

Humanities and Educational
Sciences Journal

ISSN: 2617-5908 (print)



مجلة العلوم التربوية
والدراسات الإنسانية

ISSN: 2709-0302 (online)

الانفتاح المالي وتقلب أسواق الأوراق المالية دراسة تحليلية لبعض الأسواق العربية(*)

د/ صادق أبو طالب

أستاذ مساعد كلية العلوم الإدارية

جامعة تعز - اليمن

د/ فهمي الصلوي

أستاذ مساعد كلية العلوم الإدارية

جامعة تعز - اليمن

تاريخ قبوله للنشر 20/2/2025

<http://hesj.org/ojs/index.php/hesj/index>

(*) تاريخ تسليم البحث 6/1/2025

(*) موقع المجلة:

الانفتاح المالي وتقلب أسواق الأوراق المالية دراسة تحليلية لبعض الأسواق العربية

د/ صادق عبد الله أبو طالب

أستاذ مساعد كلية العلوم الإدارية

جامعة تعز - اليمن

د/ فهمي محمد احمد الصلوي

أستاذ مساعد كلية العلوم الإدارية

جامعة تعز - اليمن

الملخص

هدف البحث لدراسة قياس أثر الانفتاح المالي على أسواق الأوراق المالية العربية وقت تم اختار كل من الأسواق (السعودية، وأبو ظبي، والبحرين، ومصر، والعراق، وسلطنة عمان)، وقد تم اختبار فرضية علاقة الانفتاح المالي بتقلب الأسواق المالية قيد الدراسة، من خلال فرضية علاقة الانفتاح المالي بتقلب عوائد الأسهم لهذه الأسواق، وكذلك اختبار فرضية السير العشوائي لأسعار الأسهم، وكذلك أثر الانفتاح المالي على الصدمات أو الرافعة المالية التي لها أثر على التقلب في أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال اختبارات إحصائية متعددة، اختبار جذر لوحدة لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية لعوائد مؤشرات الأسهم لهذه الأسواق، وكذلك استخدام نماذج الارتباط الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين (ARCH)، ونماذج الانحدار الذاتي المشروط المتغير المعمم (GARCH)، كما تم استخدام نموذج (EGARCH) الأسّي المعمم، وقد خرج البحث بأهم النتائج وهي: أن الانفتاح المالي لم يكن له أثر على استقرار أسواق الأوراق المالية قيد البحث، بل ظلت في حالة تقلب متفاوت، مع احتفاظ جميع الأسواق بالتقلب لفترات طويلة، كما أن للانفتاح المالي أثر على الصدمات المالية (الرافعة) خاصة السلبية التي كانت أكبر من الصدمات الإيجابية، وذلك ناتج من وجود عدم تماثل المعلومات داخل هذه الأسواق، كما لم يحسن الانفتاح المالي من كفاءة أسواق الأوراق المالية قيد البحث.

الكلمات المفتاحية: الكبح المالي، الانفتاح المالي، تقلبات أسواق الأوراق المالية.

Financial Openness and Volatility of Capital Markets: An Analytical Study of Some Arab Markets

Dr. Sadiq ABdullah Abu Talib

Assistant Professor, Financial Markets and International Finance

Department of Financial and Banking Sciences

Faculty of Administrative Sciences

University of Taiz - Yemen

Dr. Fahmy Mohamed Ahmed Al-Salawi

Assistant Professor, Applied Statistics

Department of Data Science and Information Technology

Faculty of Administrative Sciences

University of Taiz - Yemen

Abstract

The aim of the research is to measure the impact of financial openness on the stock markets of Arab countries, specifically focusing on the markets of Saudi Arabia, Abu Dhabi, Bahrain, Egypt, Iraq, and Oman. The study tests the hypothesis of the relationship between financial openness and the volatility of the stock markets under investigation, examining how financial openness affects stock return volatility, the random walk of stock prices, and the impact of financial openness on shocks or leverage affecting volatility in these markets.

Various statistical tests were employed, including the unit root test to assess the stability of the time series of stock index returns, as well as the use of Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (ARCH) models, Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH) models, and Exponential Generalized ARCH (EGARCH) models.

The main findings of the research indicate that financial openness did not have an effect on the stability of the stock markets studied, which remained in a state of varying volatility. All markets exhibited prolonged periods of volatility. Additionally, financial openness had a more significant impact on negative financial shocks (leverage) than on positive shocks, attributed to the presence of asymmetric information within these markets. Furthermore, financial openness did not improve the efficiency of the stock markets under investigation.

Keywords: Financial Restraint, Financial Openness, Volatility of Capital Markets

مقدمة البحث:

أقدمت العديد من دول نامية على تحرير أنظمتها المالية وقد سمح التحرير المالي في هذه الدول بزيادة المساحة الممنوحة لقوى السوق من العمل على تحديد أسعار الفائدة والأسعار ولعمل على تخصيص الموارد المالية التخصيص الأمثل، وفي هذا الصدد في الوقت الذي كانت فيه الحكومات تعمل على عدم السيطرة على الاقتصاد والتوجه نحو السوق كان الاقتصاديون يركزون في أبحاثهم على الآثار السلبية الناجمة عن نقص المعلومات في نظم السوق الحر والتي أثرت سلبًا على التقلب في الأسواق المالية، وعلى كل يعد استبدال نظام التقييد الذي اتبعته الحكومات في الدول النامية لفترة طويلة من الزمن والمعيب بشكل عميق بنظام التحرير المالي والذي هو أيضًا يتسم بعيوب مختلفة، إلا أنه يعمل بشكل أفضل على تخصيص الموارد المالية التخصيص الأمثل من خلال هذه الأسواق. أن التحرير المالي والانفتاح على العالم الخارجي يتطلب إصلاحات مالية وتحرير الحساب الجاري وحساب رأس المال في ميزان المدفوعات، فقد كانت القيود المالية التي تضعها الدول كمؤشر على عدم مرونة عرض التمويل الخارجي، وذلك يعني وجود قيود على قرارات التمويل للشركات كلما كانت التمويلات الداخلية غير كافية، لذا بعض الدراسات تشير إلى أنه في ظل القيود المالية تجعل عرض التمويل الخارجي غير مرن نتيجة صدمات عرض الائتمان، (Annalisa F, Klaas M, et al, 2020)، وعليه فإن إزالة القيود المالية تزيد من إنتاجية العمل ومتوسط الاستثمار، أي إزالة العوائق أمام الاستثمارات الأجنبية والانفتاح والتكامل مع العالم الخارجي، (Karim Foda, Yu Ahi, et al, 2022)، ويرى البعض أن هناك تكاليف كبيرة محتملة إذا لم يتم إدارة التكامل المالي بعناية، فمن الاحتمال أن يخلق ذلك سلوك القطيع للمستثمرين الأجانب وقد تجعل أسواق الأوراق المالية النامية والناشئة أكثر تقلبًا، وقد تؤثر على الإدارة الاقتصادية في الدول النامية، (Ziting Mai, 2023). إن التقلب في أسعار الأوراق المالية تتأثر بعدة متغيرات اقتصادية بطريقة غير مباشرة، مثل التوقعات بخصوص أسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، ومعدلات النمو الاقتصادي، أيضًا التغيرات التي تحدث في القطاعات تؤثر على تقلب العائد على الورقة المالية التي تنتمي لذلك القطاع، (إهاب إبراهيم الدسوقي، 2000، 27)، وهنا يتم التأكيد على دور المعلومات العامة والخاصة السلبية والإيجابية، واستجابة الأسعار السريعة للتغير في هذه المعلومات الواردة وتكاليف التداول، حيث يعد ذلك مهما لصانعي السياسات والمتعاملين ومديري المحافظ الاستثمارية، (Yan He Chunchi Wu, 2005)، لأخذ التحوط وخاصة في الأسواق المالية النامية، فالتقلبات في الأسواق المالية الصغيرة والنامية في العادة تكون كبيرة نتيجة نقص المعلومات بالإضافة إلى نقص الخبرة من قبل المتعاملين في لسوق المالية، وفي هذا الصدد يرى (Amaro de Matos, 2004) أن الأفراد تختلف عن بعضها من حيث عشوائية الحوافز الفردية التي تولد التقلبات في سعر التوازن في الأسواق المالية، الأمر الذي يؤثر على كفاءة التسعير والكفاءة الاقتصادية لها، وذلك نتيجة لوجود فترة ابطاء بين وصول المعلومات واستجابة الأسعار لها، الأمر الذي يؤدي إلى تعرض الكثير من المتعاملين إلى خسائر مالية وتحمل مخاطر هذه الأسواق (Arturo, 2003, G, et al).

أن تدفق المعلومات غير المتماثلة تؤدي للتقلبات العشوائية كتأثيرات خارجية، هذه التقلبات تؤثر على عملية توازن أسعار الأصول في الأسواق المالية، وبما أن أسواق الأوراق المالية في الوطن العربي أسواقاً نامية وحديثة عدى سوق الأوراق المالية المصرية، هذه الأسواق تعاني الكثير من التقلبات، كما أن هذه الأسواق خضعت للتحرير المالي وفتحت أبوابها للاستثمارات الأجنبية بغية العمل على زيادة رأس مالها وتحسين كفاءتها في تخصيص الموارد المالية التخصيص الأمثل (Joao Amaro de Matos, March, 2004, 24)، حيث تبنت الدول العربية الإصلاحات الاقتصادية والانفتاح المالي ومنها الدول قيد الدراسة (السعودية، والإمارات، والبحرين، وعمان، والعراق، ومصر)، بغية تصحيح أوضاعها الاقتصادية، والتكامل المالي مع العالم الخارجي، وعليه فقد خضعت أسواق الأوراق المالية فيها لعملية التحرير المالي، على اعتبار أن التحرير المالي يعمل على تخفيض تقلب أسواق الأوراق المالية، ورفع كفاءة هذه الأسواق في خصيص الموارد المالية التخصيص الأمثل.

مشكلة البحث:

يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل التالي:

هل عمل الانفتاح المالي للأسواق المالية العربية على تخفيض تقلبات هذه الأسواق؟

هدف البحث:

قياس أثر الانفتاح المالي على تقلب أسواق الأوراق المالية العربية.

أهمية البحث:

تكمن أهمية البحث في أن هناك الكثير من البحوث تناولت الانفتاح المالي من عدة زوايا فمنها ما تناول أثر الانفتاح المالي في تنمية الأسواق لدول مجلس التعاون الخليجي (محمد فوزي محمد، 2023م) و(إيمان خياري، عبد الجليل بوداح، 2016م) مستخدمين مؤشرات الأسواق كمؤشرات لقياس التقلب باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس تباين الأخطاء المتماثلة، (Leonard J. Mirman and Klaus Reiner at all, 2000)، تناولت دراسة (محمد فوزي محمد، 2023) الأسواق المالية والنمو العشوائي، وفي دراسة (علي بن الضب، 2021) تناولت نمذجة وتحليل تقلبات عوائد الأسهم في البورصات العربية خلال جائحة كورونا، درس حالة عدم القين وأثره على تباين العوائد في الأسواق المالية العربية الأربع عشر سوق، باستخدام الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين (GARCH) و(EGARCH) ومنحنى تأثير الأخبار (NIC)، وفي دراسة، (علي بن الضب، 2021)، وفي دراسة (جمال بن الحبيب الجويني، 2020)، تناولت قياس اندماج الأسواق المالية العربية في الأسواق العالمية"، (صندوق النقد العربي، 2020م) قام بقياس الاندماج المالي وأثره على قدرة الأسواق العربية على جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال تنوع المحافظ الاستثمارية، (Bao Truong, 2023)، تناولت التغيرات التي تحدث في الأسواق المالية الناشئة عند سياسة التحرير وأثرها على السيولة والتقلب والكفاءة المعلوماتية، وهناك الكثير من الدراسات التي تناولت الانفتاح المالي على

الأسواق النامية والناشئة، الآن هذا لبحث يتناول الانفتاح المالي وأثره على تقلب الأسواق العربية من خلال دراسة لتقلب على مستوى الورقة المالية وليس على مستوى المؤشر، أي تقلب أسعار الأوراق المالية داخل الأسواق قيد الدراسة.

فرضيات البحث:

يقوم البحث على مجموعة من الفرضيات هي:

الفرضية الرئيسية: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح المالي والتقلبات في أسواق الأوراق المالية العربية.

ومن هذه الفرضية يمكن صياغة الفرضيات الفرعية كالتالي:

- 1- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح المالي وتقلب عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية قيد الدراسة.
- 2- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح المالي وعشوائية عوائد الأسهم في الأسواق المالية العربية قيد الدراسة.
- 3- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الانفتاح المالي وأثر الرافعة المالية في الأسواق المالية العربية قيد الدراسة.

منهجية البحث:

يقوم هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي بحيث يتم التأسيس النظري لوضع الأسواق المالية في الدول النامية والناشئة قبل الانفتاح المالي من خلال مناقشة الكبح المالي الذي كانت تعاني منه هذه الأسواق، وفترة الانفتاح الاقتصادي وكذلك التقلبات في الأسواق المالية الناشئة والنامية وعلاقة التأثير للانفتاح المالي على هذه الأسواق، وفي الجزء العملي من هذا البحث سوف يتم استخدام سلسلة زمنية لأسعار الانفتاح والإغلاق للأوراق المالية في ستة أسواق للأوراق المالية العربية هي (السعودية، والبحرين، وقطر، والأمارات، ومصر، والعراق)، وسيستخدم البحث أساليب إحصائية متنوعة من الإحصاءات الوصفية لأسعار الإغلاق واختبار التوزيع الطبيعي كذلك الاختبارات القبلية لسلسلة الأسعار لكل سوق منها اختبارات عدم ثبات التباين والارتباط المتسلسل واختبار العشوائية والسير العشوائي كما سيتم توضيح الاتجاه العام لسلاسل أسعار الإغلاق والعوائد اليومية بأشكال بيانية ولمزيد من التحليل تم استخدام عائلة نماذج الانحدار الذاتي المشروط المتغير المعمم (GARCH) في حال افتراض تماثل الصدمات ونموذج (EGARCH) الأسّي المعمم في حال افتراض عدم التماثل للاستجابة للصدمات.

تقسيم البحث:

لتحقيق أهداف البحث سوف يتم تناول البحث في أربع نقاط مع المقدمة، النقطة الأولى تتناول الكبح المالي، بينما تتناول وفي النقطة الثانية الانفتاح المالي والتأصيل النظري له، وفي النقطة الثالثة سوف تتناول التقلب في الأسواق المالية وخاصة أسواق الأوراق المالية، وفي النقطة الرابعة تتناول التحليل القياسي لقياس أثر الانفتاح المالي على تقلبات أسواق الأوراق المالية العربية قيد البحث.

الإطار المفاهيمي:

أولاً: الكبح المالي

يساهم القمع المالي الذي كانت تمارسه الدول خاصة بعد الحرب العالمية الثانية في رفع العبء على حاملي السندات والمدخرين بحيث أصبح ذلك بمثابة ضريبة يتحملونها، وذلك من خلال انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية

والتي من خلالها يتم تخفيض الدين العام، فقد أجبرت الضوابط والقيود التنظيمية رأس المال (المستثمرين) على تمويل الدين الحكومي بتكاليف منخفضة، ويرى الباحثون (Reinhart, C.M, et al) أن تلك الإجراءات ليست كافية لجعل الدين العام أكثر استدامة، فالدين العام يعمل على مزاحمة القطاع الخاص على موارد التنمية الاقتصادية، وقد يكون ذلك مناسباً عندما تكثر ظروف غير سليمة مثل الحروب والكوارث الطبيعية.

يرى الكثيرون مثل (Etibar Jafarov, et al, 2020) أن القيود المالية تمنع للشركات التي تسعى لتعظيم الأرباح بمجمانها من تحقيق تلك الأرباح التي تفقدها عندما تكون قيود الميزانية على تكاليف المدخلات ملزمة، وذلك يمنعها من استخدام المستوى الأمثل للمدخلات والتكنولوجيا في عملية الإنتاج، وتُعتبر القيود المالية في الغالب كمؤشر على عدم مرونة عرض التمويل الخارجي، مما يعني وجود قيد على قرارات الشركات كلما كانت التمويلات الداخلية غير كافية، بحيث تكون صدمات عرض الائتمان الخارجي غير مرن، لذلك يبقى التدخل لتخفيف القيود المالية مصدر قلق رئيس لصانعي السياسات الاقتصادية والمالية، وعليه يمكن التدخل بفعالية في الوقت المناسب، (Laurens C. Bram De Rock, et al, 2020).

أن أول من ناقش موضوع الكبح المالي كل من ماكينون وشو في أوائل السبعينات من القرن الفائت بما يعرف بنظرية القيود المالية التي تتعلق بكيفية تأثير القيود المالية على النمو الاقتصادي وتخصيص المورد المالية إلى الاستخدامات الأكثر كفاءة، حيث يرى ماكينون وشو أن القيود المالية المتمثلة بارتفاع تكاليف الاقتراض ونقص المعلومات والمخاطر المرتبطة بالاستثمار والتي تواجه الأفراد والشركات في الحصول على التمويل اللازم للاستثمار، وترى النظرية وجوب تسهيل وصول الأفراد والشركات إلى مصادر التمويل لتحفيز النمو الاقتصادي، كما أن غياب القيود المالية يؤدي إلى التوازن بين الادخار والاستثمار وذلك من خلال تخصيص الموارد المالية بكفاءة، والعكس عندما تكون هناك قيود مالية مفروضة فإن ذلك يؤثر على التوازن والنمو الاقتصادي.

ويرى ماكينون وشو أن الكبح المالي يعمل على عدم تخصيص لموارد مالية التخصيص الأمثل، وبذلك يعيق النمو الاقتصادي، ويرو أن الدول المتقدمة وبالأخص الدول النامية قد عملت على تقييد المنافسة في القطاعات المالية من خلال اللوائح والقوانين الحكومية المقيدة لهذه القطاعات، ذلك الأمر عمل على تثبيط كل من الادخار والاستثمار طالما العوائد التي تحصل عليها منخفضة مقارنة بالعوائد التي كان من الممكن الحصول عليها في الأسواق التنافسية، وعليه فإن هذه الأسواق تفشل في توجيه الموارد المالية نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة.

أن الأسباب الأساسية وراء اتخاذ سياسات الكبح المالي هي قيام الحكومات بالسيطرة على الموارد المالية من خلال السيطرة المباشرة على النظام المالي، إضافة إلى ذلك امتلاك الدولة للكثير من هذه المؤسسات التي تعمل على مزاحمة القطاع الخاص وتوجيه الموارد مالية لاحتياجاتها التنموية دون الحاجة إلى التوجه إلى السوق، وذلك يعمل على تقييد سلوك القطاع الخاص بكل فعاليته والمشاركين في الأسواق المالية، كذلك فرض بعض الضرائب على الأرباح لتمويل موازنتها التي تعاني دائماً من العجز المتزايد، وقد وجدت أن التقييد المالي هو الحل السهل للحصول على الموارد المالية السهلة.

ويمكن للحكومات خلق احتكار وربح أسهل للبنوك القائمة، وتمارس الحكومات سياسات الكبح المالي من خلال متطلبات الاحتياطي القانوني المرتفع، ومتطلبات السيولة التي تعمل على تحفيز القوة الاستثمارية للمؤسسات المالية، كذلك حدود الفائدة، وتخصيص الائتمان من خلال هذه الحكومات، بالإضافة إلى كبت أسعار الفائدة الحقيقية، هذه الإجراءات تجعل البنوك والمؤسسات المالية القائمة تحاول التواطؤ مع بعضها البعض لإعاقة السياسة المحتملة للتحرير طالما ذلك سوف يحافظ على وضعها الاحتكاري الجماعي في السوق، أن ذلك يخلق جو من عدم الاستقرار المالي ويعرض الاقتصاد للهشاشة المالية، (Valdemar N. & Carl, T. 2023)

يمكن تطبيق السياسات المالية التي تعمل على تسهيل الوصول إلى التمويل من خلال تطوير المؤسسات المالية وزيادة الشفافية وتطوير أسواق رأس المال، وذلك من خلال الانفتاح على الاستثمارات الأجنبية بفتح الأسواق له، باعتبار أن القيود المالية تعمل على زيادة الفجوة الاقتصادية بين الدول وفي نفس الوقت التفاوت بين الأفراد في الدولة نفسها، وترى كل الدراسات أنه من الصعب قياس القيود المالية وتأثيرها بدقة، فهناك عوامل أخرى غير قابلة للقياس مثل السياسات الحكومية والظروف السياسية والعوامل الاجتماعية.

أن نظرية القيود المالية تعمل على القاء الضوء على أهمية التمويل في تحقيق النمو الاقتصادي، فالدول التي تنتهج إليه سياسة التقييد المالي تصعب على الأفراد والشركات الوصول إلى التمويل كما أن القيود المالية تعمل على محدودية التمويل وبذلك تخلق نظاماً مالياً ضعيفاً، مما يعوق قدرتهم على التوسع والنمو، وذلك بسبب ارتفاع تكاليف التمويل وبذلك تصبح الاستثمارات أقل جاذبية، وطالما تكاليف التمويل مرتفعة فذلك يحد من قدرة الشركات على الابتكار والتمويل وتجديد رأس المال، إضافة إلى أن القيود المالية قد تؤدي إلى استخدام الموارد المالية استخداماً غير فعال، مما يضعف الإنتاجية.

تعتبر أسعار الفائدة التي تقل عن معدلات التضخم وعن مستوياتها السوقية التوازنية من بين أشكال التدخل المالي، وتعد أهم أداة من أدوات الكبح المالي، والهدف من ذلك تقليل خدمة الدين الحكومي، ومن خلال ذلك تدعم قطاعات أو صناعات محددة، وتضمن هذه المؤسسات الوصول إلى الائتمان منخفض التكلفة، مما يجعلها لا تعاني من نقص التمويل المريح الذي ينعكس حتماً على أداءها بالسلب، عكس القطاع الخاص، وبذلك خلقت الدول التي كانت تمارس سياسة الكبح المالي بيئة ائتمانية متوقعة ومحمية من المنافسة للحفاظ على الاستقرار المالي على المدى المتوسط، وهذا ما أدى إلى خلق بيئات اقتصادية خصبة للفساد المالي في الدول النامية، في ظل انعدام المعلومات والشفافية والإفصاح والحوكمة المالية، بناءً على ذلك، يأخذ الكبح المالي أشكالاً مختلفة، تشمل الأنواع الرئيسية (Etibar Jafarov, et al, 2020):

- **ضوابط أسعار الفائدة:** وتشمل حدود قصوى وحدود دنيا على معدلات الإقراض والودائع من البنوك، الأمر الذي يجعل هذه المؤسسات أقل جاذبية في جذب الموارد المالية، في الوقت التي تعاني فيه هذه المؤسسات في الدول النامية من ضعف الموارد خاصة في الدول العربية وذلك لموانع دينية، وعليه فإن أسواق الأوراق المالية تصبح أكثر جاذبية لهم لاقتناء الأسهم والصكوك الإسلامية، وفي ظل الكبح لمالي يكون هناك تشوه للأسعار، أضف إلى ذلك حرمان الأسواق المالية من الاستثمارات الأجنبية.

- الإقراض الموجه: إصدار تعليمات محددة والزامية للبنوك بتخصيص حد أدنى من القروض المقدمة لبعض المستفيدين المحددين، وهذا الفعل يمكن أن يزيد من معاناة شركات القطاع الخاص في سبيل الحصول على التمويل اللازم، ويظهر ذلك جلياً في الدول النامية.
- قيود على حركة رأس المال الدولية: أن تقييد حركة رؤوس الأموال الدولية يحرم الأسواق المالية في الدول النامية من الاستثمارات الأجنبية سواء كانت مباشرة وغير مباشرة مما يقلل من قدرتها على التمويل اللازم خاصة للمشروعات الكبيرة التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة لا تستطيع تغطيتها الأسواق المالية المحلية، ومن الأمثلة على أن الانفتاح المالي على العالم الخارجي يفسح المجال للشركات للتمويل الكبير: انفتاح شركة على بابا الصينية للإلكترونيات على الأسواق الدولية للاستفادة من هذه الأسواق حيث غزت هذه الشركة اسهم (FAAMG)، وهي تمثل استثمارات مالية عملاقة لتوزيع المخاطر، واكتساب سمعة ومرونة في عالم الاقتصاد، كما تفرض قيود على حركة رؤوس الأموال الدولية لأسواقها المالية وإلى الأسواق الدولية، الأمر الذي يخلق أسعار صرف مشوهة غير حقيقية، تكون فيه سعر صرف العملات المحلية أمام العملات الأجنبية أكبر من قيمتها، مما يزيد من خلق تضخم مكبوت، تخلق معه الأسواق الموازية لأسعار الصرف التي تعبر إلى حد ما السعر التوازني.
- وضع قيود على الدخول إلى القطاع المصرفي: الأمر الذي يصعب على القطاع الخاص الحصول على التمويل اللازم لتطوره وتوسعه، كما أنه يضيق السوق المالية مما يخلق حالة من الاحتكار.
- تدخل حكومي مباشر في القطاع المالي: بإنشاء وتشغيل بنوك مملوكة للدولة، وذلك لاحتكار الموارد المالية من مدخرات الأفراد وتوجيهها للقطاعات العامة في الغالب.
- سياسات نقدية غير تقليدية: تحافظ على منحى أسعار الفائدة مسطحاً بشكل مصطنع، وعدم الاعتماد بشكل أساسي على المؤشرات السوقية وقد يُصنف بشكل أكثر دقة كإجراء من إجراءات السياسة النقدية.
- يضغط الكبح المالي على معدل العائد للمستثمرين، مما يؤدي إلى معدل ادخار دون المستوى الأمثل، وبالتالي تقليل الأموال المتاحة للاستثمار وعرقلة الوساطة المالية، مما يقلل من الوصول إلى التمويل، في الوقت نفسه، من خلال خفض سعر الفائدة المفروض على القروض، يزيد من الطلب على الائتمان، مما يؤدي إلى تحديد الحصة بناءً على معايير غير اقتصادية.
- تؤدي سياسات الكبح المالي إلى عدم الكفاءة إذا تم فرض تكاليف إضافية على البنوك من خلال وضع حد أدنى لمعدلات الفائدة على الودائع، فإن ذلك سيقول من ربحية البنوك وقدرتها على زيادة نسب ملاءة رأس المال، مما قد يؤدي في النهاية إلى زيادة مخاطر الاستقرار المالي، وتظهر التحليلات أن تضعيف إشارات الأسعار يؤدي إلى تشويه تخصيص الاستثمارات، مما يقلل من متوسط جودتها ومعدل عائدها، ومن خلال منح الربح لعدد محدود من المستفيدين، فإنها تشجع على البحث عن الربح بشكل غير فعال والذي قد يتخذ أشكالاً غير قانونية (مثل الفساد).
- يؤثر الكبح المالي على التكاليف سلباً على الاقتصاد الكلي، وتشير الدراسات التجريبية إلى أن الكبح المالي يقلل النمو، وتظل النتائج ثابتة في نماذج النمو المختلفة، وتكون أكثر دلالة في العقود الأخيرة بعد أن قامت

العديد من الدول بتحرير قطاعها المالية، ومع ذلك، تجد التحليلات أن التغييرات في قيود معدلات الفائدة دون التحرير الكامل لها تأثير محدود على النمو، مما يشير إلى أنه لتعزيز النمو بشكل كبير من الضروري إجراء إصلاح شامل، ويبدو أن هناك اختلاف كبير بين المناق المختلفة في العالم أن التأثير للقيود المالية عليها غير ذو دلالة في دول مثل دول الانتقال في آسيا وفي الاقتصادات المتقدمة، وهو الأقوى في دول أفريقيا ومنطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، وفي أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، وتشير تقديرات بديلة إلى أن التأثير السلبي لقيود معدلات الفائدة على النمو يتخفف جزئيًا عند حدوث تراكم سريع لرأس المال المادي، لكنه يتفاقم عندما يكون رأس المال البشري مرتفعًا، وتظهر هذه التأثيرات بشكل كبير في جميع المناطق باستثناء الاقتصادات المتقدمة وبعض الدول في أوروبا وآسيا.

كما وجد أن الكبح المالي يقلل من احتمال حدوث أزمة ديون في فترة معينة، مما يؤثر بشكل غير مباشر على النمو بشكل إيجابي، أما إذا كان التحرير المالي غير كامل فقد يؤدي تخفيف القيود إلى زيادة احتمال حدوث أزمة ديون، وهذا ما عانت منه جمهورية مصر من (2016م)، وهذا يعزز من ضرورة تعزيز إشراف القطاع المالي قبل إطلاق إصلاحات جذرية، وعليه فإن التأثير الإيجابي غير المباشر للقيود على النمو يتضاءل أمام التأثيرات السلبية المباشرة الكبيرة، قد تحاول البنوك القائمة بالتواطؤ مع بعضها البعض لإعاقة السياسات المحتملة للتحرير، وذلك للحفاظ على وضعها الاحتكاري الجماعي في السوق.

تشير دراسات الحالة إلى أن التحكم في معدلات الفائدة قد يعطل الاستقرار المالي وقد يقلل من الوصول إلى التمويل للمؤسسات الصغيرة، في كينيا، قلصت البنوك بشكل حاد من إقراضها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بينما زادت من عملائها من الشركات الكبرى، ولهذا فإن هذه السياسة قد ساهمت في زيادة القروض المتعثرة الدورية من خلال تخفيف البنوك على إصدار قروض قصيرة الأجل، وفي بوليفيا، زاد حجم الائتمان وحقق نموًا لعدة سنوات، حيث زادت البنوك بشكل كبير من إقراضها للقطاعات الإنتاجية والإسكان الاجتماعي، وذلك يشير التساؤل بشأن جودة الأصول التي قد تظهر في السنوات القادمة.

أدت القيود المفروضة على معدلات الفائدة إلى تقليل نسب ربحية البنوك، وقد تكون نسب الملاءة كافية عندما تكون القروض المتعثرة عند مستويات منخفضة، لكنها قد ترتفع مع الوقت عند زيادة القروض المعاد هيكلتها، الأمر الذي يستدعي الحاجة إلى مراقبة دقيقة لجودة الأصول للمؤسسات المالية، وفي ظل هذه الظروف قد يتم استبعاد صغار المقترضين من الحصول على القروض اللازمة لتمويل مشروعاتهم، مما يؤثر على الشمول المالي بالسلب، بالرغم من رغبة السلطات في تسهيل وصول كل الأفراد والشركات الكبيرة وعلى الخصوص الصغيرة إلى التمويل من أجل زيادة الإنتاجية والاستثمار.

يرى (Karim Foda, et al, 2022) أن الشركات الأكثر تقييدًا تقل فيها الاستثمارات والإنتاجية في المتوسط، كما أن إزالة القيود المالية تزيد من إنتاجية العمال ومتوسط الاستثمار، وهنا يكون العمر والحجم للشركة كمؤشرين للتقييد المالي، حيث أن الحجم والعمر يرضا احتمالية قيود التمويل على الشركات وذلك لما تحتويها من

معلومات مهمة في التنبؤ، بينما تنعكس العلاقة مع الحجم كلما زاد عمر الشركات، وقد وجد أن العلاقة بين هذين المتغيرين وبين الشركات الشابة غير خطية بشكل أكثر تحديدًا، وتكون الشركات الأصغر أكثر احتمالاً لأنه تكون مقيدة، فالحجم والعمر كمقياس للقيود المالية يعكسًا الرغبة والقدرة على الاقتراض، وفي المقابل قد يكون هناك صعوبة في الوصول إلى التمويل الخارجي الكافي للشركات الكبيرة وفي مرحلة النمو والتي تملك إمكانيات نمو لتحقيق حجمها المطلوب على الفور.

وتظهر نتائج بعض الدراسات أن اقتصادات في مرحلة اقتصاد مثل ليتوانيا قد يشهد تعميقًا ماليًا ونموًا مرتفعًا الأمر الذي قد يحسن الوصول إلى التمويل لشركات محددة مما يؤدي إلى رفع الإنتاجية ونمو الاستثمار، وهناك مؤشرات إلى أن إزالة القيود المالية في عام (2018م) ستحسن إنتاجية العمال ومتوسط الاستثمار، وهذا يوضح أن نتائج البحث العلمي حول الكبح المالي تختلف من دولة إلى أخرى ومن منطقة إلى أخرى، وذلك حسب الظروف الاقتصادية للبلد، وحسب عمق وتطور القطاع المالي، وطريقة الانفتاح المالي، وفقًا لدراسة (Hadlock, C.J., Pierce, J.R, 2010)، فإن حجم الشركة وعمرها قابلان للرصد بسهولة وغير خاضعين لأخطاء احتمال التخصيص في نموذج قياس القيود المالية، ويظهر من تحليل الكبح المالي أن المتغيرين مجتمعين يتنبأن بشكل جيد بالقيود المالية التي تواجه الشركات الفردية، لذلك، سيساعد تضمين كل من حجم الشركة وعمرها السياسات على استهداف الشركات الأكثر احتياجًا للتمويل الخارجي مع تقليل الأعباء الإدارية، وهناك دراسات تستكشف العلاقة بين الوصول إلى التمويل وتأثيره على النمو والاستثمار (Steven M. Fazzari, R. et al, 2000).

في عينة (Levine O, Missaka W, 2014) من الشركات الكبيرة التي تدفع توزيعات الأرباح بأن أكثر الشركات المعرضة للقيود المالية لديها أقل حساسية للاستثمار، كما تظهر هذه الشركات أنها تواجه ضغوطًا مالية وأن متوسط نمو مبيعاتها أقل، مقارنة بالشركات غير المعرضة للقيود المالية، وأن متوسط نمو مبيعاتها أكبر من تلك التي تتعرض للقيود المالية، إلا أن هناك من يعارض هذه النتائج لأن المعايير المستخدمة ليس لها أساس نظري، ولقياس الوصول إلى التمويل هناك تحديات لكن الطريقة الشائعة لقياس هذه القيود هي استخدام معلومات الميزانية العمومية للشركات مثل الاحتياطات النقدية أو رافعة الدين الخاصة بالشركة.

أن أخذ الاحتياطات النقدية كمثال، فهي خيار مالي داخلي للشركات، وليس من الواضح دائمًا إذا كانت هذه المتغيرات ستترتب دائمًا بوصول أفضل للسيولة، على سبيل المثال، من الممكن أن تقرر الشركات زيادة احتياطاتها النقدية إذا لم يكن لديها الوصول إلى مصادر تمويل بديلة، وللتغلب على هذه التحديات، قام الباحثون (Ferrando, A., Ruggieri, A, 2015) بجمع بين معلومات من مجموعة من متغيرات الميزانية العمومية للتخفيف من مشاكل الاندماج، وقد استخدموا مجموعة بيانات لمجموعة من دول منطقة اليورو وتحليلها، وقد وجدوا أن القيود التمويلية تؤثر سلبًا على إنتاجية الشركات، خاصة في الدول ذات التنمية المالية المنخفضة، وقد غطت مجموعة البيانات أفضل للشركات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة، لذلك، وقد أوضحوا أن البيانات الإدارية تساعد على استكشاف تأثير القيود المالية على الخصائص القابلة للمتابعة للشركات.

وبأخذ بيانات استقصائية لدراسة تأثير القيود المالية على الاقتصاديات الانتقالية والناشئة، وباستخدام ذلك وجد الباحثون أن الوصول إلى الائتمان مرتبط إيجابياً بتحسين الإنتاجية، كما وجد أن المقاس لزيادة التدفقات النقدية هو زيادة الوصول إلى التمويل الداخلي، وترتبط بتحسين في إنتاجية العامل الإجمالي، وناقشت دراسة (Hadlock, C.J., Pierce, J.R, 2010) حول دور السياسة في تخفيف تأثير الاحتكاكات المالية على الشركات، وناقشه دراسة (Charles J. Hadlock, 2009) صلاحية المقاييس المختلفة للقيود المالية، وذلك من خلال جمع معلومات مالية عن الشركات ودمجها مع بيانات الميزانية العمومية للشركات المدرجة في السوق المالية في الولايات المتحدة وقد وجدوا أن العمر والحجم (KZ) لهما قوة تنبؤية عالية لمستوى القيود المالية، وأن تأثير هذه القيود ينخفض مع نمو الشركات ونضوجها.

ويمكن القول أن القيود المالية التي تفرضها السلطات المحلية على المؤسسات المالية والشركات تعمل على صعوبة الوصول إلى التمويل اللازم لهذه المؤسسات مما يعيق التنمية الاقتصادية، وفي المقابل فإن الانفتاح المالي للدول النامية على وجه الخصوص الانفتاح الكامل يكون له تأثيرات غير مرغوبة على الأسواق المالية المحلية، لأن الاستثمارات الأجنبية لهذه الأسواق تكون أكثر حساسية لاختلاف أسعار الفائدة بين الأسواق المالية النامية والأسواق المتقدمة، كما أن لتوقعات النمو الاقتصادي والعوائد المستقبلية على الاستثمارات المالية في هذه الأسواق، (Karim Foda, Yu Shi, et al, 2022) وفي العادة ما تتعرض للصدمات المالية سواء كانت محلية أو عالمية، إلا أن الصدمات العالمية كما نعتقد أن تأثيرها ضئيل على الأسواق المالية النامية، وقد تكون الصدمة ناجمة من الاستثمارات الأجنبية في هذه الأسواق في حالة ما وجدت صدمة مالية علمية وذلك من ناحية التوقعات من تأثيرها على الأسواق النامية أكبر، كونها أسواق قليلة العمق المالي مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة.

وفي الأخير يمكن القول أن الآراء حول الكبح المالي الذ كانت تمارسه الدول على أسواقها المالية، تباينت من حيث الآثار السلبية للكبح المالي وأثاره على الإنتاجية وسهولة وصول القطاع الخاص للتمويل اللازم لمشروعاتها، كما أن الكبح المالي عمل على صعوبة الحصول على الموارد المالية من الأسواق الدولية، وبذلك أصبحت الأسواق المالية وخاصة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية وتلك التي تمر بمرحلة انتقال ضعيفة وعرضة للصدمات الداخلية والخارجية، وقد اتفقت غالبية الدراسات على استخدام العمر والحجم للمؤسسات كمؤشرات لدراسة الكبح المالي.

ثانياً: الانفتاح الاقتصادي

يعد النهج الاقتصادي بعد كينز بمثابة أحياء الحرية الفردية وتعظيم قيم الفرد الاقتصادية بظهور نهج الاقتصاد الحر، فقد أصبح الانفتاح الاقتصادي سمة العصر الراهن حيث أضحت حرية التجارة الدولية وانتقالات رأس المال عبر البلدان تتعاظم يوماً بعد يوم، وأضحت القوة الدافعة للعملة بكل أشكالها ومنها العملة المالية، بحيث أظهرت تأثيرات التحرير المالي للأسواق الناشئة من حيث التقلبات، نتيجة للارتباط بين أسواق الأسهم عبر البلدان مع التجارة والتحرير المالي، وتُعرف الأسواق الناشئة بخصائص متضاربة مثل سيولة السوق، والوساطة، والوصول إلى

الأسواق المالية الدولية، وقد أثبتت بعض الدراسات بتحديد العوامل المحددة الخاصة بالأسواق الناشئة، وقد وجدت بعض أن البلدان مثل تايلاند وماليزيا يقلل انكشافها للأسواق الأجنبية، مما يشير إلى وجود شكوك حول الفوائد المستمدة من التحرير.

لقد شهدت موجة العولمة المالية منذ منتصف الثمانينيات زيادة كبيرة في تدفقات رأس المال بين الدول الصناعية، وخاصة بين الدول الصناعية والدول النامية، وقد حدث خلال هذه الفترة اختيارات متقطعة في معدلات النمو وأزمات مالية كبيرة في عدد من الدول، مما أدى إلى تكبدتها تكاليف اقتصادية واجتماعية ضخمة، كما حدثت تدفقات المالية وبمعدلات نمو عالية في بعض الدول النامية، نتيجة لذلك، نشأت مناقشة مكثفة في الأوساط الأكاديمية والسياسية حول تأثيرات الاندماج المالي على الاقتصادات النامية، لكن الكثير من هذه المناقشات كانت قائمة على أدلة تجريبية غير كافية ومحدودة، (Eswar S. et al, 2004).

أن التحرير المالي المطبق في الدول النامية وتلك التي تمر بمرحلة انتقال، عبارة عن مجموعة من الإجراءات التي تقوم بها هذه الدول المضيفة وذلك لإزالة أو تخفيف القيود المفروضة على الاستثمارات الأجنبية في أسواق رأس المال المحلية، ولا تزال العديد من الأسواق الناشئة في مرحلة استكمال الأطر التنظيمية للاستثمارات الأجنبية الخاصة بها، ويعتبر فشل السوق أحد المخاوف الرئيسية، بالإضافة إلى تأثير التحرير المالي على تكلفة الأسهم وتقلبها وسيولتها والكفاءة المعلوماتية في أسواق الأوراق المالية للدول النامية وتلك التي تمر بمرحلة انتقال، حيث أن عملية الانفتاح المالي والتكامل مع الأسواق العالمية مرهونة بالقدرة التنافسية للأسواق والمؤسسات الاقتصادية في الدول النامية، (محمد قويدري، 2002).

ويوجد آليات أساسية يتم من خلالها معرفة تأثير لانفتاح المالي على الأسواق المالية في الدول النامية والدول الناشئة هي: تنوع المخاطر، وتبادل المعلومات، وقناة الاحتكاك، والمنافسة في السوق، إلا أن هناك وجهات نظر مختلفة بين الباحثين فيما يتعلق بهذا التأثير، فيرى البعض (Eswar Prasad et al, 2003)، أن الفوائد النظرية للتحرير والتكامل المالي للدول النامية ساعد على استقرار تقلبات ونمو لاستهلاك، كما أن الأدلة التجريبية أكدت على أن متوسط دخل الفرد في مجموع الدول النامية ينمو بمعدلات أكثر ملائمة من تلك الدول الأقل انفتاحاً، في حين يرى (Arturo Galindo, et al, 2003)، أن قيام الدول النامية بتحرير أنظمتها المالية، زاد من المساحة الممنوحة لقوى السوق في تحديد أسعار الفائدة وفي تخصيص الائتمان، وتحسين تخصيص الموارد، وتظهر عدة دراسات تستند إلى بيانات إجمالية لمجموعة من الدول إلى أن التحرير المالي يكون مصحوباً بتحسين في مقاييس مختلفة للعمق المالي.

وترى بعض الدراسات (Chinn and Forbes, 2004) أن التكامل المالي بينها عملت على كثافة التجارة، والتنمية المالية، وفي دراسة (مراد ابو سعدية، محمد الحسن، 2021) عن تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية التي استخدم فيها مؤشرات (Chinn-Ito) للتحرير المالي المعروف ب (KAOPEN)، إن لتحرير حساب رأس المال أثر إيجابي على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة.

هناك أدلة قوية (Michel B, Bertrand C, 2007) على مدى الخمسة والعشرين عامًا الماضية أن التحرير المالي جعل أسواق الأوراق المالية أكثر تكاملًا وأن المستثمرين أصبحوا قادرين على الاستثمار في الأصول المحلية والأجنبية، وقد كانت أسواق الأوراق المالية في الدول النامية من ضمن الوجهات لهذه الاستثمارات وخاصة الأسواق الناشئة في أمريكا الجنوبية وآسيا، ولهذا الأسواق خصائص متضاربة مثل سيولة السوق، الإشراف، والوصول إلى الأسواق المالية الدولية، وقد وجد أن بعض الأسواق في بلدان مثل تايلاند وماليزيا قليلة الانكشاف على الأسواق الأجنبية، مما يشير إلى وجود شكوك حول الفوائد المستمدة من التحرير المالي، إلا أنه هناك إجماع واسع بين الاقتصاديين على أن أسواق الأوراق المالية أكثر تكاملًا بكثير اليوم مما كانت عليه قبل (30) عامًا.

لقد أدت عولمة الأسواق المالية إلى مجموعة كبيرة من الدراسات التي تبحث في عواقب هذه العملية، على سبيل المثال، (King, R., & Levine, R, 1993)، حيث يرى أن نظرية تسعير الأصول الرأسمالية العالمية قدمت حججًا نظرية أساسية دعمت موجة التحرير في الأسواق الناشئة نهاية القرن الماضي، فيما يخص تنوع المخاطر الأساسية في هذه النظرية، وتمثل تكلفة الأسهم الحد الأدنى من العائد الذي يتوقع المستثمرون استثماره، وعند انخفاض تكلفة الأسهم تزداد احتمالية تمكن الشركات من جمع الأسهم من خلال إصدار أسهمها للجمهور، ومن منظور المقايضة بين المخاطر والعائد، فإن إزالة قيود التمويل من شأنها أن تجعل رأس المال أقل تكلفة، مما يحسن من سلوك الشركات تجاه أحد مدخلات الإنتاج، ومن المتوقع أن ذلك سوف يحفز النمو الاقتصادي للدولة.

من الناحية العملية كانت العديد من دول أمريكا اللاتينية مغلقة أمام التدفقات المالية، إلا أن حجم رأس المال الذي يتدفق لهذه الدول كان كبيرًا نسبيًا مقارنة بمعدل التدفقات لجميع الدول النامية الأخرى، وهذا يعني أن الاستثمارات المالية إلى الدول النامية انتقائية، وذلك يعني أن هذه الدول مفتوحة نوعًا ما على التدفقات المالية العالمية، في المقابل أن الكثير من الدول في أفريقيا ليس لديها قيود رسمية كثيرة على الحساب الرأسمالي في موزين مدفوعاتها لكنها لم تشهد تدفقات كبيرة من رأس المال الاجنبي، وعلى العموم فإن التدفقات الرأسمالية من الدول المتقدمة إلى الدول النامية قد نمت، وذلك للتغير في جوانب السحب الناشئ من التغيرات السياسية لهذه الدول والانفتاح المالي، تحرير حسابات رأس المال والأسواق المالية المحلية، والخصخصة، أما عوامل الدفع فتشمل ظروف الدورة الاقتصادية والتغيرات في السياسات الاقتصادية الكلية في الدول الصناعية، ومن هذه العوامل زيادة أهمية المستثمرين المؤسسيين في الدول الصناعية والتغيرات في دورات الركود (Eswar S. et al, 2007).

وتشير تجارب بعض الدول الناشئة مثل أمريكا اللاتينية وجنوب شرق آسيا التي تكاملت ماليًا بنجاح مع الأسواق الأجنبية أنها قد تحصل الفوائد مباشرة وغير مباشرة، وتتمثل الفوائد المباشرة بتجميع رأس المال الاجنبي الذي يسعد هذه الدول على زيادة الاستثمار، وكذلك تنوع المخاطر، بالإضافة إلى تخفيض تكلفة الأموال، أما الفوائد غير المباشرة فنقل المعرفة المتعلقة بالاستثمارات المالية التي تمتاز بها الاستثمارات الأجنبية، كما أن أسواق الأوراق المالية سوف تتحسن في جانب تخصيص الموارد المالية، ويرى (Eswar Prasad, et al, 2004)، أن الحكومة ضرورية لمساعدة الدول النامية على جني فوائد العولمة المالية، كما أن الاستقرار الكلي شرط اساسي

للاستفادة من العولمة المالية، ومن خلال تحسين الشفافية والافصاح عن المعلومات سوف تزيد سلامة العمليات المالية، بالإضافة إلى أن الإصلاحات التي ترافق الانفتاح المالي تعمل على تعزيز الأسواق المالية المحلية، وأخيراً تؤدي فوائد التكامل المالي إلى تطوير ونمو الأسواق المالية الأولية والثانوية.

وتشير نتائج التي توصل اليها (Michel B. Bertrand C, 2007) حول تأثير تكامل أسواق رأس المال على ارتباطات سوق الأسهم باستخدام مجموعة من دراسات الحالة مثل، للعلاقة بين ارتباطات سوق الأسهم عبر البلدان مع التجارة والتحرير المالي، تعرض النتائج باستخدام ثلاثة مقاييس بديلة باستخدام طريقة (GMM) (مع ما يصل إلى أربع تأخيرات للأدوات)، وباستخدام معامل الارتباط التقليدي بدلا من معامل الارتباط المدرك، وقد استنتج أن التحرير المالي يزيد من تقارب عوائد الأسهم، وينطبق نفس الشيء على التحرير التجاري، على الرغم من أن دلالة معامل تحرير التجارة أقل، كما تقدم النتائج دعماً قوياً لفكرة أن التحرير المالي له تأثير إيجابي على تزامن أسواق الأسهم، ويجب الإشارة هنا إلى أن انخفاض المعلومات غير المتماثلة نتيجة لوضع الاطر التنظيمية والضوابط المالية التي حسنت الافصاح والشفافية داخل أسواق الأوراق المالية في الدول المضيفة للتدفقات المالية الأجنبية، وتشير الدراسات (Eswar, S. et al, 2007)، إلى أن زيادة التدفقات المالية يمكن أن تدعم النمو من خلال عدة قنوات هي: زيادة المدخرات المحلية، حيث تساعد التدفقات الاستثمارية الأجنبية في تعزيز مستويات المدخرات داخل الدول النامية، كما تعمل على خفض تكلفة رأس المال من خلال تقليل تكاليف الاقتراض، مما يسهل على الشركات الاستثمار والتوسع، بالإضافة إلى أن التدفقات الاستثمارية الأجنبية تعمل على زيادة الإنتاجية من خلال نقل التكنولوجيا والمعرفة، وأخيراً يعمل الانفتاح المالي على تحفيز وتطوير القطاع المالي وتحسين البنية التحتية المالية والتنظيمية.

وتشير جميع هذه النقاط السابقة إلى أنه إذا كان هناك تأثير إيجابي للإصلاح المالي على النمو، فمن غير المرجح أن يكون هذا التأثير من خلال تأثيره على كمية الادخار، علاوة على ذلك، تكشف الخدارات النمو عبر الدول أن مقاييس التنمية المالية ليس لها تأثير كبير على كمية الاستثمار، لكنها تؤثر إيجابياً وبشكل كبير على مقاييس نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الانتاج، وعليه من المرجح أن تكون القناة الأكثر أهمية هي: تأثير الانفتاح المالي والإصلاح المالي على الكفاءة التي يتم بها تخصيص الاستثمار عبر الشركات والقطاعات الاقتصادية المختلفة. ومع ذلك، هناك القليل جداً من الأدلة المباشرة على تأثير تحرير المالية على كفاءة تخصيص الموارد، وباستخدام بيانات مقطعية من الشركات الأكوادورية خلال الثمانينات، أن هناك زيادة في تدفق الائتمان إلى الشركات الأكثر كفاءة بعد التحرير، مع التحكم في خصائص الشركات الأخرى، وقد تم تعريف الكفاءة هنا بالمعنى الضيق على أنها الكفاءة التقنية البحتة، وتم حسابها باستخدام تقديرات بيانات مقطعية لدالة إنتاج كوب - دوغلاس، في بيانات على مستوى الشركات، يتم تناول السؤال المتعلق، لكن بشكل متميز، بما إذا كانت القيود المالية قد تم تخفيفها بعد التحرير المالي، وتظهر النتائج أنه في معظم الحالات، ولكن ليس جميعها، قد حسنت الشركات الصغيرة من وصولها إلى الموارد الخارجية بعد الإصلاح المالي، ومع ذلك، ليس من الواضح ما هو تأثير تخفيف القيود المالية على الشركات الصغيرة وعلى كفاءة تخصيص الموارد.

أن التحرير المالي يزيد كل من النمو والتقلب في الناتج، ومن النتائج البارزة أن هذه التأثيرات ليست دائمة، ولكنها تختفي بعد (6) سنوات في العادة، بالإضافة إلى ذلك يعمل التحرير المالي على زيادة في نمو العملة والتكوين الرأس المالي (Andrei A. Levchenko, et al, 2007).

وعلى الرغم من الفوائد النظرية الكبيرة للانفتاح الاقتصادي والتي يمكن أن تحققها الدول النامية، فإن الأدلة تشير إلى أن مستويات منخفضة إلى متوسطة من الانفتاح المالي والتكامل قد تجعل بعض الدول عرضة لتقلبات أكبر، بينما لا توجد أدلة تشير إلى أن العملة المالية قد أفادت النمو، علاوة على ذلك، عندما يكون الوصول إلى الأسواق المالية الدولية غير متكافئ للغاية في الاقتصاد، فإن مشاركة بعض المجموعات في هذه الأسواق تقلل فعلياً من مدى تقاسم المخاطر محلياً، نتيجة لذلك، فإن أعضاء المجتمع الذين لا يستطيعون الاستفادة من الانفتاح المالي الدولي سيتأثرون سلباً، وستزداد تقلبات (Andrei A. Levchenko, 2004).

ويجب أن نكون حذرين في عدم استنتاج أن العملة المالية تنطوي على مخاطر كبيرة بطبيعتها، وأن الدول النامية ينبغي أن تنتهج أشكال أقوى من الضوابط على رؤوس الأموال (Prasad et al. 2003)، فالأدلة التجريبية مع الرأي القائل بأن الدول التي لا تستفيد من العملة المالية هي الدول التي لا تتخذ خطوات متزامنة لتحسين الحوكمة والشفافية وتنظيم القطاع المالي، وعدم الاعتماد المفرط على أنظمة سعر الصرف الثابتة، فإن ذلك يعد عاملاً رئيسياً مساهماً في الأزمات المالية في الدول الناشئة، وعليه فإن الانتقال إلى أنظمة سعر صرف أكثر مرونة يعمل على تخفيف بعض المخاطر التي يتعين على الدول تحملها مع زيادة عولمتها المالية، أما بالنسبة للدول التي لم تندمج مع العملة مالية قد تكون أنظمة سعر الصرف الثابت خياراً جيداً تماماً، كما تشير النتائج التجريبية (Rogoff, Reinhart, 2004) أن الدول التي تواجه باستمرار مشاكل مرتبطة بالديون الحكومية من المرجح أن تستفيد من العملة المالية إذا اتخذت حكوماتها في الوقت نفسه تدابير لتجنب تراكم الديون بشكل مفرط.

تحدد بعض الأدبيات التجريبية في حالة الاعتماد المالي بين الدول مجموعة من العوامل المؤثرة مثل: كثافة التجارة (Chinn and Forbes, 2004)، التنمية المالية، وتزامن الدورات الاقتصادية، والمتغيرات الجغرافية، وتختلف بعض الدراسات مع هذا الطرح بشكل كبير، وقد يعود هذا الاختلاف إلى الاختلاف في الأساليب التجريبية المعتمدة في الأبحاث المتعلقة بنوع الدول المشمولة في التحليل سواء كانت نامية أو متقدمة، أيضاً طبيعة النهج الاقتصادي.

أن الدراسات الخاصة بالتحرير المالي (Michel B, Bertrand C, 2007) على وجه الخصوص نهاية القرن الماضي، قد ركزت على تأثير التحرير المالي من حيث اتجاه تأثيرات التحرير وآليات تفسير هذه التأثيرات، فقد تدفقت الكثير من الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة خاصة الاستثمارات المؤسسية، وقد كان الدافع وراء هذه التدفقات في المحفظة المالية في التسعينيات، حيث قادت صناديق الاستثمار في الأسهم وكذلك الصناديق الدولية والعالمية، بالإضافة إلى صناديق التقاعد التي خصصت جزءاً من محافظها للاستثمار في الأسواق الناشئة والتي كانت تنمو باستمرار، في المقابل تشير بعض الدراسات أن التكامل المالي يساعد على نمو

أسواق رأس المال في الدول النامية ولكنه يؤثر سلباً على تقلب أسعار الأسهم وكفاءة أسواق الأوراق المالية، هذا إذا لم تكن الإصلاحات المالية مناسبة، ففي هذه الدراسة التي أجريت على السوق الهندية، أن السوق الثانوية نمت فيها السيولة وأن التقلب في أسعار الأسهم قد انخفض من سنة إلى أخرى.

إن السؤال حول ما إذا كان تحرير أسواق الأوراق المالية في الدول العربية من شأنه أن يعود بالنفع على هذه الأسواق وتحسين أدائها، والحد من التقلبات المرتفعة، الأمر الذي يخفف تكلفة الأسهم، وتحسين السيولة، وكفاءة المعلومات، فقد يساعد الانفتاح والتكامل المالي الدول النامية على الاستقرار المالي، هذا من الناحية النظرية التي يمكن أن تحققها هذه الدول، ففي الواقع تشير الأدلة الجديدة المقدمة إلى أن مستويات منخفضة إلى متوسطة من التكامل المالي قد تجعل بعض الدول عرضة لتقلبات أكبر، وتشير الأدلة التجريبية (Levine, and Zervos, 1998) إلى أنه على المدى القصير تزيد التقلبات من التحرير المالي أكبر من قبل التحرير، إلا أنها على المدى الطويل تنخفض هذه التقلبات، وتزيد السيولة في الحالات التي تكون فيها أكثر تكاملاً مع العالم الخارجي، ومن ناحية أخرى فإن بعض الأدلة التجريبية ترى إلى أن التحرير المالي والعملة المالية لا توفر أدلة تشير إلى أن العملة المالية قد أفادت النمو.

إن الابتكارات المالية أمر بالغ الأهمية للنمو الاقتصادي الطويل الأجل، وتؤكد أدبيات التمويل والنمو على الدور الأساسي الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية التي تعمل بشكل جيد في تعزيز وتحفيز الابتكار التكنولوجي، كما أن التغييرات التنظيمية في سوق الأوراق المالية تؤثر على الابتكار المؤسسي، إلا أنه من المهم فهم العواقب الاقتصادية المترتبة على السماح للمستثمرين الأجانب بتداول الأسهم المحلية، وعليه هناك الكثير من الدول النامية لم تفتح أسواقها المالية أمام رأس المال الأجنبي، وعليه فمن الضروري تقييم أثر الانفتاح المالي لأسواق الأوراق المالية في الدول النامية على الابتكار المؤسسي (Author Wang, 2021).

إن التحدي الرئيسي لتحديد في كيفية دراسة تأثير تحرير سوق الأوراق المالية على فعاليتها واستقرارها، ففي حين أن البحوث الأدبية أعطت آراء متفائلة بشأن تحرير سوق الأوراق المالية، كانت وجهات نظر الدراسات التجريبية أكثر حذراً، فالأزمات المالية التي ألمت بالكثير من أسواق الأوراق المالية في أمريكا اللاتينية وفي آسيا خلال العقد الأخير من القرن العشرين وبداية القرن الحالي ما دعت إلى هذا الحذر، وعليه فإن فتح أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ليست سياسة خالية من المخاطر ولا يأتي دون أي تكلفة، فالكثير من الدراسات (Cesario M, Bao T, H, 2023) قد ناقشت أثر الانفتاح المالي على تقلب أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة وقد استخدمت التقلبات التاريخية التي تعكس تقلبات أسعار الأسهم في الماضي، ويصف التقلب المشتت عن متوسط العينة، الذي يقاس بالتباين والانحراف المعياري، أو التقلب الشرطي، الذي تقدره نماذج (ARCH)، وقد توصلت هذه الدراسات إلى نتائج تعالج قضيتين مثيرتين للجدال في الحجج النظرية: كيف تغيرت تقلبات الأسهم بعد التحرير والمكون الرئيسي للتقلب الذي تأثر.

يؤثر تحرير أسواق الأوراق المالية على عنصر التقلب من خلال آلية تنوع المخاطر، ويتأثر التقلب بالعوامل المحلية في السوق الصغيرة المغلقة، ولكنه يتعرض لعوامل عالمية في الأسواق المالية الحرة، ونظرًا للتقلب الأعلى

للعوامل المحلية في الأسواق الناشئة، فإن التحرير يساعد في تقليل تقلبها، وهذا مشابه للتفسير النظري في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العالمي، الذي يتوقع انخفاض معدل العائد المطلوب وانخفاض تقلب الأسهم المحلية بعد تحريرها، ويكون التأثير من خلال آليات تبادل المعلومات، ويرى (Merton, R, 1987)، أن المستثمرين الحاليين في السوق لا يعرفون سوى مجموعة جزئية من المعلومات حول الأسهم، وأن زيادة أعداد المستثمرين الذين لديهم هذا النوع من المعلومات غير المكتملة تزيد من تقاسم المخاطر وتقلل من العوائد المتوقعة، وهذا يعني أن مشاركة المستثمرين الأجانب في المحافظ يحسن دقة المعلومات العامة حول أسهم الشركات مما يساعد على تقليل تقلبها.

ويرى (Wang A, 2021) إن تأثير تحرير سوق الأسهم على الابتكار المؤسسي، وتشير النتيجة الأساسية القائمة على تقدير الفرق في الفروق (DID) إلى أن السماح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم المحلية له تأثير مفيد على المخرجات المبتكرة للشركات الصينية، وعلى وجه التحديد، تولد الشركات المؤهلة المتأثرة ببرنامج ربط الأسهم عدداً أكبر من براءات الاختراع ذات الجودة الأعلى من الشركات الأخرى غير المتأثرة لاحقاً، وعلاوة على ذلك، نستكشف القنوات المحتملة التي قد تفسر هذا التأثير المفيد من حيث تحسين حوكمة الشركات، والحد من عدم التماثل في المعلومات، وتخفيف القيود المالية، بالإضافة إلى ذلك، يكون التأثير أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات في الصناعات عالية التقنية، وبالرغم من ذلك نجد أن تأثير تحرير أسواق الأسهم غير مهم في الشركات المملوكة للدولة، وكانت النتائج قوية بشكل عام في مواجهة مقاييس مختلفة للابتكار وطرق مختلفة للتقدير، وبشكل عام، تقدم هذه الورقة رؤى جديدة لفهم التأثير الإيجابي لتحرير سوق الأسهم في اقتصادات الأسواق الناشئة.

باختصار، فإن تنوع المخاطر وتبادل المعلومات من عوامل التحرير التي تؤثر على تقلبات الأسهم، وتتوقع الحجج النظرية أن تنوع المخاطر يقلل من عنصر التقلب المنهجي، وفي الوقت نفسه، يؤثر عامل تبادل المعلومات على العنصر الفردي، وقد يؤدي هذا التأثير إلى زيادة التقلب الفردي أو انخفاضه، ومع ذلك، أكدت الأبحاث التجريبية استنتاجاً مفاده أن تقلبات الأسهم تنخفض بعد تحرير الأسواق، وعلى الرغم من التوصل إلى نتائج مختلفة فيما يتعلق بالتقلب الفردي، إلا أنه لم يكن هناك دليل على أن عنصر التقلب هذا يزداد في الأسواق الحرة.

ثالثاً: تقلب أسواق الأوراق المالية

يرتبط مصطلح سوق رأس المال، بشكل أساسي بقروض الأعمال النقدية، وتداول العملات الأجنبية، والتعامل في الأوراق المالية القابلة للتداول، وإصدار السندات والأسهم، وتداول السلع مثل الذهب والنفط، ولأسواق المالية تأثير كبير في تسهيل عملية الاستثمار بفضل السيولة التي توفرها هذه الأسواق بشكل طبيعي، وتقوم بتخصيص الموارد والأموال إلى القطاعات الأكثر كفاءة من خلال تحديد الأسعار التنافسية، مما يزيد من إنتاجية المجتمع ككل ويحسن كفاءة استخدام الموارد، ويمكن للسوق المالية أن تعكس بسرعة حالة التشغيل الاقتصادي، وغالباً ما تعكس أسواق الأوراق المالية الحالة الصحية للاقتصاد الحقيقي.

لقد أصبحت الأسواق المالية بشكل متزايد الطريقة الرئيسية التي تستخدمها الحكومة للتحكم في الاقتصاد، نظراً لدورها البارز في ربط الادخار بالاستثمار وتغيير تخصيص الموارد، بالإضافة إلى حساسية المنظمات تجاه

التغيرات السوقية، ومن هذا الدور البارز للأسواق المالية بشكل عام وأسواق الأوراق المالية بشكل خاص، تعاني هذه الأسواق من التقلبات المستمرة سواء السلبية والإيجابية، حيث يؤدي ارتفاع تقلب الأسهم إلى تقلبات أكثر اضطراباً في أسعار الأصول المالية وزيادة عدم اليقين في عوائد الأصول؛ بينما يؤدي انخفاض تقلب الأسهم إلى تقلبات أكثر سلاسة في أسعار الأصول المالية وزيادة اليقين في عوائد الأصول (Ziting Mai, 2023).

لقد اهتمت الدراسات المبكرة (Louis O. Scott, 1991) بالتقلبات في أسواق الأوراق المالية من قبل رواد البحث في هذا المجال، أمثال ماركويتز الذي وضع الأسس لنظرية المحفظة الذي أكد فيه على ضرورة أخذ التقلبات في الحسبان عند اتخاذ قرارات الاستثمار في هذه الأسواق، وقد بني على هذه الأسس نموذج (CAPM) نموذج تسعير الأصول الذي يربط العائد على الاستثمار بالمخاطر النظامية، هذا في الوقت الذي كانت فيه القيود التجارية والمالية لاتزال مضروبة على معظم دول العالم، وكانت أسواق الأوراق المالية لا تزال قليلة، وكان النهج هناك نظامين اقتصاديين مختلفين هما الرأسمالية والاشتراكية، والخلاصة أن التقلبات المالية مرتبطة بالأسواق المالية بشكل عام.

وهناك أدلة قوية على أن تقاسم المخاطر بعيد عن الكمال بين وكلاء الاستثمار داخل البلد الواحد حتى في أكثر الاقتصادات تقدماً مثل الولايات المتحدة، فقد أجبرت التقلبات في الأسواق المالية خبراء الاقتصاد على إعادة النظر في مدى صحة فرضية الأسواق الفعالة التي تنص على أن الأسواق المالية تسعر فيها الأوراق المالية بشكل صحيح دائماً، وقد تم تطبيق مناهج تجريبية جديدة لدراساتها في السنوات الأخيرة، وبالنسبة للدول النامية كذلك توصلت العديد من الدراسات الحديثة إلى أدلة تفيد أن التقلبات المفرطة في أسواق هذه الدول تشير إلى انتهاكات لوكلاء الاستثمار (Andrei A, 2007).

إلا أن هناك دراسات (Ahmet Faruk Aysan, 2006) درست العلاقة السلبية والإيجابية بين التقلبات والاستثمار، وقد اشارت هذه العلاقة على وجود علاقة إيجابية واستنتجت أن ارتفاع التقلبات يزيد من معدل الادخار وبالتالي يعزز مستوى الاستثمار بسبب الدافع الاحتياطي، والذي يقول أن عدم اليقين المرتبط بارتفاع التقلبات يحفز المستثمرين على اكتساب المزيد من رأس المال، إلا أن الأزمات المتعاقبة التي تلم بأسواق الأوراق المالية استدعت من السلطات وبعض خبراء الاقتصاد إلى فرض لوائح تنظيمية إضافية على هذه الأسواق، فالتقلبات في الأسواق المالية وخاصة أسواق الأوراق المالية التي تشكل قضية تهم صناعات السياسات الحكومية ومحلي الأسواق ومديري الشركات والاقتصاديين، فالأزمات المالية التي تعاقبت على هذه الأسواق من كبر أزمة في ثمانينات القرن المنصرم وتحديد عام (1987م)، التي عمت العالم بعد ما أنشأت الكثير من أسواق الأوراق المالية في مختلف أنحاء العالم، وأدخلت البورصات أوراق مالية مستحدثة مثل العقود الآجلة والخيارات على أسعار الفائدة ومؤشرات الأسهم وأسعار الصرف الأجنبي، ذلك مما أثار تساؤلات ملحة بشأن تقلبات أسواق الأوراق المالية والأسواق المالية بشكل عام، ونتيجة لهذا تم اقتراح عدد من الإصلاحات للأسواق المالية، وستظل الإصلاحات مستمرة ما دامت الأسواق المالية.

إن تقلبات الأسواق المالية تشير إلى انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الأساسية، في حين لا توجد أدلة على انحراف الأسعار عن قيمتها الأساسية في أسواق السندات، وقد يكون ذلك من طبيعة العوائد لكلي السوقين، وعليه فإن التقلبات الكبيرة التي تنحرف بأسعار الأسهم عن قيمتها الأساسية تتطلب الحاجة إلى فرض قيود وتنظيمات إضافية على أسواق الأوراق المالية وأسواق الأدوات المالية الحديثة مثل أسواق العقود الآجلة لمؤشرات الأسهم، ويجب أن يكون الهدف من تنظيم الأسواق المالية هو القضاء على التناقضات بين أسعار السوق والقيم الأساسية، ولو أن هذا الهدف بعيد المنال نظرًا لظروف المعلومات والأسواق المالية، والضوضاء، وفقاعات المضاربات، والتوقعات المفرطة التي تؤدي إلى انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية، إلا أنه لا بد من إصلاحات تنظيمية تقلل من فروق الأسعار، (Louis O. Scott, 1991).

إن التحليل الدقيق لتقلبات الأسواق المالية يتطلب نظرية حول كيفية تقييم الأصول الرأسمالية في السوق، ولابد أن تشرح النظرية كيف يتم تحديد الأسعار، وفي عالم ديناميكي، و أن تشرح كيف ولماذا تتغير الأسعار، وفي غياب نظرية أو تفسير لتغيرات أسعار الأصول، لا نستطيع أن نفعل أكثر من سرد تسلسل الأحداث، وتشكل نظرية تغير الأسعار أهمية أساسية لتحديد الأشكال المناسبة للتنظيمات السوقية، وهناك العديد من النماذج المتاحة لتسعير الأصول الرأسمالية والعديد من التفسيرات أو النظريات المتنافسة لتغيرات الأسعار التي نلاحظها في الأسواق المالية، وتستخدم نماذج تسعير الأصول لتحديد القيمة الأساسية للسوق أي قيمة الأصول استنادًا إلى الأساسيات الاقتصادية فقط، وفيما يلي تعريف أكثر اكتمالًا ودقة.

وقد تم التوصل إلى استنتاجات مختلفة لمكونات التقلبات الفردية، باستخدام مجموع الاستثمار الأجنبي في الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي للبلاد كممثل فعلي لدرجة تحرير الأسواق، وتحليل تقلبات الأسهم من خلال حساب العائد على السهم كمجموع العائد على محفظة السوق العالمية مضروبًا في عوامل خاصة بالدولة والشركة، وبتطبيق نماذج الانحدار على مجموعة من الأسواق الناشئة للأسهم مبيّنة أن تحرير أسواق الأوراق المالية يقلل من تقلبات عائد الأسهم، وتنقل التأثيرات من خلال التقلبات الفردية المحلية والمجمعة، (Bao Truong Hoang, 2023)، وفي تقييم شامل لما إذا كانت أسواق الأسهم الناشئة قد استفادت من التحرير، نتوقع أن يكمل مسحنا، إلى جانب مسح كوبكي (2019) في الشق الأول، الأدبيات حول تحرير سوق الأسهم.

أن التقلبات في أسواق الأوراق المالية وخاصة التقلبات الحادة تنتج عن التلاعب في هذه الأسواق، حيث أن المستثمرين المغامرين في العادة تغريهم الأرباح المرتفعة رغم المخاطر المصاحبة لها، وليس بعيد الأزمات المالية المتعاقبة على الأسواق المالية، وفي هذه الفترة كانت التقلبات الذي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالأساسيات الاقتصادية الكلية، وأن وجود فهم جيد لكيفية تفاعل مكونات التقلب هذه مع الاقتصاد سيمكن صناع السياسات والممارسين من الحصول على توقعات أكثر دقة للتقلبات المشروطة بالصدمات الاقتصادية الكلية، وعلى الرغم من أن أدبيات الاقتصاد المالي وثقت على نطاق واسع أن التقلب يتميز بعملية مكونة من مكونين، المكون الطويل الأجل للتقلبات مرتبط بالأساسيات الاقتصادية الكلية المرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية وأسعار الخصم، في حين أن

المكون القصير الأجل مرتبط بالمحددات المؤقتة للتقلبات، مثل معنويات المستثمرين، وقد وجد أن مكون التقلب منخفض التردد أكبر عندما تكون العوامل الاقتصادية الكلية للنتائج المحلي والتضخم وأسعار الفائدة قصيرة الأجل أكثر تقلبًا، أو عندما يكون التضخم مرافقًا والنتائج المحلي الإجمالي منخفضًا (Engle & Ragel, 2008).

عملت الكثير من الدول النامية على تطوير أسواق الأوراق المالية فيها خاصة في دول أمريكا اللاتينية وأوروبا الشرقية بالإضافة إلى بعض الدول العربية حيث بذلت العديد من الجهود في سبيل تحسين البيئة الاقتصادية الكلية وإصلاح المؤسسات المالية وغيرها والتي تعتقد أنها ستدعم التنمية المالية، حيث أثبت الأدلة التجريبية إلى أن تطوير الأسواق المالية وتعميقها وتحسين فعاليتها تلعب دورًا بارزًا في تعزيز التنمية الاقتصادية (Augusto de la Torre Sergio L. Schmukler, 2007)، وفي الربع الأخير من القرن المنصرم عملت الكثير من الدول النامية على تحرير اقتصادها من خلال برامج للإصلاح الاقتصادي والمالي والإداري، وذلك بهدف تخلي دولة عن النشاط الاقتصادي وترك المجال للقطاع الخاص لتولي هذه المهمة.

وقد استنتجت دراسة (Fernando A. B, Jaume V, 2008)، إن أسواق الأوراق المالية الناشئة التي تم تحريرها لم تحصل على التدفقات المالية الأجنبية المرجوة من التحرير فقد كانت متوسطة إلى صغيرة وحتى سلبية، وقد اتصفت هذه التدفقات بالتقلب المرافق للدورات الاقتصادية، وبذلك لم يرتفع الاستثمار والنمو المالي بل انخفض في بعض الحالات، بحيث أصبحت أسواق الأوراق المالية غير مستقرة ومعرضة للازمات، وبالرغم من وجود بعض المكاسب من المتاجرة بالأصول المحلية، إلا أن الحكومات تصبح غير قادرة على التمييز بين الدائنين المحليين والأجانب عندما تقوم بتسليم مدفوعات الديون، وهذا يوضح مدى الخسائر والمكاسب من التحرير المالي لأسواق الأوراق المالية.

ويرى (Engle, Rangle, 2008) أن التقلبات عالية ليس فقط في أسواق الأوراق المالية الناشئة والأسواق الصغيرة والتي يكون رأس مالها السوقي صغير نسبة إلى النتائج المحلي الإجمالي، بل في الاقتصادات الكبيرة، فقد تم تقدير النموذج بالنسبة للولايات المتحدة باستخدام بيانات شهرية على مدى الفترة، وتبين أن الصدمات السلبية للطلب والعرض الكلي تتسبب في زيادة تقلبات كل من سوق الأسهم والسندات، وأن الصدمات السلبية لتقلبات سوق الأسهم أو السندات تتسبب في تدهور الأساسيات الاقتصادية الكلية، كما تبين أن المكون المستمر هو الأكثر ارتباطًا بالأساسيات الاقتصادية الكلية، كما تؤدي الصدمات السلبية للتقلب (Caing-Wai, Richard D. F, at al, 2018) المؤقت إلى تحسن كبير في المعنويات، وهذا يشير إلى أن التقلب المؤقت ومعنويات المستثمرين مرتبطان ارتباطًا وثيقًا، أن التكيف مع التقلبات يساعد على تحسين توقعات الأساسيات الاقتصادية الكلية، وأن التكيف مع الأساسيات الاقتصادية الكلية يساعد على تحسين توقعات التقلبات. من المعلوم أن المعلومات الاقتصادية الواردة إلى السوق التي قد لا تتم بنفس السرعة - حسب كفاءة التسعير لسوق الأوراق المالية - فالكفاءة الاقتصادية للسوق ترى أن هناك فترة إبطاء بين وصول المعلومات واستجابة الأسعار لها، فمثلاً نجد أن عرض النقود له تأثير كبير على أسعار الأسهم، من خلال تأثيره على السيولة في

السوق، وأن فترة الإبطاء بين التغير في عرض النقود والتغيرات اللاحقة في أسعار الأسهم ليست ثابتة، وإنما تتغير عبر الزمن، وتشير تجربة الدول النامية إلى أن التكامل المالي يساعد في نمو أسواق الأوراق المالية، ولكنه قد يؤثر سلبًا على تقلب أسعار الأسهم وكفاءة الأسواق إذا لم تكن هناك إصلاحات مناسبة في سوق رأس المال، وسياسات اقتصادية كلية مناسبة.

ويرى (Germy, techwo, 2018) أن لعلاقة الديناميكية بين تقلبات الأسواق المالية وسياسات الاقتصاد الكلية السليمة تظهر أن الصدمات المعاكسة السلبية للطلب الكلي والعرض تسبب في زيادة المكون المستثمر للتقلبات في أسواق الأسهم والسندات، وذلك ينعكس على تدهور السياسات الاقتصادية الكلية، كما يرى أن هناك ارتباطًا وثيقًا بالتغيرات في معلومات المستثمرين، وركزت الدراسات المبكرة على العوامل الاقتصادية الكلية المحددة لتقلبات الأسواق المالية، وعادة ما تنتج التقلبات في الأسواق المالية من عوامل اقتصادية أو سياسية بما في ذلك التغيرات في الأسواق المختلفة، والأحداث الخارجة عن الإرادة كالأوبئة، وفي الحقيقة فإن التقلبات في الأسواق المالية ليست سلبية بشكل عام، فقد تمون التقلبات أمرًا إيجابيًا لكل من أسواق الأوراق المالية والمستثمرين وأسواق السلع كالذهب والنفط، والعقارات، فكلما زادت التقلبات التي تأتي مع الاستثمار زادت العوائد، وهذا ما يطلق عليه (بالمخاطرة)، والعكس فقد يكون التقلب المنخفض للأسواق مصحوبًا بانخفاض العوائد.

ويمكن قياس معدلات التقلب في أسواق الأوراق المالية بمقياس إحصائي لتوزيع الفرق بين العوائد على أصل مالي أو مؤشر سوق، وكلما زاد معدل التقلب زادت المخاطر المصاحبة لذلك الأصل، ويتم قياس التقلب أما بالانحراف المعياري أو الفرق بين عوائد الأصل أو مؤشر السوق، ومن الشائع قياس التقلب بالتغير النسبي اليومي في العوائد كمقياس تاريخي، وكذلك بالتباين (متوسط مربع الفرق بين كل عائد لفترة زمنية محددة ومتوسط العائد لنفس الفترة، ومن المعلوم أن هناك نوعين من التقلب، هما التقلب التاريخي والتقلب المتوقع، وهناك تقلب ناتج عن اختلافات في البنية والسياسات الاقتصادية التي تؤدي في النهاية إلى حدوث الأزمات المالية، وهنا يؤثر تحرير السوق على عنصر التقلبات الفردية من خلال آليات تبادل المعلومات، يوضح (Merton, R. M 1987) نظريًا أن المستثمرين الحاليين في السوق لا يعرفون سوى مجموعة فرعية من المعلومات حول الأسهم، وأن الزيادة في أعداد المستثمرين الذين لديهم هذا النوع من المعلومات غير المكتملة تزيد من تقاسم المخاطر وتقلل من العائدات المتوقعة.

وأخيرًا يمكن القول أن التقلب هو عامل ديناميكي يميز تغيرات الأسعار وعرض نطاق حركتها لفترة زمنية محددة، ويساعد ذلك العامل في تقييم مدى سرعة تغير الأسعار في الفترة الحالية مقارنة بالفترات السابقة، أو تغير سعر الأصل بالنسبة إلى الأصول الأخرى، ويرجع ذلك إلى البيانات المالية التي لا تلي توقعات المستثمرين، وقد تعارف على أن هناك مستويات مختلفة من التقلب، فإذا كان التقلب أقل من (20%) يكون السوق عند المستوى المنخفض للتقلب، وذلك يشكل مناخ متفائل لدى المستثمرين في السوق، لأن ذلك يؤثر على مزيد من جني الأرباح، أما إذا كان الانخفاض كبير تكون النتائج معاكسة حيث يبدأ المستثمرين بتصفية مراكزهم المالية، وإغلاق الصفقات، وعندما يصل التقلب بين (20-30%) يكون السوق عند مستوى التقلب المتوسط، وفي

هذه الحالة تكون الرؤية غير واضحة لدى المستثمر ويكون من الصعوبة اتخاذ أي قرار، أما إذا كان التقلب عند (40%) أو أكثر فذلك علامة على الذعر المالي في السوق، وتكون في حالة التقلب المرتفع عندما تنخفض أسعار الأوراق المالية بشكل حاد، عندها يكون من الأفضل للمستثمر الرشيد البحث عن نقطة دخول إلى السوق.

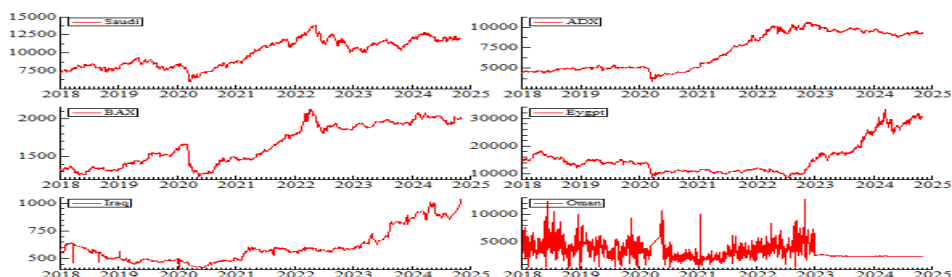
ثالثاً: تحليل التقلب

تضمن البحث بيانات تاريخية يومية لأسعار إغلاق ستة أسواق عربية للأوراق المالية هي (السعودية، وأبوظبي، والبحرين، مصر، العراق، عمان) للفترة من (2018/1/1) وحتى (2024/10/30) استخدم البحث أساليب إحصائية متنوعة من الإحصاءات الوصفية لأسعار الإغلاق واختبار التوزيع الطبيعي كذلك الاختبارات القبلية لسلسلة الأسعار لكل سوق منها اختبارات عدم ثبات التباين والارتباط المتسلسل واختبار العشوائية والسير العشوائي كما تم توضيح الاتجاه العام لسلاسل أسعار الإغلاق والعوائد اليومية بأشكال بيانية ولمزيد من التحليل تم استخدام عائلة نماذج الانحدار الذاتي المشروط المتغير المعمم (GARCH) في حال افتراض تماثل الصدمات ونموذج (EGARCH) الأسّي المعمم في حال افتراض عدم التماثل للاستجابة للصدمات.

جدول (1) الإحصاءات الوصفية لأسعار الإغلاق

P-value	Jarque-Bera	std.dev	max	mean	min	obs	Variable
0.000	140.1	1884.2	13820.0	9906.7	5959.7	1703	Saudi
0.000	225.3	2284.0	10630.0	7084.6	3323.3	1714	ADX
0.000	172.3	268.7	2122.5	1657.1	1232.4	1678	BAX
0.000	590.5	5837.7	33383.0	15413.0	8657.5	1656	Egypt
0.000	1062.6	125.0	1036.0	577.8	400.4	1235	Iraq
0.000	1846.6	1477.5	12792.0	3329.9	165.0	1644	Oman

جدول (1) يتضمن الإحصاءات الوصفية لأسعار الإغلاق للأسواق المالية في كلا من السعودية، (ADX)، (BAX)، مصر، والعراق، وعمان والتي تبين أن هناك تباين كبير بين القيم الدنيا والقصى لجميع المتغيرات، مما يشير إلى وجود قيم متطرفة أو توزيع غير متوازن للبيانات، كما نلاحظ أن الانحراف المعياري مرتفع نسبياً في معظم المتغيرات، مما يشير إلى تشتت كبير في البيانات، كما أن جميع قيم P في اختبار Jarque-Bera أقل من (0.05)، مما يعني أنه يمكن رفض الفرضية الصفرية بأن البيانات تتبع توزيعاً طبيعياً لجميع المتغيرات المدروسة.



شكل (1) الاتجاه العام لأسعار الإغلاق

الاختبارات القبلية:

-عدم ثبات التباين

جدول (2) عدم ثبات التباين

LM test for autoregressive conditional heteroskedasticity (ARCH)					
H0: no ARCH effects vs. H1: ARCH(p) disturbance					
Prob > chi2	df	chi2	lags(p)		
0.000	1	66852	1--10		SAUDI
0.000	1	2.07E+05	1--10		ADX
0.000	1	1.50E+05	1--10		BAX
0.000	1	56867	1--10		Egypt
0.000	1	15385	1--10		Iraq
0.000	1	85.964	1--10		Oman

يبين جدول (2) الذي يوضح اختبار LM (Lagrange Multiplier) لتحديد وجود تأثيرات التباين الشرطي المتغاير (ARCH) والذي يُستخدم لتقييم ما إذا كانت السلسلة الزمنية تعاني من تباين غير ثابت، فالفرضية الصفرية للاختبار هي، عدم وجود تأثيرات (ARCH)، بينما الفرضية البديلة تشير إلى وجود تأثيرات (ARCH) من الدرجة p ، وكما نلاحظ فإن جميع قيم p أقل من (0.05) مما يعني رفض الفرضية الصفرية لجميع هذه البيانات الزمنية، وهذا يشير إلى وجود تأثيرات (ARCH) في كل من هذه السلاسل الزمنية، مما يعني أن التباين في الأخطاء ليس ثابتاً، ويظهر تبايناً متغيراً عبر الزمن، حيث يمكن استنتاج أن وجود تأثيرات (ARCH) يعني أنه يجب استخدام نماذج تأخذ في الاعتبار هذا التباين غير الثابت عند تحليل البيانات أو عند بناء نماذج التنبؤ، مثل نماذج (Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedasticity) التي تعتبر مناسبة للتعامل مع البيانات التي تظهر تبايناً متغيراً.

-الارتباط الذاتي:

جدول (3) الارتباط الذاتي

Ljung Box test		
P	(Q)	
0.000	1123.31	SAUDI
0.000	1390.27	ADX
0.000	1191.03	BAX
0.000	429.59	EGYPT
0.000	212.71	Iraq
0.000	405.97	Oman

يبين جدول (3) نتائج اختبار ليونغ-بوكس وهو اختبار إحصائي يُستخدم لتحديد ما إذا كانت هناك ارتباطات ذاتية كبيرة في سلسلة زمنية على مدى تأخيرات معينة، الفرضية الصفرية للاختبار هي أن البيانات موزعة

بشكل مستقل (أي لا توجد ارتباطات ذاتية)، بينما الفرضية البديلة هي أن هناك ارتباطات ذاتية موجودة، نظرًا لأن جميع قيم p أقل من (0.05) ، يمكن رفض الفرضية الصفرية لجميع هذه البيانات الزمنية، وهذا يشير إلى أن هناك ارتباطات ذاتية كبيرة موجودة في كل من هذه السلاسل الزمنية من الناحية العملية، مما يعني أن القيم السابقة للسلسلة الزمنية يمكن أن تساعد في التنبؤ بالقيم المستقبلية.

-اختبار العشوائية:

جدول (4) اختبار لعشوائية

Variance-Ratio			RUNS TEST		
P-value	ZN	VR	P-value	Z	Market
0.000	59.718	4.989	0.000	-41.05	SAUDI
0.000	68.236	5.005	0.000	-41.38	ADX
0.000	62.485	4.994	0.000	-40.65	BAX
0.000	37.218	4.954	0.000	-40.11	Egypt
0.000	25.828	4.865	0.000	-32.93	Iraq
0.000	24.829	3.123	0.000	-22.68	Oman

يبين جدول (4) يبين نتائج اختبار "RUNS TEST" الذي يُستخدم لتحديد ما إذا كانت سلسلة زمنية معينة تحتوي على نمط معين أو إذا كانت عشوائية، وكانت النتائج التي قدمتها تشتمل على قيمة الدلالة الإحصائية للاختبار P -value المرتبطة بقيمة Z إذا كانت أقل من (0.05) ، فإن ذلك يشير إلى أن هناك أدلة كافية لرفض الفرضية الصفرية (التي تفترض أن السلسلة الزمنية عشوائية).

وكما نلاحظ فإن جميع الأسواق تظهر Z -values سالبة وقيم P منخفضة (جميعها أقل من 0.05)، مما يشير إلى أن السلاسل الزمنية لأسعار الإغلاق لجميع الأسواق المالية المستهدفة في البحث ليست عشوائية، بل تظهر نمطًا معينًا، كما يتضمن الجدول اختبار "Variance-Ratio" والذي يستخدم لتقييم ما إذا كانت العوائد المالية تتبع عملية عشوائية (random walk) أم لا، وكما نلاحظ فإن جميع الأسواق تظهر قيم VR أكبر من (1) مما يشير إلى أن العوائد لا تتبع عملية عشوائية، ووجود دلالة إحصائية (P -value < 0.05) يدعم هذا الاستنتاج حيث تشير النتائج من كل من اختبار (Variance-Ratio, RUNS) إلى أن الأسواق المالية المدروسة ليست عشوائية وأن هناك نمطًا واضحًا في العوائد، مما قد يكون له تأثير على استراتيجيات الاستثمار والتحليل المالي.

-العوائد:

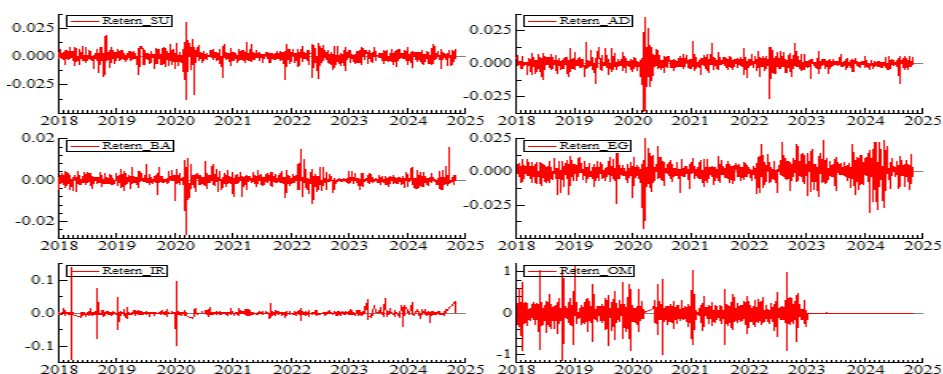
لتقييم أداء الأسهم على أساس يومي يتم حساب العوائد اليومية من خلال استخدام العوائد اللوغاريتمية وتعبر عن النسبة المئوية للتغير في سعر الأداة المالية بطريقة لوغاريتمية، حيث يتم احتسابها بالصيغة التالي:

$$R_t = \log \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} \right)$$

R_t هو عائد السوق في الفترة t

P_t سعر الإغلاق عند الفترة t

P_{t-1} سعر الإغلاق عند الفترة $t-1$



شكل (2) الاتجاه التاريخي لعوائد الأسهم

- اختبار جذر الوحدة لسلسلة العوائد لأسواق الأوراق المالية قيد الدراسة:

جدول (5) اختبار جذر الوحدة

Oman	Iraq	Egypt	BAX	ADX	SAUDI	
-24.17***	-32.02***	-35.66***	-18.94***	-21.37***	-36.41***	intercept
-24.16***	-32.14***	-35.75***	-18.93***	-21.37***	-36.40***	trend
-24.18***	-31.99***	-35.64***	-18.88***	-21.31***	-36.39***	none

يبين جدول (5) ADF Unit Root Test والذي يمكن أن يكشف مدى استقرار السلاسل الزمنية لعوائد مؤشرات الأسواق خلال فترة القياس وتبين نتائج الاختبار واعتماداً على الفرضيات الصفرية وعند مستوى دلالة إحصائية (0.01) و (0.05) و (0.10) هو رفض فرضية احتواء البيانات على جذر الوحدة لجميع سلاسل العوائد المقاسة أي يمكن القول بأن السلاسل الزمنية الموضحة مستقرة في المستوى.

- النماذج القياسية للتنبؤ بعوائد الأسهم:

نماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين (ARCH):

يعتبر (Engle, F. Robert, 1982) في ورقته البحثية الرائدة المعنونة بـ: التغيرات المشروطة ذات الانحدار

الذاتي مع تقديرات تباين التضخم في المملكة المتحدة لدراسته التطبيقية (contents, 1993) "Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the

Variance of United Kingdom Inflation"، والمنشورة في مجلة "Econometrica"، أول من وضع قواعد وأسس نماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس الأخطاء، ويطلق عليها اختصاراً (ARCH)، حيث أسس لإطار نظري جديد لتحليل التباين في السلاسل الزمنية، حيث يقدم (Engle) حجج تتحدى افتراضات النماذج القياسية السابقة، والتي تعتمد على فرضية ثبات تباين الأخطاء، وهذا الافتراض غير واقعي، لأنه لا يأخذ في الاعتبار التقلبات الجوهرية وعدم اليقين الملاحظ خاصة في البيانات المالية عالية التردد، وهذه الفكرة مستندة إلى ملاحظة ظاهرة تكس التقلبات أو ما يسمى بعنفودية التقلبات، ما يعني أن فترات التقلبات المرتفعة عادة ما تليها فترات مماثلة، وكذلك العكس ففترات التقلب المنخفضة تليها فترات مماثلة، وهذا يعكس طبيعة التقلبات التي تتغير مع الوقت والتي تتأثر بالمعلومات التاريخية.

ولمعالجة أوجه القصور استخدم (Engle) التباين الشرطي بدلاً عن التباين غير الشرطي، وهذا ما يسمح بأن يكون تباين الأخطاء دالة في مربعات الأخطاء السابقة، وهو ما يمكن نماذج (ARCH) من التكيف مع التغيرات في التقلبات عبر الزمن (طاهري، 2024، 104)، التنبؤ بالتقلبات المستقبلية هو أحد أهم الأغراض الرئيسية لاستخدام نماذج (ARCH) حيث يمكن لها أن توفر توقعات دقيقة للتقلبات خاصة على المدى القصير، هذا النموذج يأخذ خاصية تجمع التقلبات بعين الاعتبار ويفترض عدم ثبات التباين كما يتم تقدير معلماته بطريقة المعقولة العظمى (Log Likelihood).

واجهت نماذج (ARCH) العديد من الانتقادات (Tsay, p 119)، من بينها يفترض النموذج أن الصدمات الإيجابية والسلبية لها نفس التأثير على التقلبات، لكن عملياً لا تستجيب أسعار الأصول المالية بنفس الطريقة، وإنما تختلف حسب نوع الصدمات وإشارتها، ويفتقر النموذج إلى رؤية تفسيرية لمصادر التقلبات في السلاسل الزمنية المالية، إذ يقتصر على تقديم وصف الي لسلوك التباين المشروط دون تقديم تفسيرات عن الأسباب الكامنة وراء حدوث هذا التقلب، وتميل نماذج (ARCH) إلى المبالغة في التنبؤ بالتقلبات لأنها تستجيب ببطء للصدمات، وهذا يعني أنها قد تميل إلى التنبؤ بمستويات تقلب أعلى من المستوى الفعلي لفترة من الوقت بعد الصدمة، مما يؤدي إلى تقدير مبالغ فيه لمخاطر السوق، ومحدودية قدرة هذه النماذج في التقاط الحقائق المعقدة للبيانات المالية، وخاصة في التعامل مع المعلومات والأحداث غير المتماثلة.

وكردة فعل لهذه الانتقادات ولمعالجة أوجه القصور في هذه النماذج، ظهرت نماذج أخرى تأخذ بعين الاعتبار مثل التماثل لتفسير البيانات المالية بشكل أفضل، ويعكس التطور المستمر في النماذج المالية السعي الدائم للحصول على أدوات أكثر دقة في تحليل الأسواق أو تساعد على فهم أفضل لبعض الظواهر المالية، وفيما يلي نقدم نماذج الانحدار الذاتي المشروط المتغير المعمم ل (ARCH) والتي يطلق عليها اختصاراً عائلة (GARCH) (جازية، بلغيث، 2020، 273)

- نماذج الانحدار الذاتي المشروط المتغير المعمم (GARCH):

واجه النموذج السابق (ARCH) مجموعة من الصعوبات أهمها عدم القدرة على تقدير معلمات النموذج في حالة عدد تأخيرات q كبير، والمبالغة في التنبؤ بالتقلبات لأنها تستجيب ببطء للصدمات، هذا يعني أنها قد تميل إلى التنبؤ بمستويات تقلب أعلى من المستوى الفعلي لفترة من الوقت بعد الصدمة، مما يؤدي إلى تقدير مبالغ فيه لمخاطر السوق، ومحدودية قدرة هذه النماذج في التقاط الحقائق المعقدة للبيانات المالية، وخاصة في التعامل مع المعلومات والأحداث غير المتماثلة بالإضافة إلى احتمال ظهور قيوده بالإشارة السالبة مما ينتج عن ذلك تنبؤات سالبة وهي حالة مرفوضة في الواقع، ومن أجل معالجة هذه المشاكل قام (Tim Bollerslev) وقد أخذ بعين الاعتبار حركة التباين المشروط وقام بتعميم نمذجة تقلبات التباين المشروط (ARCH) وسمى هذا النوع من النماذج بنموذج الانحدار الذاتي ذي التباين المشروط المعمم، حيث قام بنشر مقاله بعنوان Generalized Autoregressive Heteroscedasticity في (1986) بمجلة Journal of Econometrics يبين من خلاله أن نموذج GARCH القائم على إدخال التباينات الشرطية السابقة في معادلة التباين الشرطي الحالية المقترحة من طرف Engle (1982)، كما اعتمد هو كذلك على طريقة المعقولة العظمى في تقدير المعلمات وتطبيقها على سلسلة التضخم المتعلقة بالولايات المتحدة الأمريكية (Bollerslev, 1986, 319)، (جازية، بلغيث، 2020، 273)، لقد كان هناك بعض النقائص في هذا النموذج أيضاً تتمثل في اعتبار أن الصدمات السالبة الناتجة عن الأخبار السيئة والصدمات الموجبة المتعلقة بالأخبار الجيدة متماثلة وليس لها أي تأثير في نمذجة التقلبات الأمر الذي أدى إلى عدم القدرة على التقاط التفلطح الزائد مع عدم تحديد مصدر التباين والاستجابة البطيئة للصدمات الكبيرة التي عادةً ما تكون بسبب عدم التماثل أو ما يعرف بأثر الرافعة المالية لأسعار الأصول المالية، وبناء على ذلك ظهرت نماذج (GARCH) غير المتماثلة التي تسعى إلى رفع القيود غير السالبة المفروضة في نموذج (Bollerslev, 1986)، (جازية، بلغيث، 2020، 273).

- نموذج (EGARCH) الأسّي المعمم:

قام (Nelson, 1991) في دراسته بعنوان Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach التي نشرت بمجلة Econometrica بتقديم أول نموذج قادر على التقاط التقلبات غير المتماثلة على شكل نموذج (GARCH) الأسّي (Exponential GARCH) وقد استخدم (Nelson) في دراسته تقدير معامل المخاطرة لمؤشر سوق (CRSP) بالقيمة المرجحة خلال الفترة من (1962-1987) وتوصل في دراسته إلى أن دالة التباين الشرطي غير خطية بل هي دالة أسية وقد أظهرت الدراسات التجريبية فيما بعد أن نموذج (EGARCH) أكثر فعالية من نموذج (GARCH) هذا يعني أن اندماج التقلب غير المتماثل يؤدي إلى نتيجة أفضل ويكون أكثر ملائمة (Dahlvid & Granberg, 2017, 06)، (جازية، بلغيث، 2020، 274).

- نموذج (1,1) GARCH:

جدول (6) نموذج (1.1) GARCH

Oman	Iraq	Egypt	BAX	ADX	SAUDI	
coefficient	coefficient	coefficient	coefficient	coefficient	coefficient	
-0.000238	0.000027	0.000223	0.000117**	0.00022**	0.000264**	Cst (M)
-0.754***	0.087***	0.137***	0.130***	0.059**	0.169***	AR (1)
0.000071***	29.675	1.512**	0.486**	0.933***	0.995***	Cst (V)
0.951***	1.872	0.133***	0.344***	0.239***	0.153***	ARCH(Alpha1)
0.761***	0.148	0.828***	0.666***	0.717***	0.785***	GARCH(Beta1)
1.71	2.02	0.96	1.01	0.96	0.94	Alpha1+ Beta1
2065.52	5122.18	6353.84	8314.2	7544.799	7215.678	Log Likelihood
-2.51	-8.29	-7.67	-9.91	-8.80	-8.47	Akaike
-2.48	-8.26	-7.65	-9.88	-8.78	-8.45	Schwarz

مستوى دلالة (0.10) و (0.05) و (0.01) (***)

من خلال النتائج في جدول (6) بالنسبة لمعادلة المتوسط نلاحظ معنوية معاملات عوائد الأسواق (السعودية، وأبوظبي، والبحرين) وعدم معنوية عوائد الأسواق (مصر، والعراق) وهي إيجابية جميعها فيما عدا سوق عمان فلإن معامل العائد سالب وليس ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة إحصائية (0.01) بينما نلاحظ أن عوائد الفترات السابقة جميعها إيجابية ومعنوية إحصائياً فيما عدا سوق عمان فهي سلبية وذات دلالة إحصائية مما يشير إلى ارتباط عوائد الأسواق جميعاً طردياً بالعوائد السابقة بينما ترتبط عوائد سوق عمان بالعوائد السابقة عكسياً ونلاحظ أن السوق المصري يظهر أعلى قيمة (0.137)، بالنسبة لثابت التباين تشير القيم المرتفعة في بعض الأسواق مثل العراق (29.675)، إلى تباين كبير أو عدم استقرار في السوق، أما بالنسبة لقيمة معامل ARCH (Alpha1) فهو موجب في جميع معادلات التباين وذو دلالة إحصائية أي أن سرعة التأثير واستجابة العوائد للصدمات فيما عدا سوق العراق تقريباً بينما يشير معامل GARCH (Beta1) إلى أن تباين العائد يفسر ما نسبته (79%) و (72%) و (67%) و (83%) و (76%) تقريباً لعوائد جميع الأسواق بالترتيب فيما عدا سوق العراق (15%) فقط كما أن (Alpha1+ Beta1) تمثل مجموع تأثيرات (ARCH) و (GARCH)، إذا كان المجموع أكبر من (1)، فهذا يشير إلى أن النموذج غير مستقر في حالة العراق (2.02) وعمان (1.71)، يبين أن هناك عدم استقرار.

وتشير قيمة (Log Likelihood) العالية إلى أن النموذج يتناسب جيداً مع البيانات، ويظهر أن السوق البحريني حقق أعلى قيمة (8314.2).

كما أن (Schwarz Criteria, Akaike) وهي معايير لتقييم جودة النموذج، القيم السلبية تشير إلى جودة أفضل للنموذج، السوق المصري لديه أفضل قيمة لـ Akaike (-9.91)، Schwarz (-9.88).

وعموماً فإن الأسواق المالية المدروسة تظهر سلوكاً مختلفاً من حيث التقلبات والعوامل المؤثرة عليها حيث أن الأسواق التي لديها قيم عالية لـ (GARCH, ARCH) قد تكون أكثر تقلباً، مما يتطلب استراتيجيات إدارة مخاطر مناسبة.

- نموذج (1.1) EGARCH:

جدول (7) نموذج (1.1) EGARCH

Oman	Iraq	Egypt	BAX	ADX	SAUDI	
coefficient	coefficient	coefficient	coefficient	coefficient	coefficient	
-0.000013	-0.00047**	0.00028	0.0026***	0.000418***	0.000473***	Cst(M)
-0.281***	0.446***	0.177***	0.349***	0.0495*	0.184***	AR(1)
100***	0.0000030	0.000022	0.012	0.0006	-0.00024	Cst(V)
-0.383***	0.288	0.241	2.031***	-0.075	0.054	ARCH(Alpha1)
1.00***	0.993***	0.996***	0.961***	0.981***	0.992***	GARCH(Beta1)
0.007	-0.067	-0.036	-0.059***	-0.011	-0.088***	EGARCH(Theta1)
0.711***	0.238***	0.389***	0.266***	1**	0.533***	EGARCH(Theta2)
2598.68	4754.36	6175.82	6250.22	7444.219	7096.72	Log Likelihood
-3.15	-7.69	-7.45	-7.44	-8.68	-8.33	Akaike
-3.12	-7.66	-7.43	-7.42	-8.65	-8.30	Schwarz

مستوى دلالة (0.10*) و(0.05**) و(0.01***)

تشير النتائج في جدول (7) ثوابت النموذج (Cst(M), Cst(V)): القيم الإيجابية لمعظم الأسواق تشير إلى وجود تأثير إيجابي على العوائد، ومع ذلك، القيمة السلبية في السوق العراقي والعماني قد تشير إلى عدم استقرار أو سلوك غير متوقع في السوق القيمة المرتفعة لـ Cst(V) في عمان توحى بمستوى عالٍ من التقلبات وعدم الاستقرار، مما قد يتطلب مزيداً من التحليل لفهم أسباب هذه التقلبات أما تأثير القيم السابقة (AR(1)) القيم الإيجابية في معظم الأسواق تشير إلى أن العوائد الحالية تتأثر بشكل إيجابي بالعوائد السابقة، هذا يعكس سلوكاً مستقرًا في الأسواق، باستثناء عمان التي تظهر تأثيراً سلبياً بالنسبة ARCH(Alpha1) تشير القيم المرتفعة في العراق إلى أن التقلبات السابقة لها تأثير كبير على التقلبات الحالية، مما يعكس طبيعة أكثر تقلباً في السوق كذلك بالنسبة لقيم GARCH(Beta1): القيم القريبة من (1) في معظم الأسواق تشير إلى أن التباين السابق له تأثير قوي، مما يعني أن الأسواق تميل إلى الاحتفاظ بالتقلبات لفترات طويلة وأخيراً تأثير الصدمات EGARCH(Theta1, Theta2) أو ما يسمى بتأثير الرفاعة (Theta1) القيم السلبية في جميع الأسواق تشير إلى أن الصدمات السلبية لها تأثير أكبر من الصدمات الإيجابية، مما يعني أن الأسواق قد تتفاعل بشكل أقوى مع الأخبار السيئة و(Theta2): القيم الإيجابية تعني أن الصدمات الإيجابية تؤثر أيضاً على التقلبات، ولكن بقدر أقل مقارنة بالصدمات السلبية، وأخيراً معايير ملائمة النموذج (Log Likelihood, Akaike, Schwarz) ملائمة مقبولة حيث يمكن استنتاج أن السوق السعودي وسوق أبوظبي: يظهران استقراراً نسبياً مع

تأثيرات إيجابية من القيم السابقة وتباين منخفض، بينما السوق العراقي: يعاني من تقلبات أعلى وتأثيرات كبيرة من الصدمات، مما يجعله أكثر عرضة للتغيرات، أما السوق العماني: يشير إلى عدم استقرار كبير، مما يتطلب المزيد من الدراسة لفهم العوامل المؤثرة، التفاعل بين الصدمات الإيجابية والسلبية: يشير إلى أن الأسواق تتفاعل بشكل أكبر مع الأخبار السلبية، مما يعكس سلوكاً حذرًا من المستثمرين.

نتائج البحث:

- 1- من خلال تحليل بيانات أسواق الأوراق المالية قيد الدراسة، فقد خرج البحث بالنتائج التالية:
يوجد علاقة بين الانفتاح المالي وعوائد الأسهم في كل من سوق (السعودية، أبو ظبي، البحرين)، وهي تتأثر بشكل إيجابي بالعوائد السابقة، وعدم معنوية كل من سوق (مصر، العراق) فهي قيم إيجابية، بينما سوق سلطنة عمان للأوراق المالية أظهر عوائد سلبية، كما أظهرت النتائج أن عوائد الأسواق المالية قيد الدراسة مرتبطة إيجابياً بالعوائد السابقة، ما عدا سوق عمان التي ترتبط عوائدها عكسياً بالعوائد السابقة.
- 2- أظهرت نتائج التحليل وجود عدم استقرار في العوائد وسلوك غير متوقع في كل من سوق العراق للأوراق المالية وخاصة سوق سلطنة عمان، وذلك يتطلب استراتيجيات لدراسة المخاطر بهذه الأسواق، وعموماً تشير النتائج إلى أن الأسواق قيد الدراسة تميل إلى الاحتفاظ بالتقلبات لفترة طويلة.
- 3- إن جميع أسواق الأوراق المالية قيد البحث أظهرت من خلال اختبار "RUNS TEST" واختبار "Variance-Ratio" إلى أن الأسواق المالية المدروسة ليست عشوائية وأن هناك خطأ واضحاً في العوائد، مما قد يكون له تأثير على استراتيجيات الاستثمار والتحليل المالي، نتيجة لانخفاض الكفاءة في هذه الأسواق.
- 4- بالنسبة لتأثير الصدمات وما يسمى بتأثير الرافعة، فمن خلال اختبار (EGARCH) نلاحظ أن الصدمات السلبية لها تأثير أكبر من الصدمات الإيجابية، مما يعني أن الأسواق قد تتفاعل بشكل أقوى مع الأخبار السيئة والقيم الإيجابية تعني أن الصدمات الإيجابية تؤثر أيضاً على التقلبات، ولكن بقدر أقل مقارنةً بالصدمات السلبية.
- 5- من خلال النتائج نجد أن الانفتاح المالي لم يكن له أثر على تقلب أسواق الأوراق المالية، بل ظلت بحالة تقلب، وهذا يتوافق مع الكثير من الدراسات التي تشير إلى أنه بعد الانفتاح المالي يحدث أن تكون هذه الأسواق أكثر تقلباً، وهذا مفيد للمستثمرين المضاربين.
- 6- أن الانفتاح المالي لم يحسن من كفاءة الأسواق المالية قيد الدراسة، حيث أظهرت النتائج عدم عشوائية أسعار الأسهم في هذه الأسواق، وقد يكون سبب ذلك انخفاض الشفافية والافصاح داخل هذه الأسواق مما يخلق عدم تماثل للمعلومات لدى جميع المستثمرين.

المراجع:

- محمد فوزي محمد. "أثر الانفتاح المالي في تنمية الأسواق المالية دول مجلس التعاون الخليجي انموذج". مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 15(4)، (2023م).
- علي بن الضب. "تناولت غمذجة وتحليل تقلبات عوائد الأسهم في البورصات العربية خلال جائحة كورونا". صندوق النقد العربي، ع14، (2021م).

جمال بن الحبيب الجويني. "قياس اندماج الأسواق المالية العربية في الأسواق العالمية". صندوق النقد العربي، ع1، (2020م).

محمد قويدري. "انعكاسات تحرير التجارة العالمية على اقتصاديات البلدان النامية". مجلة الباحث، جمعة الاغواط، ع1، (2002م).

مراد ابو سعدي، محمد الحسن. "تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية". مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، ع5، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصد، الجزائر، (2021م).

Andrei A. Levchenko, "Financial Liberalization and Consumption Volatility in Developing Countries", International Monetary Fund, October (2004).

Andrei A. Levchenko, et al, "Growth and Risk at the Industry Level: the Real Effects of Financial Liberalization", IMF, April 5, (2007).

Annalisa F, Klaas M, et al, "Identifying financial constraints", European Central Bank, ECB Working Paper Series No (2420), June (2020).

Arturo Galindo, et al, "DOES Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment? Micro Evidence from Developing Countries1", Research Department, Inter-American Development Bank. 1300, October, (2003).

Augusto de la Torre Sergio L. Schmukler "Emerging Capital Markets and Globalization" World Bank, Washington, DC 20433, (2007).

Author Wang, "How does stock market liberalization influence corporate innovation? Evidence from Stock Connect scheme in China", Emerging Markets Review Volume 47, June (2021).

Bao Truong Hoang, Cesario, "How Does Liberalization Affect Emerging Stock Markets? Theories and Empirical Evidence", Journal of Economic Surveys, Volume 38, Issue 3, 877-898, May (2023).

Caing-Wai, Richard D. F, at al, "Financial market Volatility, macroeconomic fundamentals and investor Sentiment", Journal of Banking & Finance, Volume 92, No 7, 133, July (2018).

Charles J. Hadlock, "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", Review of Financial Studies, September 14, (2009).

Chinn, M. and K. Forbes, "A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets over Time", Review of Economics and Statistics, 86, 705-722, (2004).

Engle & Ragel, "Te Sepline-GARCH Model fer Lwo-Forquency Volatility and Global Macroeconomic Causes", The Review of Financial Studies, vol. 21, issue 3, (2008).

Eswar Prasad et al, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries", IMF, March 17, (2003).

- Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose, "Financial Globalization, Growth, and Volatility in Developing Countries", University of Chicago Press, Volume ISBN: 0-226-31794-3, March (2007).
- Etibar Jafarov, et al, "Financial Repression is Knocking at the Door, Again Should We Be Concerned", IMF Working Papers describe, WP/19/211, May 2020.
- Fernando A. Broner, and Jaume Ventura, "Rethinking the Effects of Financial Liberalization", International Monetary Fund Washington, DC-November 13-14, (2008).
- Ferrando, A., Ruggieri, A, "Financial Constraints and Productivity: Evidence from Euro Area Companies ", ECB Working 1823, July (2015).
- Germey, techwo "Financial market Volatility, macroeconomic fundamentals and investor Sentiment" Journal of Banking & Finance, Volume 92, 130-145, July (2018).
- Hadlock, C.J., Pierce, J.R., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Lov-ing Beyond the k: z Index ", The Review of Financial Studies 23, 2010. 1909–1940, (2010).
- Hadlock, C.J., Pierce, J.R., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Lov-ing Beyond the k: z Index", The Review of Financial Studies 23, 1909–1940, (2010).
- Joao Amaro de Matos, "Fluctuations of Prices in Financial Markets", Universidad Nova de Lisboa, March, (2004).
- Karim Foda, et al, "Financial Constraints, Productivity, and Investment: Evidence from Lithuania", IMF Working WP/22/249, (2022).
- Karim Foda, Yu Shi, Maryam Vaziri, "Financial Constraints, Productivity, and Investment: Evidence from Lithuania, IMF, Working Papers, 2022.
- King, R., & Levine, R. "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", Journal of Monetary Economics, 32, 513–542, (1993).
- Laurens Cherchye, Bram De Rock, et al, "Identifying financial constraints", European Central Bank, ECB Working Paper Series No 2420, June (2020).
- Leonard J. Mirman and Klaus Reiner at all, "Financial Markets and Stochastic Growth", Institute for Empirical Research in Economics University of Zurich, Working, 66, (2000).
- Levine O, Missaka W, "Finance and Productivity Growth Firm-level Evidence", JEL classifications: D24, G30, O16, March 13, (2014).
- Levine, and Zervos, "Capital control liberalization and stock market development", World Development, Volume 26, Issue 7, 26, 1169-1183, (1998).
- Louis O. Scott, "Financial Market Volatility", IMF, Staff Papers, Vol 38, No 3, September (1991).

- Merton, R. M" A simple model of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information", The Journal of Finance, 42(3), 483-510, (1987).
- Merton, R., " A simple model of capital market equilibrium with incomplete information", The Journal of Finance, 42(3), 483-510, (1987).
- Michel Beine, Bertrand Candelon," Liberalization and Stock Market Co-Movement Between Emerging Markets", CESIFO, Working Paper NO. 2131, Category 6, October (2007).
- Reinhart, C.M., and M.B. Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", Economic Policy, 30 (82), 291-333, (2015).
- Steven M. Fazzari, R. Ginnhubbard, B. P, "Investment-Cash Flow Sensitivities Are Useful: A Comment On Kaplan And Zingales", the NBER Summer Institute Conference on Corporate Finance, London School of Economics, The Quarterly Journal of Economics, May (2000).
- Valdemar Norman & Carl Thuresson,"Effects of Financial Repression: A study of the effect of Financial Repression on the exchange rate and the current account", Master's Thesis, School of Economics and Management, Lund University. May (2023).
- Wang A,"How does stock market liberalization influence corporate innovation? Evidence from Stock Connect scheme in China, Emerging Markets Review, Volume 47, 100762, June (2021).
- Yan He Chunchi Wu, "THE EFFECTS OF DECIMALIZATION ON RETURN VOLATILITY COMPONENTS, SERIAL CORRELATION, AND TRADING COSTS", The Journal of Financial Research, Vol. XXVIII, No. 1, 77-96, Spring (2005).
- Ziting Mai, "A Literature Study of the Stock Market Volatility", Department of International Business, Jinan University, Guangzhou, China, Volume 44, (2023).