$ سنة 2007 (الملحق رقم: 02)، وهذا نظرا لتعديل الضريبية لتحفيز الاستثمار في نشاطات الأسواق المالية أمام مستثمر محلي أو أجنبي تحت لواء تعزيز الشفافية وتحسين الإطار المؤسسي لزيادة الثقة في الاستثمارات التي تتيحها الأسواق المالية، مع مرافقة حديثة لتقنيات وسائل الاتصال المتطورة لنشر المعلومات والبيانات الخاصة بفرص الاستثمار ما زاد من صناديق الاستثمار وإصدار سندات الشركات كما تركزت تعاملات المستثمرين بالبورصة المصرية على قطاعات الخدمات المالية والعقارات إلا أن صافي التعاملات الأجانب بدأ يتعافى عما كان عليه من قبل بالإضافة إلى انخفاض نسبة الاستثمار لفئات المؤسسات بالبورصة مقابل ارتفاع فئة الأفراد.

العنوان: أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا دراسة قياسية للفترة 2006-2020

إلا أنه مع بداية عام 2011 شهدت مصر ثورة داخلية كان لها آثار على الاستقرار السياسي والأمني وهروب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الخارج مما أدى إلى تراجع تدفقات الاستثمار الأجنبي والنشاط السياحي نظرا لارتفاع المخاطر، وهذا كله يؤثر بشكل كبير على مؤشرات الأداء في السوق المالية، إلا أن مصر قامت بتعديل الضرائب لتحفيز الاستثمار في نشاطات الأسواق المالية بكل شفافية وفق بيانات واضحة حول الشركات المدرجة بالبورصة وتحسين الإطار المؤسسي لزيادة الثقة مع مرافقة لتقنيات حديثة ووسائل اتصال متطورة لنشر المعلومات والبيانات أدى ذلك إلى زيادة صناديق الاستثمار وإصدار سندات الشركات (حسين يونس، 2011، صفحة 186).

بعد تعاقب الأزمات انخفض عدد شركاتها المدرجة بالسوق إلى 224 شركة (صندوق النقد العربي، 2022) والقيمة السوقية 35 ألف مليون دولار سنة 2022 (الملحق رقم: 02) خاصة بعد تداعيات جائحة كورونا ثم الحرب الروسية على أوكرانيا وما انجر عنهما من آثار سلبية على العالم أجمع.

3-3- تونس: شهد الاقتصاد التونسي تقدما لكن بوتيرة ضعيفة، خاصة بعد أحداث الثورة وذلك تحت إطار التحديات منها التنمية الشاملة وإحداث مواطن الشغل من أجل خفض معدلات البطالة، حيث استعاد مؤشر السياحة عافيته وقطاعي الصناعة والفلاحة إلا أنها ضعيفة لأن عجز الميزانية لا يزال مقتربا من ارتفاع التضخم 4,2، 6,4 و 7,7 على التوالي في سنوات 2016، 2017، 2018 والذي انعكس سلبا على الوضع النقدي والمالي وبالتالي نقص موارد التمويل ومن ثم تراجع الإنتاج الذي بدوره يؤثر على موارد الميزانية ثم ارتفاع الدين الخارجي والذي بدوره يخفض سعر الصرف ما يؤدي لانخفاض القدرة الشرائية وهنا يرتفع معدل التضخم (البنك المركزي التونسي، 2018).

كما تجدر الإشارة إلى ظهور التضخم سنة 2018 نتيجة لارتفاع الأجور وارتفاع أسعار المواد الأولية والطاقة الدوليين ما أدى لتآكل احتياط الصرف فهنا على السلطة أن تتحدى عامل التضخم لأنه يؤثر على مداخل الأفراد وادخار الأسر وبالتالي يؤثر على آفاق استثمار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهذه كلها عوامل سلبية بالنسبة لأسعار الأوراق المالية بالبورصة، وعلى هذا الأساس قام البنك المركزي برفع معدل الفائدة إلى 6,76%، كما ازدادت تعاملات الأجانب بالبورصة التونسية حيث اركزت على قطاعين، القطاع المالي وقطاع المواد الاستهلاكية حيث بلغا على الترتيب 4.4 % و 33.1 % حيث بلغت نسبة ملكية الأجانب في البورصة 24,09 % (صندوق النقد العربي، 2018).

مع كل هذه الأوضاع تميزت بورصة تونس بالجودة العالية حيث بتاريخ 20/01/2017 تحصلت بورصة الأوراق المالية بتونس على شهادة ISO 27001: 2013 الخاصة بأمن أنظمة المعلومات. وقد منحت هذه الشهادة من قبل مؤسسة أفتور الفرنسية شهادة ISO 27001: 2013 الخاصة بأمن أنظمة المعلومات لبورصة تونس لتتويجا لجهودها لتعزيز الحوكمة والمصادقية لنظام إدارة أمن المعلومات (SMSI) الذي تعتمده. وبهذا تكون بورصة تونس أول مؤسسة تنشط في الميدان المالي في تونس تتحصل على هذه الشهادة (بورصة و تونس، 2018)، حيث أن عدد الشركات المدرجة بالسوق بلغ 81 شركة سنة 2018 وهذا يرجع لتعديل الضرائب التي تحفز الاستثمار في نشاطات الأسواق المالية أمام كل من المستثمر المحلي أو الأجنبي تحت لواء تعزيز الشفافية وتحسين الإطار المؤسسي لزيادة الثقة (حسين يونس، 2011).

وليس هذا فحسب بل أيضا منحى القيمة السوقية في نمو مستمر طيلة فترة الدراسة ويرجع ذلك إلى التخطيط سنة 2007 لخصوصية 20 مؤسسة ومنشأة اقتصادية ضمن إطار برنامج تنموي يهدف لتفعيل الاقتصاد التونسي وإعادة هيكلة لتحسين قدرته التنافسية (مؤسسات في مجالات الطاقة، البنوك، السياحة، التجارة والصناعات التحويلية) يبيع جزء من أصولها للخواص (صندوق النقد العربي، 2018).

3-4- المغرب: أصدرت الهيئة المغربية لسوق الرساميل دليلا للاستثمار من اجل إيضاح كل ما يتعلق بتوظيف الأموال في البورصة أما في مجال الإقراض فقد ارتفع للقطاع الخاص ما يدل على تخفيض نسبة الفائدة على الإقراض (صندوق النقد العربي، 2018، صفحة 50). وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأدوات المالية بالسوق المالي كما تم تفسيره سابقا في علاقة سعر الفائدة على الإقراض مع القيمة السوقية للأسهم بالبورصة.

عرف عدد الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء ارتفاعا من 63 شركة سنة 2006 إلى 77 شركة سنة 2008 نظرا للتحفيز الضريبي المتمثل بالإعفاء أو التخفيض بنسبة 50% على ضريبة الشركات إن أدرجت الشركة بالبورصة لرفع رأسمالها بنسبة 20%، القيمة السوقية لهذه البورصة عرفت ارتفاعا حوالي 50 مليار دولار سنة 2006 حتى بلغت 75 مليار دولار في العام الموالي ويرجع ذلك إلى إعداد قانون لمساهمة المستثمرين الخواص في قطاع الطاقة وتوليد الكهرباء لنقل الاقتصاد من قطاع الزراعة لقطاع الصناعة، بالإضافة فتح مركز لصناعة الفوسفات للمستثمرين الأجانب الذي يحفز الاستثمار الأجنبي وبالتالي جذب العملة الصعبة للبلاد، بالإضافة إلى سهولة تنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية إلكترونيا وربطها بأسواق المال العالمية. ثم انخفضت هذه القيمة إلى 60 مليار سنة 2011 نظرا لتراجع صادرات الفوسفات بسبب الركود في منطقة اليورو، وواصلت على هذا المنوال حتى بلغت 65 مليار سنة 2022 مع العلم أنه تم إطلاق مؤشر (Casablanca ESG 10) سنة 2018 لجذب مستثمرين جدد أجنبيا كما أعلنت عن مؤشر (MASI20 Morocco Stock Index) يجمع 20 شركة مدرجة من حيث نسبة السيولة سنة 2022 كما وقعت البورصة اتفاقية شراكة مع وزارة التربية الوطنية والتكوين المهني والتعليم العالي لتعزيز الثقافة المالية بين الطلبة (صندوق النقد العربي، 2006..2022).

بصفة عامة فإن العالم أكمل يعاني جملة من الأزمات الاقتصادية والتي لا تزال تتخطى فيها جميع الدول، ففي هذه الفترة نبدأ بأزمة الرهن العقاري بالولايات المتحدة الأمريكية في عام 2008 تبعاً لها أزمة الديون الأوروبية عام 2009 وحدث بسببهما ضعف شديد في معدل النمو لإجمالي الناتج المحلي ودامت لسنوات عديدة في الدول المتقدمة، ولكن اقتصادات الدول الناشئة والنامية أحصت أقل معدل نمو ولكن ظل موجبا، كما لا يزال معدل النمو يعاني وبشكل أعنف بسبب فيروس كورونا (2019) لكل دول العالم، لكن قبل أن تتعافى دخل العالم في أزمة اقتصادية جديدة بسبب الحرب الروسية على أوكرانيا في عام 2022، وما هو معلوم أن السوق المالية لها علاقة طردية مع الناتج المحلي الإجمالي إذن فالأزمات الاقتصادية تثر حتما على هذا المتغير وبالتالي على القيمة السوقية للأسهم بالبورصة.

4- إصلاحات الأسواق المالية العربية: (بن لكحل، 2015):

لمواكبة تطور وإنجاح عمل البورصات العربية تم تحديث النظم والقواعد والتشريعات والمؤسسات المهدف منها هو تعزيز ثقة المستثمرين وخلق بيئة تحمي حقوقهم وتسهل عمليات التعامل بتقنيات وأدوات تجعل السوق أكثر جاذبية ذات جودة عالية من جهة وتتيح أمامهم كل البيانات والمعلومات المالية الخاصة بالشركات المدرجة بالسوق كي يتمكنوا من ترشيد قرارات استثماراتهم بالأوراق المالية، وتمثلت هذه الإصلاحات فيما يلي:

4-1- إجراءات تشريعية وتنظيمية: شملت هذه الإجراءات قوانين أساسية تتعلق بالأسواق المالية مثل قانون الأوراق المالية ولوائحه وقانون الشركات بالإضافة إلى ذلك القوانين والأنظمة الاستثمارية والضريبية المتعلقة بالأوراق المالية، أهمها تعليمات الإفصاح والتداول والإدراج وتتطابق مع المعايير الدولية كسوق تونس المالي الذي تحصل على شهادة الإيزو للجودة عام 2017. نجد في إطار التشريعات أسواق مالية عربية منظمة تحكمها تشريعات تواكب التطورات الاقتصادية وأسواق غير منظمة تحكمها تشريعات مبثرة تخص التعامل بالأوراق المالية كقوانين الشركات والاستثمارات وغيرها.

العنوان: أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا دراسة قياسية للفترة 2006-2020

كما نجد مجموعتين للتشريعات، المجموعة الأولى التشريعات الشاملة تتعلق أحكامها بسوق الأوراق المالية من جهة وتفصيلية تتعلق بشركات المساهمة العامة وشركات التوصية بالأسهم وكذلك زيادة رؤوس أموال الشركات والتمويل والاكتتاب العام والسندات من جهة أخرى. أما المجموعة الثانية فهي التشريعات المحدودة وتشمل معظم الأسواق المالية العربية المنظمة يوجد بها قانون خاص بالأوراق المالية وفي نفس الوقت تعالج الأنظمة والقوانين الأخرى (مثل قانون الشركات) الأحكام المتعلقة بشركات المساهمة العامة .

4-2- إجراءات تقنية: نظرا لما توفره أنظمة التداول الإلكترونية من شفافية وكفاءة عالية تمكن كل من المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من مراقبة عمق السوق، فنجد تونس والمغرب طبقا نظام التداول الفرنسي NSC UNIX والذي تطبقه عدة بورصات عالمية مثل باريس وأمستردام وبروكسل في حين أن مصر طبقت نظام التداول الكندي EFA.

كما قامت هذه الأسواق بتطبيق مبدأ الربط الحر Loose-coupled والذي من خلاله تمر معلومات الصفقات من نظام التداول في البورصة إلى نظام التسجيل في مركز الإيداع بعد تنفيذها مباشرة من أجل مراقبة الوسيط في نفس اليوم.

4-3- إجراءات الوساطة: باعتبار أن سلامة الأوضاع المالية للوسطاء هي أهم مقومات سلامة التداول في السوق المالي من أجل المحافظة على الملاءة المالية لشركات الوساطة، في هذا الإطار نصت التشريعات الجديدة على ضرورة أن تكون شركات مساهمة أو شركات توصية بالأسهم، تعمل وفق أحكام وظوابط تنظم عمل هذه الشركات مع إنشاء مؤسسات الخدمات المكملة في السوق وهي شركات المقاصة والحفظ المركزي.

4-4- الإفصاح المالي: من أولويات الأسواق المالية العربية وغيرها هي نشر المعلومات من خلال مواقعها على شبكة الإنترنت والهواتف الخلوية وإصدار المنشورات الدورية للقضاء على الغش والتلاعب، وتوفير المعلومات والبيانات للمستثمرين.

5- منهجية الدراسة القياسية: تتعدد الطرق الإحصائية المستعملة لدراسة العلاقات التي تربط المتغيرات المفسرة والأخرى المفسرة في كل ما هو متعلق بالاقتصاد وتحديد المشاكل الاقتصادية التي من شأنها التأثير أو التأثر من خلال وضع نماذج تشمل مكونات الموضوع أساس الدراسة ومعاملاتها من أجل الخروج بنتائج لدراسة العلاقات بين المتغيرات وعلاقات بعضها ببعض.

تم الاعتماد على برنامج Eviews10 في تحليل بيانات الدراسة والمتمثلة بالمتغيرات التالية:

- CAP: وهي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، تمثل المتغير التابع (المتأثر) بالمتغيرات المستقلة التالية:

- GDP: يمثل الناتج المحلي الإجمالي - INFR: وهو معدل التضخم.

- IR: هو معدل الفائدة على الودائع كمكافأة على الادخار. - MSR: هو معدل عرض النقود.

وقد تمت الدراسة على العينة المتمثلة في كل من الجزائر ومصر وتونس والمغرب خلال الفترة (2006-2022).

5-1- مصفوفة معاملات الارتباط البسيط:

الجدول رقم 1: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 12/11/23 Time: 00:06
Sample: 2006 2022
Included observations: 68

Correlation	CAP	GDP	INFR	IR	MSR	SR
CAP	1.000000					
GDP	-0.010559	1.000000				
INFR	-0.070804	0.276680	1.000000			
IR	0.747572	0.260851	0.414542	1.000000		
MSR	0.483170	0.309599	-0.408891	0.143563	1.000000	*
SR	-0.605741	-0.000804	-0.428811	-0.821613	0.032253	1.000000

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 10.

يوضح الشكل رقم (1) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة من خلال المرصوفة وهي كالتالي:
 أظهرت المرصوفة بأن هناك علاقة ارتباط طردية متوسطة ذات دلالة معنوية بين القيمة السوقية للأسهم (CAP) والمعرض النقدي (MSR) حيث بلغ معامل الارتباط بين المتغير التابع وهذا المتغير المستقل 48.3%، أما بينها وبين معدل الفائدة (IR) فقد كانت العلاقة أيضا طردية لكن قوية بمعامل ارتباط قدره 74.7% لكن غير معنوي لأن قيمة P-value كانت أكبر من 5%.
 كما هناك وجود علاقة عكسية غير قوية بين القيمة السوقية وكل من التضخم والناتج المحلي الإجمالي ذات دلالة معنوية. غير أن علاقة هذا المتغير التابع كانت عكسية قريبة من القوية بالمعرض النقدي أين بلغت نسبة 60.5%، أما المتغيرات المستقلة فقد كان وجود علاقة ارتباط طردية ذات دلالة معنوية بين بعضها البعض لأن قيمة P-value كانت أقل من 5%، إلا في حالة واحدة وهي علاقة المعرض النقدي بالتضخم كان وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة معنوية أقل من 5%.

5-2- الأسلوب الإحصائي المستخدم:

- نموذج الدراسة:

اعتمدنا في بحثنا على استخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لأنها تتميز بزيادة في الدقة التنبؤية وتأخذ بعين الاعتبار أثر تغير كل من الزمن والاختلاف بين المفردات، وعليه تم بناء نموذج الدراسة بالصيغة العامة (يحيى الجمال، 2012) وهو النموذج المختصر للسلاسل الزمنية المقطعية كما يلي:

$$CAP_{it} = \alpha_i + \beta_1 GDP_{it} + \beta_2 IR_{it} + \beta_3 INF_{it} + \beta_4 MSR_{it} + \epsilon_{it}$$

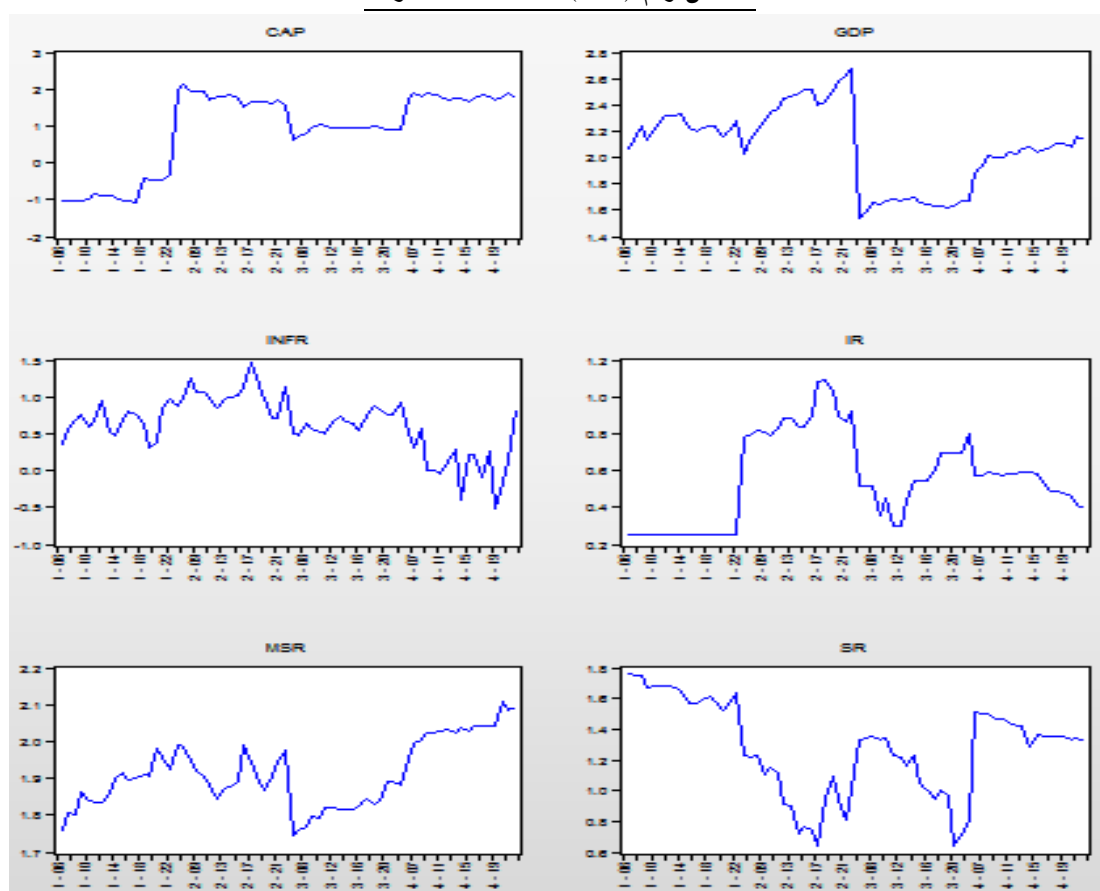
حيث:

CAP_{it} : يمثل القيمة السوقية.
 GDP : يمثل الناتج المحلي الإجمالي.
 IR : يمثل سعر الفائدة على الإيداع في البلد i في الفترة t .
 INF : يمثل معدل التضخم.
 SR : هو معدل الادخار في البلد i في الفترة t .
 MSR : وهو معدل المعرض النقدي في البلد i في الفترة t .
 β : المعلمات المراد تقديرها لكل متغير مستقل.
 ϵ_{it} : حد الخطأ العشوائي للبلد i و في الفترة t .
 وبإدخال التحويلات اللوغاريتمية تصبح المعادلة كالتالي:

$$\text{Log}(CAP_{it}) = \alpha_i + \beta_1 \text{log}(GDP_{it}) + \beta_2 \text{log}(IR_{it}) + \beta_3 \text{log}(INF_{it}) + \beta_4 \text{log}(MSR_{it}) + \epsilon_{it}$$

- دراسة استقرارية المتغيرات: قبل استخراج معطيات البانل نفحص أولا جذر الوحدة للبيانات للتأكد من إمكانية تحقيق تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة هذا من جهة، ومن ناحية أخرى نقوم باختبار استقرارية السلاسل الزمنية نظرا للطابع التركيبي الموجود في تحليل بيانات السلة (panel) والذي يعتمد بُعدي الزمان والمكان معا.

الشكل رقم (01): منحنيات المتغيرات



المصدر : مخرجات برنامج Eviews 10.

– اختبارات جذور الوحدة لبيانات البانل (Unit Root Test): (Christophe & Valérie, 2005)

الجدول رقم (02): نتائج اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل:

Hadri	اختبارات الجيل الثاني			اختبارات الجيل الأول		متغيرات النموذج المستقلة	
	PP	ADF	IPS	Breitung	LLC		
0.0000	0.0143	0.0637	0.0963	0.3220	0.0095	CAP	القيمة السوقية للأسهم
0.0827	0.0000	0.0385	0.0330	0.0020	0.0006	D(CAP)	
0.0008	0.0076	0.1065	0.0790	0.0746	0.0388	GDP	الناتج المحلي الإجمالي
0.2120	0.0001	0.0295	0.0255	0.1970	0.0001	D(GDP)	
0.0005	0.9047	0.7253	0.9316	0.7141	0.9118	IR	معدل الفائدة
0.21162	0.0087	0.0276	0.0212	0.0011	0.0009	D(IR)	
0.0080	0.0485	0.0032	0.0025	0.5109	0.0029	INFR	معدل التضخم
0.1883	0.0000	0.01160	0.0082	0.4350	0.0001	D(INFR)	
0.0000	0.1001	0.4078	0.4909	0.4133	0.0579	SR	معدل الادخار
0.0256	0.0000	0.0012	0.0004	0.2814	0.0000	D(SR)	
0.0000	0.0040	0.2478	0.1978	0.1759	0.0833	MSR	معدل المعروض النقدي
0.0.1534	0.0000	0.0457	0.0338	0.3540	0.0016	D(MSR)	

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 10

تُبين لنا النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن هناك تطابق إلى حد ما بين الاختبارات فيما يخص الاستقرار، فهي تشير إلى وجود جذر وحدة، إذن جميع السلاسل ليست مستقرة في المستوى، لذا تعين علينا الانتقال إلى الفرق الأول أين تأكدنا من استقراريتها جميعاً عند هذا البعد، وبما أنها مستقرة من نفس الدرجة فهي تنمو بنفس وتيرة الاتجاه على المدى الطويل.

- دراسة علاقات التكامل المشترك لبيانات البانل: (Achouch, 2017)

تشير اختبارات الاستقرار أن كل المتغيرات غير مستقرة عند المستوى ومتكاملة من نفس الدرجة (1)I، ومنه نستنتج أن هذه المتغيرات يمكنها النمو بنفس الاتجاه على المدى الطويل، وهذا يعني أنه من الممكن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، ويمكننا التحقق من ذلك بإجراء اختبار علاقات التكامل المشترك بين المتغيرات باستخدام اختبار **Pedroni** الذي يعتمد على اختبارات جذر الوحدة للبواقي المقدرة، والتي نعرضها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03): نتائج اختبار Pedroni للتكامل المشترك:

داخل الوحدات Within-dimension	إحصائية الاختبار	الاحتمالية	الإحصائية المرجحة	الاحتمالية
إحصائية-Panel V	-0,6445	0,7404	-0,6478	0,7414
إحصائية-Panel rho	0,9407	0,8266	1,0348	0,8496
إحصائية-Panel PP	-1,8458	0,0325	-1,4399	0,0749
إحصائية-Panel ADF	-0,4714	0,3187	-0,3218	0,3738
بين الوحدات Between-dimension	إحصائية الاختبار			الاحتمالية
إحصائية-Group rho	1,8362			0,9668
إحصائية-Group PP	-1,5436			0,0613
إحصائية-Group ADF	-0,2786			0,3903

المصدر: نتائج معطيات البانل باستخدام برنامج Eviews 10

نلاحظ من نتائج **Pedroni** للتكامل المشترك أنه توجد (03) إحصائيات من أصل 11 إحصائية أقل من الاحتمال في المستوى المقدر بأقل من 5% أو 10%، وهذا ما يدل على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة والمفاضلة من نفس الدرجة.

- نتائج تقدير المفاضلة بين نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (panel):

بعدما أخذنا الفرق الأول للوغاريتم الطبيعي لمتغيرات الدراسة، تم تقدير النماذج الثلاثة المتمثلة في كل من نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية وفق تحليل نتائج السلاسل الزمنية المقطعية (panel). نقوم من خلال الجدول التالي عرض تقدير هذه النماذج لاختيار النموذج الأكثر ملائمة للدراسة التطبيقية وهو كما يلي:

الجدول رقم (04): نتائج تقدير النماذج الثلاثة للبانل

نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية		
-7,1330 0,0000	3,7093 0,1039	-7,1329 0,0000	المعامل coeff	الثابت C
			الاحتمالية Prob	Constante
-1,0609 0,0000	-1,4314 0,0008	-1,0608 0,0000	المعامل coeff	الناتج المحلي الإجمالي GDP
			الاحتمالية Prob	
-0,5178	-0,03263	-0,5178	المعامل coeff	معدل التضخم INF

العنوان: أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا دراسة قياسية للفترة 2006-2020

0,0092	0,7654	0,0159	الاحتمالية Prob	
3,76,05	-0,5577	3,7605	المعامل coeff	معدل الفائدة IR
0,0000	0,0466	0,0000	الاحتمالية Prob	
4,4477	0,2466	4,4477	المعامل coeff	معدل المعروض
0,0000	0,7539	0,0000	الاحتمالية Prob	النقدي MSR
-0,0159	0,02918	-0,0159	المعامل coeff	معدل الادخار SR
0,9624	0,8971	0,9653	الاحتمالية Prob	
0,83	0,9887	0,8325	معامل التحديد R ²	
0,81	0,9825	0,8190	معامل التحديد المعدل Adjusted Rsquared	
61,65617	158,1000	61,6567	إحصائية فيشر F-statistic	
0,0000	0,0000	0,0000	إحتمالية F-statistic(Prob)	

المصدر : نتائج معطيات البانل باستخدام برنامج Eviews 10

من خلال الجدول (04) أظهرت نتائج كل من تقدير نموذج الانحدار التجميعي و نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج الانحدار التجميعي أن النماذج ذات معنوية إحصائية وهذا ما أثبتته احتمالية فيشر والمقدرة ب (0.0000) والتي أحصت قيمة أقل من مستوى المعنوية عند (5%).

ومن أجل اختيار أفضل نموذج مناسب تم إجراء اختبار Hausman :

الجدول رقم (05): نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob
period random	26,297787	5	0,0001

المصدر : نتائج معطيات البانل باستخدام برنامج Eviews 10

من خلال نتائج (Hausman) ووفقا للجدول رقم (05) فإن قيمة Prob أقل من المستوى 5%، كما أن قيمة Chi-Sq. d.f. تساوي (5) وهي أصغر من قيمة Chi-Sq. Statistic وهذا يوحي إلى أن نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، يعني أن نموذج التأثيرات الثابتة هو أنسب نموذج، وبالتالي يمكننا صياغة النموذج المقترح كما يلي:

$$\text{Logd}(\text{CAP}_{it}) = \alpha_i + \beta_1 \text{logd}(\text{GDP}_{it}) + \beta_2 \text{logd}(\text{INF}_{it}) + \beta_3 \text{logd}(\text{IR}) + \beta_4 \text{logd}(\text{MSR}_{it}) + \epsilon_{it}$$

- تقدير النموذج: ويتعويض القيم نحصل على الصيغة النهائية للنموذج وهي كما يلي:

$$\text{Logd}(\text{CAP}) = 3,7090 - 1,4314 * \text{logd}(\text{GDP}) - 0,03262 * \text{Logd}(\text{INF}) - 0,5577 * \beta_2 \text{logd}(\text{IR}) + 0,24667 * \text{logd}(\text{MSR}) + 0,0290 * \text{Logd}(\text{SR}) + \epsilon_{it}$$

الجدول رقم (06): نتائج اختبار المشاكل القياسية

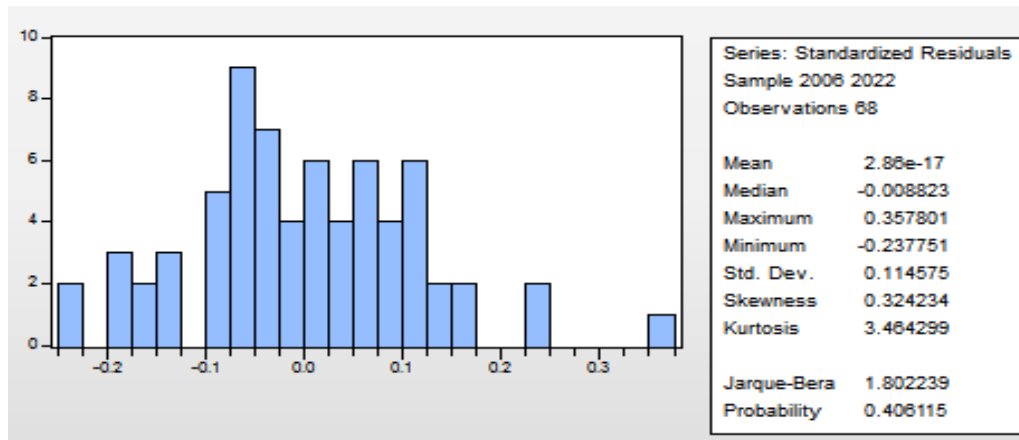
Kurtosis	Skewness	Jarque-Bera	الاختبار
3.4643	0,3242	1,8022	قيمة الاختبار
3	0	/	قيمة الاعتدال
		0,4061	الاحتمالية Prob
		الحسوبة < الجدولية	نقبل الفرضية الصفرية أي

Prob < 5%

البيانات تتبع توزيع طبيعي

المصدر : إعداد الباحثين باعتماد معطيات البانل برنامج Eviews 10

الشكل رقم (02) : اختبار Jarque-Bera



المصدر : مخرجات معطيات البانل برنامج Eviews 10

تطرقنا لاختبار الفرضيتين (الصفريّة والبديلة) من أجل التعرف على شكل توزيع البيانات، أي ما إذا كانت تتبع التوزيع

الطبيعي للبواقي أم لا، ومن أجل ذلك اتبعنا اختبار جارك بيرا وهو يعتمد على مؤشرين هامين هما:

✓ **مؤشر التطاول أو التفلطح أو الاعتدال (Kurtosis):** من خلال الجدول (06) فإن هذه القيمة تساوي 3,46 وهي

أكبر من قيمة الاعتدال (3)، هنا نقول أن التوزيع متطاول قليلا، وبالتالي السلسلة لا تتبع توزيع طبيعي.

✓ **مؤشر التناظر أو الإلتواء - يميناً أو يساراً - (Skewness):** تُقدر قيمة هذا المؤشر 0,32 فهي أكبر من قيمة التناظر

(0) لكن أقرب منه، إذن شكل معاملات التوزيع الطبيعي للبواقي ملتوي قليلا إلى اليسار وهذا يدل على إمكانية القول أن

السلسلة تتبع توزيع طبيعي.

لتأكيد ما سبق نقوم باختبار **Jarque-Bera** الموضح في الشكل (02) فهو يقوم بدمج الاختبارين السابقين من خلال

مقارنة قيمته بالقيمة الجدولية لكاي تربيع من أجل اتخاذ القرار بشأن الفرضية الصفريّة، هو كالتالي (مُجد السواعي، 2012):

✓ **اختبار Jarque-Bera:** تُقدر القيمة المحسوبة لـ جارك بيرا من خلال الجدول (06) ب 1,80224 وهي أصغر تماماً من

القيمة الجدولية لكاي تربيع المقدرة ب 5,99، والقيمة الاحتمالية أكبر من 5%، كما أن شكل التوزيع بأخذ شكل الجرس،

وبالتالي نقبل فرضية العدم ونقول أن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

5-3- التحليل الاقتصادي للنتائج:

الجدول رقم (07): نتائج اختبار التأثيرات الثابتة

القيم	المعاملات	المتغيرات
0,9880	معامل التحديد R^2	C
0,9820	معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$	GDP
		INFR
51,3400	log likelihood	IR
158,1000	F-statistic	MSR
0,0000	Prob(F-statistic)	SR

المصدر : إعداد الباحثين باعتماد معطيات البانل برنامج Eviews 10

العنوان: أثر المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا دراسة قياسية للفترة 2006-2020

من خلال النتائج المتحصل عليها من الجدول (07) نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة هي علاقة قوية جدا وذلك من خلال معامل الارتباط $R^2 = 0,98$ أي أن 98% من التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية سببها التغير في كل من الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة والتضخم وهذا ما يدل على أن النتائج المتحصل عليها هي نتائج جيدة أي أن 98% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع سببها التغير في المتغيرات المفسرة. كما نلاحظ معنوية النموذج من خلال قيمة F الإحصائية حيث قدرت قيمته ب 0,00000 وهي تناسب الدراسة.

وعلى أساس ذلك نقوم بالتحليل الاقتصادي للنموذج الذي تمت صياغته وفق نموذج التأثيرات الثابتة حيث تبين لنا النقاط التالية:

✓ تمثل معامل سعر الفائدة بالإشارة السالبة يدل على أن هذا المتغير يؤثر بشكل عكسي على أسعار الأسهم بالسوق المالي وهذا ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، حيث قدرت قيمتها ب 0,55، لأن المستثمر يفضل بيع أدواته المالية والتوجه نحو البنوك التجارية للاستفادة من أسعار الفائدة الثابتة على أن يتحمل المخاطر في السوق المالية، أي أنه كلما ارتفع سعر الفائدة ب 1% في البنوك التجارية يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية ب 0.55%.

✓ لم تثبت وجود أي دلالة إحصائية لتأثير الناتج المحلي الإجمالي على مؤشر القيمة السوقية وذلك لوجود عوامل أخرى تؤثر عليها لم يتم دراستها على مستوى هذه الدول، مثل الثقافة والوعي الاستثماري لدى الأفراد، بالإضافة إلى تدني مستوى نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وقيمة هذا العامل بالضرورة تكفيه فقط لسد الحاجيات الضرورية للحياة.

✓ وجود دلالة إحصائية لتأثير معدل التضخم على مؤشر القيمة السوقية حيث وجدت بينهما علاقة عكسية وهذا أيضا يتوافق مع النظرية الاقتصادية لعلاقة التضخم بتطور السوق المالية، حيث أن كلما ارتفع معدل التضخم ب 1% (الأسعار التي يدفعها المستهلكون) يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية ب 0,02%، وهذا ما يدل على انخفاض القيمة الحقيقية لسعر السهم وبالتالي يغير بعض المتعاملون بالبورصة استثماراتهم إلى وجهات أخرى من أجل تعظيم الربح، مثلا التوجه نحو الاستثمارات العقارية أو شراء الذهب كملاذ آمن وغيرها... والعكس صحيح وعليه فإن كل انخفاض لمعدل التضخم بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية وبالتالي يزيد نشاط عمل البورصة (هيئة السوق المالية).

✓ أما الادخار لم تثبت وجود دلالة إحصائية لتأثير الادخار على أسعار الأسهم بالبورصة لهذه الدول، وهذا لكونها دول لا تتعامل بأسعار الفائدة نظرا للتشريع الديني الذي يحرم التعامل بالربا، وبالمقابل افتقارها لمنتجات مالية إسلامية 100%، علاوة على ذلك نقص الوعي الاستثماري بالسوق المالية إلا أن هذه الأخيرة بدت لها بوادر الظهور في الآونة الأخيرة، وليس هذا فحسب بل أنها تعيش ضعف في تطوير القطاع المالي والذي هو أساس لتطوير الأسواق المالية.

✓ كما ترمز الإشارة الموجبة لمعدل المعروض النقدي المصاحبة بالقيمة 0,03 إلى دلالة إحصائية لتأثير الأسواق المالية في إقليم هذه الدراسة بحجم النقود المتاحة في اقتصاد هذه الدول، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة.

ومن خلال دراسة تأثير بعض العوامل الاقتصادية على أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا (الجزائر، مصر، تونس والمغرب) يتضح لنا جليا أن ارتفاع مستويات الناتج المحلي الإجمالي خاصة بالجزائر لم يقود بالضرورة إلى رفع أداء السوق المالي أي أنه لم يشكل ارتفاعا مصاحبا له، كما تشير إحصائية معامل الارتباط إلى العلاقة القوية التي تربط سعر الفائدة بالقيمة السوقية.

6- التوصيات:

من خلال ما توصلنا إليه يمكن إبداء الاقتراحات والتوصيات التالية:

✓ ضرورة متابعة الإصلاحات الاقتصادية وتشجيع التعاون بين الدول من أجل الرفع بعجلة التنمية الاقتصادية.

- ✓ العمل على تفعيل الدور الرقابي للبنك المركزي على البنوك التجارية وذلك من أجل التحكم في أسعار الفائدة (خاصة أسعار الفائدة على الإقراض) التي بدورها تشجع الخطط الاستثمارية
- ✓ زيادة الوعي الثقافي من خلال عقد مجموعة من المؤتمرات التي تعزز ثقافة البورصة وتشجع المستثمر بضرورة التعامل فيها.
- ✓ رفع وتحسين كفاءة البورصات المغربية من خلال توفير المعلومات وإتاحتها للمستثمر بصورة سريعة ودقيقة وذلك من أجل تجنب التقلبات الغير مرغوب فيها والتي تؤثر على صغار المستثمرين.
- ✓ لرفع أداء الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا يجب الاهتمام بهذا الجانب الذي يعتبر موضوع هام فريد من نوعه لصنع التمويل من أجل رفع مستوى النمو الاقتصادي ومواكبة الدول المتطورة
- ومن هذا المنطلق فلا بد من شروط أساسية تدعم نمو السوق المالية وهي كما يلي:
- ✓ لا بد من توفير وسائل إعلامية تعمل على تفتح الأفراد من اجل توجيه أموالهم للاستثمار في السوق المالي مع ابتكار أدوات تتوافق مع الفرد لمغاري.
- ✓ تأهيل موظفي البورصة من اجل رفع الأداء العملي.
- ✓ فتح الأبواب أمام الاستثمار الأجنبي من اجل جذب العملة الصعبة.
- ✓ ضرورة توفير وسائل متطورة تعتمد الشفافية والإفصاح.
- ✓ العمل على تخفيض معدل التضخم للحفاظ على نشاط السوق بصفة خاصة وعلى النشاط الاقتصادي بصفة عامة.

الخلاصة:

على أساس الدراسة التطبيقية لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية كعوامل مؤثرة على أداء الأسواق المالية للعينات المختارة المكونة من الجزائر، مصر، تونس والمغرب خلال الفترة (2006-2022) اتضح لدينا أن سعر الفائدة يفسر العلاقة السلبية بينه وبين أداء سوق الأوراق المالية لدول شمال إفريقيا مُقاساً بالقيمة السوقية للأسهم المتداولة بهذه الأسواق أما الناتج المحلي الإجمالي غير معنوي أي أنه لا يفسر العلاقة في المدى الطويل بينه وبين القيمة السوقية وكذلك معدل التضخم بالمثل ويرجع ذلك لعوامل أخرى لديها عامل التأثير على هذه الأسواق كإخفاض القدرة الشرائية الناتجة عن ارتفاع الأسعار خاصة مع انخفاض أسعار الصرف لجملة الدول المدروسة خاصة بعد الأزمات السياسية التي مست أنظمتها خاصة تونس ومصر، بالإضافة إلى تداعيات جائحة كورونا التي أملت بالمساس بدول العالم أجمع، كما أن عدد الشركات المدرجة بقي ثابتاً و لم يتجه للارتفاع ما يدل على عزوف المستثمرين عن الدخول للتعامل في هذه الأسواق.

إلا أن القيمة السوقية لأسواق المال لهذه الدول خلال الربع الأول من سنة 2018 سجلت تحسناً، وهذا ما أشارت إليه البيانات من ارتفاع في القيمة السوقية للشركات المدرجة، كما صاحبه ارتفاع في معدل دوران الأسهم وهذا يرجع إلى صافي تدفق موجب للاستثمارات الأجنبية خاصة بالبورصة المصرية (صندوق النقد العربي، 2018)، وحسب الإحصائيات التي سجلت ارتفاع هام مرت به أسعار النفط ظلت الأسواق المالية في الدول المنتجة للنفط تحت الضغط، رغم ذلك سجلت كل من بورصات مصر وتونس والمغرب زيادة في الأداء وعرف هذا المؤشر ارتفاع بالدار البيضاء ونسب ضئيلة في بورصة الجزائر خلال سنة 2020 وظل هذا التحسن في مؤشراتهما مع ظروف جائحة كورونا (صندوق النقد العربي، 2020) وتدابيرهما من حجر صحي ولقاحات وغيرها من التأثيرات.

وبالموازاة وتحت ظل هذا الارتفاع في منحنى الأداء متصاعداً في قيم وأحجام التداول والتي تعكس الارتفاع المسجل في مؤشرات القيمة السوقية لهذه البورصات وواصلت جهودها نحو رفع مستويات السيولة ورفع معدلات التداول وجذب الاستثمار الأجنبي، كما ساهم تحسن أسعار النفط العالمية في تحسين الأداء نهاية عام 2021 (صندوق النقد العربي، 2021)، أما في سنة

2022 فقد عرف أداء السوق المالية لهذه الدول تباينا حيث ارتفع في بورصتي كل من مصر والجزائر وانخفض في بورصة كل من تونس والمغرب (صندوق النقد العربي، 2022).

ومن هذا التحليل نخلص أن الأسواق المالية لدول شمال إفريقيا شهدت أداء مقبول عموما له عوامل مؤثرة عدة خاصة الأوضاع السياسية والأمنية التي تمر بها هذه الدول ولا يوجد أدوات مالية مدرجة بالسوق المالي إلى جانب نقص الوعي أو ثقافة الاستثمار بالبورصة خاصة بالجزائر.

قائمة المراجع الأجنبية:

- Achouch, A. (2017). Unit Root Tests For Panel Data (First Generation Tests), Application To A Sample Of developing Countries. *Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series* , 33 (05).
- Christophe, H., & Valérie, M. (2005). Synthèse de tests de Racine unitaire sur données de Panel. Université d'ORLEANS, FRANCE.
- Garcia- Herrero, A., Girardin, E., & Gonzalez, H. (2017, Apri). Analyzing The Impact Of Monetary Policy On Financial Markets In Chile. *Revista de Analisis Economico* , 32 (1).
- Yeoh, K., & Suhal, K. (2019, Septembre). The Effect of Money Supply, Exchange Rate, and Interest Spread toward the Performance of Stock Market in Malaysia. *Widyakala* , 6 (2).

قائمة المراجع العربية:

- السعودية هيئة السوق المالية. الأسواق المالية والمؤثرات الاقتصادية، البرنامج التوعوي "ثمين". الرياض، السعودية.
- أمينة بودريوة. (2019). واقع وآليات تفعيل بورصة الجزائر لتمويل الاقتصاد الجزائري. *المجلة العلمية المستقبل الاقتصادي* ، 7 (1).
- آيات حسين، و عليا الخفاجي. (2016). أثر بعض المتغيرات النقدية على أداء الأسواق المالية - الولايات المتحدة الأمريكية والصين. جامعة كربلاء، العراق.
- بورصة، و تونس. (2018). بورصة تونس. تاريخ الاسترداد 02 21 2019، من www.bvmt.com.tn.
- تونس البنك المركزي التونسي. (2018). البنك المركزي التونسي. تونس: البنك المركزي.
- تونس بورصة تونس. (2017). التقرير السنوي. تونس: بورصة تونس.
- جمال ناجي. (2012). مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل (المجلد 1). لبنان: المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع.
- خالد نجاد السواعي. (2012). *Eviews* والقياس الاقتصادي. عمان، الأردن: دار الكتاب الثقافي.
- رنا البطري. (2021). أثر المتغيرات الاقتصادية في مؤشر سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية - سوق الأوراق المالية المصري. *المجلة المصرية للتنمية والتخطيط* ، 29 (2).
- زكريا يحيى الجمال. (2012). اختبار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية. *العلوم الإحصائية* (21).
- زياد رمضان، و مروان شموط. (2007). *الأسواق المالية*. القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- سميرة لطرش. (2010). كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم. جامعة قسنطينة، الجزائر.
- صالح سري. (2017). دراسة اثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية - دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر-. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه. المسيلة، جامعة محمد بوضياف، الجزائر.
- صندوق النقد العربي. (2006..2022). *أداء الأسواق المالية العربية*. الامارات العربية المتحدة: صندوق النقد العربي.
- صندوق النقد العربي. (2018). *أداء الأسواق المالية العربية*. النشرة الفصلية للربع الرابع، الامارات العربية المتحدة.
- صندوق النقد العربي. (2021). *أداء الأسواق المالية العربية*. الامارات العربية المتحدة: قسم الأسواق المالية.
- صندوق النقد العربي. (2020). *أداء الأسواق المالية العربية*، قسم الأسواق المالية. النشرة الفصلية للربع الرابع.

- صندوق النقد العربي. (2022). أداء الأسواق المالية العربية، قسم الأسواق المالية. النشرة الفصلية للربع الرابع.
- صندوق النقد العربي. (2021). أداء الأسواق المالية العربية، قسم الأسواق المالية، النشرة الفصلية للربع الرابع 2021. النشرة الفصلية للربع الرابع، الامارات العربية المتحدة.
- صندوق النقد العربي صندوق النقد العربي. (2020). أداء الأسواق المالية العربية. الامارات العربية المتحدة: قسم الأسواق المالية.
- عادل القضماني، و رامي علي. (2016). أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم " بحث في سوق دمشق للأوراق المالية". مجلة جامعة البعث ، 8 (2).
- عدنان حسين يونس. (2011). التمويل الخارجي وسياسات الإصلاح الاقتصادي، تجارب عربية (الإصدار 1). عمان، الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع.
- عمرو محي الدين. (2000). المال والصناعة. بنك الكويت الصناعي (18).
- محمد براق، و حفيظ عبد الحميد. (2016). أثر متغيرات السياسة النقدية على أسعار الأسهم في سوق مسقط للأوراق المالية. معارف ، 10 (20).
- محمود صالح عطية. (2012). تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية. ديالي (54).
- مريم بوثلجة، و السعيد بريكة. (2018). أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان. العلوم الإنسانية ، أ (50).
- نوال بن لكحل. (2015). واقع الأسواق المالية العربية وسبل تطويرها. الاقتصاد الجديد ، 02 (13).
- هدى بن عبيد، و فريد بن ختو. (2021). دراسة اقتصادية تحليلية للتنبؤ بمبيعات البنزين الممتاز في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة نفطال، حاسي مسعود. مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية ، 07 (01).
- هوشيار معروف. (2003). الاستثمارات والأسواق المالية . الأردن: صفاء للنشر والتوزيع.
- وليد صافي، و أنس البكري. (2008). الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع. عمان: المستقبل للنشر والتوزيع.

الملاحق:

الملحق رقم (01): قيم متغيرات الدراسة بالجزائر (2006-2022)

السنوات	مليون \$ CAP	مليار \$ GDP	IR %	INFR %	MSR %	SR %
2006	0,096	117,03	1,80	2,30	57,28	57,06
2007	0,097	134,98	1,80	3,70	64,09	56,67
2008	0,092	171,01	1,80	4,90	62,98	56,61
2009	0,091	137,21	1,80	5,70	73,16	46,29
2010	0,106	161,21	1,80	3,90	69,05	48,45
2011	0,136	200,01	1,80	4,50	68,06	48,15
2012	0,127	209,06	1,80	8,90	67,95	47,53
2013	0,125	209,76	1,80	3,30	71,73	46,21
2014	0,111	213,81	1,80	2,90	79,310	44,11
2015	0,091	165,98	1,80	4,80	81,99	37,43
2016	0,088	160,03	1,80	6,40	78,88	36,60
2017	0,085	170,11	1,80	5,60	79,33	38,49
2018	0,378	171,91	1,80	4,30	81,58	40,73
2019	0,350	171,76	1,80	2,00	80,54	38,31
2020	0,326	145,74	1,80	2,40	96,01	33,43
2021	0,329	163,47	1,80	7,20	90,94	38,20
2022	0,488	191,91	1,80	9,30	84,24	43,45

الملحق رقم (02): قيم متغيرات الدراسة بمصر (2006-2022)

السنوات	مليون \$ CAP	مليار \$ GDP	IR %	INFR %	MSR %	SR %
2006	93,496	107,43	6,00	7,60	97,39	17,11
2007	138,828	130,44	6,10	9,30	96,21	16,27
2008	85,923	162,82	6,60	18,30	88,39	16,79
2009	91,092	189,15	6,50	11,80	83,15	12,55
2010	84,109	218,98	6,20	11,30	80,74	14,26
2011	48,679	235,99	6,70	10,10	75,79	12,98
2012	61,621	279,12	7,60	7,10	69,71	8,11
2013	61,517	288,43	7,70	9,50	74,61	7,87
2014	69,908	305,61	6,90	10,10	75,44	5,21
2015	54,913	329,37	6,90	10,40	77,98	5,81
2016	34,463	332,44	7,90	13,80	98,130	5,480
2017	44,433	248,36	12,10	29,50	87,61	4,34
2018	44,859	262,59	12,30	14,40	77,76	8,77
2019	44,080	318,68	10,90	9,200	73,45	12,22
2020	41,195	383,82	7,80	5,00	79,97	8,81
2021	48,715	424,67	7,40	5,20	87,38	6,44
2022	35,161	476,75	8,40	13,90	94,39	10,21

الملحق رقم (03): قيم متغيرات الدراسة بتونس (2006-2022)

السنوات	مليون \$ CAP	مليار \$ GDP	IR %	INFR %	MSR %	SR %
2006	4,222	34,38	3,25	3,20	55,34	21,56
2007	5,340	38,92	3,25	3,00	57,57	21,79
2008	6,304	44,86	3,25	4,30	58,87	22,49
2009	9,237	43,46	2,25	3,70	62,58	21,35
2010	10,612	46,21	2,80	3,30	62,04	21,71
2011	9,648	48,12	2,00	3,20	66,37	17,040
2012	8,874	47,31	2,00	4,60	65,76	16,37
2013	8,590	48,69	2,750	5,30	65,27	14,50
2014	9,295	50,27	3,50	4,60	65,31	16,80
2015	8,736	45,78	3,50	4,40	65,42	11,29
2016	8,762	44,36	3,50	3,60	66,61	9,97
2017	8,854	42,16	4,00	5,30	69,66	8,92
2018	9,781	42,69	5,00	7,30	67,37	10,06
2019	8,657	41,91	5,00	6,70	68,68	9,37
2020	8,387	42,54	5,00	5,60	77,88	4,40
2021	8,038	46,69	5,00	5,70	77,61	5,16
2022	8,147	46,66	6,25	8,30	76,27	6,47

الملحق رقم (04): قيم متغيرات الدراسة بالمغرب (2006-2022)

السنوات	مليون \$ CAP	مليار \$ GDP	IR %	INFR %	MSR %	SR %
2006	49,415	75,88	3,7	3,3	89,99	32,08
2007	75,495	86,95	3,70	2,00	99,11	31,40
2008	65,748	101,82	3,90	3,70	101,36	31,77
2009	74,186	101,15	3,80	1,0	105,02	29,41
2010	69,386	100,87	3,70	1,00	105,05	29,11
2011	60,090	110,08	3,80	0,90	106,59	27,94
2012	52,605	106,94	3,80	1,30	107,53	26,26
2013	55,329	115,74	3,90	1,90	105,13	26,35
2014	53,369	119,13	3,90	0,40	108,46	19,15
2015	45,957	110,41	3,80	1,60	106,48	22,88
2016	57,608	111,57	3,50	1,60	109,88	22,30
2017	67,098	118,54	3,10	0,80	110,46	22,69
2018	61,378	127,34	3,10	1,80	110,49	22,54
2019	50,322	128,920	3,000	0,300	110,540	22,78
2020	65,715	121,35	2,90	0,70	128,87	21,52
2021	74,547	142,87	2,60	1,400	121,54	21,97
2022	54,254	134,18	2,50	6,70	123,59	20,69

مصادر الملاحق:

<http://ar.knoema.com/atlas>

<http://ar.knoema.com/atlas>

<http://ar.knoema.com/atlas>

<https://data.albankaldawli.org/indicatorNY.GDP.CD> 21/03/2019

data source .last updated date:

• معدل التضخم/الجزائر، مصر، تونس، المغرب

• سعر الفائدة/الجزائر ثم مصر، تونس، المغرب

• إجمالي الناتج المحلي/الجزائر، مصر، تونس، المغرب

• البنك الدولي:

• مؤشرات التنمية العالمية، البنك الدولي