

تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة
دراسة قياسية لعينة من أسواق الدول الناشئة للفترة (1990-2018)

**Impact of Capital Account Liberalization on The Performance of Emerging
Stock Markets
Empirical Study for a sample of Emerging Markets countries for the Period
(1990-2018)**

مراد بوسعدية^{1*}، محمد لحسن علاوي²

¹ مخبر متطلبات تأهيل وتنمية الاقتصاديات النامية في ظل الانفتاح الاقتصادي العالمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح
ورقلة (الجزائر) Boussadia.mourad@yahoo.fr

² مخبر متطلبات تأهيل وتنمية الاقتصاديات النامية في ظل الانفتاح الاقتصادي العالمي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح
ورقلة (الجزائر) Elhassen.allaoui@gmail.com

تاريخ النشر : 2021/12/31

تاريخ القبول : 2021/12/13

تاريخ الاستلام : 2021/09/16

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة لعينة تتكون من 06 دول للفترة (1990-2018) باستخدام نماذج البانل (Panel Models)، وقد تم الاعتماد على مؤشر Chinn-Ito للتحرير المالي المعروف بـ KAOPEN والصادر عن أعمالها سنة 2006 لقياس تحرير حساب رأس المال، ومؤشرات الرسملة السوقية، حجم التداول ومعدل الدوران للتعبير عن أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة الصادرة عن مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة، وأثر موجب ومعنوي للقروض الممنوحة من البنوك للقطاع الخاص على الرسملة السوقية، في حين وجود أثر سلبي غير معنوي لكل من التضخم وسعر الصرف على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة للدول محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية : تحرير حساب رأس المال، مؤشر KAOPEN، أداء سوق الأوراق المالية، نماذج البانل، دول ناشئة.

تصنيف JEL : F21، E44، G12، C33

Abstract:

The study aimed to analyse the impact of capital account liberalization on the performance of stock markets emerging for a sample of 06 countries for the period (1990-2018) using the panel models, by employing the chinn-ito index (Kaopen) of financial openness (Journal of Development Economics, 2006) as a proxy to measuring capital account liberalization, and market capitalization, traded value and turnover ratio as a proxies indices to measuring emerging stock markets performance which are issued by world development indicators. The study found that there is a positif and significant effect for capital account liberalization on the performance of emerging stock markets, and a positif and significant effect of bank credit to the private sector on the market capitalization, while there is a negatif and an insignificant of both inflation and the exchange rate on the performance of emerging stock markets of the countries under study.

Key words: Capital account liberalization, KAOPEN Index, Stock Markets Performance, Panel Models, Emerging Countries

Jel Classification Codes : F21; E44; G12; C33

مقدمة:

سعت العديد من الدول النامية خلال العقدین الأخيرین من القرن العشرين إلى تبني سياسة التحرير المالي التي دعت إليها المؤسسات المالية والنقدية الدولية وأكدتها أعمال كل من (Shaw, McKinnon, 1973)، باعتبارها الحل الأمثل للخروج من سياسة الكبح المالي ولتسريع وتيرة النمو الاقتصادي، فقامت بإصلاحات مالية جذرية حررت على إثرها أسواقها المالية وألغت عديد القيود والضوابط ومختلف أشكال الرقابة على تدفقات رؤوس الأموال القصيرة والطويلة الأجل من وإلى البلدان النامية؛

ولاشك أن تحرير الدول النامية لحساباتها الرأسمالية التي هي جوهر عملية التحرير المالي الخارجي، ضرورة حتمية لما تفرضه مقتضيات الاندماج في الاقتصاد العالمي في ظل عولمة الأنشطة الاقتصادية والمالية، وبإيعاز وضغط من المؤسسات والهيئات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي، البنك الدولي واتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية)، إلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال (المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وكذا القيود على الودائع والقروض الأجنبية) سوف يمكن المستثمرين المحليين من الوصول إلى رأس المال الأجنبي، ومن جهة أخرى تمكن المستثمرين الأجانب من الدخول إلى السوق الوطنية، سواء عن طريق تحرير المنافسة ودخول مؤسسات مالية أجنبية أو المساهمة في رأس مال الشركات الوطنية، أو عن طريق تحرير أسواق الأوراق المالية من خلال تمكين المستثمرين الأجانب من امتلاك الأسهم في أسواق هذه الدول، ومن المتوقع أن تحرير تدفقات رؤوس الأموال من شأنها تحقيق العديد من المكاسب في الدول النامية، كزيادة تكامل المراكز المالية الدولية، وتوفير فرص نفاذ المؤسسات المالية المحلية إلى مصادر التمويل الدولية، مما قد ينعكس إيجاباً على تحقيق معدلات النمو والتنمية المرجوة؛

إلا أن الإشكال المطروح هو مدى استقطاب الأسواق المالية للدول النامية لرؤوس الأموال الأجنبية، وما هي مخاطر تحرير تدفقات رؤوس الأموال على أسواق الأوراق المالية الناشئة، خاصة في ظل الأزمات المصرفية وأزمات العملة التي شهدتها أسواق هذه الدول على غرار أزمة جنوب شرق آسيا 1997.

✓ الإشكالية: سوف نحاول من خلال هذه الورقة معالجة الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير تحرير حساب رأس المال على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة؟

✓ فرضيات الدراسة: لمعالجة هذه الإشكالية انطلقنا من الفرضية التالية:

يؤثر تحرير حساب رأس المال سلباً على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة.

ولغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة سوف نقوم بدراسة قياسية باستخدام نماذج البانل (Panel Models) لتحليل تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة بالتطبيق على عينة من 06 دول للفترة (1990-2018).

أهمية وأهداف الدراسة:

يعد تحرير حساب رأس المال الذي هو جوهر عملية التحرير المالي الخارجي تحدياً رئيسياً أمام حكومات الدول النامية لجذب الاستثمارات الأجنبية، تمويل ميزان المدفوعات، تكوين المحافظ المالية وتحسين كفاءة الأسواق المالية المحلية، خاصة أمام تسارع الدول النامية إلى تبني سياسة التحرير المالي التي دعت إليها المؤسسات المالية والنقدية الدولية في أواخر القرن العشرين من أجل الخروج من سياسة الكبح المالي وتسريع وتيرة اندماجها وتكاملها في الاقتصاد العالمي.

وتكمن أهداف الدراسة في تسليط الضوء على الجانب النظري لتحرير حساب رأس المال، دوافع ومبررات تحريره، ومن جهة أخرى الوقوف على مدى تأثير تحرير حساب رأس المال على تطور مؤشرات أداء الأسواق المالية للدول الناشئة من خلال دراسة قياسية لعينة من 06 دول للفترة (1990-2018)

I. الإطار النظري للدراسة (Theoretical Framework)

أولاً: تحرير حساب رأس المال (Capital Account Liberalization):

اتجهت العديد من الدول النامية في العقود القليلة الماضية إلى تبني سياسة التحرير المالي، باعتبارها جزءاً من عالم لم تعد فيه إزالة الحواجز والحدود خياراً بل واقع تلعب فيه عولمة الأنشطة الاقتصادية والمالية دوراً بارزاً، ويعتبر تحرير حساب رأس المال أحد الجوانب الأساسية لسياسة التحرير المالي (التحرير المالي الخارجي)، وذلك بإلغاء القيود على التدفقات والمعاملات في حساب رأس المال لميزان المدفوعات.

1- مفهوم تحرير حساب رأس المال:

يشير تحرير حساب رأس المال بشكل عام إلى أي قرار تتخذه حكومة الدولة للانتقال من نظام حساب رأس المال المغلق، حيث لا يجوز لرأس المال التحرك بحرية داخل وخارج البلد، إلى نظام حساب رأس المال المفتوح حيث يمكن لرأس المال الدخول والخروج حسب الرغبة (Henry, 2007, p. 887)، فهو بذلك يشمل منح الترخيصات للمستثمرين المحليين من أجل الحصول على قروض مصرفية أجنبية من أسواق الأوراق المالية الدولية والاستثمار المباشر في بلدان أخرى، يقابل ذلك التراخيص الممنوحة للمستثمرين الأجانب للاستثمار المباشر في ذلك البلد (Saeedi, 2018, p. 1141).

ويقصد بتحرير حساب رأس المال أيضاً التخلي عن الأدوات المباشرة للسياسة النقدية بما في ذلك تثبيت أسعار الفائدة وتوجيه القروض إلى قطاعات محددة، التي ينجم عنها تخصيص غير الكفاءة للموارد المالية بما يؤثر سلباً على النمو، الاستثمار والادخار (دويس و شغروش، 2018، صفحة 87)، وبالمعنى الضيق هو تحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها والتي من شأنها أن تعيق عملية تداول الأوراق المالية على المستويين المحلي والدولي (العقريب و بلوكاريف، 2016، صفحة 176).

وعموماً يمكن القول أن تحرير حساب رأس المال يمثل جوهر عملية التحرير المالي الخارجي، الذي يستلزم فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية وإلغاء ضوابط الصرف وإزالة الحواجز التي تعيق دخول المؤسسات الأجنبية، وإلغاء الحظر على المعاملات في حساب رأس المال تشمل: المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار في سوق الأوراق المالية، وكذا القيود على الودائع والقروض الأجنبية.

2- دوافع ومبررات تحرير حساب رأس المال:

يعتبر تحرير حساب رأس المال ضرورة حتمية للإندماج في الاقتصاد العالمي في ظل عولمة الأنشطة الاقتصادية والمالية، تحت ضغوطات المؤسسات والهيئات المالية الدولية مثل: صندوق النقد الدولي، البنك الدولي واتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، ويتوقع من تحرير تدفقات رؤوس الأموال تحقيق العديد من المكاسب كزيادة تكامل المراكز المالية الدولية، وتوفير فرص نفاذ المؤسسات المالية المحلية إلى مصادر التمويل الدولية، وكذلك سهولة دخول الشركات والمستثمرين الأجانب إلى الأسواق المحلية، مما قد ينعكس إيجاباً على تحقيق معدلات النمو والتنمية المرجوة، ويمكن تلخيص أهم دوافع تحرير حساب رأس المال في النقاط التالية (بلجيلية و بوراس، 2018، صفحة 235):

- ✓ المساهمة في جذب الاستثمار الأجنبي، وبالتالي تعبئة الادخار المحلي والأجنبي لتمويل الاقتصاد الوطني؛
- ✓ زيادة فعالية استخدام رأس المال العالمي وتقارب أسعار الفائدة تؤدي إلى زيادة الاستثمار وارتفاع الناتج المحلي،
- ✓ يساعد تدفق رأس المال في تمويل عجز الحساب الجاري وتراكم الاحتياطيات الأجنبية.
- ✓ خلق فرص استثمارية خارجية واسعة أمام فائض رؤوس الأموال الباحثة عن الربح فضلا عن تأمين هذه الأموال ضد المخاطر الكثيرة، وذلك من خلال تنويع الأدوات المالية الدولية (حسيب و كروش، 2020، صفحة 216).

3- المخاطر المترتبة عن تحرير حساب رأس المال:

يترتب عن تحرير حساب رأس المال تدفقات كبيرة ومفاجئة لرؤوس الأموال الأجنبية عبر الحدود الوطنية، سواء كانت هذه التدفقات دخولا إلى البلد أو خروجاً منه، وقد تصاحبها آثار وانعكاسات سلبية على الأسواق الناشئة للدول النامية نوجزها فيما يلي (شرفة، 2009، صفحة 256):

3-1. حالة تنامي تدفقات رؤوس الأموال نحو الداخل: في حالة حدوث صدمة فإن المستثمرون الأجانب يرغبون في زيادة استثماراتهم في البلد المضيف، الأمر الذي يترتب عنه توسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة في الطلب على السلع المحلية، وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم فضلا عن حدوث ارتفاع في سعر العملة المحلية (في حالة سعر الصرف الموعوم أو انخفاض في سعر الفائدة في حالة نظام سعر الصرف الثابت)، علما أن ارتفاع السعر الحقيقي سيؤدي إلى تراجع القدرة التنافسية للدولة وعدم استقرار الاقتصاد الكلي.

3-2. حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال نحو الخارج: قد يؤدي الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال إما لكونها من نوع الأموال الساخنة، أو نتيجة صدمة سلبية مثل حدوث تطور سياسي غير متوقع إلى انخفاض في ثمن تصدير السلع الأساسية وارتفاع ثمن السلع الأساسية المستوردة إلى ما يلي:

- ✓ في ظل نظام سعر الصرف الموعوم: يحدث انخفاضا فعليا في سعر العملة المحلية وتنخفض معه أسعار الأوراق المالية، وقد يرتفع سعر الفائدة المحلي أو يبقى على حاله تبعا لدرجة الإحلال بين الأصول المحلية والأجنبية؛
- ✓ في ظل نظام سعر الصرف الثابت: عند انخفاض أسعار الأوراق المالية المحلية يتدخل البنك المركزي للحد من تدهور قيمة العملة عن طريق عرض الاحتياطيات الأجنبية، فتنخفض هذه الأخيرة وتخلق موجة تشاؤمية تزيد من عمليات بيع الأوراق المالية، أو ترفع الحكومة من أسعار الفائدة لتعويض المستثمرين عن الخسارة التي لحقت بهم، مما يؤدي إلى رفع تكلفة الإقراض وبالتالي تنخفض معدلات الاستثمار.

ثانيا: أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة (Emerging Stock Markets Performance):

1- مفهوم وأهمية سوق الأوراق المالية الناشئة:

يعرف (Johnson, 1983 : P32) سوق الأوراق المالية على أنها مجموعة معقدة من المؤسسات والآليات التي يتم من خلالها جميع الأموال لأغراض استثمارية تتجاوز سنة واحدة، ويتيح للحكومة والأفراد المتاجرة من خلال تحويل الأدوات المالية القائمة أو قيد التداول (*instruments outstanding*)، وهي منظمة بشكل جيد قد تكون محلية وطنية، إقليمية وعالمية النطاق (Masoud, 2013, p. 789).

أما الأسواق المالية الناشئة فتعرف على أنها أسواق الأوراق المالية التي هي في مرحلة انتقالية، تتميز بزيادة الحجم، النشاط ومستوى التطور، فهي تتصف بمعدلات نمو مرتفعة في قيمة رسميتها السوقية أو في قيمة التداول لكن تبقى نسبة هذه المؤشرات إلى الدخل الوطني الإجمالي محدودة لاسيما عند مقارنتها مع مثيلاتها في الأسواق المالية المتطورة (بسبع و صديقي، 2017، صفحة 87).

وتعرف أيضا الأسواق الناشئة على أنها تلك الأسواق التي تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تعريف البنك الدولي، وأن يكون رأس المال القابل للاستثمار فيها منخفضا مقارنة بالناتج المحلي الخام (ساعد و سحنون، 2018، صفحة 173).

وتكمن أهمية سوق الأوراق المالية الناشئة فيما يلي:

- تعتبر ذات أهمية بالغة في إنشاء وتطوير اقتصاد تنافسي قوي، فهي مفتاح التحولات الهيكلية في أي اقتصاد، يتم من خلالها الانتقال من الاقتصاد التقليدي الجامد والغير آمن القائم على البنوك إلى اقتصاد أكثر مرونة وأمانا محصن ضد الصدمات والتقلبات وضعف ثقة المستثمرين (Masoud, 2013, p. 789).
- قدرة الأسواق الناشئة على توفير عوائد أعلى في ظل انخفاض معامل الارتباط بين عوائد هذه الأسواق والأسواق المتطورة، مما يتيح لها فرصة تنويع المحفظة الاستثمارية الدولية بأحسن توليفة ممكنة، بفضل ما تتمتع من خصائص تجذب الاستثمار الدولي (معدلات نمو عالية، عوائد أعلى) (بوداح و خياري، 2016، صفحة 416).
- استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية لتعبئة المدخرات وتوفير السيولة لتمويل المشاريع الاستثمارية، وتوجيه الموارد وتخصيصها.

2- مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (Stock Market Performance Indicators):

يتوقف الحكم على نمو وتطور أداء أي سوق مالي - متقدم أو نامي - على مجموعة مؤشرات يتم الاستناد إليها في تحليل البيانات وتقديم معلومات يمكن الاستفادة منها، ومن أهم المؤشرات المعتمدة لقياس أداء أسواق الأوراق المالية نجد:

2-1. الرقم القياسي لأسعار الأسهم:

هو مؤشر يقيس الأداء الكلي للسوق، ويتكون من أسعار مجموعة من الأوراق المالية يفترض أنها تستخدم كمقياس للتعبير عن الحركة العامة لسوق الأوراق المالية (علي و بلحمري، 2015، صفحة 291)، فهو مؤشر يسمح بدراسة وقياس عدم استقرار أسواق الأوراق المالية (Volatility) من خلال التغير الذي يحدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة، ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغير الذي يحدث في لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في الأساس أو في نقطة البدء، ويخضع بناء هذا المؤشر إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداول أوراقها في السوق المنظمة، على أن يتم اختيار هذه العينة بطريقة تسمح للمؤشر أن يعكس حالة السوق ككل أو قطاع معين منه، مثل مؤشر S&P500، NASDAQ؛

2-2. حجم السوق (Stock Market Size):

يعتبر حجم السوق من أهم المؤشرات التي تقيس درجة نمو وتطور أداء الأسواق المالية، ويمكن تحديد هذا المؤشر إما عن طريق معدل الرسملة السوقية أو عدد الشركات المدرجة في السوق.

✓ رسملة السوق (Stock Market Capitalization):

ويقصد بالرسملة السوقية القيمة السوقية لجميع الأصول المسجلة والمسعرة في البورصة فهي مؤشر سوقي مهم لقيمة الأسهم وقيمة الشركات بشكل عام (Pavone, 2019, p. 1358)، وتتغير الرسملة بتغير الأسعار في البورصة، الدخول أو الخروج من البورصة، الخصخصة،

رفع رأس مال الشركة، إلخ (خزان، 2017، صفحة 108)، وبحسب هذا المؤشر بقسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، وقد استخدم هذا المؤشر على نطاق واسع لقياس تطور أداء سوق الأوراق المالية لارتباطه بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع المخاطر، وتضمنه للأرباح المحتجزة للشركات، حيث تشير النسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى آفاق النمو المستقبلية وتطور سوق الأسهم. ويعاب عليه وجود بعض الأسواق ذات رأس مال سوقي كبير في حين حجم التعاملات بها صغيرا (El Wassal, 2013, p. 610).

✓ عدد الشركات المدرجة (Number of Listed Companies):

يمكن استخدام عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق، فالزيادة في عدد الشركات المدرجة بالسوق تدل على انتعاش الثقافة المالية في هذه السوق ويعني هذا أيضا أن عدد كبير من الشركات قد أصبحت تعتمد في تمويلها على سوق الأوراق المالية، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على السوق لتنوع الشركات المسجلة فيها ومن ثم يزيد حجم العمليات التي يجرئها عليها من شراء وتبادل الأوراق المالية لهذه الشركات (بسيوع و صديقي، 2017، صفحة 94)، إلا أن ما يعاب على هذا المؤشر فقد يفقد دلالة إن لم يصاحبه استخدام مؤشر رسملة، إذ يمكن أن نجد سوق مالي به عدد كبير من الشركات المدرجة فيه لكن معدل الرسملة السوقية لتلك الشركات صغير نسبيا.

3-2. سيولة السوق (Stock Market Liquidity):

يتفق معظم الخبراء والمحللين الاقتصاديين على مدلول واحد لمفهوم السيولة والتي يقصد بها القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة، دون أن يؤدي ذلك إلى تغيير كبير في قيمتها السوقية (بصيري، 2016، صفحة 89)، وتعتبر سيولة السوق مؤشرا هاما لجذب مختلف الفاعلين إلى البورصة عكس الأسواق الغير سائلة فهي غير مواتية للمستثمرين خاصة في فترة اضطرابات وتقلبات هذه الأخيرة، وتقاس سيولة السوق عادة من خلال مؤشران هاما هما:

✓ حجم التداول (Traded Value):

يقيس لنا هذا المؤشر حجم التعاملات أو عدد الصفقات (Total number of transactions) التي تتم على ورقة معينة أو في سوق الأوراق المالية ككل (Gul & Javed, 2009, p. 14)، خلال فترة زمنية محددة سواء كانت سنة، أو شهرا، أو أسبوعا، أو حتى يوما واحدا، وذلك بقسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي (مناصرية، 2016، صفحة 150)، ويكمل مؤشر معدل التداول مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة (Rose and Sara, 1996)، إذ من الممكن أن نجد حجم البورصة كبيرا نتيجة لعدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية للبورصة إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد.

✓ معدل الدوران (Turnover Ratio):

معدل دوران الأسهم هو مؤشر يعبر عن النسبة المئوية لقيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها لمدة زمنية معينة، حيث يستخدم هذا المؤشر في حال ارتفاعه للتعبير عن كثافة التداول في سوق الأوراق المالية واقتراب أسعارها من السعر العادل، ومن جهة أخرى يدل انخفاض المؤشر على انخفاض السيولة في السوق، ويكمل هو الآخر مؤشر الرسملة السوقية، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة (صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران)، وبالتالي يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية معينة.

2-4. تركيز السوق (Stock Market Concentration):

في بعض البلدان يهيمن عدد قليل من الشركات على السوق، فوجود سوق للأوراق المالية يحركه عدد قليل من الشركات يمكن أن يضعف الصلة بين أسعار أسهم الشركات الصغيرة وأدائها وآفاق نموها، مما يعني تأثر أسعار أسهم هذه الأخيرة بتحركات أسعار أسهم الشركات الرائدة في السوق، وتعد درجة التركيز العالي أمر غير مرغوب فيه لأنه يؤثر سلباً على سيولة السوق، ولقياس درجة التركيز في السوق يتم حساب مساهمة أكبر عشرة شركات في رسملة السوق (Demirguç-Kunt & Levine, 1996, p. 298)؛

II. الدراسات التجريبية (Empirical Evidence)

تناولت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة بين تحرير حساب رأس المال وأداء أسواق الأوراق المالية، نذكر منها:

أولاً: دراسة (Ross & Sara, 1998, pp. 1169-1183)، حيث قاما الباحثان بدراسة تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء سوق الأوراق المالية لعينة مكونة من 16 دولة للفترة 1980-1990، وهي الفترة التي عقيت تبني العديد من الدول النامية لسياسة التحرير المالي التي دعا إليها كل من (Shaw and Mckinon (1973) للخروج من حالة الكبح المالي، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لتحرير حساب رأس المال في أسواق الأوراق المالية المحررة لتصبح بعد التحرير أكبر حجماً، أكثر سيولة وتقلبا؛

ثانياً: دراسة (Edison & Warnock, 2003, pp. 81-103)، هدفت هذه الدراسة إلى قياس كثافة القيود المفروضة على رأس المال شهرياً لـ 29 سوقاً ناشئة، وبلاستناد إلى حجم القيود المفروضة على الملكية الأجنبية للأسهم الذي يعبر عن مدى ومستوى تطور التحرير المالي في أسواق هذه الدول، وتوصلت نتائج هذا البحث إلى أن التحرير المالي الكلي يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، في حين تزداد هذه الأخيرة بعد التحرير الجزئي، وأنه كلما زاد مستوى التحرير أدى ذلك إلى ارتفاع سعر الصرف وتدفقات رأس المال؛

ثالثاً: دراسة (Dhingra, 2004, pp. 1-61)، عاجلت الباحثة من خلال هذه الدراسة استراتيجيات التحرير التي يمكن أن تتبناها البلدان النامية لتحسين أدائها الاقتصادي، حيث قامت أولاً باختبار تأثير تحرير تدفقات رأس المال على نمو الناتج الإجمالي المحلي لمعرفة ما إذا كانت تدفقات رأس المال في بلد ما أفضل من تدفقات الديون، ثانياً، قامت بمقارنة آثار النمو لتحرير سوق الأسهم مع تحرير حساب رأس المال، بالتطبيق على عينة من 58 دولة نامية للفترة 1975 إلى 2000، وباستخدام طريقة العزوم المعممة : GMM، توصلت الدراسة إلى أنه يمكن للبلدان النامية من تحقيق معدلات نمو أعلى من خلال فتح أسواق الأوراق المالية الخاصة بها أمام المستثمرين الأجانب قبل تحرير حساب رأس المال بالكامل، وأن تحرير سوق الأسهم يساهم في زيادة معدل النمو بنسبة 3.8% سنوياً.

رابعاً: دراسة (Barnor & Wiafe, 2015, pp. 80-88)، هدف من خلالها الباحثان إلى دراسة تأثير الانفتاح المالي على تطور سوق الأوراق المالية في غانا، خلال الفترة 1997-2013، وذلك باستخدام نموذج ARDL، وخلصت الدراسة إلى أن الانفتاح المالي يؤثر بشكل كبير على تطور سوق الأوراق المالية على المدى القصير والطويل، ومن جهة أخرى أشارت نتائج الدراسة إلى أن الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أثرت بشكل سلبي على تطور سوق الأوراق المالية في غانا على المدى الطويل، دون أن يكون لها تأثير معنوي يذكر على المدى القصير.

خامساً: دراسة (Khalid, Shehzad, & Navqi, 2019, pp. 1-30) هدفت هذه الورقة إلى دراسة تأثير تحرير حساب رأس المال على حدوث أزمات في أسواق الأسهم، وذلك من خلال التطبيق على عينة مكونة من 64 دولة، خلال الفترة 1973-2016، وخلصت

الدراسة إلى أن إزالة القيود القانونية على حساب رأس المال تؤدي إلى زيادة تدفقات رأس المال والتي بدورها تؤدي إلى أزمات وانخيارات في سوق الأسهم (stock market crashes)، ومن جهة أخرى تحرير حساب رأس المال بشكل كلي دون قوانين وترتيبات تضبط تدفقات رأس المال تؤدي إلى المزيد من التقلبات في سوق الأسهم ومن المرجح حدوث إنخيارات في هذه الأسواق؛

III. دراسة قياسية لتأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة:

قامت العديد من الدول النامية خلال العقدين الماضيين من القرن العشرين بتحرير حساباتها الرأسمالية وفتحت على إثرها أسواقها المالية أمام التدفقات الرأسمالية الأجنبية، في محاولة منها لتبني سياسات التحرير المالي التي دعت إليها المؤسسات المالية والنقدية الدولية وأكدتها نظرية التحرير المالي التي جاء بها (Shaw, McKinnon, 1973) والتي اعتبرت كحل أمثل للخروج من سياسة الكبح المالي وتسريع وتيرة إندماجها في الاقتصاد العالمي، ولهذا الغرض تم الاعتماد على دراسة قياسية باستخدام نماذج السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data، لتحليل تأثير تحرير حساب رأس المال على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة، بالتطبيق على عينة عشوائية لـ (06 دول) بناء على توافر البيانات وهي: تركيا، ماليزيا، سنغافورة، تايلاند، الأرجنتين، الشيلي، وذلك خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2018.

– وقد تم الحصول على البيانات من : مؤشرات التنمية العالمية لسنة (2018)، وتحتوي مجموعة البيانات هذه على رسملة سوق الأوراق المالية، حجم التداول، معدل الدوران، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، التضخم، أما مؤشر تحرير حساب رأس المال فتم الحصول عليه باستخدام مؤشر Chinn-Ito المتاح على الموقع الإلكتروني للفترة (1970–2018).

أولاً: صياغة النموذج ومتغيرات الدراسة:

1. صياغة النموذج: تستند هذه الدراسة في تحديد النموذج على ما جاءت به النظريات الاقتصادية والدراسات التطبيقية السابقة من أجل أن يكون أكثر دقة وشمولاً، ويتم من خلاله الإجابة على الإشكالية المطروحة، وقد تمت صياغة هذا النموذج بدلالة المتغيرات التالية:

$$Stock\ Market\ Performance\ (SMP) = f(KAOPEN, INF, EXR, BANK)$$

ويمكننا كتابة هذا النموذج وفق المعادلة التالية:

$$SMP_i = \alpha_0 + \beta_1 KAOPEN_{i,t} + \beta_2 INF_{i,t} + \beta_3 EXR_{i,t} + \beta_4 Bank_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$I = 1, 2, \dots, N; T = 1, 2, \dots, T$$

$$SMP_i: \text{المتغيرات التابعة للنموذج القياسي حيث: } I = 1, 2, 3$$

النموذج الأول: تكون فيه الرسملة السوقية (Market Capitalization) كمؤشر للتعبير عن أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

النموذج الثاني: يكون فيه حجم التداول (Traded Value) كمؤشر للتعبير عن أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

النموذج الثالث: يكون فيه معدل الدوران (Turnover Ratio) كمؤشر للتعبير عن أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة؛

2. التعريف بمتغيرات الدراسة:

1.2 المتغيرات التابعة: أداء سوق الأوراق المالية الناشئة (Emerging Stock Market Performance)

الرسملة السوقية (Market Capitalization): ويحسب هذا المؤشر بقسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس حجم السوق المالي، ونرمز له بـ (MC).

حجم التداول (Traded Value): ويحسب هذا المؤشر بقسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ونرمز له بـ (TV).

معدل الدوران (Turnover Ratio): هو مؤشر يعبر عن النسبة المئوية لقيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها لمدة زمنية معينة، ونرمز له بـ (TR).

2.2 المتغيرات المستقلة:

تحرير حساب رأس المال (Capital Account Liberalization): ويتم قياسه باستخدام مؤشر Chinn-Ito للتحرير المالي الكلي المعروف بـ KAOPEN والصادر عن أعمالها سنة 2006، والذي يحسب من خلال 4 متغيرات ثنائية وهمية، والمنشور في التقرير السنوي عن ترتيبات الصرف وقيود الصرف (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchanges Restrictions)، وتقدم هذه المتغيرات معلومات عن مدى وطبيعة القيود المفروضة على المعاملات المالية الدولية لكل بلد، وتأخذ هذه المتغيرات القيمة 0 في حالة عدم التحرير، أو 1 في حالة التحرير، وتشمل (Samouel, 2015, p. 124):

K1: متغير يشير إلى وجود أسعار صرف متعددة.

K2: متغير يشير إلى وجود قيود على معاملات الحساب الجاري.

K3: متغير يشير إلى وجود قيود على المعاملات المتعلقة بحركة رؤوس الأموال (يحسب كل خمس سنوات).

K4: متغير يشير إلى وجود الالتزام بإعادة توظيف مداخل الصادات.

يضم مؤشر KAOPEN 182 دولة للفترة (1970-2018)، ويأخذ قيمة محصورة بين -1.92 والتي تمثل الحد الأقصى من القيود على حساب رأس المال، و2.33 التي تمثل الحد الأدنى من القيود المفروضة على حساب رأس المال، حيث كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر كلما كان حساب رأس المال أكثر تحرراً.

التضخم (Inflation): يعتبر التضخم كمؤشر مهم للتعبير عن استقرار الاقتصاد الكلي، فمن المتوقع أنه كلما ارتفع مستوى الاستقرار الاقتصادي (انخفاض التضخم)، زاد حافز المستثمرين في استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى استقرار سوق الأوراق المالية، ونرمز له بـ INF.

سعر الصرف (Exchange Rate): يكتسي سعر الصرف أهمية بالغة باعتباره أحد محددات النشاط الاقتصادي، وعامل مهم من العوامل المؤثرة على أداء أسواق الأوراق المالية، فالتدفقات الرأسمالية الكبيرة الناجمة عن تحرير التدفقات النقدية من وإلى الدولة من شأنها أن تجعل من سعر الصرف أحد المحددات الرئيسية لأسعار الأسهم وربحية الشركات، إذ نتوقع علاقة سلبية بين عدم استقرار أسعار الصرف وأداء أسواق الأوراق المالية الناشئة من خلال التقلبات التي يمكن أن تحدث في عوائد وأسعار الأوراق المالية، ونرمز له بـ EXR.

البنوك (Banks): قمنا بإدراج هذا المتغير لتحديد ما إذا كان أداء سوق الأوراق المالية يرتبط ارتباطاً وثيقاً بتنمية القطاع المصرفي، ويرى (Barnor, Wiafe, 2015) أن الكثير من الدراسات تستخدم مؤشر M2/GDP كمقياس للعمق المالي، لكن وفقاً لـ (King and Levine, 1993) فإن هذا المؤشر لا يخبرنا ما إذا كانت هذه الالتزامات هي التزامات البنك المركزي أو البنوك التجارية أو مؤسسات الإيداع

الأخرى، لذا نستخدم مؤشر قيمة الائتمان المحلي الذي يقدمه النظام المصرفي إلى القطاع الخاص بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي كمقياس لتطور القطاع المصرفي (Private Credit/GDP)، ونرمز له بـ *Bank*.

ثانياً: تقدير نماذج الدراسة من خلال نماذج البانل الثلاثة:

يتم في هذه المرحلة تقدير نماذج الدراسة باستخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية من خلال نماذج البانل الثلاثة وهي: نموذج الإنحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)، ومن ثم إختيار النموذج الأنسب للبيانات المعتمدة في الدراسة.

جدول رقم (01): نتائج تقدير نماذج الدراسة من خلال نماذج البانل الثلاثة

النماذج	المتغيرات المستقلة	Pooled Model	Fixed Affects	Random Affects
المتغير التابع (MC) الرسملة السوقية	KAOPEN	6.785422 (0.0000)	1.373799 (0.1714)	1.647370 (0.1013)
	INF	-0.056134 (0.9553)	-0.210981 (0.8332)	-0.239873 (0.8107)
	EXR	0.520475 (0.6034)	-0.582055 (0.5613)	-0.601339 (0.5484)
	BANK	9.979474 (0.0000)	1.148699 (0.2524)	2.150691 (0.0329)
	C	1.923061 (0.0562)	5.637223 (0.0000)	3.306763 (0.0012)
	R ²	0.550493	0.759157	0.048916
	F-statistic	51.74181	57.43801	2.172995
	Prob(F-statistic)	0.000000	(0.000000)	(0.074114)
	Durbin-Watson	0.721686	1.137162	1.079838
المتغير التابع (TV) حجم التداول	KAOPEN	5.335393 (0.0000)	0.080629 (0.9358)	1.035603 (0.3019)
	INF	-0.602857 (0.5474)	-0.493632 (0.6222)	-0.485199 (0.6282)
	EXR	-5.733714 (0.0000)	0.310660 (0.7565)	-1.470549 (0.1433)
	BANK	5.911870 (0.0000)	-0.438387 (0.6617)	1.004653 (0.3156)
	C	4.547968 (0.0000)	5.205841 (0.0000)	3.775064 (0.0002)
	R ²	0.425174	0.668432	0.022297
	F-statistic	31.25054	36.73553	0.963539
	Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000	0.429035
	Durbin-Watson	0.560740	0.900128	0.830879
المتغير التابع	KAOPEN	-0.504981 (0.6142)	2.217770 (0.0279)	2.000024 (0.0471)

-0.572883 (0.5675)	-0.483336 (0.6295)	-1.116111 (0.2660)	INF	(TV) معدل الدوران
-2.382162 (0.0183)	-1.138685 (0.2565)	-5.060926 (0.0000)	EXR	
-0.20559 (0.8374)	1.023038 (0.3078)	-2.456585 (0.0150)	BANK	
4.939464 (0.0000)	3.609215 (0.0004)	9.964939 (0.0000)	C	
0.042159	0.596340	0.160956	R ²	
1.859601	26.92033	8.104910	F-statistic	
0.119812	0.000000	0.000005	Prob(F-statistic)	
1.116614	1.283974	0.634991	Durbin-Watson	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

- تمثل القيم بين قوسين مستوى المعنوية عند (5%)

يتضح من خلال نتائج التقدير لنماذج البائل الثلاثة الموضحة في الجدول (01) معنوية كل من نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، بإعتبار أن القيمة المعنوية (sig) لإختبار فيشر هي أقل من 0.05 وذلك في نماذج الدراسة الثلاثة (MC، TV و TR)، في حين عدم معنوية نموذج التأثيرات العشوائية، ولهذا لا بد من إجراء الإختبارات الإحصائية لتحديد النموذج الأكثر ملائمة لمتغيرات الدراسة.

1. إختبار (Breush and Pagan, 1980):

قدم هذا الإختبار لأول مرة من طرف Breush and Pagan سنة 1980 والذي يستخدم مضاعف لاغرونج (Standard Lagrange Multiplier Test)، ويسمح بالمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة تحت الفرضيتين التاليتين:

الفرضية الصفرية: نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم

الفرضية البديلة: نموذج التأثيرات الثابتة أو التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

جدول رقم (02): نتائج إختبار مضاعف لاغرونج لنماذج الدراسة الثلاثة

النموذج	نوع الإختبار	قيمة الإختبار	P value
النموذج الأول (MC)	Breush and Pagan	135.2855	0.0000
النموذج الثاني (TV)	Breush and Pagan	171.3354	0.0000
النموذج الثالث (TR)	Breush and Pagan	472.7902	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

تشير نتائج المفاضلة باستخدام مضروب لاغرونج كما هو موضح في الجدول (2) إلى رفض الفرضية العدمية (Pooled Regression Model) وقبول الفرضية البديلة (Fixed Affects Model or Random Affects Model) وذلك في النماذج القياسية الثلاثة محل الدراسة (MC، TV و TR)، حيث بلغت القيمة الاحتمالية في النماذج الثلاثة (0.000) وهي أقل من (0.05).

2. إختبار هوسمان (Hausman test):

بعد التأكد في المرحلة الأولى من عدم صلاحية نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، تنتقل إلى المرحلة الثانية من خلال المقاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) ولتحقيق هذا الغرض تم إجراء اختبار (Hausman test) والنتائج موضحة في الجدول الموالي.

جدول رقم (03): نتائج اختبار هوسمان (Hausman test) للمتغيرات التابعة (MC، TV و TR)

النموذج	نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P value
النموذج الأول (MC)	Chi-Sq Statistic	9.840092	0.0432
النموذج الثاني (TV)	Chi-Sq Statistic	13.802335	0.0080
النموذج الثالث (TR)	Chi-Sq Statistic	23.915779	0.0001

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

أثبتت نتائج اختبار (Hausman test) الموضحة في الجدول أعلاه من خلال المقارنة بين القيم الإحصائية المحسوبة Chi-Sq والقيم الجدولية أن القيم المحسوبة أكبر من القيم الجدولية، وهو ما تؤكد القيم الإحصائية التي بلغت في النماذج الثلاثة على الترتيب (0.0432)، (0.0080)، و(0.0001) والأقل من 0.05، وعليه نعتبر نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) أفضل نموذج ملائم لهذه الدراسة.

3. اختبار (Autocorrelation test in Fixed Affects Model)

إن وجود ارتباط تسلسلي (Serial Correlation) بين القيم المتتالية للحد العشوائي (البواقي Residuals) يخل بأحد الافتراضات التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، ويمكن الكشف عن مشكلة وجود ارتباط ذاتي لبواقي التقدير من خلال اختبار (Breusch and Pagan LM) كما هو موضح في الجدول الموالي.

جدول رقم (04): نتائج اختبار Autocorrelation test in Fixed Affects Model

النموذج	نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P value
النموذج الأول (MC)	Breusch-Pagan LM	58.95940	0.0000
النموذج الثاني (TV)	Breusch-Pagan LM	70.37107	0.0000
النموذج الثالث (TR)	Breusch-Pagan LM	34.04498	0.0034

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

تشير نتائج فحص اختبار (Breusch and Pagan LM) أن القيم الإحصائية لهذه الاختبارات بلغت (0.0000) في النماذج الثلاثة وهي أقل من (0.05)، مما يعني رفض فرضية العدم (No cross-section dependence (correlation) in residuals) وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين البواقي (Cross-section dependence in residuals)، وللتخلص من مشكلة الارتباط التسلسلي بين بواقي التقدير يقترح العديد من الباحثين في مثل هذه الحالات استخدام نموذج (Seemingly Unrelated Regression (SUR (Arnold Zellner, 1962) (Sumer, 2012, pp. 63-72) والجدول رقم (05) يوضح نتائج تقدير (Fixed Affects Model) باستخدام نموذج (SUR) للمتغيرات التابعة للنموذج القياسي.

جدول رقم (05): نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة (SUR Model) للمتغيرات التابعة (MC، TV و TR)

المتغيرات المستقلة	النموذج الأول (MC)	النموذج الثاني (TV)	النموذج الثالث (TR)
KAOPEN	3.404660 (0.0008)	3.649379 (0.0004)	4.788894 (0.0000)
INF	-1.258646 (0.2090)	-1.667930 (0.0972)	-1.194584 (0.2340)
EXR	-1.492472 (0.1375)	-3.564152 (0.0005)	-2.374439 (0.0187)
BANK	2.384807 (0.0182)	0.782756 (0.4349)	0.944485 (0.3463)
C	16.62235 (0.0000)	8.385281 (0.0000)	10.75624 (0.0000)
R ²	0.808142	0.768760	0.798918
F-statistic	76.75559	60.58006	72.39870
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000	0.000000
Durbin-Watson	1.203178	1.2698884	1.493361

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

انطلاقاً من نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model (SUR)) المختار في هذه الدراسة فإن معادلات التقدير في نماذج

الدراسة الثلاثة تكتب على الشكل:

$$MC = 16.62235 + 3.404660*KAOPEN - 1.258646*INF - 1.492472*EXR + 2.384807*BANK \quad (1)$$

$$TV = 8.385281 + 3.649379*KAOPEN - 1.667930*INF - 3.564152*EXR + 0.782756*BANK \quad (2)$$

$$TR = 10.75624 + 4.788894*KAOPEN - 1.194584*INF - 2.374439*EXR + 0.944485*BANK \quad (3)$$

من المعادلات المقدرة (1)، (2) و (3) نلاحظ أن متغير تحرير حساب رأس المال (KAOPEN) معنوي موجب عند مستوى الدلالة 5% في النماذج الثلاثة، حيث بلغت قيمة إحصائية ستودنت للمعالم المقدرة (3.40)، (3.64) و (4.78) على التوالي، بينما نجد متغير سعر الصرف (EXR) معنوي سالب في النموذج الثاني والثالث، أما متغير (BANK) فهو معنوي في النموذج الأول فقط، في حين عدم معنوية معدل التضخم (INF) في النماذج الثلاثة.

أما قيمة معامل التحديد R² فبلغت (0.80)، (0.76) و (0.79) في النماذج الثلاثة على الترتيب، أي أن المتغيرات المستقلة تساهم في تفسير أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة للدول محل الدراسة بـ (80%)، (76%) و (79%) في النماذج الثلاثة على التوالي، أما النسب المتبقية فتفسرها متغيرات أخرى لم تدرج في الدراسة، وفي المقابل تشير إحصائية (DW) التي بلغت (1.20)، (1.26) و (1.49) على التوالي الأمر الذي يثبت عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء وهو ما يؤكد اختبار (Breusch-Pagan LM) كما هو موضح بالجدول الموالي.

جدول رقم (06): نتائج اختبار Autocorrelation test in Fixed Affects Model

النموذج	نوع الاختبار	قيمة الاختبار	P value
النموذج الأول (MC)	Breusch-Pagan LM	5.924984	0.9810
النموذج الثاني (TV)	Breusch-Pagan LM	10.00119	0.8197

0.3284	16.84199	Breusch-Pagan LM	النموذج الثالث (TR)
--------	----------	------------------	---------------------

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات Eviews 10

تشير نتائج فحص إختبار (Breusch-Pagan LM) الموضحة في الجدول أعلاه أن القيم الإحتمالية لهذه الإختبارات بعد تطبيق نموذج (SUR) بلغت في النماذج الثلاثة على الترتيب 0.9810، 0.8197 و 0.3284 وهي أكبر من 0.05، مما يعني قبول فرضية عدم التنص على عدم وجود مشكلة إرتباط ذاتي بين بواقي التقدير (No cross-section dependence (correlation) in residuals).

ثالثاً: تحليل ومناقشة النتائج (Result and discussion)

بعد التأكد من قبول نموذج ذو التأثيرات الثابتة باستخدام (Seemingly Unrelated Regression (SUR)) نستخلص النتائج التالية:

تحرير حساب رأس المال (KAOPEN): يؤثر تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة (SMP) بشكل موجب ومعنوي عند مستوى دلالة 5%، مما يعني وجود علاقة طردية بين تحرير حساب رأس المال وأداء أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث كلما زاد مستوى تحرير حساب رأس المال بـ 1% أدى ذلك إلى زيادة الرسملة السوقية، حجم التداول ومعدل الدوران بـ 2.45%، 2.05% و 3.49% على الترتيب، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات كل من (Rose Levine, Sara Zervos, 1998)، و (Dhingra, 2004)، وهذا ما ينفي صحة فرضية هذه الدراسة وعليه فتحير حساب رأس المال يؤدي إلى تعزيز جذب الاستثمارات الأجنبية، تكوين وتنويع المحافظ وتحسين كفاءة ومؤشرات أداء الأسواق والمؤسسات المالية المحلية.

مؤشر قيمة الائتمان المحلي الذي يقدمه النظام المصرفي إلى القطاع الخاص (BANK): له أثر إيجابي ومعنوي عند مستوى دلالة 5% على مؤشر الرسملة السوقية، أي أن هناك علاقة طردية بين مؤشر الائتمان المحلي التي تقدمه البنوك إلى القطاع الخاص ومؤشر رسملة السوق، فزيادة القروض التي يقدمها النظام المصرفي إلى القطاع الخاص (Private Credit/GDP) بـ 1% تؤدي إلى زيادة هذا المؤشر بـ 0.013%، في حين وجود علاقة غير معنوية لهذا المتغير على مؤشرا حجم التداول ومعدل الدوران عند مستوى دلالة 5%، مما يعني غياب علاقة واضحة لارتباط أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة بتطوير وتنمية القطاع المصرفي.

وجود أثر سلبي غير معنوي للتضخم على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث كلما زاد التضخم بـ 1% أدى ذلك إلى انخفاض في الرسملة السوقية، حجم التداول ومعدل الدوران بـ 0.003%، 0.005% و 0.02% على الترتيب، وهذا ما يتوافق مع الأدبيات النظرية في التأثير السلبي لارتفاع معدلات التضخم على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، فكلما انخفض مستوى الاستقرار الاقتصادي (زيادة التضخم)، انخفض حافز المستثمرين في استثمار أموالهم في سوق الأوراق المالية، مما يؤدي إلى عدم استقرار سوق الأوراق المالية.

وجود تأثير سلبي معنوي لسعر الصرف على معدل الدوران، حيث كلما زادت تقلبات سعر الصرف بـ 1% أدى إلى انخفاض معدل الدوران بنسبة تقدر بـ 0.02%، ووجود تأثير سلبي غير معنوي لكل من سعر الصرف على كل من مؤشري الرسملة السوقية وحجم التداول. فتحير التدفقات الرأسمالية من وإلى الدولة قد تؤدي إلى تقلبات سعر الصرف من خلال التأثير على عوائد وأسعار الأوراق المالية.

الخاتمة:

قامت العديد من الدول النامية بتحرير حساباتها الرأسمالية خلال العقدين الماضيين من القرن العشرين في إطار تبنيها لسياسة التحرير المالي التي دعت إليها المؤسسات المالية والنقدية الدولية وأكدت أعمال كل من (Shaw, McKinnon, 1973) للخروج من سياسة الكبح المالي وتسريع وتيرة تكاملها المالي واندماجها في الاقتصاد العالمي، ففتحت على إثر ذلك أسواقها المالية وألغت مختلف أشكال القيود والضوابط على تدفقات رؤوس الأموال، بما يمكن المستثمرين المحليين من الولوج إلى رأس المال الأجنبي وتمكين المستثمرين الأجانب من دخول السوق الوطنية والعمل على تعزيز تنافسية أسواقها المالية. غير أن تعظيم المكاسب المترتبة عن تحرير حساب رأس المال أمام ما تعانيه أسواق الدول الناشئة من ضعف هيئات الرقابة والإشراف على الأسواق المالية مقرونة بضعف أنظمة الصرفية، يفرض على حكومات الدول النامية القيام بإصلاحات مالية هيكلية تسبق عملية التحرير وكذا تسلسل وديناميكية تحرير التدفقات الرأسمالية وتخفيف ضوابط الصرف، وقد أثبتت نتائج الدراسة القياسية وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتحرير حساب رأس المال المعبر عنه بمؤشر KAOPEN على أداء الأسواق المالية الناشئة للدول محل الدراسة خلال الفترة (2018-1996)، وهو ما قد يوحي بالجهودات التي تبذلها حكومات هذه الدول من أجل تدعيم المكاسب المرجوة والمترتبة عن تحرير حساب رأس المال بما ينعكس إيجاباً على نمو وتطور أداء أسواقها المالية وتعزيز تنافسيتها، وفي المقابل هذا لا يتناف مع وجود مخاطر وتحديات كبيرة نتيجة تحرير الدول الناشئة لحساباتها الرأسمالية وهو ما أثبتته التجارب الدولية إذ أن دعم التمويل الخارجي يمكن أن يؤدي إلى عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي والحد من قدرة الحكومات على الجمع بين استقلالية السياسة النقدية واستقرار أسعار الصرف ما قد يؤدي إلى ظهور أزمات.

الإحالات والمراجع:

قائمة المراجع باللغة العربية

1. العقريب، ك & بلوكاري، ن. (2016). دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، *المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية*، 6(6)، ص ص 169-197.
2. بسبع، ع & صديقي، م. (2017). تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة. *مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية*، 1(02)، ص ص 85-103.
3. بصيري، م. (2016). المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، *مجلة معارف*، 11(21)، ص ص 80-94.
4. بلجبلية، س & بوراس، أ. (2018). أثر المؤشرات المالية على معدل النمو الاقتصادي في ظل سياسات التحرير المالي، دراسة قياسية لحالة الاقتصاد الجزائري خلال الفترة، 2013-1970، 6(01)، ص ص 230-249.
5. بوداح، ع & خياري، إ. (2016). الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة، بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين. *مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية*، 30(3)، ص ص 411-450.
6. حسيب، س & كروش، ص. (2020). سياسة التحرير المالي كآلية لتفعيل دور القطاع المالي في تمويل الاقتصاد الوطني الجزائري دراسة تحليلية للفترة (1974-2017)، *مجلة البشائر الاقتصادية*، 6(01)، ص ص 213-230.
7. خزان، ع. (2017). أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية، دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016. *مجلة الاقتصاد الصناعي*، 7(3)، ص ص 93-120.
8. خولة مناصرة. (2016). أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن (الفترة 1990-2014) (أطروحة دكتوراه). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
9. ساعد، غ & سحنون، ج. (2018). الأسواق الحدودية، الخطوة التمهيدية لدخول نادي الأسواق الناشئة، حالة بورصة الكويت. *مجلة الاستراتيجية والتنمية*، 8(3)، ص ص 168-188.
10. شرفة، ح. (2009). تنامي تدفقات رؤوس الأموال وتداعياته على الاستقرار المالي في الدول النامية. *مجلة الحقوق والعلوم الانسانية - دراسات اقتصادية*، 3(8)، ص ص 250-265.
11. علي، ع & بلحمري، خ. (2015). تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني. *مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية* - 287، 06(01)، ص ص 287-300.

12. محمد الطيب دويس، و عبد القادر شغروش. (2018). أثر تحرير حساب رأس المال على الاستقرار المالي في الجزائر-دراسة قياسية للفترة (1990-2014)، 9(1)، صص 85-98.

References in english

13. Barnor, C., & Wiafe, E. A. (2015). *Financial Sector Openness and Stock Market Development in Ghana*. *Journal of Finance and Accounting*, 6(25), 80-88.
14. Bessachi, F., Chine, L., & Menacer, R. (2018). *The effect of governance indicators on economic growth in MENA region by using Panel Data Models*. *Colloque National sous le Thème: Vers un nouvelle gouvernance: etat des lieux et perspectives* (pp. 1-13). Koléa: L'ecole des Hautes Commerces.
15. Demirguç-Kunt, A., & Levine, R. (1996). *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*. *The world economy review*, 10(2), pp. 291-321.
16. Dhingra, S. (2004). *Equity Market vs Capital Account Liberalization : A Comparison of Growth Effect of Liberalizations Policies in Developing Countries*. Department of Economics, USA: Rotugers University.
17. Edison, H., & Warnock, F. (2003). *A simple measure of the intensity of capital controls*. *Journal of Empirical Finance*, 10(2), pp. 81-103.
18. El Wassal, K. (2013). *The Development of Stock Markets : In Search of a theory*. *International Journal of economics and Financial Issues*, 3(3), 606-624.
19. Gul, F., & Javed, T. (2009). Relationship Between Trading Volume And Stock Exchange Performance: A case from Karachi Stock Exchange. *International business and economics research journal*, 8(8), 13-20.
20. Henry, P. B. (2007). Capital account liberalization: Theory, evidence, and speculation. *Journal of economic Literature*, 45(4), 887-935.
21. Khalid, R., Shehzad, C. T., & Navqi , B. (2019, 07 08). *Impact of capital account liberalization on stock market crashes*. Consulté le 08 15, 2020, sur <https://ssrn.com/abstract=3416401>
22. Masoud, N. M. (2013). *The Impact of Stock Market Performance Upon Economic Growth*. 03(04), 788-798.
23. Pavone, P. (2019). Market capitalization and financial variables: Evidence from Italian listed companies. *International Journal of Academic Research and Social Science*, 3(9), 1356-1371.
24. Ross, L., & Sara, Z. (1998). Capital Control Liberalization and Stock Market Development. *World Development*, 26(7), 1169-1183.
25. Saeedi, K. &. (2018). THE EFFECT OF FINANCIAL LIBERALIZATION ON IRAN'S ECONOMIC GROWTH. *National Academy of Managerial Staff of Culture and Arts Herald*, 01(18), 1141-1152.
26. Samouel , B. (2015). L'approche Institutionnelle du Développement Financier : Cas des Pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord. *mondes en developpement*(3), 117-134.
27. Sumer, K. K. (2012). Testing the validity of economic growth theories with Seemingly Unrelated Regression Models. *Applied Econometrics and International Development*, 12(01), 63-72.