



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم
التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
تخصص: "تجارة ومالية دولية"

بـعـنـوان:

تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق
الأوراق المالية للدول النامية

دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل الديناميكية لعينة مكونة من 30 دولة نامية للفترة (2000 - 2018)

تحت إشراف الأستاذ:

أ.د. علاوي محمد لحسن

من إعداد الطالب:

بوسعدية مراد

لجنة المناقشة

- أ.د. عماني لمياء أستاذة التعليم العالي جامعة ورقلة رئيسا
أ.د. علاوي محمد لحسن أستاذ التعليم العالي جامعة ورقلة مشرفا ومقررا
أ.د. بلعباس راجح أستاذ التعليم العالي جامعة المسيلة مناقشا
أ.د. بن ثابت علال أستاذ التعليم العالي جامعة الأغواط مناقشا
د. بوغزالة أحمد عبد الكريم أستاذ محاضر جامعة ورقلة مناقشا
د. عبيدلي عبد القادر أستاذ محاضر جامعة الوادي مناقشا

السنة الجامعية: 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

الحمد لله أولاً بلا بداية وآخرها بلا نهاية على فضله وتوفيقه لنا في إتمام هذا البحث وإخراجه على هذا النحو، فالحمد لله رب العالمين الذي علا فقهر، وملك فقدر، وعفا فغفر، وعلم وستر، وهزم ونصر، وخلق ونشر؛

أتقدم بجزيل الشكر وعظيم الإمتنان إلى أستاذي الفاضل: الأستاذ الدكتور: **علاوي محمد لحسن** على كرم قبوله الإشراف على هذا العمل المتواضع، والذي لم يبخل علي بنصائحه وتوجيهاته طيلة فترة إعداد هذا البحث؛

والشكر موصول إلى الأستاذ الدكتور: **بلعباس رابح** عن جامعة محمد بوضياف المسيلة الذي ساعدني في إنجاز الجانب التطبيقي لهذه الدراسة.

كما لا يفوتني أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة على تكرمهم بإثراء هذا البحث بملاحظاتهم وآرائهم القيمة والسديدة فلکم مني كل التقدير والإحترام.

الطالب: **بوسعدية مراد**

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع:

إلى والدي الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما؛

إلى كل أفراد عائلتي الصغيرة والكبيرة؛

إلى إخوتي وكل أفراد عائلتي من قريب أو من بعيد؛

إلى جميع أساتذتي عرفانا وشكرا؛

إلى كل من ساعدني وقدم لي يد العون في إنجاز هذا البحث؛

إلى كل طالب علم.

الطالب: بوسعيدية مراد

المخصص

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مدى تأثير عولمة الخدمات المالية في إطار إتفاقية تجارة الخدمات (GATS) على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، مع الإشارة لواقع البيئة المؤسسية والقانونية التنظيمية والدور الذي يمكن أن تلعبه في تعزيز سياسة التحرير المالي في أسواق الدول النامية المحررة، ولتحقيق هذا الغرض قمنا بإجراء دراسة قياسية على عينة مكونة من 30 دولة نامية خلال الفترة (2000-2018) باستخدام نماذج البانل الديناميكية، وقد اعتمدنا في دراستنا على نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة لبيانات البانل (PANEL ARDL) باستخدام طرق التقدير (MG)، (PMG) و (DFE)؛

وخلصت نتائج هذه الدراسة إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي في المدى الطويل لمؤشري تحرير السوق المالي وتحرير حساب رأس المال على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية لعينة الدول النامية محل الدراسة، وأثر إيجابي غير معنوي لمؤشر تحرير السوق المصري في المدى الطويل، في حين أشارت نتائج هذه الدراسة أيضا إلى أن البيئة المؤسسية والقانونية التنظيمية التي تعبر عن شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي لم تساهم في تدعيم المكاسب المترتبة عن تبني هذه السياسة في أسواق هذه الدول النامية.

الكلمات المفتاحية: خدمات مالية، تحرير مالي، إتفاقية (GATS)، أسواق مالية، دول نامية، نماذج بانل ديناميكية.

Abstract

This study aims at shedding light on the impact of the globalization of financial services, within the framework of the General Agreement on Trade in Services (GATS), on the stock market performance indicators of developing countries; with particular reference to the current situation of the institutional and legal regulatory environment and the role it can play in promoting financial liberalization in the markets of those countries. To reach this aim, an econometrics' study was conducted on a sample that consists of 30 developing countries during the period (2000-2018) using dynamic panel models. The study employed three estimators (MG, PMG and DFE) of a panel autoregressive distributed lag model (ARDL).

The results showed that there was a long-term positive effect on the indicators of financial market liberalization and capital account liberalization on the stock markets performance indicators of the developing countries under study. In addition, there was a positive, insignificant effect of the index of banking market liberalization in the long term. The results also indicated that the institutional, legal and regulatory environment that provides the conditions for a successful implementation of the financial liberalization policy did not contribute in increasing the gains resulting from adopting this policy in the markets of these developing countries

Keywords: financial services, financial liberalization, GATS, financial markets, developing countries, dynamic panel models.

Résume :

Cette étude visait à faire la lumière sur l'impact de la mondialisation des services financiers dans le cadre de L'Accord Général sur le Commerce des Services (GATS) sur les indicateurs de performance des marchés boursiers des pays en développement, en référence à la réalité de l'environnement institutionnel et juridique régulateur et le rôle qu'il peut jouer dans la promotion d'une politique de libéralisation financière sur les marchés libérés des pays en développement. Pour atteindre cet objectif, nous avons mené une étude économétrique sur un échantillon de 30 pays en développement pendant la période (2000-2018) en utilisant les modèles de panel dynamiques. Nous nous sommes appuyés aussi dans notre étude sur le modèle autoregressive distributed lag (PANEL ARDL) en utilisant les méthodes d'estimation : MG, PMG et DFE.

Cette étude a conclu qu'il existe un effet positif et significatif à long terme pour les indicateurs de libéralisation des marchés financiers et de libéralisation du compte de capital sur les indicateurs de performance des marchés boursiers pour l'échantillon de pays en développement étudié, et un effet positif non significatif de l'indice de libéralisation du marché bancaire à long terme, alors que les résultats de cette étude ont également indiqué que l'environnement institutionnel et juridique régulateur qui exprime les conditions de réussite de l'application de la politique de libéralisation financière n'a pas contribué à consolider les acquis résultant de l'adoption de cette politique sur les marchés de ces pays en développement.

Mots-clés : Services financiers, Libéralisation financière, GATS, Marchés financiers, Pays en développement, Modèles de panel dynamique.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

I.	شكر وعرهان
II.	إهداء
III.	ملخص البحث
VI.	فهرس المحتويات
XIII.	فهرس الجداول والأشكال البيانية
XVI.	فهرس الرموز والاختصارات
XVIII.	فهرس الملاحق

المقدمة العامة [أ- ز]

د	إشكالية الدراسة
هـ	فرضيات الدراسة
هـ	أهداف الدراسة
و	أهمية الدراسة
و	مبشرات إختيار موضوع الدراسة
ز	حدود الدراسة
ز	المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:
ز	صعوبات الدراسة

الفصل الأول: عولمة الخدمات المالية في إطار منظمة التجارة العالمية [1-55]

2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار المؤسسي والتنظيمي لتجارة الخدمات المالية
3	المطلب الأول: الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات
3	الفرع الأول: الخلفية التاريخية لنشأة الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات
4	الفرع الثاني: مفهوم وهدف الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات
7	الفرع الثالث: القواعد التنظيمية والملاحق الأخرى للاتفاقية
9	المطلب الثاني: تطور عملية تحرير الخدمات المالية في إطار الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات
9	الفرع الأول: ماهية الخدمات المالية في التجارة الدولية
12	الفرع الثاني: مفهوم وأهمية تحرير تجارة الخدمات المالية
14	الفرع الثالث: قيود ومزايا تحرير الخدمات المالية في التجارة الدولية

فهرس المحتويات

16	المطلب الثالث: التزامات الدول الأعضاء في إطار اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات
16	الفرع الأول: جدول الالتزامات المحددة
18	الفرع الثاني: الالتزامات العامة
21	الفرع الثالث: الالتزامات المحددة
23	المبحث الثاني: واقع تجارة الخدمات المالية في الاقتصاد العالمي
23	المطلب الأول: نمو وتطور تجارة الخدمات المالية في العالم
23	الفرع الأول: الأسباب والعوامل التي أدت إلى تنامي الخدمات المالية
24	الفرع الثاني: مظاهر التطور في تقديم الخدمات المالية الدولية
25	الفرع الثالث: تطور الأنشطة المالية الدولية
26	المطلب الثاني: أهمية تجارة الخدمات المالية في الاقتصاد العالمي
27	الفرع الأول: الأهمية النسبية لتجارة الخدمات المالية في التجارة الدولية للخدمات
30	الفرع الثاني: نمو صادرات الخدمات المالية عبر مختلف الأقاليم في العالم
31	الفرع الثالث: موقع الدول النامية في أسواق الخدمات المالية في العالم
32	المطلب الثالث: التوجهات الجديدة في صناعة الخدمات المالية والمصرفية في العالم
32	الفرع الأول: التطورات العالمية على صعيد حجم ونطاق المؤسسات المالية والمصرفية
34	الفرع الثاني: تطور التعامل بالأدوات المالية الحديثة (الهندسة المالية)
36	الفرع الثالث: التطورات في أنشطة الأطراف الفاعلة في تجارة الخدمات المالية
38	المبحث الثالث: تفصيل وتحليل تأثير التحرير المالي على تجارة الخدمات المالية
38	المطلب الأول: سياسات الكبح المالي في الدول النامية
38	الفرع الأول: ماهية سياسة الكبح المالي
40	الفرع الثاني: أدوات سياسة الكبح المالي
42	الفرع الثالث: مخاطر تطبيق سياسة الكبح المالي على أسواق الدول النامية
43	المطلب الثاني: سياسات التحرير المالي في الدول النامية
44	الفرع الأول: مفهوم وأهمية التحرير المالي
45	الفرع الثاني: خطوات التحرير المالي وشروط ومتطلبات نجاحه
47	الفرع الثالث: تحليل مؤشرات التحرير المالي
49	المطلب الثالث: التحرير المالي وتجارة الخدمات المالية
49	الفرع الأول: التحرير المالي: العلاقة بين تدفقات رأس المال وتجارة الخدمات المالية
51	الفرع الثاني: التحرير المالي: العلاقة بين تحرير المالية المحلية وتجارة الخدمات المالية
52	الفرع الثالث: العلاقة بين تجارة الخدمات المالية وتدفقات رأس المال واستقرار النظام المالي

55 خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: تطور أداء الأسواق المالية للدول النامية [56-108]

57 تمهيد

58 المبحث الأول: تطور ونمو الأسواق المالية في الدول النامية

58 المطلب الأول: الأسواق المالية في الدول النامية

58 الفرع الأول: مفهوم وأهمية الأسواق المالية في الاقتصاديات الدولية

59 الفرع الثاني: الأسواق المالية الناشئة بين المفهوم والنشأة

61 الفرع الثالث: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

63 المطلب الثاني: خصائص ومحددات نمو الأسواق المالية في الدول النامية

63 الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية للدول النامية

66 الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية للدول النامية

68 الفرع الثالث: مقارنة بين الأسواق المالية المتقدمة والأسواق المالية الناشئة

68 المطلب الثالث: تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية للدول النامية

69 الفرع الأول: مفهوم وأسباب ظهور العولمة المالية

70 الفرع الثاني: مظاهر العولمة المالية

72 الفرع الثالث: آثار العولمة على الأسواق الناشئة في الدول النامية

75 المبحث الثاني: آليات ومؤشرات تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

75 المطلب الأول: مؤشرات تقييم أداء الأسواق المالية

75 الفرع الأول: مفهوم وأهمية مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية

77 الفرع الثاني: أنواع ووظائف المؤشرات

78 الفرع الثالث: المؤشرات المستخدمة في قياس أداء الأسواق المالية

81 المطلب الثاني: القواعد الأساسية في بناء مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية

81 الفرع الأول: شروط تكوين المؤشر

84 الفرع الثاني: طرق حساب المؤشر

85 الفرع الثالث: أمثلة عن بعض المؤشرات العالمية المستخدمة في قياس أداء الأسواق المالية العالمية

87 المطلب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية للدول النامية وفق مؤشرات الشركات العالمية

88 الفرع الأول: تقييم الأسواق المالية للدول النامية وفق مؤشر (MSCI)

89 الفرع الثاني: تقييم الأسواق المالية للدول النامية وفق مؤشر (FTSE)

90 الفرع الثالث: تقييم الأسواق المالية للدول النامية وفق مؤشر (S&P)

فهرس المحتويات

93	المبحث الثالث: التحرير المالي وعلاقته بأداء الأسواق المالية للدول النامية
93	المطلب الأول: قراءة نظرية في ضوء دراسات سابقة للعلاقة القائمة بين التحرير المالي وأداء الأسواق المالية
93	الفرع الأول: تحرير حساب رأس المال وأداء الأسواق المالية للدول النامية
95	الفرع الثاني: تحرير المالية المحلية وأداء الأسواق المالية للدول النامية
96	الفرع الثالث: تأثير تحرير أسواق الأوراق المالية للدول النامية
97	المطلب الثاني: التحرير المالي والأزمات المالية في أسواق الدول النامية
98	الفرع الأول: التحرير المالي وأزمة المكسيك 1994
99	الفرع الثاني: التحرير المالي والأزمة الأرجنتينية 1994
100	الفرع الثالث: التحرير المالي وأزمة جنوب شرق آسيا 1997
102	المطلب الثالث: تحديات حكومات الدول النامية في ظل تبني سياسات التحرير المالي
102	الفرع الأول: التحرير المالي وسلامة السياسات الاقتصادية الكلية في الدول النامية
104	الفرع الثاني: التحرير المالي وضرورة تعزيز الأنظمة المالية بالأطر القانونية والمؤسسية، الرقابية والإشرافية الملائمة
106	الفرع الثالث: التحرير المالي المنظم والتدريجي للمعاملات الرأسمالية
108	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية [184-109]
110	تمهيد
111	المبحث الأول: الدراسات التطبيقية ذات الصلة بموضوع الدراسة
111	المطلب الأول: الدراسات التطبيقية حول تحرير وعولمة تجارة الخدمات المالية
117	المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية حول تأثير التحرير المالي (تحرير حساب رأس المال والمالية المحلية)
124	المطلب الثالث: الدراسات التطبيقية حول تحرير أسواق الأوراق المالية
130	المبحث الثاني: الإطار القياسي النظري حول المنهجية المتبعة في التحليل
130	المطلب الأول: مدخل نظري لتحليل بيانات البانل
130	الفرع الأول: مفهوم وأهمية بيانات البانل
132	الفرع الثاني: صعوبات تطبيق نماذج البانل
133	الفرع الثالث: أنواع بيانات البانل
134	المطلب الثاني: النماذج الأساسية في تحليل بيانات البانل
134	الفرع الأول: نموذج الإنحدار التجميعي
135	الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة

فهرس المحتويات

139	الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية
142	الفرع الرابع: إختبارات المفاضلة بين النماذج الأساسية
148	المطلب الثالث: دراسة الإستقرارية وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل
148	الفرع الأول: إختبار الإرتباط بين المقاطع العرضية
151	الفرع الثاني: دراسة الإستقرارية لبيانات البانل
154	الفرع الثالث: دراسة علاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل
157	المبحث الثالث: دراسة قياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة
157	المطلب الأول: الإطار العام للدراسة القياسية
157	الفرع الأول: منهجية الدراسة القياسية
158	الفرع الثاني: النموذج القياسي للدراسة
160	الفرع الثالث: وصف متغيرات الدراسة
166	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج النموذج الأول للدراسة
166	الفرع الأول: الدراسة الوصفية وإختبارات التجانس لمتغيرات الدراسة
169	الفرع الثاني: دراسة الإستقرارية والتكامل المشترك
171	الفرع الثالث: ملخص نتائج تقدير نماذج بانل (MG, PMG, DFE)
178	المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج النموذج الثاني للدراسة
178	الفرع الأول: تأثير تحرير حساب رأس المال في ظل وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي
180	الفرع الثاني: تأثير تحرير السوق المصرفي في ظل وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي
181	الفرع الثالث: تأثير تحرير السوق المالي في ظل وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي
184	خلاصة الفصل الثالث

الخاتمة العامة [185-189]

قائمة المراجع [190-210]

قائمة الملاحق [211-223]

فهرس الجداول

والأشكال البيانية

فهرس الجداول والأشكال البيانية

I. فهرس الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
17	نموذج لجدول التعهدات المحددة (<i>Schedule Of Specific Commitments</i>)	(1.1)
28	مساهمة صادرات الخدمات المالية إلى إجمالي صادرات الخدمات لبعض الدول المتقدمة والنامية (2018-2012)	(2.1)
29	صافي الميزان التجاري لتجارة الخدمات المالية لدى بعض الدول المتقدمة والنامية (2018-2014)	(3.1)
31	مساهمة صادرات الخدمات المالية للدول النامية إلى إجمالي صادرات الخدمات المالية في العالم (2018-2006)	(4.1)
32	مساهمة واردات الخدمات المالية للدول النامية إلى إجمالي واردات الخدمات المالية في العالم للفترة (2018-2010)	(5.1)
50	المقارنة بين تدفق رأس المال الدولي وتجارة الخدمات المالية	(6.1)
68	مقارنة بين الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة	(1.2)
86	بعض أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية وتمثيلها	(2.2)
88	معايير تصنيف الأسواق المالية في مؤشر <i>Morgan Stanley Capital International (MSCI)</i>	(3.2)
91	معايير تقييم الأسواق المالية للدول وفق مؤشر <i>Standard and Poor's (S&P)</i>	(4.2)
151	ملخص نماذج إختبارات جذر الوحدة والفرضيات المقترحة (Levin, Lin and Chu)	(1-3)
164	جدول تلخيصي للمتغيرات والمؤشرات المستخدمة في الدراسة القياسية	(2-3)
165	عينة الدول قيد الدراسة حسب المنطقة الجغرافية	(3-3)
166	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة Descriptives Statistics	(4-3)
167	مصنوفة الارتباط بين المتغيرات المفسرة ومؤشر أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية	(5-3)
167	نتائج إختبار التجانس حسب (Hsiao 1986)	(6-3)
168	نتائج إختبار التجانس لمعلمات الإنحدار (Slope Homogeneity Tests)	(7-3)
169	نتائج اختبار الكشف عن الارتباط بين الوحدات المقطعية (CSD test)	(8-3)
170	نتائج إختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل	(9-3)
171	نتائج إختبارات التكامل المشترك (Panel Cointegration Test)	(10-3)
174	ملخص نتائج تقدير نماذج البانل (Summary of Panel regression)	(11-3)
175	نتائج إختبار هوسمان (Hausman specification test)	(12-3)
179	تأثير تحرير (KAO) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي على (SMP)	(13-3)
180	تأثير تحرير (BML) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي على (SMP)	(14-3)
182	تأثير تحرير (SML) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي على (SMP)	(15-3)

فهرس الجداول والأشكال البيانية

.II. فهرس الأشكال البيانية:

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
6	الركائز الأساسية للإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات	(1.1)
27	مساهمة تجارة الخدمات في الدول المتقدمة والنامية للفترة (2014-2018)	(2.1)
30	مساهمة مختلف مناطق العالم في تجارة الخدمات المالية (2010-2018)	(3.1)
53	العلاقة بين تجارة الخدمات المالية وتدفقات رأس المال واستقرار النظام المالي	(4.1)
62	مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة	(1.2)
64	خصائص الأسواق المالية الناشئة	(2.2)
143	إختبارات المفاضلة بين نماذج البائل (PRM, FEM, REM)	(1-3)
144	خطوات إختبار التجانس لـ (Hasiao test 1986)	(2-3)

قائمة الرموز

والإختصارات

قائمة الرموز والإختصارات

قائمة الرموز والاختصارات:

الإختصار/الرمز	الدلالة أو المعنى
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GATS	General Agreement on Trade in services
WTO	World Trade Organization
IMF	International Monetary Fund
FSA	Financial Services Annex
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
ITC	International Trade Centre
EM	Emerging Market
MSCI	Morgan Stanley Capital International
FTSE	Financial Times Stock Exchange
S&P	Standard and Poor's
IAPMs	Standard international asset pricing models
OLS	Ordinary Least Squares
GLS	Generalized Least Squares
FGLS	Feasible Generalized Least Squares
PRM	Pooled Regression Model
FEM	Fixed Effects Model
REM	Random Effects Model (REM)
CSD	Cross-Section Dependence
CIPS	Cross-Sectional Im-Pesaran-Shin
CADF	Pesaran's Cross-Sectional Augmented Dickey-Fuller
PMG	Pooled Mean Group
MG	Mean Group
DFE	Dynamic Fixed Effect
SMP	Stock Market Performance
MC	Market Capitalization
TV	Traded Value
TR	Turnover Ratio
KAO	Capital Account Liberalization
BML	Banking Market Liberalization
SML	Stock Market Liberalization
GDPc	Gross Domestic Product Per Capita
TO	Trade Openness
COR	Corruption
REQ	Regulatory Quality
PLS	Political Stability
WDI	World Development Indicators
ICRG	International Country Risk Guid
VECM	Vector Error Correction Model
MENA	Middle East and North Africa

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق:

- الملحق رقم (01): نتائج تقدير معلمات النموذج الأول باستخدام طريقة متوسط المجموعة (MG) 211
- الملحق رقم (02): نتائج تقدير معلمات النموذج الأول باستخدام طريقة متوسط المجموعة المدججة (PMG) 212
- الملحق رقم (03): نتائج تقدير معلمات النموذج الأول باستخدام طريقة الأثر الديناميكي الثابت (DFE) 213
- الملحق رقم (04): نتائج إختبار (Hausman test) للمفاضلة بين نماذج التقدير الثلاثة (MG)، (PMG) و (DFE) ... 213
- الملحق رقم (05): نتائج تقدير تحرير السوق المالي (SML) في وجود شرط جودة الإطار المؤسسي (COR) 214
- الملحق رقم (06): نتائج تقدير تحرير السوق المالي (SML) في وجود شرط جودة التنظيمات (REQ) 215
- الملحق رقم (07): نتائج تقدير تحرير السوق المالي (SML) في وجود شرط الاستقرار السياسي (PLS) 216
- الملحق رقم (08): نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي (BML) في وجود شرط جودة الإطار المؤسسي (COR) 217
- الملحق رقم (09): نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي (BML) في وجود شرط جودة التنظيمات (REQ) 218
- الملحق رقم (10): نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي (BML) في وجود شرط الاستقرار السياسي (PLS) 219
- الملحق رقم (11): نتائج تقدير تحرير حساب رأس المال (KAO) في وجود شرط جودة الإطار المؤسسي (COR) 220
- الملحق رقم (12): نتائج تقدير تحرير حساب رأس المال (KAO) في وجود شرط جودة التنظيمات (REQ) 221
- الملحق رقم (13): نتائج تقدير تحرير حساب رأس المال (KAO) في وجود شرط الاستقرار السياسي (PLS) 222

مقدمة عامة

يعد قطاع الخدمات المالية من أكبر القطاعات الاقتصادية ديناميكية ونمو في الإقتصاد العالمي، ويكتسي أهمية بالغة في كل دول العالم لقاء مساهمته الكبيرة في حجم التجارة الدولية، أو الناتج الداخلي الخام أو في التوظيف لدى جميع الدول المتقدمة أو النامية بدون إستثناء، بل باتت من القطاعات القائدة التي يتركز عليها في تنمية قطاعات أخرى مرتبطة به وأن التطورات التي يمكن أن تحدث في قطاعات أخرى مرهونة بما يحققه هذا القطاع من تقدم ونمو، وقد ساعده في تحقيق ذلك الثورة التكنولوجية والمعلوماتية التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة والتي أدت إلى إعادة هيكلة قطاع الخدمات المالية التقليدية واستحداث أدوات مالية مبتكرة لم تكن موجودة من قبل، وظهور أسواق مالية عالمية تعمل على نطاق واسع وعلى مدار اليوم والشهر والسنة؛

كما أن البيئة الدولية شهدت تغيرات جذرية خلال سبعينيات وثمانينيات القرن الماضي كانت لها آثار كبيرة عن الأوضاع السياسية والاقتصادية لمختلف دول العالم، وأدت إلى زيادة درجة الإعتماد المتبادل بين جميع البلدان وارتباط العالم بشبكة من العلاقات التجارية والمالية وتعميق ظاهرة عولمة وانفتاح الأسواق المالية الوطنية على العالم الخارجي، وتعتبر القطاعات المالية والمصرفية من أكثر القطاعات إستجابة وتأثراً بهذه المتغيرات والمستجدات التي عرفتها الساحة المالية العالمية، نتيجة لعمليات التحرير المالي وإلغاء القيود على التدفقات الرأسمالية الأجنبية مما عمق الاتجاه أكثر نحو عولمة الأنشطة المالية والمصرفية وتنامي التعامل بالأدوات المالية الحديثة والمشتقات في الأسواق المالية العالمية؛

ولعل الحديث عن موضوع تدويل وعولمة الخدمات المالية في أسواق الدول النامية يقودنا حتما إلى الحديث عن سياسات التحرير المالي التي دعا إليها (Shaw et Mc Kinnon 1973) وتبنتها فيما بعد المؤسسات المالية الدولية، وعلى رأسهم الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات (GATS) التي أكدت بشدة دعمها لهذه الإصلاحات المالية، وكان لها الأثر البارز في تعميق الإتجاه أكثر نحو عولمة قطاع الخدمات المالية، وقد ساعدها في تحقيق ذلك كونها تمثل الإطار القانوني والمؤسسي الوحيد التي تخول لها كامل السلطة والصلاحيات لتحرير تجارة الخدمات المالية ضمن سلسلة المفاوضات الثنائية أو المتعددة الأطراف التي كانت تعقدتها تحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة، وهذا ما جعل البعض يرى أن عولمة الخدمات المالية قد عكست فعلا ثورة مالية حقيقية سواء من حيث حجم الأسواق المالية وتأثيرها، أو من حيث الأدوات المالية الجديدة المبتكرة التي أصبحت تتداولها، أو حتى من حيث الترابط والتكامل التي أحدثته بين الأسواق الوطنية والدولية مما أدى إلى إنصهار وتلاشي الحدود الجغرافية بها، والتي أسفرت في آخر المطاف عن نقلة نوعية في قطاعات الخدمات المالية على المستوى المحلي والدولي، وما أُنجز عن ذلك من نمو وتطور للمؤسسات المالية الدولية (البنوك الدولية والشركات المالية العالمية المتعددة الجنسيات) الفاعلة في هذا المجال وظهور كم هائل ومتنوع من الخدمات المالية التي تقدمها ويتم تداولها في الأسواق المالية العالمية؛

ولا شك أن تبني سياسة التحرير المالي في العديد من دول العالم جاء كرد فعل عن الأوضاع الإقتصادية والمالية التي كانت سائدة قبل ذلك، فلقد مارست حكومات الدول النامية بل وحتى المتقدمة منها في الفترة التي عقبها الحرب العالمية الثانية وحتى الثمانينيات من القرن الماضي كبح مالي شديد لأسواقها المالية والمصرفية، مستخدمة في تنفيذ هذه السياسة وعلى نطاق واسع العديد من الأدوات والضوابط القمعية التي منها ما هو صريح ومباشر، ومنها ما هو بصورة مستترة أو غير مباشرة (كتسقيف وتحديد أسعار الفائدة، توجيه وتسقيف القروض، رفع الاحتياطي الإجباري والقيود على حركات وتدفقات رؤوس الأموال..)، وطبقته بصرامة لكبح أو الحد من حرية أنشطة مؤسساتها المالية والمصرفية من جهة وتمكينها من الحصول على موارد مالية منخفضة التكاليف من السوق

مقدمة عامة

المالية من جهة أخرى، إلا أن هذه السياسة قد أضرت بالأنظمة المالية لديها ولم تحقق الأهداف المرجوة منها، لتشرع بعدها حكومات الدول النامية في التخلي عن هذه السياسة وتبني نظرية التحرير المالي التي دعا إليها في تلك الفترة (1973) Shaw et Mc Kinnon كمنهج جديد لبداية الإصلاحات المالية في الدول النامية؛

وهكذا شرعت العديد من الدول النامية في نهاية فترة السبعينيات وبداية فترة الثمانينيات من القرن الماضي في القيام بإصلاحات اقتصادية ومالية واسعة، تستهدف من خلالها فتح وتحرير أسواقها المالية والمصرفية إستجابة لما دعت إليه نظرية سياسة التحرير المالي التي دعا إليها كل من (1973) Shaw et Mc Kinnon التي اعتبرت أنذاك كحل أمثل بالنسبة للدول النامية للخروج من سياسة الكبح المالي التي فشلت في تحقيق أهدافها وأضرت بنظمها المالية وشوهت أسواق رأس المال وأدت إلى إنخفاض مستويات الكفاءة بها، مؤكداً من خلال سلسلة أبحاثهم على أن هذا التحرير من شأنه أن يحدث معدلات نمو كبيرة ويحقق تنمية مستدامة في أسواق الدول المحررة، وقد لاقت هذه السياسة ترحيباً ودعمًا كبيراً من المؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي، البنك العالمي والاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT) الذين قاموا بتبني هذه السياسات وفرضوا العديد من الإصلاحات على الدول النامية في وقت لاحق خاصة بعد سعي هذه الدول للتخلي عن النظام الإشتراكي وتبنيها للنظام الرأسمالي؛

ومن جهة أخرى كانت المفاوضات على تحرير التجارة الدولية قد قطعت أشواطاً عديدة بين الدول الأعضاء في إتفاقية (GATT) الذي أنشئ بموجب ميثاق هافانا عام 1947، وعلى مدار ثمانية جولات من المفاوضات الماراطونية لما يقارب النصف قرن من الزمن، لتأسيس الضلع الثالث (المنظمة العالمية للتجارة) لمرافقة الركائز الأساسية للإقتصاد العالمي (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي)، والملاحظ من ذلك أن هذه الدول لم تتمكن من إدراج قطاع الخدمات ضمن المفاوضات متعددة الأطراف إلا حديثاً نظراً للحساسية الشديدة لهذا القطاع، لذا تأخر إدراجه إلى الجولة الأخيرة من مفاوضات الجات الثمانية والتي عرفت باسم جولة الأوروغواي الشهيرة التي دامت ما يقارب الثمان سنوات (1986-1994)، وكان ذلك بناء على طلب وإلحاح من بعض الدول المتقدمة في مقابل إدراج المنتجات الزراعية ومنتجات النسيج التي ظلت لفترة طويلة مستثناة من إتفاقية الجات، ليتمخض عن هذه الجولة الأخيرة التوقيع عن الإتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات (GATS) كملحق لإتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية في أبريل 1994 بمدينة مراكش المغربية، ليأخذ على إثر ذلك التحرير المالي بعداً رسمياً وتنظيمياً في إطار هذه الإتفاقية التي تعمل تحت غطاء المنظمة العالمية للتجارة، وبالتالي أخضع تحرير التجارة في الخدمات لنفس قواعد ومبادئ تحرير التجارة في السلع؛

ولعل الدافع الذي يكمن وراء أهمية الاعترافات التي أولتها هذه الإتفاقية لقطاع الخدمات المالية تحديداً هو تزايد حجم التجارة العالمية في هذا النوع من الخدمات التي أصبحت تحقق معدلات نمو غير مسبوق خاصة في الدول المتقدمة، ناهيك عن التطور الذي عرفته القطاعات المالية في الكثير من أسواق الدول النامية على إثر توجهها لتبني سياسات التحرير المالي والانفتاح على العالم الخارجي، وكذا سعيها لإستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية والحصول على التمويل من الأسواق المالية العالمية، وهكذا فقد وقعت 70 دولة عضو على إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية في 13 ديسمبر 1997 بمدينة جنيف السويسرية على أن تدخل حيز التنفيذ بداية من عام 1999.

مقدمة عامة

لعبت الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات منذ نشأتها دورا محوريا في تعميق الإتجاه نحو عولمة الخدمات المالية، ويتجلى ذلك من خلال سلسلة المفاوضات الثنائية أو المتعددة الأطراف التي أبرمتها والرامية إلى تحرير تجارة الخدمات المالية لاسيما إلغاء الضوابط والقواعد التي تحكم المعاملات الدولية للخدمات المالية ومستوى إنفتاح أسواق الدول النامية التي تلزم بها الدول الموقعة على هذه الاتفاقية (جداول الالتزامات والتعهدات التي تقدمها الدول النامية لفتح أسواقها المالية أمام موردي الخدمات الأجنبي)، إذن فهذه الاتفاقية سوف تتيح للدول النامية فرص نفاذ خدماتها إلى الأسواق المالية الدولية من جهة، وتمكنها من الإستفادة من نقل التكنولوجيا المالية إلى أسواقها الوطنية لبناء أنظمة مالية كفؤة وإدخال الممارسات والمعايير الدولية وتوسيع نطاق الخدمات المالية من جهة أخرى؛

ونظرا للمزايا التي يمكن أن يوفرها التحرير المالي وعولمة الأسواق المالية فقد اتجهت العديد من الدول النامية إلى فتح أسواقها المالية وتحرير حساباتها الرأسمالية أمام التدفقات الأجنبية (تحرير التجارة عبر الحدود وتحرير التواجد التجاري)، والسماح للمستثمرين الأجانب بامتلاك الأسهم والسندات في البورصات المحلية، وهذا بطبيعة الحال سوف يضع صانعي السياسات في حكومات الدول النامية أمام تحديات كبيرة تفرضها ظروف المنافسة وفتح السوق، من أجل إيجاد مزيج متسلسل من الإصلاحات المالية التي تمكنها من تعزيز تدويل خدماتها المالية لتطوير وتنمية أسواقها المالية والمصرفية من جهة، وتحافظ من خلالها على إستقرار نظامها المالي لتفادي الأزمات المالية المحتملة من جهة أخرى؛

1. إشكالية الدراسة:

وفي هذا السياق وأمام تزايد عدد الدول النامية التي تبنت سياسة التحرير المالي باعتبار هذه السياسة أصبحت حتمية تملئها الظروف والمستجدات الدولية أكثر من كونها خيارا للإندماج في الاقتصاد العالمي، الأمر الذي من شأنه أن يحقق لها العديد من المكاسب المترتبة عن هذا الانفتاح، كما يمكن أن يؤدي ذلك إلى مخاطر محتملة على أسواق الدول النامية المحررة مثل ما حدث في أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997، لذا قمنا بصياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

ما مدى تأثير عولمة الخدمات المالية في ظل إتفاقية تحرير تجارة الخدمات على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية؟ وهل ساهم واقع البيئة المؤسسية والقانونية التنظيمية للدول النامية فعلا في تعزيز المكاسب المترتبة عن سياسة التحرير المالي في إطار ما يعرف بشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في عينة الدول النامية محل الدراسة؟

وتنبثق عن هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات الفرعية التي نوردها فيما يلي:

- ما هي الأسباب والدوافع الكامنة وراء تبلور وتطور عملية التحرير المالي للخدمات المالية في إطار إتفاقية تحرير تجارة الخدمات وتحت غطاء منظمة التجارة العالمية؟ وما دور هذه الإتفاقية في تدويل وعولمة الخدمات المالية؟
- على أي أساس يتم تقييم والحكم على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير التحرير المالي في الخدمات المالية (تحرير السوق المالية، تحرير السوق المصرفية وتحرير حساب رأس المال) على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في عينة الدول النامية محل الدراسة؟

مقدمة عامة

- هل ساهمت البيئة المؤسسية والقانونية التنظيمية - باعتبارها ممثلة لشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي - في عينة الدول النامية محل الدراسة من تعزيز الآثار الناتجة عن تبني هذه السياسة في أسواق الأوراق المالية لهذه الدول النامية؟

2. فرضيات الدراسة:

وسعياً منا للإجابة عن التساؤلات الفرعية السابقة، قمنا بوضع مجموعة من الفرضيات التي نعتقد أنها أقرب للإجابات إجمالاً لهذه التساؤلات نوردتها فيما يلي:

- ساهم النمو والتطور في حجم التجارة العالمية في الخدمات المالية بشكل غير مسبوق في العقدين الماضيين من القرن العشرين خاصة في الدول المتقدمة في تبني الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات لسياسات التحرير المالي من أجل عوامة قطاع الخدمات المالية.
- يتم قياس أداء الأسواق المالية من خلال مجموعة من المؤشرات التي تعطي بطبيعة الحال قيمة رقمية (عددية) تسمح بمعرفة التغيرات التي تطرأ على حركة أسعار الأوراق المالية في السوق، وبالتالي تمكن من معرفة الأداء الكلي للسوق والتنبؤ باتجاهاته المستقبلية؛
- يؤثر التحرير المالي للخدمات المالية (تحرير حساب رأس المال، تحرير السوق المصرفي وتحرير سوق الأوراق المالية) بشكل سلبي على مؤشرات أداء الأسواق المالية في الدول النامية، نتيجة للمنافسة غير المتكافئة مع موردي الخدمات الأجنبي؛
- تساهم البيئة المؤسسية والقانونية التنظيمية في أسواق الدول النامية محل الدراسة - باعتبارها ممثلة لشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي - في التقليل من الآثار السلبية لسياسة التحرير المالي؛

3. أهداف الدراسة:

تكمن أهداف هذه الدراسة في:

- تسليط الضوء على الإطار القانوني والمؤسسي لتجارة الخدمات المالية (GATS)؛
- الأهمية البالغة التي أصبحت تكتسبها التجارة الدولية في الخدمات المالية في الاقتصادات العالمية المعاصرة؛
- معرفة أهمية ومكانة الأسواق المالية الناشئة للدول النامية ضمن الأسواق المالية العالمية؛
- تفصيل وتحليل العلاقة بين التحرير المالي وتجارة الخدمات المالية من جهة، والتحرير المالي وأداء الأسواق المالية من جهة أخرى؛
- دراسة الآليات والمؤشرات المعتمدة في تقييم أداء الأسواق المالية؛
- تحليل أثر التحرير المالي للخدمات المالية على تطور أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية.

4. أهمية الدراسة:

تنبع أهمية موضوع هذه الدراسة من كونها تسعى لمعالجة أحد أهم المواضيع الذي كان ولا يزال في الآونة الأخيرة يشغل حيزاً بحثياً كبيراً وعلى نطاق واسع، ويدخل في صميم اهتمامات حكومات الدول النامية، الباحثين الأكاديميين، المحللين والمختصين، الأمر الذي من شأنه أن يضع صانعي السياسات في حكومات الدول النامية أمام تحديات كبيرة تملئها ظروف المنافسة وتحرير السوق؛

مقدمة عامة

ومن جهة أخرى نحاول الوقوف على الدور البارز الذي لعبته الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات لعولمة وتدويل قطاع الخدمات المالية، والبعد التنظيمي والطابع الرسمي التي أضفته هذه الأخيرة عن سياسات التحرير المالي خاصة في الدول النامية؛.

5. مبررات إختيار موضوع الدراسة:

في الحقيقة هناك العديد من الأسباب والدوافع الكامنة وراء إختيارنا لهذا الموضوع، فبالإضافة إلى ميولنا الشخصية ورغبتنا الذاتية في دراسة كل المواضيع المتعلقة بالمالية الدولية، وكون هذا الموضوع يندرج ضمن نطاق تخصصنا "التجارة والمالية الدولية"، إلا أن هناك بعض الدوافع والمبررات الموضوعية لدراسة هذا الموضوع نذكر منها:

- يعتبر هذا البحث أولاً إستكمالاً لموضوع مذكرة الماجستير؛
- يعتبر تأثير التحرير المالي على الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية من المواضيع المعاصرة الجديرة بالبحث والتحليل، والتي لا تزال لحد الآن تأخذ حيزاً كبيراً من الاهتمام وتثار حولها العديد من النقاشات في أوساط الباحثين المحللين، الأكاديميين والمختصين؛
- الرغبة في معرفة التحديات والفرص التي تواجه حكومات الدول النامية عند تبنيها للإصلاحات المالية والمصرفية التي تدعو إليها المؤسسات المالية الدولية؛
- المساهمة في إثراء المكتبة الجامعية من خلال هذا البحث المتواضع خاصة وأن هذا الموضوع يندرج ضمن نطاق اهتمامات حكومات الدول النامية، وباعتبار الجزائر واحدة من هذه الدول.

6. حدود الدراسة:

تقتصر دراستنا على تحليل تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 30 دولة نامية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2018.

7. المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

حتى تتمكن من الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب موضوع الدراسة النظرية والتطبيقية، وسعيًا منا للإجابة على جوهر الإشكالية المطروحة وإثبات أو نفي مختلف فرضيات الدراسة اعتمدنا على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، فالأول باعتباره ملائم لعرض مختلف الجوانب النظرية والتطبيقية المتعلقة بموضوع دراستنا، والثاني باعتباره يسمح لنا بالقيام ببعض الاختبارات والفروض الإحصائية ويمكننا من أدوات التحليل القياسي الاقتصادي، وقد اعتمدنا في ذلك على برمجية Stata 16.

8. صعوبات الدراسة:

- واجهتنا في إعداد هذه الدراسة بعض العراقيل والصعوبات التي من شأنها أن تكتنف أي باحث نوجز أهمها فيما يلي:
- الحدائة النسبية لموضوع الدراسة (التوقيع على إتفاقية تجارة الخدمات المالية سنة 1997)، وغياب أو نقص بعض الإحصائيات لدى عدد من الدول النامية خاصة المتعلقة منها بمؤشر تحرير سوق الأوراق المالية، وهذا ما أثر سلباً على الإطار الزمني وحتى المكاني للدراسة التي كان يمكن أن تكون أكثر دقة على المدى الطويل لأن بعض الآثار لا تظهر مباشرة بل تحتاج لفترة أطول؛

مقدمة عامة

- طريقة حساب بعض المؤشرات - المستخدمة في الدراسة القياسية - على غرار مؤشر KAOPEN الذي يقيس درجة تحرير حساب رأس المال خلال فترة الدراسة (2000-2018) جعل بعض الدول تأخذ نفس القيمة، وهذا ما أثر سلبا على الإطار المكاني للدراسة (تقليص نسبي لحجم عينة الدراسة)؛
- غياب بعض المؤشرات الخاصة بدولة الجزائر من قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية، مما اضطرنا إلى إستخراجها وحسابها من السوق المالي الجزائري، وقد تكون هناك اختلافات نسبية بين قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية وقاعدة بيانات بورصة الجزائر.

الفصل الأول: عولمة
الخدمات المالية في إطار
منظمة التجارة العالمية

تمهيد

لم يحض قطاع الخدمات ولا التجارة فيه بأي أهمية تذكر لدى معظم الباحثين الإقتصاديين الأوائل كما هو عليه الحال اليوم، فلقد كانت جل اهتماماتهم تنصب على تجارة السلع، معتبرين أن التجارة في الخدمات عمل غير منتج كون العمل المنتج حسبهم يجب أن يظهر في شكل صورة مادية ملموسة أو سلعة يمكن بيعها، ومن ثم فهي لا تضيف للثروة أي شيء بل هي مجرد تابعة أو مكملة لتجارة السلع، وليست تجارة قائمة بذاتها تدر دخلاً أو تخلق قيمة مضافة في مختلف دول العالم، ومن ثم لم ينظر للتجارة في الخدمات بشكل منفصل عن التجارة في السلع إلا في السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي عند المناقشة بالتحديد التجاري الدولي لتجارة الخدمات على المستوى الدولي.

ولا شك أن التقدم العلمي والتكنولوجي خاصة في مجال تقديم المعلومات والاتصالات الذي عرفته الدول الصناعية الكبرى في العالم، قد كان له الأثر البالغ على هيكل وحجم قطاع الخدمات المالية بصفة عامة وتجارة الخدمات المالية بصفة خاصة، التي باتت تنمو بوتيرة غير مسبوقه وتحقق معدلات نمو معتبرة وتساهم بشكل كبير في حجم التجارة الدولية يفوق في بعض الحالات حجم نمو التجارة السلعية، وهو ما جعل الدول المتقدمة المتفوقة في هذا المجال تمتلك ميزات نسبية كبيرة في تجارة الخدمات ومع زيادة نمو وتطور حصيلة صادرات خدماتها خارج نطاق حدودها الإقليمية، جعلها تفكر بجدية في ضرورة إدراج قطاع الخدمات ضمن مفاوضات المتعددة الأطراف في إطار الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT)، وقد تجسد هذا الطرح فعلياً ولأول مرة في الجولة الأخيرة من جولات مفاوضات الجات والتي عرفت باسم جولة الأوروغواي الشهيرة التي استمرت لأكثر من سبع سنوات (1986-1994) بعد أن كانت مقررة أن تنتهي في غضون أربع سنوات، أين تقدمت الولايات المتحدة الأمريكية بطلب إدخال قواعد خاصة بتنظيم تجارة الخدمات تلحق باتفاقية الـ (GATT)، ورغم المعارضة الشديدة من قبل الكثير من حكومات الدول النامية التي أبدت تحفظاتها لعدم قدرتها على المنافسة في هذا القطاع مقارنة بالدول المتقدمة التي تتمتع بقدرات هائلة ومزايا نسبية كبيرة، إلا أنه تم تغليب وجهة نظر الدول الصناعية المتقدمة وتم التوصل إلى ميلاد الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات كملحق لاتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية في 15 أبريل 1994 بمدينة مراكش المغربية، ليتم على إثر ذلك إخضاع هذا النوع من التجارة لنفس آليات وقواعد تحرير تجارة السلع؛

وهكذا لعبت الاتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات (GATS) دوراً بارزاً في عولمة وتدويل الخدمات المالية منذ نشأتها تحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة، حيث دأبت على العمل باستمرار من خلال عقد العديد من المفاوضات المتعددة الأطراف للتوصل إلى المزيد من تحرير التجارة في الخدمات، ودفعت بالدول الموقعة عنها بتقديم تعهداتها والتزاماتها بشأن فتح أسواقها المالية أمام موردي الخدمات الماليين الأجانب وعدم التمييز بينهم وبين موردي الخدمات المالية المحليين، وبالتالي أضفت عن التحرير المالي شكلاً رسمياً وبعدها تنظيمياً خاصة وأنها عمقت الاتجاه نحو تبني سياسات التحرير المالي التي جاء بها (Shaw et Mc Kinnon 1973) ودعت إليها المؤسسات المالية الدولية بعد ذلك. ومن هذا المنطلق نحاول أن نعالج في هذا الفصل:

المبحث الأول: الإطار المؤسسي والتنظيمي لتجارة الخدمات المالية

المبحث الثاني: واقع تجارة الخدمات المالية في الاقتصاد العالمي

المبحث الثالث: تفصيل وتحليل تأثير التحرير المالي على تجارة الخدمات المالية

المبحث الأول: الإطار المؤسسي والتنظيمي لتجارة الخدمات المالية

عرف قطاع الخدمات المالية بصفة عامة والتجارة الدولية بصفة خاصة في العقدين الماضيين من القرن العشرين أهمية بالغة خاصة لدى إقتصاديات الدول الصناعية الكبرى، بل وأضحت تجارة الخدمات تنمو بوتيرة غير مسبوقه وتحقق معدلات نمو معتبرة، مستفيدة في ذلك مما أحدثته الثورة التكنولوجية والمعلوماتية على هيكله هذا القطاع، الأمر الذي دفع بالدول المتقدمة وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية إلى إدراج قطاع الخدمات لأول مرة ضمن مفاوضات جولة الأوروغواي، التي تمثل أطول وآخر جولة عقدت في إطار اتفاقية (GATT) على مدار ما يقارب خمسين سنة (1947-1994)، سعياً منها إلى إيجاد الإطار المؤسسي العملي والقانوني الذي تستطيع من خلاله تنظيم وتحرير التجارة الدولية في الخدمات بالموازاة مع ما توصلت إليه تحرير التجارة في السلع.

المطلب الأول: الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات

تعد الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات المنبثقة عن جولة مفاوضات الأوروغواي الإطار القانوني والمؤسسي الوحيد لتحرير تجارة الخدمات بصفة عامة والخدمات المالية بصفة خاصة، من خلال سعيها الدائم إلى إيجاد القواعد والمبادئ العامة والمحددة التي تحكم وتنظم هذا النوع من التجارة لإخضاعها لنفس قواعد ومبادئ تحرير تجارة السلع تحت رعاية وسلطة المنظمة العالمية للتجارة.

الفرع الأول: الخلفية التاريخية لنشأة الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات:

شهدت فترة الحرب العالمية الثانية دماراً وخراباً كبيراً مس معظم إقتصاديات دول العالم التي كانت مسرحاً لهذه الحرب لتنتهي هذه الأخيرة مخلقة ورائها آثار وخيمة على جل الإقتصاديات العالمية، لتجد هذه الدول نفسها أمام نقص شديد في احتياجاتها من السلع والخدمات الأمر الذي جعلها تلجأ إلى فرض القيود الجمركية والرسوم بهدف تمويل خزينتها وإعادة بناء وإصلاح ما دمرته الحرب من أجل النهوض مجدداً بإقتصادياتها، من هنا بدأت عملية وضع القيود على التجارة الدولية وأخذت العديد من الدول تميل إلى إتباع سياسات حمائية شديدة ما أدى إلى تأزم الأوضاع الاقتصادية بين عديد الدول وظهور فوضى كبيرة في العلاقات الاقتصادية الدولية،¹ فعقب نهاية هذه الحرب كان هناك خطط لتحرير المعاملات الاقتصادية الدولية سواء في مجال المسائل النقدية الدولية أو في مجال التجارة الدولية²، ومع زيادة الحاجة إلى ضرورة إيجاد التنظيمات الدولية التي يمكنها أن تعمل على تنسيق العلاقات فيما بين جميع دول العالم، دعت الولايات المتحدة حلفاءها لاجتماع عقد في مدينة برينتون وودز (Bretton Woods) في صيف عام 1944 للاتفاق على الأسس التي سيقودها على أساسها الإقتصاد العالمي، والتداول حول الأطر النقدية والمالية والتجارية الملائمة بعد أن دمرت الحرب - وما جاء في خضمها من ممارسات - العلاقات الاقتصادية الدولية، فكان من نتائج هذا المؤتمر إنشاء الهيئتين العالميتين: صندوق النقد الدولي في 25 سبتمبر 1945، والبنك العالمي للإنشاء والتعمير في سنة 1946 ليكونا الدعامين الأساسيين لهيكله النظام الاقتصادي والمالي الدولي لفترة ما بعد الحرب؛

وفي نفس السياق طرحت فكرة إنشاء منظمة التجارة العالمية عندما أصدر المجلس الاقتصادي والاجتماعي للأمم المتحدة بناء على مقترح أمريكي توصية بعقد مؤتمر دولي للتجارة والتوظيف في لندن سنة 1946، فتم عقد المؤتمر بالفعل وتم استكمال أعماله

¹ - محمد حمو (2009)، أثر اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية على الصناعة المصرفية بالبنوك الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسين بن بوعلوي - الشلف، 2008-2009، ص 84.

² - محمد السانوسي شحاته (2006)، التجارة الدولية في ضوء الفقه الإسلامي واتفاقيات الجات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، ص 131.

في جنيف بسويسرا صيف 1947 لتحتتم في هافانا عاصمة كوبا في 24 مارس 1948، وأسفر عن وثيقة عرفت باسم "ميثاق هافانا" أو ميثاق التجارة الدولية،¹ وقد شاركت في هذا الأخير 56 دولة خلال الفترة الممتدة من 21 نوفمبر 1947 إلى 24 مارس 1948 وكان من الضروري موافقة نصف عدد الدول المشاركة على الوثيقة على أن تصبح الموافقة نهائية بعد أن تقرها وتصدق عليها المؤسسات التشريعية في تلك الدول، ورغم أن هذا المؤتمر الذي أسفر عن ميثاق هافانا كان استجابة لمبادرة أمريكية، إلا أن واشنطن تنكرت لموافقتها المبدئية عليه ولم تعرضه على الكونغرس بل أعلنت عام 1950 رفضها التصديق عليه ولاسيما في جزئه المتعلق بإنشاء منظمة التجارة العالمية خوفا على مصالحها وسيادتها في تجارتها الخارجية، لكن هذا لم يمنع من توجيهاتها الرامية إلى توقيع اتفاقية شاملة لتحرير التجارة الدولية، حيث دعت إلى عقد مؤتمر دولي في جنيف عام 1947 أي قبل التوصل إلى ميثاق هافانا، ولقد قامت 23 دولة بالتوقيع على الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT) عام 1947 أي قبل التوصل إلى ميثاق هافانا، ولقد قامت 30 نوفمبر 1947 وتعتبر هذه الدول من الأطراف المتعاقدة²، على أن تدخل حيز التنفيذ في 1948/01/01.

فالانفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT) عبارة عن معاهدة دولية متعددة الأطراف³ تنظم التجارة بين الدول التي تقبل الانضمام إليها وقد بلغ عددها 23 دولة عند توقيع هذه الاتفاقية سنة 1947 ووصلت إلى 117 دولة في أوائل 1994 عند انتهاء العمل بسكرتارية الجات⁴، وقد مرت هذه الاتفاقية بعدة جولات ومفاوضات بدأت عام 1947 واستمرت حتى عام 1994 أين تم الاتفاق على إنشاء منظمة التجارة العالمية (WTO) بمدينة مراكش المغربية على أن تزاو عملها بصفة رسمية في أول جانفي 1995، والتي جاءت من أجل زيادة موضوعات تحرير التجارة الدولية ووضع قواعد قانونية خاصة تحكم تصرفات الدول الأعضاء بها⁵. والملاحظ أنه رغم استمرار المفاوضات بين الأطراف المتعاقدة والتي بلغت ثمانية جولات كاملة وعلى مدار ما يقارب الخمسين سنة إلا أن موضوع تجارة الخدمات لم يطرح على طاولة المفاوضات وتأخر إدراجه إلى غاية الجولة الأخيرة التي عرفت باسم جولة الأورغواي (1986-1994)، وكانت المفاوضات تقتصر فقط على تحرير التجارة الدولية في جانبها السلعي فقط، على أساس أن إتفاقية الجات الأصلية أبرمت في وقت مثلت فيه التجارة في الخدمات نسبة ضئيلة جدا من إجمالي حجم التجارة الدولية⁶، وهكذا تمخض على إثر هذه الجولة الأخيرة ميلاد الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS) *General Agreement on Trade in Services* التي سوف تمثل الإطار القانوني والمؤسسي لتحرير تجارة الخدمات وذلك من خلال وضع القواعد والأسس التي تحكم وتنظم هذا النوع من التجارة تحت رعاية وسلطة المنظمة العالمية للتجارة.

الفرع الثاني: مفهوم وهدف الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات

نحاول فيما يلي تقديم مفهوم لإتفاقية تجارة الخدمات باعتبارها الإطار القانوني والمؤسسي الذي يحكم وينظم هذا النوع من التجارة مع الإشارة إلى بنيتها أو هيكلها التنظيمي، والأهداف المرجوة منها.

¹ - توبين علي (2013)، تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية وانعكاساتها على الأنظمة المصرفية العربية "حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013، ص 18.

² - رانيا محمود عبد العزيز عمارة (2008)، تحرير التجارة الدولية وفقا لإتفاقية الجات في مجال الخدمات، الطبعة الأولى 2007، دار افكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص 14.

³ - https://www.wto.org/english/tratop_e/gatt_e/gatt_e.htm: Consulté le 06/07/2018 à 10 :41.

⁴ - منية خليفة (2011)، أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على النشاط المصرفي في الجزائر، خلال الفترة 2005-2008، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 30.

⁵ - رانيا محمود عبد العزيز عمارة (2008)، مرجع سبق ذكره، ص 14.

⁶ - أسامة الجوب (2000)، العولمة والإقليمية مستقبل العالم العربي في التجارة الدولية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، ص 152.

1. مفهوم الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات:

تعتبر الاتفاقية الخاصة بالتجارة في الخدمات والتي أسفر عنها تكون النظام العالمي للتجارة الدولية في جولة الأوروغواي الشهيرة التي تعد آخر جولات الجات، هذه الأخيرة التي تمخضت عن مفاوضاتها (GATT 94) حوالي 28 نتيجة قانونية تمثل الإطار القانوني والاقتصادي للنظام التجاري الدولي الذي تم التوصل إليه في 15 ديسمبر 1993 في جنيف، والتوقيع عليه في يوم الجمعة الموافق لـ 15 أبريل 1994 في مدينة مراكش المغربية، ودخلت حيز التنفيذ في أول جانفي 1995، وتختلف النتائج القانونية الـ 28 في طبيعتها، حيث تقسم إلى: 19 إتفاقية (Agreement)، و 7 نتائج على شكل وثيقة تفاهم (Understanding)، و 1 بروتوكول (Protocol)، و 1 آلية (Mechanism)¹، وعليه فهذه الاتفاقية تمثل الإطار المؤسساتي والقانوني التنظيمي الذي أوكلت إليه مهمة تحرير التجارة الدولية في الخدمات، ويشار إليها اختصاراً تحت اسم (GATS) وذلك تمييزاً لها عن الاتفاقية التقليدية لتحرير التجارة في السلع (GATT) التي بدأت منذ عام 1947، فهي إذن أولى الخطوات نحو إدخال الخدمات في النظام التجاري الدولي من خلال صياغة مبادئ قانونية وقواعد تنظيمية شاركت في وضعها العديد من الأطراف تطبق على كافة أنشطة التجارة في الخدمات لإخضاعها لنفس قواعد وآليات تحرير تجارة السلع؛

وتعرف كذلك رانيا محمود عبد العزيز عمارة (2005) هذه الاتفاقية على أنها "التحرير التجاري الدولي في الخدمات وقطاعاتها المختلفة، من كافة القيود التي تفرضها الدول الأعضاء المتمثلة في القوانين والقرارات الإدارية الخاصة بتجارة الخدمات، وذلك بالعمل على إزالة هذه القيود أو تخفيفها للوصول إلى التحرير وتبادل التجارة الخدمية بين الدول الأعضاء"². وتأخذ هذه الأخيرة مفاهيمها وقواعدها الأساسية من الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (مبدأ الدولة الأولى بالرعاية، المعاملة الوطنية والشفافية)، وتطبقها في مجال تجارة الخدمات، وهذا راجع للاختلافات في استعمالها بين التجارة في السلع والتجارة في الخدمات، ومع ذلك كان من الضروري القيام ببعض التعديلات والتصحيحات على بعض المبادئ والمفاهيم في الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة ليتوافق تطبيقها مع تجارة الخدمات التي لها خصوصيات تميزها عن التجارة في السلع³.

وتتكون هذه الاتفاقية (GATS) من مقدمة وستة أجزاء تشكل 29 مادة وتستند على ثلاثة ركائز أساسية وهي⁴:

الركيزة الأولى: الإطار العام لاتفاقية التجارة في الخدمات الذي يوضح القواعد التي تنشئ التزامات تطبق على كافة الإجراءات المتعلقة بالتجارة في الخدمات؛

الركيزة الثانية: جداول التزامات الدول الأعضاء في المنظمة العالمية للتجارة التي تصنف وتحدد طبيعة، مدى وتوقيت التعهد بفتح السوق، وكما تتضمن أيضاً أية قيود أو استثناءات لها؛

الركيزة الثالثة: ملاحق تحتوي قواعد إضافية أو توضيحية في قطاعات محددة متضمنة الخدمات المالية.

¹ - سامي عفيفي حاتم (2005)، الاتجاهات الحديثة في الاقتصاد الدولي والتجارة الدولية، الطبعة الثانية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، ص 81-82

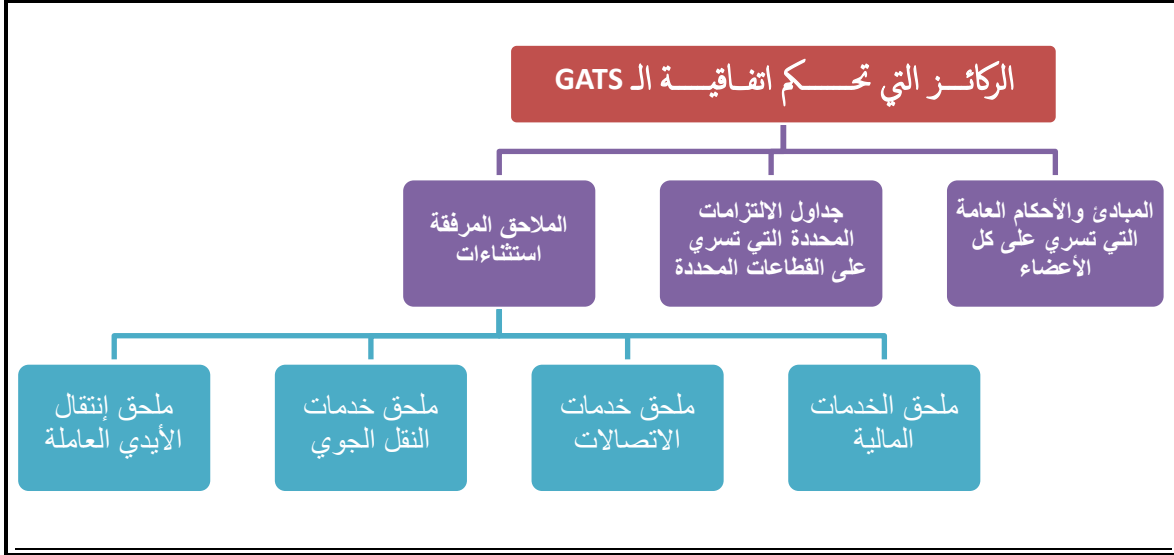
² - رانيا محمود عبد العزيز عمارة (2008)، مرجع سبق ذكره، ص 37.

³ - Gillespie, J. (2000). *Financial Services Liberalization in the World Trade Organization*. Working Papers at Harvard Law School.P8. Available : https://www.researchgate.net/profile/WendyDobson/publication/227441577_Financial_Services_Liberalization_in_the_World_Trade_Organization/links/55d1fea608ae7fb244f40c75/Financial-Services-Liberalization-in-the-World-Trade-Organization.pdf.

⁴ - Goncalves, M. P., Stephanou, C (2007), *Financial Services and Trade Agreements in Latin America and the Caribbean : An Overview*, World Bank Policy Research Working Paper 4181, April 2007; P7.

وقد تم وضع الركائز الأساسية التي تحكم الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات بعد التوقيع على نتائج جولة الأوروغواي والشكل الموالي يوضح ذلك:¹

شكل رقم (1.1): الركائز الأساسية التي تحكم الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS)



المصدر: حنان محمد علي حلي، اتفاقية تحرير التجارة الدولية وتأثيرها على قطاع الخدمات مع التطبيق على مصر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، القاهرة 1998، ص 86.

2. هدف الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات

تم صياغة الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات لمعالجة الحاجة المتزايدة لمجموعة من القواعد المعترف بها دولياً لتنظيم التجارة في الخدمات، وتهدف هذه الاتفاقية إلى تحقيق هدفان رئيسيان هما ضمان الشفافية في القواعد والتنظيمات المعمول بها كهدف أول، وتعزيز التحرير التدريجي للخدمات كهدف ثان، وهذا الأخير لا يتم تحقيقه إلا من خلال تحسين فرص وصول موردي الخدمات الأجانب إلى الأسواق المحلية والمعاملة الوطنية، وتعتبر هذه المتطلبات أقل صرامة من الطلب على المعاملة بالمثل التي تعتبر سمة خاصة من سمات الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة.² ففي كثير من الأحيان التعريفات الجمركية والحصص تحدد الوصول إلى الأسواق في تجارة السلع، أما القيود المفروضة على سبيل المثال على عدد موردي الخدمات، قيمة معاملات الخدمات أو مشاركة رأس المال الأجنبي فإن ذلك يؤثر على الوصول إلى أسواق الخدمات، لذا نجد الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات تطلب من خلال مبدأ المعاملة الوطنية عدم وجود تدابير تمييزية مثل المعاملة الضريبية التفاضلية التي تضع المنافسين الأجانب في وضع غير مناسب.³

إذن فهذه الاتفاقية تسعى إلى تحرير الخدمات من القيود واللوائح التي تنظم مباشرة الخدمة وتقديمها على مستوى النظام الداخلي في مختلف الدول، بعد أن كانت مقتصرة على القيود التي تطبق في نطاق عبور الحدود كما في حالة السلع.⁴ وقد كان الهدف

¹ - حنان محمد علي حلي (1998)، اتفاقية تحرير التجارة الدولية وتأثيرها على قطاع الخدمات مع التطبيق على مصر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، القاهرة، ص 86.

² - Samman, H., & Shah Nawaz, S. (2013). *Financial Services Liberalization in a Natural Resource Rich Economy. Topics in Middle Eastern and African Economies*, 15(2), 134-151.; P137.

³ - Ibid ; P137.

⁴ - منية خليفة (2011)، مرجع سبق ذكره، ص 33.

من توقيعها وفقا لما جاء في ديباجة الاتفاقية اعترافا صريحا بتزايد أهمية التجارة الدولية في الخدمات وعلو مكانتها في إنماء الاقتصاد العالمي، وتتمثل الأهداف الجوهرية المبتغاة من وراء إبرام هذه الاتفاقية في النقاط التالية¹:

- توسيع تجارة الخدمات في ظروف من الشفافية والتحرير التدريجي أملا في تعزيز النمو الاقتصادي لجميع الشركاء التجاريين خاصة المنتمين للبلدان النامية منهم، وذلك من خلال قيامها بعقد العديد من المفاوضات المستقبلية بين مختلف الأعضاء في هذا الشأن؛
- تدعيم مصالح الأعضاء في نظام الجات على أساس من الفائدة المتبادلة؛
- إقامة توازن شامل بين الحقوق والالتزامات الناشئة عن تجارة الخدمات ومراعاة أهداف السياسات الوطنية؛
- زيادة مشاركة البلدان النامية في تجارة الخدمات مع مراعاة الحالة الاقتصادية، التنموية والاحتياجات التجارية والمالية بهذه البلدان، وتوسيع صادراتها بتعزيز قدراتها في مجال الخدمات المالية ورفع كفاءتها وتنافسيتها.

الفرع الثالث: القواعد التنظيمية والملاحق الأخرى للاتفاقية

تتضمن الاتفاقية مجموعة من القواعد التنظيمية والملاحق الأخرى التي تعتبر كجزء مكمل لها وهي عبارة عن أحكام توضيحية وتفسيرية للعديد من القطاعات التي يغطيها هذا الاتفاق.

1. القواعد التنظيمية: وتتمثل في:

1.1. التحرير التدريجي (Progressive Liberalization): يعتبر التحرير التدريجي لتجارة الخدمات وسيلة لتشجيع النمو الاقتصادي بين كل الشركاء التجاريين، حيث تنص المادة 19 في الجزء الرابع من الاتفاقية تحت عنوان "التفاوض حول الالتزامات المحددة" على تحقيق مستويات أعلى من التحرير التدريجي للتجارة في الخدمات بهدف التقليل أو الحد من الآثار السلبية المترتبة عن اتخاذ التدابير والقيود الحمائية كوسيلة لضمان الوصول الفعال إلى الأسواق²، وذلك من خلال جولات متعاقبة من المفاوضات يبدأ أولها بعد خمس سنوات على الأكثر من تاريخ تنفيذ اتفاقية إنشاء منظمة التجارة العالمية، وتوجه تلك المفاوضات نحو تخفيض أو إزالة أية آثار سلبية على تجارة الخدمات وبما يحقق منافع متوازنة لجميع المشاركين في تلك المفاوضات³؛

2.1. التشاور وتسوية المنازعات (Consultation, Dispute Settlement and Enforcement):

نصت المادتان 22 و23 من الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات على ضرورة التشاور وتسوية المنازعات بين الأعضاء وديا في كل المسائل المتعلقة بالتجارة في الخدمات، إذن فالتشاور هنا يأتي لتحديد واستبيان الأسباب والدوافع الحقيقية التي كانت وراء اتخاذ العضو مثل هذه التدابير وبيان آثارها على الآخرين، ومحاولة التوصل لحل مقبول يرضي كلا طرفي النزاع، أما في حالة فشل تسوية الخلافات وديا فسوف يتم اللجوء إلى القواعد والاجراءات العامة التي تحكم تسوية المنازعات مع الترخيص للعضو المتضرر بتعليق تنفيذ التزاماته وتعهداته المحددة تجاه العضو المخالف وفقا للأحكام ذات الصلة بتسوية المنازعات⁴.

¹ - محمد جمو (2009)، مرجع سبق ذكره، ص86.

² - Taylor, M. (2000). *The WTO's Financial Services Agreement and the Imperative of Further Liberalization of Trade in Insurance and Reinsurance. The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 25(4), 473-481.; P474.

³ - عبد المنعم محمد الطيب (2005)، أثر تحرير تجارة الخدمات المصرفية على المصارف الاسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي - جامعة أم القرى، 7-9 جوان 2005، ص11.

⁴ - توبين علي (2013)، مرجع سبق ذكره، ص31.

3.1. مجلس التجارة في الخدمات (Council for Trade in Services): يعتبر مجلس التجارة في الخدمات الهيئة العليا التي تسهر على مراقبة مدى التزام الدول الأعضاء بتطبيق قواعد الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات وتحقيق أهدافها، كما يعمل على تقديم المشاورات وتسوية النزاعات بين الأطراف في كل المسائل المتعلقة بتجارة الخدمات عن طريق التحكيم، ويشترك فيه ممثلين عن جميع الأعضاء ويمارس مهامه تحت المسؤولية المباشرة للمجلس العام، ويمكن له إنشاء هيئات فرعية عند الاقتضاء ويعتبرها ضرورية أو مناسبة لأداء وظائفه¹؛

4.1. التعاون الفني (Technical Cooperation): يتعلق التعاون الفني بإتاحة الفرصة لمنتجي وموردي الخدمات في الدول الأعضاء للوصول إلى المساعدات الفنية كما هو الحال بالنسبة للدول النامية كتوفير المعلومات التجارية والدراسات الاستشرافية، سبل دعم التكامل الاقتصادي والإقليمي، تسهيلات التجارة ودعم المفاوضات، حيث تقوم بذلك سكرتارية منظمة التجارة العالمية وتقدم المساعدات إلى الأعضاء التي تحتاجها في إطار التعاون الفني وذلك تحت إشراف مجلس التجارة في الخدمات.

5.1. العلاقة مع مؤسسات دولية أخرى (Relationship with Other International Organization): نصت المادة 26 في الجزء الخامس من الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات والتي تندرج تحت عنوان " *Relationship with Other International Organization*" على ضرورة تعزيز التعاون مع المؤسسات الدولية الأخرى كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، أو أية مؤسسات دولية أخرى في كل المسائل والقضايا المتعلقة بتحرير التجارة في الخدمات بما يخدم مصالح كل الدول الأعضاء.

2. الملاحق في اتفاقية تحرير تجارة الخدمات: أُلحقت بالاتفاقية العامة لتجارة الخدمات بعض الملاحق المستقلة عنها والمتعلقة أساساً بـ:

1.2. ملحق الخدمات المالية (The Financial services Annex): ويحاول هذا الملحق بداية تنظيم قطاع الخدمات المالية وإبراز خصوصياته وأهميته، وسوف يتم الحديث عنه بشيء من التفصيل لاحقاً.

2.2. ملحق انتقال الأشخاص الطبيعيين (The Movement of Natural Persons Annex): يشمل ملحق "انتقال الأشخاص الطبيعيين" كل التدابير والإجراءات التي تؤثر على الأشخاص الطبيعيين الذين ينتقلون للإقامة بصفة مؤقتة في أراضي بلد عضو ويقومون بتوريد الخدمات على أراضيه، أو الأشخاص الطبيعيين الذين يعملون لدى موردي الخدمات لديه، وفيما يتعلق بتوريد الخدمة فمعظم اللوائح التنظيمية تشترط أن يقوم الأشخاص الطبيعيين بإجراءات تنفيذها، لذلك نجد هذا الملحق يضمن للأشخاص الحق في الإقامة والتنقل مؤقتاً داخل أراضي الدول الأعضاء، كما يتيح أيضاً للبلدان الأعضاء الحرية في اتخاذ التدابير المتعلقة بالمواطنة والحصول على الجنسية بها،² على أن يستثنى من ذلك الأشخاص الذين يسعون للوصول إلى سوق العمالة في دولة عضو من أجل الحصول على فرصة عمل دائم أو من يرغبون في الحصول على الجنسية أو الإقامة بها بصفة دائمة.³

¹ - http://www.wto.org/english/tratop_e/serv_e/s_coun_e.htm ; Consulté Le 29/07/2018 ; à 15 :17.

² - Cheng, Y. T. C. (2011). *The Future of GATS Article XV: Service Subsidy Regulations under the WTO* (Doctoral dissertation, University of Pittsburgh), 2010-2011; P80.

³ - محمد حمو (2009)، مرجع سبق ذكره، ص98.

3.2. ملحق خدمات النقل الجوي (*The Air Transportation Annex*): يشمل ملحق خدمات النقل الجوي كل التدابير التي تؤثر على التجارة في خدمات النقل الجوي سواء المجدولة أو غير المجدولة (*Scheduled or Non-Scheduled*) والخدمات المساعدة¹، ويهدف هذا الملحق إلى تحديد النشاطات والمجالات التي يشملها التحرير في قطاع النقل الجوي، وتتضمن إصلاح الطائرات وصيانتها، بيع خدمات النقل الجوي وتسويقها دون التدخل في تحديد الأسعار إضافة إلى خدمات نظام الحجز الآلي وإصدار بطاقات السفر²، أما حقوق حركة النقل الجوي والأنشطة ذات الصلة المباشرة فإنها مستثناة في إطار اتفاقية التجارة في الخدمات لأنها تخضع إلى اتفاقيات ثنائية أخرى، إذ يجب أن لا تتعارض هذه الاتفاقية مع الاتفاقيات الدولية أو الثنائية المتعلقة بتنظيم النقل الجوي³.

4.2. ملحق الاتصالات (*The Telecommunications Annex*): يشتمل ملحق خدمات الاتصالات على جميع التدابير التي تؤثر على إمكانية وصول الدول الأعضاء إلى شبكات وخدمات الاتصالات العامة، على أن يكون ذلك بشروط معقولة وغير تمييزية عند السماح لموردي الخدمات الأجانب بممارسة نشاطهم وفقاً للالتزامات التحرير التي قدمتها هذه الدول⁴، وقد تضمن أيضاً هذا الملحق الملاحظات والشروحات والتفسيرات ومجموعة من الأحكام التكميلية للاتفاق الأصلي، فهو يلزم الأعضاء بتوفير جميع المعلومات المتاحة عن ظروف الوصول إلى شبكات وخدمات الاتصال للجمهور وبيان الأسعار، كما ينص على معاملة تفضيلية للبلدان النامية بحسب مستويات التنمية لكل منها⁵.

المطلب الثاني: تطور عملية تحرير الخدمات المالية في إطار الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات

أسفرت مفاوضات لاحقة قامت بها الدول الأعضاء في إطار إتفاقية تجارة الخدمات تحت إشراف منظمة التجارة العالمية عن توقيع 70 دولة عن الملحق الأول للخدمات المالية بمدينة جنيف السويسرية في 13 ديسمبر 1997، في شكل إتفاقية تستمد مبادئها وشكلها العام من إتفاقية "GATS" ويراعى فيها خصوصيات الخدمات المالية، وهذا من أجل تعميق العمل على تحرير الأسواق المالية وفتح المجال أكثر أمام موردي الخدمات الأجانب (البنوك والشركات المالية الأجنبية) والتي تمتلك نحو 95% من أسواق الخدمات المالية في العالم، على أن تدخل هذه الإتفاقية حيز التنفيذ مع بداية سنة 1999، كما تم الإتفاق على مواصلة المفاوضات بشكل مستمر بين مختلف الدول الأعضاء مستقبلاً نحو المزيد من عولمة وتدويل الخدمات المالية في الأسواق العالمية.

الفرع الأول: ماهية الخدمات المالية في التجارة الدولية

لعله من الضروري قبل التطرق لماهية تحرير تجارة الخدمات المالية أن نميز أولاً بين مفهوم الخدمات والخدمات المالية، ثم الخدمات المالية في التجارة الدولية*، وصولاً إلى تحديد المقصود بتحرير الخدمات المالية في التجارة الدولية؛

¹ - Cheng, Y. T. C. (2011), *Op-Cit*; P81.

² - بن عيسى شافية (2011)، آثار وتحديات الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة على القطاع المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص71.

³ - Cheng, Y. T. C. (2011), *Op-Cit*; P81.

⁴ - *Ibid* ; P83.

⁵ - محمد حمو (2009)، مرجع سبق ذكره، ص96.

* - وينبغي كذلك في هذا الصدد التمييز بين التجارة الخارجية والتجارة الدولية، حيث تشير الأولى إلى تدفقات السلع بين دول العالم المختلفة، بينما ينصرف مفهوم الثانية - إلى جانب تجارة السلع- على تدفقات الخدمات وعناصر الإنتاج المختلفة، أي على الحركة الدولية لرؤوس الأموال والهجرة الدولية.

1. مفهوم الخدمات المالية:

تعرف الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة (GATT) الخدمات على أنها "كافة الأنشطة الاقتصادية غير المجسدة في صورة سلع مادية، وإنما تقدم في صورة خدمة أو نشاط مفيد لمن يطلبه، مثل الخدمات المالية في البنوك وشركات التأمين، خدمات النقل بأنواعه، نشاط الشركات السياحية، ومكاتب الاستشارات"¹، أو هي أداء أو فعل يستطيع أي طرف تقديمها لطرف آخر وتكون غير مادية ولا ينتج عنها تملكه².

أما ملحق الخدمات المالية (FSA) *Financial Services Annex* فقد عرف الخدمات المالية بأنها " أي خدمة ذات طابع مالي تقدم من طرف مورد خدمة مالية إلى أي بلد عضو³، وتشتمل الخدمات المالية على كل الخدمات التأمينية وخدمات التأمين المرتبطة بها، وعلى كل الخدمات المصرفية والخدمات المالية الأخرى (ماعدات التأمين)⁴ كالأنشطة التي يقوم بها البنك التجاري قصد مساعدة عملائه في نشاطهم المالي واجتذاب عملاء جدد وزيادة موارده المالية ولا يتعرض عند أدائها لمخاطرة التجارة⁵.

وعليه يمكن القول أن الخدمات المالية حسب الملحق (FSA) تشمل كل الخدمات والأنشطة المتصلة بأعمال البنوك والأوراق المالية والتأمين وإعادة التأمين ما عدا بعض الاستثناءات على أنشطة البنوك المركزية أو السلطات النقدية، ولقد كفل هذا الملحق أيضا للدول الأعضاء الحق في إتخاذ بعض التدابير المناسبة لحماية سرية المعلومات وحقوق المستثمرين.

2. مفهوم التجارة الدولية في الخدمات:

تعني تجارة الخدمات اصطلاحاً النشاط الذي ينصرف إلى التجارة في كل شيء غير منظور أو غير ملموس، مقارنة بتجارة السلع التي تعتمد على التجارة في السلع الملموسة والمنظورة، وعليه فإن تجارة الخدمات تمس كل جوانب المعاملات التجارية غير المنظورة بين الدول، ومن بين أهم التعاريف المقدمة للتجارة في الخدمات نجد:

التعريف الأول: تعرف التجارة الدولية في الخدمات بأنها تلك المعاملات الاقتصادية غير المنظورة التي تتم بين المقيمين في دولة معينة وغير المقيمين خلال فترة زمنية محددة عادة ما تكون سنة، والمقيمين هم من يحصلون على دخولهم من الدولة بصفة مستديمة في حين السائحين والمهاجرين مؤقتاً فهم غير المقيمين، أما تعبير الخدمات فهو يشمل جميع القطاعات الخدمية باستثناء الخدمات التي تورد في إطار ممارسة السلطة الحكومية لنشاطاتها حسب ما ورد في الوثيقة الختامية لجولة الأوروغواي⁶.

التعريف الثاني: ينصرف مفهوم الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS) لمفهوم التجارة الدولية في الخدمات إلى أنها كافة الأنشطة الخدمية ذات الطابع التجاري التي تقدمها جميع القطاعات، علماً أن هذه الأخيرة قد استثنت من ذلك أي توريد لخدمة

¹ - عبد المطلب عبد الحميد (2005)، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية- من أوروغواي إلى سياتل وحتى الدوحة، بدون طبعة، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص193.

² - ثامر البكري، أحمد الرجومي (2008)، تسويق الخدمات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص78.

³ - James Munro (2014), *Trade in Carbon Units as a Financial Service under International Trade Law: Recent Developments, Future Challenges*, Carbon & Climate Law Review, Volume 8, Issue 2/2014; P107.

⁴ - للمزيد من التفاصيل: أنظر الملحق 1 المتعلق بالخدمات المالية؛

⁵ - رشاد نعمان شابع العامري (2013)، الخدمات المصرفية الائتمانية في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، 2012، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ص57.

⁶ - سامي أحمد مراد (2005)، دور اتفاقية تحرير تجارة الخدمات الدولية في رفع كفاءة أداء الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، ص52.

تدخل في إطار ممارسة السلطة أو الحكومة لأعمالها*، وقد اعتمدت في تقديم تعريف شامل وعميق لمفهوم التجارة الدولية في الخدمات على الطرق (أو الأنماط) التي يتم من خلالها توريد الخدمات بين الدول الأعضاء كما يلي¹:

النمط الأول: التجارة عبر الحدود (Cross-border supply) ويقصد بهم مقدمو أو موردي الخدمات الأجانب للسوق المحلية عن بعد (دون انتقال فعلي لمقدم الخدمة أو متلقيها وإنما انتقال الخدمة نفسها)؛

النمط الثاني: الاستهلاك في الخارج (Consumption abroad) المستهلك المحلي ينتقل إلى بلد عضو ويقوم بشراء الخدمة المالية (السفر إلى الخارج)؛

النمط الثالث: الوجود التجاري (Comercial presence) التأسيس المادي لمورد خدمة أجنبي عن طريق إنشاء شركة، فرع أو مكتب تمثيل من أجل عرض أو بيع الخدمات المالية في البلد المضيف؛

النمط الرابع: التواجد المؤقت للأشخاص الطبيعيين (Temporary presence of natural persons) ويقصد بذلك الدخول المؤقت للأشخاص الأجانب إلى أراضي البلد المضيف من أجل عرض أو بيع الخدمات المالية للمستهلكين، أو الموظفون الرئيسيون الذين يعملون لحساب شركة أجنبية موجودة في إقليم البلد المضيف (So-called intra-company transferees)؛

التعريف الثالث: قدم كل من Stern, Hoekmen (1987) تعريفاً مختصراً للتعبير عن التجارة الدولية في الخدمات من خلال الحدث المنشئ لها، مشيرين إلى أن التجارة الدولية في الخدمات تحدث (occurring) عندما تتلقى عوامل الإنتاج المحلية (domestic factors) دخلاً من غير المقيمين لقاء تبادل خدماتهم (exchange for their services)²؛

فعندما تقوم البنوك والمؤسسات المالية بتقديم الخدمات المصرفية لعملائها من أجل الوفاء بمتطلباتها مقابل عمولات ومصاريف تتلقاها لقاء تلك الخدمات العابرة للحدود فهي بذلك تتاجر في تلك الخدمات³، فالإتجار بالخدمات المصرفية "يعني قدرة تلك الخدمات على تحطيط الحدود من دون حركة مجهزها أو المستفيد منها أي العميل"⁴، علماً أنه توجد أشكال أخرى للتجارة في الخدمات والتي أشرنا إليها في التعريف السابق (تقدم الخدمات عبر الحدود أو عبر التواجد التجاري)⁵.

* - نصت المادة الأولى من الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات وذلك في فقرتها الثانية: (...لكن شرط أن لا تكون الخدمات موردة في إطار ممارسة السلطة الحكومية لنشاطاتها، كالأنشطة التي يقوم بها البنك المركزي أو السلطة النقدية لتنفيذ سياسات نقدية أو سياسات خاصة بسعر الصرف، والأنشطة التي تدخل ضمن التأمينات الاجتماعية أو الخطط الخاصة بالتقاعد التي تقدمها الحكومة، وكذا النشاطات المالية التي تقوم بها المؤسسات المالية لحساب الحكومة... إلخ)

¹ - Goncalves, M. P, Stephanou, C (2007), **Op-Cit**; P7.

² - Van Welsun D (2003), **International Trade in Services: Issues and Concepts**, Birkbeck College London, September 2003; P8.

³ - زقير عادل (2009)، تحديث الجهاز المصرفي العربي لمواكبة تحديات الصيرفة الشاملة - دراسة حالة الجهاز المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009، ص22.

⁴ - سمر كوكب الجميل (2001)، الإتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، بدون طبعة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ص234.

⁵ - منية خليفة (2011)، مرجع سبق ذكره، ص22.

الفرع الثاني: مفهوم وأهمية تحرير تجارة الخدمات المالية

يختلف مفهوم تحرير التجارة في الخدمات عنه في السلع إذ لا توجد مشكلة عبور الحدود والتعريفات الجمركية بالنسبة للتجارة في الخدمات، وإنما تأتي القيود على تجارة الخدمات من خلال القوانين والتنظيمات المحلية، والتدابير الإحترازية التي تضعها كل دولة، والتي تسعى الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات إلى إزالتها أو التقليل منها بغية الوصول إلى نظام التبادل الحر للخدمات.

1. مفهوم تحرير تجارة الخدمات المالية:

التعريف الأول: يعرف محمد صفوت قابل تحرير تجارة الخدمات بأنه تطبيق آليات التجارة الدولية متعددة الأطراف على كل من تجارة السلع والخدمات، بحيث يخضعان معا لنفس الآليات والاتفاقيات بعد أن كانت المفاوضات السابقة يقتصر العمل فيها على التجارة المنظورة فقط (تجارة السلع)¹، أي تحرير التجارة الدولية في الخدمات من خلال إتفاقية " GATS " بل ومن خلال ترتيبات إقليمية يتفق عليها بين التجمعات الاقتصادية الإقليمية كما نراه داخل الاتحاد الأوروبي "European Union"².

التعريف الثاني: يقصد بتحرير التجارة في الخدمات حرية انتقال موردي أو مستهلكي الخدمات من بلد لآخر، واختيار أي مورد للخدمة والطريقة التي يعرض بها خدماته، فالمعنى من التحرير في هذه الحالة ينصب أساسا على إلغاء القيود التي يفرضها التدخل الحكومي في مجال تجارة الخدمات، إلا إذا كان ذلك التدخل يتم لأسباب سيادية بفرض قيود وإجراءات على خدمات محددة بذاتها بغض النظر عن جنسية مورد الخدمة محليا كان أو أجنبيا³.

التعريف الثالث: ينصرف مفهوم تحرير تجارة الخدمات إلى عملية إتخاذ الإجراءات التي تهدف إلى توسيع فرص دخول موردي الخدمات الأجانب إلى السوق المحلية والتقليل من التحيز تجاههم، وفي مقابل ذلك تمكين موردي الخدمات المحليين من الوصول إلى الأسواق الأجنبية⁴، إذ أن إزالة مثل هذه العوائق تذهب إلى أبعد من ضمان إمكانية دخول موردي الخدمات الأجانب إلى سوق الدولة المضيفة المنظم والذي يضمن المساواة في الفرص التنافسية مقابل نظرائه، وهو ما يمثل محاولة لخلق فرص تنافسية محتملة في سوق البلد المضيف، والتي يشار إليها في كثير من الأحيان باسم التنافسية الدولية للأسواق (*International contestability of markets*)⁵؛

وعليه فإن عملية تحرير الخدمات المالية تتطلب من جهة تخفيض وإزالة القيود واللوائح التنظيمية وكذا القيود غير التمييزية (الهيكلية) مثل القيود المتأتية من القوانين والأنظمة المحلية (*national regulatory systems*) التي تعيق تجارة الخدمات ولا تميز بين موردي الخدمات المحليين والأجانب، ومن جهة أخرى زيادة قوة ونوعية الإجراءات التنظيمية والإحترازية التي تهدف لحماية المستهلكين أو ضمان استقرار النظام المالي للبلد أو الدولة العضو.

¹ - محمد صفوت قابل (2008)، منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة الدولية، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص225.

² - سامي عفيفي حاتم (2005)، مرجع سبق ذكره، ص96.

³ - بريس عبد القادر (2004)، تحديات المنظومة المصرفية الجزائرية في ظل اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية - إتفاقية GATS - الملتقى الدولي حول: واقع المنظومة المصرفية الجزائرية واقع وتحديات، 14-15 ديسمبر 2004، جامعة الشلف، ص3.

⁴ - المرجع نفسه، ص3.

⁵ - Key, S. J. (1999). Trade liberalization and prudential regulation: the international framework for financial services. *International Affairs*, 75(1), pages (61-75). P62.

وخلاصة لما سبق فإن تحرير التجارة في الخدمات تعني منح الفرصة للجميع دون تمييز أو تمييز في مجال المتاجرة والاستثمار في قطاع الخدمات بين موردي الخدمات المحليين والأجانب، أي دون أخذ عامل الجنسية أو الموطن كشرط أو قيد على توريد الخدمات في الأسواق الوطنية. أما الكيفية التي يتم من خلالها تحرير تجارة الخدمات فهي تشمل مجموعة من الإجراءات المحددة تهدف في مجملها إلى تسهيل وصول موردي الخدمات الأجانب إلى الأسواق المحلية، وخفض مستوى التمييز بينهم وبين الموردين المحليين، وذلك بقيام الأعضاء الموقعون على اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات بتقديم جداول التزاماتهم إلى المنظمة العالمية للتجارة، ويحددون ضمن هذه الجداول القطاعات الخدمية التي يرغبون بتحريرها (خدمات التوزيع، الخدمات المهنية، الخدمات البحرية، الخدمات المالية، إلخ)، وداخل كل قطاع من هذه القطاعات الخدمية تدرج القيود التي تراها مناسبة (الاستثناءات) من مبدأ الدولة الأولى بالرعاية والمعاملة الوطنية والتي تأمل في المحافظة عليها، حيث تلتزم الدولة بفصل تحرير أي نمط من أنماط توريد الخدمات داخل كل قطاع ترغب في تحريره¹.

2. الخدمات المالية التي شملها ملحق الخدمات المالية في الاتفاقية:

تشمل الخدمات المالية كما ورد في الملحق الخاص بما على ما يلي:

التأمين والخدمات المرتبطة به²: يشمل هذا النوع من الخدمات كافة الأنشطة التأمينية والخدمات ذات الصلة بها كالتأمين المباشر بنوعيه على الحياة أو التأمين على غير الحياة، خدمات إعادة التأمين وتأمين إعادة التأمين (*reinsurance and retrocession*)، الوساطة في التأمين كأعمال السمسرة والوكالات ووسطاء التأمين، الخدمات المساعدة للتأمين مثل الخدمات الاستشارية، خبراء الاحصاء وتقويم المخاطر في شركات التأمين وغيرها؛

الخدمات البنكية والخدمات المرتبطة بها: يندرج تحت هذا الصنف مجموعة كبيرة من الخدمات مثل: قبول الودائع والأصول المالية الأخرى المتعلقة بالجمهور، القروض بكافة أشكالها وتضم أيضا الإئتمان من أجل الاستهلاك والرهن الحيازي وإدارة الديون وتمويل العمليات التجارية، الإيجار التمويلي، كل عمليات الدفع والتحويل النقدي ومنها قروض الإئتمان والدفع والشيكات السياحية والكمبيالات، الضمانات والتعهدات، عمليات الحساب الخاص وحسابات الزبائن سواء في البورصة أو خارجها³؛

الخدمات الموجهة لسوق الأوراق المالية: تشمل هذه الخدمات العديد من الأنشطة كالمساهمة في إصدار الأوراق المالية بمختلف أشكالها وتفرعاتها، إدارة المحافظ المالية، خدمات الوساطة المالية، خدمات الحراسة المتعلقة بنقل الأموال، خدمات التسوية والمقاصة المتعلقة بالأصول المالية ومنها الأوراق المالية والمستندات المالية، إمداد وتحويل المعلومات المالية ومعالجة البيانات المالية والبرامج المتعلقة بها، خدمات الاستشارات المالية وغيرها⁴، وقد أصبح قطاع الخدمات المرتبطة بالأوراق المالية من أكثر القطاعات ديناميكية في السنوات الأخيرة نتيجة ظهور بعض الأدوات المالية المبتكرة وزيادة التكامل ما بين أسواق الأوراق المالية وأسواق النقد⁵.

¹ - Gillespie, J. (2000). *Op-Cit*; P8.

² - صالح أحمد صالح البربري (2004)، عولمة أسواق رأس المال في إطار اتفاقية تحرير الخدمات المالية المخاطر وأساليب مواجهتها، مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لاتفاقيات منظمة التجارة العالمية، 9-11 ماي 2004، دبي- الإمارات، ص1008.

³ - المرجع نفسه، ص1008.

⁴ - عبد الجبار مختاري، محمد زرقون (2014)، تحرير تجارة الخدمات المالية وأثرها على تنمية أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 2014/06، ص144.

⁵ - محمد حمو (2009)، مرجع سبق ذكره، ص75.

3. أهمية تحرير الخدمات المالية في التجارة الدولية:

تقوم الخدمات المالية بدور محوري من خلال تأثيرها على الأسواق والاقتصاد وتساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وتكمن أهمية الخدمات المالية بالنسبة للاقتصاد في جوانب متعددة، فالخدمات المالية شأنها شأن خدمات الهياكل الأساسية، لها ارتباط حقيقي بالاقتصاد عموماً، إذ تقدم إسهامات قيمة للأنشطة في القطاع الأولي والقطاع الصناعي والقطاع الثالث، وللأفراد أيضاً. وتسهل الخدمات المالية المعاملات المحلية والدولية وتتيح تعبئة الإذخار المحلي وتوجيهه وتوسيع نطاق توفر الإئتمان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة¹.

ومن جهة أخرى فإن اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية تتيح للدول النامية إمكانية الاستفادة مما هو متاح على مستوى الأسواق المتقدمة، وذلك بما توفره من إمكانيات تكنولوجية وتقنية كبيرة لتنمية أسواق الخدمات المالية لدى هذه الدول، كتوفير خبرات فنية على مستوى عالٍ من الحرفية والمهنية متأتية من دول متقدمة من خلال أشخاص طبيعيين ومعنويين لهم باع طويل في هذا المجال، أو من خلال تقديمهم لخدمات في مجال الوساطة المالية، أو المساهمة في إصدار جميع الأوراق المالية، أو من خلال تقديمهم للاستشارات القانونية والفنية المتعلقة بالنواحي المنظمة للمتعاملين أو بالهيكل التنظيمي للسوق كمؤسسة قائمة بحد ذاتها؛ ولكن من الناحية العملية فإن تحقيق الأهداف المرجوة من تحرير الخدمات المالية يتطلب توفير مجموعة من العوامل الأساسية الداعمة لذلك، عن طريق خلق وهيئة المناخ المناسب والمسهل الذي تعمل من خلاله هذه المؤسسات المالية، وكذا توفير البيئة الاقتصادية والقانونية وحتى الثقافية والاجتماعية التي تدعم ذلك².

الفرع الثالث: قيود ومزايا تحرير الخدمات المالية في التجارة الدولية

أثبتت العديد من الدراسات أن تحرير تجارة الخدمات المالية من القيود والعوائق التي تواجهها في إطار اتفاقية (GATS) يمكن أن يحقق العديد من المزايا والمكاسب لجميع الدول الأعضاء فيها، لكن توزيع تلك المكاسب لن يكون بالتساوي بين الدول، إذ يتوقف نصيب كل دولة من عائد تحرير تجارة خدماتها المالية على حجم هذا القطاع، درجة مرونته، ومدى قدرته على المنافسة.

1. القيود على تحرير تجارة الخدمات المالية:

تواجه عملية تحرير الخدمات المالية في التجارة الدولية العديد من القيود والعوائق التي حالت دون تحقيق الأهداف المرجوة من تحريرها، ويمكن أن يرجع ذلك إلى خصوصيات القطاع المالي في كل دولة وطبيعة التنظيمات والقوانين التي تتخذها الحكومات كتدابير احترازية وتبررها كإجراءات لضمان سلامة واستقرار نظامها المالي، ويمكن تصنيف هذه القيود إلى:

1.1. القيود التمييزية (Discriminatory barriers): وهي عبارة عن مجموعة من التدابير المحلية غير التعريفية وراء الحدود الوطنية مثل القوانين، التنظيمات والإجراءات الإدارية، أو الرقابة على أسواق الصرف الأجنبي.. إلخ؛ وتؤثر هذه القيود في النفاذ إلى السوق من خلال اتخاذ أي شكل من أشكال المعاملة التمييزية فيما يتعلق بالوجود المحلي لمقدمي الخدمات المالية في الأسواق الأجنبية، كالضرائب التفاضلية واللوائح الاحترازية الغير ملائمة (Prudential regulation)، أو متطلبات منح التراخيص كالقيود على

¹ - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (2014)، اجتماع الخبراء المعني بتأثير إمكانية الوصول إلى الخدمات المالية على التنمية، بما يشمل إبراز أثر التحويلات المالية: التمكين الاقتصادي للنساء والشباب، جنيف، 12-14 نوفمبر 2014، ص3.

² - عبد الجبار مختاري، محمد زرقون (2014)، مرجع سبق ذكره، ص139.

دخول الكيانات الأجنبية ومساهماتها في رأسمال المؤسسات المالية المحلية القائمة، القيود على تواجد الفروع ومجال عملها، أو على قيمة معاملاتها المالية أو أصولها، القيود على تجارة الخدمات المالية عبر الحدود كمنع المستهلكين من شراء الخدمات المالية من الخارج، والخدمات المالية المقدمة عن بعد من قبل موردي خدمات أجنبية غير مقيمين¹؛

فمن جهة تعترف الاتفاقية بحق الدول الأعضاء في اتخاذ التدابير الاحترازية التي تتعلق بحماية المستثمرين، حماية المودعين، حاملي وثائق التأمين أو الأشخاص الذين يقع على عاتقهم واجب إئتماني مستحق لموردي الخدمات المالية أو لضمان نزاهة النظام المالي واستقراره، وفي نفس الوقت تشترط تطبيق اللوائح المحلية بطريقة غير تمييزية بين الموردين الأجانب²، أي أن لا تكون هذه الإجراءات المتخذة القصد منها تقييد وصول الموردين الأجانب إلى السوق المحلية وأن تستوفي معايير أساسية مثل الحياد والموضوعية³؛

2.1. القيود الغير تمييزية (Non-discriminatory barriers): إضافة إلى القيود المباشرة على التجارة الدولية في الخدمات المالية التي تكون عادة تمييزية بشكل صريح، توجد أيضا مجموعة من القيود الغير التمييزية التي تكون آثارها السلبية ضمنية وغير مقصودة، وهذه الحواجز تأتي من القوانين والأنظمة المحلية (*national regulatory systems*) التي لا تميز بين موردي الخدمات المالية المحليين والأجانب، مثل الحواجز غير المباشرة التي تشمل تلك المتعلقة بالتواجد المشترك للقوانين الوطنية المتنوعة والممارسات والمعايير التنظيمية التي قد تؤدي في غياب التنسيق التنظيمي أو الاعتراف المتبادل إلى زيادة تكلفة الامتثال التنظيمي وممارسة الأعمال التجارية لمقدمي الخدمات الأجانب (العبء التنظيمي للبلد المضيف)⁴.

وبناء على ما سبق فإن تحرير التجارة الدولية في الخدمات المالية يرتبط بالمعاملة التي توفرها الأطر القانونية والتنظيمية للدولة المضيفة تجاه المؤسسات الأجنبية العاملة في أسواقها المحلية، وهذا ما يتطلب ضرورة رسم وتحديد المجال الفاصل بين اللوائح الإحترازية التي تشكل عائقا أمام التجارة في الخدمات المالية واللوائح الضرورية لأغراض إحترازية⁵.

2. مزايا وفوائد تحرير تجارة الخدمات المالية:

لعل تحرير تجارة الخدمات المالية في إطار الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات والتي تعمل هي الأخرى تحت غطاء المنظمة العالمية للتجارة من شأنه أن ينعكس إيجابا على قطاع الخدمات بصفة خاصة وعلى الاقتصاد الوطني بصفة عامة، وفيما يلي أهم الآثار الإيجابية المرجوة من تحرير التجارة العالمية في الخدمات المالية⁶:

- من منظور اقتصادي تعتبر التجارة في الخدمات المالية كالتجارة في السلع أو الخدمات الأخرى، إذ يمكن أن تكون لها آثار إيجابية قوية على الدخل والنمو لكل المشاركين في التجارة؛

¹ - Goncalves, M. P, Stephanou, C (2007), **Op-cit**; P5.

* أنظر ملحق الخدمات المالية بند: **Prudential carve-out clause** والذي ينص في الفقرة 2(a) على: *Notwithstanding any other provisions of the agreement, a member shall not be prevented from taking measures for prudential reasons, including for the protection of investors, policy holders or persons to whom a fiduciary duty is owed by a financial service supplier, or to ensure the integrity and stability of the financial system*

² - Bismuth, R. (2010). **Financial sector regulation and financial services liberalization at the crossroads: The relevance of international financial standards in WTO law.** *Journal of World Trade*, 44(2).P497.

³ - Mattoo, A. (2000). **Financial services and the WTO: liberalisation commitments of the developing and transition economies.** *The World Economy*, 23(3), 351-351.P355.

⁴ - Goncalves, M. P, Stephanou, C (2007), **Op-cit**; P5.

⁵ - Key, S. J. (1999), **Op-cit**; P62.

⁶ - Qian, Y. (2003). **Financial services liberalization and GATS—analysis of the commitments under the General Agreement on Trade in Services (GATS) at the World Trade Organization (WTO).** *The 2nd Annual Conference of PECC Finance Forum, Issues and Challenges for Regional Financial Cooperation in the Asia-Pacific*, Hilton Hua Hin Resort § Spa, Hua Hin, Thailand, July 8-9 I; P2.

- يمكن لتحرير التجارة في الخدمات أن يجعل قطاع الخدمات المالية أكثر كفاءة واستقرار من خلال فتح المجال أمام منافسة عادلة بين موردي الخدمات المحليين والأجانب، وكذا تحسين الإدارة ونجاعتها؛
- يمكن لتحرير التجارة في الخدمات أن يؤدي إلى تحسين جودة ونوعية الخدمات المقدمة جراء نقل التكنولوجيا والمعرفة من الدول المتقدمة إلى الدول النامية، وكذا التقليل من المخاطر النظامية على الأسواق المالية الصغيرة؛
- تطوير واعتماد المعايير والقواعد الدولية (*Soft laws*) من قبل المنظمات المتعددة الأطراف التي سهلت عملية التقارب التنظيمي فيما يتعلق بالرقابة الاحترازية للأسواق المالية، إذ أن المكاسب المتعلقة بتحرير تجارة الخدمات المالية تعتمد بشكل كبير على جودة التنظيمات المحلية وتنوع البيئة المؤسسية (الافصاح، الشفافية، جودة القوانين والتنظيمات)¹؛
- يعمل تحرير تجارة الخدمات المالية على خلق وتحسين البنية التحتية اللازمة لاقتصاديات الدول النامية، زيادة فعالية الأسواق المالية، زيادة الفرص والخيارات إلى أقصى حد ممكن والتقليل من التكاليف لجميع مشتري الخدمات المالية، وتحسين الوصول إلى المهارات والتكنولوجيا الحديثة، وكذا زيادة ثقة المستثمرين².

المطلب الثالث: التزامات الدول الأعضاء في إطار اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات

يوجد نوعان من الالتزامات تنشئها الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات وتلزم بها جميع الدول الأعضاء وهي الالتزامات العامة والالتزامات المحددة، فالأولى تتضمن الأحكام والمبادئ العامة والضوابط المختلفة ويتساوى أمام هذه الالتزامات كافة الأعضاء دون استثناء أو تمييز بينهم، والثانية تتضمن جداول الالتزامات والعروض المقدمة من طرف كل دولة عضو والتي يلتزم من خلالها هذا الأخير بتحرير قطاعات خدمية معينة، مبينا بذلك مستوى التحرير ومداه، الشروط والقيود المرتبطة به، وكذا المؤهلات الواجب توفرها لتمكين موردي الخدمات الأجانب من الاستفادة من نفس المعاملة التي تمنح لموردي الخدمات المحليين. وقبل ذلك نحاول التطرق لمفهوم جداول الالتزامات، مستوى وأنواع هذه الإلتزامات.

الفرد الأول: جدول الالتزامات المحددة (*Schedule Of Specific Commitments*)

نحاول فيما يلي تقديم مفهوم ومثال عن جداول الإلتزامات المحددة وكذا مستوى وأنواع هذه الإلتزامات.

1. تعريف جدول الالتزامات المحددة: هو عبارة عن جدول محدد يتضمن العروض والالتزامات التي يقدمها العضو يذكر فيه بدقة القطاعات الخدمية التي يرغب في تحريرها، ويلتزم بتقديمه رفقة بروتوكول انضمامه إلى المنظمة العالمية للتجارة، ويوضح من خلاله مستوى التحرير ومداه، الشروط والضوابط التي يضعها ويراها كقيود مناسبة تحقق الحماية لمصالحه وشركاته الوطنية وفق قوانينه وتشريعاته³، مما يعني التزامه بفتح أسواقه الوطنية أمام المنافسة الأجنبية لموردي الخدمات، كما هو موضح في الجدول الموالي.

¹ - Goncalves, M. P, Stephanou, C (2007), **Op-cit**; P6.

² - Taylor, M. (2000). **Op-cit**; P478.

³ - محمد حمو (2009)، مرجع سبق ذكره، ص90.

جدول رقم (1-1): نموذج لجدول التعهدات المحددة (*Schedule Of Specific Commitments*)

التزامات إضافية	القيود على المعاملة الوطنية	القيود على النفاذ للأسواق	قطاع أو قطاع/فرعي
1. الالتزامات الأفقية (<i>Horizontal Commitments</i>)			
2. التزامات تطبق على قطاعات محددة (<i>Sectors-specific</i>)			
الأنماط	الأول	الثاني	الثالث
الخدمات التوزيع	نعم	لا	لا
خدمات النقل	نعم	لا	لا
الخدمات المالية	نعم	لا	نعم

Source: Gillespie. J. (2000), *Financial Services Liberalization in the World Trade Organization*, Harvard Law School, Prepared for Professor Howell Jackson, 29 April 2000; P10.

2. مستوى الالتزامات (*Level of Commitments*): تتراوح الالتزامات المحددة بين التحرير الكامل أو الالتزام المطلق (*Full Commitment*) ونعني به عدم وجود قيود على الدخول إلى الأسواق الوطنية و/أو المعاملة الوطنية في قطاع محدد/قطاع فرعي أو في طريقة توريد الخدمات، وبالتالي فإن العضو يقوم بوضع كلمة "لا يوجد *None*" في الخانة المناسبة، وبين التحرير الجزئي أو الالتزام المقيد "*Commitment with Limitation*" حيث يتم اختيار ووضع قيود وإجراءات جديدة على النفاذ إلى السوق والمعاملة الوطنية، ويجب أن يحدد العضو بدقة في جدول التزاماته مجال وكيفية تطبيقها مستقبلاً في إطار الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، وقد تأخذ هذه الأخيرة شكل عدم وجود التزامات أو قطاعات/قطاعات فرعية خاضعة للالتزامات المحددة (*Unbound Commitments*) وتؤثر على طرق توريد الخدمات، كما قد يحدث وأن يصادف في بعض الأحيان وجود صعوبات فنية في قبول التزام معين (*Unbound due to lack technical feasibility*) قد يرجع لأحد أساليب التوريد والنفاذ لسوق الخدمات¹.

3. أنواع الالتزامات (*Types of Commitments*): نصت الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات على أنواع الالتزامات المحددة التي يجب أن يقدمها الدول الأعضاء والتي تتعلق بمبدأين أساسيين هما: مبدأ النفاذ إلى الأسواق ومبدأ المعاملة الوطنية، وقد أخذت شكلين اثنين هما²:

✓ الالتزامات الأفقية (*Horizontal Commitments*): والتي تطبق على كافة القطاعات في جدول الالتزامات المقدم إلى المنظمة العالمية للتجارة؛

✓ القطاعات المحددة (*Sectors-specific*): والتي ترتبط بالأنماط أو الطرق الأربعة لتوريد الخدمات.

¹ - Goncalves, M. P., Stephanou, C (2007), *Op-Cit* ; P10.

² - Ibid ; P11.

الفرع الثاني: الالتزامات العامة

تشمل الالتزامات العامة كل القطاعات الخدمية القابلة للتجارة الدولية، وهي عبارة عن مجموعة من المبادئ والقواعد التي يسري تطبيقها على كافة الأعضاء في الاتفاقية دون تمييز أو استثناء بينهم، رغم أن بعض مواد الاتفاقية قد نصت على الأخذ بعين الاعتبار حالة ووضعية الدول النامية، وتمثل أهم هذه الالتزامات في:

1. مبدأ الدولة الأولى بالرعاية (Most-Favoured-Nation): ينطوي هذا المبدأ على عدم التمييز بين موردي الخدمات الأجانب من حيث الدخول إلى الأسواق وشروط التشغيل،¹ ويسري - مبدأ عدم التمييز بين الشركاء- على أي تمييز من شأنه أن يؤثر على التجارة في الخدمات في أي قطاع يندرج تحت نطاق الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات،² لذا فإن أي ميزة تمنحها دولة عضو في الاتفاقية إلى عضو آخر أو إلى دولة أخرى حتى وإن لم تكن عضو في الاتفاقية في إطار التجارة في الخدمات ينبغي أن تمنح في ذات الوقت ودون شرط أو قيد إلى كافة الدول الأعضاء، وهذا لا يمنع من منح ميزة لدولة مجاورة أو مشاركة في الحدود لتسهيل التبادل فيما بين مناطق الخدمات على الحدود فقط وهذا فيما يخص الخدمات التي تنتج وتستهلك محلياً،³ وقد أجازت الاتفاقية للدول الأعضاء إدراج بعض الإعفاءات المؤقتة من شرط الدولة الأولى بالرعاية⁴ وفق ما نصت عليه الفقرة الثانية من المادة الأولى شريطة أن تستوفي الشروط الخاصة بها وتكون مدرجة في الملحق بشأن الاستثناءات من المادة الثانية، على أن يتم مراجعتها بعد مرور خمسة سنوات على بدأ سريان الاتفاقية، وأن لا تتجاوز مبدئياً مدة عشر سنوات؛

2. مبدأ الشفافية (Transparency): يقتضي هذا المبدأ بضرورة الزام كافة الدول الأعضاء بنشر جميع القوانين، القرارات، اللوائح التنظيمية والتشريعية وكل التدابير التي لها علاقة بالتجارة في الخدمات، وكذا نشر جميع الاتفاقيات الدولية التي يعقدها العضو في هذا الإطار، مع ضرورة إخطار مجلس التجارة في الخدمات ولو مرة سنوياً على الأقل بأية قوانين أو أنظمة أو مبادئ توجيهية وإدارية جديدة، أو أية تعديلات في القوانين السارية⁵، والشفافية إجبارية بين الدول الأعضاء لنشر جميع التدابير ذات التطبيق العام التي تتعلق أو تؤثر على تنفيذ الاتفاقية⁶، لكن الالتزام بهذا المبدأ لا يلزم الأطراف المتعاقدة بالإفصاح عن معلومات سرية قد تلحق الضرر بطرف معين⁷؛

3. مبدأ زيادة مشاركة الدول النامية (Increasing Participation of Developing Countries): يتجلى هذا المبدأ من خلال ما نصت عليه المادة الثالثة والرابعة من الاتفاقية، حيث تشير إلى ضرورة قيام مختلف الأعضاء بتسهيل زيادة مساهمة أو مشاركة الدولة النامية في التجارة الدولية من خلال التفاوض حول جداول الالتزامات الخاصة بتلك الدول، وذلك بخصوص⁸:

¹ - مزويد ابراهيم (2011)، إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية - واقع وتحديات - حالة بعض البلدان العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011، ص 71.

² - PTAs, I. P. T. A. (2010). Reference Note on Trade Policy, Preferential Trade Agreements, and WTO Consistency1; P4. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/journals/007/2010/003/007.2010.issue-003-en.pdf>.

³ - منية خليفة (2011)، مرجع سبق ذكره، ص 34.

⁴ - Mattoo, A. (2000), **Op-cit**; P3.

⁵ - منية خليفة (2011)، مرجع سبق ذكره، ص 35.

⁶ - Bismuth, R. (2010), **Op-cit**; P494.

⁷ - محلولس زكية (2009)، أثر تحرير الخدمات المصرفية على البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مبراح - ورقلة، 2008-2009، ص 39.

⁸ - عبد المنعم محمد الطيب (2005)، مرجع سبق ذكره، ص 12.

- تعزيز وتنمية فرص توفير الخدمات محليا وزيادة كفاءتها، والرفع من قدراتها التنافسية عن طريق السماح للدول النامية بالحصول على التكنولوجيا وفقاً للأسس التجارية؛
- تحسين إمكانية وصول الدول النامية إلى قنوات التوزيع وشبكات المعلومات؛
- تحرير الوصول إلى أسواق التصدير في القطاعات والوسائل التي تهم تلك الدول.

4. مبدأ عدم السماح بالاحتكارات والممارسات التجارية المقيدة (*Monopoly and Exclusive Services*)

(Suppliers and Business Practices): جاء تبني هذا المبدأ كرد فعل على الأساليب الحمائية المتنوعة التي يستخدمها بعض الأعضاء في مواجهة شركائهم التجاريين، على غرار بعض الممارسات غير المشروعة المتبعة من طرف موردي الخدمات الوطنيين أو بعض محتكري الأسواق المحلية لأنواع معينة من الخدمات مما يحد من المنافسة الأجنبية في هذه الأسواق، أو قد تتم أيضا بواسطة هؤلاء المحتكرين عند تقديمهم الخدمات في الأسواق الخارجية، الأمر الذي من شأنه الحد من مثل هذه الأساليب والتدابير التي يمكن أن تعيق تحرير التجارة الدولية في الخدمات¹؛

5. القواعد والإجراءات التنظيمية المحلية (*Domestic Regulation*):

ويقصد بهذه القواعد تلك الإجراءات الإدارية التي تصدرها الدولة العضو في الداخل في شكل لوائح وقرارات فتؤثر على تجارة الخدمات وتصبح قيда عليها، وقد نصت الاتفاقية في المادة الخامسة على أنه يجب على كل عضو من الأعضاء أن يضمن إدارة الإجراءات التي تؤثر على التجارة الدولية في الخدمات بطريقة موضوعية وحيادية، كما دعت الاتفاقية البلدان الأعضاء إلى انشاء هيئات قضائية أو تحكيمية، أو إدارية لإجراء مراجعة فورية بناء على طلب العضو المتضرر من القرارات الإدارية المؤثرة على التجارة في الخدمات وتوفير سبل العلاج إذا وجد ما يبرر ذلك².

6. اتفاقات تكامل أسواق العمل (*Labour Markets Integration Agreements*):

تنص المادة الخامسة مكرر الخاصة باتفاقات تكامل أسواق العمل على أنه لا تحول بنود الاتفاقية دون دخول أعضائها في اتفاق لإنشاء تكامل تام لأسواق العمل بين أطرافه³ بشرط⁴:

- أن يكون للاتفاقية تغطية قطاعية كبيرة.
- أن تنص على إلغاء أو إزالة جميع أنواع التمييز بين الأطراف.

7. المشتريات الحكومية (*Government Procurement*):

لا يتعين دائما إسناد مشروعات الدولة للشركات الأجنبية بنظام تسليم المفتاح، إذ يحق لها تجهيز مشروعاتها من معدات وتركيبات وأثاث من الشركات الوطنية، وهذا ما ورد في المادة الثالثة عشر بشأن المشتريات الحكومية والتي تنص على: "لا تنطبق المواد الثانية والسادسة عشر من هذه الاتفاقية على القوانين والأنظمة والشروط

¹ - مجلس زكية (2009)، مرجع سبق ذكره، ص39.

² - بوسعيد مراد (2017)، تحرير تجارة الخدمات المالية في التجارة الدولية ودوره في تعزيز التنافسية التجارية الدولية، دراسة مقارنة (الجزائر- الإمارات) للفترة 2004-2014، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2015-2016، ص11.

³ - حازم حسن جمعة (2004)، الآثار القانونية والاقتصادية لاتفاقية تحرير التجارة في الخدمات على قطاع المقاولات في الدول العربية، مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لاتفاقيات منظمة التجارة العالمية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 9-11 ماي 2004، ص1147.

⁴ - سمير محمد عبد العزيز (1997)، التجارة العالمية وجات 94، الطبعة الثانية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية- مصر، ص322.

التي تحكم حصول الجهات الحكومية على الخدمات عن طريق الشراء للأغراض الحكومية وليس بهدف إعادة بيعها تجارياً أو استخدامها في توريد الخدمات للبيع التجاري".¹

8. الدعم (Subsidies): قد يكون من المهم الاستعانة بنص المادة الخامسة عشر التي تواجه الدعم تفادياً للمنافسة غير العادلة من الشركات التي تلقى دعماً، حيث تنص هذه الأخيرة على²:

- يعترف الأعضاء بأن للدعم في بعض الظروف تأثيراً تشويهيًا على التجارة في الخدمات، لذا يجب الدخول في مفاوضات بهدف تطوير الضوابط المتعددة الأطراف اللازمة لتفادي مثل هذه الآثار، كما ينبغي للمفاوضات أن تعالج أيضاً الإجراءات الخاصة بالرسوم التعويضية، وأن يتبادل الأعضاء المعلومات على جميع أنواع الدعم المتصلة بالتجارة في الخدمات التي يوفرها البلد العضو لموردي الخدمات المحليين بما.

- يحق لأي عضو يرى أنه يتأثر سلباً بالدعم الذي يقدمه عضو آخر أن يطلب عقد مشاورات معه بشأن هذا الأمر، وينبغي أن تولى لدراسة هذه الطلبات أهمية بالغة وعناية فائقة.

9. المدفوعات والتحويلات والقيود الخاصة بحماية ميزان المدفوعات (*Payments and Transfers, Restrictions*)

(to Safeguard the Balance of Payment): تلزم الاتفاقية الدول الأعضاء بعدم فرض أية قيود على المدفوعات والتحويلات الدولية المستحقة السداد والمتعلقة بالعمليات الجارية المتصلة بتعهدات هذه الدول في مختلف القطاعات الخدمية، والقيود على إجراءات تحويل النقد الأجنبي، والسماح بحرية انتقال رؤوس الأموال من وإلى الخارج من خلال موردي الخدمات وتواجدهم التجاري في مختلف أراضي الدول الأعضاء³ شرط أن تكون هذه القيود مؤقتة ومتماشية مع أحكام صندوق النقد الدولي، وأن لا تميز بين الأعضاء ولا تتجاوز ما هو ضروري لمعالجة مثل هذه الصعوبات هذا من جهة⁴، ومن جهة أخرى أجازت الاتفاقية للدول الأعضاء خاصة النامية منها والتي تمر بفترة تحول اقتصادي حق فرض قيود على التجارة الدولية في الخدمات لمواجهة صعوبات خطيرة في موازين مدفوعاتها أو صعوبات مالية خارجية، أو تهديدات بحدوث مثل هذه الأزمات، وفرض قيود على المدفوعات والتحويلات الدولية عند حدوث صعوبات خطيرة تهدد استقرار معاملاتهما⁵.

10. الاستثناءات العامة والأمنية (*General and Security Exceptions*): تدرج ضمن بنود الاتفاقية نوعين من

الاستثناءات التي يحق للدول الأعضاء الاستفادة منها وفقاً لضوابط محددة وهي الاستثناءات العامة والأمنية، فالأولى نصت عليها المادة الرابعة عشر وتشمل مجموعة من التدابير التي يتخذها العضو والمتعلقة بحماية الآداب العامة والنظام العام، حماية الحياة أو الصحة البشرية أو الحيوانية أو النباتية، وكذا احترام القوانين والإجراءات الضرورية والأنظمة التي لا تتعارض وأحكام الاتفاقية كحالات الغش، أو حماية البيانات الشخصية ونشرها، وحماية سرية السجلات والبيانات الشخصية⁶، والثانية في مجال أمن ومصالح البلاد العليا فوضعت

¹ - حازم حسن جمعة (2004)، مرجع سبق ذكره، ص 1147.

² - المرجع نفسه، ص 1149-1150.

³ - بن عيسى شافية (2011)، مرجع سبق ذكره، ص 68.

⁴ - بوسعدية مراد (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 11.

⁵ - بن عيسى شافية (2011)، مرجع سبق ذكره، ص 68.

⁶ - بوسعدية مراد (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 12.

الاتفاقية استثناءات هامة يمكن الإستفادة منها وتفسيرها تفسيراً واسعاً، إذ تنص المادة الرابعة عشر مكرر على أنه ليس في هذه الاتفاقية ما يفسر بأنه¹:

- يتطلب من أي عضو أن يقدم معلومات يمكن اعتبار أن الإعلان عنها يتعارض مع مصالحه الأمنية الأساسية.
- يمنع أي عضو من اتخاذ أي إجراء يعتبره ضرورياً من أجل حماية مصالحه الأمنية الأساسية.*

11. الاعتراف (Recognition): أجازت الاتفاقية في مادتها السابعة للعضو تحقيقاً لهدف التطبيق الكلي أو الجزئي لمقاييسه أو معاييرها الخاصة منح التراخيص أو الاجازات أو الشهادات لموردي الخدمات بأن يعترف بالتعليم أو الخبرة المكتسبة أو الاجازات والشهادات التي يمنحها بلد آخر، طالما كانت جديرة بالاعتراف وفق معايير دولية، على أن يكون هذا الاعتراف بطريقة تجعل منه وسيلة للتمييز بين البلدان².

الفرع الثالث: الالتزامات المحددة (Specific Commitments)

تضمنت الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات إلى جانب الالتزامات العامة نوع ثان من الالتزامات يعرف بـ "الالتزامات المحددة أو التعهدات المحددة Specific Commitments"، وتدرج في جداول يرفقها البلد العضو بروتوكول انضمامه إلى المنظمة العالمية للتجارة، ويحدد فيها القطاعات الخدمية التي يلتزم فيها بفتح أسواقه أمام المنافسة الأجنبية، ويذكر فيها الشروط والقيود التي وضعها على النفاذ إلى الأسواق والمعاملة الوطنية.

وتتمثل المبادئ الأساسية للالتزامات المحددة (Principles Of Specific Commitments) في مجموعة من القواعد تتعلق بما يلي:

1. النفاذ إلى الأسواق (Market Access):

يخضع مبدأ النفاذ للأسواق لمفهوم القائمة الإيجابية، ويعني ذلك أن الدولة الأم تسمح لموردي الخدمات الأجانب بالنفاذ إلى أسواقها الداخلية وذلك في القطاعات التي قامت بتحريرها وأدرجتها في جداول التزاماتها، مع حقها في الاحتفاظ ببعض القيود أو التحفظات والتي غالباً ما تتخذ عدة أشكال³: مثل الحد من عدد الموردين الأجانب من خلال تحديد حصص عديدة واشتراط اختبار الحاجة الاقتصادية، بمعنى رهن دخول موردي الخدمات الأجانب إلى السوق المحلي لدولة ما بعدم وجود مورد محلي للخدمة أو عدم قدرته على سد حاجة السوق المحلي، تقييد قيمة المبادلات أو الأصول الخدمية المملوكة للبنوك الأجنبية فلا تزيد عن النسبة التي تحددها الدولة من إجمالي أصول البنك، تقييد العدد الإجمالي للعمليات كالقيود المفروضة على الوقت المحدد للبحث الإذاعي للأفلام الأجنبية، تقييد العدد الإجمالي للأشخاص الطبيعيين الأجانب العاملين في كل وحدة خدمية، تحديد الشكل القانوني للمنشأة أو الشركات

¹ - حازم حسن جمعة (2004)، مرجع سبق ذكره، ص 1148.

* يمنع أي عضو من اتخاذ أي إجراء يعتبره ضرورياً من أجل حماية مصالحه الأمنية الأساسية: المتصلة بتوريد الخدمات بطريقة مباشرة أو غير مباشرة بغرض تموين مؤسسة عسكرية ما، المتصلة بالمواد الانشطارية والانصهارية أو المواد التي تشتق هذه المواد منها، في زمن الحرب أو غيره من أزمات وطوارئ العلاقات الدولية.

² - توبين علي (2013)، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³ - وصاف عتيقة (2014)، آثار تحرير تجارة الخدمات على التجارة الخارجية في الدول العربية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (1999-2009)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2013-2014، ص 89.

المشتركة كأن يسمح بالتواجد الأجنبي في شكل فروع فقط، تحديد نسبة مساهمة رأس المال الأجنبي فلا تزيد عن 49%، على أن تبقى هذه القيود سارية المفعول ما لم ينص على خلافها في جداول التزامات الدول الأعضاء¹.

2. المعاملة الوطنية (National Treatment):

نصت المادة الثامنة والتاسعة من الاتفاقية على التزام كل دولة بمبدأ المعاملة الوطنية للخدمات المستوردة وموردي الخدمات غير المقيمين، وعدم اتباع سياسات احتكارية أو ممارسات تجارية تحد من نفاذ موردي الخدمات غير المقيمين للأسواق الوطنية²، حيث تشمل جداول الالتزامات أيضا على ضوابط المعاملة الوطنية حيث يوفر العضو للخدمات أو موردي الخدمات من أي بلد عضو آخر، فيما يتعلق بجميع الإجراءات المتعلقة بتوريد الخدمات معاملة لا تقل رعاية عن تلك التي يمنحها لأمثالها من الخدمات أو موردي الخدمات لديه، وذلك في القطاعات المدرجة في جدول التزاماته وطبقا للشروط والأوضاع المحددة فيه³؛

ويمكن لأي عضو أن يفى بالتزاماته بمبدأ المعاملة الوطنية من خلال منح الخدمات وموردي الخدمات في أي عضو آخر إما رعاية مماثلة رسميا للرعاية التي يوفرها للخدمات وموردي الخدمات المماثلة لديه، أو رعاية مختلفة رسميا عنها ومعنى ذلك أنه يمكن تنظيم العلاقات المتعلقة بالواردات الأجنبية من الخدمات بما يغير تنظيم العلاقات الناشئة عنها داخل السوق المحلية على الأقل فيما يتعلق بتحديد الإطار التنظيمي العام للواردات الأجنبية من الخدمات، إلا أن جوهر الأمر هو عدم إعاقه الواردات الأجنبية من الخدمات بسبب اختلاف التنظيم القانوني وهو ما عبرت عنه الاتفاقية بوضوح على أنه تعتبر المعاملة المماثلة رسميا أو المختلفة رسميا أقل رعاية إذا عدلت شروط التنافس لصالح الخدمات أو موردي الخدمات مقارنة بما يقابلها من خدمات أو موردي الخدمات من أي عضو آخر⁴؛

وقد لوحظ خلال مفاوضات اتفاقية الخدمات صعوبة تطبيق هذا المبدأ كاملا بنفس مفهوم السلع ولهذا أقر السماح بالفرقة بين الخدمة الوطنية والخدمة الأجنبية* بشرط تدوين ذلك في جداول الالتزامات الخاصة بكل عضو.

3.2. الالتزامات الإضافية (Additional Commitments):

تتيح الاتفاقية للدول الأعضاء التفاوض على إضافة التزامات أخرى تتعلق بالتدابير الجديدة المؤثرة في تجارة الخدمات، بما فيها الإجراءات المتعلقة بالمؤهلات والتراخيص والمقاييس، ثم تقوم بعد ذلك بإدراجها في جداول تعهداتها وتلتزم بها، وقد قامت بالفعل بعض الدول بإضافة بعض التعهدات بينما اكتفى البعض بالتعهدات السابقة في ظل مبادئ النفاذ للأسواق والمعاملة الوطنية⁵.

¹ - بن عيسى شافية (2011)، مرجع سبق ذكره، ص70.

² - مزهود ابراهيم (2011)، مرجع سبق ذكره، ص74.

³ - سمير محمد عبد العزيز (1997)، مرجع سبق ذكره، ص334.

⁴ - وصاف عتيقة (2014)، مرجع سبق ذكره، ص91.

* أجازت الاتفاقية التمييز بين الخدمة الوطنية والخدمة الأجنبية، وتتخذ القيود التي تفرضها الدول على مبدأ المعاملة الوطنية إحدى الصور التالية: التمييز في منح الإعفاءات الضريبية والدعم لصالح موردي الخدمات الوطنيين، التمييز في المتطلبات الخاصة بالمؤهلات، شروط الترخيص والتسجيل، التدريب، الشروط الخاصة بالجنسية والإقامة كاشتراط أن يكون مدير القطاع الخدمي المعني مقيما بالبلد أو حاصلا على الجنسية، الاشتراطات الخاصة بتخصيص جزء من إنتاج الشركات الأجنبية للتصدير وتحديد معدلات تصديره معينة وعدم مطالبة الشركات الوطنية بذلك، وكذلك مطالبة الشركات الأجنبية بالاستعانة بموردي الخدمات المحلية.

⁵ - علي ابراهيم (1997)، منظمة التجارة العالمية- جولة أوروغواي وتقنين نهج العالم، بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، ص37.

المبحث الثاني: واقع تجارة الخدمات المالية في الاقتصاد العالمي

شهدت التجارة في الخدمات المالية بداية من سبعينيات وثمانينيات القرن الماضي وحتى اليوم نموا وتطورا كبيرا في جميع دول العالم، وهذا بالموازاة مع ما حدث في الساحة المالية الدولية من تغيرات ومستجدات، فقد كان للتقدم العلمي والتطور الهائل في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وتوجه العديد من الدول إلى تبني سياسات التحرير المالي لعملة أسواقها المالية -تحت ضغوطات المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها المنظمة العالمية للتجارة- وظهور البنوك الدولية والشركات العالمية المتعددة الجنسيات كأطراف فاعلة في أسواق الخدمات المالية، الأثر البالغ في إعادة هيكل قطاع الخدمات المالية التقليدية وظهور أسواق مالية جديدة وأدوات مالية مستحدثة لم تكن موجودة من قبل.

المطلب الأول: نمو وتطور تجارة الخدمات المالية في العالم

يحظى قطاع الخدمات المالية بأهمية بالغة على المستوى الدولي باعتباره يشكل مدخلا أساسيا لجميع الأنشطة الاقتصادية، فمن غير الممكن تصور قيام أي نشاط اقتصادي دون توفر العنصر المالي ودون تسهيل انتقال رؤوس الأموال من وإلى الدولة، كما يحقق قطاع الخدمات المالية أعلى قيمة مضافة على مستوى القطاعات الاقتصادية الأخرى. فالحديث عن تنامي أهمية قطاع الخدمات المالية يحتم علينا بداية أن نوه أن أهمية أي قطاع اقتصادي لا تتحدد بناء على نسبة مشاركته في حجم الاقتصاد الوطني فقط وإنما بناء على مدى النمو والتطور المصاحب لذلك القطاع إذا كنا نتحدث عن قطاع حديث النشأة كقطاع الخدمات المالية.¹

ومما زاد من أهمية الاعتبارات التي أعطيت لقطاع الخدمات المالية هو تزايد حجم التجارة العالمية في هذا النوع من الخدمات بالإضافة إلى التطور الذي عرفته القطاعات المالية في كثير من الدول النامية على إثر سياسات تحرير أسواق الخدمات المالية خاصة في إطار الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات، الانفتاح والإصلاح الاقتصادي بالإضافة إلى توجه هذه الدول إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية وسعي عدد كبير منها إلى الحصول على التمويل من الأسواق المالية العالمية.²

الفرع الأول: الأسباب والعوامل التي أدت إلى تنامي الخدمات المالية

عرف قطاع الخدمات المالية نمو وتطور كبير منذ أواخر الستينيات وحتى اليوم بمعدلات نمو سريعة، وقد ساعده في ذلك مجموعة من العوامل نوردتها فيما يلي:³

- ضخامة واستقلال الشركات التي تعمل في تجارة الخدمات فقد أدى التطور في وسائل الاتصالات إلى التزايد في مركزية وتخصص إنتاج الخدمات بظهور شركات متعددة الجنسيات متخصصة في الخدمات مما أدى إلى زيادة حدة التنافس فيما بينها، كما حدث تكامل بين الأسواق الوطنية والعالمية فالعديد من الخدمات التي يتم إنتاجها في دولة معينة من الممكن أن يتم إنتاجها بشكل أكثر كفاءة في دولة أخرى؛

¹ - محمود إبراهيم محمود فياض (2005)، تحرير تجارة الخدمات المالية في اتفاقيات منظمة التجارة العالمية، وواقع قطاع الخدمات المالية في فلسطين، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2004-2005، ص2.

² - جاسم المناعي (1998)، قوانين منظمة التجارة العالمية في مجال الخدمات المالية وتأثيراتها المحتملة على القطاع المصرفي الخليجي، المؤتمر المصرفي الرابع لدول مجلس التعاون الخليجي حول العمل المصرفي الخليجي في ظل المنافسة والأسواق المالية العالمية المتغيرة، 24-25 أكتوبر 1998، الدوحة- دولة قطر، ص1.

³ - فاطمة بوسالم (2011)، أثر تحرير التجارة الدولية في الخدمات على كفاءة النشاط المصرفي في الدول النامية- حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة 2010-2011، ص9.

- التكامل بين السلع والخدمات وهو ما أدى إلى زيادة نمو قطاع الخدمات من خلال العلاقات الأمامية والخلفية بين الخدمات والسلع المنتجة، إذ أن اندماج الخدمات في العملية الانتاجية يضمن تقديم السلعة بشكل أفضل ومن ثم زيادة الطلب على المنتجات النهائية. وبالنظر إلى التطور الاقتصادي الذي صاحب العالم خلال العقود القليلة الماضية نجد مدى تطور الفكر الاقتصادي من اعتبار الخدمات المالية عنصرا مساعدا في تسهيل حركة التجارة الدولية إلى اعتبار تلك الخدمات عنصرا أساسيا في التجارة الدولية، من خلال التجارة في الموارد المالية حيث أصبح المال بمثابة سلعة تدر فوائد وأرباحا على من يتاجر فيها.

وفي هذا الصدد يرى Gillespie, J. (2000) وجود ثلاثة عوامل رئيسية كانت وراء نمو وتطور تجارة الخدمات المالية في العالم هي¹:

- التغير في بنية السوق (*Changing market structures*): اشتداد المنافسة بين مختلف أشكال المؤسسات المالية في السنوات الأخيرة مع ازدياد أنشطة الاندماج والاستحواذ بشكل كبير للعمليات الاجمالية مستهدفة المواقع الاستراتيجية للشركات؛
- إزالة القيود المحلية (*Domestic deregulation*): تخفيف القيود على الخدمات المالية (خاصة المصرفية)، وقد أدى موقف السلطات التنظيمية من تشجيع المنافسة وتحرير التدفقات الرأسمالية الدولية إلى تقليل التجزئة لسوق الخدمات المالية الوطنية؛
- التكنولوجيا الجديدة (*New technologies*): أدى تحسين بيئة الاتصالات السلكية واللاسلكية، الحاسوب والتجارة الالكترونية إلى إحداث ثورة في تقديم الخدمات، فكل من البيع بالجملة والتجزئة أدى إلى تخفيض التكاليف وسمح بالوصول إلى شريحة واسعة من مستخدمي الخدمات، فقد كان لهذه التطورات دور كبير في تحرير التجارة عبر الحدود، فاستخدام شبكة الأنترنت مثلا أدى إلى تقليل وإزالة الحواجز أمام الشركات التي تتعامل بصفة مباشرة مع المستهلكين في الأسواق الأجنبية.

الفرع الثاني: مظاهر التطور في تقديم الخدمات المالية الدولية

سائر التطور الدولي في تقديم الخدمات المالية الدولية مجموعة من الظواهر التي ساهمت بدون شك في تنامي وتطور تجارة الخدمات المالية على المستوى الدولي وزيادة أهميتها، وتأتي في المرتبة الأولى ظاهرة العولمة المصرفية التي تعني خروج المصرف من إطار التعامل المحلي إلى آفاق عالمية تعمل على دمج نشاط المصرف في السوق العالمي، وهذا لا يعني التخلي على ما هو قائم وموجه للسوق الوطنية بل الانتقال بمحيط النشاط المصرفي إلى كافة أنحاء العالم مع الاحتفاظ بمركزه الوطني ما يجعل أدائه أكثر فاعلية وكفاءة ونشاطا؛ وترجع أسباب العولمة المصرفية إلى مجموعة من العوامل تتمثل في²:

ضخامة رؤوس الأموال وتدفق الاستثمارات وسرعة انتقالها من مكان لآخر؛ نمو وتوسع الشركات متعددة الجنسيات أو دولية النشاط التي تمتلك إمكانيات مالية ضخمة من أجل البحث عن أسواق جديدة؛ التطور الهائل في نظم الاتصالات، نظم الدفع، التداول والتعامل على المستوى الدولي من خلال شبكات الأنترنت؛ ضيق الأسواق المحلية وزيادة حدة المنافسة وعدم قدرتها على استيعاب جميع القدرات الإنتاجية للمصارف.

¹ - Gillespie, J. (2000), *Op-cit*; P4.

² - يايسي الياس (2013)، الآثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص 14-15.

وتأتي في المرتبة الثانية ظاهرة الاندماج أو التجمع المصرفي: وهي عبارة عن إتفاق بين عدد كبير من البنوك بالشكل الذي يجمع بينها في مباشرة عملها بهدف توزيع المخاطر القانونية والاقتصادية والاستفادة من التقنية المصرفية الحديثة وتحقيق الوفورات الاقتصادية المتحصلة من التركيز الاقتصادي وضبط العلاقات القانونية الناشئة عن هذا الاتفاق.

أما في المرتبة الثالثة ظاهرة التجارة الإلكترونية التي أثرت بشكل فعال وقانوني ومنظم في نمو التجارة في الخدمات المالية على المستوى الدولي وذلك من خلال مجموعة العمليات والصفقات لتأسيس الروابط التجارية وتوزيع وتسويق وبيع المنتجات من خلال وسائل إلكترونية، إذ يتم تنفيذ كافة العمليات التجارية في السلع والخدمات عبر شبكة الأنترنت واستخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، ما يؤدي في النهاية إلى إبرام الصفقات التجارية إلكترونياً فلم تعد هناك حاجة إلى تواجد كل من البائع والمشتري في محل إبرام الصفقة أو تنفيذها.

ومع ظهور التجارة الإلكترونية أصبحت البنوك تقوم بتقديم خدمات إلكترونية جديدة كإصدار البطاقات الخاصة بالأنترنت فقط، واستخدام ماكينات الصراف الآلي وبطاقات (ATMS) للحصول على الأوراق النقدية في أي مكان وفي أي وقت يشاء فيه العميل، ناهيك عن المزايا والامتيازات الأخرى التي تتمتع بها كالسرعة والأمان وسهولة التعامل بها، إمكانية التحويل بين الحسابات، سداد مستحقات بطاقات الإئتمان، الاتصال بالبنك عن طريق البريد الإلكتروني، هذا وتتخذ التجارة الإلكترونية أحد الشكلين حيث يتمثل الشكل الأول في تجارة الشركة مع عدد من مورديها وعملائها الكبار باستخدام شفرة خاصة على شبكة الأنترنت وهي تحقق الخصوصية وسرية المعلومات والتأكد على الإيجاب في العقد والتأكد من عدم وقوع أي تغييرات أثناء تنفيذ العقد بين البائع والمشتري وهو الشكل الغالب للتجارة الإلكترونية. أما الشكل الثاني فيتمثل في التسوق الإلكتروني (Electronic Shopping) بين الشركات والمستهلكين، حيث تقوم الشركة المنتجة بعرض سلعها وخدماتها وأسعارها عبر شبكة الأنترنت ثم يقوم المستهلك باختيار السلع أو الخدمات التي يرغب في اقتنائها ويقوم بالدفع من خلال بطاقات الإئتمان مثل ماستر كارد (Master Card)، فيزا كارد (Visa Card) وذلك عبر الشبكة أو من خلال إرسال شيك بالثمن أو نقدا عند التسليم بعد الشراء عبر الأنترنت.

الفرع الثالث: تطور الأنشطة المالية الدولية

أدى تسارع عملية تدويل الأنشطة المالية والمصرفية والأنشطة المرتبطة بالأوراق المالية إلى نمو وتطور سوق الخدمات المالية الدولية بسرعة كبيرة، ويتميز قطاع الخدمات المالية بالتنوع والتشعب وكثرة الأنشطة التي تقدمها البنوك والمؤسسات المالية الدولية، مثل الأنشطة التقليدية، تمويل الصادرات والواردات والتعامل في الصرف الأجنبي، السندات والعملات في السوق الأوروبية¹، وهذا ما يخلق جو كبير من المنافسة بين هذه المؤسسات والبنوك الدولية في القدرة على عرض هذه الخدمات بأقل تكلفة ممكنة وبمزايا أكثر لكافة عملائها، وقد تتخذ في ذلك إحدى الشكلين: إما عن طريق التجارة عبر الحدود من خلال تقديم الخدمات المالية بواسطة مؤسسة في دولة ما إلى مستهلك الخدمة في دول أخرى، أو من خلال الإستثمار الأجنبي المباشر عن طريق إنشاء شركات تابعة أو فروع بنكية أو وكالات بواسطة المؤسسات المالية المقيمة في دولة أخرى في أراضي الدول المضيفة.

وقد شهدت الأنشطة المرتبطة بالأوراق المالية منذ أوائل الثمانينيات تحول ملحوظ خاصة في أنشطة ضمان الإكتتاب في السندات الدولية وخدمات السمسرة الخاصة بالمعاملات عبر الحدود في الأوراق المالية المحلية، وكذلك نمت بشكل كبير الأنشطة خارج

¹ - فاطمة بوسالم (2011)، مرجع سبق ذكره، ص80.

الميزانية بالنسبة لبعض البنوك خصوصا تلك المتعلقة بالإصدارات الدولية المتعددة لأدوات سوق النقد، وقد حدثت هذه التطورات أساسا في الأسواق المالية للدول المتقدمة وفي بعض الأسواق الناشئة في الدول النامية¹، ولا شك أن انتشار هذه الصور أو المظاهر السابقة (عولمة الأسواق المالية، ضخامة رؤوس الأموال، ظهور وتطور الشركات والبنوك الدولية النشطة، التوجه نحو الإندماجات والبنوك الشاملة، التجارة الإلكترونية) أدت إلى تعميق الاتجاه أكثر نحو ظاهرة التدويل المالي والمصرفي والتوسع في تقديم الخدمات البنكية بشكل كبير، ومن أمثلة الخدمات المالية الدولية التي تقدمها الأطراق الفاعلة في أسواق الخدمات المالية ما يلي:²

- الخدمات المالية المتعلقة بالمدفوعات مثل: الشيكات، التحويلات البنكية، تقدم بطاقات المدفوعات (Master Card, Visa Card) والبطاقات الائتمانية الأخرى؛
- الإيجار والتعامل في العملات الأجنبية والمحلية؛
- التمويل الذي يشمل الإعتمادات التصديرية والقروض الاستهلاكية والكمبيالات؛
- خدمات تدبير السيولة والإعتمادات المالية؛
- الإستثمار والإئتمان وحفظ الودائع وإقامة المشروعات أو المشاركة بأسهم محددة؛
- خدمات إصدار خطابات الضمان والسحب على المكشوف والإقراض بضمان شهادات الإيداع والودائع والأصول؛
- خدمات إدارة الأصول أو تكوين محفظة أصول وفقا لإحتياجات كل عميل وبما يحقق مخاطر أقل مع عائد أكبر وسيولة وسرية تامة في ذات الوقت من خلال المضاربة والتعامل في الأصول المالية والعينية عبر البورصات الدولية؛
- الإستشارات والمشورات المتخصصة وأي خدمات مالية شخصية أخرى تقدمها البنوك التجارية الدولية للعملاء.

المطلب الثاني: أهمية تجارة الخدمات المالية في الاقتصاد العالمي

عرفت التجارة الدولية في الخدمات المالية زيادة مطردة خلال عقدي الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين، ويمكن الإستدلال على هذا النمو من خلال الصفقات التي تتم عبر الحدود أو من خلال الإستثمارات الأجنبية، فمع تزايد عولمة الأنشطة الاقتصادية من خلال التجارة والتدفقات الاستثمارية المتزايدة تزايدت معها الحاجة إلى خدمات الوساطة المالية وإدارة المخاطر ذات الطابع الدولي، وثمة احتمالات كبيرة بالمزيد من التوسع في أنشطة الخدمات المالية مع استمرار الدخول في أنشطة إقتصادية جديدة،³ لذا أضحت التعاون في الخدمات المالية ضرورة ملحة تملحها الظروف والمصالح الدولية المشتركة؛⁴

ولعل أهمية هذا القطاع من الناحية العملية تكمن في مساهمته الكبيرة في حجم التجارة الدولية في جانبها الخدمي أو السلعي، حيث زادت التجارة في الخدمات على المستوى العالمي خلال الفترة 1982 و 1992 زيادة كبيرة ونمت الصادرات العالمية من الخدمات بمعدل 1% سنويا⁵، إذ يعتبر قطاع الخدمات المالية من القطاعات الأساسية لتسهيل وزيادة كفاءة التبادل التجاري الدولي في السلع والخدمات، ويساهم في مجال مبادلات التجارة الدولية 1.2 تريليون دولار، وتقدر مساهمته في التمويل الدولي بمبلغ

¹ - نفس المرجع، ص80.

² - يايسي الياس (2013)، مرجع سبق ذكره، ص13.

³ - طارق عبد العال حماد (1999)، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، ص5.

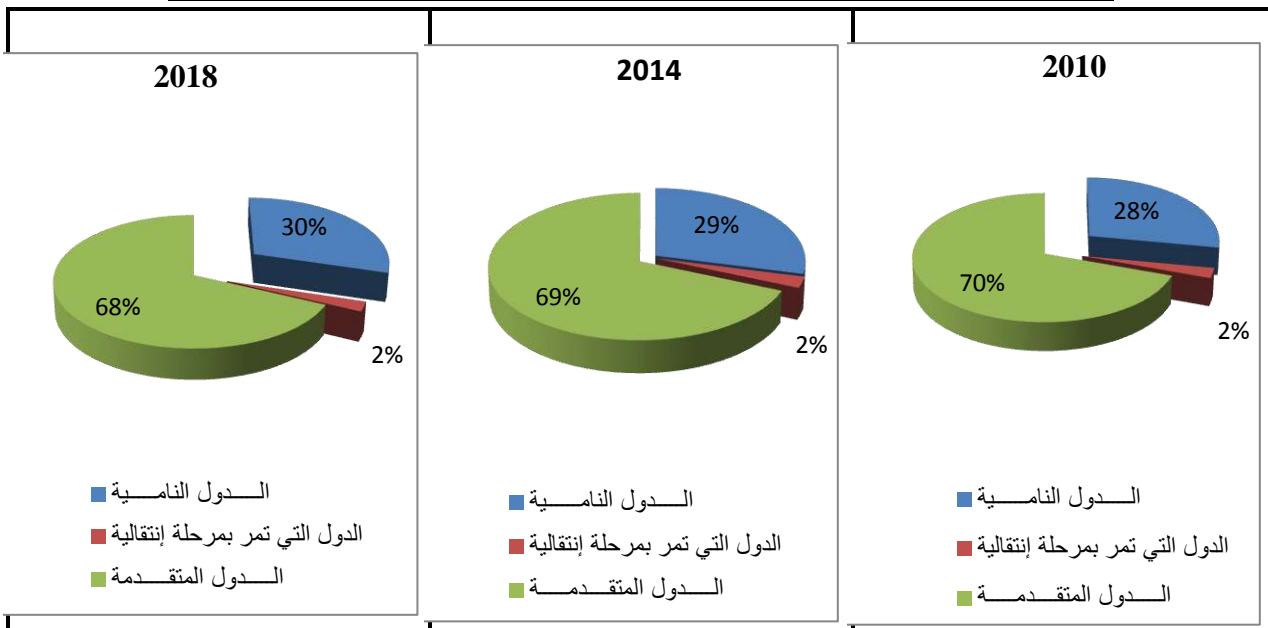
⁴ - عبد الرزاق حبار (2005)، المنظومة المصرفية الجزائرية ومتطلبات استيفاء مقررات لجنة بازل، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الانسانية والعلوم الاجتماعية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، 2004-2005، ص14.

⁵ - محمد السانوسي شحاته (2006)، مرجع سبق ذكره، ص223.

6.4 تريليون دولار سنويا، منها 4.6 تريليون دولار في صورة قروض، وحجم الأصول المتداولة من خلال البنوك 20 تريليون دولار سنويا، كما تقدر حجم أقساط التأمين 2 تريليون دولار، بينما قدرت حجم التعاملات في أسواق الأوراق المالية 10 تريليون دولار¹، والشكل الموالي يوضح مساهمة تجارة الخدمات في الدول المتقدمة والدول النامية.

نلاحظ من الشكل رقم (2-1) أن الدول المتقدمة تستحوذ على تجارة الخدمات في العالم وتساهم فيها بنسبة تتراوح ما بين 68% و70% خلال الفترة الممتدة بين 2010 و2018، في حين بلغت مساهمة الدول النامية في حجم التجارة العالمية للخدمات خلال نفس الفترة ما بين 28% و30%، ويفسر ذلك بمدى تفوق الدول المتقدمة التي تمتلك مزايا نسبية كبيرة في هذا القطاع مقارنة بالدول النامية.

شكل رقم (2-1): مساهمة تجارة الخدمات في الدول المتقدمة والنامية للفترة (2010-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات UNCTAD

الفرع الأول: الأهمية النسبية لتجارة الخدمات المالية في التجارة الدولية للخدمات

تكتسي تجارة الخدمات المالية أهمية بالغة في نطاق التجارة الدولية للخدمات، ولعل أهميتها من الناحية العملية تكمن في مساهمتها الكبيرة في حجم التجارة الدولية في جانبها الخدمي أو السلعي، هذا ويختلف توزيع تجارة الخدمات من دولة إلى أخرى ومن منطقة إلى أخرى حسب مستوى التقدم الذي تعرفه كل دولة، والجدول الموالي يوضح صادرات الخدمات المالية لدى بعض الدول المتقدمة والنامية.

¹ - مزبود إبراهيم (2011)، مرجع سبق ذكره، ص65.

جدول رقم (1-2): مساهمة صادرات الخدمات المالية إلى إجمالي صادرات الخدمات لبعض الدول المتقدمة والنامية (الوحدة: %)

الدولة	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الولايات المتحدة	11.70	13.58	14.43	13.56	13.10	13.74	13.65
إنجلترا وإيرلندا الشمالية	26.18	24.68	22.08	22.35	21.71	21.52	22.09
ألمانيا	9.91	9.68	8.60	8.61	8.27	7.74	7.37
فرنسا	5.06	5.25	4.74	4.61	4.75	4.38	3.27
اليابان	3.39	3.37	4.46	6.33	6.73	5.63	5.98
سنغافورة	12.75	13.15	13.51	13.49	13.88	14.43	14.75
مصر	0.72	0.84	0.64	1.12	1.33	0.96	/
الصين	0.94	1.52	2.07	1.07	1.53	1.62	1.30
الجزائر	6.24	5.25	7.20	8.17	8.33	8.50	/

المصدر: من إعداد الطالب بناء على قاعدة بيانات مركز التجارة الدولي ITC.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة مساهمة صادرات الخدمات المالية إلى إجمالي صادرات الخدمات التجارية في الدول المتقدمة أعلى بكثير منها في الدول النامية، إذ بلغت في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2014 نسبة 14.43% أي ما يقارب 6/1 صادراتها من الخدمات التجارية، في حين ساهمت بنسبة معتبرة في إنجلترا وإيرلندا الشمالية التي بلغت أعلى قيمة لها في سنة 2012 بنسبة تقدر بـ 26.18%، وبدرجة أقل في كل من ألمانيا وفرنسا والتي تتراوح فيها بين (7%-9%) و(3%-5%) على الترتيب؛

أما بالنسبة للدول النامية فإن صادراتها من الخدمات المالية منخفضة مما يعني ضعف مساهمة الخدمات المالية في التجارة الدولية للخدمات مقارنة بالخدمات الأخرى، إذ نلاحظ أنها تمثل في مصر في أحسن الأحوال 1.33% سنة 2016، بينما بلغت في الجزائر أعلى قيمة لها سنة 2017 بنسبة 8.5%، على غرار سنغافورة التي حققت نسبة كبيرة جعلتها في مصاف الدول المتقدمة الكبرى، محققة بذلك معدلات تتراوح بين 12% و14% وتفوق بذلك نسبة مساهمة الخدمات المالية إلى إجمالي صادرات الخدمات المالية في الدول المتقدمة والتي تتراوح بين 10% و11%؛

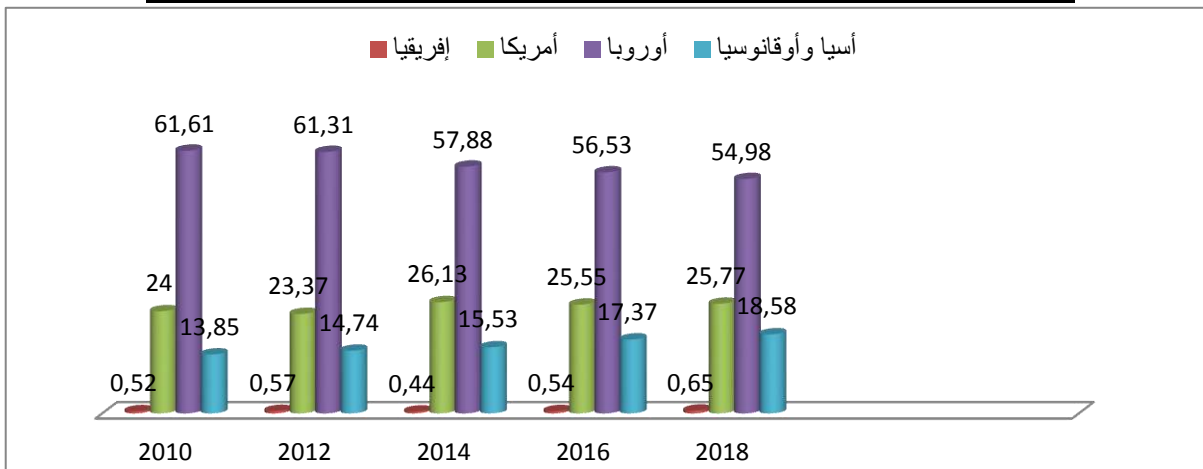
ويمكن تفسير ذلك بتفوق الدول المتقدمة خدماتها التي تحقق معدلات نمو وتطور كبير في قطاعها المالي ساعدها في ذلك قوة العامل التكنولوجي، رغم وجود تفاوت حتى بين الدول المتقدمة ذاتها، وفي نفس الوقت وجود فارق كبير بينها وبين الدول النامية التي تتميز بضعف مستويات التقدم في خدماتها المالية، لكن هذا لم يمنع من ظهور بعض البلدان الناشئة التي حققت معدلات نمو كبيرة وبوتيرة غير مسبوقة في تجارة الخدمات المالية على غرار سنغافورة، كوريا، هونغ كونغ، مقاطعة تايوان الصينية، وأصبحت من بين الدول الكبرى للخدمات المالية في الأسواق الدولية.

وتأكيدا لما سبق - أهمية تجارة الخدمات المالية في التجارة الدولية - نأخذ بعض الإحصائيات عن صافي الميزان التجاري في الخدمات المالية لدى بعض الاقتصاديات المختارة من الدول المتقدمة أو النامية، ونحاول المقارنة بين هذه الدول لمعرفة الأهمية النسبية

الفرع الثاني: نمو صادرات الخدمات المالية عبر مختلف الأقاليم في العالم

يختلف توزيع تجارة الخدمات من منطقة إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى حسب مستوى التطور الذي تعرفه كل دولة، فكلما كانت الدولة أكثر تطوراً وتقدماً انخفضت بها نسبة مساهمة تجارة الخدمات التقليدية كالنقل والسفر، وارتفعت نسبة مساهمة قطاعات الخدمات المعتمدة على التقنيات الحديثة كخدمات الاتصال والمعلومات، التأمين والخدمات المالية¹. هذا وتسجل الصادرات العالمية من الخدمات المالية نمو وتطور ملحوظ حيث بلغت قيمتها سنة 2005 مثلاً حوالي 200 مليار دولار مسجلة بذلك معدل نمو سنوي متوسط قدر بـ 14% خلال الفترة 2000 و2005 لتصل إلى 290 مليار دولار سنة 2007، والشكل الموالي يوضح توزع الصادرات التجارية من الخدمات المالية في مختلف مناطق العالم² وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2010 و2018.

شكل رقم (3-1): مساهمة مختلف مناطق العالم في تجارة الخدمات المالية (2010-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات UNCTAD

يتضح لنا من الشكل أعلاه تصدر الدول الأوروبية لقائمة الدول المصدرة للخدمات المالية بنسبة تتراوح بين (54-61)% خلال الفترة الممتدة بين 2010 و2018، تليها الولايات المتحدة الأمريكية ودول آسيا بنسبة تتراوح بين (23-26)% و(13-18)% على التوالي، أما دول إفريقيا فهي متذيلة الترتيب بنسب لم تتعد في أحسن الأحوال 0.65% مما يعني أن صادرات الدول الإفريقية من الخدمات المالية شبه معدومة ومعظم هذه الدول تعتبر مستوردة للخدمات المالية من أسواق الدول المتقدمة.

وهذا ما يؤكد الاستحواذ الكبير للدول المتقدمة على أسواق الخدمات المالية في العالم وأن أغلبية الخدمات المقدمة في السوق الدولية تتم بواسطة الدول الصناعية الكبرى، إذ تسيطر على حوالي 90% من صادرات العالم من الخدمات المالية، عكس الدول النامية التي تعتبر مستوردة صافية للخدمات المالية، ما عدا نسبة قليلة من الدول التي حققت تقدماً ملحوظاً في قطاع الخدمات المالية (أنشطة البنوك، التأمين) على غرار سنغافورة وهونغ كونغ.

¹ - يايسي لباس (2013)، مرجع سبق ذكره، ص 31.

² - <https://unctadstat.unctad.org/fr/> Consulté le 20/09/2019 à 21 :05

جدول رقم (5-1): مساهمة واردات الخدمات المالية للدول النامية إلى إجمالي واردات الخدمات المالية في العالم للفترة (2010-2018) (الوحدة: مليون دولار)

السنوات	2010	2012	2014	2016	2018
الدول النامية	36,680.81	40,195.22	44,534.98	43,261.02	46,250.11
الدول المتقدمة	117,265.37	131,033.74	182,565.05	180,261.19	206,475.28
واردات العالم	153,946.19	171,228.96	227,099.98	223,522.15	252,725.37
النسبة (%)	23.82	23.47	19.61	19.35	18.30

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على قاعدة بيانات مركز التجارة الدولي ITC

تظهر لنا معطيات الجدول أعلاه أن واردات الدول النامية من الخدمات المالية تشكل نسبة كبيرة من إجمالي واردات الخدمات المالية العالمية، فهي تعرف زيادة مستمرة من سنة إلى أخرى خلال الفترة (2010-2018) حيث بلغت سنة 2010 قيمة 36,680.81 مليون دولار أمريكي وارتفعت إلى 46,250.11 مليون دولار أمريكي سنة 2018، أي بزيادة قدرها 26.08% خلال هذه الفترة، إلا أن نسبة واردات الدول النامية من الخدمات المالية إلى إجمالي الواردات العالمية منها في انخفاض مستمر، حيث انتقلت من 23.82% سنة 2010 (ما يقارب ربع الواردات العالمية) إلى 18.30% سنة 2018، ويفسر ذلك بأن معدل نمو واردات الخدمات المالية للدول المتقدمة أكبر منه لدى الدول النامية، لكن إذا قارنا بين الحصة السوقية من صادرات الخدمات المالية للدول النامية (الجدول السابق) التي تتراوح بين (13-16)% بين سنتي 2010 و2018 وحصتها من واردات الخدمات المالية العالمية التي تتراوح بين (18-23)% (الجدول أعلاه) يتبين أن الدول النامية مستوردة للخدمات المالية (صافي الميزان التجاري للخدمات المالية سالب) وتحصل على احتياجاتها من الخدمات المالية من أسواق الدول المتقدمة.

المطلب الثالث: التوجهات الجديدة في صناعة الخدمات المالية والمصرفية في العالم

عرفت البيئة الاقتصادية والمالية العالمية في أواخر القرن العشرين تغيرات جذرية كبيرة انعكست بشكل واضح على هيكل قطاع الخدمات المالية التقليدي لدى جميع دول العالم وخاصة المتقدمة منها، فمع الاتجاه المتزايد نحو التدويل وعولمة الأنشطة المالية والمصرفية، تحرير الأسواق المالية، ظهور وتطور الشركات متعددة الجنسيات والبنوك الدولية النشاط من جهة، وزيادة حدة المنافسة بين مختلف أشكال المؤسسات المالية والمصرفية ودخول مؤسسات مالية جديدة إلى الأسواق المصرفية من جهة أخرى، أدت هذه العوامل مجتمعة إلى إعادة هيكلة قطاع الخدمات المالية بشكله التقليدي، ودفعت البنوك والمؤسسات المالية إلى تبني إستراتيجيات وتوجهات جديدة معتمدة في ذلك على أحدث ما توصلت إليه التكنولوجيا المالية لتدعيم تنافسية خدماتها المالية في الأسواق العالمية، ومن بين التوجهات الحديثة نذكر: التكتلات والاندماجات المصرفية، البنوك الشاملة، ظهور وتطور التعامل بالمشقات المالية، إلخ.

الفرع الأول: التطورات العالمية على صعيد حجم ونطاق المؤسسات المالية والمصرفية

شهد قطاع الخدمات المالية خلال العقود القليلة الماضية مجموعة من التطورات والتغيرات العالمية التي كان لها الأثر البالغ على حجم ونطاق عمل المؤسسات المالية والمصرفية، وأدت هذه المستجدات إلى:

1. إعادة هيكلة قطاع الخدمات المالية التقليدية:

حدث تغير كبير في نشاط البنوك وتوسعت مساحته ودائرة ونطاق أعمالها المصرفية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، وأخذت البنوك تتجه إلى أداء خدمات مالية ومصرفية لم تكن تقوم بها من قبل، حيث اتجهت معظم البنوك إلى تنويع مصادر مواردها ومجالات توظيفها، وابتكار خدمات ومنتجات مصرفية جديدة، كما تم التوسع في العمليات خارج الميزانية، وتزايد على إثر ذلك التعامل بالأدوات المالية والتدخل في سوق الأوراق المالية، والملفت للنظر أن أثر العولمة المالية على الجهاز المصرفي في مجال إعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية قد امتد بشكل غير مباشر وتمثل في دخول مؤسسات غير مصرفية مثل شركات التأمين وصناديق الاستثمار كمنافس قوي للبنوك التجارية في مجال الخدمات التمويلية، مما أدى إلى تراجع دور البنوك التجارية في مجال الوساطة المالية¹.

2. تعميق الإتجاه نحو تبني الإندماجات المصرفية:

أدى تسارع نمو القطاع المالي وتكامل الأسواق المالية العالمية إلى ظهور إتحادات مالية ضخمة عابرة للقوميات بين البنوك والشركات المالية²، ويعرف ذلك بأنه: "اتفاق بين بنكين أو أكثر وذوبانها إداريا في كيان مصرفي واحد، بحيث يصبح الكيان الجديد ذا قدرة أعلى وفاعلية أكبر على تحقيق أهداف لا يمكنها أن تتحقق قبل إتمام عملية تكوين الكيان المصرفي الجديد"، وهناك من يرى أن الاندماج المصرفي عبارة عن اتحاد بين مؤسستين مصرفيتين أو أكثر تحت إدارة واحدة، وقد يؤدي الاندماج إلى زوال كل البنوك المشاركة في تلك العملية وظهور بنك جديد له صفته القانونية المستقلة، وهو ما يطلق عليه الإتحاد، أو زوال أحد البنوك من الناحية القانونية وضمه إلى البنك الدامج الذي يمتلك كافة حقوق البنك المدمج وهو ما يطلق عليه الدماج³.

ويمكن التفرقة بين عمليتي الاندماج والاستحواذ كما يلي⁴:

يقصد بالاندماج ضم مؤسستين أو أكثر معا، وتكون نتيجة الاندماج تكوين مؤسسة واحدة، وتتم هذه العملية عادة بين مؤسسات متماثلة في الحجم، بينما تتمثل عملية الاستحواذ (التملك، الاقتناء) في قيام مؤسسة بشراء مؤسسة أخرى أو احتوائها بالكامل، وتحدث هذه العملية عادة بين مؤسسات متفاوتة الحجم.

وقد أدت الإندماجات التي حدثت في أوروبا إلى تراجع عدد البنوك في فرنسا من 801 بنكا عام 1990 إلى 626 بنك عام 1994، وخلال نفس الفترة تراجع عدد البنوك الهولندية من 153 بنك إلى 127 بنك، أما إيطاليا فقد انخفض عدد بنوكها من 1065 بنك 1003 بنك، واستمر تنامي حجم عمليات الاندماج في أوروبا في سنوات التسعينات حيث تشير التقديرات إلى أن قيمة هذه العمليات قد تجاوزت 400 مليار دولار سنة 1997، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد شهدت عمليات اندماج كثيرة بحث انخفض عدد المصارف من 8700 مصرف عام 1992 إلى 7000 مصرف عام 1998⁵. ويعتبر تحرير تجارة الخدمات المصرفية ضمن

¹ - بريش عبد القادر (2004)، مرجع سبق ذكره، ص31.

² - محمد ذياب (2010)، التجارة الدولية في عصر العولمة، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت لبنان، ص285.

³ - فتيحة صالح، الطاوس حمدوي (2016)، الاندماج المصرفي ضرورة لتحسين أداء الجهاز المصرفي الجزائري، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الوادي، العدد 2016/07، ص245.

⁴ - فالون جيلالي (2014)، عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين - مقارنة نظرية، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية أدرار، المجلد 2، العدد 2014/3، ص370.

⁵ - مطاي عبد القادر (2010)، الاندماج المصرفي كتوجه حديث لتطوير وعصرنة النظام المصرفي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد السابع، جوان-2010، ص110.

منظومة تحرير تجارة الخدمات، من خلال المنظمة العالمية للتجارة، بل وتطبيق معايير كفاية رأس المال كلها من الدوافع الأساسية نحو تزايد الميل إلى إحداث المزيد من الاندماج المصرفي¹.

3. التحول إلى البنوك الشاملة:

شهد القطاع المالي العالمي في السنوات الأخيرة العديد من التحولات الجذرية في الصناعة المصرفية، ومع دخول مؤسسات غير مصرفية في ميدان العمل المالي والمصرفي زاد من حدة المنافسة وأخذت المؤسسات المالية والمصرفية تقدم مجموعة شاملة ومتكاملة من الخدمات المالية والمصرفية، فزال الحدود الفاصلة بين وظائف البنوك التجارية والاستثمارية، ونشأ نوع جديد من البنوك يسمى البنوك الشاملة لتقوم بكل الوظائف التقليدية وغير التقليدية في منظمة بنكية واحدة²، التي أخذت تتعامل في كلا النوعين من الخدمات التجارية والاستثمارية ومع كافة القطاعات الاقتصادية حيث تتوزع المخاطر وتتنوع الإيرادات.

وتعرف البنوك الشاملة بأنها البنوك التي تقوم بتقديم كل الخدمات المصرفية التقليدية وغير التقليدية، بما فيها القيام بدور المنظم وتجمع في ذلك بين وظائف البنوك التجارية وبنوك الاستثمار، إضافة إلى نشاط التأمين، تأسيس الشركات أو المشروعات، ولا تقوم هذه البنوك على أساس التخصص القطاعي أو الوظيفي بل تساهم في تحقيق التطوير الشامل والمتوازن للاقتصاد، مع القيام بدور فعال في تطوير السوق المالية والبورصة وكافة أوجه النشاط الاقتصادي والمالي في المجتمع³.

الفرع الثاني: تطور التعامل بالأدوات المالية الحديثة (الهندسة المالية)

اهتمت البنوك والمؤسسات المالية في ظل الاتجاه نحو عولمة الأنشطة المالية والمصرفية بالابتكارات المالية التي تعرف على أنها تلك المنتجات التي تزود عملاء البنك بخبرة جديدة وغير مألوفة فردية أو استثنائية، وتشمل هذه الأخيرة النظم والأساليب والأدوات التي تجعل تلك المنتجات ممكنة ومتاحة لعملاء البنك⁴، وتعتبر المشتقات المالية إحدى أهم نتائج ابتكارات الهندسة المالية التي زاد اتجاه البنوك والمؤسسات المالية إلى التعامل بها في مجال صناعة وتطوير الخدمات المالية والمصرفية الجديدة؛ لما لها من أهمية بالغة في إدارة المخاطر المالية والحد من آثار التقلبات السعريّة، إضافة لهذا فهي تساهم بقوة في تطوير الأسواق المالية وتفعيل دورها في الاقتصاد والرفع من كفاءتها وتحسين أدائها من خلال زيادة نشاطها وسيولتها⁵.

ويقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق قيمتها من قيمة الأصول الاستثمارية كالأسهم والسندات والعملات وهي تعطي الحق للمالكها شراء أو بيع موجود (نقدي، مالي، حقيقي) بسعر محدد وبكيفية محددة خلال فترة زمنية معينة⁶، على أن يتم تداولها في

¹ - فتيحة صالح، الطاوس حمدادي (2016)، مرجع سبق ذكره، ص 247.

² - نوال بن الخالدي، محمد بن بوزيان (2016)، النظام المصرفي الجزائري بين معوقات تطبيق نموذج الصيرفة الشاملة ومحدودية الصيرفة التقليدية، مجلة les cahiers du MECAS, N12/juin 2016، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، ص 340.

³ - راجع عرابية (2009)، دور الصيرفة الشاملة في تطوير البنوك في الدول النامية- مع الإشارة لحالة مصر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسنية بن بوعلي الشلف، المجلد 5، العدد 6/2009، ص 198.

⁴ - محمد حمو (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 6.

⁵ - سماري اتسام (2018)، قياس أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية، دراسة حالة السوق المالي الأوروبي (Euronext) خلال الفترة 2002-2016، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، العدد 01، المجلد 12، ص 430.

⁶ - حسن كركم حمزة (2011)، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ص 119.

نوعين من الأسواق، الأسواق المنظمة (Organized Exchanges)، أو الأسواق غير المنظمة (Over the Counter Markets) وتنقسم المشتقات المالية إلى¹:

1. **العقود الآجلة:** يعرف العقد الآجل (Forward Contract) على أنه عقد يبرم بين طرفين مشتري وبائع للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق، وتتميز بنود العقد الآجل بكونها غير نمطية أي تتحدد بناء على اتفاق الطرفين، وغالبا ما يتم تسويتها نقدا من خلال دفع فروقات الأسعار، كما تستخدم للتحوط من تقلبات الأسعار السوقية للسلع، السندات، القروض، أسعار الفائدة وكذا للتقليل من مخاطر تذبذب أسعار العملات؛

2. **العقود المستقبلية:** العقد المستقبلي (Future Contract) هو اتفاق بين طرفين الطرف البائع ويطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم واستلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ محدد²، فالعنصر الأساسي في هذا العقد هو أن السعر والأصل والكمية يتم الاتفاق عليها عند توقيع العقد بينما يتم دفع الثمن وتسليم الأصل المتفق عليه في المستقبل ومن هنا جاء تعبير المستقبلي لوصف العقد³.

3. **عقود الخيارات:** عقد الخيار (Put Option) هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار، وبموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب من الطرف الثاني، أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلا معينا وفي تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل قيام الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني⁴، وهي عقود مالية غير ملزمة لحاملها وتنقسم بناء على صاحب الحق وطبيعته إلى⁵:

- **خيار الشراء:** أداة مالية مشتقة تعطي حاملها الحق في شراء أصل معين، بسعر معين خلال فترة معينة أو تاريخ معين، وله مطلق الحرية في ممارسة هذا الحق أو عدم ممارسته في مقابل دفع العلاوة؛

- **خيار البيع:** وهي أداة مالية مشتقة تعطي لحاملها الحق في بيع أصل معين قبل أو بحلول تاريخ محدد يسمى تاريخ انتهاء الصلاحية أو تاريخ الاستحقاق؛

- **العقود المزدوجة:** هو عقد يجمع خيارات البيع وخيارات الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشتريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك مرهون بمصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا.

1 - سماري ايتسام (2018)، مرجع سبق ذكره، ص432.

2 - بن يمينة كمال، عطية حليلة (2017)، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات، دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، المجلد 4، العدد 1، ص253

3 - بن عزوز عبد الرحمان (2012)، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011-2012، ص46.

* **الخيار الأوروبي:** وهو العقد الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية أو أصل معين بسعر متفق عليه خلال تاريخ محدد؛

- **الخيار الأمريكي:** وهو العقد الذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية أو أصل معين بسعر متفق عليه خلال فترة محددة؛

4 - بن عزوز عبد الرحمان (2012)، مرجع سبق ذكره، ص44.

5 - بن يمينة كمال، عطية حليلة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص252.

وقد انتشر استخدام الخيارات على نطاق ضخم على مستوى العالم في السنوات الأخيرة، حيث تعقد أكثر من مليون عقد من الخيارات يوميا في البورصات الكبيرة بمختلف أنحاء العالم¹.

4. عقود المبادلة: عقود المبادلة (Swaps) هي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية، ..)، وهو عقد ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيار²، كما أنها لا تخضع للتسوية على فترات يومية مثل العقود المستقبلية ولا للتسوية عند نهاية فترة العقد مثل العقود الآجلة، وإنما تخضع للتسوية على فترات دورية، ومن أهم عقود المبادلة عقد مبادلة أسعار الفائدة ويتمثل في تبادل قرض بفائدة ثابتة مقابل آخر بفائدة معومة أو متغيرة³.

الفرع الثالث: التطورات في أنشطة الأطراف الفاعلة في تجارة الخدمات المالية

تعتبر الشركات المتعددة الجنسيات والبنوك دولية النشاط وشركات التأمين العالمية من بين أهم الأطراف الفاعلة في أسواق الخدمات المالية، فمع الاتجاه المتزايد نحو تدويل وعولمة الأنشطة المالية والمصرفية وتبني العديد من الدول لا سيما النامية منها لسياسات الإصلاح الاقتصادي وبرامج الخصخصة، تحرير حركة رؤوس الأموال، وفتح أسواقها المالية وإلغاء القيود على تجارة الخدمات زادت مساهمة الشركات عبر الوطنية والبنوك الدولية في قطاع الخدمات المالية متخذة في ذلك من التجارة عبر الحدود، أو الاستثمار الأجنبي المباشر (التواجد التجاري) من بين أساليب تدخلها في الأسواق الدولية للخدمات المالية؛

فالشركات المتعددة الجنسيات لها دور كبير في التدفقات العالمية للإستثمار الأجنبي المباشر، إذ يتم الانتاج في العديد من القطاعات من خلال سلاسل القيمة العالمية التي تسيطر عليها هذه الأخيرة أو فروعها أو شركات متعاقدة معها من الباطن، ولقد دفع إزدياد نفوذها إلى المقدر على الإمتزاج مع الوحدات الإنتاجية والمؤسسات المالية والمصرفية مع المصارف الكبرى التي تحولت إلى مصارف متخطية للقوميات بعد الحرب العالمية الثانية⁴، فهي تشهد تركزا متزايدا نتيجة عمليات الاندماج الرأسي والأفقي للشركات الكبيرة عبر الوطنية أو بسبب عمليات استحواذ الشركات عبر الوطنية على الشركات المحلية الصغيرة، أو عن طريق إنشاء مشاريع جديدة، مما يجعل الشركات الوطنية أمام تحديات كبيرة تفرضها عليها ظروف المنافسة أمام شركات عملاقة تتمتع بقوة تفاوضية عالية، فتجد نفسها في وضع ضعيف لا يمكنها من التفاوض على تحديد أسعار أو شروط عقود عادلة لمنتجاتها أو خدماتها ضمن علاقات رأسية مع الشركات الكبيرة⁵؛

¹ - عبد الغفار حنفي (2007)، إستراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، بدون طبعة، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، ص439.

² - عباس فؤاد حسن (2018)، أثر تداول عقود المبادلات في أسواق المشتقات المالية، أماراباك مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا (www.amarabac.com)، المجلد 9، العدد 2018/28، ص147.

³ - سماري ابتسام (2018)، مرجع سبق ذكره، ص433.

⁴ - عبد الله عثمان عبد الله (2003)، أيديولوجيا العولمة من عولمة السوق إلى تسويق العولمة، الطبعة الأولى، دار الكتاب الجديد المتحدة، بيروت، لبنان، ص104.

⁵ - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (2016)، تطور النظام التجاري الدولي واتجاهاته من منظور إنمائي، مذكرة قدمتها أمانة الأونكتاد، مجلس التجارة والتنمية الدورة الثالثة والستون، 5-9 ديسمبر 2016، ص16.

فلاستثمار الأجنبي المباشر الذي يأخذ شكل فروع شركات متعددة الجنسيات عادة ما يهتم بأرباح طويلة الأجل، لذلك نجده يتجسد في شكل طاقات إنتاجية قائمة يصعب بيعها أو تصنيفها في الأجل القصير لا سيما إذا كان إنتاج تلك الطاقات يندمج ويتكامل مع باقي فروع الشركة في الخارج، بينما يسهل التخلص من الأوراق المالية المستثمرة حيث يتم بيعها في الأسواق المالية¹.

وقد ارتفع عدد الشركات عبر الوطنية وشركاتها التابعة خلال العقدين الماضيين ارتفاعا مذهلا كنتيجة حتمية للسياسات الليبرالية التي انتهجتها الكثير من دول العالم الثالث، وإلغاء القيود على حرية التجارة ورأس المال، حيث زاد عدد الشركات عبر الوطنية من حوالي 37 ألف شركة سنة 1993 إلى أكثر من 60 ألف سنة 2003، وهي من كانت وراء ممارسة الضغوط على الحكومات الصناعية الكبرى لإدراج تجارة الخدمات تحت مظلة الاتفاقية العامة للتعريفات والتجارة بهدف الحصول على الشرعية، والحماية من العوائق التي تواجهها في توسعها وانتشارها في مختلف أنحاء العالم².

كما عرفت شبكة البنوك التجارية الدولية النشاط توسعا كبيرا وأصبح لها فروع في مختلف أنحاء العالم، مما مكنها من السيطرة على الودائع المصرفية في البلدان التي تمتلك بها فروع أو وكالات، والتي قد تأخذ صورة رأسمال مستقل، أو مشاركة مع المصارف المحلية، وقد أصبح الشرط الأكبر من الأرباح التي تحققها البنوك دولية النشاط تتأتى من أنشطتها الخارجية، وهو ما جعل الكثير من الشركات المتعددة الجنسيات تستثمر جزء كبير من مواردها في قطاع الخدمات المصرفية من خلال المصارف التجارية الخاصة بها أو المشاركة في ملكية المصارف الناجحة القوية، بل وقد أصبحت تقدم خدمات حتى في مجال الصيرفة الإسلامية مثل مجموعة هونغ كونغ المصرفية، سيتي بنك، المصرف السعودي الهولندي، إلخ³. كما ارتفع حجم تداول العملات الأجنبية على الصعيد العالمي من حوالي 200 مليار دولار في منتصف الثمانينات إلى حوالي 12 تريليون دولار عام 1995، وأصبحت الاحتياطات الدولية التي تمتلكها البنوك المركزية في مختلف دول العالم فتاتا أمام مئات المليارات التي تتعامل بها البنوك الدولية وشركات التأمين العالمية وصناديق الاستثمار المالي وصناديق التأمينات الاجتماعية والمعاشية⁴.

¹ - شرفة حكيمة (2009)، تنامي تدفقات رؤوس الأموال وتداعياته على الاستقرار المالي في الدول النامية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الحلفة، المجلد 4، العدد 2009/8، ص256.

² - يايبي لياس (2013)، مرجع سبق ذكره، ص207.

³ - المرجع نفسه، ص208-209.

⁴ - العقريب كمال، بلوكاريف نادية (2016)، دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة يحي فارس المدينة، العدد 06- سبتمبر 2016، ص188.

المبحث الثالث: تفصيل وتحليل تأثير التحرير المالي على تجارة الخدمات المالية

هناك العديد من الدراسات والأبحاث النظرية والتطبيقية التي عالجت موضوع التحرير المالي وتجارة الخدمات المالية، لكن ما لاحظناه بحكم إطلاعنا على عدد لا بأس به من هذه الأعمال نقص الدراسات التي أشارت إلى تحليل وتفصيل العلاقة بين التحرير المالي وتجارة الخدمات المالية، هذه الأخيرة التي تمثل جزءاً أو مجموعة فرعية من سياسات التحرير المالي الشاملة، وعليه سوف نحاول فيما يلي تسليط الضوء على هذه العلاقة من خلال التطرق لمختلف السياسات التي أنتهجتها معظم حكومات الدول النامية بداية من الكبح إلى التحرير، ووصولاً إلى تفصيل وتحليل علاقة هذه السياسات بتجارة الخدمات المالية.

المطلب الأول: سياسات الكبح المالي في الدول النامية

مارست حكومات الدول النامية وحتى المتقدمة منها في الفترة التي عقبته الحرب العالمية الثانية وحتى الثمانينيات من القرن الماضي سياسة الكبح المالي، مستخدمة في تنفيذ هذه الأخيرة وعلى نطاق واسع العديد من الأدوات والضوابط منها ما هو صريح ومباشر، ومنها ما هو بصورة مستترة أو غير مباشرة (كتسقيف وتحديد أسعار الفائدة، توجيه وتسقيف القروض، رفع الاحتياطي الإجمالي والقيود على حركات وتدفقات رؤوس الأموال...)، وطبقها بصرامة على أنظمتها المالية بصفة عامة وعلى أجهزتها المصرفية بصفة خاصة، إلا أن هذه السياسة قد أضرت بالأنظمة المالية لديها ولم تحقق الأهداف المرجوة منها، لتشجع حكومات الدول النامية في التحلي عنها وتبني نظرية التحرير المالي التي دعا إليها (Shaw et Mc Kinnon (1973) كمنهج جديد لبداية الإصلاحات المالية في الدول النامية.

الفرع الأول: ماهية سياسة الكبح المالي

قدم مفهوم الكبح المالي (Financial repression) لأول مرة من طرف (Shaw et Mc Kinnon (1973) وقد استخدم كذلك تحت المصطلحات التالية: سياسة الكبح المالي، سياسة القمع المالي، أو الضائقة المالية كما أشار إلى ذلك (Mc Kinnon, (1993) في كتابه " النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد: إحكام السيطرة المالية عند التحول لإقتصاد السوق"، وهذا للتعبير عن القيود والضوابط التي كانت تفرضها الدول النامية آنذاك على أنظمتها المالية وبالأخص على أجهزتها المصرفية.

1. مفهوم سياسة الكبح المالي:

لقي مفهوم سياسة الكبح المالي اهتمام كبير لدى أوساط العديد من الباحثين الاقتصاديين، الأكاديميين والمختصين، وقد قدمت لهذه السياسات التي إنتهجتها أغلب الدول النامية العديد من المفاهيم نستعرض البعض منها فيما يلي:

يعرف (Shaw et Mc Kinnon (1973) الكبح المالي على أنه إنعكاس لتدخل الدولة الشديد في المجال الاقتصادي والمالي، وذلك عن طريق سن القوانين والتشريعات التي تعرقل وتحد من الأنشطة البنكية الهادفة إلى حرية الجهاز المصرفي¹، كأن تتدخل

¹- Bouziani El houari (1999), **libéralisation financière au Maroc et ses effets Macroéconomique**, thèse pour le doctorat en sciences économiques, Université sidi Mohammed benabdellah Maroc ; P75.

الدولة بوسائل ضريبية أو أدوات أخرى (تسقيف أسعار الفائدة، التدخل في توجيه القروض،...) مما يشوه السوق ويجيد بها عن العمل وفقا لاعتبارات العرض والطلب، وبالتالي إنحراف النشاط المالي والمصرفي بعيدا عن مقتضيات الكفاءة الاقتصادية¹.

ويعرفها (King and levine (1993) على أنها سياسة تؤدي إلى تقليص أو تحجيم الخدمات المالية التي يقدمها النظام المالي للمدخرين، رجال الأعمال، المقاولين، المنتجين مما يعيق النشاط الابتكاري ويبطئ النمو الاقتصادي، فالخدمات المالية الأفضل تعمل على توسيع نطاق النشاط الابتكاري وتحسين كفاءته، وبالتالي تسريع النمو الاقتصادي².

بينما يعرف Boukari, M. (2014) مصطلح القمع المالي على أنه مجموعة من الممارسات المحددة (ensemble de pratiques spécifiques) من جانب الدولة والسلطات النقدية والتي تستخدم بشكل تعسفي كتسقيف أسعار الفائدة الحقيقية بهدف تثبيتها دون مستوى توازن السوق ومستوى عالٍ من احتياطات البنوك، أو القيود التي تفرضها الدولة للحد من بعض الخدمات المالية والتي لا تشجع على المنافسة بين المؤسسات المالية المحلية والأجنبية، ناهيك عن غياب الأدوات المالية³، ولكن من الواضح أن سياسات القمع المالي تنطوي على أشكال أخرى مختلفة من الدعم الضمني للقطاع العام (مثل الائتمان الأرخص للحكومة والمؤسسات العامة)⁴.

وعليه يمكن القول أن سياسة الكبح المالي هي مجموعة القيود والضوابط التي تفرضها الدولة على عمل المؤسسات المالية للحد من حرية أنشطتها المالية والمصرفية من جهة، ومن جهة أخرى تمكن الدولة من الحصول على موارد مالية منخفضة التكاليف من السوق المالية.

2. مبررات ودواعي تطبيق سياسة الكبح المالي في الدول النامية:

مارست معظم حكومات الدول النامية سياسة الكبح المالي الذي يقود إلى تدخل السلطات في عمل أنظمتها المالية، وظلت قطاعاتها المالية والمصرفية لفترة طويلة محل تدخل مستمر من قبل هذه الأخيرة سواء في هياكلها ومؤسساتها أو في آلية عملها، ولا يعتبر هذا التدخل ذو طبيعة إصلاحية لفشل السوق (Failure market) بقدر ما يعتبر تدخلا كاجما (Repressive) للأنشطة المالية والمصرفية، ولعل من أهم الدوافع والمبررات التي اتخذتها سلطات الدول النامية لتبرير هذا الكبح نجد⁵:

1. معظم أسواق الدول النامية بعد حصولها على الاستقلال كانت تتصف بالإهمال والضحالة وعدم الانسجام في ظل غياب الكثير من الخدمات، الأدوات والمصادر المالية، ناهيك عن احتكار الدولة للملكية المؤسسات المالية والمصرفية في ظل انعدام رقابة مالية فعالة، وتباين المعلومات مسببة زيادة في درجة المخاطرة في إجراء المعاملات المالية والاعتماد على اعتبارات غير سعوية في توظيف الائتمان.

¹ - بن غلال بلقاسم (2014)، سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها، دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية (1980-2010)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، 2013-2014، ص38

² - King, R. G & ,Levine, R. (1993). *Finance, entrepreneurship and growth*. *Journal of Monetary economics*. 542-513 ,(3)32, P517.

³ - Boukari, M. (2014). *La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne* (Doctoral dissertation, Université de Bordeaux)., P20.

⁴ - Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992). *Financial repression and economic growth*. *Journal of development economics*, 39(1), 5-30. P6

⁵ - أنظر بن غلال بلقاسم (2014)، مرجع سبق ذكره، من ص 41 إلى 46.

2. تأثر أغلب الدول النامية بالفكر الكينزي والآراء التي تتعلق بتفضيل السيولة (Liquidity preference) التي كانت سائدة في الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي، حيث أكد (John Maynard Keynes (1936 أن منافسة البنوك فيما بينها لتحفيز الأفراد للتخلي عن السيولة وإيداع مدخراتهم لديها، إذ أن التحكم في أسعار الفائدة يشجع السلطات النقدية على تحديد أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة تؤدي إلى أسعار فائدة حقيقية سلبية (taux d'intérêt réels négatifs)¹.
3. حاجة الدول النامية إلى تمويل عاجز الموازنة والمشروعات العامة الكبرى بأقل تكلفة ممكنة، في ظل محدودية الموارد المالية المتاحة وعجز الأسواق المالية وخاصة القطاع المصرفي عن القيام بعملية تمويل التنمية في هذه الدول.
4. تسهل سياسة الكبح المالي على الحكومات والسلطات النقدية السيطرة أكثر على السياسة النقدية للدولة.
5. تعتبر هذه السياسة كضريبة تمارس على النظام المالي والمصرفي لتمويل إحتياجات الحكومة بأقل تكلفة ممكنة.
6. من أجل تعزيز سياسة الاستثمار تطلب الدولة من البنوك أن تمول كأولوية مشاريعها التي تكون أحيانا غير مربحة².

الفرع الثاني: أدوات سياسة الكبح المالي

تنوعت وتعددت الضوابط والأدوات المالية التي اعتمدها حكومات الدول النامية واستخدمتها على نطاق واسع لتنفيذ سياسة الكبح المالي، منها ما هو مباشر وبأسلوب صريح ومنها ما هو غير مباشرة أو بصورة مستترة، وقد ألتزمت الصرامة في تطبيقها على نظامها المالي والمصرفي، ومن أهم هذه الأدوات نذكر:

1. تثبيت وتحديد معدلات الفائدة الحقيقية:

تعتبر سياسة التثبيت الإداري لأسعار الفائدة الأداة القمعية الأكثر إستخداما في كبح الأنظمة المالية للدول النامية، فتثبيت أسعار الفائدة المدنية والدائنة (fixation des taux débiteurs et créditeurs) يتم بقرارات أحادية من البنك المركزي دون الأخذ بعين الاعتبار التكاليف المالية التي تتكبدها البنوك التجارية، الملزمة في هذه الحالة باحترام وتنفيذ توجهات السياسات الاقتصادية للحكومة المركزية³، وتحديد معدلات الفائدة الحقيقية تحت وأقل من مستواها التوازني في السوق سهل على حكومات الدول النامية تمويل عاجزها بأقل تكلفة، من خلال إجبار البنوك والمؤسسات المالية على شراء أذونات الخزانة وسندات الحكومة منخفضة العائد، كما سهل عليها أيضا سد الإحتياجات المالية للمؤسسات والشركات العمومية التي تعاني من مشاكل مالية بتوفير التمويل لها في شكل قروض بنكية وبأسعار فائدة تفضيلية⁴.

2. توجيه وتسقيف القروض:

تمثل هذه السياسة في تدخل السلطات النقدية وحكومات الدول النامية عند تنفيذها لسياسة الكبح المالي في تحديد حصص أو أسقف لحجم القروض التي تقدمها البنوك التجارية، وذلك من خلال وضع قيود على المبالغ المقرضة أو عن طريق معدلات

¹ - Boukari, M. (2014). *Op-cit* ; P21.

² - Ibid ; P21.

³ - Bentahar, N. (2005). *Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek* (Doctoral dissertation, Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I). P67

⁴ - بن علال بلقاسم (2014)، مرجع سبق ذكره، من ص48.

فائدة ضمنية تكون محددة مسبقاً¹ (increased fees, paperwork, etc)، أو من خلال توجيه قروض نحو قطاعات معينة حتى ولو كانت غير منتجة أو منخفضة العائد على سبيل المثال، يجب أن تحصل الزراعة على 20٪ أو 30٪ على الأقل من حجم هذه القروض. تمتع هذه السياسات البنوك من الاحتفاظ بأصول معينة عن طريق الحد من المساحة التي يمكن أن يشغلها أصل معين في محافظها الاستثمارية، وتحد من قدرة البنك على تقليل مخاطر مخفظته، لا سيما من خلال سياسة التنوع، ولهذا السياسة أيضاً تأثير مباشر على حجم الاستثمارات².

3. رفع نسبة الإحتياطي الإجباري:

من وجهة نظر تقنية تكمن سياسة الإحتياطي الإجباري التي تهدف إلى تكييف حاجة البنوك إلى إعادة التمويل (moduler le besoin de refinancement des banques)، من خلال الزام هذه الأخيرة بإيداع جزء من ودائعها في الحساب الجاري لدى البنك المركزي، كأن يُلزم البنك المركزي البنوك التجارية بالاحتفاظ بما لا يقل عن 10٪ أو 20٪ من ودائعها في شكل احتياطيات أو وضع جزء من أرباحها في صندوق احتياطي، الأمر الذي من شأنه أن يجد من قدرتها على منح الإئتمان، ويشكل تكلفة على نظام تشغيل البنوك (système d'exploitation des banques) التي لم تعد قادرة على منح الإئتمان³.

4. القيود على حركات وتدفقات رؤوس الأموال بين الدول:

احتفظت العديد من البلدان النامية وحتى المتقدمة منها بعد فترة الحرب العالمية الثانية وحتى الثمانينيات من القرن الماضي بأشكال معينة من الرقابة والقيود على حركات وتدفقات رؤوس الأموال من وإلى الدول النامية، وتستخدم ضوابط رأس المال للحد من تدفقات رأس المال قصيرة الأجل، فعلى الرغم من تنوع وتعدد هذه الضوابط إلا أنه يمكن تصنيفها إلى نوعين⁴: "الضوابط الإدارية" أو المباشرة و"الضوابط القائمة على السوق" أو غير المباشرة، فالتدابير من النوع الأول "تقييد المعاملات الرأسمالية" و / أو المدفوعات وتحويلات الأموال المرتبطة بها من خلال الحظر التام، أو الحدود الكمية الصريحة، أو إجراء الموافقة، أما التدابير من النوع الثاني فغالباً ما "تتبط تدابير الرقابة المستندة إلى السوق حركات رأس المال والمعاملات المرتبطة بها بجعلها أكثر تكلفة في القيام بها" من خلال أشكال مختلفة مثل أنظمة سعر الصرف المزدوجة أو فرض الضرائب على تدفقات رأس المال الدولية.

5. القيود على إدارة المحافظ المالية للبنوك ودخول المؤسسات المالية الأجنبية:

وتتمثل في التشريعات والقوانين المتعلقة بتكوين وإدارة المحافظ المالية التي تصدرها حكومات الدول النامية وسلطاتها النقدية، وتفرض من خلالها على البنوك التجارية والمؤسسات المالية تخصيص جزء كبير من سيولتها النقدية لشراء الأوراق المالية الحكومية أو الأوراق المالية الصادرة عن المؤسسات العمومية ذات العائد المنخفض، أو عن طريق تقييد المستثمرين الأجانب والمؤسسات المالية

¹ - Burkett, P. (1987). "Financial" Repression" and Financial" Liberalization" in the Third World: A Contribution to the Critique of Neoclassical Development Theory. Review of Radical Political Economics, 19(1), 1-21 ; P4

² - Foudeh, M. (2007). Libéralisation Financière, Efficacité du système Financier et Performance Macroeconomique, thèse pour le Doctorat en Sciences Economiques, Faculté de Droit et des Sciences Economiques, Université de Limoges, 19 juin 2007 ; P16.

³ - Bentahar, N. (2005). Op-cit ; P63.

⁴ - Wang, J. (2007). Financial liberalization and regulation in East Asia: Lessons from financial crises and the Chinese experience of controlled liberalization. Journal of World Trade, 41(1). P213.

⁴ - Ibid, P213.

الأجنبية ومنعهم من امتلاك أسهم ومحافظ مالية في الأسواق المالية المحلية، الأمر الذي يعكس سلباً تنافسية الأسواق المالية المحلية في الدول النامية.

6. رفع معدلات التضخم وعجز الموازنة:

في ظل وجود نظام جبائي غير فعال، ترى السلطات أن ضريبة التضخم* (droit de seigneurage) هي المصدر الرئيسي لدخلها، ومن ثم وجود معدلات تضخم عالية في البلدان النامية، إذ يرى (Giovannini & De Melo (1993 أن تطبيق معدلات الفائدة المنخفضة التي تعتبر كجزء من سياسة الكبح المالي، يسمح للحكومة بتمويل عجزها بأقل تكلفة ممكنة، ويقدم هذان الباحثان سببين رئيسيين وراء قيام الدول النامية التي تعاني من ضعف نظامها الضريبي وراء تطبيق سياسة الكبح المالي مفضلة تمويل نفقاتها عن طريق الاقتراض من النظام المصرفي بمعدلات منخفضة¹:

✓ تحمل الدولة تكاليف باهضة في تحصيل الضرائب (رواتب العمال، الرقابة على دافعي الضرائب، معالجة المعلومات،...); الكبح المالي السدي ينطوي على تكلفة ضمنية لرأس المال يمكن أن يرضى لأسباب سياسية العاملين (les salariés) على حساب الرأسماليين (des capitalistes)، وفي الواقع فإن الكثير من الاقتصاديين برروا سياسة الكبح المالي الأمثل (Bencivenge & Smith, [1991], Espinosa & Hunter [1994], Roubini & Sala-i-Martin [1995]).

وتجدر الإشارة إلى أن العديد من الاقتصاديين يبررون القمع المالي المطبق في إطار تمويل عجز الموازنة، خاصة عندما يشجع الإنفاق العام الاستثمارات الإنتاجية ويزيد النمو الاقتصادي الذي يصبح اجتماعياً هو الأمثل (socialement optimale) [Landais 1998]².

الفرع الثالث: مخاطر تطبيق سياسة الكبح المالي على أسواق الدول النامية

لقد كان لسياسة الكبح المالي المنتهجة في أغلب الدول النامية ولفترة طويلة من الزمن العديد من المخاطر والسلبيات على أسواق الدول النامية، فهي لم تحقق الأهداف المرجوة منها بقدر ما أضرت وشوهت أنظمتها المالية والمصرفية، ومن بين المخاطر والتأثيرات السلبية لتبني هذه السياسة نذكر³:

1. تثبيت وتحديد أسعار الفائدة دون مستوى التوازن (dessous de leur niveau d'équilibre) يؤدي إلى مستوى منخفضاً من الاستثمار من خلال الودائع المصرفية المنخفضة، يؤثر هذا القرار على جودة الاستثمار، لأن البنوك التي تحصل على ودائعها بمعدلات منخفضة (à des taux bas) وتقرضها بمعدلات فائدة منخفضة (à des taux créditeurs peu élevés)، تزيد من درجة الهروب من المخاطرة وتفضيل المشاريع السائلة بدلاً من المشاريع الأكثر خطورة ولكن الأكثر ربحية⁴.

* Le seigneurage : est l'avantage financier direct qui découle, pour l'émetteur, de l'émission d'une monnaie. Dans le cas de la monnaie fiduciaire, émise seulement par les banques centrales, il est égal au montant émis, moins ses coûts de fabrication, de mise en circulation et d'entretien

¹ - Foudeh, M. (2007). Op-cit ; P12.

² - Ibid ; P13.

³ - للمزيد من التفاصيل أنظر: بن علال بلقاسم (2014)، مرجع سبق ذكره: من ص 57 إلى ص 69.

⁴ - Foudeh, M. (2007). Op-cit. P10.

2. سياسة تأطير القروض وتوجيهها كان لها أثر سلبي على توزيع القروض في الاقتصاد، إذ أن توجيه الإئتمان لاعتبارات سياسية قد يؤثر سلبا على تطوير القطاع الخاص ومن ثم على ربحيته، حيث استفادت القطاعات والنشاطات الغير منتجة من أغلب التمويل على حساب القطاعات ذات الإنتاجية الكبيرة¹، كما أدت كذلك هذه السياسة إلى زيادة حجم القروض الغير قابلة للإسترداد نتيجة لسوء تخصيص هذه الأخيرة، وعدم الأخذ بمعايير الحيطة والحذر ومراعاة شروط الملاءة المصرفية أثناء وبعد تقديم القروض.

3. أدت سياسة الكبح المالي في وجود معدلات تضخم مرتفعة إلى إنخفاض درجة العمق المالي التي تشير إلى الحجم النسبي للسيولة العامة والتي تقاس بـ M_3 نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي GDP، ما يعني إنخفاض الأرصدة القابلة للإقراض²، ومن ثم ضعف قدرة الاقتصاد المحلي على تمويل الإستثمارات.

4. ساهمت سياسة الكبح المالي بالإضافة إلى عوامل سياسية واقتصادية أخرى في هروب رؤوس الأموال من البلدان النامية إلى أسواق رأس المال الأجنبية، التي توفر عائدا حقيقيا موجبا وبدرجة مخاطرة أقل نسبيا مقارنة بالأسواق المالية المحلية التي تخضع للتدخل الحكومي وللسلطات النقدية المشوهة لآليات السوق، والتي تفتقر للشفافية في إجراء المعاملات المالية.

5. أثرت سياسة الكبح المالي على الأصول المالية المحلية التي أصبحت أقل جاذبية من الأصول الأجنبية، مما أدى كذلك إلى تقليص رقعة النظام المالي الرسمي مقاسا بنسبة الأصول المالية المحلية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، في مقابل تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي، من جهة أخرى أدت هذه السياسة إلى تراجع الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية وسيادة القطاع المصرفي.

وبناء على ما سبق فقد أثبتت نتائج العديد من الدراسات والأبحاث أن تطبيق سياسات الكبح المالي في الدول النامية قد أضرت بالنظم المالية وفشلت في تحقيق الأهداف المرجوة منها، وانعكست سلبا على التخصيص الكفء للموارد المالية، وأدت إلى انخفاض مستويات الكفاءة وشوهت أسواق رأس المال، إلخ. وهو ما دفع بالعديد من الدول النامية إلى التخلي عن سياسة الكبح المالي والشروع في تبني إصلاحات إقتصادية ومالية جذرية بإيعاز من المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي) والتي تهدف في مجملها إلى إصلاح القطاع المالي، وبالتحديد إنطلاقا من نموذج التحرير المالي الذي قدمه كل من *Mc kinnon and Shaw*, (1973) كمنهج جديد لتطبيق الإصلاحات المالية في الدول النامية.

المطلب الثاني: سياسات التحرير المالي في الدول النامية

سارعت الكثير من الدول النامية إلى تبني سياسات التحرير المالي التي جاء بها في البداية *Mc kinnon and Shaw*, (1973) وتبنتها فيما بعد المؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك العالمي وأخيرا المنظمة العالمية للتجارة، من أجل تعميق الإتجاه نحو عولمة وتدويل الأسواق المالية والمصرفية، وقد اعتبرت الدول النامية هذه السياسات كحل مؤقت وأمثلة للخروج من حالات الكبح المالي التي لم تحقق الأهداف المرجوة منها، وفيما يلي سوف نحاول تسليط الضوء على هذه السياسات المنتهجة وشروط ومتطلبات نجاح تطبيقها في أسواق الدول النامية.

¹ - بن بوزيان محمد وآخرون (2010)، سياسة التحرير المالي في الدول النامية (دراسة قياسية لحالة الجزائر)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي اليابس سيدي بلعباس، المجلد 5، العدد 5 أفريل 2010، ص5.

² - سامر محمد فخري، آسو بجماء الدين قادر (2016)، الربحية المصرفية في ظل التحول من سياسة الكبح المالي إلى سياسة التحرير المالي في العراق للمدة (1998-2011)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، العراق، المجلد 12، العدد 34، ص368.

الفرع الأول: مفهوم وأهمية التحرير المالي

تعود سياسة التحرير المالي إلى أعمال كل من *Mc kinnon and Shaw* (1973) عندما قاما بتقديم دراسة انتقدا فيها بشدة سياسة الكبح المالي المنتهجة في أغلب الدول النامية، وما خلفته هذه السياسة من آثار سلبية على كل من التطور المالي والنمو الاقتصادي لهذه الدول، وقد اقترحا في دراستهما على الدول النامية ضرورة تطبيق سياسة التحرير المالي كحل أمثل من أجل تسريع وتيرة النمو الاقتصادي بها¹، وفيما يلي أهم بعض التعاريف المقدمة لسياسة التحرير المالي:

1. **تعريف التحرير المالي:** عرف كل من *Mc kinnon and Shaw* التحرير المالي على أنه حل للخروج من حالة الكبح المالي وبوسيلة بسيطة وفعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية، فهو عبارة عن ممر من سياسة الكبح المالي إلى حالة التحرير المالي مما يتطلب إلغاء القيود المفروضة على النظام المالي².

كما عرفه (*Ucer, 1997*) على أنه عملية مكونة من مجموعة من الإجراءات التي تطبق بهدف إلغاء القيود المفروضة على القطاع المالي والمصرفي، كتحريك أسعار الفائدة وإزالة القيود على حركة رؤوس الأموال من أجل إصلاح القطاع المالي الداخلي والخارجي للدولة³، أو هو "عملية تفكيك جميع أشكال القيود الرقابية التنظيمية الكمية أو النوعية التي تفرضها الدولة على الهياكل المؤسسية، الأدوات والأنشطة لمختلف الأعوان الاقتصاديين في القطاع المالي ليس فقط على المستوى الداخلي ولكن على المستوى الدولي كذلك"، فهو ينصب إذن على تحرير حساب رأس المال وإلغاء الضوابط على معاملاته وعلى الحسابات المالية الأخرى في ميزان المدفوعات⁴.

ويعرف أيضا **التحرير المالي** على أنه مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة لإزالة أو تخفيف درجة القيود الكمية والنوعية المفروضة على عمل النظام المالي لتطوير الأسواق المالية وتعزيز مستوى كفاءتها وإصلاحها وذلك من خلال فتح الأسواق المالية وأسواق رأس المال أمام الشركات الأجنبية⁵.

وعلى العموم فالمقصود بالتحرير المالي هو إلغاء كافة أشكال القيود والضوابط المفروضة من طرف الدولة على تدفقات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عملية ضمان الموارد المالية وتوزيعها وتخصيصها بما ينعكس إيجابا على كفاءة القطاع المالي التي تنعكس بدورها على أداء الأسواق المالية المحلية⁶.

2. **أهمية سياسات التحرير المالي:** تكمن أهمية سياسات التحرير المالي المنتهجة من طرف البلدان النامية في النقاط التالية⁷:

- تحرير أسعار الفائدة وإزالة السقف المفروض عليها يمكن من الحصول على معدلات فائدة حقيقية موجبة مما يحفز الإدخار المحلي، وبالتالي توفير موارد مالية إضافية للاستثمار كما يسمح بتحفيز النمو الاقتصادي؛

¹ - بلقاسم بن علال (2014)، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية، دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (1990-2011)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، المجلد الأول، العدد الثاني/ ديسمبر 2014، ص280.

² - بن بوزيان محمد وآخرون (2010)، مرجع سبق ذكره، ص6.

³ - Ucer, E.M. (1997), **Notes on financial liberalization**, proceeding of the seminar of macroeconomic management new methods and current policy issues, held in Tutkey, P1.

⁴ - حسن كريم حمزة (2011)، مرجع سبق ذكره، ص53

⁵ - Fouzi Abderzag, Balbal Hasnaoui (2015), **The Impact of Financial Liberalization on the Stability of the Financial System in Emerging Markets**, Mediterranean Journal of Social Sciences, Vol 6 No 6, November 2015; P23.

⁶ - أنظر رمزي زكي (1999)، العولمة المالية، الإقتصاد السياسي لرأس المال الدولي (رؤية من البلاد النامية)، دار المستقبل العربي، القاهرة- مصر.

⁷ - بن بوزيان محمد وآخرون (2010)، مرجع سبق ذكره، ص6.

- تمكين القطاع الخاص من زيادة حصته في الائتمان بعدما كان مهمش في ظل سياسة الكبح المالي ويعتمد في تمويله على الموارد الخاصة أو القطاع المالي الغير رسمي؛
- التقليل أو الحد من تدخلات الدولة في النشاطات الاقتصادية والمالية يساهم في اختفاء الاستثمارات ذات المردودية الضعيفة، ويوفر التمويل الخارجي للمؤسسات الاقتصادية المحلية إلى جانب التمويل الذاتي لها مما يقلل من دور القطاع المالي غير الرسمي في اقتصاديات الدول النامية¹؛
- يمكن للتحرير المالي الرفع من فعالية الوساطة المالية والمصرفية والتي تؤدي إلى إنخفاض تكلفة الوساطة المالية بين المقرضين والمقترضين؛
- يتوقع أن تؤدي عملية التحرير المالي الداخلي إذا ما تمت بنجاح إلى زيادة العمق المالي، بمعنى زيادة نسبة النقود بمعناها الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل الإدخار المحلي، وزيادة كفاءة تخصيص الائتمان².

3. أهداف سياسة التحرير المالي: إن تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية يمكن أن تؤدي إلى تحقيق الأهداف التالية:³

- تعبئة الموارد المالية المحلية والأجنبية لتمويل الإقتصاد وزيادة معدلات الاستثمار؛
- رفع فعالية الأسواق المالية لتكون قادرة على مواجهة المنافسة الدولية وخلق علاقة بين الأسواق المالية المحلية والدولية؛
- توفير بيئة مالية ومصرفية تنافسية في السوق النقدية والحد من الاحتكارات المالية والمصرفية، والتقليل من الحواجز والعراقيل التي تحول دون التوسع في أنشطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى؛
- تمكين البنوك المحلية من تطوير خدماتها وزيادة قدراتها التنافسية داخليا وخارجيا، وجعل النظام المصرفي أكثر قوة لمواجهة ظروف وتحديات التطورات المالية العالمية؛
- تحرير التجارة الخارجية وتسهيل انضمام الدول النامية إلى المنظمة العالمية للتجارة؛
- تمكين البنوك والمؤسسات المالية المحلية من الاندماج في الأسواق المالية العالمية؛
- التحرير المالي للقيود المفروضة على المعاملات الداخلية والخارجية يعمل على زيادة المنافسة بين الأنظمة المالية الوطنية ويسمح للمقيمين بتكوين المحافظ الدولية المتنوعة مع الحد من المخاطر المالية⁴.

الفرع الثاني: خطوات التحرير المالي وشروط ومتطلبات نجاحه

1. خطوات ومنهج التحرير المالي: يأخذ التحرير المالي عند تطبيقه في دول العالم أحد الشكلين:

التحرير الجزئي: والذي يقصد به قيام الدولة بإزالة بعض القيود على القطاع المالي بينما تحتفظ بقيود على بعضها الآخر، وهذا الشكل من التحرير يحمي الدولة من الأزمات والتقلبات الاقتصادية العالمية، لكنه يمكن أن يجرمها في الوقت ذاته من المكاسب التي تنجم عن التحرير الكلي للقطاع المالي؛

¹ - بن علال بلقاسم (2014)، سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها، دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية (1980-2010)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، 2013-2014، ص75.

² - العقرب كمال، بلوكاريف نادية (2016)، مرجع سبق ذكره، ص179.

³ - بن علال بلقاسم (2014)، سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها، دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية (1980-2010)، مرجع سبق ذكره، ص74.

⁴ - Foudeh, M. (2007), **Op-cit** ; P18.

التحرير الكلي: ويقصد به قيام الدولة بتحرير القطاع المالي من كافة القيود على كل من الإئتمان المحلي، معدل الفائدة، حساب رأس المال وتحرير الأسواق المالية، أما من حيث المنهج فتتبع الدول منهجين في عملية التحرير المالي الكلي:¹

✓ **منهج التحرير السريع:** أوصى المؤيدون الأوائل للتحرير المالي بضرورة إزالة كافة أشكال القيود في وقت واحد، وهو المنهج الذي اتبعته كل من الأرجنتين، الأوروغواي، المملكة المتحدة ونيوزيلندا في فترة السبعينات، حيث قامت هذه الدول بإزالة معظم القيود على قطاعها المالية خلال فترة قصيرة، لكن هذه الطريقة لم تحقق الأهداف المرجوة منها في حين استطاعت المملكة المتحدة ونيوزيلندا الاستفادة من مكاسب التحرير بآت جهود الأوروغواي والأرجنتين بالفشل، حيث تبين أنه كان على الدول التي فشلت في تحرير قطاعها المالي القيام بسياسات إصلاحية قبل بداية عملية التحرير، لذا ينصح باستخدام هذا المنهج في الدول ذات الأنظمة المالية القوية والتي تمتلك أدوات رقابية صارمة؛

✓ **منهج التحرير التدريجي:** إن فشل تطبيق منهج التحرير الكلي السريع في كثير من البلدان النامية على خلفية الأزمات المالية التي تعرضت لها جعلتها تتخلى عن هذا المنهج وتبني منهج التحرير التدريجي، إذ أن تجارب بلدان المخروط الجنوبي لأمريكا اللاتينية أشارت إلى أنه كي يستطيع بلد ما تحقيق الاستمرار في قابلية حساب رأس المال للتحويل، وتقليل المخاطر المقترنة به، يتعين عليها انتهاز سياسات تنظيمية قبل تقرير انفتاح القطاع المالي، لأن التدرج في عملية التحرير يساعد في كسب الوقت لإحداث تغييرات هيكلية في الأسواق المالية كي تستطيع العمل في المناخ الدولي.

2. شروط ومتطلبات نجاح تطبيق سياسات التحرير المالي

يتفق أغلب الباحثين على أن نجاح سياسة التحرير المالي يتوقف على ضرورة توفر مجموعة من الشروط والمتطلبات التي يجب مراعاتها قبل الشروع في إجراءات إزالة القيود والتحرر المالي، إذ يجب أن تؤخذ تدابير التحرير المالي في الحسبان الظروف الاقتصادية والسياسية المحلية، ويجب أن تتكامل بسياسات محلية ملائمة وأن تصطحب ببناء المؤسسات والقدرات قبل البدء بعمليات التحرير المالي، وهناك إجماع على أولوية البدء بإجراءات التحرير المالي الداخلي قبل الخارجي²، وقد أقر ذلك *Mc Kinnon* بعد جملة الانتقادات التي تعرضت لها نظرية التحرير المالي وفشل تطبيق هذه السياسة لدى بعض الدول النامية على غرار ما وقع للشيلي، ما دفعه إلى بناء نموذج جديد سنة 1991 ركز فيه على عنصرين مهمين اعتبرهما كشرط أساسي لتطبيق ونجاح سياسة التحرير المالي يتمثل أولهما في استقرار الاقتصاد الكلي، أما الشرط الثاني فيتمثل في التدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي دون إهمال الرقابة على الأنظمة المصرفية³، لتتوالى بعد ذلك عديد الأبحاث والدراسات لتأكيد ما جاء به *Mc Kinnon* ولعل أهم الشروط اللازمة لنجاح سياسة التحرير المالي تتمثل في:

✓ **استقرار الاقتصاد الكلي:** ومن أهم ركائز الاستقرار الاقتصادي انخفاض معدل التضخم، إذ أن ارتفاع قيمة هذا الأخير تؤدي إلى انخفاض قيمة العملة وارتفاع أسعار الفائدة، وبالتالي خسارة كبيرة في الاقتصاد مما يعرقل النمو الاقتصادي ويساهم في إضعاف النظام

¹ - العقريب كمال، بلوكاريف نادبة (2016)، مرجع سبق ذكره، ص 177-178.

² - حسن كريم حمزة (2011)، مرجع سبق ذكره، ص 58.

³ - بلغامي نبيلة، سحنون جمال الدين (2017)، التحرير المالي وانعكاساته على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسين بن بوعلي، الشلف، العدد 17، السداسي الثاني 2017 (ص 317-330)، ص 321.

المصرفي والتأثير على التحرير المالي¹، وتولى الأهمية في ذلك إلى سياسة نقدية موجهة نحو الاستقرار، سياسة مالية فعالة وأسعار الصرف تدعم الاستقرار المالي بالإضافة إلى توافر قطاع مالي كفاء ومستقر²؛

✓ **التدرج والسرعة في تطبيق سياسة التحرير المالي:** أثبتت الدراسات أن التدرج في تطبيق عمليات التحرير المالي تؤدي إلى تحفيز النشاط الاقتصادي والحفاظ على استقرار المتغيرات الاقتصادية، لذا ينبغي الانطلاق في سياسة التحرير المالي من المستوى المحلي بقطاعيه الحقيقي والمالي ليتم بعدها الانتقال إلى المستوى الخارجي³؛ بحيث القطاع الحقيقي يتم فيه ترك الأسعار تتحرك وفق قوى السوق، وفرض ضرائب مباشرة وغير مباشرة وبطريقة عقلانية على المؤسسات ورفع الدعم على الأسعار وتطبيق سياسة الخصوصية، أما القطاع المالي فيتم فيه عدم وضع رقابة وقيود على تدفق وانتقال رؤوس الأموال في التجارة الخارجية على المدى القصير؛

✓ **التنظيم والإشراف الحذر على الأسواق المالية:** لكي نقوي استقرار القطاع المالي يجب أن نعلم أن كل مؤسسة مالية تقوم بالوساطة تمر بمخاطر تحتاج إلى تنظيم وإشراف جدي وفعال، وأن هذا الأخير هام بالنسبة للبنوك لأن فشل أحد المؤسسات المالية أو أكثر يمكن أن يؤدي إلى أزمة في السوق كله نتيجة لفقدان الثقة في البنوك، مما يؤدي إلى سحب ما فيها من أموال المودعين والمقترضين بما يمكن أن يزعزع استقرار الاقتصاديات الكلية والنشاط الاقتصادي؛

وقد أصبح الإشراف والتنظيم الجدي ضروري في الأسواق المالية المفتوحة لأن الاعتماد المشترك للإقتصاديات الكلية والاستقرار المالي يزداد في المناخ المتحرر، وفي نفس الوقت المنافسة تستأصل الربوع التي ساعدت القطاع المالي على امتصاص الأخطاء الإدارية أو السياسات في الماضي، ومع التحرير المالي وخاصة تحرير تجارة الخدمات المالية فإن الإشراف الفعال يساعد على تحسين توجيه المؤسسات المالية ويحدد المشكلات في مرحلة مبكرة، وهذا يسمح بالمزيد من الوقت لاتخاذ تدابير إصلاحية وبذلك يجد من احتمال ودرجة الصعوبات التي تواجه القطاع المالي⁴.

✓ **الاستقرار السياسي:** يؤثر الاستقرار السياسي دون شك على نجاح عملية التحرير المالي، وذلك من خلال الثقة التي توليها السلطات العمومية للأجانب ومصداقية التزاماتها وتشريعاتها، حيث أن إلغاء القيود على تدفقات رؤوس الأموال لا يسمح بدخول أموال للدخل بقدر ما يسمح الاستفادة منها في الداخل، بل إلغاء القيود مع عدم الاستقرار قد يؤدي إلى خروج الأموال إلى الخارج لأن المستثمر لا يميل إلى المخاطرة⁵.

الفرع الثالث: تحليل مؤشرات التحرير المالي

ينظر الكثير من الباحثين والخبراء الاقتصاديين إلى أنه مهما اختلفت إجراءات وخطوات سياسة التحرير المالي إلا أنه يمكن

$$شملها في ثلاث جوانب رئيسية وفق المعادلة التالية: LF = \frac{1}{3} \times LSBI + \frac{1}{3} \times LMF + \frac{1}{3} \times LCC$$

¹ - محمد شويكات، نورة زيان (2017)، علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2013)، دراسة قياسية باستخدام التكامل المتزامن، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور الحلفة، المجلد 8، العدد 1، ص 110.

² - بلغامي نبيلة، سحنون جمال الدين (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 321.

³ - غزوي سليمة (2018)، أثر التحرير المالي والانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي في الجزائر (دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2014)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2017-2018، ص 48.

⁴ - بربري محمد الأمين (2008)، التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، 11-12 مارس 2008، ورقلة، ص 9-10.

⁵ - محمد شويكات، نورة زيان (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 111.

1. تحرير النظام المالي الداخلي (LSBI): يعتبر التحرير المالي الداخلي خطوة تسبق التحرير المالي الخارجي، وهو يشمل تحرير الجهاز المصرفي، ويرتكز هذا النوع من التحرير على ثلاث نقاط جوهرية تتمثل أساسا في:

- تحرير معدلات الفائدة: والذي يتم من خلال الحد من الرقابة المتمثلة في وضع سقف عليا لمعدلات الفائدة الدائنة والمدينة والتخلي عن سياسة التحديد الإداري لها، وتركها تتحدد في السوق بالالتقاء بين عارضي الأموال والطلبين عليها للإستثمار مع الملائمة بين الاستهلاك والانفاق الاستثماري¹؛
- تحرير القروض: ويتحقق ذلك عن طريق الحد من عملية توجيه الإئتمان نحو القطاعات التي تعتبرها الحكومة ذات أولوية للتمويل على حساب قطاعات أخرى، والحد من وضع سقف ائتمانية على القروض الممنوحة لبعض القطاعات، بالإضافة إلى إلغاء أو خفض نسب الاحتياطات الإجبارية المفروضة على البنوك التجارية²؛
- تحرير المنافسة البنكية: ويتحقق ذلك من خلال إعطاء الفرصة للبنوك والمؤسسات المالية الأجنبية لممارسة نشاط الوساطة المالية إلى جانب البنوك والمؤسسات المالية المحلية، الأمر الذي من شأنه تعزيز المنافسة داخل النظام المالي بما ينعكس إيجابيا على نوعية الخدمات المالية المقدمة من طرفه³؛

2. تحرير الأسواق المالية (LMF): يتم تحرير الأسواق المالية من خلال إزالة كافة أشكال القيود والعراقيل التي تحول دون تمكين المستثمر الأجنبي من حيازة أو امتلاك الأصول والأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات المالية المحلية⁴، والمتداولة في بورصة القيم المنقولة كالأسهم والمشتقات المالية والحد من إجبار توطين رأس المال وأقساط الأرباح والفوائد، أي إلغاء الحواجز أمام خروج الأموال الأجنبية المستثمرة في الداخل والأرباح الناتجة عنها⁵.

3. تحرير حساب رأس المال (LCC): اتجهت معظم الدول نحو تحرير معاملاتها المالية لأنها جزء من عالم لم تعد فيه إزالة الحواجز والحدود خيارا بل واقعا تلعب فيه الأسهم والسندات ومنتجات الهندسة المالية دورا هاما، ويعتبر تحرير حساب رأس المال أحد أهم جوانب التحرير المالي وذلك بإلغاء القيود على التدفقات والمعاملات في حساب رأس المال لميزان المدفوعات⁶، وعدم تدخل السلطات النقدية في تحديد معدل صرف العملة المحلية، وحرية التعامل بمختلف أشكال رؤوس الأموال كالأستثمارات الأجنبية المباشرة وأستثمارات المحافظ المالية كالأسهم والسندات، المعاملات المتعلقة بالثروات الشخصية، المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، المعاملات المتعلقة بالديون كالقروض البنكية والالتزامات والتسهيلات الائتمانية المقدمة من الدول المتقدمة إلى الدول النامية.

¹ - بن علال بلقاسم (2014)، سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها، دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية (1980-2010)، مرجع سبق ذكره، ص77.

² - دليلة بوزيان، محمد رضاني (2017)، أثر تحرير المتغيرات المالية الأساسية على النمو الاقتصادي، دراسة تحليلية قياسية لحالة الجزائر (1999-2015)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة عمار التليجي، الأغواط، المجلد 8، العدد 3 جوان 2017، ص163.

³ - غربي ناصر صلاح الدين (2007)، سياسة التحرير المالي في الدول النامية، دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2006-2007، ص40.

⁴ - بن بوزيان محمد وآخرون (2010)، مرجع سبق ذكره، ص8.

⁵ - دليلة بوزيان، محمد رضاني (2017)، مرجع سبق ذكره، ص164.

⁶ - سمية بلجليلة، أحمد بوراس (2018)، أثر المؤشرات المالية على معدل النمو الاقتصادي في ظل سياسات التحرير المالي، دراسة قياسية لحالة الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2013)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، المجلد الخامس، العدد الأول، جوان 2018، ص234.

المطلب الثالث: التحرير المالي وتجارة الخدمات المالية

تعد سياسة تحرير التجارة والاستثمار في قطاع الخدمات المالية جزءاً أو مجموعة فرعية من سياسة التحرير المالي الشامل، فالغرض من تحرير تجارة الخدمات المالية هو زيادة فرص الوصول إلى الأسواق المالية وإزالة الحواجز التمييزية وغيرها من القيود التي تعيق المنافسة الأجنبية، في مقابل ذلك فإن الهدف الرئيسي لسياسة التحرير المالي هو إزالة التشوهات في النظم المالية المحلية التي تعيق المنافسة وتخصيص رأس المال للإستخدامات الأكثر إنتاجية وربحية، وفيما يلي سوف نحاول تحليل العلاقة بين مختلف جوانب التحرير المالي (فتح حساب رأس المال وإصلاح المالية المحلية (capital account opening and domestic financial reform) وتجارة الخدمات المالية¹.

الفرع الأول: التحرير المالي: العلاقة بين تدفقات رأس المال وتجارة الخدمات المالية

عندما يتم مناقشة موضوع التحرير المالي يجب التمييز بين تحرير حساب رأس المال الذي يعتبر جوهر عملية التحرير المالي وبين تحرير تجارة الخدمات المالية، وقد أثار هذا الموضوع الكثير من الجدل في أوساط الباحثين الأكاديميين والمحللين والمختصين خلال الفترة التي عقبها الأزمة الآسيوية الأخيرة سنة (1997-1998)، إذ لم تتوصل النقاشات التي دارت حول الأسباب الحقيقية لهذه الأزمة لتحليل وتفصيل دقيق للفرق بين تدفقات رأس المال عبر الحدود ومعاملات الخدمات المالية التي يتم من خلالها نقل رأس المال، خاصة وأن تلك الفترة اتسمت بتدفقات هائلة لرؤوس الأموال الدولية وفتح الأسواق المالية المحلية أمام موردي الخدمات الأجانب، ليتم إلقاء اللوم بشكل كبير على برنامج التحرير المالي الضخم التي تبنته أسواق الدول النامية آنذاك، وفيما يلي نحاول تحليل العلاقة بين تدفقات رأس المال وتجارة الخدمات المالية².

1. تدفقات رأس المال وتحرير حساب رأس المال (Capital Flows and Capital Account Liberalization):

تنطوي تدفقات رأس المال على حركة رأس المال عبر الحدود (cross-border movement of capital)، وتحدث تدفقات رأس المال إلى الداخل (Capital inflows) عندما يكون هناك دفع مبلغ من المال من طرف الأجانب بما في ذلك زيادة الأصول الأجنبية في الدولة أو انخفاض أصول الدولة في الخارج، من ناحية أخرى تتخذ أشكال تدفقات رأس المال إلى الخارج (Capital outflows) إما زيادة في أصول الدولة المحتفظ بها في الخارج أو انخفاض في الأصول الأجنبية داخل الدولة، وكلاهما ينطوي على دفع للأجانب. في بيان ميزان المدفوعات الخاص بالدولة يتم تسجيل بنود الائتمان والخصم الناشئة عن التدفق الداخلي والخارجي لرأس المال في سياق المقبوضات والمدفوعات الدولية (international receipts and payments)، بما في ذلك الاستثمار المباشر والقروض واستثمار الأوراق المالية، ضمن "حساب رأس المال"، على عكس "الحساب الجاري" الذي يسجل بنود المعاملات المتكررة في سياق التبادل الدولي للسلع والخدمات وكذلك التحويلات من جانب واحد³.

¹ - Haddad, M. E., & Stephanou, C. (Eds.). (2010). *Financial services and preferential trade agreements: lessons from Latin America*. The World Bank. P3.

² - Wang, J. (2007). *Op-cit* ; P212.

³ - *Ibid*; P212

2. تدفقات رأس المال وتجارة الخدمات المالية (Capital Flows and Financial Services Trade):

يشير تحليل الأنماط (الطرق) الأربعة لتوريد الخدمات حسب ما تنص عليه الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، أن التجارة في الخدمات المالية لا تنطوي بالضرورة على تدفقات رأسمالية ضخمة، وأن تحرير الخدمات المالية لا يتطلب التخلي عن قيود وضوابط رأس المال¹. ويؤكد هذا الطرح (Claessens, S., Jansen, M (2000) الذي يرى بأن هناك حاجة إلى درجة معينة من حرية حركة رأس المال من أجل التدويل الفعلي والفعال (effective and efficient internationalization)، لا سيما فيما يتعلق بتوفير الخدمات المالية عبر الحدود وأيضًا الخدمات المالية التي تقدمها الشركات المالية الأجنبية محليًا ومع ذلك، لا يتطلب التدويل الانتقال إلى حساب رأسمالي مفتوح بالكامل كما هو الحال بالنسبة لدولة شيلي التي فتحت حسابها الرأسمالي تمامًا للشركات المالية الأجنبية ولكنها حافظت حتى إلى وقت قريب على بعض الضوابط على تحركات رأس المال عبر الحدود².

عندما تقوم دولة ما بإزالة القيود المفروضة على حركة رأس المال عبر الحدود نقول أن هذه الدولة قد أجرت تحرير حساب رأس المال، والذي يمكن تعريفه على أنه "التحرر من الحظر المفروض على المعاملات في حسابات رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات"، والجدول الموالي يقدم تفصيلًا للعلاقة بين تدفقات رأس المال وتجارة الخدمات المالية.

جدول رقم (1-6): المقارنة بين تدفق رأس المال الدولي وتجارة الخدمات المالية

البيان	رأس المال المحلي فقط	رأس المال الدولي فقط
الإقراض من طرف البنوك المحلية	(1) لا تدفق لرأس المال الدولي ولا تجارة الخدمات المالية	(2) تدفق رأس المال الدولي فقط
الإقراض من قبل البنوك الأجنبية في الخارج	(3) تجارة الخدمات المالية فقط	(4) تدفق رأس المال الدولي وتجارة الخدمات المالية
الإقراض من قبل بنك أجنبي مقيم	(5) تجارة الخدمات المالية بالإضافة إلى الإستثمار الأجنبي الوارد إلى الداخل	(6) تدفق رأس المال الدولي، تجارة الخدمات المالية والإستثمار الأجنبي المباشر

Source : Jiangyu Wang. (2007), **Financial Liberalization and Regulation in East Asia: Lessons from Financial Crises and the Chinese Experience of Controlled Liberalization**, Journal of World Trade 41(1): 211-241, P215 (بتصرف)

فالتنتيجة المستخلصة من الجدول أعلاه بخصوص العلاقة بين تدفقات رأس المال وتجارة الخدمات المالية هي أنه بمجرد فتح السوق المحلية أمام موردي الخدمات المالية الأجنبي، والسماح للبنوك الأجنبية سواء كانت مقيمة أو غير مقيمة بتقديم قروض بالعملة المحلية أو الأجنبية، فإننا أمام ما يصطلح عليه بـ "تجارة الخدمات المالية". وخلاصة لما سبق، فإن جوهر التمييز بين تحرير الخدمات المالية وتحرير حساب رأس المال هو أن تحرير الأول لا يستلزم بالضرورة تحرير الثاني، فبموجب الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS) فإن التزامات الوصول إلى الأسواق ذات الصلة بالنمط الأول "التجارة عبر الحدود" المقدمة من قبل عضو في منظمة

¹ - Jiangyu Wang. (2007), **Op-Cit** ; P211.

² - Claessens, S., & Jansen, M. (2000). **The internationalization of financial services: Issues and lessons for developing countries: Overview**. The internationalization of financial services: issues and lessons for developing countries, Kluwer law international, The Hague. P13.

التجارة العالمية تتطلب السماح بحركة رأس المال عبر الحدود فقط إذا كان تدفق رأس المال في هذه الحالة هو "جزءًا أساسيًا من توريد الخدمة نفسها". أما فيما يتعلق بالنمط الثالث "التواجد التجاري" فتتنص اتفاقية الجاتس على أن البلد العضو ملزم بالسماح بتدفق رأس المال إلى أراضيه من أجل هذا الغرض، إلا أنها لم تفصل بشكل دقيق إن كان هذا يشير فقط إلى رأس المال والمعدات من أجل إنشاء بنك، فرع، وكالة، أو يشمل أيضا تدفقات رأس المال المرتبطة بتوفير الخدمة، وفي كلتا الحالتين فإن هذا لا يشير إلى موضوع تحرير الخدمات وهو رأس المال الدولي غير المرتبط بتقديم الخدمة نفسها، أي قرض يتم تحويله من خلال مؤسسة مالية. ومما سبق نستخلص كذلك ما يلي¹:

- ✓ يعد تحرير الخدمات المالية وتحرير حساب رأس المال أمرين منفصلين في الأساس، وحتى التحرير الكامل في الخدمات المالية لا يعني بالضرورة التحرير الكامل لحساب رأس المال؛
- ✓ فتح وتحرير سوق الخدمات المالية يمكن أن يتعايش مع الضوابط والترتيبات المفروضة على تدفقات رأس المال.
- ✓ تحرير حسابات رأس المال وتحرير الخدمات المالية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالمعنى الاقتصادي لأن "كلاهما عنصران في اقتصاد فعال قائم على السوق".

الفرع الثاني: التحرير المالي: العلاقة بين تحرير المالية المحلية وتجارة الخدمات المالية

يعتبر تحرير التجارة في الخدمات المالية أمر ضروري ومهم لعصرنة وتطور النظام المالي (but is not a panacea)، إذ يرى (Haddad, M. E, & Stephanou, 2010) أن التحرير أمر مرغوب فيه لخدمة احتياجات التنمية للنظام المالي المحلي من خلال تحسين الكفاءة وتخصيص الموارد والمنافسة العادلة مع مقدمي الخدمات الأجانب، لكن من المحتمل أن تعظيم المكاسب من وراء ذلك تعتمد بشكل حاسم على مدى جاذبية السوق المحلية، والتي ستحدد إلى أي مدى يستفيد مقدمو الخدمات المالية الأجانب بالفعل من فرصة الدخول، لذا فالتزام الحكومة بالإصلاحات التنظيمية التكميلية - اعتماد المعايير الاحترازية الدولية، وإلغاء تدابير القمع المالي، وتعزيز البنية المالية التحتية (حقوق الدائنين، ومكاتب الائتمان، وسجلات الضمانات، ومعايير المحاسبة والمراجعة ، وأنظمة الدفع وما شابه) - قد يكون ذا أهمية كبيرة ليس فقط في ضمان ألا يؤدي التحرير إلى زعزعة استقرار النظام المالي المحلي ولكن أيضاً في جذب فاعلين أجانب جدد (new foreign players)².

- ولا شك أن الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات قد لعبت دوراً كبيراً في التقدم الذي أحرزته حكومات الدول النامية في تحرير أنظمتها المالية المحلية في سياق جملة الإصلاحات المالية والاقتصادية التي انتهجتها، وقد أشار في هذا الصدد Goncalves, M. (2007) إلى العوامل التي ساعدتها في تحقيق هذا التقدم، وأبرزها في النقاط التالية³:
1. من جانب واحد عندما تقرر هذه البلدان فتح أنظمتها المالية للمنافسة الدولية، ويتم ذلك عادةً في سياق إصلاحات محلية بعيدة المدى؛
 2. أو من خلال دخول هذه البلدان في اتفاقيات التجارة التفضيلية سواء كانت ثنائية أو متعددة الأطراف، يتم فيها التفاوض على إزالة الحواجز أمام التجارة والاستثمار على أساس متبادل وتفضيلي؛
 3. وأخيراً من خلال الالتزامات المحددة على المستوى متعدد الأطراف في إطار اتفاقية (GATS) تحت مظلة منظمة التجارة العالمية.

¹ - Jiangyu Wang. (2007), **Op-Cit** ; P216.

² -Haddad, M. E, & Stephanou, C. (Eds.). (2010), **Op-Cit** ; P3.

³ - Goncalves, M. P., & Stephanou, C. (2007). (2007) , **Financial Services and Trade Agreements in Latin America and the Caribbean : An Overview, World Bank Policy Research Working Paper 4181**, April , P13.

إذن إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية تعتبر دعامة أساسية في تعزيز عملية التحرير المالي المحلي، وهو ما أكدته سلسلة المفاوضات المتعددة الأطراف حول الالتزامات المحددة المقدمة من طرف الدول الأعضاء بخصوص مواضيع تتعلق بالتحالفات (coalition)، النقابات (unionization)، التنمية المالية وجودة اللوائح الإحترازية أو ما يعبر عن مستوى الإلتزامات في الخدمات المالية¹، هذا وقد أشارت منظمة التجارة العالمية (2004) إلى أن تحرير التواجد التجاري للبنوك الأجنبية يمكن أن يؤدي إلى خلق المزيد من الضغوطات على تنافسية البنوك المحلية مما يؤدي إلى انخفاض كبير في تكاليفها العامة بعد دخول البنوك الأجنبية، لذلك يمكن القول أن تحرير التجارة في الخدمات المالية يؤدي إلى تحسين فعالية البيئة المالية المحلية².

إن عولمة الخدمات المالية التي تتم من خلال فتح الأسواق وتحرير المنافسة بين موردي الخدمات المحليين والأجانب، وما ينجر عن ذلك من دخول للبنوك الأجنبية والمؤسسات المالية الأخرى إلى أسواق الدول النامية، إذ وبالرغم من تواجد هذه الأخيرة في الأسواق المحلية إلا أن ذلك لا يمنع من تحقيق جملة من المكاسب على غرار تسهيل وصول الشركات المحلية لاسيما الصغيرة والمتوسطة منها إلى مصادر التمويل الخارجي والابتكار المالي والاستفادة من نقل التكنولوجيا والمهارات (Levine, 1996, Claessens and Glaessner, 1998)، كما أن المنافسة المتزايدة تؤدي إلى خفض تكلفة الخدمات المالية للأسر والشركات والحكومات، وزيادة الضغوطات على الحكومات ما يدفعها إلى تعزيز النظم القانونية والتنظيمية والرقابية³، إلا أن هذه المزايا تتناسب ومدى توافر وهيئة حكومات الدول النامية للبيئة المؤسسية والقانونية الملائمة لذلك، فلا شك أن جودة المؤسسات المحلية مهمة بشكل خاص للشركات للحصول على فوائد من تحرير حساب رأس المال خاصة في الاقتصاديات ذات المؤسسات منخفضة الجودة (Ju and Wei, 2011 ; Ding et al, 2018)⁴، إذ كثيرا ما أدى تبنى الدول النامية لسياسة التحرير المالي إلى تحديات كبيرة فرضت على صانعي السياسات في مجال إدارة وتيرة التحرير (managing liberalization pace) وتطوير مهارات الإشراف وإدارة السياسة النقدية⁵.

وأخيرا يمكن القول أن عمليتا التدويل وإلغاء الضوابط المالية المحلية (internationalization and domestic financial deregulation) يعزز كل منهما الآخر، لكنهما غير كافيتين لتعزيز مكاسب التحرير التي تنبغي أن تدعم بالإطار المؤسسي والقانوني الملائم وبأجهزة رقابة وإشراف فعالة، واستخدام السوق في ضبط سلوك المؤسسات المالية (disciplining financial institutions) خاصة من خلال المحتوى المعلوماتي، الإفصاح وتحسين معايير حوكمة المؤسسات المالية⁶.

الفرع الثالث: العلاقة بين تجارة الخدمات المالية وتدفقات رأس المال واستقرار النظام المالي

يرى Kono, M., & Schuknecht, L. (1999) أن تحرير تجارة الخدمات المالية يمكن أن يساهم في تقوية أو إضعاف القطاعات المالية في الدول النامية، من خلال ثلاث قنوات رئيسية هي: بناء القدرات المالية (capacity building)، تدفق رأس

¹ - Ching-Yang Liang. (2014), What Determines Trade Liberalization in Banking Services under the WTO?, Journal of Applied Finance & Banking, vol. 4, no. 4, 2014, 15-38, P16.

² - Ibid, P16.

³ - Pierre Sauvé. (1999), The Benefits of Trade and Investment Liberalisation: Financial Services, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank). P182-183.

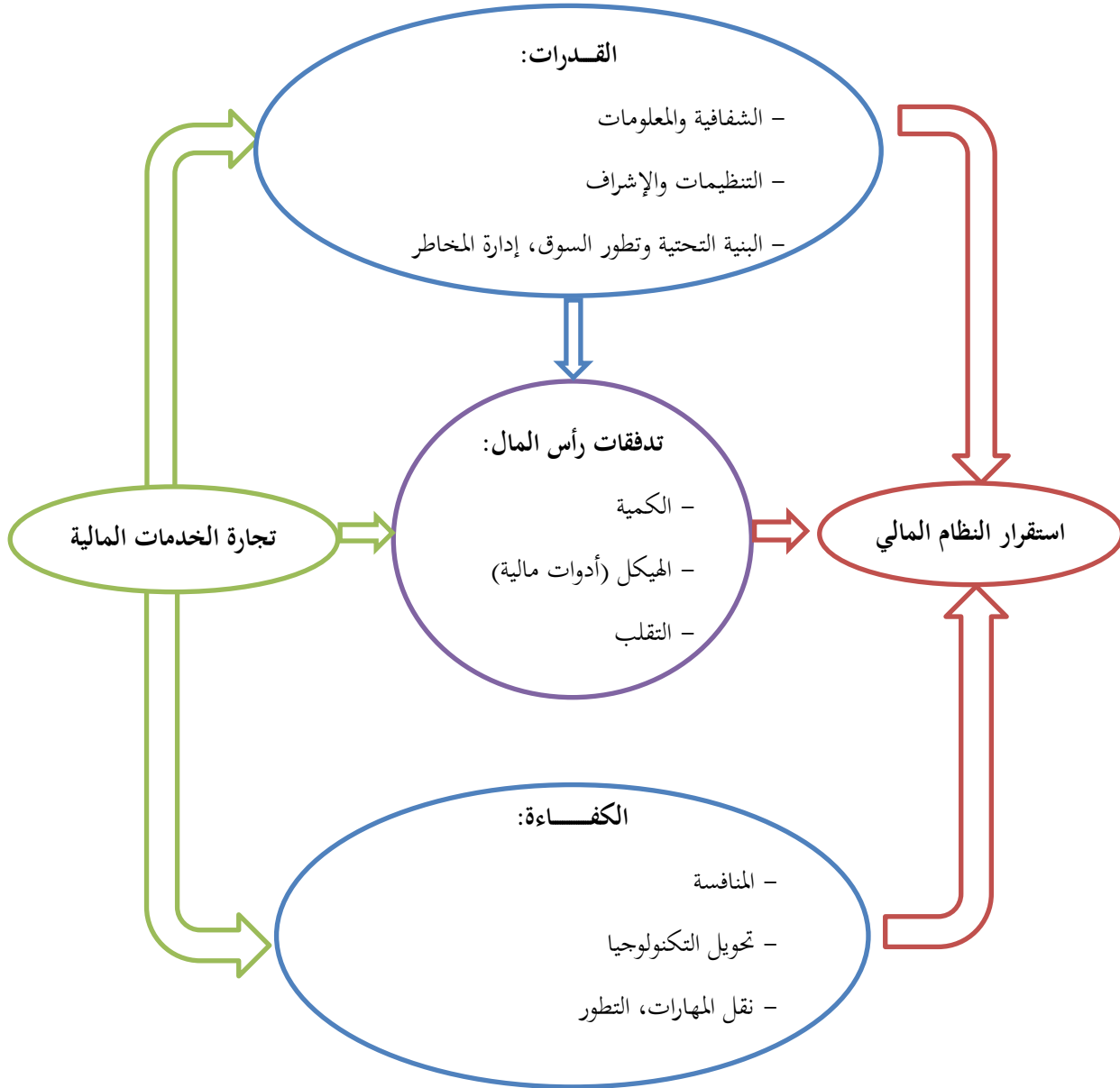
⁴ - Ding, H., Jin, Y., Koedijk, K. G., & Wang, Y. (2020). Valuation Effect of Capital Account Liberalization: Evidence from the Chinese Stock Market. Journal of International Money and Finance 102208, P2.

⁵ - Liu, L. G. (2005). The impact of financial services trade liberalization on China. Research Institute of Economy, Trade and Industry, RIETI Discussion Paper Series. P2.

⁶ - Claessens, S., Jansen, M., World Trade Organization., & World Bank. (2000). Op-Cit ; P03.

المال (capital flows) وتعزيز الكفاءة (efficiency enhancement)، حيث يُستخدم مصطلح "بناء القدرات capacity building" بمعناه الواسع، في إشارة إلى تأثير تجارة الخدمات المالية على الهياكل المؤسسية مثل البنية التحتية، تنمية السوق، التنظيمات التحوطية والإشراف، والشفافية، وبناء القدرات أمر لا بد منه لاستقرار القطاع المالي¹، والشكل الموالي يوضح ذلك.

شكل رقم (1-4): العلاقة بين تجارة الخدمات المالية وتدفقات رأس المال واستقرار النظام المالي



Source : Kono, M., & Schuknecht, L. (1999). **Financial services trade, capital flows, and financial stability** (No. ERAD-98-12). WTO Staff Working Paper. P9 (بتصرف)

فكما سبق وأن أشرنا إلى أن تحرير تجارة الخدمات المالية لا يتطلب بالضرورة التحرير الكلي لرأس المال، لكن إلى الحد الذي تحفز فيه التدفقات الرأسمالية التي يمكن أن تكون لها آثار إيجابية من خلال تخصيص الموارد المالية بشكل أفضل، توفير رأس المال الذي

¹ - Kono, M., & Schuknecht, L. (1999). *Financial services trade, capital flows, and financial stability* (No. ERAD-98-12). WTO Staff Working Paper. P8.

تشتد الحاجة إليه وتوزيع المخاطر عبر الحدود، فعلى سبيل المثال يمكن أن يؤدي تحرير تجارة الخدمات المالية إلى تشجيع الإقراض قصير الأجل من الخارج، وفي ظل نظام مالي ضعيف يؤدي ذلك إلى تفاقم الصعوبات المالية التي بدورها تؤدي إلى حدوث أزمات مالية.

من جهة أخرى فإن تحرير تجارة الخدمات المالية يمكن أن يكون له تأثير داعم للمنافسة (Pro-competitive) فهو يساعد في تعزيز، تطوير واستقرار النظم المالية على المدى الطويل، ففتح السوق من خلال تحرير التواجد التجاري مثلا (النمط الثالث) يؤدي إلى تدفقات مالية أقل تقلبا وقطاعات مالية أكثر استقرارا من تحرير التجارة عبر الحدود (النمط الأول)، إذ أن وجود مؤسسات مالية أجنبية تعمل جنبا إلى جنب مع المؤسسات المالية المحلية في بيئة أكثر تنافسية يمكن أن يساعد على¹:

1. تحسين وتطوير البيئة المؤسسية من خلال تحسين الوصول إلى المعلومات والشفافية مما يؤدي إلى انخفاض التكاليف.
2. خلق ضغوطات على حكومات الدول النامية من أجل تقوية الإطار التنظيمي، الرقابي والإشرافي.
3. توفر المؤسسات المالية الأجنبية هيكل تمويل متوازن وفعال (من حيث نوع الأدوات المالية والاستحقاقات) وهذا بدوره يساهم في تطوير سوق الأسهم والسندات ويعمل على التقليل من تدفقات رأس المال.
4. يؤثر التحرير المالي على صانعي السياسات المالية والنقدية فهو يدفع حكومات الدول النامية للانتقال من أدوات السياسة النقدية المباشرة (تسقيف القروض وأسعار الفائدة credit and interest ceilings) إلى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة والأكثر كفاءة مثل عمليات السوق المفتوحة (Kono, et.al., 1997).

¹ - Kono, M., & Schuknecht, L. (1999). *Op-Cit* ; P10 à 12.

خلاصة الفصل

حظي قطاع الخدمات المالية في الآونة الأخيرة بأهمية بالغة على مستوى جميع الإقتصاديات الدولية متقدمة كانت أو نامية، باعتباره مدخلا أساسيا لجميع الأنشطة الاقتصادية، إذ لا يمكن تصور أي نشاط إقتصادي في غياب العنصر المالي ودون الحديث عن وجود تدفقات رأسمالية من وإلى الدولة، وأصبح هذا الأخير من القطاعات المحورية التي يتركز عليها في تنمية وتطوير قطاعات أخرى نظير مساهمته الكبيرة في حجم التجارة الدولية، الناتج الداخلي الخام، التوظيف،.. إلخ، بل وفي بعض الأحيان نمو وتطور قطاعات أخرى مرهونة بما يحققه القطاع المالي من نمو وتطور، ولا شك أن خصوصية هذا الأخير وحساسيته الشديدة هي من كانت وراء تخوف وتردد الدول النامية كثيرا بشأن فتحه أمام المنافسة الأجنبية وبالتالي أخضعته لدرجة عالية من التقييد والتنظيم المحلي.

من جهة أخرى لم يكن هناك أي إقرار بدور الخدمات أو الخدمات المالية في التجارة الدولية من قبل الإقتصاديين الأوائل الذين كانت جل اهتماماتهم تنصب على تجارة السلع، معتبرين أن هذا النوع من التجارة عمل غير منتج كون العمل المنتج حسبهم يجب أن يظهر في شكل صورة مادية ملموسة أو سلعة يمكن بيعها، ومن ثم فهي لا تضيف للثروة أي شيء بل هي مجرد تابعة أو مكمل لتجارة السلع، وليست تجارة قائمة بذاتها تدر دخلا أو تخلق قيمة مضافة في مختلف دول العالم. ومع بداية فترة السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين أخذت التجارة الدولية في الخدمات تنمو بوتيرة غير مسبوقه وتحقق معدلات نمو معتبرة خاصة مع التغيرات والمستجدات التي عرفتتها البيئة الإقتصادية الدولية في تلك الفترة من تقدم علمي وتكنولوجي وتوجه الكثير من الدول النامية نحو عولمة وتدويل أنشطتها المالية والمصرفية وتطبيق سياسات التحرير المالي التي جاء بها آنذاك (Shaw et Mc Kinnon 1973) وتبنتها المؤسسات المالية الدولية فيما بعد، الأمر الذي دفع بالدول المتقدمة وعلى رأسهم الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية لإدراج قطاع الخدمات لأول مرة ضمن المفاوضات المتعددة الأطراف وتحديدًا في جولة الأورغواي الشهيرة (1986-1994)، هذا رغم رفض الدول النامية التي عارضت ذلك بشدة بحكم ضعف هذا القطاع لديها ومعرفتها المسبقة بعدم قدرتها على المنافسة أمام المؤسسات المالية الأجنبية، وتخوفها الكبير من تحرير هذا القطاع الحساس، ومع ذلك نجحت الدول المتقدمة في إدخال الخدمات ضمن المفاوضات الطويلة التي تمخض عنها ميلاد الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات (GATS) تعمل تحت مظلة المنظمة العالمية للتجارة بداية من أول جانفي 1995، وتكون ممثلة للإطار المؤسساتي والقانوني للتجارة في الخدمات، وبالتالي أخضع تحرير التجارة في الخدمات لنفس القواعد والآليات التي تخضع لها تحرير التجارة في السلع؛

وعلى إثر ميلاد اتفاقية الـ (GATS) ومباشرة عملها بصفة رسمية في إطار منظمة التجارة العالمية، أسفرت مفاوضات عقدتها الدول الأعضاء لاحقا من توقيع 70 دولة عن إتفاقية تحرير الخدمات المالية بمدينة جنيف السويسرية في 13 ديسمبر 1997، على أن تدخل حيز التنفيذ عام 1999 مع الاتفاق على مواصلة المزيد من المفاوضات المستقبلية بشأن تحرير الخدمات المالية في التجارة الدولية، وبهذا تمكنت هذه الاتفاقية من إضفاء الطابع الرسمي والبعد التنظيمي على سياسات التحرير المالي التي أنتهجتها العديد من البلدان النامية، ولعبت بذلك دورا بارزا في تعميق الإتجاه نحو عولمة وتدويل الأنشطة المالية والمصرفية، وفتح الأسواق المالية للدول النامية أمام موردي الخدمات الأجانب (تحرير التدفقات الرأسمالية والتجارة عبر الحدود- تحرير التواجد التجاري)، وعدم التمييز في المعاملة بين موردي الخدمات المالية المحليين والأجانب.

الفصل الثاني: تطور
أداء الأسواق المالية
في الدول النامية

تمهيد

تحظى الأسواق المالية في عديد دول العالم بأهمية كبيرة ومكانة خاصة، كونها تمثل العصب الحيوي في كل الأنظمة الاقتصادية والمالية الحديثة لقاء ما تقوم به من وظائف ومهام متعددة، فهي تساهم بشكل كبير في تمويل التنمية الاقتصادية المحلية من خلال توفير الفرص الاستثمارية لجهات الفاضل الاقتصادي لتمويل جهات العجز، كما تعمل على التخصيص الأمثل للموارد المالية وتوفر السيولة اللازمة لذلك. الأمر الذي جعل هذه الأسواق تأخذ حيزا كبيرا من اهتمامات المستثمرين، الباحثين والمختصين في مجال الأسواق المالية في الدول المتقدمة والنامية على حد السواء، على اعتبار أن هذه الأخيرة سوف تكون المرآة الكاشفة للحالة الاقتصادية في أي دولة؛

ولقد أسفرت المتغيرات والمستجدات التي عرفتها الساحة المالية الدولية في الربع الأخير من القرن العشرين، وتوجه معظم الدول النامية لتطبيق سياسات التحرير المالي في إطار سلسلة البرامج والإصلاحات الاقتصادية والمالية التي أخذتها بإيعاز من المؤسسات المالية الدولية، خاصة وأن تلك الفترة عانت فيها الدول النامية من أزمة المديونية وزيادة خدمات الدين، كما أن الدول المتقدمة أعادت النظر في شروط إقراض الدول النامية، وهذه العوامل مجتمعة من بين الأسباب التي دفعت الدول النامية إلى تحرير وتدويل أسواقها المالية المحلية لتسهيل توجيهها نحو الأسواق المالية العالمية للحصول على موارد مالية جديدة (تحرير التدفقات الرأسمالية الأجنبية عبر الحدود في شكل إستثمارات أجنبية مباشرة أو غير مباشرة)، وهذا ما أدى إلى ظهور وتطور ما يعرف بالأسواق الناشئة في هذه الدول تمييزا لها عن الأسواق المالية المتقدمة؛

وتعرف الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية في الآونة الأخيرة تطورا ملحوظا وتحقق معدلات نمو معتبرة تفوق بكثير ما تحققة أسواق الدول المتقدمة، وهذا ما جعلها محل إهتمام كبير من قبل المستثمرين الأجانب الذي يقبلون بقوة للإستثمار في هذه الأخيرة بدليل التدفقات الرأسمالية الأجنبية الهائلة إليها، ويفسر هذا بما تتمتع به هذه الأسواق من خصائص ومحددات تميزها عن الأسواق المالية للدول المتقدمة، فمن بين هذه الأسواق من أصبحت تقترب في تطورها من مستوى تطور أسواق الدول المتقدمة (في تطور البنية والحجم)، ومنها من مازالت بعيدة حتى عن مستوى الأسواق الناشئة في حد ذاتها، كما أن عائد الإستثمار بها كبير مقارنة بالعائد على الإستثمار في الأسواق المالية المتقدمة، ناهيك عن تطورها السريع، إلا أن تحرير التدفقات الرأسمالية الأجنبية الداخلة والخارجة من وإلى هذه الدول في إطار عولمة الأسواق المالية الناشئة والتقلبات الكبيرة التي شهدتها على إثر ذلك كثيرا ما أدت إلى حدوث أزمات مالية بما مثل أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997.

وبناء على ما سبق ذكره، نسعى من خلال هذا الفصل إلى دراسة وتحليل النقاط التالية:

المبحث الأول: تطور ونمو الأسواق المالية في الدول النامية؛

المبحث الثاني: آليات ومؤشرات تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية؛

المبحث الثالث: التحرير المالي وعلاقته بأداء الأسواق المالية؛

المبحث الأول: تطور ونمو الأسواق المالية في الدول النامية

شهدت الأسواق المالية الناشئة بالدول النامية تطور ملحوظ في الآونة الأخيرة، محققة بذلك معدلات نمو معتبرة فاقت ما تحققه الأسواق المتقدمة، وهذا بعد تبني الدول النامية للإصلاحات الإقتصادية والمالية تحت وصاية المؤسسات المالية الدولية في إطار ما يعرف بعمولة وتدويل أسواقها المالية، وفتحت بذلك المجال أكثر أمام حرية التدفقات الرأسمالية الهائلة نحو هذه الأسواق.

المطلب الأول: الأسواق المالية في الدول النامية

نسعى من خلال هذا المطلب في البداية وقبل التطرق ماهية الأسواق المالية الناشئة أو الأسواق المالية للدول النامية، خصائصها، محددات نموها ومراحل تطورها، إلى الإشارة أولاً إلى مفهوم وأهمية الأسواق المالية بصفة عامة في الإقتصاديات العالمية خاصة وأنها باتت تكتسي أهمية بالغة على الصعيد الدولي وتساهم في دفع وتعزيز التنمية الإقتصادية لجميع دول العالم.

الفرع الأول: مفهوم وأهمية الأسواق المالية في الإقتصاديات الدولية

يختلف مفهوم الأسواق المالية بحسب الوظيفة الأساسية التي تؤديها المؤسسات التي تتكون منها هذه الأسواق، وميكانيكية هذه الأسواق تتلخص في نقل الأرصدة المعدة للإقراض إلى الوحدات ذات العجز المالي، أي نقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي من الوحدات التي يقل إنفاقها النقدي الجاري عن تيار دخلها النقدي الجاري إلى الوحدات التي يفوق إنفاقها النقدي الجاري عن دخلها النقدي الجاري وبهذا هي عملية لخلق الموجودات والمطلوبات في آن واحد¹.

1. مفهوم الأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية أو سوق الأوراق المالية على أنها "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال"².

كما تعرف أيضاً الأسواق المالية على أنها الوحدات التي تتدفق الأموال من خلالها في النظام المالي³، فهي تعتبر ضرورية لجمع الأموال وحشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي أن يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين، وتدخل مساهمة البنوك في السوق المالي كمساعد في عمليات التمويل والاستشارة من خلال العمل كوسطاء في السوق أو كمستثمرين⁴.

ومن جانب آخر تنقسم سوق الأوراق المالية إلى السوق الأولية (Primary Market) والسوق الثانوية (Secondary Market)، وتعرف الأولى أو ما يسمى بسوق الإصدارات (New Securities Issues) بأنها السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب فيها (الأسهم) أو بين المقترض والمقرض (السندات)، فهي سوق تتجمع فيها المدخرات لتتحول إلى

¹ - حيدر عباس الجنابي (2016)، الأسواق المالية والفشل المالي، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ص14.

² - محمد أحمد عبد النبي (2009)، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان- الأردن، ص22.

³ - عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي (2009)، الأسواق المالية (أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- صناديق الإستثمار)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص9.

⁴ - دريد كامل آل شبيب (2012)، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، ص35.

استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل عن طريق إصدار أوراق مالية لم تكن قائمة أو متداولة من قبل، أما الثانية والتي تعرف بسوق التداول التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية بيعا وشراء وقد تكون هذه الأخيرة سوقا منظمة يطلق عليها البورصة "Stock Exchange" ¹ وهناك أسواق أخرى كالأسواق الحاضرة والأسواق الآجلة.

كما تعتبر أسواق الأوراق المالية أحد ثلاثة عناصر لأسواق المال والمكونة من: السوق المصرفي، سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الإستثمار وشركات التأمين، وسوق الأوراق المالية أي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول ².

2. أهمية الأسواق المالية: ترجع أهمية الأسواق المالية إلى مجموعة من العوامل نلخصها فيما يلي:

- تمويل التنمية الاقتصادية بتوفير رؤوس الأموال اللازمة لذلك، فبدلا من لجوء الدول إلى الإقتراض الخارجي وما يترتب عن ذلك من أعباء على عاتق الدولة، تقوم بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة والتي تسمح لها بتمويل عملياتها التنموية بمشاركة القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع ³ وعليه فالسوق المالية تساهم بفعالية في تمويل الاستثمارات التي تساهم في زيادة تراكم رأس المال الثابت على مستوى الإقتصاد الوطني ⁴.
- المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وارتفاع قيمة الأسهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها للحصول على السيولة وتقليل المخاطر؛
- المساعدة في تحقيق السياسة النقدية للدول من خلال دخول البنك المركزي إلى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية؛
- جذب المستثمرين الأجانب للمساهمة في المشاريع التنموية الكبرى؛
- سد الفجوة التمويلية للمشاريع التي عرفت البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل ⁵؛
- تساهم الأسواق المالية في تخفيض كلفة المعلومات وكلفة البحث عن الصفقات ⁶.

ويتوقف قيام أسواق الأوراق المالية بهذا الدور التنموي على مستوى الدعم الذي تلقاه، جراء سياسات اقتصادية ترمي إلى توفير مساحة أوسع من حرية العمل للقطاعات الخاصة، إضافة إلى تسهيل دخول الرساميل الأجنبية إلى البلاد ⁷.

الفرع الثاني: الأسواق المالية الناشئة بين المفهوم والنشأة

يعتبر مصطلح الأسواق الناشئة في أدبيات الاستثمار العالمي لفظ حديث نسبيا، ففي أوائل الستينات من القرن الماضي كان مصطلح الدول المتخلفة (*Underdeveloped*) مازال قيد الاستخدام، في حين كانت مفردات "الدول النامية" أو دول الجنوب أو

¹ - حيدر عباس الجنابي (2016)، مرجع سبق ذكره، ص28.

² - محمد أحمد عبد النبي (2009)، مرجع سبق ذكره، ص22.

³ - خربوش سحني علي (2013)، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ص16.

⁴ - دريد كامل آل شبيب (2012)، مرجع سبق ذكره، ص36

⁵ - المرجع نفسه، ص41-42.

⁶ - أرشد فؤاد التميمي (2009)، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، ص25.

⁷ - أحمد سفر (2006)، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، بدون طبعة، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس- لبنان، ص99.

دول العالم الثالث آخذة في الظهور كمصطلحات بديلة أكثر ملائمة وتهذيباً¹، ويعود الفضل في صياغة مصطلح الأسواق الناشئة لأول مرة لـ Antoine Willem van Agtmael وهو خبير اقتصادي هولندي بمؤسسة التمويل الدولية التابعة لمجموعة البنك الدولي وذلك سنة 1981 عند الحديث عن البلدان النامية التي تتيح فرصاً للمستثمرين²، وقد قامت المجموعة بترقية أول صندوق استثمار مشترك في الدول النامية، ومنذ ذلك الحين أصبحت الإشارة إلى الأسواق الناشئة في كل مكان وضمن مختلف وسائل الإعلام، ومع هذا بقي هذا المصطلح لدى الكثير غير واضح ويكتنفه المزيد من الغموض حيث تشير الجريدة الاقتصادية البريطانية *The Economist* أن تعريف الأسواق الناشئة تعددت وتنوعت تبعاً للجهة التي تعرفها³، ونحاول فيما يلي الإشارة إلى أهم التعريفات والمفاهيم التي قدمت لها.

1. تعريف السوق المالية الناشئة:

يقصد بالأسواق الناشئة (Emerging Markets) الأسواق المالية التي يمر اقتصادها بمرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق على أن تكون قابلة للاستثمار الذي يصاحبه إمكانيات نمو في سوق أسهم الدول النامية⁴، فصفة الناشئ إذا ما أطلقت على الاقتصاد فهي تعني مرحلة الانطلاق، وتتميز بزيادة حجمها، نشاطها و مستوى تطورها، ما يعني أنها تتصف بمعدل نمو مرتفع في قيمة التداول أو القيمة السوقية للأسهم لكن تبقى نسبة هذه المؤشرات إلى الدخل الوطني الإجمالي محدودة لاسيما عند مقارنتها بمثيلاتها في الأسواق المالية للدول المتقدمة⁵، فمثلاً تصنف الأسواق كناشئة حسب شركة Standard & Poor's إذا توفر على الأقل شرطان هما:⁶

- ✓ أن تنتمي لاقتصاد ذي دخل متوسط أو منخفض حسب تصنيف البنك الدولي.
- ✓ أن يكون رأس المال المستثمر منخفضاً مقارنة بالنتائج المحلي الخام.

ويشير قاموس المصطلحات المالية الخاص بصندوق النقد الدولي (Glossary Of Selected Financial Terms) بأن الأسواق الناشئة (EM) هي أسواق رأس مال الدول النامية التي حررت أنظمتها المالية لتعزيز تدفقات رأس المال من غير المقيمين وتسمح بدخول المستثمرين الأجانب إليها على نطاق واسع. أما مؤسسة التمويل الدولية فقد عرفت على أنها سوق أسهم وقروض في بلد يكون دخله الوطني الإجمالي للفرد أقل من 8626 دولار في سنة 1995، وهو الحد الأدنى الذي حدده البنك الدولي لتحديد البلدان ذات الدخل المنخفض⁷.

¹ - بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، جامعة تيسمسيلت، العدد 02، المجلد 01، ص 87.

² - عبد الحفيظ خزان (2017)، أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية، دراسة: مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر باتنة، المجلد 07، العدد 3، ص 98.

³ - بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 87.

⁴ - Christopher B. Barry, John W. Peavy (1997), **Emerging Stock Markets: Risk, Return, and Performance**, The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, Printed in the United States of America June 1997; P1.

⁵ - عبد الحفيظ خزان (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 98.

⁶ - بوكساني رشيد (2007)، واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليها، مجلة حوايات جامعة الجزائر، المجلد 17، العدد 01، (7-39)، ص 16.

⁷ - Christopher B. Barry, John W. Peavy (1997), **Op-Cit**, P1.

وينطبق مفهوم السوق الناشئ (EM) كذلك على الأسواق المالية المنشأة حديثاً وعلى الأسواق المالية التي تمارس نشاطها منذ زمن بعيد في بلدان العالم الثالث، دون أن تتمكن من الإسهام في تطوير اقتصاديات تلك البلدان، أي أن الأسواق الناشئة تتمثل في الأسواق المالية للبلدان الأقل تطوراً (*Less-Developed Countries*) التي تمتلك معدلات نمو اقتصادية جديدة بالاهتمام وتعرض فرص مال وأعمال أكبر، وبالتالي عوائد ومخاطرة أعلى.

وهكذا يتجلى لنا من المفاهيم السابقة أنها تطلق صفة النشوء (*Emergence*) بشكل عام على البلد والسوق على حد سواء، أي أنها تطلق نفس المصطلح على كلاهما مع أن ذلك قد لا يتطابق بالضرورة مع واقع الحال، وهو الأمر الذي أثاره (Bekaert, 1997) الذي يرى بأن معظم النقاش الدائر حول مفهوم السوق الناشئ مرده في الأساس إلى عدم الاتفاق حول ما إذا كنا إزاء سوق ناشئ أو دولة ناشئة، لأن بعض القوى العالمية كروسيا والصين التي لا تزال تصنف ضمن البلدان الناشئة وهي قوى متطورة صناعياً بالقياس النسبي إلى نيوزيلندا، كما أن الأرجنتين التي لها تاريخ طويل يمتد إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر والتي تجاوزت رسملة سوقها في نقطة ما من عام 1920 رسملة الأسهم المسجلة في سوق المملكة المتحدة لا تزال تصنف ضمن منظومة الأسواق الناشئة، ما يعني أن القضية بحاجة إلى معايير أكثر وضوحاً للتمييز بين الأسواق الناشئة والدول الناشئة لاختلاف الحالتين¹.

هذا وقد أفرز النمو المتسارع للأسواق الناشئة على مدى العقود القليلة الماضية تبايناً واضحاً على مستوى تطور البنية والحجم، فالبعض من هذه الأسواق أصبحت تقترب في تطورها من مستوى تطور أسواق الدول الصناعية الكبرى، بينما يبقى البعض الآخر بعيداً حتى عن مستوى الأسواق الناشئة ذاتها، مما أدى إلى بروز مجموعة فرعية من هذه الأسواق تندرج ضمن تركيبة الأسواق الناشئة أطلق عليها اسم "الأسواق الشبه ناشئة" أو ما يصطلح عليها اختصاراً بالأسواق الحدودية²، وهي أسواق صغيرة نسبياً وغير سائلة مقارنة بالأسواق الناشئة وتكون عادة المعلومات فيها أقل وفرة من الأسواق الأخرى، حيث كان يحسب مؤشر S&P لهذه الأسواق بالاعتماد على معطيات شهرية بدلاً من يومية كما هو الحال في الأسواق الأخرى وهذا منذ سبتمبر 1996، وقد كانت تونس ولبنان حسب تصنيف سنة 2000 من بين الدول العربية المنتمية لهذه الأسواق³، فوضعية الأسواق الحدودية توفر الجدوى المطلوبة للمستثمرين العالميين الذي يطلبون العوائد المرتفعة، وفي سنة 2007 قامت مؤسسة S&P بإنشاء أول مؤشر لهذه الأسواق سمي بـ *S&P Extended Frontier 150 Index* (30 من أكبر الشركات لـ 11 دولة)، والذي يضم حالياً 35 بلداً يعتبرها أسواق شبه ناشئة، ثم مؤشر شركة *Morgan Stanley (MSCI's Frontier Markets)* لفكرة الأسواق الشبه ناشئة لـ 33 بلداً⁴، مع إمكانية رفعها إلى خاتمة الأسواق الناشئة خلال فترة من الزمن بالاعتماد على تطور مستويات الشفافية والفعالية في هذه الأسواق.

الفرع الثالث: مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة

إن تتبع التطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية للدول الناشئة في العقود القليلة الماضية يمكن من وضع إطار لمختلف مراحل النمو التي مرت بها هذه الأسواق، مع الأخذ بعين الاعتبار خصوصيات كل سوق والتباين الحاصل في طول كل مرحلة من

1 - يسبح عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 88.

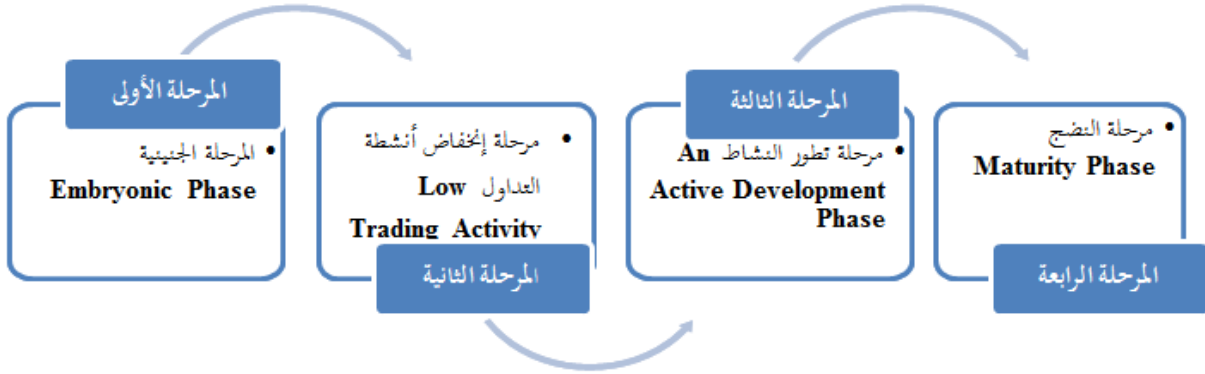
2 - بوداح عبد الجليل، خياري إيمان (2016)، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة: بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 30، العدد 03 (411-450)، ص 441.

3 - سامية زطاري (2004)، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2003-2004، ص 46.

4 - بوداح عبد الجليل، خياري إيمان (2016)، مرجع سبق ذكره، ص 443.

المراحل واختلافها بين سوق وآخر، وتصنف بعض الدراسات المراحل التي مرت بها أسواق الدول النامية إلى أربعة مراحل أساسية كما هي موضحة بالشكل التالي:

شكل رقم (1.2): مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على: بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 02/سبتمبر 2017، ص88.

1. المرحلة الجنينية (*Embryonic Phase*): تتصف الأسواق الناشئة خلال هذه المرحلة التي تعرف بمرحلة ولادة نشاط التداول بقلة عدد الشركات المدرجة (أو المسعرة) وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار *Volatility* مع ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة¹، ومن مميزات هذه المرحلة أيضا غياب نظام التداول الأوتوماتيكي في سوق الأسهم، وكذا عدم انتظام مبادلاتها (عدد جلسات التداول خلال اليوم، عدد أيام التداول خلال الشهر)، نقص الشفافية وعدم التزام الشركات المدرجة بنظام السوق مما يجعلها سوق غير جذابة، وتجدر الإشارة إلى أن كل الأسواق الناشئة للدول النامية قد تجاوزت هذه المرحلة²، ومن بين هذه الأسواق نجد بورصات كينيا، زيمبابوي، الجزائر، بولندا³.

2. مرحلة إنخفاض أنشطة التداول (*Low Trading Activity Phase*): عملت حكومات الدول النامية في هذه المرحلة التي عرفت فيها أسواقها ارتفاع في مستوى السيولة وتنوع الأسهم على إعادة النظر في تفعيل وتطوير القوانين واللوائح التنظيمية المنظمة لعمل أسواقها المالية، الأمر الذي من شأنه أن يوفر فرص أكبر لتحقيق الربح⁴، ومن ثم تبدأ في اجتذاب المستثمر الأجنبي من خلال فتح أسواقها أمام تدفقات رأس المال الأجنبي من أجل تخفيض عجز موازنتها والدين الخارجي وقيامها بالعديد من الإصلاحات الاقتصادية (تحرير التجارة، الخصخصة، إصلاح النظام المصرفي،..)، لتحسين الأداء وزيادة جاذبية أسواقها المالية والرفع من كفاءتها مما يؤدي إلى تحفيز إجراءات الاكتتاب العام في الشركات العامة والخاصة، بالإضافة إلى التزام سلطات السوق باعتماد إصلاحات تنظيمية بشكل أسرع لتنظيم العقود المالية وأنشطة التداول⁵.

1 - أحمد بوراس (2002)، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة منتوري قسنطينة، المجلد 13، العدد 1/2002 (21-35)، ص28.

2 - بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص88.

3 - رايح حوني، حجاب عيسى (2016)، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي، دراسة حالة السوق المالي الأردني، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، جامعة المسيلة، المجلد 01، العدد 01، ص43.

4 - أحمد بوراس (2002)، مرجع سبق ذكره، ص28.

5 - بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص88.

ومع ذلك تبقى سوق الأوراق المالية في هذه المرحلة صغيرة بالنسبة لاقتصاد الدولة رغم تزايد الاعتماد عليها كمصدر من مصادر التمويل، ومن بين أسواق الأوراق المالية التي دخلت في هذه المرحلة نجد كل من الصين، كولومبيا، الهند، المغرب، باكستان، الفلبين ومصر¹.

3. مرحلة تطور النشاط (An Active Development Phase): عملت حكومات العديد من الدول النامية في هذه المرحلة على تطوير خدماتها الالكترونية وتعديل وتطوير أنظمة التداول بما يتماشى والتطورات الدولية، إضافة إلى تسهيل وتوفير المعلومات والبيانات الفورية عن التداول وزيادة مستوى الشفافية والافصاح²، وتتصف هذه المرحلة أيضا بدرجة معقولة من انفتاح السوق وزيادة اهتمامات المستثمرين الأجانب بأسواق الأوراق المالية المحلية³، ومن مميزات هذه المرحلة⁴:

- ✓ تصبح عوائد السوق أقل تقلبا مع زيادة سريعة في التعامل وحجم الأسهم المصدرة؛
- ✓ ازدياد حركة التداول مع قيام شركات القطاع الخاص أو شركات القطاع العام التي تحولت إلى قطاع خاص بطرح إصداراتها للجمهور طرحا أوليا، مما يخلق مزيدا من الوساطة الناجحة، وقد تدفع الحاجة لتقليل المخاطر إلى استحداث وسائل لحماية الاستثمار في الأوراق المالية، وتشمل هذه الأسواق الأرجنتين، إندونيسيا، تركيا، المجر، إلخ.

4. مرحلة النضج (Maturity Phase): وتتميز السوق في هذه المرحلة بانخفاض جوهري في العوائق القانونية التي تحول دون انتقال الاستثمارات عبر الحدود، وانخفاض الأخطار الخاصة (السياسية، السيولة، أخطار العملة) كنتيجة للإصلاحات المالية، وتعتبر أسواق الأوراق المالية في كثير من هذه الاقتصاديات مؤشرا للحالة الاقتصادية، كما أنها تعكس ثقة المستثمرين الأجانب في اقتصاد الدولة، إلى درجة أن بعض الأسواق الناشئة أصبحت تقارن بأسواق الدول المتقدمة في مجال سيولة السوق وأنظمة التشغيل، كما شهدت درجة متقدمة من اندماج الأسواق المحلية مع أسواق رأس المال الدولية، وجذبت العديد من المستثمرين الذين يبحثون عن التنوع الدولي للأرباح، إلا أنها لا تزال عرضة للصدمات الخارجية، ومن بين هذه الأسواق نجد البرازيل، الهند، كوريا الجنوبية، هونغ كونغ، تايوان، ماليزيا، سنغافورة وتايواند⁵.

المطلب الثاني: خصائص ومحددات نمو الأسواق المالية في الدول النامية

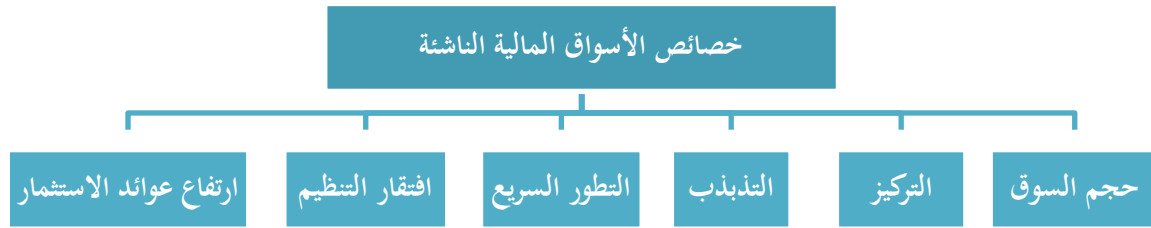
تمتاز الأسواق المالية الناشئة للدول النامية بمجموعة من الخصائص والمحددات تميزها عن غيرها من الأسواق المالية للدول المتقدمة، وجعلها تحظى باهتمام كبير في أوساط المختصين والمحليين وصانعي السياسات الاقتصادية، بل وحظيت في الآونة الأخيرة بأهمية كبيرة حتى من قبل المستثمرين الأجانب.

الفرع الأول: خصائص الأسواق المالية للدول النامية

تتميز الأسواق المالية للدول النامية بمجموعة من الخصائص تميزها عن الأسواق المالية المتقدمة والشكل الموالي يبرز ذلك.

¹ - بوكساني رشيد (2007)، مرجع سبق ذكره، ص18.
² - أشرف محمد دوابة (2009)، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، بكلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية في عمان، الأردن، يومي 14-15 أبريل 2009، ص15.
³ - بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص88.
⁴ - بوكساني رشيد (2007)، مرجع سبق ذكره، ص18.
⁵ - بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص88-89.

شكل رقم (2-2): خصائص الأسواق المالية الناشئة



المصدر: عبد الحفيظ خزان (2017)، أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية، دراسة: مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر باتنة، المجلد 07، العدد 3، ص 108.

1. حجم الأسواق الناشئة: تتميز الأسواق الناشئة في الدول النامية بكونها ضيقة سواء من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث القيمة الإجمالية للأسهم المسجلة بما مقارنة بالناتج المحلي الإجمالي للدولة والذي يعبر عنه بمعدل الرملة (*Taux De Capitalisation*)، حيث تحسب هذه النسبة بين قيمة الأسهم المسجلة في البورصة وقيمة الناتج المحلي الإجمالي، ويصل هذا المعدل على سبيل المثال إلى أكثر من واحد في دولة قطر، بينما لا يتجاوز هذا المعدل 0.06 في دول نامية أخرى مثل المغرب ومصر والأردن، وما يمكن قوله أن اتصاف أي سوق مالي بخاصية الضيق يعني أنها لا تساهم بشكل فعال بدورها في تمويل الاقتصاد¹.

فبالرغم من وجود اختلاف وتفاوت بين حجم الرملة السوقية في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة إلا أنه من الأسواق المالية الناشئة من قد تتجاوز حجم الرملة السوقية بما أسواق بعض الدول المتقدمة، ففي سنة 2016 سجلت رملة السوق المالي الصيني الناشئ 7320.73 مليار دولار، متفوقة بذلك على كل من اسبانيا، فرنسا، هولندا وألمانيا الذي سجلت رملة أسواقها المالية على التوالي: 704.55 مليار دولار، 2156.83 مليار دولار، 854.34 مليار دولار، و1716.04 ميار دولار².

2. التركيز (*Concentration*): يستخدم هذا المؤشر لقياس قيمة مساهمة مجموعة من الشركات المقيدة بالبورصة يصل عددها عادة إلى عشر شركات الأولى من حيث ترتيبها في الرملة السوقية الإجمالية، وبطبيعة الحال تنخفض درجة التركيز في الأسواق المالية للدول المتقدمة إذ لا تتجاوز هذه النسبة 20% بينما قد تتجاوز هذه النسبة 60% في الأسواق المالية الناشئة³، وتشير بعض الإحصائيات عن حصة أكبر عشر شركات في أسواق كل من أمريكا واليابان 14.94% في سوق نيويورك و18.19% في سوق طوكيو من رأس مال السوق خلال سنة 2013، بينما ترتفع هذه النسبة في بعض الأسواق الناشئة كالغواتيمال التي وصلت فيها هذه النسبة إلى 90.28% وكولومبيا 77.80% تليها قطر وروسيا بنسبة 75.69% و62.31% على التوالي خلال نفس الفترة⁴.

3. التذبذب (*Volatility*): يعتبر التذبذب في عوائد أسواق الأوراق المالية من المميزات التي لقيت اهتماما كبيرا من حيث الدراسات النظرية وكذا من طرف المحللين والمهتمين بشؤون هذه الأسواق، ويعرف التذبذب بأنه التغيرات التي يشهدها العائد في سوق الأوراق

¹ - محمد كمال أبو عمشة (2013)، الإستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، لبنان، العددان 61-62 / شتاء - ربيع 2013، ص 77.

² - عبد الحفيظ خزان (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 110.

³ - حيازة حسان (2003)، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد 3، العدد 5 (226-245)، ص 229.

⁴ - عبد الحفيظ خزان (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 116.

المالية والذي يعكس وصول معلومات جديدة قد تخص الأرباح المستقبلية أو حركة في معدلات الفائدة الحقيقية المتوقعة (Shiller, 1981) (Summers, 1986)¹، وفي دراسة لـ (Giorgio, Selahattin ; 1994) حول تقلبات العوائد في أسواق مجموعة من الدول الناشئة توصل إلى وجود دليل قوي على التذبذبات الكبيرة في العوائد التي تشهدها أسواق الدول الناشئة مع الوقت²، وهذا قد يعكس التأخر في وصول واستيعاب المعلومات الجديدة، وجود عمليات داخلية بالسوق وتداولات غير دائمة وضعف التداولات، كما سجلت هذه النسبة في بورصة دبي ومصر وتونس ما مقداره ثمان مائة النسبة المسجلة في هولندا³، ما يجعلها سوقا تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة.

4. التطور السريع: عرفت الأسواق الناشئة في فترة وجيزة نموا ملحوظا في عدد الشركات المدرجة بها وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، باعتبارها أسواقا تزامنت في إنشائها مع تبني حكومات الدول النامية لسياسات التحرير المالي، وطبقت برامج خصوصية واسعة، كان هدفها الأساسي هو تخليص الدولة مما تمتلكه من مؤسسات القطاع العام لصالح شركات مساهمة تتداول أوراقها المالية في البورصة، وفي هذا الإطار يمكن ذكر بورصة عمان للأوراق المالية التي شهدت تقييد 109 شركة في فترة لا تزيد عن أربع سنوات من إنشائها (خلال الفترة الممتدة من 1979 إلى 1983)⁴، في حين يرى (Christopher, John, 1997) أن النمو الهائل في القيمة السوقية لأسهم الأسواق الناشئة يرجع إلى ثلاثة عوامل رئيسية هي: النمو الكبير في الأوراق المالية الفردية التي تشكل منها هذه الأسواق، إدراج بلدان جديدة ضمن مجموعة الأسواق الناشئة، والأسهم الجديدة أصبحت متاحة لعامة الجمهور⁵.

5. خاصية افتقارها للتنظيم: تلعب البنية المؤسسية والتشريعات دورا مهما في أداء السوق، إذ أن الإفصاح عن المعلومات الموثوق فيها وفي الوقت المناسب من شأنه أن يعزز ثقة المستثمرين في السوق، كذلك وجود قوانين لحماية المستثمر والسهر على تطبيقها يكون عاملا محفزا للإستثمار في سوق الأوراق المالية⁶، ومن مميزات الأسواق الناشئة في معظمها سوء التنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة كونها أسواقا وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها، ولم يؤخذ في الاعتبار عند إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها، أي أن سلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها، وتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة التي تقيد الشركات في هذه الأسواق، تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات في الكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها⁷.

6. ارتفاع عوائد الاستثمار: تمثل الأسواق الناشئة مركزا لاستقطاب الإستثمار الأجنبي لا سيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة، لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة، ففي دراسة ميدانية لمجموعة من الباحثين باستعمال قاعدة بيانات تخص 24 سنة من نشاط بعض الأسواق الناشئة تبين أن العائد على السهم فيها أحسن

¹ - سامية زيطاري (2004)، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتطورة، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، المجلد 8، العدد 2 (120-91)، ص106.

² - Giorgio de Santis, Selahattin Imrohorglu (1994) , **Stock Returns and Volatility in Emerging Financial Markets**, Institute for Empirical Macroeconomics, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Discussion Paper 93, July 1994, P14.

³ - محمد كمال أبو عمشة (2013) ، مرجع سبق ذكره، ص78.

⁴ - خياطة حسان (2003)، مرجع سبق ذكره، ص229.

⁵ - Christopher B. Barry, John W. Peavy (1997), **Op-Cit**, P2.

⁶ - سامية زيطاري (2004)، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، مرجع سبق ذكره، ص73.

⁷ - عبد الحفيظ خزان (2017)، مرجع سبق ذكره، ص117.

من العائد على السهم في الأسواق المتطورة، وأن العائد على المحفظة يحقق نموا سنويا مقداره 1.5% في السنة، مما مكن هذه الأسواق من جذب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة بالخارج وجذب الرساميل الأجنبية لخدمة الإستثمار المحلي¹.

الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية للدول النامية

أثار النمو السريع للأسواق المالية للدول الناشئة جدلا كبيرا في أوساط المحللين، المهتمين وصانعي السياسات الاقتصادية حول البحث عن الأسباب الكامنة والعوامل الرئيسية التي تفسر هذا النمو، فذهب فريق منهم يرجع ذلك إلى عوامل داخلية أو ما يطلق عليها بعوامل الجذب كونها تساعد على جذب الاستثمارات إلى الأسواق المالية الناشئة، كسياسات الإصلاح الاقتصادي وارتفاع معدلات النمو، في حين يعتقد فريق آخر أن هذا النمو يرجع لأسباب خارجية أو ما يعرف بعوامل الدفع والمتمثلة أساسا في انخفاض معدلات الفائدة في الدول المتقدمة وتباطؤ معدلات نمو إقتصادياتها، مما دفع المستثمرين الأجانب إلى تحويل وجهتهم إلى الأسواق الناشئة بحثا عن عائد أعلى؛

وفي هذا الصدد يرى (Calvo, Leiderman, 1993) أن سياسات الإصلاح الداخلي عنصر ضروري لتعزيز تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة إلا أنه يفسر جزئيا تدفقات رؤوس الأموال القوية إلى الأسواق المالية لبلدان أمريكا اللاتينية، فلا يمكن أن يفسر ذلك بالعوامل الداخلية وحدها، وإلا لماذا تتدفق رؤوس الأموال في بعض الأحيان إلى البلدان التي لم تقم بإصلاحات؟ وعلى العكس لماذا لم تتدفق أحيانا إلى بعض البلدان إلا حديثا رغم قيامها بإصلاحات إقتصادية قبل فترة طويلة من سنة 1990؟ إذ يفترض وجود تأثير قوي للعوامل الخارجية ذات السمعة (أو تأثيرات "العدوى"): إصلاحات في بعض البلدان أعطت توقعات بشأن إصلاحات مستقبلية في دول أخرى². ويمكننا تفصيل وإبراز هذه العوامل فيما يلي:

1. العوامل الداخلية (أو عوامل الجذب):

يطلق على العوامل الداخلية أيضا مصطلح عوامل الجذب كونها تساعد على جذب الاستثمارات إلى الأسواق المالية الناشئة، وتعتبر داخلية لأنها تخضع لتحكم صانعي السياسات في الدول النامية، وتمثل هذه العوامل أساسا في:

1.1. سياسات الإصلاح الاقتصادي: طبقت معظم الدول النامية في إطار برامجها الاقتصادية سلسلة من الإصلاحات الاقتصادية بهدف توفير المناخ الملائم لنمو أسواق أوراقها المالية، وتهدف هذه السياسات في مجملها إلى الحد من تدخلات الدولة في النشاط الاقتصادي، مع تدعيم دور القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي، وكذا تخفيض العجز المالي ومعدلات التضخم، بالإضافة إلى الإصلاحات التي تهدف إلى استقرار أسعار الصرف لأن التقلبات التي تحدث في هذا الأخير من شأنها أن تؤثر سلبا على تدفقات رؤوس الأموال إلى الأسواق المالية للدول النامية³؛

2.1. ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: أصبحت الأسواق الناشئة ذات جاذبية متزايدة بالنسبة للمستثمرين الأجانب حيث تركز البلدان النامية على توفير الظروف الملائمة للنمو الاقتصادي، فانخفاض ارتباطات الأسواق الناشئة مع بعضها البعض

¹ - خباياة حسان (2003)، مرجع سبق ذكره، ص230.

² - Calvo G. A, Leiderman, L, Reinhart, C. M (1993), **Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America, The Role of External Factors**, IMF Staff Papers, Vol 40, No. 1 (108-151): P109.

³ - عروسي سميرة (2013)، أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة (2008-2011)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013، ص47.

وكمجموعة مع الأسواق المتقدمة، بالإضافة إلى النمو المتوقع لها جعلها توفر إمكانية تحسين العائد وتقليل مخاطر المحفظة المالية¹، وهناك من الدول النامية من تحقق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة أعلى من بعض الدول الصناعية المتطورة على غرار كوريا وتايلاند الأمر الذي من شأنه تعزيز وتشجيع الاستثمارات في أسواق تلك الدول² لذلك نجد أن مديرو المحافظ المالية يفضلون الإستثمار في الدول التي يتوقع أن تحقق معدلات نمو مرتفعة في المستقبل؛

3.1. إصلاح القطاع المالي: من بين السياسات الإقتصادية التي انتهجتها الدول النامية في إطار برامجها الإصلاحية وتوجهها نحو اقتصاد السوق تحرير قطاعها المالية التي تعتبر من أهم العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق المالية في هذه الدول، إذ قامت هذه الدول بتحرير أسعار الفائدة المدينة والدائنة، تحرير السوق المصرفي والتخلي عن الإئتمان الموجه، وتحرير المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية المحلية والأجنبية، وتخفيض الضرائب والقيود على الخدمات المالية، وإصدار القوانين والتشريعات التي من شأنها تنظيم قطاع الخدمات المالية لديها، وهذا ما عزز من ثقة المستثمر المحلي والأجنبي في الأسواق الناشئة؛

2. العوامل الخارجية (أو عوامل الدفع):

تعتبر العوامل الخارجية أو ما يطلق عليها عوامل الدفع من المحددات الرئيسية لنمو الأسواق المالية الناشئة وتمثل بصفة أساسية في انخفاض أسعار الفائدة في أسواق الدول المتقدمة، والتي من شأنها أن تؤثر بشكل إيجابي على تدفقات رؤوس الأموال إلى البلدان الناشئة لثلاثة أسباب هي: العوائد المنخفضة في الدول الصناعية يدفع المستثمرين للبحث عن الفرص المربحة خاصة في المدى القصير، انخفاض في تكلفة الموارد بالنسبة للبلدان المقترضة، وأخير يسمح للبلدان الناشئة بالاقتراض الخارجي بمعدل منخفض لتمويل استثماراتها الوطنية³ (Sophie, Delphine, 2009)، فانخفاض أسعار الفائدة في البنوك الفيدرالية الأمريكية من 9.8% في أبريل 1989 ووصولها إلى مستويات متدنية حيث سجلت 2.9% في نوفمبر 1992، هذا سوف يحفز أكثر المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم نحو الأسواق المالية النامية أين ترتفع بها معدلات العائد على الاستثمار، كما أن الركود الاقتصادي وضعف الطلب على الأموال الذي شهدته الدول الصناعية في بداية العقد الأخير من القرن الماضي يعتبر من المحددات المهمة لنمو الأسواق المالية الناشئة، وكذلك الشأن بالنسبة للتغيرات المؤسسية في الدول المتقدمة والتي أدت إلى خلق المزيد من التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، والتدابير والإجراءات الرامية إلى تقليص القيود المالية في الدول المتقدمة إلى أبعد الحدود⁴.

وقد أدى تدفق رؤوس الأموال إلى الأسواق الناشئة إلى المساهمة في تحسين كفاءتها نتيجة الاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة، مما ساعد في نقل هذه الأخيرة إلى الأسواق الناشئة، وبالتالي تمكين المستثمر الأجنبي من الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر، الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات الرساميل الأجنبية إلى هذه الأسواق.

¹ - Christopher B. Barry, John W. Peavy (1997), **Op-Cit**, P4.

² - أحمد بوراس (2002)، مرجع سبق ذكره، ص29.

* Dans les études empiriques, les entrées de capitaux sont en général mesurées par les investissements de portefeuille (Fernandez-Arias, 1996 ; Chuhan et Al, 1998) ou par les prêts bancaires étrangers ou transfrontières (Jeanneau et Micu, 2002).

³ - Brana, S., & Lahet, D. (2009), **Les déterminants des entrées de capitaux en Asie : quel rôle pour les stratégies de carry trade ?**, L'Actualité Economique, Revue D'analyse Economique, Volume 85, Numéro 3, (283-302) ; P285.

⁴ - زهر ساحلي، عبد الأمير السعد (2015)، **عولمة الأسواق المالية النامية في الجزائر**، مجلة العلوم الانسانية، جامعة قسنطينة، مجلد ب، العدد 44/ديسمبر 2015، ص515.

الفرع الثالث: مقارنة بين الأسواق المالية المتقدمة والأسواق المالية الناشئة

يرى (Sunje, A. & çivi, E. (2008) أن المقارنة بين الأسواق الناشئة في الاقتصاديات النامية والأسواق المتقدمة ضروري لفهم لماذا الاقتصادات الناشئة مهمة جدا وتساهم بشكل كبير في نمو الاقتصاد العالمي (Why emerging economies are so important for world economic growth)، فمن الواضح أنه لا يمكن تجاهل حقيقة تطور الأسواق المالية لهذه الدول، والجدول الموالي يوضح أهم الاختلافات بين الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة¹.

جدول رقم (1-2): مقارنة بين الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة

الأبعداد	الأسواق المتقدمة	الأسواق الناشئة
1. مستوى التطور الاقتصادي	عال	منخفض/متوسط
2. حالة الاقتصاد (والجتمتع)	متطور/مستقر	انتقالية/غير مستقرة (إصلاحات اقتصادية/سياسية)
1.2. إطار الاقتصاد الكلي	متطور/مستقر	غير متطور/قيد الانشاء
2.2. مؤسسات السوق	متطورة	غير متطورة/قيد الانشاء
3.2. شروط السوق	مستقرة	غير مستقرة
4.2. البنية التحتية للسوق	متطورة	غير متطورة/قيد الانشاء
5.2. المشاركة الحكومية	ليست عالية جدا	عالية
6.2. المقاومة الثقافية لاقتصاد السوق	منخفضة	مرتفعة
3. معدل النمو	منخفض	مرتفع
4. مجال النمو	ضيق (الأسواق ناضجة)	واسع (الأسواق غير متطورة)

Source: Sunje, A. & çivi, E. (2008), **Emerging Markets: A Review of Conceptual Frameworks**, In proceedings of 1st international joint symposium on business administrator: Challenges for business administrators in the New Millennium (P203-216); available at www.opf.slucz/vvr/akce/turecko/pdf/sunje.pdf. Accessed on 07/11/2019 à 12^h:19.

المطلب الثالث: تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية للدول النامية

تعد ظاهرة العولمة المالية التي أدت إلى تشابك وترابط مختلف دول العالم في جميع المجالات لا سيما الاقتصادية والمالية منها والتي تبدأ بعولمة الأسواق المالية، من أبرز التحديات التي تواجه الأسواق المالية في الدول النامية، هذا الإتجاه الذي برز نتيجة لتحرير هذه الأخيرة وساهم في تعميقه بشكل ملفت للإنتباه التطور التكنولوجي الذي أدى إلى نهاية الجغرافيا و بروز مصطلح القرية المالية الكونية، وما نجم عنه من سرعة وانخفاض تكلفة النقل والاتصالات. لذا فعولمة الأسواق المالية للدول النامية من شأنه أن يضع هذه الدول أمام تحديات كبيرة تفرضها حتمية الاندماج في الاقتصاد العالمي، فهي إما أن تخلق لها فرص لتحقيق المزيد من النمو أو مخاطر

¹- Sunje, A. & çivi, E. (2008), **Emerging Markets: A Review of Conceptual Frameworks**, In proceedings of 1st international joint symposium on business administrator: Challenges for business administrators in the New Millennium (P203-216); available at www.opf.slucz/vvr/akce/turecko/pdf/sunje.pdf. Accessed on 07/11/2019 à 12^h:19.

تؤدي إلى حدوث أزمات مالية، وهذا ما سوف نحاول إبرازه فيما يلي من خلال الإشارة إلى مفهوم وأسباب ظهوره العولمة، ثم تحليل ومناقشة آثارها على الأسواق المالية للدول الناشئة.

الفرع الأول: مفهوم وأسباب ظهور العولمة المالية

تعددت وتباينت الآراء ووجهات النظر التي قدمتها الأدبيات النظرية لتحديد مفهوم دقيق وواضح لمصطلح العولمة المالية، والتي نذكر منها:

1. مفهوم العولمة المالية:

تُفهم العولمة المالية على أنها تكامل النظام المالي المحلي لبلد ما مع الأسواق والمؤسسات المالية الدولية، حيث يتطلب هذا التكامل عادةً أن تقوم الحكومات بتحرير القطاع المالي المحلي وحساب رأس المال، ويحدث التكامل عندما تشهد الاقتصاديات المحررة زيادة في حركة رأس المال عبر البلدان بما في ذلك المشاركة النشطة للمقرضين المحليين والمقرضين (local borrowers and lenders) في الأسواق الدولية والاستخدام الواسع النطاق للوسطاء الماليين الدوليين¹. وتعني أيضا العولمة المالية تقليل الحواجز الرسمية (formal barriers) أمام التجارة في الأصول المالية، إذ غالبًا ما يطلق على تحرير التجارة في الأصول المالية "العولمة المالية"².

أما مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) فيعرف العولمة على أنها زيادة تفاعل الدول في التجارة العالمية، الإستثمار الأجنبي المباشر وأسواق رأس المال، كما زاد من عمليات العولمة وحفزها التقدم في النقل والاتصالات، زيادة تدفقات رأس المال عبر الحدود، توثيق الروابط بين الأسواق المالية، وزيادة الوجود التجاري للشركات المالية الأجنبية في البلدان حول العالم، إذ يتوقع الكثيرون أن تستمر اتجاهات العولمة هذه مع تحسن الوصول إلى المعلومات، وتصبح المعايير (المتعلقة بحوكمة الشركات، والقوائم المالية والمحاسبة، وغيرها) أكثر تناسقًا؛³

بينما ينصرف تعريف صندوق النقد الدولي (IMF) للعولمة كما جاء في تقرير آفاق الاقتصاد العالمي على أنها تزايد الاعتماد الاقتصادي المتبادل بين مختلف دول العالم بوسائل منها زيادة حجم وتنوع معاملات السلع والخدمات عبر الحدود، التدفقات الرأسمالية الدولية وكذلك من خلال سرعة ومدى انتشار التكنولوجيا؛⁴

2. أسباب ظهور العولمة المالية:

ساعدت مجموعة من العوامل المتضاربة على تعميق الاتجاه نحو المزيد من عولمة الأنشطة المالية والمصرفية، وعلى اندماج وتكامل الأسواق المالية للدول النامية مع الأسواق المالية العالمية، ومن بين أهم هذه العوامل نذكر:

1.2 تنامي الرأسمالية المالية: حققت العولمة المالية نمو كبير وبوتيرة متسارعة بالتوازي مع النمو الذي عرفته الرأسمالية المالية خاصة في العقدين الأخيرين من القرن العشرين، وذلك من خلال نمو وتطور صناعة الخدمات المالية بتكديتها الهيكلية المصرفية وغير

¹ - Schmukler, S. L. (2004). **Benefits and risks of financial globalization: challenges for developing countries.**; Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, (Second Quarter 2004), 2004-06; P1

² - Stulz, R. M. (2005). **The limits of financial globalization.** The journal of finance, 60(4), 1595-1638; P1598.

³ - Claessens, S., Klingebiel, D & Schmukler, S. L. (2006). **Stock market development and internationalization: Do economic fundamentals spur both similarly .?** Journal of Empirical Finance.350-316 ,(3)13, P317

⁴ - أنظر صندوق النقد الدولي، تقرير آفاق الاقتصاد العالمي (1997).

المصرفية، لتصبح بذلك معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستثمر في الأصول المالية تفوق بأضعاف معدلات الربح التي يحققها رأس المال المستثمر في قطاعات الإنتاج الحقيقية¹، ويمكن ربط تنامي الرأسمالية المالية بما تم تسميته بـ "الاقتصاد الرمزي" الذي تحركه مؤشرات البورصات العالمية، ويتأثر بالتغيرات التي تطرأ على معدلات الفائدة وأسعار الصرف، وموازن المدفوعات، والتغيرات التي تطرأ على المستوى العام للأسعار، ومعدلات البطالة²؛

2.2 ظهور فائض نسبي كبير لرؤوس الأموال: إن النمو الهائل الذي حدث في تدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود الوطنية، عكس في ضوء عوامة الأسواق المالية الحجم الكبير من المدخرات والفوائض المالية التي لم تستطع الأسواق المحلية استيعابها، مما أدى إلى البحث عن فرص استثمارية خارج الحدود الوطنية بسبب انخفاض معدلات الربح والتدهور في المراكز التي تخرج منها هذه الأموال.

3.2 ظهور الابتكارات المالية: صاحب ظهور العوامة المالية ابتكار العديد من الأدوات المالية الجديدة التي عملت على استقطاب العديد من المستثمرين، وسهولة وصولهم إلى الأسواق المالية المختلفة بسرعة فائقة، وتنوع محافظهم المالية، فألى جانب الأدوات المالية التقليدية أصبح هناك ما يعرف بالمشترقات المالية مثل أسواق الخيارات، وأسواق العقود المستقبلية والعقود الآجلة، وقد تطورت سوق المشتقات تطوراً مذهلاً، حيث كان حجمها لا يتعدى المليار دولار سنة 1987 وارتفعت إلى أكثر من 14 مليار دولار سنة 2000³.

4.2 الثورة التكنولوجية والمعلوماتية: أدى التقدم التكنولوجي إلى انخفاض تكلفة النقل بين الدول المختلفة وساهم في سرعته وتطويره، وذلك نتيجة لظهور معدات وأدوات حديثة مثل الأنترنت، الفاكس وشبكات الكمبيوتر التي ساهمت بدورها في التقليل من عقبة الحدود الجغرافية، حيث يرى (Dosi et al. 1989) أن التغيرات التكنولوجية تعتبر أحد محركات العوامة، كما أكد (Abler and Janelle, 1991) على أهمية هذا العامل ودور التقدم التكنولوجي والمواصلات والاتصالات في تسريع عملية العوامة⁴.

5.2 تكامل أسواق المال الدولية: تعتبر الحركة الدولية لرأس المال مظهراً من مظاهر التكامل المالي الدولي، وتتم عملية التدفقات من خلال الأسواق المالية استجابة للاختلاف في معدلات الفائدة على الأدوات والأوعية المختلفة، أو الاختلاف فيما بين الأسواق المالية، أو حتى الاختلاف في درجات وأشكال الرقابة المفروضة على تحركات رأس المال. وقد نتج عن تحرير الأسواق المالية للدول المتلقية والدول المصدرة لرأس المال، تزايد تكامل الدول النامية مع النظام المالي الدولي⁵.

الفرع الثاني: مظاهر العوامة المالية

تتجلى العوامة المالية من خلال ثلاثة مظاهر أساسية، وهناك من يطلق عليها "Les trois D" وهي:

¹ - شذا جمال الخطيب (2008)، العوامة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، دار مجدلوي للنشر والتوزيع، الأردن، ص20.
² - حازم البيلادي (1998)، دور الدولة في الاقتصاد، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، القاهرة، ص122.
³ - بوعبد الله علي (2014)، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014 ص161.
⁴ - أحمد بوراس (2002)، مرجع سبق ذكره، ص26
⁵ - نفس المرجع، ص26.

1. تراجع الوساطة المالية (désintermédiation financière)¹:

ويقصد بها لجوء المتعاملين الدوليين مباشرة نحو الأسواق المالية (التمويل المباشر) دون المرور على الجهاز المصرفي (التمويل غير المباشر)، قصد القيام بمختلف عمليات التوظيف والاقتراض، أي تفضيل إصدار الأوراق المالية عن اللجوء إلى البنوك، ويتم ذلك عن طريق الانتقال التدريجي من اقتصاد المديونية إلى اقتصاد الأسواق المالية، ليصبح دور الوسطاء الماليين مجرد تقديم الاستشارات والقيام ببعض العمليات التي تخص الأوراق المالية لحسابهم الخاص أو لعملائهم وليس لهم علاقة مباشرة بنشاطهم الرئيسي المتمثل في قبول الودائع وتقديم القروض.

2. إزالة القيود التنظيمية (Déréglementation):

وهي أن تقوم البلدان بإلغاء أو تعديل كل القوانين والتنظيمات التي كانت تقيد وتحد من عمل المؤسسات والأسواق المالية، وإدخال سلسلة كاملة من الأدوات المالية الجديدة لإدارة مختلف التذبذبات الحاصلة في معدلات الفائدة ومعدلات الصرف، والمتمثلة في المشتقات المالية إلى جانب تحرير مختلف المعاملات في أسواق الصرف²، وقد تزامن تطبيق هذا المبدأ مع السياسة النقدية الجديدة للولايات المتحدة الأمريكية في فترة الثمانينيات، عندما قامت بإلغاء الكثير من القيود التنظيمية خاصة في مجال تسيير الحسابات المالية، دون أن يعني ذلك الحرية المطلقة أو الفوضى العارمة وإنما التخفيف من الرقابة على هذه العمليات.

ولطالما ارتبط تخفيف القيود التنظيمية بالمنافسة، إذ تعتبر إزالة القيود التنظيمية عنصرا فعالا لتكثيف وتوسيع المنافسة، وأهم ما نتج عنه هو تعديل هيكل المداخل البنكية وتغيير نمط عمل البنوك التي وسعت مجال نشاطها لكل ما هو خارج الميزانية خاصة فيما يتعلق بالأسواق الفرعية، فالمنافسة الناجمة عن تخفيف القيود التنظيمية على الأسواق المالية أدت إلى ظهور ما يسمى بالابتكارات المالية، مما انعكس على ارتفاع قابلية رؤوس الأموال للتحرك الدولي، وارتفاع قابلية المبادلة بين مختلف الوسائل وتوافر خاصيتين الحركة والإحلال من أجل إندماج مالي أوسع³.

3. إلغاء الحواجز الفاصلة بين الأسواق (Décloisonnement des marchés)⁴:

ويقصد به رفع وإلغاء الحواجز القانونية والإدارية داخليا من خلال فتح مجال العمل للمؤسسات المالية في كل أقسام السوق المالي (الأسواق النقدية وأسواق رأس المال)، وأسواق الصرف، وخارجيا بالسماح للمؤسسات المالية الأجنبية بممارسة مختلف الأنشطة المالية، ومن جهة أخرى تمكين المؤسسات المالية المحلية من ممارسة الأنشطة المالية خارج الحدود الوطنية، فالعولمة المالية لا تعني فقط انفتاح الأسواق القطرية على بعضها البعض ولكن أيضا انفتاح الاقسام الموجودة داخل هذه الأسواق وتوسعها.

¹ - بوعبد الله علي (2014)، مرجع سبق ذكره، ص158.

² - يحي سعاد (2018)، مخاطر عولمة الأسواق المالية دراسة حالة السوق المالي الكويتي (2016-1997)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 2، المجلد 12، ص 21-40، ص24.

³ - آسيا قاسمي (2015)، أثر العولمة المالية على تطوير الخدمات المصرفية وتحسين القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2014-2015، ص29.

⁴ - يحي سعاد (2018)، مرجع سبق ذكره، ص25.

الفرع الثالث: آثار العولمة على الأسواق الناشئة في الدول النامية

عالجت العديد من الأبحاث والدراسات التجريبية موضوع تأثير العولمة المالية على الأسواق الناشئة في الدول النامية، وقد تبينت النتائج والآراء المتوصل إليها ما بين مؤيد ومعارض لهذا التحرير، فبينما توصلت أبحاث لوجود تأثير إيجابي للعولمة على الأسواق المالية في الدول النامية (أنظر على سبيل المثال: (Bekaert, Harvey, and Lundblad (2005)، خلصت دراسات أخرى إلى أن هذا التأثير الإيجابي محدود في الواقع (Prasad et al. (2003)، ففي دراسة أجراها صندوق النقد الدولي (IMF) سنة 2003 حول آثار العولمة المالية على البلدان النامية خلصت إلى أنه لا يوجد دليل في البيانات "there is no proof in the data" على أن العولمة المالية قد أفادت النمو¹، لذا سوف نحاول الإشارة إلى بعض الآثار الإيجابية والسلبية لتأثير العولمة على الأسواق المالية في الدول النامية، على أن يتم معالجة هذه النقطة بالتفصيل في المبحث الثالث المعنون بـ "التحرير المالي وعلاقته بأداء الأسواق المالية في الدول النامية".

1. التأثير الإيجابي للعولمة على الأسواق المالية للدول النامية:

تساعد العولمة المالية في تحسين أداء النظام المالي (development of financial system) من خلال قناتين رئيسيتين هما: زيادة توافر الأموال (في عالم متكامل مالياً يمكن للأموال أن تتدفق بحرية من البلدان ذات الفائض إلى البلدان ذات العجز) وتحسين البنية المالية التحتية (أي أن المقرضين والمقرضين يعملون في نظام مالي أكثر شفافية وتنافسية وكفاءة)، مما يؤدي إلى التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات، الإختيار السلبي والمخاطر الأخلاقية (decrease adverse selection and moral hazard)²، فمن المرجح أن تؤدي الفوائد المحتملة للعولمة المالية إلى عالم أكثر ترابطاً، استقراراً، أفضل تنظيمًا ودرجة أعمق من التكامل المالي للبلدان النامية مع الأسواق المالية الدولية³؛

وفي هذا الصدد يرى بعض الاقتصاديين أن العولمة تقدم فرصاً لزيادة الكفاءة في تخصيص الموارد في اتجاه مناطق المزايا النسبية، كما تزيد الكفاءة نتيجة لزيادة المنافسة بين الشركات وتشجع على التكنولوجيا والتعلم، وهناك من يرى أن زيادة تدفقات رأس المال الوافدة إلى الدول النامية سوف تؤدي إلى التخفيف من مشكلة التمويل الخارجي، وأن تكامل أسواق الدول النامية مع أسواق المال العالمية يؤدي إلى إتجاه أسعار الفائدة المحلية نحو الانخفاض الأمر الذي يؤثر إيجابياً على الاستثمار⁴؛

ويعد التحرير بالنسبة لمعظم الأسواق الناشئة أداة أساسية لجذب رأس المال الأجنبي الذي تشتد الحاجة إليه لغرض الاستثمار وتمويل التنمية الاقتصادية، فلا شك أن فتح الأسواق المالية يؤدي إلى زيادة مشاركة المستثمرين الأجانب في الأسواق الناشئة لتحقيق الاستفادة من العائدات المرتفعة في هذه الأسواق، وتقليل مخاطر محافظهم المالية عن طريق التنوع الدولي، وهو ما يشجع بدوره الإستثمار الأجنبي في المحافظ المالية (Foreign Portfolio Investment) واستثمارات المؤسسات المحلية في أسواق الأسهم الناشئة⁵ (Domestic Institutional Investment). فالتحرير المالي إذا كان فعالاً سوف يؤدي إلى تغييرات مهمة في كل من القطاعين المالي والحقيقي مع اندماج أسواق الأوراق المالية الناشئة مع أسواق الأوراق المالية العالمية؛

¹ - Stulz, R. M. (2005). **Op-cit** ; P1596.

² - Schmukler, S. L. (2004), **Op-cit** ; P7

³ - Ibid ; P2.

⁴ - أحمد بوراس (2002)، مرجع سبق ذكره، ص30.

⁵ - Bhaskar Chhimwal & Varadraj Bapat. (2020) . **Impact of foreign and domestic investment in stock market volatility :Empirical evidence from India** ,Cogent Economics & Finance, 1-8 ; P3 To link to this article :<https://doi.org/23322039.2020.1754321/10.1080/>

من جهة أخرى يمكن أن يكون لتحرير سوق الأسهم تأثيراً إيجابياً على اقتصاديات الدولة في العديد من الجوانب، إذ أظهرت العديد من الدراسات أن التحرير كان له تأثير إيجابي على الاقتصاديات الناشئة من خلال انخفاض تكلفة حقوق الملكية، زيادة العوائد، وزيادة الاستثمار المادي الخاص والنمو الاقتصادي¹، وهو ما أكدته كذلك نظرية نماذج تسعير الأصول الدولية (Standard International Asset Pricing Models (IAPMs) التي تنبأت بأن تحرير سوق الأوراق المالية قد يقلل من تكلفة الدولة المحرة لرأس المال من خلال السماح بتقاسم المخاطر بين الوكلاء المحليين والأجانب² (Stapleton and Subrahmanyam (1977)، (Subrahmanyam (1977)، (Errunza and Losq (1985)، (Eun and Janakiramanan (1987)، و (Stulz (1999a, 1999b) فالتحرير المالي إذن يقدم بعض المزايا للأسواق الناشئة فهو يعزز تنمية سوق الأوراق المالية (De La Torre et al (2007) ، ويخفض تكلفة رأس المال (Bekaert and Harvey (2000)، (Chari and Henry (2004)، وهذا بدوره يؤدي إلى تشجيع الاستثمار (Henry (2000)، وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي (Bekaert et al (2005)، (Moshirian (2008)³.

2. التأثير السلبي للعولمة على الأسواق المالية للدول النامية:

سلطت العديد من النماذج النظرية والأدلة التجريبية الضوء على الفوائد الكبيرة لتحرير الأسواق المالية في الدول النامية، بما في ذلك جذب رأس المال الأجنبي لتمويل النمو الاقتصادي، وتطوير أسواق الأوراق المالية المحلية، وخفض تكلفة رأس المال، إلا أن العولمة المالية في الحقيقة تحمل في طياتها العديد من المخاطر المحتمل ظهورها نتيجة لانفتاح أسواق الدول النامية على الأسواق المالية العالمية، فقد أثبتت التجارب أن العولمة المالية بالنسبة للدول النامية كثيراً ما أدت إلى أزمات مالية ذات تكلفة مرتفعة و مثال على ذلك أزمة النظام النقدي الأوروبي (1992-1993)، وأزمة تيكسلا (1994-1995)، وأزمة شرق آسيا وروسيا (1997-1998)، والأزمة التركية (2001)، أزمة الرهن العقاري (2007-2009) وأزمة الديون اليونانية (2011)، فالعديد من الدراسات التجريبية أثبتت أن غالبية الأزمات التاريخية سبقتها فترة من التحرير المالي (Kaminsky, Reinhart 1999) و (Ranciere et al, 2006)⁴، فالتحرير المالي المبكر لرأس المال إذا لم يتم تدعيمه ببنية مالية تحتية قوية، وبمؤسسات تعمل بشكل جيد، وبلوائح تنظيمية ملائمة⁵، فإن التقلبات التي تحدث في التدفقات الرأسمالية الوافدة إلى الأسواق المالية للدول النامية - خاصة تقلبات الاستثمار في المحافظ المالية التي تتأثر بتوقعات المتعاملين ويطغى عليها أسلوب المحاكاة أو ما يعرف بـ "سلوك القطيع Herding behavior" - سوف تؤدي إلى فرض ضغوط شديدة على الطلب والعرض على أسواق الأسهم والعملات الأجنبية في البلدان النامية حيث تفتقر الأسواق المالية إلى العمق. وهذا قد يجعل هذه الأسواق شديدة التقلب وقد يحول الضائقة المالية المعتدلة في بعض الأحيان إلى أزمة مالية كاملة (turn mild financial distress into a full-fledged financial crisis) كما حدث في أزمة جنوب شرق آسيا عام 1997⁶.

¹ - Phuan, S. M., Lim, K. P & ,Ooi, A. Y. (2009). Financial liberalization and stock markets integration for Asean-5 countries. *International business research* .111-100, (1)2, P100

² - Henry, P. B. (2000). Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *The Journal of Finance* ,(2)55, .564-529; P529.

³ - Umutlu, M., Akdeniz, L., & Altay-Salih, A. (2010). The degree of financial liberalization and aggregated stock-return volatility in emerging markets. *Journal of banking & finance*, 34(3), 509-521 ; P509.

⁴ - Rejeb, A. B., & Boughrara, A. (2013). Financial liberalization and stock markets efficiency: New evidence from emerging economies. *Emerging Markets Review*, 17, 186-208. P189.

⁵ - Li, D., Nguyen, Q. N., Pham, P. K., & Wei, S. X. (2011). Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(4), 1127-1155. P1128.

⁶ - Bhaskar Chhimwal & Varadraj Bapat. (2020), Op-cit, P3.

وتأكيدا لما سبق يرى بعض الاقتصاديين الأكاديميين أن زيادة تحرير حساب رأس المال وتدفقات رأس المال غير المقيدة (unfettered capital flows) تعتبر كعائق خطير أمام الاستقرار المالي العالمي (Bhagwati, 1998 ؛ Rodrik, 1998 ؛ Stiglitz, 2002) ، مما يؤدي إلى المطالبة بالمزيد من الضوابط والقيود على رأس المال مثل "ضرائب Tobin taxes" على تجارة الأصول الدولية¹، وهذا ما أكداه أيضا (Nissanke & Stein. 2003) أن التدفقات الرأسمالية الهائلة عبر الحدود الوطنية أدت إلى عدم إستقرار ظروف الاقتصاد الكلي (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي) وإلى خلق فائض مالي كبير بشكل غير متناسب (disproportionately large financial excess) يتجسد عادة بفقاعات أسعار الأصول في قطاع العقارات وأسواق الأسهم (typically epitomized by asset price bubbles in the real estate sector and stock markets)².

¹- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2010). **Financial globalization and economic policies**. In Handbook of development economics (Vol. 5, pp. 4283-4359). Elsevier.P4285.

²- Nissanke, M & Stein, H. (2003). **Financial globalization and economic development: toward an institutional foundation** .*Eastern Economic Journal* .308-287 ,(2)29,P291.

المبحث الثاني: آليات ومؤشرات تقييم أداء الأسواق المالية في الدول النامية

يستند الحكم على نمو وتطور أداء أي سوق مالي متقدم كان أو نامي على مجموعة من الآليات والمؤشرات التي صممت من قبل المختصين خصيصاً لقياس أداء هذه الأسواق، إذ تمكن هذه المؤشرات المتعاملين من متابعة أوضاع السوق بهدف تحليل العوامل المؤثرة في حركة أسعار الأسهم وأحجام التداول وكذا التنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل لترشيد القرارات الاستثمارية المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية في الأسواق المالية المحلية والدولية، ومع تطور آليات التعامل في هذه الأسواق أصبحت بعض من هذه المؤشرات في حد ذاتها عبارة عن أدوات استثمارية قابلة للتداول في الأسواق المالية الدولية وفيما يلي تفصيل أكثر لذلك.

المطلب الأول: مؤشرات تقييم أداء الأسواق المالية

يتوقف الحكم على أداء الأسواق المالية على مجموعة من المؤشرات التي تسمح بقياس الأداء الكلي للسوق أو قطاع معين، بل وتمكن حتى من مقارنة الأداء بين مختلف الأسواق المالية المحلية والدولية، وسوف نتطرق إلى مفهوم وأهمية هذه المؤشرات، أنواع ووظائف هذه المؤشرات، وكذلك معرفة الآليات المتبعة في تقييم الأسواق المالية الناشئة وفق بعض مؤشرات الشركات العالمية.

الفرع الأول: مفهوم وأهمية مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية

تم إنشاء أولى مؤشرات سوق الأسهم ونشرها من قبل الصحف المالية في نهاية القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة الأمريكية على يد كل من داو Dow وشريكه جونز Jones في بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE وذلك بإصدار أول مؤشر لداوجونز للشركات الصناعية عام 1896، والتي أصبحت فيما بعد أداة تنافسية بين الصحف المالية ومقدمي المعلومات المالية بشكل عام¹، وفيما يلي نبرز مفهوم وأهمية هذه المؤشرات المستخدمة في قياس أداء الأسواق المالية.

1. مفهوم مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية

تعددت وتنوعت التعاريف المقدمة لمؤشرات قياس أداء الأسواق المالية تبعاً لتنوع وتعدد المؤشرات المستخدمة في ذلك في حد ذاتها، وفيما يلي نبرز أهم المفاهيم المقدمة لذلك:

التعريف الأول: " المؤشر أو الرقم القياسي* للأسعار هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية باستخدام معادلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي، بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات وأداء السوق، وعادة يتم تكوين المؤشر في المرحلة الأولى لتأسيس البورصة، أي وجود رقم كأساس ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك مع فترة الأساس أو نقطة البدء"².

¹ - Pierre-Cyrille Hautcoeur (2006), **Why and how to measure stock market fluctuations?The Early History of Stock Market Indices, with Special Reference to the french Case**, Paris-Jourdan Sciences Economiques, Working Paper N°2006-10; P2.

* - **تعريف الرقم القياسي:** هو مرادف لمصطلح مؤشر الأسعار لأن مؤشرات الأسعار في حقيقتها هي أرقام قياسية، حيث دأب العديد من الاقتصاديين والباحثين في ميدان الأسواق المالية والبورصات على استخدام مصطلح الرقم القياسي للتعبير عن مؤشر السوق، ويعرف الرقم القياسي على أنه أداة تستخدم لقياس التغير النسبي في قيم أي ظاهرة أو مجموعة من الظواهر من زمان لآخر أو من مكان لآخر. أنظر (حطاب سامي، 2007)، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، بحث مقدم لهيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات.

² - دريد كامل آل شبيب (2012)، مرجع سبق ذكره، ص 90.

التعريف الثاني: المؤشر عبارة عن قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغير الحادث عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، حيث يقيس لنا هذا المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ارتفاعاً وانخفاضاً¹، إذن فهو يقوم بتسجيل حصيلة التغيرات المسجلة الموجبة أو السالبة في أسعار أسهم الشركات الداخلة في تركيبة هذا المؤشر وبالتالي فهو يعكس سعر السوق واتجاهها².

التعريف الثالث: وهناك من يعرفها على أنها "مؤشرات إحصائية تستخدم كمعيار لقياس الأداء الكلي لسوق الأوراق المالية وتختلف هذه المؤشرات من حيث الطريقة المتبعة في حسابها وعدد الأدوات المالية المعتمد عليها في بناء هذا المؤشر، إذ توجد مؤشرات عامة ذات شهرة دولية تستخدم من قبل الكثير من المستثمرين لتقدير اتجاهات السوق ومستوى الأسعار للفترات القادمة والمؤشر المالي هو الذي يعبر عن مجموع قيم الأسهم المتداولة في سوق معين"³.

وعليه يمكن القول أن المؤشر هو رقم أو قيمة عددية ناتجة عن علاقة إحصائية لعينة من الأسهم الداخلة في تركيبته، وتعرف بسنة الأساس أو نقطة البدء، والذي يفترض أن تمثل وتعبّر بشكل يعكس لنا التحركات في أسعار هذه الأسهم صعوداً ونزولاً مقارنة بنقطة الأساس، وتستعمل هذه النتيجة للتعرف على أداء سوق الأوراق المالية ككل أو قطاع اقتصادي معين أو محافظة مالية. ولذلك نجد مؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا⁴:

حالة سوق الأسهم بأجمعها: مثل مؤشر ستاندر أند بورز (S&P 500)

حالة سوق الأسهم لصناعة قطاع معين: مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل (DJT)

حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا معينة: مثل مؤشر (NASDAQ) الذي يعكس حالة شركات التكنولوجيا المتقدمة (مايكروسوفت، أنتل،..)

حالة سوق الأسهم لإقليم معين: وهي مؤشرات مركبة لاقتصاديات ترتبط بنموذج اقتصادي معين مثل مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة.

2. أهمية مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية: تكتسي هذه المؤشرات أهمية كبيرة من خلال⁵:

- يعد تلخيص لأداء الأسواق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة؛
- يساعد المؤشر القائمين على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى إنحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة؛

¹ - مداحي محمد، ترفو محمد (2017)، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي)- دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII. بورصة اندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميله، المجلد 03، العدد 01 (95-116)، ص 98.

² - عاصم بن منصور بن محمد أبا حسين (2017)، المؤشرات المالية (دراسات فقهية)، مجلة البحوث الإسلامية، المملكة العربية السعودية، العدد 2017/112، ص 321.

³ - مناصرة خولة (2016)، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن (الفترة 1990-2014)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص 148.

⁴ - عروسي سميرة (2013)، مرجع سبق ذكره، ص 56.

⁵ - دريد كامل آل شبيب (2012)، مرجع سبق ذكره، ص 92.

- أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى، أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى، كما تستخدم أيضا لقياس كفاءة أداء المحافظ الاستثمارية¹؛
 - تعتبر المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية؛
 - تحولت هذه المؤشرات مع تطور أساليب وآليات التعامل في الأسواق المالية إلى أداة استثمارية نجحت في جذب شريحة كبيرة من المستثمرين، وأصبحت في حد ذاتها عبارة عن أدوات استثمارية قابلة للتداول² بحيث يمكن لأي مستثمر أن يشتري ويبيع المؤشر ككل بما يحقق له التنوع المطلوب؛
 - تسمح بمتابعة أداء السوق بهدف تحليل العوامل المؤثرة في حركة الأسعار وأحجام التداول في الأوراق المالية، والتنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل لاستخدامها في قرارات بيع وشراء الأوراق المالية³.
- وفيما يلي تفصيل لأهم استخداماتها:

1. **التنبؤ بالحالة الاقتصادية ووضعية السوق مستقبلا:** تساهم الأسواق المالية لدى الدول المتقدمة في التمويل بنسبة مرتفعة مقارنة بما هي عليه في الدول النامية، وهذا يشير إلى أن أغلب المؤسسات التي يتداول أوراقها فيها تمثل وجه الاقتصاد ككل، وبطبيعة الحال إذا كانت سوق الأوراق المالية على درجة كفاءة عالية فإن المؤشر المطلوب في ذلك السوق سوف يعكس حتما الحالة الاقتصادية العامة للدولة؛
2. **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** إن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في تنوع محفظة الأوراق المالية التي دائما ما تكون بقيمة تمكنه من ذلك يتوقع منه تحقيق عائد أعلى من متوسط عائد السوق، ويمكن للمستثمر والجهة التي اسندت للمدير المحترف إدارة محفظتها أن تستخدم عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة بوصفه أساسا للمقارنة على العائد الفعلي الذي حققته المحفظة، وينبغي أن لا تتركز المقارنة على العائد فحسب بل على المخاطرة كذلك التي يتعرض لها عائد المحفظة مقارنة بمخاطرة السوق التي يعكسها التقلب في عائد المؤشر.
3. **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:** وذلك من خلال المقارنة بين التغيير في عائد المحفظة مع التغيير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع وهذا دون الحاجة إلى مراقبة أداء كل ورقة على حدا⁴.
4. **قياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية:** وهي العلاقة بين معدل العائد للموجودات ذات المخاطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من الموجودات الخطرة.

الفرع الثاني: أنواع ووظائف المؤشرات

تقسم المؤشرات حسب معياري الوظيفة وإمكانية التداول إلى:

1. من حيث الوظيفة: وتنقسم إلى:

¹ - فاروق رفيق التهموني (2012)، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة العربية للإدارة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، مج 32، ع 1- يونيو (حزيران)، ص 144.

² - حنان ابراهيم النجار (2005)، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية، 15-17 ماي 2005، كلية الشريعة والقانون- جامعة الإمارات العربية المتحدة، ص 1374.

³ - المرجع نفسه، ص 1383.

⁴ - مداحي محمد، ترقو محمد (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 100.

1.1. المؤشرات العامة: وهي المؤشرات التي تشمل معظم مؤشرات السوق والتي تمثل مختلف القطاعات الاقتصادية للبلد المعني تمثيلاً جيداً، ويعتمد الاقتصاديون على أداء هذه المؤشرات لمعرفة اتجاهات السوق والقيام بالتنبؤات القطاعية (Prévisions sectorielles)¹، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في بناء المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة في السوق وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة²، ويندرج المؤشر الفرنسي SBF 250* ضمن هذه الفئة³.

2.1. المؤشرات القطاعية: وهي المؤشرات التي تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو النقل أو الخدمات أو غيرها من القطاعات، ومن أمثلتها نجد مؤشر Le CAC 40 في فرنسا و DAX 30 بألمانيا⁴.

2. من حيث إمكانية التداول: وتنقسم إلى⁵:

1.2. المؤشرات القابلة للتداول: ويطلق عليها اسم مؤشرات المتاجرة وذلك لإمكانية تداولها في البورصة من خلال استخدام المشتقات المالية، ويندرج ضمن هذا النوع من المؤشرات مؤشر (Nikkei225) ومؤشر (Nasdaq100).

2.2. المؤشرات الغير قابلة للتداول: وهي المؤشرات التقليدية التي تهدف إلى التعبير عن الأداء الكلي للبورصة في رقم واحد وبطريقة حيادية وهي لا تتداول في البورصات، ومن أمثلتها نجد مؤشر داو جونز ومؤشر بورصة عمان وبدورها تنقسم إلى:

أ- مؤشرات البورصات الرسمية: وهي المؤشرات التي تصدر من قبل هيئات رسمية في البورصة؛

ب- المؤشرات الدولية: وهي المؤشرات التي تنشر عن طريق بيوت السمسرة أو الوساطة المالية الدولية مثل مؤشر مورغان ستانلي.

الفرع الثالث: المؤشرات المستخدمة في قياس أداء الأسواق المالية

يتم التعبير عن أداء الأسواق المالية سواء كانت متقدمة أو نامية بإستخدام مجموعة من المؤشرات المتعارف عليها أو التي صممت خصيصاً لهذا الغرض، وفيما يلي نبرز أكثر هذه المؤشرات شيوعاً وإستخداماً في قياس أداء الأسواق المالية:

¹ - Abdelbari El Khamlichi (2010), L'éthique en bourse : le cas des indices boursiers socialement responsables, 2^{ème} Université Réalité et Prospectives du développement durable- Clermont- Octobre 2010 ; P2

² - سميحة بن محياوي (2015)، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض البلدان العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص66.

* مؤشر SBF 250: يحتوي هذا المؤشر على 120 قيمة التي يتكون منها مؤشر SBF120 بالإضافة إلى 130 قيمة أخرى مسعرة بطريقة مستمرة وهو مؤشر قطاعي يتركب من ثلاث قطاعات، حيث عينة هذا المؤشر تحتوي على قيم منقولة لشركات ذات رزمة كبيرة من كل قطاع (أنظر بن شعيب فاطمة الزهراء، 2011) مذكرة ماجستير بعنوان: دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي "دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية"، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.

³ - Abdelbari El Khamlichi, L'éthique en bourse : le cas des indices boursiers socialement responsables, Op-Cit ; P2.

⁴ - Abdelbari El Khamlichi (2013), Le Comportement des Indices Boursiers Socialement Responsables en Période de Crise, Management et Avenir, 2013/3 N° 61/P (30-49) ; P31.

⁵ - عمر النصور (2017)، نحو إنشاء مؤشر إسلامي في بورصة عمان "دراسة تحليلية في ضوء المعيار الشرعي رقم 21 والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمصارف الإسلامية حول: الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، الجامعة الأردنية، الفترة 16-17/08/2017، ص12.

1. المؤشر العام لأسعار الأسهم¹:

وهو عبارة عن مؤشر احصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق، ويدخل في تركيبة هذا المؤشر مجموعة كبيرة من أسعار أسهم الأوراق المالية الذي يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي، ويسمح بمعرفة التقلبات التي تحدث في عوائد أسعار الأوراق المالية المتداولة، ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغير الذي يحدث في لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في سنة الأساس أو نقطة البدء، ويخضع بناء هذا المؤشر إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداول أوراقها في السوق المنظمة، على أن يتم إختيار هذه العينة بطريقة تسمح للمؤشر بأن يعكس حالة السوق ككل أو قطاع فرعي منه، ومن أمثلة ذلك: S&P500, NASDAQ.

2. مؤشر حجم السوق:

يعتبر حجم السوق من أهم المؤشرات التي تقيس درجة تطور ونمو السوق المالي، ويمكن التعبير عن هذا المؤشر إما عن طريق معدل الرسملة السوقية أو عدد الشركات المدرجة في السوق؛

1.1.2. الرسملة السوقية (Stock Market Capitalization): ويقصد بالرسملة السوقية القيمة السوقية لجميع الأصول المسجلة والمسعرة في البورصة فهي مؤشر سوقي مهم لقيمة الأسهم وقيمة الشركات بشكل عام (Toramane et al, 2009; Dias 2013)²، حيث تتغير الرسملة بتغير الأسعار في البورصة، الدخول أو الخروج من البورصة، الخوصصة، رفع رأس مال الشركة، إلخ³. فالنسبة لحجم السوق قياسا بمعدل رسملة البورصة فإنه يتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام، وهو ما يسمح لهذا المؤشر بتحديد مدى تأثير الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال، ففي سبعينيات القرن الماضي لم تتجاوز هذه النسبة الواحد بالمائة لدى العديد من دول العالم، لكن مع نهاية القرن العشرين شهد هذا المعدل تباينا كبيرا بين مختلف الدول حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول على غرار هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى كل من أمريكا واليابان (Bertrand, 1997). ولعل هذا الاختلاف مرده إلى مدى اعتماد القطاع المالي في تمويل العمليات الاقتصادية على البنوك أو على الأسواق المالية، أما أوجه القصور التي تكتنف هذا المؤشر فتتمثل في عدم الأخذ بعين الاعتبار لبعض الأسهم الغير مدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور التي يمكن أن تلعبه في الاقتصاد⁴، كما أن بعض الأسواق ذات رأس مال سوقي كبير في حين حجم التعاملات بها صغير نسبيا⁵.

2.2. عدد الشركات المدرجة في السوق (Number of listed companies): يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية، ويستخدم كمؤشر إضافي للدلالة على حجم السوق إلى جانب المؤشر العام للأسعار، 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

¹ - علي عبد الله، بلحمري خيرة (2015)، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 02، المجلد 06، العدد 01، ص ص 287-300. على الخط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/19404> ، تاريخ الزيارة (2020/07/28).

² - Pietro Pavone (2019), **Market Capitalization and Financial Variables: Evidence from Italian Listed Companies**, International Journal of Academic research Business and Social Science, 21 March 2019, (1356-1371); P1358.

³ - عبد الحفيظ خزان (2017)، مرجع سبق ذكره، ص108.

⁴ - طرايش ابراهيم، بربري محمد أمين (2019)، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية بمصر 2004-2017، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية أدرار، المجلد 07- العدد: 02/ جوان 2019، ص 132.

⁵ - Kamal A. El-Wassal (2013), **The Development of Stock Markets : In Search of a theory**, International Journal of Economics and Financial Issues, 3(3), PP 606-624. Online: <https://econjournals.com/> (visited le 28/07/2020).

حجم العمليات التي يجرؤها عليها من شراء وتبادل الأوراق المالية لهذه الشركات¹، إلا أنه ما يعاب على هذا المؤشر فقد يفقد دلالاته إن لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (السابق الذكر)، إذ يمكن أن نجد سوق مالي فيه عدد كبير من الشركات المدرجة لكن معدل الرسملة السوقية لتلك الشركات صغير نسبيا.

3. مؤشر سيولة السوق (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 السوقية²، وتعتبر سيولة السوق مؤشرا هاما لجذب مختلف الفاعلين إلى البورصة عكس الأسواق الغير سائلة فهي غير مواتية للمستثمرين خاصة في فترة اضطرابات وتقلبات هذه الأخيرة³، فهي من جهة تسمح بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما اقتضت الضرورة ذلك، ومن جهة أخرى تسمح للشركات برفع رأسمالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، بما ينعكس إيجابا على التخصيص الأمثل للموارد⁴، وتقاس عادة سيولة السوق من خلال مؤشران هاما هما:

1.3. مؤشر حجم التداول (Trading Volume Index): ويمثل قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق وبمختلف الأسعار خلال فترة زمنية محددة، سواء كانت سنة، أو شهرا، أو أسبوعا، أو حتى يوما واحدا، وهو عبارة عن حاصل ضرب عدد الأسهم في أسعارها خلال مدة معينة⁵، وتشير هذه النسبة إلى حجم التعاملات أو عدد الصفقات (Total number of transactions) التي تتم على ورقة مالية معينة أو في سوق الأوراق المالية ككل بالنسبة لحجم الاقتصاد الوطني⁶، 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، لكن هذا لا يعني أن البورصة المعنية تتميز بالنشاط، غير أن أخذ مؤشر التداول بعين الاعتبار قد يفضي إلى التوصل إلى أن هذا المؤشر منخفض رغم كبر حجم السوق المالي، مما يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضا⁷؛

2.3. مؤشر معدل الدوران (Shares Turnover Ration): معدل دوران الأسهم هو مؤشر يعبر عن النسبة المئوية لقيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها ولمدة زمنية معينة، حيث يستخدم هذا المؤشر في حال ارتفاعه للتعبير عن كثافة

¹ - بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² - بصري محفوظ (2016)، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، معارف مجلة علمية محكمة، تصدر عن جامعة آكلي محمد أولحاج، السنة الحادية عشر، العدد 21- ديسمبر 2016، ص 89.

³ - Wimboh Santoso & Al (2010), **Market Liquidity Risk as an Indicator of Financial Stability : The Case of Indonesia**, Working Paper, Bank Indonesia, March 2010; P2

⁴ - طرايش ابراهيم، بربري محمد أمين (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 132-133.

⁵ - حسن كريم حمزة (2011)، مرجع سبق ذكره، ص 264.

⁶ - Faid Gul, Tarik Javed (2009), **Relationship Between Trading Volume And Stock Exchange Performance: A case from Karachi Stock Exchange**, International Business & Economics Research Journal, Volume 8, Number 8; P14.

⁷ - طرايش ابراهيم، بربري محمد أمين (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 133.

التداول في سوق الأوراق المالية واقترب اسعارها من السعر العادل، ومن جهة أخرى يدل انخفاضه على انخفاض السيولة في السوق¹، وهذا المؤشر أيضا يكمل 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 معينة².

4. درجة تركيز السوق:

ويقاس بنصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو قيمة التداول³، ويشير إلى ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزا في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعا على عدد كبير منها⁴، وتعد درجة التركيز المرتفعة أمر غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على سيولة السوق، وتقاس درجة تمركز السوق بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس مال السوق أو في قيمة التداول، ويتمثل المدلول الاقتصادي لهذا المؤشر في معرفة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رأس المال السوقي، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات التي تطرأ على قيمة أسهم هذه الشركات.

المطلب الثاني: القواعد الأساسية في بناء مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية

يخضع بناء أو تكوين مؤشرات أسعار الأسهم التي تستخدم في قياس أداء الأسواق المالية إلى مجموعة من القواعد والضوابط، وهذا إنطلاقا من شروط اختيار العينة والأوزان النسبية للأسهم التي تتكون منها، وطرق حساب هذه المؤشرات، وصولا إلى الشكل النهائي لهذه المؤشرات (مثل مؤشر داو جونز، نازدك)، حتى تكون لها القدرة على التعبير عن أداء السوق المالي الكلي، أو قطاع منه، أو محفظة مالية، فتمكن بذلك الاقتصاديين، المستثمرين والمهتمين من معرفة اتجاهات السوق والتنبؤ بتحركاته المستقبلية.

الفرع الأول: شروط تكوين المؤشر

على الرغم من التفاوت في كيفية بناء واحتساب مؤشرات أسواق الأوراق المالية إلا أن معظم المختصين والمحللين الاقتصاديين في هذا المجال يتفقون على ضرورة مراعاة ثلاث قواعد أساسية عند تكوين أي مؤشر وهي: ملائمة العينة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة وطريقة حساب المؤشر.

1. ملائمة العينة:

يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية هي جزء من المجتمع محل الدراسة، وكلما كان حجمها كبير كلما أعطى نتائج أدق عن المجتمع التي تمثلها⁵، تعد طريقة اختيار العينة الأساس الذي يقوم عليه تكوين مؤشر حالة السوق فمن الصعب إدراج أسهم جميع

¹ - عمار زودة، حمزة بوكفة (2018)، سوق الأوراق المالية في الجزائر: طبيعتها، معوقات نموها ومتطلبات تنشيطها، دراسة تحليلية للفترة (2007-2015)، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميله، المجلد 2، العدد 01/2018، ص346.

² - بن عبيد فريد (2010)، قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الحلفة، المجلد 04، العدد 03، ص 121.

³ - شذا جمال الخطيب (2008)، مرجع سبق ذكره، ص89.

⁴ - الشريف ربحان، الطاوس حدادي (2013)، بورصة الجزائر- رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة، المجلد 19، العدد 02 (41-62)، ص52.

⁵ - عبد الغفار حنفي (2001)، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، طبعة معدلة، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، ص78.

الشركات في مؤشر واحد، لذا يجب أخذ عينة كافية من الأوراق المالية تكون ممثلة للسوق تمثيلاً جيداً لإعطاء المؤشر نتيجة جيدة ولتسهيل عملية تكوينه، وتعرف العينة - المتعلقة ببناء مؤشرات أسعار الأسهم - بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين، وينبغي أن تكون العينة ملائمة من ثلاثة جوانب هي:¹

- **الإتساع:** ويقصد به التوازن في التمثيل، بمعنى أن تقوم العينة المختارة بتغطية كافة القطاعات الممثلة للاقتصاد، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهماً لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد، أما إذا كان يستهدف قطاع معين أو محدد حينئذ تقتصر العينة على أسهم الشركات المكونة لذلك القطاع مثل قطاع الخدمات المالية أو قطاع الصناعة.

- **المصدر:** ويقصد به مصدر المعلومات الخاصة للحصول على أسعار الأسهم الداخلة في حساب المؤشر، والتي ينبغي أن يكون مصدرها السوق المالي التي تتداول فيه الأوراق المالية (البورصة).

- **الحجم:** وهو عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر، فكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كبير كلما كان هذا الأخير أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق، ومع ذلك فإن المؤشرات المحسوبة على عينة صغيرة قد لا تنقل كفاءة عن بقية المؤشرات Dow-Jones Average وكذلك مؤشر Standard and Poors 500 اللذان أثبتا قدرتهما على الحكم على حالة السوق ويعود ذلك لسببين:²

الأول: أن القيمة السوقية للأسهم التي تتضمنها مثل تلك العينات الصغيرة تمثل نسبة عالية من القيمة السوقية للأسهم الذي يمثلها المجتمع الذي سحبت منه العينة، فالمشكلة الحقيقية إذا كانت النسبة الكبيرة من القيمة السوقية تنحصر في عدد محدود من الشركات الممثلة للمؤشر مما قد لا يمثلها هذا الأخير تمثيلاً حقيقياً.

الثاني: أن أسعار الأسهم عادة ما تسير في الاتجاه نفسه صعوداً أو هبوطاً على النحو الذي سبقت الإشارة إليه، وهذا يعني أن العينة الصغيرة يمكن أن تعكس حالة السوق بصفة عامة.

أما من حيث الشروط التي يجب أن تتوفر بالأسهم المختارة في العينة هو درجة سيولة السهم وليس ربحيته، مع تجنب التركيز على قطاع واحد والترحيل باستخدام القيمة الرأسمالية للشركة، وأن تكون أسهمها مدفوعة بالكامل ولا بد من متابعة أسهم الشركات التي يشهر إفلاسها أو التي تندمج مع شركات أخرى.

2. الأوزان النسبية:

بعد اختيار العينة التي تمثل المؤشر وفق الشروط السالفة الذكر، يتم الانتقال إلى المرحلة الموالية لتكوين المؤشر من خلال تحديد كيفية تمثيل كل ورقة مالية داخل العينة لاسيما في ظل تباين العدد المتداول من الأوراق المالية واختلاف القيمة السوقية لكل ورقة، لذا ينبغي ترجيح أسهم العينة من خلال تحديد الأوزان النسبية لكل ورقة ضمن مجموعة أسهم المؤشر، وتوجد ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يتكون منها المؤشر:

¹ - عمر النور (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 13.

² - بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين (2008)، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل العراق، العدد 89 (30)، ص 79.

1.2. مدخل الوزن على أساس السعر (Price weighting): بناء على هذا المدخل فإن الترجيح يتم عن طريق السعر أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويتم الحصول على هذا المؤشر من خلال حساب المتوسط الحسابي لأسعار الأسهم التي يتشكل منها المؤشر، مما يعني أنه كلما ارتفع سعر الورقة المالية كلما زاد تأثيرها في المؤشر بغض النظر عن قيمتها السوقية، ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم فقط في حين أن هذا الأخير قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها، ويتم حسابه بالعلاقة التالية:¹

$$I_t = I_0 \times \frac{\sum_{i=1}^n P_t^i}{\sum_{i=1}^n P_0^i} \times \frac{1}{K_t}$$

حيث:

I_0 : المستوى الأولي للمؤشر (القيمة الأولية للمؤشر).

K_t : معامل تعديل لتصحيح مؤشر ورقة مالية أو تعديل في تكوين المؤشر (coefficient d'ajustement pour corriger l'indice d'une opération sur le titre ou d'une modification de la composition de l'indice)

وهي (الطريقة السابقة) نفس منهجية الحساب المستخدمة في حساب كل من مؤشر Dow Jones ومؤشر Nikkei².

2.2. مدخل الأوزان المتساوية (Equal weighting): وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر³، وبالتالي فهي مبنية على فكرة قيام المستثمر باستثمار مبلغ معين أو نسبة معينة في كل سهم بغض النظر عن قيمته السوقية، وتعطى الأهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم، ويعاب على هذا المدخل أنه لا يأخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية المؤسسة، وتستخدم الصيغة التالية في حساب هذا المؤشر:⁴

$$Index_t = Exp \left[\left(\sum \log(P_{ti}/P_{0i})/N \right) * Ln(10) \right] * 100$$

حيث:

P_{ti} : السعر في الزمن t.

P_{0i} : السعر في فترة الأساس.

N : عدد الأسهم المكونة للعينة.

3.2. مدخل الأوزان حسب القيمة (Value weighting): يعطي مدخل الأوزان حسب القيمة السوقية الرأسمالية وزناً أكبر لأسهم الشركات ذات القيمة السوقية الكلية الأكبر، والناجحة من حاصل ضرب سعر السهم في العدد الكلي للأسهم المصدرة⁵، وهذا يعني تجاوز العيب الأساسي في مدخل السعر لأن سعر السهم لم يعد المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركة التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة⁶، وتعتبر هذه الطريقة من أفضل الطرق المستخدمة في بناء المؤشرات خاصة وأنها تتلافى العيب الموجود في الطريقة الأولى (أساس السعر) والمتعلقة باشتقاق

¹ - Erwan Le Saout (2005) , **Indice, mon bel Indice, dis-moi qui est le plus performant : le cas des indices éthique**, Banque & Marchés n° 74, Janvier 2005 ; P25.

² - Ibid ; P25.

³ - حياة زيد (2015)، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم "دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2014-2015، ص26.

⁴ - سامي حطاب (2007)، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار**، بحث مقدم لهيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، ص52.

⁵ - حنان إبراهيم النجار (2005)، **مرجع سبق ذكره**، ص1385.

⁶ - بشار ذنون محمد الشكرجي، **ميادة صلاح الدين تاج الدين (2008)**، **مرجع سبق ذكره**، ص79.

الأسهم، ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة السوقية في بناء المؤشر، مؤشر نازداك ومؤشر الفايينشال تايمز¹، وتستخدم الصيغة التالية في حساب هذا المؤشر:

$$Index_t = \frac{\sum P_t \cdot Q_t}{\sum P_b \cdot Q_b} \times \text{begining Index value}$$

حيث:

$Index_t$: قيمة المؤشر في الفترة t .

P_t : إقفال أسعار الأسهم في الفترة t .

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t .

P_b : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

3. حساب المؤشر: تأتي اختيار طريقة حساب المؤشر في المرحلة الأخيرة من مراحل بناء المؤشرات، وهذا بعد استيفاء الشروط الخاصة باختيار العينة الملائمة واختيار طريقة الترجيح لمكونات المؤشر، ويتم حسابه إما بالمتوسط الحسابي لكل مكونات المؤشر أو المتوسط الهندسي لهذه المكونات، أو حساب المؤشر ثم أخذ كل التغيرات فيه (السعر أو القيمة) ونسبتها إلى أساس معين للمؤشر 100 أو 1000 مثلا لحساب نسبة التغير بدلا من التغير المطلق كما في طريقتي المتوسطات²، وهذا ما سوف نحاول التطرق إليه بنوع من التفصيل في الفرع الموالي.

الفرع الثاني: طرق حساب المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تحتسب على أساسها قيمة المؤشر التي ينبغي أن تتم بوحدات قياس سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق³، فمنها من تحسب على أساس الأرقام القياسية ومنها من تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، ويحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي⁴. وسوف نتطرق فيما يلي إلى طرق حساب المؤشرات حسب كل من لاسبير، باش وفيشر.

1. مؤشر لاسبير (*L'indice de Laspeyres*):

ويحسب بالصيغة التالية:⁵

$$L(p)_{t/0} = \frac{\sum_{i=1}^n q_0^i \cdot p_t^i}{\sum_{i=1}^n q_0^i \cdot p_0^i}$$

حيث:

q_0^i : عدد الأسهم « i » في التاريخ « 0 »، « 0 » هي سنة الأساس)

p_0^i : سعر السهم « i » في سنة الأساس « 0 »

¹ - عمر النسور (2017)، مرجع سبق ذكره، ص14.

² - حنان إبراهيم النجار (2005)، مرجع سبق ذكره، ص1385.

³ - بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين (2008)، مرجع سبق ذكره، ص80.

⁴ - حياة زيد (2015)، مرجع سبق ذكره، ص27.

⁵ - Abdelbari El Khamlichi (2012), *Ethique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique*, Thèse en Cotutelle pour l'obtention du titre de Docteur en science de Gestion, Faculté d'Economie et de Gestion de Clermont Ferrand, Université d'Auvergne, 28-11-2012 ; P36.

p_t^i : سعر السهم « i » في التاريخ « t » ، « t » هي التاريخ الجاري أو اليوم).

فالملاحظ أن مؤشر Laspeyres يتوافق مع متوسط حسابي أين تكون الكميات الأولية مثبتة وأسعار الأوراق المالية تختلف في التاريخ "t"، مما يسمح لهذا المؤشر بمقارنة قيم محفظة ثابتة (Portefeuille fixe) عبر الزمن. ويرى (Pouliot, 2000) أن حساب مؤشر بطريقة Laspeyres يعطي ميزة قابلية النقل "Transférabilité" والسرعة، ومما يعاب عليه تثبيت الكميات في سنة الأساس مما يتطلب تعديل القيمة السوقية في كل مرة يكون فيها تغيير في الأوراق المالية بعد إجراء عملية على رأس المال¹.

2. مؤشر باش (L'indice de Paasche):

يمكن حساب مؤشر أسعار Paasche الذي يتكون من n ورقة مالية في التاريخ t بالصيغة التالية:²

$$L(p)_{t/0} = \frac{\sum_{i=1}^n q_t^i \cdot p_t^i}{\sum_{i=1}^n q_t^i \cdot p_0^i}$$

مع العلم أن:

q_t^i : عدد الأسهم « i » في التاريخ « t »

p_0^i : سعر السهم « i » في التاريخ « 0 »

p_t^i : سعر السهم « i » في التاريخ « t »

ويمتاز هذا المؤشر هو الآخر بميزة قابلية النقل كما يسمح بإمكانية تغيير الترجيح كون الكميات يتم تقييمها في وقت الحساب، أي أن الأسهم ترجح بوزنها الحقيقي، لكن ما يعاب على هذا المؤشر حساسيته للعمليات على رأس المال الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، لأن الترجيح يعاد في كل مرة يتم فيها حساب المؤشر³.

3. مؤشر فيشر (L'indice de Fischer):

تم اقتراح مؤشر فيشر الذي ما هو إلا الوسط الهندسي لمؤشري لاسبير (Laspeyres) وباش (Paasche)، وهو ما يسمح بتفادي التحيز الذي قد يحدث عندما تتغير الأوزان النسبية بشكل كبير، ويتم حسابه بالصيغة التالية:

$$F(p)_{t/0} = \sqrt{L(p)_{t/0} \cdot P(p)_{t/0}}$$

الفرع الثالث: أمثلة عن بعض المؤشرات العالمية المستخدمة في قياس أداء الأسواق المالية العالمية

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية بطبيعة الحال من دولة إلى أخرى كما قد توجد في البلد الواحد العديد من المؤشرات، ويرجع سبب الاختلاف بالدرجة الأولى إلى اختلاف الأوراق المالية المتداولة بين سوق وآخر هذا من جهة، ومن جهة أخرى اختلاف الأوراق المالية التي تدخل في بناء وتكوين هذه المؤشرات وكذا الطرق المستخدمة في حسابها، وفيما يلي تلخيص لأهم بعض مؤشرات الأسواق المالية العالمية.

¹ - Ibid ; P36.

² - Erwan Le Saout (2005), **Op-cit** ; P25.

³ - Abdelbari El Khamli (2012), **Ethique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, Op-cit** ; P37.

جدول رقم (2-2): بعض أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية وتمثيلها

المؤشر	التمثيل
مؤشرات الولايات المتحدة الأمريكية	<p>ويعد هذا المؤشر الأكثر شيوعاً وتداولاً، يضم هذا المؤشر (500) سهم من أسهم الشركات تمثل (400) شركة صناعية، و (40) شركة منافع عامة و (20) شركة في مجال النقل و(40) شركة مالية، وتمتاز عينة المؤشر بأن حجم الشركات الداخلة فيه كبير وأنها تتداول في السوقين المنظم وغير منظم، وهو من المؤشرات التي تعتمد على مدخل الترجيح على أساس القيمة السوقية، وقد تفرغ عنه أربعة مؤشرات قطاعية هي: مؤشر الصناعة، مؤشر الخدمات العامة، مؤشر النقل ومؤشر المالية.</p>
	<p>ويستخدم مؤشر داو جونز الصناعي الشهير مدخل الأوزان بسعر السهم، ويتكون من أفضل 30 شركة صناعية قائمة في الولايات المتحدة، ويتغير تكوين المؤشر مع كل تغيرات اقتصادية تستدعي استبدال بعض الأسهم المكونة له، ويواجه هذا المؤشر العديد من الانتقادات لأن العينة لا تعتبر ممثلة لمجتمع يتكون من آلاف الأسهم الصناعية في الولايات المتحدة، ناهيك عن تحيز العينة التي يمثلها إلى الشركات الكبيرة الرائدة، وقد تفرغ عنه أربع مؤشرات مستقلة يتم تداولها في بورصة نيويورك هي:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ المؤشر الصناعي: يضم أسهم الدرجة الأولى لـ 30 شركة أهمها شركة IBM. ▪ مؤشر الخدمات: يضم 20 شركة منتجة للطاقة. ▪ مؤشر المواصلات: يضم 15 شركة متنوعة للمواصلات. ▪ المؤشر المركب: يضم متوسط الأسهم لـ 65 شركة المدرجة في المؤشرات الثلاثة.
	<p>هو أحد أشهر المؤشرات المالية في العالم يستخدم في قياس أداء سوق الأسهم المالية الأمريكية إلى جانب المؤشرين السابقين، حيث يقيس أداء أكبر 100 شركة متداولة في بورصة NASDAQ الأمريكية، وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية للشركات المدرجة فيه، وقد بدأ العمل بمؤشر Nasdaq 100 في 31 جانفي 1985 من طرف شركة ناسداك انطلاقاً من مستوى 250 نقطة، كما يعتبر أداة مالية يمكن تداولها كالأدوات المالية الأخرى كالأسهم، السلع والعملات.</p>
	<p>مؤشر FTSE 100 Index ويعرف أيضاً باسم FTSE 100 أو "Footsie": هو مؤشر يضم أفضل 100 شركة من حيث الرصمة السوقية مدرجة في البورصة البريطانية، وتمثل رصمتها أكثر من 70% من رأسمال السوق ككل، وتعني الأحرف الأربعة الأولى: Financial Times Stock Exchange ، وقد أطلق هذا المؤشر لأول مرة في 3 جانفي 1984 على أساس 1000 نقطة، وسجل أعلى قيمة تاريخية له (highest closing value) في 2018/05/18 برصيد 7778 نقطة.</p> <p>FTSE-100: هو مؤشر الأسهم الأكثر استخداماً من أصل مجموعة المؤشرات التي تقدمها مجموعة FTSE GROUP، ويستخدم بشكل دوري (خاصة في إعداد التقارير المالية) كمقياس لصحة الاقتصاد البريطاني.</p>
مؤشرات الدول الأوروبية	<p>DAX-30 أو بالألمانية Deutscher Aktienindex: وهو المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية، ويضم 30 شركة ألمانية كبرى يتم تداول أوراقها في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية، من بينها شركة BMW, ADIDAS شركات أخرى. وقد أطلق هذا المؤشر لأول مرة بتاريخ 30 ديسمبر 1987 على أساس 1000 نقطة، تقوم تقنية (Xetra*) بحساب المؤشر كل ثانية منذ 01 جانفي 2006، وفي 24</p>
	<p>DAX-30</p>

* (Xetra) Market Identifier Code (MIC): XETRA is a trading venue operated by Frankfurter Wertpapierbörse (FWB, the Frankfurt Stock Exchange) (based in Frankfurt, Germany).

In 2015, 90 percent of all trading in shares at all German exchanges was transacted through the Xetra trading venue. With regard to DAX listings, Xetra has 60 per cent market share throughout Europe [1]. Trading times on trading days are from 9.00 a.m. to 5.30 p.m. [2]. The prices on Xetra serve as the basis for calculating the DAX, the best-known German share index.

<p>نوفمبر 2020 أعلنت شركة Deutsche Börse عن توسيع المؤشر من 30 شركة إلى 40 شركة وتشديد القواعد ردا على فضيحة (Wirecard)، على أن يتم العمل به في الربع الثالث من عام 2021.</p>		
<p>CAC-40: وقد اشتق اسمه من (Cotation Assistée en Continu) وهو أحد أهم مؤشرات بورصة باريس، يضم هذا المؤشر 40 شركة فرنسية كبرى، ويدار من قبل بورصة (Euronext Paris) وتبلغ قيمته 1.023 تريليون أورو، تم إطلاقه لأول مرة في 31 ديسمبر 1987 على أساس 1000 نقطة، وقد سجل هذا المؤشر أعلى قيمة له حتى الآن (6922.33 نقطة) في أزمة فقاعة الأنترنت سبتمبر 2000، وقد تحول نظام الترجيح الخاص بالمؤشر من الاعتماد على إجمالي القيمة السوقية (capitalisation boursière des sociétés) إلى القيمة السوقية الحرة للتداول فقط (capital flottant) في 1 ديسمبر 2003 بما يتماشى مع المؤشرات الرئيسية الأخرى.</p>	<p>CAC-40</p>	
<p>Nikkei 225: وقد اشتق هذا الاسم من (Nihon Keizai Shinbun) وهو الاقتصادي الذي قدم هذا المؤشر، وهو المؤشر الرئيسي لسوق الأسهم اليابانية (بورصة طوكيو) الذي يضم 225 شركة، يستخدم لقياس حركة السوق بشكل عام ولا يركز على قطاع معين، وقد أسس أول مرة في 16 ماي 1949 على أساس 100، يتم حسابه بطريقة المتوسط الحسابي للقيم التي يتكون منها دون ترجيح القيمة السوقية التي يتكون منها، وقد بلغ مؤشر نيكاي 225 أعلى قيمة له في 29 ديسمبر 1989 خلال فقاعة الأصول اليابانية مسجلا بذلك 38957.44 نقطة وأغلق عند 38915.87 نقطة عند نفس اليوم، ثم خسر المؤشر كل مكاسبه تقريبا.</p>	<p>Nikkei 225</p>	<p>مؤشرات الدول الناشئة</p>

المصدر : من إعداد الطالب

المطلب الثالث: تقييم أداء الأسواق المالية للدول النامية وفق مؤشرات الشركات العالمية

تعتبر عملية تصنيف الأسواق المالية لمختلف بلدان العالم إلى أسواق متطورة أو أسواق ناشئة مرجعا أساسيا، وخطوة هامة نحو عملية بناء المؤشرات الإقليمية والقطرية *Country and Regional Indexes* لشركات المؤشرات العالمية للأسهم، وقد أصبحت هذه المؤشرات مع تطور أساليب وآليات التعامل في الأسواق المالية من بين أهم الأدوات الاستثمارية التي نجحت في جذب شريحة كبيرة من المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء، ومن جهة أخرى تعد مرجعا هاما للباحثين، الخبراء والمحللين الاقتصاديين في ميدان الأسواق المالية للقيام بالعديد من الأبحاث و الدراسات العلمية التي تركز على واحدة أو أكثر من هذه المؤشرات، وتعد مؤشرات مورغان ستانلي (MSCI)، فوتسي (FTSE) وستاند أندبور (S&P) من المؤشرات الرائدة في هذا المجال، فماهي الفوائد والمزايا المتوقعة من الانضمام إلى مؤشرات الشركات العالمية؟ وعلي أي أساس تصنف شركات المؤشرات العالمية الأسواق المالية إلى أسواق متقدمة وأخرى ناشئة (ما هي معايير التصنيف المعتمدة)؟

أكدت العديد من الدراسات والتقارير التي أجريت في هذا المجال أن انضمام الأسواق المالية للدول النامية إلى مؤشرات الأسهم العالمية يحقق لها العديد من المزايا والفوائد يمكن تلخيصها فيما يلي¹:

- التقييم العادل لأسعار أسهم الأسواق المنضمة لتلك المؤشرات؛
- تحسن ميزان المدفوعات حال دخول الأموال (مع احتمال التأثير السلبي حال خروجها)؛
- تطوير البيئة الاستثمارية والأطر القانونية للسوق المالية؛

¹ - عبد الله المقبل وآخرون (2017)، فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية، بحث مقدم إلى هيئة السوق المالية Capital Market Authority، أبريل 2017، ص6.

- رفع مستوى الشفافية وتقليص حالة عدم تماثل المعلومات بين شرائح المستثمرين وكذا بين المستثمرين والشركات من جهة أخرى؛
- تعزيز سيولة السوق وزيادة جاذبيته للمستثمر المحلي والأجنبي على حد سواء؛
- زيادة عمق السوق (مستويات السيولة) مما يشجع الحكومة على تخصيص وطرح الشركات المملوكة لها في السوق المالية؛
- زيادة التكامل والترابط مع الأسواق المالية العالمية ومواكبة تطوراتها.

الفرع الأول: تقييم الأسواق المالية للدول النامية وفق مؤشر (MSCI) Morgan Stanley Capital International:

تشابه المؤشرات العالمية في متطلباتها والمعايير التي تعتمدها في تصنيف الأسواق المالية لمختلف دول العالم، وتعد مؤشرات مورغان ستانلي (MSCI) من بين أهم المؤشرات العالمية نظرا إلى ضخامة حجم الأصول الذي تستهدفه مؤشراتهما في مقابل المؤشرات العالمية الأخرى، وتعتمد هذه الأخيرة في تصنيفها للأسواق المالية على عدة معايير نبرزها في الجدول الموالي.

جدول رقم (3.2): معايير تصنيف الأسواق المالية في مؤشر (MSCI) Morgan Stanley Capital International

المعيار	الأسواق الحدودية	الأسواق الناشئة	الأسواق المتقدمة
التنمية الاقتصادية Economic Development			
يقاس معيار التنمية الاقتصادية من خلال مؤشر استدامة التنمية الاقتصادية development Sustainability of economic والذي يعبر عن زيادة نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي بنسبة 25% عن حد الدخل المرتفع الخاص بالبنك الدولي لمدة ثلاث سنوات متتالية*، وتستثنى الأسواق الناشئة والأسواق الحدودية من تطبيق هذا المعيار.			
الحجم ومتطلبات السيولة Size and Liquidity Requirements			
● عدد الشركات المستوفية لمعيار المؤشر القياسي	2	3	5
● حجم الشركة إجمالي القيمة السوقية مليون دولار	776	1551	3102
● حجم الورقة المالية (مليون دولار)	61	776	1551
● سيولة الورقة المالية (معدل القيمة المتداولة السنوي)**	2.5%	15%	20%
معايير الوصول إلى السوق Market Accessibility Criteria			
● الانفتاح على الملكية الأجنبية	متاح للبعض على الأقل	معتبر	عال جدا
● سهولة التدفقات الرأسمالية الداخلة/الخارجة	جزئيا على الأقل	معتبر	عال جدا
● كفاءة إطار العمل التشغيلي	متواضع	جيد وتم اختباره	عال جدا
● توافر أدوات الاستثمار	عال	عال	مطلق
● استقرار إطار العمل المؤسسي	متواضع	متواضع	عال جدا

Source: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Framework_2019.pdf/57f021bc-a41b-f6a6-c482-8d4881b759bf consulté le 10/03/2020 à 11^h:50.

* - عتبة الدخل المرتفع لسنة 2018: نصيب الفرد من إجمالي الدخل القومي Gross National Income (GNI) per capita 12056 دولار أمريكي (World Bank, Atlas Method).
 ** - سيولة الأوراق المالية وتقاس عن طريق حساب النسبة السنوية للمعدل الوسطي للقيمة المتداولة ATVR.

وتجدر الإشارة إلى أن شركة مورغان ستانلي تولي أهمية بالغة لمعيار سهولة الولوج إلى السوق في تصنيفها للأسواق حيث يتعلق أساسا بقبالية نفاذ المستثمرين الأجانب إلى الأسواق الناشئة، وهذا ما تفشل في تحقيقه الكثير من الأسواق في الدول النامية، فتكون مجبرة على تحرير أسواقها المالية وإزالة كافة أشكال القيود التي تحول دون قدرة تملك المستثمر الأجنبي وحصوله على نفس المعاملة الوطنية التي تمنح للمستثمر المحلي، وهذا ما تسعى لتحقيقه الدول الأعضاء في إطار الاتفاقية العامة لتحرير التجارة في الخدمات وهو ما يؤثر سلبا على إعادة تصنيفها ضمن فئة الأسواق الناشئة أو حتى ضمن فئة الأسواق الحدودية.

ففي هذا المجال تفترض MSCI متطلبات أدنى في الأسواق الناشئة والحدودية مقارنة بأسواق الدول المتقدمة كما يلي¹:

- ✓ الانفتاح على الملكية الأجنبية: وتشير إلى النسبة من السوق التي يمكن أن يجوزها المستثمر الأجنبي مع وجود فرص متكافئة لجميع المستثمرين الدوليين للولوج إلى الأسواق المحلية، وتساوي الحقوق فيما بينهم في الحصول على المعلومات.
- ✓ سهولة تدفق رأس المال دخول/خروج: أي عدم وجود قيود على التدفقات الداخلة والخارجة من رأس المال الأجنبي.

الفرع الثاني: تقييم الأسواق المالية للدول النامية وفق مؤشر (FTSE) *Financial Times Stock Exchange*

قامت شركة فوتسي (FTSE) بتطوير آلية تقييم من خلالها الأسواق التي ترغب في الانضمام إلى هذا المؤشر شملت²:

- وضع معايير محددة تسمح لها بتحديد مدى أهلية السوق للانضمام للمؤشر وتقييم الأسواق ومقارنتها؛
 - تقوم لجنة استشارية تدعى *FTSE Russel Country Classification Advisory Committee* التقييم وفقا للمعايير المعتمدة؛
 - تدرج الأسواق التي على وشك تحقيق المعايير في قائمة المراقبة لتمكين المستثمرين من التعرف على التغيرات المستقبلية، ويوضع السوق قبل الانضمام للمؤشر على قائمة المراقبة لمدة سنة واحدة.
- ومن بين أهم معايير التصنيف المعتمدة من طرف شركة فوتسي (FTSE) نجد معايير متعلقة بـ:³

1. السوق والبيئة التنظيمية (*Market and Regulatory Environment*): تدرج ضمن هذا المعيار مجموعة المحاور المتعلقة بـ:

- المراقبة الفعالة لنشاط سوق الأوراق المالية من طرف السلطات الرسمية؛
- المعاملة العادلة والغير ضارة للأقلية المساهمين،
- لا وجود للانتقائية أو قيود على الملكية الأجنبية؛
- عدم فرض قيود كبيرة على استثمار رأس المال أو إعادة رؤوس الأموال والدخول إلى الوطن،
- حرية وتطور سوق الأسهم، سوق الصرف الأجنبي، إلخ.

2. الإيداع والتسوية (*Custody and Settlement*): ويندرج ضمن هذا المحور كذلك ما يلي:

- تسوية الحالات النادرة من الصفقات الفاشلة؛
- المنافسة الكاملة لضمان توفير خدمات إيداع عالية الجودة؛

¹ - بوداح عبد الجليل، خياري إيمان (2016)، مرجع سبق ذكره، ص 419.

² - عبد الله المقبل وآخرون (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 9.

³ - Research FTSE Country Classification Process, March 2018, PP7-8; Available at: https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Country_Classification_Paper.pdf

- المقاصة والتسوية T+3 بالنسبة للأسواق المتقدمة والناشئة، و T+5 بالنسبة للأسواق الحدودية.
- التسوية، التوصيل المجاني متاح، وتسهيلات الحسابات المنفصلة للمستثمرين الدوليين.

3. مجالات التعامل (*dealing landscape*): وتدرج ضمن هذا الإطار ما يلي:

- الوساطة: منافسة كاملة لضمان خدمات وسيط عالية الجودة؛
- السيولة: سيولة سوق واسعة لدعم الاستثمارات العالمية الكبيرة؛
- تكاليف المعاملات: يجب أن تكون ضمنية، صريحة، معقولة وتنافسية؛
- الكفاءة الآلية للتداول؛
- شفافية وعمق السوق، وضوح الرؤية وتقديم التقارير في الوقت المناسب؛

أما تصنيف Russel فيعتمد على تشكيلة من المعايير الكمية والنوعية كما يلي¹:

أ- **المعايير الاقتصادية:** تستخدم شركة Russel المعايير الاقتصادية كخطوة أولى في تصنف الأسواق ضمن فئة الأسواق المتقدمة، الناشئة والحدودية، معتمدة في ذلك على المعايير التالية:

✓ **الدخل النسبي:** والذي يجري تحديده من طرف البنك الدولي؛

✓ **حالة التنمية:** يحددها صندوق النقد الدولي؛

✓ **مخاطر البلد:** وتقيم عن طريق نقاط وحدة الاستخبارات الاقتصادية (*Economist Intelligence Unit (EIU)*، فالنسبة للأسواق المتطورة يستلزم أن لا تعدى تقييم البلد 40 نقطة، أما فيما يتعلق بالأسواق الناشئة والحدودية يتطلب تسجيل أكبر من 40 نقطة.

ب- **المعايير التشغيلية:** كخطوة ثانية يتم تقييم كفاءة الإطار التشغيلي للأسواق من أجل تقييم بيئة الاستثمار، لعدم كفاية المعيار الاقتصادي على عكس شروط التداول، وتراعي في هذا الإطار:

- القيود على العملات الأجنبية، التحويلات إلى خارج الوطن، تحويل الأسهم.
- السيولة النسبية، حدود الملكية الأجنبية، هيكل الحسابات.

الفرع الثالث: تقييم الأسواق المالية للدول وفق مؤشر *Standard and Poor's (S&P)*

تصنف مؤسسة *S&P Dow Jones Indices (S&P DJI)* لمؤشرات الأسهم العالمية أسواق البلدان إلى ثلاثة فئات رئيسية هي: الأسواق المتقدمة، الناشئة والحدودية، مع العلم أن أسواق بعض الدول قد لا تدرج ضمن التصنيفات الثلاثة والتي تعرف بأسواق الدول القائمة بذاتها "Stand-alone"، وتعتمد (*S&P DJI*) في تصنيفها لهذه الأسواق على معايير كمية ونوعية، إضافة إلى أخذها بعين الاعتبار لآراء وتجارب المؤسسات والهيئات الاستثمارية الدولية في الحكم على هذه الأسواق (متقدمة، نامية أو ناشئة)²، كون العديد من القضايا التي يتم الاستعانة بها في تصنيفات الأسواق غير قابلة للقياس الكمي كإجراءات ولوائح صرف العملات المحلية،

¹ - بوداح عبد الجليل، خيارى إيمان (2016)، مرجع سبق ذكره، ص 427-428.

² - S&P Dow Jones Indices' 2019 Country Classification Consultation NEW YORK, AUGUST 13, 2019 ; P1.

توفر البيانات المالية للشركات وعوامل أخرى تختلف من سوق لآخر، والملاحظ أنه غالباً ما تتفق المعايير الكمية مع آراء أغلبية كبيرة من المستثمرين¹.

1. المعايير الكمية (Quantitative Criteria):

تغطي المعايير الكمية مجموعة من العوامل كالظروف الاقتصادية الكلية، الاستقرار السياسي والقيود الحكومية، حجم وهيكل السوق، شروط الاستثمار، المقاصة والنقد الأجنبي، الوصول إلى الأسواق، عمليات التداول والتسوية²، والجدول الموالي يوضح ذلك.

جدول رقم (2-4): معايير تقييم الأسواق المالية للدول وفق مؤشر Standard and Poor's (S&P)

المتقدمة	الناشئة	الحدودية	معايير التصنيف
Initial Eligibility Criteria معايير الأهلية الأولية			
✓	✓	توفر على	1. إجمالي القيمة السوقية المحلية تفوق 2.5 مليار دولار
✓	✓	الأقل شرطان	2. قيمة التداول المحلية السنوية تفوق 1 مليار دولار
✓	✓	من ثلاثة	3. معدل نمو السوق يفوق 5%
Additional Criteria المعايير الإضافية			
✓	✓	/	1. إجمالي القيمة السوقية المحلية تفوق 15 مليار دولار
✓	يجب على الأقل توفر ثلاثة شروط		2. فترة التسوية T+3 أو أفضل*
✓			3. تصنيف الديون السيادية BB+ أو أعلى (لا تقل عن BB+)**
✓			4. عدم حدوث التضخم الجامح
✓			5. عدم وجود قيود كبيرة على الملكية الأجنبية
✓			6. حرية التداول بالعملة المحلية
GDP Criteria معايير الناتج المحلي الإجمالي			
✓	/	/	نصيب الفرد من الناتج الإجمالي يفوق 15000 دولار

Source : S&P Dow Jones Indices' 2019 Country Classification Consultation NEW YORK, AUGUST 13, 2019 ; P2.

¹ - بوداح عبد الجليل، خيارى إيمان (2016)، مرجع سبق ذكره، ص422

² - Chritopher B. Philips, Francis M. Kinniry (2012), *Evaluation des indices boursiers de reference mondiaux*, Une étude réalisée par Vanguard, Octobre, 2012 ; P11.

* - فترة التسوية T+3 أو أفضل Settlement period of T+3 or better: ويقصد بها التسوية السريعة والفعالة عند التداول ومدى تعزيزها لثقة للمستثمرين أثناء القيام بالصفقات، ويتطلب S&P DJI التزام الأسواق بتسوية الصفقات على t+3 timescale or sooner.

** - تقوم وكالات التصنيف الرئيسية بتقييم الدين السيادي في صنف الاستثمار، لأن قدرة الشركة على العمل تتأثر بشكل مباشر بالوضع المالي لبلدها الأصلي، وتوجد لدى ستاند آند بورز للتقييمات العالمية فريق مختص بتقييم المخاطر القطرية، حيث ينبغي أن لا تقل عن التصنيفات BB+ الصادرة من طرف وكالتي S&P وFitch، أو على الأقل Baa الصادر من قبل وكالة Moody's.

فالملاحظ من الجدول السابق (2-4):

لتؤهل أي دولة لتدرج ضمن فئة الأسواق الحدودية (Frontier Market) يجب أن تلتزم بمعايير التصنيف الأولية التي تنص عليها مؤسسة S&P DJI، وأن تستوفي الحد الأدنى من المتطلبات وهي توفر شرطين على الأقل من أصل ثلاثة شروط، وإعادة تصنيف أي دولة ضمن فئة الأسواق الناشئة يجب عليها أن تستوفي إضافة إلى المعايير الأولية السابقة تجاوز قيمتها السوقية المحلية 15 مليار دولار ناهيك عن توفر ثلاثة معايير من أصل خمسة كما هو موضح في الجدول (2-4).

2. الانحرافات الأساسية (Deviations from Baseline):

عندما يشير هذا التقييم إلى احتمال حدوث تغيير في تصنيف السوق، يتم القيام بدراسة أكثر تعمقا تشمل المعايير الأولية والاضافية، وكذا المجالات الكمية والنوعية التالية:¹

1.2. الاقتصادية والسياسية (Economic and Political): وتتمثل أساسا في تدابير الاقتصاد الكلي مثل معدل وتغير نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وحجم الاقتصاد الكلي، العوامل السياسية بما في ذلك الحروب والاضطرابات المدنية، إلخ.

2.2. شروط الاستثمار ذات الصلة (Related Investment Conditions): ويقصد بها إجراءات التسوية، الصرف الأجنبي، قواعد البيع على المكشوف، توافر العقود المستقبلية، توافر وسائل بديلة للإستثمار في أسهم الدولة.

3.2. توافق السوق (Market Consensus): ويقصد به هنا:

- الرغبة في التغيير (Desire for change): أي إجماعا من السوق نفسه ورغبته في تغيير وضعه ضمن التصنيف الأعلى؛
- تصرفات المشاركين الآخرين في السوق (The actions of other market participants): حيث يكون موظفو شركة S&P DJI على اتصال دائم بمجتمع المستثمرين ويقومون بانتظام بتجميع الآراء المتعلقة بالدول المهمة الجديدة والقضايا المتعلقة بالدول الحالية في مؤشرات الأسهم العالمية.

3. التشاور مع العمل فما يخص المعايير التشغيلية: يجري التشاور مع العميل في حالة تغيير محتمل في التصنيف في المسائل التشغيلية التالية:²

- البيئة التنظيمية: وذلك من خلال مدى توفر السوق على هيكل تنظيمي قوي، سلس ومرن يسهل من عملية نفاذ المستثمرين الأجانب إلى السوق، ويجنبهم الإفراط في اللوائح التنظيمية؛
- هيكل السوق: ويقصد به مدى توفر الآليات التي تضمن وجود مقيمين للحسابات وبتكاليف معقولة، مع ضرورة توافر التعامل بأدوات الهندسة المالية لتوفير سيولة كافية على مستوى سوق المشتقات؛
- بيئة التداول: وتختصر أساسا في النقاط التالية: سيولة السوق، المبيعات القصيرة وحسابات إقراض الأسهم، الوصول إلى الأسعار والتداول والمعلومات، جودة الخدمات والتسوية الفعالة والسريعة للصفقات.

¹ - S&P Dow Jones Indices' 2019 Country Classification Consultation NEW YORK, AUGUST 13, 2019 ; P9.

² - بوداح عبد الجليل، خياري إيمان (2016)، مرجع سبق ذكره، ص 424.

المبحث الثالث: التحرير المالي وعلاقته بأداء الأسواق المالية

يعد التحرير المالي بمختلف جوانبه ومكوناته (تحرير حساب رأس المال، التحرير المالي المحلي) أحد أبرز معالم النظام المالي العالمي الجديد، بل أهم ما أسفرت عنه التطورات والمستجدات التي حدثت على الساحة الاقتصادية الدولية خلال العقدين الماضيين من القرن العشرين، أين سارعت الكثير من الدول النامية إلى تبني الإصلاحات الاقتصادية والمالية التي أوصت بها المؤسسات المالية الدولية، وعلى رأسها إتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، ففتحت على إثر ذلك أسواقها المالية أمام التدفقات الرأسمالية الأجنبية وأمام دخول البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية إلى أسواقها المحلية، وهذا بطبيعة الحال جعل حكومات الدول النامية في مواجهة تداعيات كبيرة أملتتها ظروف تطبيق هذه السياسات خاصة مع بداية أولى تجارب التحرير المالي في الدول النامية، إذ لم يكن هناك نموذج تحرير واضح متكامل أو متسلسل ومتسق، وهذا ما أدى إلى فشل السياسات المنتهجة من قبل بعض الدول على سبيل المثال: الشيلي، المكسيك والأرجنتين (تطبيق منهج التحرير الشامل والسريع)، كما أن الكثير من الباحثين والمحللين عند مناقشة أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا سنة 1997 قد ألقوا باللوم على برامج التحرير المالي الضخمة المنتهجة من طرف الدول النامية آنذاك.

لذا نسعى من خلال هذا المبحث إلى تسليط الضوء على سياسات التحرير المالي بمختلف جوانبها والتي انتهجتها الدول النامية وكيف أثرت على أداء أسواقها المالية، انطلاقاً من تحليل نتائج دراسات تطبيقية ونظرية سابقة لتوضيح العلاقة القائمة بين التحرير المالي وأداء الأسواق المالية للدول النامية، ثم نبرز أهم تحديات حكومات هذه الأخيرة في ظل تبنيها لهذه السياسات.

المطلب الأول: قراءة نظرية في ضوء دراسات سابقة للعلاقة القائمة بين التحرير المالي وأداء الأسواق المالية

خلصت الكثير من الأبحاث والدراسات النظرية والتطبيقية - نذكر بعضها منها فيما يلي - التي أهتمت بدراسة وتحليل سياسات التحرير المالي المنتهجة في أغلب الدول النامية إلى نتائج متباينة باختلاف هذه الدراسات، فمنها ما تؤيد تحرير وفتح الأسواق المالية أمام موردي الخدمات الأجنبي (وجود تأثير إيجابي لسياسة التحرير المالي)، ومنها ما تعارض تبني الدول النامية لهذه السياسات (تأثير سلبي) إلى حين تهيئة البيئة الملائمة والظروف المناسبة لذلك أو ما يطلق عليه بشروط نجاح سياسة التحرير المالي.

الفرع الأول: تحرير حساب رأس المال وأداء الأسواق المالية للدول النامية

لا يمكن الحديث عن التحرير المالي دون التطرق إلى موضوع تحرير حساب رأس المال الذي يعتبر جوهر عملية التحرير المالي الخارجي، إذ لا يمكن تصور وجود تحرير مالي أصلاً في غياب التدفقات الرأسمالية من وإلى الدولة، لذا نحاول أن نركز هنا على تحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير أسواق رأس المال لتشخيص أهم الآثار التي ترتبت عن تحرير الدول النامية لحساباتها الرأسمالية أمام التدفقات الرأسمالية الأجنبية إنطلاقاً من دراسات تجريبية سابقة.

تعد دراسة¹ Levine, R., & Zervos, S. (1998) من أهم الدراسات التطبيقية التي عاجلت تأثير تحرير حساب رأس المال على تطور أداء الأسواق المالية للدول الناشئة، حيث سعى من خلالها الباحثان إلى تحليل تطور أداء هذه الأسواق من حيث الحجم، السيولة والتقلب بعد تحرير الرقابة على رأس المال في 16 دولة ناشئة، وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن أسواق الأسهم تميل

¹ - Levine, R., & Zervos, S. (1998). Capital control liberalization and stock market development. World development, 26 (7), 1169-1183.

إلى أن تصبح أكثر سيولة، وأكثر تقلبا وتكاملا بعد التحرير، بالإضافة إلى أن البلدان التي لديها شركات تنشر معلومات شاملة على نطاق واسع لديها أسواق أكبر حجما وسيولة، وأكثر تكاملا دوليا.

ومن بين الدراسات التي عاجلت هذا الموضوع، نجد دراسة¹ Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008) تحت عنوان "Capital account Liberalization, financial depth, and economic growth" التي اشتملت على مقطع عرضي لعينة من البلدان المتقدمة والنامية خلال الفترة 1986-1995 و 1976-1995 والتي توصل من خلالها الباحث إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية واقتصادية في البلدان ذات الحسابات الرأسمالية المفتوحة في زيادة العمق المالي وتحقيق معدلات نمو اقتصادية كبيرة خلال فترة العشرين عاما، لكنه وجد أن هذه النتائج مدفوعة إلى حد كبير بالدول المتقدمة المدرجة في العينة. بينما يشير الإخفاق الملحوظ في تحرير حساب رأس المال في تعزيز العمق المالي بين البلدان النامية إلى تداعيات سياسة التحرير المالي المتعلقة بالرغبة في المزيد من انفتاح حساب رأس المال.

وفي دراسة أخرى² Wang, J. (2007) تطرق فيها لتجارب دول شرق آسيا مع إجراءات التحرير المالي، توصل إلى أن تحرير حساب رأس المال السابق لأوانه كان السبب المباشر للعديد من الأزمات المالية بما في ذلك الأزمة الآسيوية (1997-1998)، لذا ينصح بشدة بتأخير تحرير حساب رأس المال مع الإبقاء على ضوابط رأس المال إلى حين تتمكن الدولة من وضع إطارا تنظيميا محليا فعالا وبنية مالية تحتية بناء على تجارب ماليزيا والصين في إدارة الأزمة، ومن جهة أخرى يشير إلى أنه حتى في ظل وجود إصلاحات تدريجية متسلسلة بشأن تحرير حساب رأس المال إلا أنه ينبغي على الدولة الاحتفاظ لنفسها بمهام أو مساحة تنظيمية (regulatory space) والحفاظ بشكل مستقل على سلطة صنع السياسة المالية (policy-making power) من أجل توفير الحماية اللازمة لقطاع الخدمات المالية على الأقل في المرحلة الأولى من تطوره.

وأیضا في دراسة³ Brana, S. & Lahet, D. (2009) والتي تطرق فيها لمحددات تدفقات رأس المال إلى آسيا، لكن هذه المرة في أعقاب الفترة التي تلت الأزمة المالية لسنة 1997، فبالرغم من عدم مرور وقت كبير على هذه الأخيرة إلا أن الفترة من 2003 إلى 2007 شهدت عودة هائلة لتدفقات رؤوس الأموال على البلدان الآسيوية والتي أعادت إلى الأذهان الوضع السائد قبل الأزمة المالية لسنة 1997، وقد أرجع ذلك إلى وفرة السيولة العالمية فضلا عن المستوى العالي للمراكز المالية (positions de carry) خاصة مع قوة الين الياباني كعملة تمويل، وقد أشار الباحث من خلال هذا المقال إلى محددات تدفقات رأس المال إلى تايلاند ومجموعة من أربعة اقتصاديات آسيوية بين عامي 1990 و 2007 من خلال مراعاة سلوك المستثمرين الدوليين واستراتيجيات التجارة المحمولة، وتوصل إلى أنه إذا كانت تدفقات رأس المال قبل الأزمة قد فسرت بقوة من خلال تطور أساسيات الإقتصاد الكلي في دول آسيا، فإن التدفقات القوية بعد الأزمة كان الدافع وراءها هو العوائد العالية في ظل وفرة السيولة العالمية من جهة، وإستراتيجيات التجارة المحمولة مع الين كعملة تمويل من جهة أخرى.

¹ - Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *Journal of international money and finance*, 27(6), P861-875.

² - Wang, J. (2007), *Op-cit*, P211

³ - Brana, S. & Lahet, *Op-cit* , P283-302 ; Available at <https://doi.org/10.7202/044878ar>

الفرع الثاني: تحرير المالية المحلية وأداء الأسواق المالية في الدول النامية

تطرت العديد من الأبحاث والدراسات النظرية والتطبيقية لتأثير التحرير المالي المحلي (أو ما يطلق عليه بالتحرير المالي الداخلي) على الأسواق المصرفية للدول النامية، ولعل إطلاعنا على بعض من هذه الأبحاث ومحاولتنا قراءة ما خلصت إليه لاحظنا تباين وتضارب في النتائج المتوصل إليها بشأن التأثير الإيجابي أو السلبي لسياسة التحرير المالي، وقد يعود هذا الاختلاف لعينة البلدان محل الدراسة أو الفترة الزمنية أو حتى الأداة المستخدمة في البحث؛

فمن هذه الدراسات ما تشجع على ضرورة تبني سياسة التحرير المالي وفتح السوق أمام دخول البنوك الأجنبية إلى السوق المصرفية الوطنية، ويستندون في ذلك إلى حجج أن فتح السوق وتحرير القطاع المصرفي المحلي من شأنه زيادة مصادر التمويل وتحسين جودة الخدمات المالية (Levine, 1997, Demirguc-Kunt, Levine, and Min, 1999)، والرفع من كفاءة البنوك وتحقيق استقرار أكبر للإئتمان في ظل الأزمات المالية. ومن جهة أخرى السماح بتواجد البنوك الأجنبية إلى جانب البنوك المحلية يؤدي إلى تعزيز البنية التحتية للأسواق المالية في البلد المضيف من خلال تشجيع دخول مجموعة من الصناعات الداعمة مثل وكالات التصنيف الائتماني (credit rating agencies) وشركات المحاسبة والمراجعة والخدمات القانونية (Glaessner and Oks, 1994).¹

توصلت أبحاث أخرى أن التحرير المالي يؤثر سلباً على أداء السوق المصرفي في الدول النامية، وتمثلت حججهم ضد مشاركة البنوك الأجنبية من المخاوف النابعة من: الصناعة المالية المحلية هي صناعة إستراتيجية تتحكم فيها بشكل أفضل المصالح المحلية، وأن دخول البنوك الأجنبية تسرع في تحرير الحساب المالي المحلي وحساب رأس المال وبالتالي التأثير على أنظمة الرقابة والإشراف التي تصبح غير فعالة مع مرور الوقت، وتسهل كذلك البنوك الأجنبية من هروب رأس المال (capital flights) عندما يكون رأس المال مفتوح بالكامل.² ففي دراسة تجريبية لـ Beck, R. (2001)³ والتي تعتبر إمتداداً لدراسة Kono and Schuknecht (1998) تطرق فيها لتأثير دخول البنوك الأجنبية ونظام التجارة الحرة في الخدمات المالية على استقرار تدفقات رأس المال في الأسواق الناشئة، حيث توصلت هذه الأخيرة إلى أن البنوك الأجنبية التي توفر معلومات أفضل للمستثمرين الأجانب وتريد من الشفافية تؤدي إلى التقليل من خطر سلوك القطيع (Danger of Herding)، لكن هذه الدراسة التي وسعت مجموعة بياناتهم سواء من ناحية طول الفترة الزمنية أو عدد البلدان، توصلت إلى أن وجود البنوك الأجنبية يؤدي إلى زيادة تقلبات تدفقات رأس المال، وأن متغيرات النظام التجاري (The trade regime variables) ليست معنوية في تفسير التغيرات عبر البلدان في تقلب تدفقات رأس المال.

وفي دراسة أخرى لـ Bayraktar, N., & Wang, Y. (2004)⁴ حاولا من خلالها الباحثان أولاً تحليل تأثير دخول البنوك الأجنبية على أداء البنوك المحلية، وثانياً كيف تتأثر هذه العلاقة بتسلسل إجراءات التحرير المالي، وهذا بالتطبيق على عينة متكونة من 30 دولة متقدمة ونامية خلال الفترة 1995 و2002، وباستخدام بيانات البانل وتجميع البلدان وفقاً لتسلسل تحريرها المالي، توصلت الدراسة إلى أن درجة الانفتاح على دخول البنوك الأجنبية تختلف إختلافاً كبيراً ولا ترتبط بمستويات الدخل أو بنمو الناتج المحلي

¹ - Liu, L. G. (2005). Op-Cit, P12.

² - Ibid, P12.

³ - Beck, R. (2001). The volatility of capital flows to emerging markets and the financial services trade. *Russian & East European Finance and Trade*, 37 (3), P 5-24.

⁴ - Bayraktar, N., & Wang, Y. (2004). Foreign bank entry, performance of domestic banks, and sequence of financial liberalization. *Performance of Domestic Banks, and Sequence of Financial Liberalization* (August 8, 2004).

الإجمالي هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن تسلسل التحرير المالي مهم لأداء القطاع المصرفي المحلي، وقد أدى أيضا دخول البنوك الأجنبية إلى تحسن كبير في القدرة التنافسية للبنوك المحلية في البلدان التي حررت أسواقها المالية أولا.

الفرع الثالث: تأثير تحرير أسواق الأوراق المالية للدول النامية

تحرير سوق الأوراق المالية هو قرار تتخذه حكومة بلد ما بالسماح للأجانب بشراء أسهم في سوق الأوراق المالية في ذلك البلد، وفي هذا الصدد تتنبأ نماذج تسعير الأصول الدولية (IAPMs) Standard international asset pricing models بأن تحرير سوق الأوراق المالية قد يقلل من تكلفة الدول المحررة لرأس المال من خلال السماح بتقاسم المخاطر بين الوكلاء المحليين والأجانب¹ (Stapleton and Subrahmanyam (1977), Errunza and Losq (1985), Eun and Janakiramanan (1986), Alexander, Eun, and Janakiramanan (1987), and Stulz (1999a, 1999b))؛

وقد تطرقت دراسات وأبحاث كثيرة لتحليل الإرتباط بين تطور أداء الأسواق المالية وتأثيرات سياسة التحرير المالي في الدول النامية، خاصة بعد زيادة عدد البلدان التي تبنت نصيحة نظرية تحرير الأسواق المالية (advice of financial market liberalization theory)، تحرير القطاع المصرفي وكذلك البورصة، والحجج النظرية لمنظري التحرير المالي ومقترحات إعادة هيكلة الأسواق المالية الدولية لزيادة الإستقرار واعتبارها كوسيلة حتمية لتعزيز التنمية الاقتصادية (Levine and King 1993a, Levine and King 1993b, Levine and Zervos 1998, Levine 1997, Pagano 1993, Singh 1997). لكن لا هذه الدراسات ولا الخلفية النظرية الأساسية لتحرير الأسواق المالية لـ (Mc Kinnon and Shaw (1973) تزودنا بتحليل التنمية الاقتصادية الناشئة عن تأثيرات الثروة (wealth effects) نتيجة التغيرات في أسعار الأصول². ومن بين أهم الدراسات التي تناولت تأثير التحرير المالي على أداء أسواق الأوراق المالية نجد:

دراسة لـ (Phuan, S. M., Lim, K. P., & Ooi, A. Y. (2009)³ تبحث في العلاقة بين التحرير المالي وتكامل أسواق الأوراق المالية لعينة من بورصات: إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة وتايلاند، خلال الفترة الزمنية الممتدة من 02 جانفي 1986 إلى 30 جوان 1997، مع تقسيم هذه الفترة إلى ثلاثة فترات نموذجية بناء على التقدم المحرز في التحرير المالي (الفترة الأولى (1986/01/02 إلى 1987/08/31): تحرير سوق الأوراق المالية في سنغافورة- الفترة الثانية (1987/09/01 إلى 1991/06/30): تحرير سوق الأوراق المالية في تايلاند، ماليزيا وإندونيسيا- الفترة الثالثة (1991/07/01 إلى 1997/06/30): عندما قامت الفلبين بتحرير سوق أوراقها المالية)، وباستخدام منهج التكامل المشترك وسببية جرانجر وتحليل البيانات، توصلت نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة طويلة المدى أثناء تحرير سوق الأوراق المالية في سنغافورة في الفترة الأولى، بينما وجدت علاقة تكامل طويلة الأمد بين أسواق الأسهم في الفترة الثانية بعد تحرير أسواق كل من تايلاند، ماليزيا وإندونيسيا، وفي الفترة الثالثة بعد تحرير سوق الفلبين، وأيضا زادت علاقات التكامل على المدى الطويل والعلاقات السببية قصيرة المدى بين أسواق الأوراق المالية محل الدراسة بعد التحرير المالي، وأن أسواق الأسهم التي يتم تحريرها في وقت سابق سوف يكون لها أثر أكبر على أسواق الأسهم الأخرى.

¹ - Henry, P. B. (2000). **Op-cit**, P529. available at <http://www.jstor.org/page/info/about/policies/terms.jsp>.

² - Springler, E. (2005). **Financial liberalization, stock markets and growth in economies with underdeveloped financial markets**. *European Political Economy Review*, 3(2), 53-86, P54.

³ - Phuan, S. M., Lim, K. P., & Ooi, A. Y. (2009). **Op-cit**, P100-111.

دراسة¹ (Atsin, J. A., & Ocran, M. K. (2017)) ، والتي سعى من خلالها الباحثان إلى تحليل العلاقة بين التحرير المالي وأربعة أسواق مالية في جنوب صحراء إفريقيا خلال الفترة 1975 و 2014، وقد أرتكر التحليل على ثلاثة أبعاد للتحرير وهي تحرير الحساب الرأسمالي، تحرير سوق الأوراق المالية وتحرير القطاع المالي وذلك باستخدام ثلاثة نماذج three Bayesian VAR models لكل سوق تمت دراسته، وقد أظهرت النتائج المتوصل إليها وجود علاقة إيجابية بين تطوير سوق الأوراق المالية (stock market development) وتحرير أسواق الأوراق المالية والقطاع المالي في جميع البلدان الأربعة، مما يدعو إلى فتح الأسواق المالية للمستثمرين الدوليين فضلا عن تعميق القطاع، وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها دراسة Barnor, C., & Wiafe, E. A. (2015)² الذي أثبتت وجود علاقة إيجابية بين أداء سوق الأوراق المالية والانفتاح المالي في دولة غانا، ويرى الباحثان أن الإستجابة الإيجابية طويلة المدى لتنمية سوق الأوراق المالية لجميع أشكال التحرير الثلاثة في جميع الأسواق محل الدراسة تشير إلى أنه ينبغي التركيز أكثر على زيادة الإنفتاح المالي عن طريق إزالة القيود في القطاعات المالية للاقتصاديات المعنية، مما يؤدي إلى تعزيز فعالية تقديم الإئتمان إلى القطاع الخاص، والتقييم الفعال للإئتمان ومراقبة القطاع العام، كما توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين تطور سوق الأوراق المالية والتضخم في جميع الأسواق الأربعة، وهذا ما يفرض على صانعي السياسات في هذه البلدان إيلاء إهتمام أكبر لسياسات إستهداف التضخم (inflation targeting policies) من أجل المساهمة بشكل إيجابي في تعزيز هذه الأسواق.

وفي دراسة حديثة ل³ (Naghavi, N., Mubarik, M. S., & Kaur, D. (2018)) والتي حاولوا من خلالها تشخيص تأثير الانفتاح المالي على كفاءة الأسواق المالية في الدول الناشئة من خلال التحكم في مستوى معين من التطور المؤسسي (controlling for certain level of institutional development)، وتوضح النتائج المتوصل إليها في هذه الورقة البحثية أن هناك علاقة قوية بين التحرير والكفاءة، إذ توصل الباحثون إلى أن تأثير التحرير المالي كان إيجابيا ومعنويا فقط عند بلوغ مستوى معين من التطور المؤسسي، لكن تحت هذا المستوى كان تأثير التحرير المالي على كفاءة الأسواق المالية للدول الناشئة سلبيا، وتشير النتائج المتوصل إليها أن التأثير الإيجابي للتحرير المالي على كفاءة المعلومات تتوقف على مستوى التطور المؤسسي وهذا ما يؤكد فكرة أن التحرير المالي في ظل وجود إطار مؤسسي سليم (sound institutional framework) لديه القدرة على تعزيز كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، وهي نفس النتائج التي توصل إليها⁴ (Rejeb, A. B., & Bouhrara, A. (2013)) والذي أثبت أن التحرير المالي لا يحسن درجة الكفاءة فحسب بل يقلل أيضا من احتمالية حدوث الأزمات المالية.

المطلب الثاني: التحرير المالي والأزمات المالية في أسواق الدول النامية

أختلفت وجهات النظر في كثير من المرات بين الباحثين، المحللين والمختصين عند مناقشة موضوع التحرير المالي وعلاقته بالأزمات المالية التي حدثت في أسواق الدول النامية، فهناك الكثير من يؤيد سياسات التحرير المالي المطبقة في الدول النامية ولا يعتبرها سببا مباشرا في حدوث الأزمات المالية (Levine, R., & Zervos, S. (1998), & Ocran, M. K. (2017))، معتبرين أن البلدان التي فشلت فيها تجارب التحرير المالي وتعرضت لأزمات مالية على غرار المكسيك، الشيلي والأرجنتين كان بسبب تبني منهج التحرير السريع والشامل في غياب البيئة

¹ - Atsin, J. A., & Ocran, M. K. (2017). *Financial liberalization and the development of stock markets in Sub-Saharan Africa*. Available on this link : <https://mpr.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/87580>.

² - Barnor, C., & Wiafe, E. A. (2015). *Financial sector openness and stock market development in Ghana*. *Journal of Finance and Accounting*, 6 (25).

³ - Naghavi, N., Mubarik, M. S., & Kaur, D. (2018). *Financial liberalization and stock market efficiency: Measuring the threshold effects of governance*. *Annals of Financial Economics*, 13(04), 1850016, (24 Pages).

⁴ - Rejeb, A. B., & Bouhrara, A. (2013). *Op-cit*, P186-208.

المؤسسات والقانونية التنظيمية لنجاح سياسة التحرير المالي، إلا أن هناك من أشار إلى أن التحرير المالي كان سببا مباشرا أو غير مباشرا في الكثير من الأزمات التي عصفت بأسواق الدول النامية.

الفرع الأول: التحرير المالي وأزمة المكسيك 1994

تعد دولة المكسيك واحدة من الدول النامية التي تبنت تطبيق سياسة التحرير المالي، وقد بدأت في تحرير حساباتها الرأسمالية في أواخر الثمانينات، ما أدى إلى تدفق كبير لرؤوس الأموال الأجنبية إليها والتي بلغت خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 1993 ما يزيد عن 90 مليار دولار، علما أن ما يمثل تقريبا ثلثي هذه الاستثمارات أخذت شكل استثمارات في المحفظة المالية¹ ومعظم هذه الرساميل كانت قصيرة الأجل، الغرض منها الحصول على ربح سريع عبر مضاربات مالية في الأسهم والأوراق المالية بالأسواق المالية المكسيكية².

قامت المكسيك في نهاية عام 1987 باتباع برامج الإصلاح الإقتصادي التي كانت مدعومة أنداك بتوصيات خبراء المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي، فقامت بتبني سياسة مالية ونقدية إنكماشية، وتحرير تجارتها الخارجية وقطاعها المالي، كما عملت أيضا على ربط سعر صرف عملتها المحلية "البيزو" بالدولار، وقد نجم عن تطبيق هذه الإصلاحات انخفاض معدلات التضخم وزيادة كبيرة في التدفقات الرأسمالية الوافدة إليها خاصة في صورة استثمارات المحفظة المالية، ومن جهة أخرى عرفت فترة 1988 و1993 ازدهار إقتصادي ملحوظ وتغير تدريجي في نظام سعر الصرف الذي تميز بتحريك البيزو في نطاق محدد 1% في نوفمبر 1991 إلى 9% نهاية سنة 1993³. وتعزى الوفرة الحادة في الإستثمارات الأجنبية لعدد من العوامل منها ما هو داخلي كزيادة الناتج المحلي الإجمالي بمعدل 3.1% سنويا بين 1988 و1994، ومعدل التضخم الذي عرف إنخفاضا كبيرا من 145% إلى 6% خلال هذه الفترة أيضا، وكذا عملية خصخصة واسعة النطاق للقطاعات المملوكة من طرف الدولة، ومنها ما هو خارجي والمتمثل أساسا في تدني معدلات الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية مترافقا مع الركود في هذا البلد، إذ كانت خطة برايدي لعام 1989 ودخول المكسيك في إتفاقية نافتا مع الولايات المتحدة الأمريكية وكندا من العوامل التي عززت ثقة المستثمرين الأجانب للاستثمار بها⁴، وكذا عودة الرساميل التي هربت من المكسيك إلى الولايات المتحدة خلال أزمة الدين في الثمانينات؛

وفي سياق هذه الظروف المذكورة آنفا، ورغم أن القيمة الإسمية للعملة المحلية كانت مخفضة إلا أنها لم تمنع من ارتفاع قيمة البيزو الحقيقية التي ارتفعت بحوالي 35% بين جانفي 1990 وديسمبر 1993، في الوقت الذي شهد فيه ميزان المدفوعات عجزا كبيرا نتيجة للعجز في الميزان الجاري الذي بلغ هو الآخر حوالي 6.6% سنة 1993، ومع استمرار التدفقات الرأسمالية نحو الداخل التي أدت إلى ارتفاع كبير في احتياطي النقد الأجنبي الذي بلغ 25.4 مليار دولار نهاية سنة 1993، مما دفع بالسلطات النقدية المكسيكية إلى سياسة تعقيم التدفقات الرأسمالية عن طريق إصدار أدونات خزانة قصيرة المدى بالعملة المحلية، ونتيجة لذلك تقلص الفرق بين

¹ - شقروش عبد القادر (2016)، إشكالية تحرير حساب رأس المال وأثرها على الاستقرار المالي في الدول النامية - دراسة حالة الجزائر - مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مباح ورقلة، 2015-2016، ص19.

² - ضياء مجيد الموسوي (2013)، عولمة أسواق رأس المال، بدون طبعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص50.

³ - منير نوري، معمر حمدي (2012)، الأزمة المالية المكسيكية 1995 والحلول المقترحة من طرف خوزيه إنجل جوريا، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الوادي، المجلد 03، العدد 01، ص161.

⁴ - بوخرص عبد الحفيظ (2013)، تحليل المقاربة بين أسباب العولمة المالية وأسباب الأزمات المالية، دراسة حالة: الأزمة المالية المكسيكية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية-دراسات إقتصادية، جامعة زيان عاشور الحلفة، المجلد 07، العدد 01، ص23.

أسعار الفائدة على هذه الأخيرة وأسعار الفائدة على شهادات الإيداع الأمريكية¹. وهذا ما نتج عنه ممارسة ضغوط على سوق النقد الأجنبي أدت إلى زيادة حدة المضاربة والتخلي عن ثبات سعر الصرف في 22 ديسمبر 1994، وخفضت المكسيك سعر صرف عملتها إلى 13%، لتنتقل قيمته من 3.5 بيزو مقابل الدولار إلى 7.5 بيزو مقابل دولار واحد في مارس 1995، فחסرت بورصة الأسهم نصف قيمتها بعد أشهر قليلة من تخفيض قيمة العملة المحلية، وفي ظل استمرار العجز الكبير في الحساب الجاري واتجاه رؤوس الأموال إلى الخارج بدأ المستثمرون في الدول المصنعة حديثاً بنقل رؤوس أموالهم إلى العملات الصعبة كالدولار والمارك الألماني، فانخفضت رؤوس الأموال المستثمرة في المحفظة المالية إلى (-14) مليار دولار في عام 1995، وصاحب ذلك توسع القطاع المالي في منح الإئتمان بنسبة كبيرة بين مارس وجوان 1994 من 15.7 مليار بيزو إلى 33.5 مليار بيزو، فارتفع عرض النقد بنسبة 18% سنة 1994، وارتفع الإئتمان المقدم من القطاع المصرفي للقطاع الخاص بنحو 32%، وكإشارة واضحة للأزمة بدأت سندات الدين المكسيكية قصيرة الأجل تنسحب نحو الولايات المتحدة الأمريكية بعد أن فقد البيزو 40% من قيمته خلال أسبوع واحد بسبب الطلب المنخفض في عام 1995².

وتجدر الإشارة هنا أننا لسنا بصدد سرد للإجراءات والحلول المتبعة لإدارة الأزمة المكسيكية، وإنما حاولنا تسليط الضوء على تجارب بعض الدول النامية في تبنيها لإجراءات سياسة التحرير المالي والتي غالباً ما رافقتها العديد من الأزمات المالية على غرار الأزمة المكسيكية وأزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997.

الفرع الثاني: التحرير المالي والأزمة الأرجنتينية 1994

سعت الأرجنتين كغيرها من الدول النامية في أواخر فترة الثمانينات من القرن الماضي إلى القيام بالعديد من الإصلاحات المالية، التجارية والاقتصادية الكلية القائمة على سعر الصرف الثابت وإصلاح السياسة النقدية لكبح التضخم، والتي هدفت من خلالها إلى فتح وتحرير حساب رأس المال، وتحرير السوق المالية المحلية لزيادة العمق المالي³، وهذا ما نتج عنه زيادة في نمو الدخل القومي بمعدل 7.7% في الفترة ما بين 1991 و1994، وانخفاض معدل التضخم من 20.6% سنة 1990 إلى 3.9% سنة 1994، وزيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال نحو الداخل التي تجاوزت في فترة الثمانينات 150 مليار دولار.

كان لأزمة البيزو المكسيكي في أواخر 1994 وبداية سنة 1995 آثار كبيرة على أسواق الأرجنتين المالية، في ظل نظام مالي ضعيف ومعدلات تبادل غير مرنة، واعتماد كلي على تدفقات رأس المال الأجنبية قصيرة الأجل⁴، ومن جهة ثانية كان لتأثير هذه الأزمة انعكاسات سلبية على أسعار التمويل وتدفقات رؤوس الأموال إلى الدول الأخرى، وهذا ما عرف بتأثير العدوى الإقليمية أو "L'effet tequila" الذي انتشر في جميع المنطقة وفي الأسواق الناشئة الأخرى وكان أحد العوامل الرئيسية في الأزمة الأرجنتينية سنة 1995، ولعل من أهم الخصائص المشتركة في سياق السياسات الاقتصادية والمؤسسية في الدول التي اندلعت فيها هذه الأزمات نجد:

¹ منير نوري، معمر حمدي (2012)، مرجع سبق ذكره، ص 161

² بوخرص عبد الحفيظ (2013)، مرجع سبق ذكره، ص 23.

³ -Frenkel, R. (2005). *Mondialisation et crises financières en Amérique latine*. Revista de la CEPAL. P115.

⁴ - عبد الحكيم مصطفى الشرفاوي (2005)، العولمة المالية وإمكانية التحكم عدوى الأزمات المالية، بدون طبعة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر، ص 49.

* "L'effet tequila" est le nom donné à la deuxième crise financière mondiale des années 1990. Cette deuxième crise a débuté en 1994 avec l'effondrement brutal du Peso mexicain. L'ensemble des acteurs économiques craint une contagion sur la totalité des pays d'Amérique latine dont les monnaies ont connu de fortes pressions à la baisse. Craintes justifiées puisque la crise s'étendit à l'ensemble de l'économie réelle du pays, puis eu des répercussions dans le monde entier, en particulier en Amérique du Sud.

سعر صرف إسمي ثابت أو شبه ثابت، تقدير سعر الصرف الحقيقي، حواجز شبه معدومة أمام تحركات رأس المال، التدفقات الرأس مالية الكبيرة خلال الفترة التي سبقت الأزمة، ضعف وتراخي اللوائح التنظيمية للأنظمة المالية المحلية خلال مرحلة الانفتاح¹.

اتبعت الأرجنتين عند تطبيقها لسياسة التحرير المالي منحه التحرير الكلي الشامل والسريع، حيث قامت بتحرير قطاعها المالي الداخلي والخارجي في آن واحد، وأن جميع خطوات التحرير من إزالة القيود على سعر الفائدة وتخصيص الائتمان، وعلى حرية الدخول إلى القطاع المالي والمصرفي، وعلى سوق رأس المال بالإضافة إلى قابلية العملة للتحويل الكامل قد تمت في آن واحد²، وقد أدى اتباع هذه الخطوات إلى نوع من التساهل نتيجة التأثيرات الإيجابية على الاستثمار الكلي والأداء الاقتصادي في الأرجنتين، وواجهت مشكلة الدولار المتزايدة لأصول وخصوم الجهاز المصرفي نتيجة تحرير القطاع المالي الخارجي، الأمر الذي عرض كل البنوك والشركات المقترضة لمخاطر تخفيض قيمة العملة، وزيادة نسب الرفع المالي للشركات التي تزايدت مديونيتها بشكل كبير³، فطبق الأرجنتين لكافة إجراءات التحرير المالي السريع والآني متجاهلة بذلك اعتبارات التسلسل والتدرج أدى إلى حدوث هذه الأزمة التي نتج عنها: تدهور حاد في احتياطاتها المصرفية مما أدى إلى التخلص بشكل كبير من الأسهم والسندات، وانسحاب كبير للعملة الأرجنتينية والودائع المصرفية من الدولار الأمريكي، وخلال الفترة الممتدة من 23 ديسمبر 1994 و 31 مارس 1995 فقد البنك 5.5 بليون دولار أمريكي من إجمالي احتياطاته بسبب تحول البيزو بشكل كبير إلى الدولار من جانب القطاع الخاص، وقد مثل هذا النقد 3/1 كمية الإحتياطي من السيولة العالمية لدى البنك.

كما أن حالة الذعر أثرت أيضا على سوق الأسهم، حيث انخفض مؤشر أسعار أسهم بورصة *mer val* إلى 12.4% في الفترة بين 19 و 31 ديسمبر 1994، ليلعب 5.4% في جانفي 1995 وواصل انخفاضه الكبير في فيفري 1995، وأيضا رأس مال الشركات المعلن عنها في بورصة الأوراق المالية في بيونس ايرس *buenos aires* قد انخفض من 36.5 مليون بيزو في 31 ديسمبر 1994 إلى 25.5 مليون بيزو في نهاية فيفري سنة 1995 بتدهور بلغت نسبته 30%. أما بالنسبة لتأثير الأزمة على النظام المصرفي فقد خسرت ودائع إجمالية تصل إلى 8 بليون دولار (من العملة المحلية والأجنبية) نهاية مارس 1995، وتدهور في نظام السيولة المصرفية قدره 2 بليون دولار، وانكماش في القروض قدره 1 بليون دولار، وانكماش في القروض الأجنبية قدره 1 بليون دولار⁴.

الفرع الثالث: التحرير المالي وأزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

تبنت دول شرق آسيا كغيرها من الدول النامية تطبيق سياسة التحرير المالي وكانت أكثر نجاحا في تحرير أنظمتها المالية مقارنة بدول المخروط الجنوبي أو بعض الدول الإفريقية، وهذا راجع إلى أن الإصلاحات التي نفذت في هذه الدول كانت في بيئة اقتصاد كلي أكثر استقرارا وفي أوضاع مؤسسية أكثر ملائمة، لكن هذا لم يمنع من حدوث الأزمة المالية الآسيوية سنة 1997 والتي انطلقت من تايلاند وهي الدولة ذات البنية الاقتصادية الأضعف من بين مثيلاتها من دول النور الأخرى، وانتقلت بعدها العدوى إلى أسواق دول

¹ - Ipid ; P114.

² - حريري عبد الغني (2009)، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص3.

³ - عبد الصمد سعودي، بلقاسم سعودي (2018)، دور مؤشرات الحيطة والحذر في الحد من مخاطر الأزمات المصرفية الناتجة عن التحرير المالي- دراسة تطبيقية بالمحاكاة على البنك الوطني الجزائري **BNA** - مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، العدد 02، المجلد 08، ص 1-20، ص4

⁴ - منير نوري، معمر حمدي (2012)، مرجع سبق ذكره، ص 164-165.

المنطقة الأخرى مثل ماليزيا، إندونيسيا، الفلبين، كوريا، سنغافورة... إلخ، لتصل إلى دول خارج نطاق دول الأزمة كاليابان، أستراليا، الولايات المتحدة والدول الأوروبية؛

يشجع التحرير المالي بشكل عفوي التمويل قصير الأجل، ويعتقد بعض المراقبين أن الأزمة المالية الآسيوية توضح الأثر السلبي لفتح حسابات رأس المال، فالنمو في التمويل قصير الأجل لاسيما بالعملة الأجنبية، ساعد بلا شك في إشعال الأزمة، وفيما يلي نوضح أهم الأسباب التي دفعت هذه الدول على تشجيع التمويل قصير الأجل:¹

✓ القيود المؤسسية والتاريخية الخارجية (exogenous institutional and historical constraints) والتي تضمنت الإفقار إلى أسواق الأسهم والسندات وهيمنة التمويل المصرفي الأكثر ملائمة للعلاقات غير الرسمية (informal relations)، والقيود التنظيمية التي تضمنت عراقيل على الاستثمارات في سوق الأسهم؛

✓ الإندفاع الداخلي الجامح (headlong rush) من جانب المؤسسات المالية المحلية في أعقاب التحرير المالي، في الوقت الذي كانت فيه ميزانياتها العمومية تحت رقابة وإدارة الدولة، ولجوء البنوك التي لديها حسابات لديون مشكوك في تحصيلها ولم تحقق عائدا إلى الإقتراض الخارجي لتغطية تكاليفها، في وقت عرفت فيه قيمة أصولها إنخفاضا غير مسبوق، وكذا تفضيل العملاء للإقتراض من الخارج بتكلفة أقل.

أدت الإصلاحات المالية والاقتصادية التي قامت بها الدول الآسيوية في إطار تبنيتها لسياسة التحرير المالي إلى زيادة كبيرة في التدفقات الرأسمالية الوافدة إليها والتي بلغت حوالي 40 مليار دولار سنة 1994، ثم تضاعفت إلى 100 مليار دولار سنة 1996، وكان رأس المال موجها في كثير من الأحيان نحو المشاريع الاستثمارية دون تقييم دقيق للمخاطر بسبب الضمانات التي تلقاها الوكلاء الاقتصاديين في المنطقة من قبل الحكومات لإنقاذ المؤسسات أو الشركات المالية، وأن معدلات أسعار الصرف الإسمية سوف تظل مرتبطة فعليا بالدولار، وكان الاعتقاد السائد أن الضمانات المزعومة المقدمة للمؤسسات المالية تقوم على إفتراض الروابط السياسية القوية للملكية هذه المؤسسات، وأنها هي من ستؤدي إلى تدخل الحكومة للمساعدة في أوقات الضائقة المالية، ناهيك عن أن هذه الكيانات كانت خاضعة لتنظيمات غير شفافة ومتساهلة (nontransparent and lax regulatory)، ومع زيادة تدفقات رأس المال شجعت الضمانات الحكومية الدائنين على المجازفة المفرطة في تقديم القروض، معتردين في ذلك أن الحكومة سوف تمتص مخاطر سعر الصرف الناجمة عن الإقتراض الخارجي مما أدى إلى مراكز كبيرة غير مغطاة "unhedged positions" في دفاتر العديد من الشركات والمؤسسات المالية، وهذا بدوره أدى إلى تدهور جودة القروض، ومع تباطؤ نمو الصادرات في المنطقة بشكل حاد في عام 1996 وحتى تحوله إلى معدلات سلبية في تايلاند، وعلى إثر هذا الوضع تراجع المستثمرون بشكل كبير وتراجعت معه البورصة التايلاندية بشكل مطرد من أوائل عام 1996 إلى أوائل عام 1998، في حين تبع ذلك انخفاض في البورصة الكورية بعد أشهر قليلة من تدهور البورصة التايلاندية، ثم بدأت أسواق الأسهم في ماليزيا والفلبين بالانخفاض بعد فيفري 1997، وفي جوان في إندونيسيا.²

¹ - Benoît Cœuré. (1999), *Towards a New Approach to Freedom of Capital Movements and Capital Account Liberalisation?*, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).P62.

² - Douglas H. Brooks and Soo-Nam Oh. (1999), *Asia's Financial Crisis: Is Financial Liberalisation the Villain?*, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).P87.

وفي هذا الصدد يرى **Kumiharu Shigehara. (1999)** أن الأزمة المالية الأخيرة أظهرت المخاطر الكامنة في التحرير المالي الجزئي وغير المتسق، عندما كانت تحركات رأس المال قصيرة الأجل أكثر تحوراً إلى حد كبير من التدفقات طويلة الأجل، وكانت قدرة الشركات على الاقتراض من الخارج مقيدة بشدة، تركزت التدفقات الداخلة على القنوات المصرفية ولو تم التركيز على تحرير أسواق الأوراق المالية بشكل أكبر لكان النظام المصرفي قد عانى من ضرر أقل¹. وخلاصة ذلك أن أزمة حساب رأس المال هذه لها جانبان: أحدهما مستمد من صافي التدفقات الرأسمالية الهائلة التي تجاوزت عجز الحساب الجاري، مما يفرض على السلطات النقدية خياراً صعباً بين أنظمة أسعار الصرف المختلفة والرقابة النقدية المحلية، والجانب الثاني يتمثل في التقلبات الشديدة لمثل هذه الحركات الرأسمالية بما في ذلك إمكانية التحول المفاجئ (sudden reversal) لإتجاه التدفقات الرأسمالية في الأجل القصير. فما حدث في مثل هذه الحالة هو عدم التطابق بين العملة وآجال إستحقاقها (maturity mismatches)* خلال أزمة حساب رأس المال، ومن ثم بمجرد إنخفاض قيمة العملة المحلية تزداد الإلتزامات المقومة بالدولار في ميزانيات المؤسسات المالية والشركات المحلية مقارنة بالعملة المحلية، ما يؤدي إلى تفاقم مشكلة زيادة الإلتزامات على الأصول مما يؤدي إلى الإفلاس.

وقد تفاقم أزمة العملة في تايلاند بسبب الأزمة المصرفية المحلية، علاوة على ذلك، فقد عززت أزمة العملة والأزمة البنكية بعضهما البعض، فانخفاض قيمة العملة زاد من إلتزامات المؤسسات المالية المقومة بالدولار (dollar-denominated liabilities) مقابل العملة المحلية ما يؤدي إلى تفاقم الأزمة المصرفية المحلية التي بدورها تدفع البنوك الدولية إلى سحب القروض قصيرة الأجل، مما يزيد من انخفاض قيمة العملة².

المطلب الثالث: تحديات حكومات الدول النامية في ظل تبني سياسات التحرير المالي

يشير التحرير المالي إلى التخصيص التدريجي للموارد وفقاً لقوى السوق بدلاً من العلاقات الشخصية أو وفقاً لتوجهات الحكومة، لذا يجب أن يكون إنشاء قطاع مالي سليم ضمن أولى إهتمامات حكومات الدول النامية، وتحديد كبير مفروض عليها في ظل مضيها قدماً نحو المزيد من التحرير لأنظمتها المالية، وهو شرطاً أساسياً للتحرير المالي الكامل إذا سلمنا بأن الأنظمة المالية في الاقتصادات الرأسمالية النامية تواجه حالة من عدم اليقين وتبدو غير مستقرة بطبيعتها (Kindleberger, 1989؛ Minsky, 1977 and 1982). فكما أن سياسة التحرير المالي المتبعة في معظم الدول النامية يمكن لها أن تدعم وتعزز عمل النظام المالي المحلي وتخلق لنا مؤسسات مالية قوية بفضل فتح الأسواق المالية واشتداد المنافسة بين موردي الخدمات المالية المحليين والأجانب، إلا أنها قد تعمل على إضعاف النظام المالي المحلي وتعريضه لمختلف الأزمات المالية وإفلاس المصارف والشركات الوطنية وإضعاف السيادة الوطنية في إعداد وإدارة السياسات المالية والنقدية، خاصة في غياب سياسات إقتصادية كلية سليمة وبنية مالية تحتية قوية تخضع لهيئات رقابية وإشرافية فعالة تحكم وتنظم عمل السوق المالي المحلي.

¹ - Kumiharu Shigehara. (1999), **Op-Cit**, P53

* - يشير عدم تطابق العملة هنا إلى عدم التطابق بين الإقتراض بالدولار والإقراض بالعملة المحلية، ويشير أيضاً إلى عدم التطابق بين الإقتراض قصير الأجل والإقراض طويل الأجل، ما يجعل من الصعب على المؤسسات المالية تصفية القروض طويلة الأجل عند تلقي سحوبات للودائع عند الطلب، وهذا بدوره يؤدي إلى تفاقم أزمة السيولة في الأنظمة المالية والمصرفية المحلية، ناهيك عن إذا تم إستخدام القروض قصيرة الأجل لتمويل مشاريع إستثمارية غير منتجة أو غير فعالة بسبب سوء إدارة الشركات وضعف الإطار التنظيمي للقطاع المالي، فإن القيمة السوقية للأصول التي تحتفظ بها البنوك وشركات التمويل سوف تنخفض وتؤدي إلى تفاقم الأزمة..

² - Masaru Yoshitomi (1999), **The Asian Capital Account Crisis, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).**P31.

الفرع الأول: التحرير المالي وسلامة السياسات الاقتصادية الكلية في الدول النامية

تعتبر السياسات الاقتصادية الكلية السليمة والبنية المؤسساتية التحتية القوية ضرورية لتعزيز تطور وإستقرار أي قطاع مالي خاصة في ظل تبني الدول النامية لسياسات التحرير المالي، وأن أية مشاكل تكتنف السياسة الاقتصادية الكلية سوف تؤدي عاجلاً أو آجلاً إلى تعطيل عمل السوق المالية (disrupt the financial market)، وتتفاقم مثل هذه الصدمات في حالة ضعف البنية المالية التحتية، فالانضباط الفعال وفق آليات السوق والحوكمة الجيدة للشركات تعتبر الحجر الأساسي (cornerstones) لبناء الأنظمة المالية القوية¹.

إن نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي، وسعي الدول النامية للإندماج في حركية التجارة العالمية وتحرير المعاملات الدولية لرأس المال لن يتم بمنأى عن سلامة السياسات الاقتصادية الكلية في وجود مؤسسات مالية قوية تخضع لإطار تنظيمي ملائم وهيئات رقابية وإشرافية فعالة تحكم وتنظم عمل السوق في إطار شفاف، لذا يعتبر خلق إطار إقتصادي كلي قوي وسليم ضرورة ملحة وتحد كبير أمام حكومات الدول النامية وواضعي السياسات الاقتصادية، وشرطاً أساسياً من شروط نجاح سياسة التحرير المالي، الأمر الذي من شأنه أن يضمن تحقيق مؤشرات اقتصادية كلية سليمة كمعدلات التضخم والبطالة المتحكم فيهما، نسب الدين الخارجي بالنسبة للنتائج المحلي الإجمالي، نسبة تغطية الإحتياطات الأجنبية للواردات الوطنية وغيرها من المؤشرات الاقتصادية الكلية².

هذا وقد تمكنت الدول النامية من إستخلاص الدروس والعبر من الأزمات المالية السابقة ولاسيما الأزمة الآسيوية لسنة 1997 التي أثبتت أن التحرير المالي له تأثير مباشر على السياسات الاقتصادية الكلية بل قد يؤدي حتى إلى إضعاف السيادة الوطنية في مجال صنع السياسات النقدية والمالية، وأصبحت تتخوف من تسارع وتيرة التدفقات الرأسمالية إليها لما لها من تأثير على أسعار الصرف وعلى استقرارها المالي، كما يمكنها أن تؤدي أيضاً إلى نقل عدوى الإختلالات الخارجية عند تدهور الأوضاع الاقتصادية العالمية، لكن هذا لا يمنع صانعو السياسات والمشاركون في مختلف الأسواق من قبول بعض التقلبات في الأسعار والمعدلات كتكلفة ضرورية لجني فوائد كفاءة السوق، فالتقلبات المتزايدة هي جزء من إطار العمل للإعتماد بشكل أكبر على السوق في التبادل العالمي (global exchange)، وهذا بدوره يؤدي إلى تعزيز نمو الإنتاج العالمي وتوزيعه من خلال زيادة الوصول إلى رأس المال بالنسبة للإقتصاديات ذات الدخل المنخفض³. لذا ينبغي على حكومات الدول النامية أن تسعى إلى اعتماد سياسات إقتصادية كلية من شأنها أن تجلب الاستثمارات الأجنبية طويلة المدى وتقلل من التدفقات النقدية قصيرة الأجل (الأموال الساخنة)، وتعزز السياسات السليمة منافع التحرير المالي والنمو الإقتصادي وتساعد على تجنب الأزمات في البلدان ذات الأنظمة المالية المفتوحة⁴.

وفي هذا الصدد يرى Masaru Yoshitomi (1999) أن الأزمة الآسيوية الأخيرة مكنت من إستخلاص خمسة رسائل للسياسة الاقتصادية في إطار تبني سياسة التحرير المالي⁵:

¹ - Mario Draghi. (1999) , **Strengthening Financial Systems**, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).P40.

² - سفيان أبو دراز. (2012). استراتيجيات التحرير المالي العالمية للاستفادة من العولمة المالية- دروس للنظام المالي الجزائري- مجلة أبعاد إقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، المجلد 02، العدد 01، ص ص 59-76. ص 61.

³ - Cayetano Paderanga, Jr. (1999), **Current Issues and Concerns in the Philippines and ASEAN**, , in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank); P71.

⁴ - شرفة حكيمة (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 257-258.

⁵ - Masaru Yoshitomi (1999), **The Asian Capital Account Crisis**, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).P35-36.

1. ضرورة تصحيح أساسيات الإقتصاد الكلي من أجل تحقيق نمو كبير ومستدام، كما أكدت ذلك دراسات للبنك الدولي حول معجزة دول شرق آسيا؛
2. تصحيح سياسة الصرف الأجنبي، إذ أثبتت الأزمة المالية لسنة 1997 أن التحرير المالي له تأثير مباشر على إستقلالية السياسة النقدية المحلية في ظل حرية حركة رأس المال الدولية، وأيضاً إصلاح سياسات سعر الصرف بحيث تعمل على استهداف التضخم دون إهمال التدابير الأخرى لمجابهة (anti-inflationary measures)، ويجب الاعتراف بأن الإبقاء على سياسة سعر الصرف الواحد (single exchange rate) لا يمكن أن يظل عند نفس المستوى لفترة طويلة، فكلما زادت مدة الاحتفاظ بها زادت احتمالية حدوث الاختلالات¹.
3. من المهم تصحيح تكوين تدفقات رأس المال الوافدة من أجل تجنب التقلب الشديد في سعر الصرف أو التأرجح المفاجئ في ميزان المدفوعات الإجمالي بين الفائض والعجز؛
4. ينبغي تصحيح إطار عمل المؤسسات المالية، من أجل منع حدوث الأزمات المصرفية الخطيرة ومشاكل المخاطر الأخلاقية؛
5. تجهيز المقرض الدولي كملاذ أخير لمواجهة نقص السيولة الدولية للبلدان المنفردة المعرضة لانعكاس مفاجئ لتدفقات رأس المال الدولية، وهجمات المضاربة وآثار العدوى، وذلك لتجنب انخفاض قيمة العملة. وفي الوقت نفسه ينبغي تصميم إطار تنظيمي دولي جديد لمعاقبة المستثمرين الدوليين بمجرد فشلهم.

الفرع الثاني: التحرير المالي وضرورة تعزيز الأنظمة المالية بالأطر القانونية والمؤسسية، الرقابية والإشرافية الملائمة

يجب على الدول النامية التي شرعت في تطبيق إجراءات التحرير المالي التي جاء بها كل من شاو وماكينون (1973) ودعت إليها ورحبت بها المؤسسات المالية الدولية فيما بعد، وفتحت على إثرها أسواقها المالية أمام التدفقات الرأسمالية الأجنبية وأمام دخول موردي الخدمات المالية الأجانب أن تقوم بتعزيز أنظمتها المالية بالأطر القانونية، التنظيمية، الرقابية والإشرافية الملائمة، إذ يشير Kumiharu Shigehara. (1999) أن النهج الأكثر توازناً لفتح الأسواق المالية يتطلب وضع البنية التحتية المناسبة وشروط الإطار، بما في ذلك تحسين هيكل حوكمة الشركات وتحسين العلاقات بين الحكومة والمؤسسات المالية وشركات الأعمال²، لذا على حكومات الدول النامية أن تعمل على خلق البنى المالية التحتية القوية والسعي لامتلاك مؤسسات مالية وغير مالية قوية وسليمة مدعومة بميثاق تشريعية وقانونية فعالة تقوم بسن القوانين والتنظيمات التي تحكم وتنظم النشاط المالي وتؤطره، وفي نفس الوقت تعمل على مراقبة إحترام القوانين وتطبيقها تفادياً لظهور بؤادر الفساد المالي الذي يؤثر سلباً على سياسات الإنفتاح المالي³، وفي هذا السياق أيضاً يؤكد Cayetano Paderanga, Jr. (1999) أن إنشاء بنية مالية تحتية للقطاع المالي مدعومة بإطار قانوني قوي يحميها من مخاطر الإفلاس والرهونات (bankruptcy and foreclosure) هي عملية تسبق محاولة التحرير المالي الكامل⁴؛

من جهة أخرى، كشفت الأزمة المالية الآسيوية الأخيرة أن التسلسل الصحيح للتحرير المالي يجب أن يضمن وجود قدرات مؤسسية كافية (adequate institutional capacity) قبل تعريض الإقتصاد لتقلبات رأس المال الدولية الهائلة، حتى تضمن الدول

¹ - Cayetano Paderanga, Jr. (1999), Op-Cit ; P69.

² - Kumiharu Shigehara. (1999), Op-Cit, P53.

³ - سفيان أبو دراز. (2012)، مرجع سبق ذكره، ص61.

⁴ - Cayetano Paderanga, Jr. (1999), Op-Cit ; P36.

النامية التي تسعى إلى تحرير أنظمتها المالية الإستفادة من هذا التحرير في زيادة السيولة والإستثمار، والوصول إلى التكنولوجيا الجديدة لحكومة الشركات، ومع ذلك يجب على هذه الدول موازنة هذه المكافآت مع المخاطر المحتملة والخطوات المتخذة للتخفيف من حدة تلك المخاطر، وقد نجحت الاقتصاديات الآسيوية ذات الحسابات الرأسمالية المغلقة في التخفيف من آثار العدوى للأزمة المالية، وفي دول أخرى كذلك مثل شيلي وكولومبيا أين تم اتخاذ تدابير إحترازية بتمديد آجال استحقاقات التدفقات الرأسمالية نحو الداخل (lengthening the maturity structure of capital inflows)، وكانت إقتصادياتها المحلية أقل عرضة للصدمات الخارجية¹. كما لوحظ من قبل أن قطع أو توقف الإقراض المصرفي قصير الأجل (cut-off of short-term bank lending) يفسره الإنعكاس الحاد في إتجاه صافي تدفقات رأس المال في الأزمة الآسيوية الأخيرة، وأمام الإندفاع الكبير للاستفادة من تدفقات رأس المال الواردة، تم إهمال عدد من الخطوات لتطوير القدرات وتحسين الحوكمة (improve governance and capacity) التي كان ينبغي اتخاذها في وقت مبكر في القطاعات المصرفية الهامة في اقتصاديات الدول النامية، بمجرد أن أصبحت أوجه القصور المؤسسي هذه واضحة المعالم لم يعد المستثمرون الأجانب حريصين على تحديد (roll over) القروض قصيرة الأجل المستحقة.

تلعب القدرة المؤسسية أيضاً دوراً رئيسياً في تطوير أسواق رأس المال التي تعمل بشكل جيد والتي يمكن أن تصمد أمام حالات عدم الاستقرار المحتمل الناشئ عن عوامة الأسواق المالية، إذ تعتبر البنية التحتية للسوق في التجارة وحفظ الأوراق المالية (trade and custody of securities)، والأنظمة السليمة لحكومة الشركات التي تحمي حقوق الأقلية من المساهمين، وممارسات الكشف عن المعلومات ضرورية (بنك التنمية الآسيوي ، 1998). وقد نجحت الاقتصاديات الإقليمية التي تتمتع بقدرة أكبر على إدارة المخاطر، مثل سنغافورة وهونغ كونغ في مواجهة الأزمة بشكل أفضل بكثير من تلك التي فقد فيها المستثمرون الثقة في القطاعات التي تفتقر إلى معايير التدقيق و المعايير المحاسبية (poor auditing and accounting standards)، اللوائح الإحترازية والرقابية غير الملائمة في البنوك، ضعف قواعد الإفصاح والشفافية أو حتى عدم فاعلية إجراءات مجابهة الإفلاس والرهونات². فالإشراف والرقابة والتنظيم المحكم لكل مكونات القطاع المالي عندما يكون مصحوباً بـ "حوكمة الشركات" المناسبة (الإفصاح عن المعلومات، واحترام مساهمي الأقلية Minority holding، واللجان المتخصصة، وما إلى ذلك) وبالمراقبة الدقيقة للمشاريع الإستثمارية للشركات من قبل المقرضين، يمثل لبنة أساسية في بناء نظام مالي قوي يساهم بشكل كبير في تحسين التخصيص الفعال للموارد وفقاً لقوى السوق بدلاً من العلاقات الشخصية أو وفقاً لتوجهات الحكومة³، فالمعايير العالمية للإشراف على عمل البنوك مثلاً تكتسب أهمية بالغة في تنظيمها (systemic significance)، لكنها مهمة أيضاً لتنظيم أنشطة سوق التأمين وسوق الأوراق المالية، إذ ينبغي أن تعزز جميع أنواع الهيئات الإشرافية الإنضباط الفعال في السوق والإشراف القوي على أصحاب المصلحة (stakeholder oversight)⁴.

وحتى تتمكن العوامل الرئيسية السالفة الذكر (هيئات الرقابة والإشراف والتنظيم المحكم) من تعظيم المكاسب المترتبة عن عملية التحرير المالي وتحقيق الأهداف المرجوة منها، وتساهم في منع خروج رؤوس الأموال خارج الإقتصاد الوطني، ينبغي أن تتم مواكبتها بتبني سياسات إقتصادية كلية سليمة، إذ تؤكد دراسة حديثة لعينة كبيرة من الدول النامية خلال الفترة 1970 إلى 2001 بأن التأثير الذي تمارسه كل من الهيئات الرقابية والإشرافية مع السياسات الإقتصادية الكلية على التدفق العكسي لرؤوس الأموال يعتبر كبيراً ومباشراً، إذ أن ضعف هيئات الرقابة والإشراف الذي يمكن قياسه بدرجة غياب المراقبة على المدراء أو المسؤولين التنفيذيين للمؤسسات

¹ - Douglas H. Brooks and Soo-Nam Oh. (1999), *Asia's Financial Crisis: Is Financial Liberalisation the Villain?*, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).P92.

² - Douglas H. Brooks and Soo-Nam Oh. (1999), *Op-Cit*, P92.

³ - Benoît Cœuré. (1999), *Op-Cit*, P64.

⁴ - Mario Draghi. (1999) , *Strengthening Financial Systems*, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).P40.

والشركات يزيد من درجة هروب رؤوس الأموال حتى في ظل إتباع سياسات إقتصادية قوية، فالمسيرون الفاسدون يستغلون السلطات الممنوحة لهم من أجل الحصول على مكاسب شخصية أو لصالح أفراد من ذوي النفوذ وتحويل هذه المكاسب لخارج الوطن، مما يعكس صورة سلبية لدى المستثمرين الأجانب وأصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تعتبر هذه الأخيرة من أهم الحلقات الرابطة بين المستثمرين الأجانب والاقتصاد الوطني¹.

الفرع الثالث: التحرير المالي المنظم والتدريجي للمعاملات الرأسمالية

لا شك أن جملة الإنتقادات الموجهة لنظرية التحرير المالي في شكلها الأول الذي وضعه *Mc Kinnon and Shaw (1973)* خاصة من قبل *Stiglitz and Weiss (1981)* في أعمالهما حول ظاهرة عدم تناظر المعلومات، بالإضافة إلى فشل تجارب التحرير المالي الأولى خاصة في شيلي التي تعرضت إلى أزمة مالية حادة، دفعت أنصار مدرسة ستانفورد وعلى رأسها ماكينون إلى إعادة النظر في بعض النتائج المتوصل إليها سنة 1973²، وبناء نموذج جديد بين فيه أهمية التدرج والتسلسل في تطبيق إجراءات التحرير المالي من جهة وأهمية الاستقرار الاقتصادي من جهة أخرى اللذان يعتبران كشرطان أساسيان يجب توفرهما قبل البدء في التحرير المالي خاصة فيما يتعلق بتحرير حساب رأس المال ومعدلات الفائدة وتحرير المنافسة في الأسواق المالية.

إن من أهم جوانب التحرير المالي التي أخذت حيزا كبيرا من الأبحاث وأثيرت حولها العديد من النقاشات هي الكيفية التي يتم بها تطبيق إجراءات التحرير المالي، ومدى ملائمة الوضع المؤسساتي والإقتصادي للدول التي شرعت في تبني هذا النوع من الإصلاحات إستجابة لما تمليه ظروف ومقتضيات حتمية الإندماج في الاقتصاد العالمي أو ما تحدده سياسات وتوصيات المؤسسات المالية الدولية، ومنها ما هو مفروض عليها من خلال الإتفاقيات الدولية كإتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية، وهذا ما يمثل تحدي كبير مفروض على حكومات الدول النامية التي تسعى لتحرير أنظمتها المالية والإستفادة من تجارب الدول السابقة في هذا المجال من أجل زيادة وتعظيم المكاسب المترتبة عن هذا التحرير. لذا نجد أن أساليب التحرير المالي المتبعة تختلف من دولة إلى أخرى حسب الأهداف المحددة للسياسة العامة، فهي إما إجراءات لتحسين السياسة النقدية أو لتشجيع المنافسة في القطاع المالي، أو لتحسين البنية الأساسية وتطوير الأسواق المالية³، ويعتبر تحديد التدرج والتسلسل الأمثل للتحرير المالي من الشروط الضرورية لنجاح سياسة التحرير المالي، ويقصد به هنا تحديد الترتيب المناسب في تطبيق خطوات التحرير المالي الذي يسمح بتكليف النظام المالي مع حاجة الاقتصاد الحقيقي، وتوجيه الإقتصاديات النامية من إقتصاد غير متوازن ومقيد إلى إقتصاد محرر وأكثر إستقرار.

يجب أن تركز الدولة على الإصلاحات الأساسية والتعديلات الضرورية لتغيير الظروف القائمة في الوقت الذي لا يوجد فيه حتى الآن مفهوم صريح لمعنى تسلسل تحرير مقبول عالميا (universally accepted sequence of liberalisation) ولا حتى إجماع حول مدة التحرير التي يجب أن تطبق على جميع الدول قبل أن تقوم بأي خطوة بشأن تحرير أنظمتها المالية⁴، وهذا راجع بطبيعة الحال إلى الإختلافات والفروقات في المستويات التنموية، وكذلك القواعد المؤسساتية، الأنظمة التشريعية والرقابية في الدول النامية، أو حتى التباين في القدرات على تسيير الجوانب المختلفة لسياسات التحرير المالي. وتجدر الإشارة هنا إلى إختلافات وجهات النظر حول ترتيب

¹ - سفيان أبو دراز. (2012)، مرجع سبق ذكره، ص63.

² - شكوري سيدي محمد (2006)، التحرير المالي وأثره على النمو الإقتصادي دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2005-2006، ص91.

³ - أسماء سلحة (2012)، تحرير الخدمات المصرفية في إطار إتفاقية الجاتس، مجلة الإجتهد للدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة تامنراست، العدد 02، المجلد 01، جوان 2012، ص 426.

⁴ - Cayetano Paderanga, Jr. (1999), Op-Cit, P69.

التسلسل ما بين التحرير الخارجي الذي يستلزم فتح الأسواق المالية المحلية أمام التدفقات المالية الدولية، والتحرير الداخلي الذي يتطلب القيام بإصلاحات واسعة تسمح بحرية أكبر للأسواق المالية المحلية، ويعد تحرير حساب رأس المال هنا جوهر عملية التحرير المالي الخارجي، وهو ما يتطلب إلغاء الحظر على المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر والإستثمار في سوق الأوراق المالية، وحتى المعاملات المتعلقة بالبنوك التجارية التي تشمل الودائع غير المقيمة والقروض الأجنبية، أما التحرير الداخلي فيتمثل في إلغاء ضوابط الإئتمان المحلية المتعلقة بوضع حصص للإئتمان وإلغاء الحدود القصوى لمعدل الفائدة، ومختلف الأساليب التمييزية وإشتراطات رأس المال التي تعرقل بشدة دخول المشاركين المحليين إلى السوق المحلي. وتنقسم وجهات نظر الإقتصاديين حول ترتيب تسلسل التحرير المالي إلى ثلاثة أقسام¹:

1. **وجهة النظر التقليدية:** والتي تؤكد على أهمية تحقيق الإستقرار الإقتصادي وتطوير المؤسسات المالية المحلية قبل البدء في عملية التحرير، بمعنى آخر القيام بالتحرير المالي الداخلي أولاً؛
2. **وجهة النظر البديلة:** والتي تفضل التحرير المبكر لحساب رأس المال الذي بدوره يمكن أن يكون عاملاً مدعماً لإصلاحات إقتصادية أوسع، بمعنى التحرير الخارجي أولاً؛
3. **وجهة النظر المتوسطة:** والتي ترى أن التحرير يجب أن يكون جزءاً من أسلوب معالجة متزامنة مع حركة الإصلاح الإقتصادي.

وفي دراسة لـ **Benoît Cœuré (1999)** على خلفية الأزمة المالية الآسيوية لسنة 1997 والتي يدعم فيها وجهة نظر التسلسل التدريجي لإجراءات التحرير المالي، يقول لدينا الآن فكرة أوضح عن عملية الانتقال التي تؤدي إلى مثل هذا التحرير والتي أوجزها في:²

- 1) يجب أن يغطي تحرير حساب رأس المال طويل الأجل (Long-term capital) بالأولوية على حساب رأس المال قصير الأجل (short-term capital) في تمويل البلدان الناشئة، وهذا يتطلب تطوير أسواق السندات المحلية وحوافز لتمويل الأسهم عن طريق زيادة الملكية الأجنبية في رأسمال الشركات المحلية؛
- 2) يجب أن تتضمن المتطلبات الأساسية لتحرير حساب رأس المال غريبة (shake-out)* في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية (حتى لا تؤدي إلى "الاندفاع الجامح headlong rush")، والشفافية الإلزامية للفاعلين في القطاعين العام والخاص، والتطبيق الفعال للمعايير الدولية (الامتثال للمبادئ الأساسية للجنة بازل والتطبيق الواسع النطاق لطرق تقييم مخاطر)، ويكون ذلك بإنسحاب تدريجي للدولة التي ينبغي أن تتحول من التدخل والتوجيه المباشر إلى تنظيم الإستثمار؛
- 3) يجب أن يكون التحرير المالي بصفة تدريجية على مراحل، أي إستناداً إلى جدول زمني يتم إحترامه، وأن لا تتخذ الدولة من هذا التسلسل كذريعة لتأخير التحرير المالي بل يجب عليها تسريع الإصلاح المسبق للقطاع المالي؛
- 4) لا ينبغي أن تحول هذه الإجراءات - المذكورة آنفاً - دون النظر في التدابير التي تحد من تقلبات الأسواق المالية على المدى القصير.

¹ - العريب كمال، بلوكاريف نادية (2016)، مرجع سبق ذكره، ص178.

² - Benoît Cœuré. (1999), Op-Cit, P64-65.

* A shake-out is a situation in which many investors exit their positions in a stock or market segment at the same time, often at a loss. A shakeout is usually caused by uncertainty or recent bad news circulating around a particular security or industry

خلاصة الفصل:

أكتست الأسواق المالية الناشئة في الكثير من الدول النامية على الرغم من حداتها أهمية بالغة وأوجدت لنفسها مكانة خاصة ضمن الاقتصاديات العالمية، وحظيت باهتمام واسع من قبل الباحثين، المحللين والمختصين، والمستثمرين المحليين والأجانب نظرا للتطور السريع الذي عرفته ومعدلات النمو المعتبرة التي باتت تحققها هذه الأسواق متفوقة في ذلك على ما تحققة أسواق الدول المتقدمة من معدلات نمو، وقد تأكد هذا الطرح جليا بعد قيام حكومات الدول النامية بتحرير وفتح أسواقها المالية أمام موردي الخدمات المالية المحليين والأجانب، وتحرير التدفقات الرأسمالية الأجنبية من وإلى أسواقها المحلية، وكذا تمكين المستثمرين الأجانب من حيازة وإملاك الأوراق المالية في أسواق الدول النامية في إطار تطبيق سياسات التحرير المالي أو ما يعرف بعمولة وتدويل الأسواق المالية لهذه الأخيرة؛

فالأسواق المالية الناشئة هي تلك الأسواق الموجودة في الدول النامية منخفضة ومتوسطة الدخل، وتمتاز بمجموعة من الخصائص والمحددات التي تميزها عن الأسواق المالية في الدول المتقدمة، ومن جملة هذه الميزات أننا نجدتها تتباين فيما بينها وبين الدول المتقدمة، أو فيما بين هذه الأسواق الناشئة في حد ذاتها، حيث تمتاز بضيق وصغر الحجم بصفة عامة مقارنة بالدول المتقدمة رغم أن من بين هذه الأسواق الناشئة من تفوق أسواق الدول المتقدمة حجما (خاصية من الخصائص)، كما تمتاز أيضا بالتطور السريع، درجة التركيز المرتفعة، افتقارها للتنظيم الجيد، وعائد الإستثمار بها مرتفع وعلى درجة عالية من التقلب، وهذه الخصائص والمحددات جعلتها محل جذب للتدفقات الرأسمالية الأجنبية الهائلة، ويمكن لهذه الأسواق أن تمر بالعديد من المراحل (من الأسواق الحدودية إلى الأسواق الناشئة ثم إلى الأسواق المتقدمة) حسب تصنيفات مؤشرات الشركات العالمية لتبلغ مصاف أسواق الدول المتقدمة، كما يمكنها أن تتدرج عكسيا في هذه التصنيفات أي أن تنزل من الصنف الأعلى (السوق الناشئة) إلى الصنف الأقل منه (السوق الحدودية)؛

لا يمكن إنكار أن تبني سياسات التحرير المالي في الدول النامية قد ساهم بطريقة أو بأخرى في تعزيز نمو وتطور أداء الأسواق المالية بهذه الدول، ورفع من مستوى كفاءتها نتيجة للتدفقات الرأسمالية الضخمة إلى هذه الأخيرة، وكذا الإحتكاك والاتصال المباشر مع المؤسسات المالية الأجنبية التي تعتمد على التكنولوجيا المالية الحديثة، وبالتالي استفادة الأسواق المالية الناشئة من هذه الأخيرة في تطوير أسواقها المالية وتعزيز أدائها، إلا أن تبني بعض حكومات الدول النامية لسياسات تحرير مالية شاملة وسريعة في ظل غياب أو ضعف الأطر المؤسسية والقانونية التنظيمية، قد عصفت بعدد الأسواق الناشئة وأدى إلى حدوث أزمات مالية ومصرفية في هذه الدول على غرار الأزمة المكسيكية، الأرجنتينية، وأزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997.

الفصل الثالث: النمذجة
القياسية لتأثير عولمة
الخدمات المالية على أداء
الأسواق المالية للدول النامية

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

تمهيد

سارعت العديد من الدول النامية إلى تطبيق سياسات التحرير المالي التي دعا إليها أول مرة *Mc* (1973) *Kinnon and Shaw* في بداية سبعينيات القرن الماضي كرد فعل عن سياسات الكبح المالي التي كانت تفرضها هذه الدول على أنظمتها المالية في تلك الفترة، حيث كانت قطاعاتها المالية خاضعة لدرجة عالية من التقييد والتنظيم المحلي، وقد لاقت هذه الفكرة ترحيبا ودعما كبير فيما بعد من قبل المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك العالمي) في بداية الأمر، ومع الإعلان عن ميلاد الإتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية برعاية المنظمة العالمية للتجارة التي باشرت أعمالها بصفة فعلية في أول جانفي 1995، لعبت هذه الإتفاقية دورا بارزا في تعميق الاتجاه نحو عولمة وتدويل أسواق الخدمات المالية للدول النامية، فدفعت بذلك الدول النامية الموقعة على هذه الأخيرة لفتح أسواقها أمام موردي الخدمات المالية الأجانب وعدم التمييز في المعاملة بينهم وبين موردي الخدمات المحليين، وتحرير التدفقات الرأسمالية الأجنبية دخولا وخروجا من وإلى أسواق هذه الدول، وكذا تمكين المستثمرين الأجانب من إمتلاك وتداول الأوراق المالية في بورصات الدول النامية، وقد تجسد ذلك بصفة فعلية من خلال إجبار الدول النامية على تقديم جداول إلتزاماتها إلى المنظمة العالمية للتجارة توضح فيها القطاعات المالية التي تلتزم بتحريرها ومستوى التحرير والقيود التي تضعها في إطار ذلك، لذا يمكن القول أن هذه الإتفاقية قد أعطت للتحرير المالي شكلا رسميا وبعدا تنظيميا كبيرا؛

ولقد تطرقت الكثير من الدراسات النظرية والتطبيقية السابقة لدراسة وتحليل نتائج تطبيق هذه السياسات على أسواق الدول النامية، وجاءت نتائجها متباينة ومتضاربة تبعا لعينة الدول محل الدراسة أو الفترة الزمنية التي اختارتها، أو حتى الأدوات الإحصائية المستخدمة فيها، فمن هذه الدراسات من توصلت إلى نتائج إيجابية وبالتالي أكدت الأثر الإيجابي لتطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية، ومنها من توصلت إلى نتائج سلبية لتطبيق هذه السياسات في أسواق الدول النامية بحكم ضعف الأسواق المالية لهذه الأخيرة وافتقارها للأطر المؤسساتية والقانونية والبيئية الملائمة لنجاح هذه السياسات، وبالتالي عدم قدرتها على المنافسة أمام المؤسسات والشركات الأجنبية ذات الكفاءة والقدرات الهائلة في هذا القطاع، كما ذهبت دراسات أخرى إلى أن التحرير المالي كان سببا في حدوث الكثير من الأزمات على غرار الأزمة المكسيكية وأزمة جنوب شرق آسيا، لذا سوف نحاول من خلال هذه الدراسة القياسية تدعيم أو نفي نتائج بعض هذه الدراسات فيما يخص تبني حكومات الدول النامية لعولمة وتدويل أسواق خدماتها المالية في إطار الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات المالية خلال الفترة (2000-2018).

وبناء على ما سبق، قمنا بتقسيم هذا الفصل على النحو التالي:

المبحث الأول: الدراسات التطبيقية السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة

المبحث الثاني: الإطار القياسي النظري حول المنهجية المتبعة في التحليل

المبحث الثالث: الدراسة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

المبحث الأول: الدراسات التطبيقية السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة

توجد العديد من الدراسات والأبحاث النظرية والتطبيقية التي اهتمت بسياسات التحرير المالي المنتهجة من قبل حكومات الدول النامية بمختلف أبعادها وجوانبها ، ولعل إطلاعنا على عدد كبير من هذه الدراسات يمكننا من جمع عدد لا بأس به من هذه الأبحاث والتي رأينا أنها ذات صلة وتخدم موضوع بحثنا بطريقة أو بأخرى، وتعتبر بصدق عن وجهة نظرنا في هذا البحث، وقد حاولنا تقسيم هذه الدراسات السابقة - بما يتوافق مع جوانب دراستنا القياسية- كما يلي:

- الدراسات التطبيقية المتعلقة بتحرير وعولمة تجارة الخدمات المالية؛
- الدراسات التطبيقية المتعلقة بالتحرير المالي (تحرير حساب رأس المال، تحرير السوق المصرفية)
- الدراسات التطبيقية المتعلقة بتحرير أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: الدراسات التطبيقية حول تحرير وعولمة تجارة الخدمات المالية

1. دراسة ¹ *Liang, C. Y. (2014)*: بعنوان: **“What determines trade liberalization in banking services under the WTO?”** ، تهدف هذه الورقة إلى تسليط الضوء على محددات تحرير تجارة الخدمات المالية المصرفية في ظل منظمة التجارة العالمية، وقد بلغ حجم هذه العينة 75 دولة عضو من الدول الذين تقدموا بجداول لإلتزاماتهم خلال فترة المفاوضات الأولى والثانية لتحرير تجارة الخدمات المالية (1994-2000) و(2001-2008)، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) توصل الباحث إلى أن زيادة ثروة الدول (wealth of countries) المعبر عنها في هذه الدراسة بـ (Per capita GDP)، زيادة الاقراض للقطاع الخاص، قوة الإطار القانوني (legal system power)، الحوكمة والجودة التنظيمية (government effectiveness and regulatory quality)، وإنخفاض الفساد كلها مؤشرات أدت إلى ارتفاع مؤشر تحرير التجارة المالية (financial trade liberalization index)، وفي المقابل وجد الباحث أن الدول الأعضاء في مجموعة كيرنز (Cairns Group)* تلعب دورا مهما في تحديد مستوى أقل (lower level) من إلتزامات الخدمات المصرفية من خلال زيادة انفتاح التجارة المالية، زيادة قيمة تداول الأسهم، زيادة تقييد أنشطة البنوك في الشركات الغير مالية، التأمين، العقارات والأوراق المالية.

2. دراسة ² *Aaditya Mattoo ; (1998)*: بعنوان: **“Financial services and the WTO: Liberalization Commitments of the Developing and Transition Economies”** أولى الأبحاث التي تطرقت لموضوع تحرير تجارة الخدمات المالية، وتهدف هذه الورقة إلى تحليل نتائج مفاوضات تحرير الخدمات المالية في إطار الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات تحت غطاء المنظمة العالمية للتجارة، ويبدو أن هذه المفاوضات قد ساهمت بشكل كبير في وضع أنظمة أكثر استقرارا وشفافية في العديد من الدول النامية والبلدان التي تمر بمرحلة إنتقالية، وقد حاول الباحث بناء مؤشرات

¹ - Liang, C. Y. (2014). **What determines trade liberalization in banking services under the WTO?**. Journal of Applied Finance and Banking, 4(4), 15.

* - The Cairns Group (Cairns Group of Fair Trading Nations) is an interest group of 19[1] agricultural exporting countries, composed of Argentina, Australia, Brazil, Canada, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Indonesia, Malaysia, New Zealand, Pakistan, Paraguay, Peru, the Philippines, South Africa, Thailand, Uruguay, and Vietnam.

² - Mattoo, A. (2000). **Financial services and the WTO: liberalisation commitments of the developing and transition economies**. The World Economy, 23(3), 351-351.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

لقياس القيود المفروضة على تجارة الخدمات المالية حسب ما نصت عليه الأنماط الأربعة لتوريد الخدمات (كالقيود على دخول مؤسسات جديدة، تراخيص الدخول، قيود على تملك الأجانب الأسهم والسندات، إلخ)؛

وقد توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن المشاركين في المفاوضات من إفريقيا وأوروبا الشرقية قدموا التزامات أكثر تحريرا من المشاركين من آسيا وأمريكا اللاتينية، في وجود ضمانات كافية من الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات على أن لا تشكل هذه الالتزامات تهديدا لاستقرار الاقتصاد الكلي أو المساس بالقدرة على إتباع سياسات حامية تنظيمية، ومن جهة أخرى توصل الباحث إلى أن الالتزامات المقدمة بشأن تحرير المنافسة من خلال دخول كيانات أجنبية جديدة (allowing new entry) وتحرير أسواق الأسهم (foreign equity participation) كانت أقل من تحرير التجارة عبر الحدود، وهذا ربما يرجع لحاجتهم لرأس المال الأجنبي لتعزيز ضعف المؤسسات المالية المحلية وحماية المؤسسات القائمة (protecting the position of incumbents) بدلا من دخول البنوك وشركات التأمين مما يؤدي إلى خروج المؤسسات المحلية التي قد تكون عاجزة على منافسة المؤسسات المالية الأجنبية.

3. دراسة ¹ Kono, M., & Schuknecht, L. (1999): بعنوان: *“Financial Services Trades, Capital Flows, and Financial Stability”*

الخدمات المالية، وهدفت هذه الدراسة إلى تفصيل وتحليل العلاقة بين تحرير تجارة الخدمات المالية، تدفقات رأس المال والاستقرار المالي في إطار الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، هذه الأخيرة التي تمثل الإطار القانوني متعدد الأطراف لأكثر من 95% من حجم التجارة العالمية في الخدمات، وقد قاما الباحثان بتحليل الإلتزامات المقدمة من قبل الدول الأعضاء في اتفاقية تجارة الخدمات لـ 27 سوقا ناشئا، وركزت الدراسة بشكل كبير على ثلاثة أبعاد لتحرير تجارة الخدمات المالية وهي: تحرير تجارة الخدمات عبر مختلف أنماط التوريد، نطاق الأدوات المالية التي يتم النظر في تحريرها والقيود المفروضة على تحرير التواجد التجاري (النمط 3)، مقاسة بالقيود على العمليات التجارية من قبل المؤسسات المالية الأجنبية، وقد توصل الباحثان إلى أن تحرير تجارة الخدمات المالية بالاعتماد على مجموعة واسعة من الأدوات المالية، مع السماح بوجود مؤسسات مالية أجنبية وعدم تقييد الممارسات التجارية بشكل غير مبرر، يؤدي إلى تدفقات رأسمالية أقل تقلبا تعزز وتدعم بقوة استقرار النظام المالي، وخلصت الدراسة إلى نتيجتين هامتين هما:

- يؤدي تحرير التجارة الدولية في الخدمات المالية القائم على السوق إلى تحسين جودة التدفقات الرأسمالية وتعزيز النظم المالية المحلية بما فيها التشريعات المالية (financial regulation)؛
- يمكن تحرير أنواع معينة من تجارة الخدمات المالية حتى في البلدان التي تعاني ضعفا في أنظمتها المالية، والتي ليس في صالحها تحرير القطاع المالي الفوري والكامل، لأن مثل هذه التجارة تعزز استقرار النظام المالي دون إثارة تدفقات رأسمالية من شأنها الإخلال بالتوازن (destabilising capital flows).

4. دراسة ² Claessens, S., & Jansen, M. (2000): بعنوان: *“The Internationalization of Financial Services: issues and lessons for developing countries”*

تمثل هذه الورقة البحثية واحدة من

¹ - Kono, M., & Schuknecht, L. (1999). *Financial services trade, capital flows, and financial stability* (No. ERAD-98-12). WTO Staff Working Paper.

² - Claessens, S., & Jansen, M. (2000). *The internationalization of financial services: Issues and lessons for developing countries: Overview*. The internationalization of financial services: issues and lessons for developing countries, Kluwer law international, The Hague.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

مجموع أربعة عشرة مساهمة قدمت في كتاب يحلل الجوانب المختلفة لتدويل الخدمات المالية، حيث ركزت بعض الأبحاث فيه على الجوانب النظرية، وأخرى على مظاهر التدويل، ومنها ما فحصت تجارب دول معينة في تدويل الخدمات المالية، وقد خلصت هذه الأبحاث إلى أن التدويل يمكن أن يقدم للدول النامية العديد من الفوائد علماً أن هذا لا يعني أنه ينفي احتمال حدوث مخاطر مالية محددة، فهو يساهم في بناء أنظمة مالية أكثر قوة وكفاءة (*build more robust and efficient financial systems*)، من خلال إدخال الممارسات والمعايير الدولية، تحسين جودة وكفاءة الخدمات المالية، توفير مصادر مالية أكثر إستقراراً، كما أشار الباحثان إلى أن تعظيم مكاسب تدويل الخدمات المالية يتوقف على كيفية القيام بهذا التحرير، بالموازاة مع إصلاحات مالية أخرى لا سيما إلغاء ضوابط المالية المحلية وتحرير حساب رأس المال أمام المؤسسات المالية الأجنبية، هذا وقد أثبتت تجارب العديد من الدول الناجحة (الأرجنتين، إسبانيا، إيرلندا، البرتغال وغيرها) أن التدويل وإلغاء الضوابط التنظيمية المحلية يمكن أن يعزز كل منهما الآخر، فزيادة الدخول الأجنبي تعزز إطار عمل القطاع المالي بدوره يؤدي إلى: تحسين التنظيم والإشراف، قواعد إفصاح أفضل وتحسين الإطار القانوني والتنظيمي لتقديم الخدمات المالية.

5. دراسة¹ *Glaessner, T. (1999): "Internationalization of Financial Services in Asia"* واستهل الباحث دراسته بماهية تدويل الخدمات المالية التي يرى أنها تعني بشكل أكثر تفصيلاً القضاء على التمييز في المعاملة بين موردي الخدمات الأجانب والمحليين، وإزالة الحواجز أمام تقديم الخدمات المالية عبر الحدود، مدى تحرير حساب رأس المال وكذا إلغاء الضوابط المالية المحلية، وفي هذا الصدد أشار إلى أن معظم الدول الآسيوية تحدد من دخول المؤسسات المالية الأجنبية وهو ما أدى إلى بطئ التطور المؤسسي (*Slower institutional development*) وارتفاع تكلفة تقديم الخدمات المالية، وحتى تستفيد البلدان الآسيوية من تسريع وتيرة الانفتاح بالتزامن مع المزيد من تحرير حساباتها الرأسمالية وإلغائها للقيود المحلية على أسواقها المالية، فإن مفاوضات الخدمات المالية الجارية في منظمة التجارة العالمية تتيح لهذه الدول الفرصة للالتزام بهذا الانفتاح مع الاحتفاظ بالضمانات والتدرج في التحرير الذي يمكن أن يكون له قيمة كبيرة. من جهة أخرى عالج الشق التطبيقي لهذه الورقة العلاقات بين انفتاح ثمانية أسواق مالية آسيوية ناشئة، تطورها المؤسسي وتكاليف تقديم الخدمات المالية.

وقد توصلت النتائج التجريبية لهذه الدراسة أن الانفتاح المحدود (*limited openness*) حتى هذا التاريخ (1999) أدى إلى ارتفاع تكلفة الخدمات المالية، تباطؤ النمو المؤسسي وأنظمة مالية أكثر هشاشة في الدول محل الدراسة، وأن تكاليف تقديم الخدمات المالية وهشاشة النظم المالية ترتبط بشكل سلبي بدرجة انفتاح السوق المالية المحلية على الشركات المالية الأجنبية، أما كفاءة تقديم الخدمات المالية والتطور المؤسسي للقطاع المالي فتربط بشكل إيجابي مع انفتاح السوق المالي المحلي.

6. دراسة² *Francois, J. F., & Schuknecht, L. (2000): "International trade in financial services, competition, and growth performance"* وقد أستهل الباحثان هذه الدراسة بالإشارة إلى الأهمية البالغة التي تكتسبها هذه الدراسة وقلة الدراسات التجريبية لدور التجارة الدولية في الخدمات المالية، والموجودة منها قدمت أطر نمو داخلية ومحدودة لتحديد تأثير قطاع الخدمات المالية على معدلات النمو ومستويات دخل الأفراد، مقتصرة في ذلك على مؤشرات

¹ - Glaessner, T. (1999). *Internationalization of Financial Services in Asia*. Washington: World Bank, April.

² - Francois, J. F., & Schuknecht, L. (2000). *International trade in financial services, competition, and growth performance*. Centre for International Economic Studies Paper No.6.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

تطور القطاع المالي كمتغيرات مستقلة في المحددات النمو Growth regressions (تركيزها على مؤشرات تطور القطاع المصرفي، درجة مشاركة القطاع الخاص في الخدمات المالية، التشوهات وتدابير تكلفة الخدمات المالية) (See Galetovic, 1996 and Levine 1997 for surveys)، أما هذه الدراسة فتهدف إلى دراسة العلاقة السببية بين انفتاح القطاع المالي، أداء القطاع المالي، والنمو وذلك بتسليط الضوء على القنوات التي تؤدي من خلالها تجارة الخدمات المالية تأثيرات ديناميكية داعمة للمنافسة والتي بدورها تؤدي إلى تعزيز النمو، وبالتطبيق على عينة من 93 دولة وبتطوير نموذج رامزي للإدخار وإحتكار قطاع الخدمات المالية (Ramsey accumulation and an oligopolistic financial services sector)، خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين المنافسة في القطاع المالي وانفتاح القطاع المالي من جهة، ومن جهة أخرى علاقة إيجابية بين النمو والمنافسة في القطاع المالي، وهذا ما يفسر بوجود سلسلة علاقة سببية (causal chain) تربط الانفتاح بالمنافسة والنمو، فالانتقال من نظام مغلق إلى نظام مفتوح نسبيا يولد ضغوطات تنافسية كبيرة وفي النهاية اختلافات كبيرة في معدلات النمو.

7. دراسة¹ Valckx, N. (2002): بعنوان: **“WTO financial services liberalization: Measurement, choice and impact on financial stability”**، تهدف هذه الورقة البحثية في مقدمتها إلى تسليط الضوء على العوامل التي أدت بالدول الأعضاء في منظمة التجارة العالمية إلى تقديم إلتزامات كبيرة في إطار تحرير تجارة الخدمات المالية، ومدى تأثير هذه الإلتزامات على إستقرار القطاع المالي، وقد تمثلت هذه العوامل أساسا في: النمو الاقتصادي، الحساب الجاري، تطوير القطاع المصرفي، السياسات الحمائية التقييدية،.. إلخ، خاصة وأن السنوات الأخيرة من القرن العشرين شهدت فيها أسواق الدول النامية العديد من الأزمات المالية والمصرفية (آسيا وأمريكا اللاتينية)، والتي أرجع أسبابها الكثير من الباحثين إلى ظروف الاقتصاد الكلي الغير مواتية، ضعف السياسات النقدية والمالية، الممارسات المصرفية الغير سليمة والتدفقات الرأسمالية الهائلة (see Dornbush for recent surveys (1999, 2000) and IMF (2001))، هذا وتشير الأدلة التجريبية (econometric evidence) أن الإلتزامات الأكثر تحريرا قد تؤدي إلى التعرض لأزمات العملة أو الأزمات المصرفية، حيث يظهر عدم الاستقرار المالي لاسيما خلال الفترة 1997-1999 في الدول الأكثر انفتاحا والأكثر التزاما بالتحرير، لكن نتائج هذه الدراسة تدعم بشكل ضعيف هذا الطرح (weakly supports this view)، ومن جهة أخرى توصل الباحث إلى أن الدول التي تقدم إلتزامات أكثر بشأن تحرير التواجد التجاري (commercial presence) مقارنة بتحرير التجارة عبر الحدود (cross-border supply) تكون معرضة أكثر لاحتمال حدوث أزمات مصرفية، مما يعكس التأثير السلبي قصير الأجل لزيادة المنافسة الأجنبية على سوق الخدمات المالية المحلية، أما الدول التي انحازت نحو تحرير التجارة عبر الحدود فاحتمال تعرضها لمخاطر حدوث أزمة عملة لأنها مرتبطة بتدفقات رأس المال الأكثر تقلبا.

8. دراسة توبين علي. (2013)²: بعنوان: **تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية وانعكاساتها على الأنظمة المصرفية العربية "حالة الجزائر"**، حاول الباحث من خلال هذه الدراسة تحليل مدى قدرة القطاعات المصرفية العربية على المنافسة والتكيف مع متطلبات تحرير تجارة الخدمات المالية بصفة عامة والمصرفية بصفة خاصة، وللإجابة عن ذلك استعرضت هذه الدراسة

¹- Valckx, N. (2002). **WTO financial services liberalization: Measurement, choice and impact on financial stability**. Research Memorandum Wo. (705).

²- توبين علي (2013)، تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية وانعكاساتها على الأنظمة المصرفية العربية "حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، جامعة الجزائر 3.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

أهم الجوانب المتعلقة بالإطار النظري لتجارة الخدمات مبرزة في ذلك الأهمية البالغة التي تكتسيها التجارة في الخدمات في الاقتصاد العالمي وفي تكوين الناتج الداخلي الخام خاصة في الدول المتقدمة، كما تطرق الباحث إلى الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات باعتبارها الإطار المؤسساتي القانوني الذي يحكم وينظم التجارة في الخدمات، وفي الجانب التطبيقي عالجت الدراسة انعكاسات تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية على الأنظمة المالية والمصرفية العربية في سياق هذه الاتفاقية، ومدى تهيئة الدول العربية لقطاعها المصرفية لفتح أسواقها أمام موردي الخدمات المالية الأجنبي هذا من جهة، ومن جهة أخرى أشارت إلى الآثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المصرفية في إطار إتفاقية الجاتس وسبل دعم القدرة التنافسية للخدمات المصرفية الجزائرية، وخلصت هذه الدراسة إلى:

- تعامل معظم حكومات الدول العربية بطريقة إيجابية مع التغيرات في سوق الخدمات المالية والمصرفية، وقامت بتهيئة قطاعها المصرفية واتجهت إلى استخدام الأدوات الغير مباشرة في إدارة سياستها النقدية، تعديل القوانين والتشريعات للتكيف مع المحيط المصرفي الجديد، توفير معايير الافصاح والشفافية، اتباع أسلوب الرقابة الشاملة.. إلخ؛
- التزام الدول العربية بإجراءات التحرير المصرفي داخليا من خلال تحرير أسعار الفائدة، والحد من تدخل الحكومة في توجيه السياسة الائتمانية، وخارجيا من خلال فتح السوق المصرفي للمصارف ومكاتب التمثيل الأجنبية (الأردن، مصر والسعودية)؛
- التأثير الإيجابي لدخول البنوك الأجنبية والاستفادة من التقنيات الحديثة، تحسين جودة الخدمات، تقليل التكاليف والسرعة في التقديم.
- سمحت الجزائر بتواجد البنوك الأجنبية (قانون النقد والقرض) مما أدى إلى تحسن مؤشرات أداء المصارف الجزائرية، رغم ذلك لا تزال ضعيفة تسيطر عليها البنوك العمومية، وغير قادرة على المنافسة حتى على المستوى العربي.

9. دراسة مزبود إبراهيم (2011)¹: بعنوان: إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية - واقع وتحديات - حالة بعض البلدان العربية، تمحورت أهداف هذه الدراسة حول معرفة مدى تأثير العولمة المالية على

القطاع المالي والمصرفي العربي بصفة عامة والجزائري بصفة خاصة، وذلك بالتطبيق على عينة من الدول العربية تمثلت في كل من: الإمارات، الأردن والجزائر خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى 2009، وللإجابة عن هذه الإشكالية سلط الباحث الضوء على التحديات التي تواجه القطاع المالي والمصرفي في ظل العولمة المالية من جهة، ومعرفة التحديات والآليات والميكانيزمات التي تمكن القطاعات المالية العربية بصفة عامة والقطاع المالي الجزائري بصفة خاصة من مواجهة انعكاسات العولمة وتأثيراتها السلبية من جهة أخرى؛

وتمثلت أهم النتائج التي خلصت إليها هذه الدراسة في:

- فتح القطاع المالي والمصرفي العربي أمام الاستثمار الأجنبي ينتج عنه زيادة المنافسة مما يؤدي إلى رفع كفاءة وأداء المؤسسات المالية والمصرفية العربية.
- صعوبة تفادي التهديدات الناجمة عن العولمة المالية في ظل تشابك الاقتصاديات العالمية مما يجعل أي أزمة في أي بلد إلا وتكون لها تداعياتها على باقي دول العالم.

¹ - مزبود إبراهيم (2011)، إنعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية - واقع وتحديات - حالة بعض البلدان العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

▪ افتقار القطاعات المالية والمصرفية العربية بصفة عامة والجزائري بصفة خاصة إلى الإمكانيات المادية والبشرية والتكنولوجية لتبني استراتيجيات تتواءم مع متطلبات العولمة والتحرير المالي المحلي والدولي.

10. دراسة منية خليفة (2011)¹: بعنوان: "أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على النشاط المصرفي في الجزائر خلال الفترة 2005-2008"، وقد هدفت الباحثة من خلال هذا العمل إلى تسليط الضوء على آثار عملية تحرير الخدمات المالية على النشاط المصرفي من خلال الإجابة عن الإشكالية التالية: ما هو أثر تحرير تجارة الخدمات على تطوير وعصرنة النشاط البنكي في الجزائر؟ وذلك خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2008، ولغرض الإجابة عن الإشكالية المطروحة ركزت الباحثة اهتمامها على واقع المنظومة المصرفية الجزائرية خاصة وأن الجزائر مازالت تسعى للحصول على العضوية في منظمة التجارة العالمية، وعلى الجهود وسياسات الإصلاح التي تبذلها الدولة الجزائرية في إطار ذلك، واستقرأ لما تم تحقيقه فعلا من البنوك الجزائرية على أرض الواقع، ومعرفة مدى نجاعة الإجراءات المنتهجة وهل أدت فعلا إلى تطوير وعصرنة القطاع المصرفي الجزائري، وخلصت الدراسة إلى جملة من النتائج:

- أدى تحرير قطاع الخدمات المالية والمصرفية في الجزائر إلى تغيير فلسفة الفكر المصرفي الوطني وإدخال مجموعة من المفاهيم الحديثة كمفهوم الربحية، أهمية جذب العملاء، جودة الخدمات وغيرها؛
- تطور التشريعات المصرفية بعد صدور قانون النقد والقرض خاصة في مجال تسيير البنوك، تسيير الإئتمان، الرقابة المصرفية، القوانين التي تكافح عمليات غسيل الأموال، تمويل الإرهاب والجرائم المالية المختلفة؛
- عدم كفاية الجهود المبذولة من طرف الدولة ما لم يتم تطوير وتحفيز السوق المالي الجزائري وتشجيع الشركات المحلية والأجنبية على إصدار وطرح الأسهم والسندات للتداول في السوق.

11. دراسة يابسي لياس (2013)²: بعنوان: الآثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS)، هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحليل الآثار المترتبة على تحرير التجارة الدولية في الخدمات المصرفية طبقا للاتفاقية العامة للخدمات (GATS)، وانعكاسات هذه الآثار على اقتصاديات الدول النامية بصفة عامة، وعلى الجزائر بصفة خاصة، مبرزا أيضا ما إذا كانت هذه الاتفاقية سوف تحدث آثار إيجابية أو سلبية على اقتصاديات الدول النامية وعلى أداء ونشاط القطاع المالي والمصرفي الجزائري، وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- تعرض القطاع المالي الجزائري على المدى القصير لمنافسة غير متكافئة مع البنوك الأجنبية وقد يترتب عن ذلك إفلاس المصارف الوطنية الصغيرة، واندماجها مع البنوك الأجنبية وهذا راجع لضعف البنوك الجزائرية التي تخضع سيطرة القطاع الحكومي، صغر حجمها، الجمود التشريعي والإداري، انخفاض جودة الخدمات، غياب سوق مالي؛

¹ - منية خليفة (2011)، أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على النشاط المصرفي في الجزائر خلال الفترة 2005-2008، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، جامعة الجزائر 3.

² - يابسي لياس (2013)، الآثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات (GATS)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والتجارة، جامعة الجزائر 3.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- على المدى الطويل سوف تواجه البنوك الجزائرية تحديات من حيث التوسع في حجم الأعمال ومواكبة المستجدات، وإصدار المراسيم والتشريعات التي من شأنها أن تعمل على تقوية القطاع المصرفي الجزائري، وإعطاء البنوك الوطنية قدرات وإمكانيات متزايدة للتحرك والتغيير والتطوير؛
- عرف القطاع المالي والمصرفي الجزائري خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2012 تغيرات وتحديات أبرزت مقدار التطور الذي أحرزه هذا القطاع، وعلى الرغم من ذلك مازال يحتل موقعا متأخرا في الكثير من المؤشرات والنسب المالية مقارنة ببعض الدول العربية.

12. دراسة بن أحمد دحو رشيدة (2016)¹: بعنوان: " أثر اتفاقية تحرير الخدمات GATS على المنظومة المصرفية الجزائرية (دراسة قياسية 1998-2012) ، حاولت الباحثة من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على الأدبيات النظرية لسياسة التحرير المالي بصفة عامة والتحرير المصرفي للخدمات البنكية بصفة خاصة، وقد ركزت الباحثة أكثر على اتفاقية تحرير تجارة الخدمات GATS وعلاقتها بأداء المنظومة البنكية الجزائرية، مبرزة من خلال ذلك الأثر المحتمل في حالة انضمام الجزائر إلى الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات وتطبيق سياسة التحرير المالي على البنوك الجزائرية، وذلك بالتطبيق على عينة تتكون من 10 بنوك جزائرية خلال الفترة الممتدة من 1998 إلى 2012 باستخدام سلسلة بيانات البانل Panel data، وما لاحظناه من خلال هذه الدراسة أن الباحثة حاولت بناء مؤشرا للتحرير المالي يأخذ قيم محصورة بين 0 و3، حسب سياسة التحرير المالي على أساس الإصلاحات المطبقة والمهدة للانفتاح على التبادلات المالية الخارجية، (كبح مالي كلي 0، كبح مالي جزئي 1، تحرير مالي جزئي 2، تحرير مالي كلي 3)، وهذا انطلاقا من المؤشرات التالية: تحرير الإئتمان وخفض متطلبات الاحتياطي الإجباري، تحرير أسعار الفائدة، تحرير القطاع البنكي، تحرير رأس المال، تحرير السوق المالي، مراقبة وإشراف القطاع البنكي. وتوصلت الباحثة إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- الانفتاح المالي يؤثر إيجابا على البنوك الجزائرية في المدى القصير لكن النتيجة تنعكس على المدى الطويل بسبب المنافسة القوية وعدم القدرة على الاستمرارية؛
- دخول البنوك الأجنبية إلى الجزائر يرفع من مستوى إدارة المخاطر للبنوك المحلية لعلاج الأزمات المصرفية؛
- ترى الباحثة أن أداء البنوك الجزائرية تتأثر سلبا بنفاذ البنوك الأجنبية من جهة، ومن جهة أخرى تشير إلى أن شدة المنافسة يدفع البنوك الجزائرية إلى تحسين جودة خدماتها وتقليل تكاليف تقديمها.

المطلب الثاني: الدراسات التطبيقية حول تأثير التحرير المالي (تحرير حساب رأس المال والمالية المحلية)

1. دراسة² Bentahar, N. (2005): بعنوان: "Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek" الباحث لا يهدف من خلال هذا العمل إلى دراسة مراحل التحرير التي تنطوي على تتبع تسلسل هذه الإصلاحات في جميع قطاعات

¹ - بن أحمد دحو رشيدة (2016)، أثر اتفاقية تحرير الخدمات GATS على المنظومة المصرفية الجزائرية (دراسة قياسية 1998-2012)، أطروحة دكتوراه غير منشورة لنيل شهادة الدكتوراه ل.م.د، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان.

² - Bentahar, N. (2005). *Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek* (Doctoral dissertation). Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I, 2005. Français. NNT : 2005CLF10282. tel-00662644, Available at : <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00662644>.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

الاقتصاد، لكن تنصب اهتماماته بشكل أدق في دراسة قياسية لتحليل تحرير الأنظمة المالية الداخلية لدول المشرق والمغرب العربي مع التأكيد على شروط نجاح هذا التحرير وذلك خلال الفترة من 1969 إلى 2000، ولتحقيق ذلك ركز الباحث على الأدبيات النظرية والتطبيقية لسياسة التحرير المالي وبعض الحقائق حول سياسة الكبح المالي، مبرزاً في دراسة قياسية تأثير سياسة الكبح المالي المنتهجة من قبل هذه الدول على التنمية المالية للدول من جهة، ومن جهة أخرى تحليل نتائج وممارسات تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول محل الدراسة؛

وخلصت هذه الدراسة إلى بعض النتائج الهامة نوجزها فيما يلي:

- رغم أن دول المشرق والمغرب العربي تبنت مبدأ الحيطة والحذر في تنفيذ استراتيجيات التحرير المالي إلا أنها لم تحقق الأهداف المرجوة منها بعد عقد من انطلاق الإصلاحات، ويرجع ذلك إلى التأخر في تحرير أسعار الفائدة في المغرب وتونس (وأخر التسعينات) من جهة وكثيراً ما قوبلت إعادة هيكلة البنوك بقواعد تنظيمية غير كافية من جهة أخرى؛
- التأخر في إصدار القوانين المصرفية الجديدة التي تهدف إلى تعزيز المنافسة في النظام المالي (الأردن سنة 2000، مصر سنة 2003)؛
- إنفاق هذه الدول لمبالغ كبيرة على إعادة هيكلة محافظ البنوك العمومية التي يسيطر عليها القطاع العام (حالة الجزائر ومصر) والتي تعاني من ثقل الديون المدومة وإخفاض المخصصات المرتبطة بها؛
- تركز جهود الإصلاحات لهذه الدول على الجانب المالي فقط (croissance de l'épargne financière et) (amélioration de l'allocation des crédits) وإهمال التمويل الأصغر (La micro-finance) في عملية التحرير المالي (second plan dans le processus de libéralisation) مما أدى إلى قلة المنافسة وضعف الأداء المصرفي؛
- توصل الباحث أيضاً إلى نتيجة مفادها أن البلدان التي أختارت التحرير السريع كانت أسرع في تحقيق التنمية المالية (حالة الأردن)، وأنه إذا كان النظام المالي مملوكاً للدولة ومتخلفاً فمن مصلحته تبني التحرير التدريجي.

2. دراسة¹ Gritli, M. I. (2017): بعنوان: "Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique"

الاقتصادي، حيث استعرض الباحث في البداية الإطار النظري والتطبيقي لتحرير حساب رأس المال، وشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي، والدروس المستخلصة من تجارب دول ناجحة في تبني سياسات التحرير المالي (الشيلي، كوريا الجنوبية والصين)، أما الجانب القياسي لهذه الدراسة فتم تقسيمه إلى شقين، حيث يعالج الشق الأول من الدراسة القياسية تأثير تحرير حساب رأس المال في وجود شرط جودة المؤسسات (qualité institutionnelle) على النمو الاقتصادي في دول الـ (MENA) باستخدام طريقة العزوم (la méthode des moments généralisés) لعينة تتكون من 11 دولة خلال الفترة من 1986 إلى 2012، والشق الثاني من هذه الدراسة تأثير تحرير حساب رأس المال على النمو المالي في تونس باستخدام نموذج (ARDL) للفترة الممتدة من 1986 إلى 2014، وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تؤدي تدفقات رأس المال إلى تعزيز النمو الاقتصادي (تنويع المخاطر، خفض تكلفة رأس المال، تحسين بيئة الاقتصاد الكلي وزيادة الكفاءة المصرفية والاستثمارات)، وتلعب العوامل المؤسسية دوراً هاماً في نجاح التحرير المالي الخارجي؛

¹ - Gritli, M. I. (2017). *Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique* (Doctoral dissertation, Pau), Thèse pour le doctorat en sciences économiques, en cotutelle avec l'Université Tunis El Manar. Faculté de sciences économiques et de gestion de Tunis (Tunis), dans le cadre de École doctorale sciences sociales et humanités (Pau, Pyrénées Atlantiques).

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- أظهرت نتائج التفاعل بين تحرير حساب رأس المال والمتغيرات المؤسسية، وجود تفاعل سلبي لمؤشري التمثيل الديمقراطي والفساد تتفاعل مع فتح حساب رأس المال على النمو، في حين يتفاعل مؤشر جودة البيروقراطية إيجاباً مع تحرير حساب رأس المال ويحفز النمو الاقتصادي؛
- تعد تحديات سياسات التكامل المالي الدولي هي الأعمق والأكثر فاعلية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، إذ يجب على هذه الدول تعزيز الإطار المؤسسي من خلال محاربة الفساد لجذب الإستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية؛
- يجب على صانعي السياسات في هذه البلدان تحسين الظروف الاقتصادية، الإجتماعية والأمنية لتحقيق ديمقراطية قادرة على تحفيز النمو الاقتصادي وتشجيع التدفقات الرأسمالية من وإلى هذه الدول؛
- أما فيما يخص نتائج الدراسة القياسية على تونس، فتوصل الباحث إلى أن النمو الاقتصادي يعزز التنمية المالية طويلة الأجل التي لا يمكن أن تتحقق إلا من خلال تعزيز المؤسسات، حيث تؤدي زيادة الدخل إلى تشجيع الإدخار والاستثمار في التقنيات المالية الجديدة وهذا بدوره ينعكس على تطوير القطاع المالي، وأكدت نتائج هذه الدراسة أن الفساد يؤثر سلباً على تطور البنوك والبورصة التونسية، علاوة على ذلك فإن الانفتاح التجاري يحفز التنمية المالية من خلال تحسين المنتجات، الأدوات والخدمات المالية، وعليه فإن تحرير حساب رأس المال له تأثير إيجابي على التطور المالي ويكون أكثر وضوحاً على المدى الطويل، أما على المدى القصير فيبدو أن تدفقات رأس المال وخاصة استثمارات الحافظة المالية تكون أكثر تقبلاً وتؤدي إلى عدم الإستقرار، ومن جهة أخرى صغر حجم البورصة التونسية التي تحتوي على عدد قليل من الشركات المدرجة التي لا تمتلك السيولة الكافية لإستيعاب كل رؤوس الأموال الواردة.

3. دراسة¹ Boukari, M. (2014): بعنوان: *“La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne”* الهدف من هذه الدراسة هو تحليل منهج التمويل القائم على التحرير المالي وذلك بدراسة العلاقات السببية بين التمويل والتنمية الاقتصادية، وإعادة النظر في سياسات التحرير المالي من خلال تحليل الموارد الداخلية والخارجية في دول جنوب الصحراء الإفريقية الكبرى، الموارد المحلية الداخلية بالتركيز على النظام الضريبي والخارجية بالتركيز على تحرير النظام المالي المحلي، وخلصت هذه الدراسة إلى أن:
- التحرير المالي لا يناسب السياق الاقتصادي لدول جنوب الصحراء الإفريقية الكبرى؛
 - قصور السياسات المتوخاة لتمويل التنمية الاقتصادية (ضعف الأطر المؤسسية لتنظيم الضريبة، عدم فعالية أدوات تمويل التنمية كالأستثمار الأجنبي المباشر وتحويلات المهاجرين)؛
 - سياسات التحرير المالي المنتهجة من قبل هذه الدول لم تحقق الأهداف المرجوة منها نظراً للتخلف المالي المقرون بالتخلف الاقتصادي.

4. دراسة² Bouabdi, O. (2014): بعنوان: *“Libéralisation financière et investissement direct à l'étranger: un mode de financement qui s'impose pour le développement économique des PED: cas du Maroc”* عاجلت هذه الدراسة في جانبها النظري محددات جاذبية الإستثمار الأجنبي المباشر في المغرب وتقييم

¹ - Boukari, M. (2014). *La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne*, Thèse présentée pour obtenir le grade de docteur, Ecole Doctorale Entreprise, Économie, société (E. D. 42) Spécialité Sciences Économiques Université de Bordeaux. Available at : <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01246053>

² - Bouabdi, O. (2014). *Libéralisation financière et investissement direct à l'étranger: un mode de financement qui s'impose pour le développement économique des PED: cas du Maroc*, Thèse en cotutelle pour le Doctorat en Sciences économique, Economies et finances. Université de Toulon; Université Moulay Ismaïl (Meknès, Maroc), Français. NNT :2014TOUL2002. tel-01191817.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

مناخ وجودة الاستثمار، بالتركيز على الإصلاحات التشريعية، التنظيمية والمؤسسية في العقدين الماضيين المنتهجة في إطار سياسة التحرير المالي وتحرير المعاملات التجارية والنقدية والإصلاحات الأخرى الرامية إلى تحسين مناخ الاستثمار في المغرب، وفي جانبها التطبيقي المتكون من فصلين، عالج الباحث في شقها التطبيقي الأول من خلال دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل لعوامل الجذب الإقليمية للإستثمار الأجنبي المباشر لعينة تتكون من 8 دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) للفترة 1985-2010، وفي شقها التطبيقي الثاني التحليل القطاعي (Analyse sectorielle) لمحددات الإستثمار الأجنبي في المغرب خلال نفس الفترة السالفة الذكر، وخلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج نبرز أهمها فيما يلي:

- استمرار تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المغرب على عكس دول المنطقة مع تسجيل انخفاض فوق المتوسط العالمي بين عامي 2008 و 2010 تحت تأثير الأزمة المالية العالمية، وقد حصل المغرب على المرتبة الأولى ضمن بلدان المغرب العربي في ترتيب الدول المضيفة للإستثمار الأجنبي المباشر وفق تقرير الأونكتاد لسنة 2013 حيث أجتذب 3.5 مليار دولار؛
- لقد أدرك المغرب أهمية التكيف المؤسسي (l'adaptation institutionnelle) من خلال تنفيذ إصلاحات الحوكمة والإصلاحات الإجتماعية، فوفقا لمؤشر الأداء الذي طوره الأونكتاد الذي يركز على النسبة بين حصة الدولة من إجمالي التدفقات العالمية وحصتها من الناتج المحلي العالمي، تراجع المغرب من المرتبة 109 سنة 2010 إلى المرتبة 96 سنة 2011 من مجموع 181 دولة؛
- حقق القطاع المصرفي والأنشطة المالية الحصة الأكبر من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أستحوذ على 932 مليون أورو عام 2013؛
- في القطاع المالي: اعتماد قوانين مصرفية جديدة ونظام أساسي جديد للبنك المركزي، وإعادة هيكلة بعض البنوك التي تواجه بعض الصعوبات (CNCA, BNDE, CIH, FEC)، وتعزيز اللوائح الرقابية والإحترازية (الشفافية، مراقبة وتنظيم سوق المال، مكافحة غسل الأموال)، والنتيجة نظام مالي خاضع لرقابة جيدة وسيولة عالية مع معدلات وساطة منخفضة؛
- تحرير التجارة الدولية: التوقيع على العديد من الاتفاقيات الثنائية والمتعددة الأطراف (-Sud-Nord et Sud) des accords (Sud).

5. دراسة¹ Mlachila, M. (2013): بعنوان: *“Le rôle du comportement des banques dans la libéralisation financière: le cas du Malawi, 1987-1999”* هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحليل سلوك البنوك المالاوية في إطار جهود التحرير المالي الكبيرة التي تبنتها دولة مالاوي التي انطلقت في بداية الثمانينيات، رغم ذلك يرى الباحث أن الأهداف المرجوة منها لم ترق لمستوى التطلعات خاصة فيما يتعلق ببقاء هوامش الوساطة (الفوارق spreads) مرتفعة، ومن هنا جاءت فكرة هذه الدراسة لتجيب عن الإشكالية التالية: لماذا لم يلق التحرير المالي النجاح المتوقع في مالاوي؟، ومن هذا المنطلق سعت هذه الدراسة إلى معرفة سلوك البنوك المالاوية (ردود أفعالها من خلال الحوافز والقيود في تنفيذ سياسة التحرير المالي لزيادة كفاءتها والإلتزام نحو التعميق المالي ومنح الإلتزام للقطاع الخاص، وهذا بدراسة مفصلة بناء على بيانات شهرية خلال الفترة الممتدة من 1987 إلى 1999، وخلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

¹ - Mlachila, M. (2013). *Le rôle du comportement des banques dans la libéralisation financière: le cas du Malawi, 1987-1999*, Thèse Pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences Économiques (Doctoral dissertation, Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I). Available at : <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01168296>

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- سعي البنوك إلى تعظيم معدل العائد على رأس المال المستثمر (الذي بلغ 8% خلال الفترة المدروسة) مفضلة بذلك عدم المخاطرة، بدلا من توسيع المستوى العام للأنشطة (حجم الميزانية العمومية)؛
- أظهر التحليل الاقتصادي القياسي أن البنوك نجحت في دفع القيود الخارجية التي أملتھا الظروف الاقتصادية خاصة معدلات الخصم المرتفعة على عملائها وذلك من خلال التنسيق بين زيادة أسعار الفائدة على القروض وزيادة طفيفة في أسعار الفائدة على الودائع؛
- فرض ضرائب غير مباشرة على الوساطة المالية من خلال رفع معدل الاحتياطي الإجباري أدى إلى التقليل بشكل كبير من تأثير التحرير المالي على أسعار الفائدة.

6. دراسة¹ Mouley, S. (2012): بعنوان: *“Les enjeux de la libéralisation des comptes de capital dans les pays du sud de la Méditerranée”*

على تحرير حسابات رأس المال في بلدان جنوب البحر الأبيض المتوسط (الجزائر، مصر، الأردن، لبنان، ليبيا، المغرب، سوريا، تونس وتركيا)، فضلا عن متطلبات إصلاح أطر إدارة الاقتصاد الكلي (réformes des cadres de gestion macroéconomique)، فإذا كان تحرير حساب رأس المال قد يحافظ على الاعتماد المتبادل طويل الأجل مع العوامل الرئيسية لأداء الإقتصاد الكلي (النمو، جاذبية الاستثمارات الأجنبية) فإن هذا لا يمنع من وقوع مخاطر الضعف المالي التي قد تؤدي إلى أزمات من الجيل الثالث.

لدراسة آثار تحرير حساب رأس المال على ملامح النمو في دول جنوب البحر الأبيض المتوسط تم إجراء دراسة قياسية باستخدام نموذج بانل على عينة من الدول الموقعة على اتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي (تونس، الجزائر، المغرب، مصر والأردن)، حيث تم التعبير عن المتغير التابع المتمثل في النمو الاقتصادي بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والمتغيرات المستقلة تمثلت في المؤشرات الكمية (déterminants quantitatifs) وهي (درجة الانفتاح التجاري، التضخم، تقلب سعر الصرف الإسمي والحساب الجاري)، النوعية أو المؤسسية (qualitatifs ou institutionnels) وهي: (indice de Chinn – Ito) لقياس درجة تحرير حساب رأس المال، مخاطر البلد، جودة المؤسسات وإستقرار الحكومة (ICRG) هذا من جهة، ومن جهة أخرى دراسة العلاقة السببية بين تحرير حساب رأس المال والاستثمارات القطاعية بالتطبيق على حالة تونس، وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- على الصعيد العالمي أكد تحليل النتائج على أهمية الانفتاح التجاري وأداء الإقتصاد الكلي (التضخم، الحساب الجاري واستقرار سعر الصرف) على ديناميكية النمو الاقتصادي في بلدان جنوب البحر الأبيض المتوسط؛
- التأثير الإيجابي لتحرير حساب رأس المال على مختلف جوانب النمو الاقتصادي مرهون أو مشروط بضرورة تعزيز جودة المؤسسات، تقليل المخاطر القطرية والحفاظ على استقرار الحكومة؛
- أظهر فحص الحالة التونسية أن القطاعات التي ألغت التعريفات الجمركية في إطار اتفاقية الشراكة مع الاتحاد الأوروبي هي الوحيدة التي استفادت من تحرير حساب رأس المال. وعلاوة على ذلك أوضح التقرير أن تحرير حساب رأس المال يتطلب قد يؤدي إلى تقييد

¹ - Mouley, S. (2012). *Les enjeux de la libéralisation des comptes de capital dans les pays du sud de la Méditerranée*. Challenges arising from Capital Account Liberalisation in the Countries of the South Mediterranean Region. MEDPRO Technical Report No. 11/March 2012.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

السياسة النقدية (tightening of monetary policy) من خلال آليات تعديل أسعار الفائدة، رد فعل أسعار الفائدة لتقلبات الأسعار، مراقبة التضخم عن طريق تصحيحات أسعار الصرف.

7. دراسة بن علال بلقاسم (2014)¹: بعنوان: "سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها"، حاول الباحث من خلال هذه الدراسة التطرق إلى الأسس النظرية لسياسة التحرير المالي وعلاقتها بالنمو الاقتصادي في الدول النامية، مبرزاً بذلك الأثر المحتمل لتطبيق هذه السياسة على تطور معدلات النمو الاقتصادي لعينة من الدول النامية في وجود بعض الشروط المالية وشروط الاقتصاد الكلي، حيث قام الباحث بدراسة قياسية على عينة تتكون من 56 دولة نامية خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى 2010، باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM : Generalized moments method، وقد عبر عن مؤشرات التحرير المالي الداخلي والخارجي بـ:

مؤشر تحرير القطاع المصرفي المحلي: معبرا عنه بحجم القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي؛
مؤشر تحرير الأسواق المالية: معبرا عنه بنسبة التدفقات المالية في شكل أسهم وسندات إلى إجمالي الناتج المحلي؛
مؤشر تحرير حساب رأس المال: معبرا عنه بـ KAOPEN الصادر عن أعمال كل من (Chinn and Ito (2002)، ويأخذ قيمة محصورة بين (-1.86 و 2.17)؛
وقد خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- سياسة التحرير المالي بنوعها الداخلي والخارجي المنتهجة من قبل العديد من الدول النامية منذ ما يزيد عن ثلاثة عقود كان لها الأثر الإيجابي على معدلات النمو الاقتصادي المحققة من قبل هذه الدول محل الدراسة؛
- يتوقف نجاح سياسة التحرير المالي في الدول النامية على القيام بإصلاحات مسبقة تتمثل في تعزيز مستوى التطور المالي والإطار المؤسسي، وتحقيق الاستقرار على مستوى الاقتصاد الكلي.

8. دراسة كنزة مجاهد، صلاح الدين ناصر غربي (2016)²: بعنوان: "أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: دور نوعية المؤسسات"، هدفت هذه الدراسة إلى إختبار أثر تطبيق سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي على اقتصاديات دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (الجزائر، مصر، المغرب، تونس، الأردن وتركيا) خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2013، مع إدخال نوعية المؤسسات كشرط من شروط نجاح سياسة التحرير المالي التي تساهم في تطوير النظام المالي وترفع من معدلات النمو الاقتصادي، وقد عبر الباحثان عن مؤشر التحرير المالي المحصل عليه من خلال طريقة تحليل المركبات الأساسية (مؤشرات تحرير أسعار الفائدة، إلغاء سياسة توجيه القروض، إزالة القيود على دخول البنوك الخاصة محلية كانت أو أجنبية، تخفيض معدلات الاحتياطي الإجباري، إلغاء الرقابة على البنوك، مؤشر تحرير الأسواق المالية ومؤشر تحرير حساب رأس المال)، وباستخدام نموذج بانل ديناميكي مبني على نموذج تصحيح الخطأ باستعمال طريقة وسط المجموعة المدججة (PMG)، وسط المجموعة

¹ - بن علال بلقاسم (2014)، سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها- دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية (1980-2010)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، 2013-2014.

² - كنزة مجاهد، صلاح الدين ناصر غربي (2016)، أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: دور نوعية المؤسسات، النشرة المصرفية العربية- الفصل الثالث 2016-45.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

(MG) والأثر الديناميكي الثابت في التقدير (DFE)، خلصت نتيجة مقدرات وسط المجموعة المدجة أن مؤشر التحرير المالي له تأثير سلبي على النمو في الدول النامية محل الدراسة، أما إشارة معامل المتغير الذي يمثل التفاعل بين التحرير المالي ونوعية المؤسسات فهي معنوية وموجبة في الأجل الطويل، مما يعني ضرورة توفير بيئة مؤسسية سليمة وملائمة للإستفادة من مزايا التحرير المالي وتحقيق معدلات أعلى من النمو الاقتصادي.

9. دراسة كنزة مجاهد (2016)¹: بعنوان: " تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والدول المتقدمة باستعمال Panel Data Analysis"، هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى إختبار أثر التطور في القطاع المالي على النمو الاقتصادي في كل من الدول المتقدمة والنامية، وهذا بالتطبيق على عينة شملت 24 دولة متقدمة و38 دولة نامية خلال الفترة الممتدة من 1989 إلى 2012، وقد استخدمت في ذلك مجموعة من المؤشرات لتمثيل مدى تطور البنوك والأسواق المالية (القروض الموجهة للقطاع الخاص نسبة إلى GDP، الكتلة النقدية (M2) نسبة إلى GDP، رسملة البورصة نسبة إلى GDP، مؤشر حجم التداول نسبة إلى GDP، ومعدل الدوران)، ثم قامت بتحليل المركبات الأساسية للحصول على مؤشرات تطور كل من الوساطة والأسواق المالية بهدف إزالة مشكلة الإرتباط المتعدد بين متغيرات التطور المالي، ولتحقيق الغاية من هذه الدراسة تم استخدام طريقة تحليل بيانات البانل الساكن، ثم تقدير هذا الأخير باستخدام نموذج الأثر الثابت والعشوائي والنموذج المبني على تصحيح الخطأ باستعمال طريقة وسط المجموعة المدجة ووسط المجموعة في التقدير. وقد خلصت نتائج هذه الدراسة إلى:

- كشفت نتائج مقدرات وسط المجموعة المدجة أن القطاع البنكي يمارس تأثيرات سلبية، معنوية ومتجانسة على النمو الاقتصادي في كل من الدول النامية والمتقدمة، أما مؤشر تطور الأسواق المالية فكان له تأثير سالب ومعنوي في حالة الدول المتقدمة، وتأثير موجب ومتجانس في حالة الدول النامية في المدى الطويل؛
- يمارس الجهاز المالي تأثير سالب على النمو في حالة الدول المتقدمة والذي أرجعه معظم الباحثين إلى الانفتاح الكبير لاقتصاديات هذه الأخيرة (Stiglitz, 2009)، أو ربما إلى عدم خطية العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، أما بالنسبة للدول النامية فتوصلت الباحثة إلى وجود تأثير سلبي للوساطة المالية على النمو وهذا ما أرجعه Rousseau and Wachtel, (2011) إلى تطبيق هذه الدول لسياسات التحرير المالي (1980، 1990) التي أدت إلى نشوب أزمت مالية وبنكية، وفي نفس الوقت أشار الباحثان Loayza and Rancière, (2006) إلى أن لغز العلاقة بين التطور المالي والنمو يمكن تفسيرها من خلال الآثار السلبية لسياسة التحرير المالي، عدم التخصيص الجيد لرؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية وتهميش الدور الإيجابي للنظام المالي وعدم توفر بيئة مؤسسية سليمة.

¹ - كنزة مجاهد (2016)، تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والدول المتقدمة باستعمال Panel Data Analysis، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

المطلب الثالث: الدراسات التطبيقية حول تحرير أسواق الأوراق المالية

1. دراسة طاهري إيمان (2020)¹: بعنوان: "أثر التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية، دراسة حالة مصر، لبنان وتونس (2000-2017)"، هدفت الباحثة من خلال هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير التحرير المالي الخارجي على سوق الأوراق المالية في كل من: مصر، لبنان وتونس وذلك خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2017، ولتحقيق هذا الهدف تم تقدير نموذج الإنحدار الخطي المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) والاستعانة بالبرنامج الإحصائي SPSS، لاختبار مؤشرات التحرير المالي الخارجي المتمثلة في سعر الصرف، الاستثمار الأجنبي المباشر وحساب رأس المال على مؤشر القيمة السوقية لكل من الدول الثلاثة السالفة الذكر، وخلصت نتيجة هذه الدراسة إلى أن كل دولة من دول المنطقة ركزت على سياسة تحرير محددة، إذ وجدت في مصر أثر تحرير سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر معاً بمعدل إرتباط 50%، 58% على التوالي، في حين أثر الاستثمار الأجنبي المباشر في لبنان على القيمة السوقية بمعدل إرتباط طردي قوي بلغ 68.8%، أما تونس فتحرير حساب رأس المال هو المؤثر الوحيد على القيمة السوقية بمعدل 52%.

2. دراسة Maniam, S., & Lee, C. (2018)²: بعنوان: "Stock Market Liberalization Impact on Sectoral Stock Market Return in Malaysia"، هدف الباحثان من خلال هذه الورقة إلى دراسة تأثير تحرير سوق الأوراق المالية على العائد القطاعي لسوق الأوراق المالية في ماليزيا، أما ما يميز هذه الورقة - حسب رأي الباحثان - أنها تبحث في تأثير التحرير اللاحق (subsequent stock market liberalization) لسوق الأوراق المالية في قطاع التمويل وقطاع الخدمات (service sector stock return) في ماليزيا على عائد الأسهم خلال الفترة الممتدة من جانفي 2009 إلى ديسمبر 2014، بدلا من التركيز على تحرير سوق الأوراق المالية الأولي (القائم على التواريخ الرسمية للتحرير المالي) الذي تم تنفيذه في نهاية الثمانينيات أو أوائل التسعينيات كما فعل باحثون آخرون [Henry, 2000b; Bekaert et al., 2003; Patro, 2005; Boubakri et al., 2005]، وباستخدام طريقة الأثر الديناميكي الثابت (DFE) والتعبير عن أداء السوق المالي الماليزي بمؤشر عوائد سوق الأسهم (stock market returns) [بيانات أسبوعية (سعر الإغلاق) بدلا من البيانات الشهرية أو السنوية] بالإضافة إلى مؤشرات أخرى تؤثر على سوق الأسهم وهي: حجم السوق، التقلبات والسيولة، وخلصت هذه الدراسة إلى:

- وجود تأثير إيجابي في المدى الطويل لتحرير السوق المالي الماليزي على عائد سوق الأوراق المالية فقط في قطاع الخدمات.
- وجود تأثير غير معنوي لتحرير سوق الأوراق المالية الماليزية على عوائد الأسهم في قطاع التمويل (on finance sector's stock return).

¹ - طاهري إيمان (2020)، أثر التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية، دراسة حالة مصر، لبنان وتونس (2000-2017)، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، المجلد 10 / العدد: 1 مكرر (الجزء الأول) / 2020، ص 101-120.

² - Maniam, S., & Lee, C. (2018). Stock Market Liberalization Impact on Sectoral Stock Market Return in Malaysia. Capital Markets Review, 26(2), 21-31.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

3. دراسة (Duc khuong Nguyen ; 2010)¹ بعنوان: “La dynamique de la volatilité boursière autour de l’ouverture des marchés de capitaux” والتي تهدف من خلالها الباحثة إلى دراسة العلاقة بين التحرير المالي وتقلبات الأسواق المالية للدول النامية، خاصة في ظل الأزمات المالية التي شهدتها أسواق هذه الدول في فترة التسعينيات على غرار أزمة المكسيك 1994، وأزمة جنوب شرق آسيا 1997، وهذا لعينة مكونة من 8 بلدان ناشئة وذلك قبل، أثناء وبعد تواريخ التحرير الرسمية، وباستخدام طريقة نماذج الإنحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس التباين (GARCH) وعلى مرحلتين، حيث في المرحلة الأولى تم تقدير نموذج ثنائي المتغير (GARCH bivarié)، وفي المرحلة الثانية استخدم التقلبات المشروطة التي حصل عليها من تقديرات المرحلة الأولى، لتحليل العلاقة بين التحرير والتقلب باستخدام نموذج الانحدار المتعدد مع الأخذ بعين الاعتبار باقي المتغيرات الأخرى، وتوصل الباحث إلى أن التحرير لم يؤد بأي حال من الأحوال إلى زيادة تقلبات سوق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، وأن هذه الأخيرة لا تتفاعل بنفس الطريقة مع مختلف أنواع التحرير؛

ومن جهة أخرى توصل الباحث إلى وجود عوامل أخرى أثرت بشكل كبير على تقلبات سوق الأسهم في المدى الطويل وهي: السيولة، مستوى تطور سوق الأسهم ودرجة التكامل الاقتصادي، فالتحرير حسب العديد من الأدبيات النظرية السابقة يجعل سوق رأس المال أكثر كفاءة، سيولة وأكثر قدرة على المنافسة، كما أن السوق المحررة تكون أكثر عرضة للتقلبات الفجائية لرؤوس الأموال، ويشترط لنجاح سياسة التحرير المالي خلق برامج الإصلاحات، التدرج في التحرير، خلق بيئة استثمارية شفافة وتحسين نوعية المؤسسات.

4. دراسة (Dhingra, S. (2004)² بعنوان: “Equity Market vs Capital Account Liberalization : A Comparison of Growth Effect of Liberalizations Policies in Developing Countries” الباحثة من خلال هذه الدراسة استراتيجيات التحرير التي يمكن أن تتبناها البلدان النامية لتحسين أدائها الاقتصادي، حيث قامت أولاً باختبار تأثير مختلف أشكال 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، مستخدمة في ذلك بيانات لعينة تتكون من 58 دولة نامية تغطي الفترة من 1975 إلى 2000، وباستخدام طريقة GMM : Generalized moments method، ومؤشر BHL الذي يقيس انفتاح أسواق الأوراق المالية على المستثمرين الأجانب، ومتغير آخر على شكل متغير صماء صادر عن (Wyploz, 2002) يقيس درجة تحرير حساب رأس المال، توصلت الباحثة إلى أنه يمكن للبلدان النامية من تحقيق معدلات نمو أعلى من خلال فتح أسواق الأوراق المالية الخاصة بما أمام المستثمرين الأجانب أولاً قبل تحرير حساب رأس المال بالكامل، إذ من المرجح أن يؤدي هذا التحرير إلى تحقيق مكاسب كبيرة لهذه الدول خاصة إذا توفر لديها هيكل مالي متطور وهو ما تفتقر إليه العديد من الدول النامية، وأن تحرير سوق الأسهم ساهم في زيادة معدل النمو بنسبة 3.8% سنوياً، كما أنها توصلت إلى أن تحرير حساب رأس المال ليس له تأثير كبير على النمو.

¹ - Duc khuong Nguyen, *La dynamique de la volatilité boursière autour de l’ouverture des marchés de capitaux*, Economie et prévision, 2010/1 n° 192 ; Pages 65-82. Available at the following URL : <https://www.cairn.inforevue-economie-et-prevision-2010-1-page-65.htm>

²- Dhingra, S. (2004). *Equity Market vs. Capital Account Liberalization: A Comparison of Growth Effects of Liberalization Policies in Developing Countries*. Rutgers University USA.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

5. دراسة¹ Jayasuriya, S. (2005): بعنوان: *“Stock Market Liberalization and volatility in the presence of favorable market characteristics and institutions”*

الدراسة إلى قياس مدى تأثير تحرير أسواق الأوراق المالية على تقلبات عوائد الأسهم في عينة مكونة من 18 سوقا ناشئا وذلك باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم تجانس التباين (GARCH)، وقد استخدمت الباحثة للتعبير عن تحرير سوق الأوراق المالية التواريخ الرسمية للتحرير المالي في كل بلد والمشار إليها من طرف (Bekaert and Harvey (2000) وهو متغير صماء (Dummy variable) يقيس درجة انفتاح الأسواق المالية على المستثمرين الأجانب، ووفقا لذلك قامت ببناء متغير وهمي لتحرير سوق الأسهم يأخذ القيمة 1 عند التحرير والقيمة 0 قبل التحرير، فكانت الفترة الزمنية في كل عينة الدراسة تمتد من T-60 إلى T+60 ما عدا ماليزيا وتركيا التي تمتد فيهما من T-47 إلى T+60، T-31 إلى T+6 على التوالي (T يمثل شهر التحرير الرسمي). كما قامت الباحثة أيضا بمعالجة دراستها القياسية على مرحلتين:

المرحلة الأولى: هدفت من خلالها إلى تحليل تأثير تحرير سوق الأوراق المالية على تقلبات عوائد سوق الأسهم في الدول محل الدراسة؛ المرحلة الثانية: بناء على نتائج المرحلة الأولى صنفت الدول إلى مجموعتين هي:

❖ الدول التي شهدت زيادة في تقلبات عوائد الأسهم بعد تحرير سوق الأوراق المالية.

❖ الدول التي شهدت إنخفاض في تقلبات عوائد الأسهم بعد تحرير سوق الأوراق المالية.

لتقوم بعد ذلك بربط هذه التقلبات بخصائص السوق ونوعية المؤسسات، وخلصت هذه الدراسة إلى أن أسواق الدول التي شهدت تقلبات أقل بعد التحرير هي الأسواق التي تتميز بخصائص جيدة مثل ارتفاع شفافية السوق، قوانين حماية المستثمرين، نوعية أفضل للمؤسسات، إحترام سيادة القانون وإنخفاض مؤشرات الفساد.

6. دراسة² Han Kim, E., & Singal, V. (2000): بعنوان: *“Stock market openings: Experience of emerging economies”*

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى تقديم فحص واستكشاف للفوائد والمخاطر المرتبطة بفتح أسواق الأوراق المالية بالتركيز على تجربة بعض الدول الناشئة، وتأثير هذا التحرير على مستوى وتقلب عوائد الأسهم، التضخم وأسعار الصرف، وذلك بالتطبيق على عينة بلغت 18 سوقا ناشئا، وفترة زمنية بلغت 10 سنوات منها 5 سنوات قبل تحرير السوق و5 سنوات بعد التحرير، وقد تم التعبير عن تحرير السوق من خلال تواريخ افتتاح السوق وحدود المشاركة الأجنبية، وإزالة القيود المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، وخلصت نتائج هذه الدراسة إلى:

- زيادة عوائد الأسهم فوراً بعد فتح السوق دون أن يصاحب ذلك زيادة في التقلبات لتتخفف في وقت لاحق؛
- ميل الأسواق المالية لأن تصبح أكثر كفاءة كما حددته فرضية إختبار السير العشوائي (random walk hypothesis)؛
- لا يوجد أي دليل على أن فتح السوق يؤدي إلى زيادة التضخم أو إرتفاع أسعار الصرف، بل أدى تحرير السوق إلى خفض التضخم وتقلبات أسعار الصرف.

¹ - Jayasuriya, S. (2005). *Stock market liberalization and volatility in the presence of favorable market characteristics and institutions*. Emerging Markets Review, 6(2), 170-191.

² - Han Kim, E., & Singal, V. (2000). *Stock market openings: Experience of emerging economies*. The Journal of Business, 73(1), 25-66.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

7. دراسة¹ Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. T. (2003) بعنوان: "Equity market liberalization in emerging markets" هدف الباحثون من خلال هذه الورقة إلى تحليل تأثير تحرير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، وذلك بالتطبيق على عينة من 30 دولة للفترة الممتدة من 1980 إلى 2000، وقد استخدم الباحثون في دراستهم لتقدير الإنحدار المقطعي للسلسلة الزمنية المجمعة (pooled time-series cross-sectional regression) طريقة العزوم المعممة (GMM)، وتصحيح التباينات داخل العينة الغير متجانسة وتأثيرات الإنحدار الغير مرتبط ظاهريا (seemingly unrelated regression effects)، من جهة أخرى عبر الباحثون عن تحرير أسواق الأوراق المالية بمتغير ثنائي وهمي (Binary dummy variable) خاص بهم (BHL) يقيس درجة انفتاح أسواق الأوراق المالية على المستثمرين الأجانب وذلك بالاعتماد على التواريخ الرسمية لتحرير أسواق هذه الدول، حيث يأخذ القيمة 1 في حالة السوق محررة والقيمة 0 بخلاف ذلك. وخلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر تحرير سوق الأوراق المالية الرسمي (BHL) والنتائج المحلي الإجمالي ونمو الاستثمار، إذ أدى التحرير إلى زيادة الناتج المحلي الإجمالي بـ 0.84% سنويا، ونمو الاستثمار الحقيقي بنسبة 2.2% سنويا، وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة أخرى لهم سنة 2001 توصلوا فيها إلى أن تحرير سوق الأوراق المالية ساهم في رفع نصيب الفرد الواحد من إجمالي الناتج المحلي بـ 1% سنويا.

8. دراسة² Henry, P. B. (2000) بعنوان: "Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices" هدف الباحث من خلال هذه الورقة إلى فحص تأثير تحرير سوق الأوراق المالية والإصلاحات الاقتصادية على أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، وذلك بالتطبيق على عينة من 12 سوقا ناشئا هي: البرازيل، الشيلي، المكسيك، الأرجنتين، كولومبيا، فينزيولا، الهند، كوريا، ماليزيا، الفلبين، تايلاند وتايوان، وباستخدام نموذج بانل ومنهج دراسة الحدث (Event Study Approach)، والتطبيق على بيانات شهرية لدراسة سلوك أسعار الأسهم، خلصت هذه الدراسة إلى:

- شهدت أسواق الأسهم عوائد غير طبيعية بمعدل 4.7% شهريا بالقيمة الحقيقية للدولار الأمريكي خلال فترة ثمانية أشهر التي تلت التحرير الأول لسوق الأوراق المالية في الدول محل الدراسة؛

- بعد إدخال متغيرات التحكم في التطورات مع أسواق الأسهم العالمية، وإصلاحات السياسة الاقتصادية وأساسيات الاقتصاد الكلي (استقرار الاقتصاد الكلي، تحرير التجارة، الخوصصة، تخفيف قيود الصرف) بلغ متوسط العائد الغير طبيعي 3.3% شهريا، وتتوافق هذه النتيجة مع ما تنبأ به نماذج تسعير الأصول الدولية (IAPMs) بأن تحرير سوق الأوراق المالية قد يقلل من تكلفة رأس المال في الدولة من خلال السماح بمشاركة المخاطر بين العملاء المحليين والأجانب.

¹- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. T. (2003). Equity market liberalization in emerging markets. *Journal of Financial Research*, 26(3), 275-299.

²- Henry, P. B. (2000). Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices. *The Journal of Finance*, 55(2), 529-564.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

يعتبر موضوع **عولمة الخدمات المالية (Globalization of Financial Services)** من المواضيع الشائكة والمتشعبة والتي أثّرت حولها العديد من الأبحاث والنقاشات، فالحديث عن هذا الموضوع يقود بالضرورة إلى الحديث عن التحرير المالي بنوعيه الدولي (تحرير حساب رأس المال وتحرير الأسواق المالية) والمحلي (تحرير أو إصلاح المالية المحلية)، ولا شك أن ما لاحظناه من خلال إطلاعنا على عدد لا بأس به من الدراسات والأبحاث النظرية والتطبيقية التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بموضوع بحثنا هو التباين الكبير في وجهات نظر وآراء الباحثين وتعدد الزوايا التي ينظر منها الباحثين لهذا الموضوع، وهذا ما أدى إلى تضارب وتباين في نتائج الدراسات السابقة المتوصل إليها حول سياسات التحرير المالي المنتهجة من قبل أغلب حكومات الدول النامية، فمنها من أيدت ودعمت تبني هذه السياسات (لوجود أثر إيجابي للتحرير المالي) ومنها من عارضت تبني الدول النامية لهذه السياسات (لوجود أثر سلبي للتحرير المالي)، ويمكن تفسير إختلاف نتائج هذه الدراسات أساسا بـ:

- الإختلاف في الفترات الزمنية للدراسات التطبيقية والاختلاف في حجم عينة الدول محل الدراسة؛
- وجود اختلافات وفروقات في عينة الدول، ظروفها ومراحل تطورها (عدم تجانس عينة الدول)؛
- الاختلاف في الطرق والنماذج الإحصائية المتبعة في التحليل بين دراسة وأخرى؛
- تعدد وتنوع المؤشرات المستخدمة للتعبير عن التحرير المالي، أداء الأسواق المالية، ..إلخ؛

فمن خلال استعراض ومراجعة العديد من الدراسات التطبيقية السابقة التي عاجلت موضوع عولمة الخدمات المالية من جوانبه المختلفة (تدويل الخدمات المالية، التحرير المالي الدولي، وتحرير أسواق الأوراق المالية)، يمكننا القول أن هذه الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة من خلال:

- تسليط الضوء على دور الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات ودورها في تعزيز الإتجاه نحو عولمة الأسواق المالية للدول النامية، خاصة وأنها أعطت لسياسات التحرير المالي شكلا رسميا وطابعا تنظيميا كبيرا؛

- دراسة العلاقة بين **عولمة الخدمات المالية وأداء الأسواق المالية للدول النامية**، فمعظم الدراسات السابقة ركزت على دراسة العلاقة بين التحرير المالي (أو تحرير تجارة الخدمات المالية) والنمو الاقتصادي أو بين التحرير المالي والإستقرار المالي، أما الدراسات العربية التي عاجلت موضوع تحرير تجارة الخدمات المالية فمعظمها تدرس تأثير تحرير الخدمات المالية على القطاع المصرفي العربي أو الجزائري؛

- نحاول من خلال هذه الدراسة تحليل أثر عولمة الخدمات المالية على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية لعينة تتكون من 30 دولة خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2018، وذلك بالتعبير عن مؤشر عولمة الخدمات المالية بمؤشرات كمية ونوعية تشمل: تحرير حساب رأس المال، تحرير السوق المصرفي وتحرير السوق المالي (بعض الدراسات اقتصر على مؤشرات دون أخرى، وتركيز بعض الدراسات التطبيقية السابقة كذلك على تحرير سوق الأوراق المالية فقط وذلك ببناء مؤشرات ثنائية صماء للتعبير عن تحرير الأسواق المالية إنطلاقا من التواريخ الرسمية للتحرير)؛

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- محاولة التعبير عن أداء أسواق الأوراق المالية بمتوسط بسيط لمؤشرات حجم السوق، حجم التداول ومعدل الدوران ((Atsin, J.A & Ocran, M.K (2017)، زيطاري سامية (2004))، فبعض الدراسات السابقة استخدمت مؤشر تقلب عوائد الأسهم، أو اقتضرت على مؤشر الرسملة السوقية لوحده (طاهري إيمان، (2020)، Charles, Emmanuel (A.W (2015) للتعبير عن أداء أسواق الأوراق المالية؛
- حاولنا من خلال هذه الدراسة إدراج جملة من الشروط التي تعبر عن جودة البيئة المؤسساتية والقانونية التنظيمية لنجاح سياسة التحرير المالي (الاستقرار السياسي، جودة التنظيمات، الفساد).
- تعتمد هذه الدراسة على استخدام نموذج بانل ديناميكي باستخدام طريقة: متوسط المجموعة المدججة، متوسط المجموعة والأثر الديناميكي الثابت (MG, PMG, DFE).

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

المبحث الثاني: الإطار القياسي النظري حول المنهجية المتبعة في التحليل

نحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على الإطار النظري للمنهجية المتبعة في الدراسة القياسية المتمثل في بيانات البانل (Panel Data) مبرزاً بذلك المفاهيم المتعلقة بهذا النوع من المعطيات، نماذجها الأساسية ومختلف الاختبارات الإحصائية المرتبطة بها، والتي يبدو أنها لاقت في الآونة الأخيرة اهتمام كبير في أوساط الباحثين والأكاديميين والمختصين مقارنة بالسلاسل الزمنية كونها تأخذ بعين الاعتبار عدد كبير من المعلومات التي تجمع بين البعد الزمني والمقطعي، كما لها القدرة على دراسة سلوك مجموعة من العناصر والمتغيرات التي تتقارب فيما بينها من حيث الأداء.

المطلب الأول: مدخل نظري لتحليل بيانات البانل

لاشك أن نماذج البانل بمختلف أنواعها وفروعها باتت تأخذ حيزاً كبيراً من الاهتمام من قبل الباحثين والمختصين في العلوم البيولوجية، الاجتماعية والاقتصادية، وهذا منذ الأعمال التي قام بها كل من (Nerlove, 1966)، (Maddala, 1971) في المقال المنشور في مجلة *Econometrica* حول النمذجة الديناميكية للطلب على الغاز في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1966، وهذا لكون هذه الأخيرة تتمتع بخاصية جمع ودمج البيانات المقطعية "Cross-section" مع بيانات السلاسل الزمنية "Time series" في آن واحد، لتعطي للباحثين نتائج قياسية أكثر دقة ووضوح في تحليل الظواهر الاقتصادية والاجتماعية.

الفرع الأول: مفهوم وأهمية بيانات البانل

نماذج البانل في الحقيقة هي تقنية تحليلية قائمة على الانحدار مصممة خصيصاً للتعامل مع التحليلات المستعرضة للبيانات الطولية أو بيانات السلاسل الزمنية، فهي مشابهة في إطار تحليلها إلى حد ما لنماذج الانحدار المتعدد.

1. مفهوم بيانات البانل (Panel Data):

يقصد ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات البانل مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، الأولى التي تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة، والثانية التي تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة¹، أو هي مجموعة المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد أو الوحدات المقطعية (Cross-section) خلال سلسلة زمنية معينة (Time series)، أي يتم من خلالها دمج البيانات المقطعية (الأفراد، المؤسسات، الدول،...) مع الزمنية في آن واحد، ومن هنا تكمن أهمية استخدام بيانات البانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية البعد الزمني وعلى مقاطع متعددة، فإذا كانت الفترة الزمنية نفسها لكل الأفراد نسمي نموذج البانل بـ "متوازن"، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من فرد لآخر يكون نموذج البانل "غير متوازن"².

¹ - صفاء عبد الله معطي، محمد أحمد سالم بلحوصل (2019)، استخدام تحليل بيانات البانل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية المفسرة بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة (2006-2013)، مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد الثاني، العدد (1)، ص262

² - بدرأوي شهيناز (2015)، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارة وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، ص201.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

يطلق على بيانات البانل عدة تسميات، والجدير بالذكر أن تعدد هذه التسميات تأتي من حقيقة أن البيانات المستخدمة في العلوم الاجتماعية عادة ما تجمع بين السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية للوحدات (Greene, 2012)، ومن أهم التسميات الشائعة لبيانات البانل نجد: ¹ البيانات المدججة "Pooled data"، السلاسل الزمنية المجمعة "Pooled time series"، بيانات المقاطع العرضية "Cross-section data" والبيانات الطولية "Longitudinal Data" وسوف نستخدم في دراستنا هذه مصطلح بيانات البانل "Panel Data".

2. أهمية بيانات البانل:

تكتسي تقدير البيانات بطريقة البانل أهمية بالغة وتسمح بالحصول على نتائج أكثر دقة كونها تأخذ بعين الاعتبار الجمع بين المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية من جهة، والمعلومات ذات البعد المقطعي في الوحدات المختلفة، مما يجعل الاعتماد عليها في الدراسات الميدانية أكثر فعالية ونشاط في القياس الاقتصادي، ونوجز أهمية استخدام بيانات البانل في النقاط التالية: ²

- التحكم في عدم التجانس الفردي (Controlling for individual heterogeneity) الذي قد يظهر في البيانات المقطعية أو الزمنية، إذ يسمح هذا النوع من المعطيات بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين الأفراد أو الشركات أو الدول أو البلدان غير متجانسة، فالسلاسل الزمنية والمقاطع العرضية التي لا تتحكم في هذا التباين تؤدي إلى الحصول على نتائج متحيزة (Mouton 1986, 1987)؛

- تتضمن بيانات البانل محتوى معلوماتي مضاعف (more informative data)، ومزيد من التباين (more variability)، أكثر درجة حرية وأكثر كفاءة، كما أن مشكلة التعدد الخطي تكون أقل بين المتغيرات (less collinearity) مقارنة بالبيانات المقطعية والسلاسل الزمنية؛

- تكون بيانات البانل أكثر قدرة على تحديد وقياس التأثيرات التي لا يمكن اكتشافها ببساطة في المقطع العرضي أو بيانات السلاسل الزمنية (pure cross-section or pure time series data)، فهي تأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم، كتأثير الخصائص الاجتماعية، السياسية والدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي؛

- توفر بيانات البانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، ومن جهة أخرى يمكن من خلال بيانات البانل ربط سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛

- تساهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (omitted variables) الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة والتي قد تفضي إلى تقديرات متحيزة (biased estimates) ³؛

¹ - Gil-Garcia, J. R & Puron-Cid, G. (2014), **Using Panel Data Techniques for Social Science Research : an Illustrative Case and Some Guidelines**, CIENCIA ergo-sum, Revista Científica Multidisciplinaria de Prospectiva, 21(3), 203-216 ; P204.

² - Badi H. Baltagi (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons, Ltd, Third Edition, P4.

³ -Mike Tsionas (2019), **Panel Data Econometrics Theory**, Academic Press; 1st edition (July 2, 2019), P347

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- تساعد في منع ظهور مشكلة إنعدام ثبات تباين حد الخطأ الشائعة الظهور عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية (Heteroscedasticity)، فيخلاف السلاسل الزمنية للإقتصاد الكلي فإن نماذج البانل تجعل من الممكن تحليل السلوك عند مستوى الوحدات الفردية مع مراعاة عدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة المقطعية أو الزمنية.

الفرع الثاني: صعوبات تطبيق نماذج البانل

- يواجه الباحث عند استخدام بيانات البانل مجموعة من المشاكل والصعوبات نبرز أهمها فيما يلي¹:
 - ❖ مشكل النقاط البعيدة والملاحظات المفقودة نظرا للعدد الكبير من المشاهدات المدرجة، وقد بين (Huber, 1981) أن وجود 3% فقط من القيم غير المرغوب فيها كافيا للتأثير على معنوية ودقة المقدرات والتغيير من قيمتها، وهذا يفرض على الباحث ضرورة معالجتها أو التخلص منها؛
 - ❖ غياب بعض المشاهدات في العينات المدروسة إذ يجب في هذا الصدد الإشارة إلى أنه إذا كان سلوك الأفراد الموجودين في العينة يختلف عن سلوك الأفراد الغائبين عنها، فإن التقديرات المتحصل عليها إنطلاقا من حجم العينة لا يمكن تعميمها على المجتمع ككل وبالتالي يجب على الباحث تصحيحها؛
 - ❖ يمكن تجنب مثل هذه المشاكل عن طريق صقل العينات بالتخلص من كل المشاهدات الخاصة بفرد معين ولا يجوزها الأفراد الآخرين، ومع ذلك فإن عملية صقل العينة تؤدي إلى إلغاء أو حذف نسبة كبيرة من المشاهدات، أي فقدان معلومات كثيرة، وهذا بدوره قد يؤدي إلى الحصول على مقدرات متحيزة وغير دقيقة.
 - ❖ عرض بيانات البانل في الشكل غير التجميعي (Unstacked Panel Data) يجعلها تأخذ شكل بيانات النماذج متعددة المعادلات، أي عدة أعمدة لمتغير واحد للسنوات نفسها، ومن هنا فبعض المشاكل القياسية التي تظهر ويتم معالجتها بكثرة في نماذج بيانات البانل مصدرها هذه الجزئية²؛
 - ❖ مشكلة الارتباط الآني (Contemporaneous correlation) بين المشاهدات أو البواقي في النماذج متعددة المعادلات، يقابلها الاستقلالية/ الارتباط الآني (Cross-Section Dependence) بين الأفراد أو البواقي في نماذج بيانات البانل؛
 - ❖ مشكلة ما يسمى بخارجية منشأ المتغير (Exogeneity) في نظام المعادلات يقابلها الإشكالية نفسها في نماذج بيانات بانل؛
- بالملاحظة العلمية نجد أن الحلول نفسها المطروحة في مثل هكذا حالات، الارتباط الآني يعالج بطريقة المربعات الصغرى شبه المعممة للنظم (SURE)، وخارجية/داخلية المنشأ تعالج بطرق المتغيرات الآلية، وباقي المشاكل تنشأ من تجميع البيانات (Stacked Form) أين يضاف لما سبق اختلاف التباين والتعقد وعدم التجانس والقيم المتطرفة، وحلها يحل بطريقة المقدرات المصححة للأخطاء المعيارية (PCSE).

¹ - عليوة علي (2021)، تكييف السياسات المالية للدول النامية مع متطلبات التحرير المالي - دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل لعينة مكونة من 26 دولة نامية خلال الفترة (1995-2018)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2020-2021، ص114.

² - إبراهيم حويلد، المشاكل القياسية في نماذج بيانات بانل، تاريخ التصفح: 2020/09/11، على الساعة: 11:52، متاح على الرابط:

<https://sites.google.com/site/khouiledibrahim/posts/almshaklalqasytefynmadhjbyanatanbanl>

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

الفرع الثالث: أنواع بيانات البانل

تشتمل بيانات البانل على n كيانات أو موضوعات (entities or subjects)، تحتوي كل واحدة على T من المشاهدات تم قياسها في الفترة الزمنية من 1 إلى T ، وبالتالي فإن العدد الإجمالي للمشاهدات هو NT ، يتم قياس بيانات البانل خلال فترة زمنية منتظمة (سنوية، ربع سنوية، شهرية)، وخلافا لهذا قد تكون بيانات البانل طويلة أو قصيرة، متوازنة أو غير متوازنة، ثابتة أو دورية. وفيما يلي شرح لأهم أنواع بيانات البانل:

1. بيانات البانل الطولية والقصيرة (Long versus Short Panel Data)

تشير بيانات البانل الطولية (*Long Panel*) إلى عدد قليل من المقاطع العرضية (small cross section) للدول أو الأفراد التي تمت مشاهدتها خلال فترات زمنية طويلة (many time periods) حيث $(T > N)$ ، أما بيانات البانل القصيرة (*Short Panel*) فتشير إلى عدد كبير من المقاطع العرضية (large cross section) للدول أو الأفراد التي تمت مشاهدتها خلال فترة زمنية قصيرة (few time periods) حيث $(T < N)$ ¹.

2. بيانات البانل المتوازنة وغير المتوازنة² (Balanced versus Unbalanced Panel Data)

تكون نماذج بيانات البانل متوازنة في حالة ما إذا كانت الفترة الزمنية (T) هي نفسها بين مختلف الأفراد، وتكون غير متوازنة في الحالة التي تكون فيها الفترة الزمنية (T) تختلف من فرد إلى آخر³.

3. بيانات البانل الثابتة والدورية (Fixed versus Rotating Panel Data)

تصميم لوحة بيانات دوارة (*Rotating Panel Design*) هي تقنية لأخذ عينات مسحية تستخدم أحيانا عندما يتم إنتاج تقديرات (produced regularly) بانتظام بمرور الوقت، حيث يتم إدخال مجموعات متساوية الحجم وإخراجها من العينة في بعض الأنماط المحددة التي تسمى غالبا بمجموعات التناوب (rotation groups) التي قد تتكون من أسر، شركات تجارية أو أية وحدات أخرى ذات أهمية للمسح. وتستخدم تصميمات اللوحة الدوارة (Rotating panel) لتقليل تباينات المقدرات (reduce the variances of estimators) عند المستوى أو لتغيير وغالبا لتقليل تكاليف المسح (survey costs) المرتبطة بإدخال وحدة جديدة. أما العينة الثابتة (fixed-sample) هي نوع من دراسات البيانات الطولية التي يتم فيها جمع البيانات من نفس الأفراد - اللوحة- في نقطتين أو أكثر في الوقت المناسب، كون تعريف عضوية المجموعة (membership) ثابت ولا يمكن تغييره بمرور الوقت.

¹ Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). *Microeconometrics: Methods and Applications*, Cambridge university press. 701-2 ; P697.

² - For more detail see : Pesaran, M. H. (2015). *Time series and panel data econometrics*. First Edition published in 2015, Oxford University Press. P671.

³ - خطاب خيرة (2020)، أثر تغيرات أسعار البترول على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض دول الخليج خلال الفترة (1980-2015)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الملفة، ص215.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

4. بيانات البانل المتجانسة والغير متجانسة (homogeneous versus heterogeneous panel data)

تفترض نماذج بيانات اللوحة المتجانسة (أو المجموعة Or pooled) أن معلمات النموذج مشتركة عبر الأفراد، أما نماذج البانل غير المتجانسة فهي تسمح لواحدة من معلمات النموذج أو جميعها بالاختلاف بين الأفراد، وتعد نماذج البانل ذات التأثيرات الثابتة أو ذات التأثيرات العشوائية أمثلة على بيانات البانل الغير متجانسة (heterogeneous panel data models)¹.

المطلب الثاني: النماذج الأساسية في تحليل بيانات البانل

قدم **Green, (1993)** الصياغة الأساسية لأهم النماذج المستخدمة في تقدير بيانات البانل (*Panel Data*) تبعاً لاختلاف الأثر الفردي لكل وحدة مقطعية α_i الذي يفترض أن يكون ثابتاً عبر الزمن وخاص بكل وحدة مقطعية، إذ تتم صياغة مجموعة بيانات البانل إنطلاقاً من عينة تحتوي على (N) من الوحدات المقطعية (البلدان مثلاً) التي تمت مشاهدتها في فترات زمنية مختلفة من (T)، ويأخذ الشكل العام لبيانات البانل المعادلة التالية²:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + X'_{it}\beta_{it} + \mu_{it}, \quad i = 1, \dots, N, \quad t = 1, \dots, T \quad (1)$$

حيث: Y_{it} : متجه عمودي يمثل المتغير التابع، X'_{it} : مصفوفة المتغيرات المستقلة، μ_{it} : حد الخطأ العشوائي للوحدة المقطعية i في الزمن t .

ففي ظل النموذج الخطي العام لبيانات البانل فإن المعلمات α و β تكون متجانسة بالنسبة لجميع الوحدات N أي أنها تكون نفسها في جميع الوحدات المقطعية، أما في حالة وجود بعض الاختلافات في نموذج بيانات البانل أو الاختلافات المقطعية غير الملحوظة (Cross-section effect) والتي تتفاوت من مقطع إلى آخر، لكنها تظل ثابتة عبر الزمن، والمتمثل خاصة في الثابت α_i فيتم التقدير عن طريق نموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية، وفيما يلي نستعرض النماذج الرئيسية المتبعة في تقدير بيانات البانل الخطية.

الفرع الأول: نموذج الإنحدار التجميعي Pooled Regression Model (PRM)

يعد نموذج الإنحدار التجميعي واحداً من النماذج الثلاثة الرئيسية المستخدمة في تقدير إنحدار بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية، كما يعرف أيضاً بطريقة الثابت المشترك (The common constant method) أو طريقة المربعات الصغرى المجمعة (The pooled OLS method)، وتقدم هذه الطريقة النتائج في ظل الفرضية الأساسية التي تنص على عدم وجود فروقات بين مصفوفات البيانات (Data Matrices) الخاصة بالبعد المقطعي (N)، بمعنى آخر يقدر هذا النموذج ثابت مشترك لجميع المقاطع العرضية (جميع البلدان)، فمن الناحية العملية تشير هذه الطريقة إلى عدم وجود اختلافات بين المقاطع العرضية المقدره ومن المفيد في ظل هذه الفرضية أن مجموعة البيانات تكون متجانسة مسبقاً (مثل عينة من الدول ذات الدخل المرتفع فقط، دول الإتحاد الأوروبي فقط)، وتعتبر هذه الحالة أكثر تقييداً والحالات الأكثر أهمية تضمنين التأثيرات الثابتة والعشوائية في طريقة التقدير³.

¹ - For more details see: Gao, J., Xia, K., & Zhu, H. (2020). Heterogeneous panel data models with cross-sectional dependence. Journal of Econometrics, 219(2), 329-353.

² - Cameron, A. C., Trivedi, P. K. (2005), **Op-Cit**, P698.

³ - Dimitrios Asteriou, Stephen G. Hall, (2007), **Applied Econometrics, A Modern Approach**, Revised Edition, PALGRAVE MACMILLAN, P345. available at the following URL : <http://www.palgrave.com/page/detail/applied-econometrics-/?K=9780230206830> .

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية، ويفترض في ظل هذا النموذج التجانس الكامل لحدود الخطأ العشوائي بين مختلف أفراد عينة الدراسة، أي بافتراض ثبات جميع معلمات النموذج (α_{it}) و (β_{it}) عبر الزمن، ويقوم هذا الأخير بتقدير معلمات المتغيرات التفسيرية لكل المقاطع العرضية (Cross-sections) خلال السلسلة الزمنية المطلوبة (Time series) باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة ((Pooled Ordinary Least Squares (POLLS)) من خلال دمج البيانات i و t في إنحدار طويل واحد مع NT مشاهدات، وإعادة صياغة المعادلة رقم (01) نكتب معادلة نموذج الإنحدار التجميعي (PRM) بالصيغة الرياضية التالية:¹

$$Y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + \mu_{it}, \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T \quad (2)$$

إذا كان: $Cov[\alpha_{it}, X_{it}] = 0$ وكل من: $N \rightarrow \infty$ or $T \rightarrow \infty$ كاف للحصول مقدرات متسقة

يكون تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى (OLS) متسق إذا كان نموذج الإنحدار التجميعي (1) مناسب ومعالم الإنحدار غير مرتبطة بحد الخطأ العشوائي، ومع ذلك فإن تباين مصفوفة (OLS) القائمة على (iid errors) غير مناسبة في هذه الحالة لأن الأخطاء المرتبطة بالفرد i ترتبط بشكل إيجابي مع t ، المشاهدات المرتبطة NT لها معلومات أقل (less information) من الملاحظات المستقلة NT . أما في حالة إختلاف الأثر الفردي عبر الوحدات فإن هذا النموذج سوف يأخذ أحد الشكلين:

- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) الذي يعتبر i مجموعة من الحدود الثابتة الخاصة بكل وحدة؛
- نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model) الذي يعتبر i ضمن عنصر الخطأ العشوائي المركب.

الفرع الثاني: نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model (FEM))

يهدف هذا النموذج إلى دراسة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال السماح بتفاوت واختلاف الحد الثابت α_i من مقطع إلى آخر وحسب كل فترة زمنية، مع ثبات ميول الإنحدار (β_i) عبر الزمن، ويمكن في هذا الأخير إضافة متغيرات كقواطع تعبر عن الإختلافات غير الملحوظة الحاصلة وهي على نوعين: إختلافات فردية (مقطعية) μ_i وإختلافات فردية (زمنية) γ_i ، حيث يسمح هذا النموذج بالتفاوت في هذه القواطع حسب كل دولة وحسب كل فترة زمنية، وعند تقدير هذا النموذج يتم إستخدام متغيرات وهمية بعدد $(n-1)$ لتمثيل المقاطع وعدد $(t-1)$ لتمثيل السنوات من أجل إحتواء الآثار غير الملحوظة مع إفتراض أن هذه القواطع μ_i أو γ_i مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية أو بإحداها على الأقل.²

يشار إلى هذا النموذج عادة بطريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية (Least Squares Dummy Variable*)، فوفقاً لمنهج التأثيرات الفردية الثابتة يكمن عدم تجانس الوحدات المقطعية في إختلاف الحد الثابت لذلك تعتبر المعلمة α_i مجهولة ويراد تقديرها³، ونوضح ذلك من خلال المعادلات التالية:

¹ - Cameron, A. C, Trivedi, P. K, (2005), OP-Cit, P702.

² - عبد الله بن الضب، (2017)، إختيار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية، دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البانل لدول GCC خلال الفترة 2005-2014، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التنسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، ص191.

* الجزء الأول من الاسم (Least Squares) يشير إلى التقنية المستخدمة عادة في تقدير النموذج وليس إلى النموذج ذاته.

³ - مجاهد كتر (2016)، مرجع سبق ذكره، ص154.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

$$Y_i = X_i\beta + \mathbf{i}\alpha_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

ويكتب هذا النموذج بشكل أكثر تفصيلاً على النحو التالي:

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} \mathbf{i} & \mathbf{0} & \dots & \mathbf{0} \\ \mathbf{0} & \mathbf{i} & \dots & \mathbf{0} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \mathbf{0} & \mathbf{0} & \dots & \mathbf{i} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \vdots \\ \alpha_n \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix}$$

$$Y = [X \quad \mathbf{d}_1 \quad \mathbf{d}_2 \dots \mathbf{d}_n] \begin{bmatrix} \beta \\ \alpha \end{bmatrix} + \varepsilon_i \quad (4)$$

حيث: \mathbf{d}_i متغير صوري يشير إلى الوحدة 1 عن طريق المصفوفة $\mathbf{D}_{nT \times n}$ وبتجميع كل الأسطر nT نحصل على:

$$Y = X\beta + D\alpha + \varepsilon \quad (5)$$

ويعتبر هذا النموذج هو نموذج إندار كلاسيكي يتم تقديره بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) إذا كانت n صغيرة بما يكفي، أما إذا كانت n كبيرة بالآلاف فإن عملية التقدير تتم عن طريق الإندار الجزراً أو المقسم (partitioned regression) لمعالجة مشكلة تعدد المتغيرات الصورية، وبذلك تعطى المقدرة β بالصيغة التالية:¹

$$M_D = I - D(D'D)^{-1}D' \quad \text{حيث:} \quad b = [X'M_D X]^{-1}[X'M_D Y]$$

وهذا يكافئ التقدير بطريقة المربعات الصغرى باستخدام البيانات المحولة $X_* = M_D X$ و $y_* = M_D Y$ ، والمتمثلة بالمصفوفة القطرية التالية:

$$M_D = \begin{bmatrix} \mathbf{M}^0 & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \mathbf{M}^0 & 0 & \dots & 0 \\ & & \dots & & \\ 0 & 0 & 0 & \dots & \mathbf{M}^0 \end{bmatrix}$$

$$\mathbf{M}^0 = \mathbf{I}_T - \frac{1}{T} \mathbf{ii}'$$

إن وحدة الحساب $\mathbf{I}_T - \frac{1}{T} \mathbf{ii}'$ عبارة عن مصفوفة متماثلة يساوي حاصل ضربها في السلسلة الزمنية للوحدة \mathbf{i} متجه عامودي يكافئ عملية التحويل، أي حاصل طرح كل مشاهدة من متوسط السلسلة، ولذا فإن تطبيق طريقة المربعات الصغرى على المتغير التابع $M_D Y$ والمتغير المستقل $M_D X$ يكافئ إندار كل من $[y_{it} - \bar{y}_i]$ على $[x_{it} - \bar{x}_i]$ بحيث تمثل \bar{x}_i و \bar{y}_i متوسط المشاهدات لشعاع العامودي ذات K سطر المتعلقة بالفرد i .²

¹ - William H. Greene. (2002), **Econometric Analysis**, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 07458, 5th Edition; P287. Available at url: <https://spu.fem.uniag.sk/cvicenia/ksob/obtulovic/Mana%C5%BE.%20%C5%A1tatistika%20a%20ekonometria/EconometricsGREENE.pdf>

² - بدروي شهيناز (2015)، مرجع سبق ذكره، ص 211.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

ومما سبق يمكن استخراج المتغيرات الصورية من معادلة الإنحدار المقسم (partitioned regression) التالية:

$$a = [D'D]^{-1}D'(y - Xb) \quad \text{و:} \quad D'Da + D'Xb = D'y$$

وهذا يعني أن لكل فرد i تكتب المعادلة كما يلي: $a_i = \bar{y}_i - b'\bar{x}_i$

ويعتبر أفضل مقدر لمصفوفة التباين بالنسبة لـ b هو: $Var[b] = s^2[X'M_D X]^{-1}$

حيث:

$$s^2 = \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (y_{it} - x'_{it}b - a_i)^2}{nT - n - K} = \frac{(y - M_D Xb)'(y - M_D Xb)}{(nT - n - K)} \quad (6)$$

يمثل البسط في s^2 مجموع مربعات بواقي التقدير باستخدام الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (least squares slopes) ويعطى حساب بواقي هذا التقدير بالعلاقة التالية:

$$e_{it} = y_{it} - x'_{it}b - a_i = y_{it} - x'_{it}b - (\bar{y}_i - \bar{x}'_i b) = (y_{it} - \bar{y}_i) - (x_{it} - \bar{x}_i)'b$$

أما مقدرة التباين لـ i فتعطى بالصيغة التالية:

$$Var[a_i] = \frac{\sigma^2}{T} + \bar{x}'_i$$

1. إختبار معنوية تأثيرات المجموعة (Testing the significance of the group effects):

في حالة وجود فروقات بين المجموعات فإنه يمكننا إختبار الفرضية التي تنص على أن جميع الحدود الثابتة a_i متساوية، وهذا باستخدام إختبار فيشر (F-test) كما هو موضح في العلاقة التالية¹:

$$F_{(n-1, nT-n-k)} = \frac{(R_{LSDV}^2 - R_{Pooled}^2)/(n-1)}{(1 - R_{LSDV}^2)/(nT - n - k)}$$

حيث يشير LSDV إلى نموذج المتغير الوهمي، ويشير Pooled إلى النموذج التجميعي أو المقيد بمتغير ثابت واحد، ويمكن تقدير هذا النموذج أيضا بمتغير ثابت عام و $(n-1)$ متغير وهمي بدلا من ذلك، حيث جميع النتائج الأخرى لن تتغير (the least squares slopes, S^2 , R^2)، ولكن بدلا من تقدير a_i فإن كل معامل متغير وهمي سيكون مقدرا لـ $(a_i - a_1)$ وتكون المجموعة "1" هنا هي المجموعة المحذوفة "omitted group".

2. التقديرات داخل وبين المجموعات (The within and between-groups estimators):

يمكن صياغة نموذج الإنحدار التجميعي وفق ثلاثة صيغ مختلفة، الأولى هي الصيغة الأصلية:

$$Y_{it} = X'_{it}\beta + \alpha + \varepsilon_{it} \quad (7-1)$$

الصيغة الثانية: حسب الإنحرافات عن متوسطات المجموعة:

¹ William H. Greene. (2002), **Op-Cit**, P289.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

$$Y_{it} - \bar{Y}_i = (X_{it} - \bar{X}_i)' \beta + \alpha + (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_{it}) \quad (7-2)$$

الصيغة الثالثة: باستخدام متوسطات المجموعات:

$$\bar{Y}_i = \bar{X}_i' \beta + \alpha + \bar{\varepsilon}_i \quad (7-3)$$

من حيث المبدأ، هذه النماذج الثلاثة هي نماذج إنحدار كلاسيكية يمكن تقديرها من خلال طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، ومن أجل تقدير β في المعادلة (7-1) يجب القيام بتجميع الانحرافات القيم عن متوسطاتها الحسابية باستخدام إجمالي مجموع المربعات والمفردات المتقاطعة كما يلي¹:

$$S_{xx}^{Total} = \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (X_{it} - \bar{X})(X_{it} - \bar{X})' \quad \text{and} \quad S_{xy}^{Total} = \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (X_{it} - \bar{X})(y_{it} - \bar{y})$$

أما بالنسبة للمعادلة (7-2) فإن البيانات مقدرة أصلا بالانحرافات عن متوسطها الحسابي، إذ أن متوسط $(X_{it} - \bar{X})$ و $(y_{it} - \bar{y})$ يساوي الصفر، وتكون المصفوفات اللحظية داخل المجموعات "within-groups"، بحيث مجموع المربعات والمفردات المتقاطعة يعطى بالعلاقة التالية:

$$S_{xx}^{within} = \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (X_{it} - \bar{X})(X_{it} - \bar{X})' \quad \text{and} \quad S_{xy}^{within} = \sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T (X_{it} - \bar{X})(y_{it} - \bar{y})$$

وأخيرا بالنسبة للمعادلة (7-3) يعني أن متوسط المجموعة هو المتوسط الكلي، والمصفوفات اللحظية هي مجموع المربعات والنواتج المتقاطعة بين المجموعات "between-groups" أي تباين متوسطات المجموعات حول المتوسطات الكلية، كما هو موضح بالعلاقة التالية:²

$$S_{xx}^{between} = \sum_{i=1}^n T(\bar{X}_i - \bar{X})(\bar{X}_i - \bar{X})' \quad \text{and} \quad S_{xy}^{between} = \sum_{i=1}^n T(\bar{X}_i - \bar{X})(\bar{y}_i - \bar{y})$$

ويتم التحقق من ذلك من خلال:

$$S_{xx}^{Total} = S_{xx}^{within} + S_{xx}^{between} \quad \text{and} \quad S_{xy}^{Total} = S_{xy}^{within} + S_{xy}^{between}$$

وبناء على ما سبق فإنه توجد ثلاثة تقديرات ممكنة لـ β باستخدام طريقة (OLS)، إما بمقدر طريقة المربعات الصغرى:

$$\mathbf{b}^{total} = [\mathbf{S}_{xx}^{total}]^{-1} \mathbf{S}_{xy}^{total} = [\mathbf{S}_{xx}^{within} + \mathbf{S}_{xx}^{between}]^{-1} [\mathbf{S}_{xy}^{within} + \mathbf{S}_{xy}^{between}] \quad (7-4)$$

أو باستخدام مقدر داخل المجموعات "within-groups" كما يلي:

¹ - عليوة علي (2020)، مرجع سبق ذكره، ص 119.

² - William H. Greene. (2002), Op-Cit, P289

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

$$b^{within} = [S_{xx}^{within}]^{-1} S_{xy}^{within} \quad (7-5)$$

أو باستخدام طريقة الفروقات ما بين المجموعات التي تعرف بـ "group means estimator" كما يلي:

$$b^{between} = [S_{xx}^{between}]^{-1} S_{xy}^{between} \quad (7-6)$$

الفرع الثالث: نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effects Model

عندما يتم تحليل بيانات البانل فإنه يتم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة للتخلص من مشكلة عدم التجانس الملحوظ (a_i) (unobserved heterogeneity) لأنه يفترض أنه مرتبط بالمتغيرات التفسيرية (x_{itj})، وعندما تكون (a_i) مستقلة عن كل متغير مفسر فإن نموذج التأثيرات الثابتة لإزالة التجانس الغير ملحوظ ينتج عنه مقدرات غير كفؤة (Baltagi, 2001; Greene, 2003). وفي هذه الحالة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية أو ما يعرف أيضا بـ (components model the variance) أو error components model، الذي يعتبر التجانس غير الملحوظ كمتغير عشوائي بدلا من ثابت (Baltagi, 2001; Greene, 2003). ويكون هذا النموذج ملائما عندما يتم إختيار وحدات المقطع العرضي عشوائيا من حجم عينة كبير، ففي حالة معرفة بنية التباين بين المجموعات يتم تقدير نموذج التأثيرات العشوائية بطريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Squares (GLS))، أما في الحالة الأخرى التي يكون فيها التباين غير معروف يتم تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى المعممة المقدرة (Feasible Generalized Least Squares (FGLS)).¹

نموذج التأثيرات العشوائية أو ما يعرف أيضا بنموذج مكونات حد الخطأ (error components model) يقوم على فكرة أن القاطع i (intercept) هو متغير عشوائي بمتوسط قيمة a_1 (without subscript i) وحد الخطأ بمتوسط قيمة تساوي 0 وتباين σ_ε^2 كما هو موضح في الصيغة التالية:²

$$\alpha_{1i} = \alpha_1 + \varepsilon_i, \quad i = 1, \dots, i$$

ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية هي متغيرات عشوائية مستقلة تضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، وبمقارنته مع نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) فإن هذا الأخير يفترض أن كل مفردة تأخذ قاطعا مختلفا، في حين نموذج الآثار العشوائية يفترض أن كل مفردة تختلف في حدها العشوائي³، وتكتب معادلة هذا النموذج بالصيغة الرياضية التالية:

$$Y_{it} = X'_{it}\beta + (\alpha + \mu_i) + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

حيث:

$$E[\varepsilon_{it}|X] = E[\mu_i|X] = 0,$$

$$E[\varepsilon_{it}^2|X] = \sigma_\varepsilon^2,$$

$$E[\mu_i^2|X] = \sigma_\mu^2,$$

$$E[\varepsilon_{it}\mu_j|X] = 0 \text{ for all } i, t \text{ and } j,$$

¹ -EOM, T. H, Lee, S. H, & Xu, H. (2008), **Introduction to Panel Data Analysis : Concepts and Practices**. Public Administration and Public Policy-New York, 134-589 ; P583

² - Gil-Garcia, J. R & Puron-Cid, G. (2014), **OP-Cit**, P208.

³ - كزرة مجاهد (2016)، مرجع سبق ذكره، ص155.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

$$E[\varepsilon_{it}\varepsilon_{js}|X] = 0 \text{ if } t \neq s \text{ or } i \neq j,$$

$$E[\mu_i\mu_j|X] = 0 \text{ if } i \neq j$$

$$\eta_i = [\eta_{i1}, \eta_{i2}, \dots, \eta_{iT}] \text{ و } \eta_{it} = \varepsilon_{it} + \mu_i$$

$$E[\eta_{it}^2|X] = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2,$$

$$E[\eta_{it}\eta_{is}|X] = \sigma_\mu^2, t \neq s$$

$$E[\eta_{it}\eta_{js}|X] = 0 \text{ for all } t \text{ and } s \text{ if } i \neq j.$$

من أجل المشاهدات T للوحدة i و $\Sigma = [\eta_i\eta_i'|X]$ ، والذي يمثل بالمصفوفة القطرية التالية:

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \dots & \sigma_\mu^2 \\ \sigma_\mu^2 & \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \dots & \sigma_\mu^2 \\ & \dots & \dots & \dots & \dots \\ \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \sigma_\mu^2 & \dots & \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2 \end{bmatrix} = \sigma_\varepsilon^2 \mathbf{I}_T + \sigma_\mu^2 \mathbf{i}_T \mathbf{i}_T'$$

حيث: \mathbf{i}_T هو متجه عمودي $T \times 1$ من 1s، وبما أن المشاهدات i و j مستقلة فإن مصفوفة التباين المشترك لكل المشاهدات تكتب على الشكل:

$$\Omega = \begin{bmatrix} \Sigma & 0 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \Sigma & 0 & \dots & 0 \\ & & \vdots & & \\ 0 & 0 & 0 & \dots & \Sigma \end{bmatrix} = \mathbf{I}_n \otimes \Sigma$$

1. طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS): Generalized Least Squares

تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) مع افتراض أن مصفوفة التباين والتباين المشترك معروفة (Ω)، ومن خلال هذه الطريقة يعطى مقدر معلمة النموذج بالصيغة الرياضية التالية¹:

$$\hat{\beta} = (X'\Omega^{-1}X)^{-1}X'\Omega^{-1}y = \left(\sum_{i=1}^n X_i'\Omega^{-1}X_i \right)^{-1} \left(\sum_{i=1}^n X_i'\Omega^{-1}y_i \right)$$

حيث تمثل Ω^{-1} مقلوب مصفوفة التباين والتباين المشترك.

لحساب هذا المقدر عن طريق تحويل البيانات واستخدام طريقة (OLS) مع البيانات المحولة يتطلب: $\Omega^{-1/2} = [\mathbf{I}_n \otimes \Sigma]^{-1/2}$ ، نحتاج فقط حساب $\Sigma^{-1/2}$ التي تعطى بالعلاقة: $\Sigma^{-1/2} = \frac{1}{\sigma_\varepsilon} \left[\mathbf{I} - \frac{\theta}{T} \mathbf{i}_T \mathbf{i}_T' \right]$ حيث: $\theta = 1 - \frac{\sigma_\varepsilon}{\sqrt{\sigma_\varepsilon^2 + T\sigma_\mu^2}}$

¹ - William H. Greene. (2002), **Op-Cit**, P295-296

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

ويمكن القول أن التقدير بطريقة (GLS) مثل التقدير بطريقة (OLS) هو متوسط مرجح لمصفوفة المقدرات داخل وبين المجموعات:

$$\hat{\beta} = \hat{F}^{within} b^{within} + (I - \hat{F}^{within}) b^{between}$$

$$\hat{F}^{with} = [S_{xx}^{within} + \lambda S_{xx}^{between}]^{-1} S_{xx}^{within}, \quad \lambda = \frac{\sigma_{\varepsilon}^2}{\sigma_{\varepsilon}^2 + T\sigma_{\mu}^2} = (1 - \theta)^2 \quad \text{حيث:}$$

2. طريقة المربعات الصغرى المعممة المقدر (Feasible Generalized Least Squares When Σ is Unknown) إذا كانت مصفوفة التباين والتباين المشترك غير معروفة (Ω) فإنه في هذه الحالة يتم إستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة المقدر (FGLS)، كما هو موضح في المعادلات التالية:

$$y_{it} = X'_{it}\beta + \alpha + \varepsilon_{it} + \mu_i \quad \text{and} \quad \bar{y}_i = \bar{X}'_i\beta + \alpha + \bar{\varepsilon}_i + \mu_i$$

لذلك فإن أخذ إنحرافات متوسطات المجموعة يعني إزالة عدم التجانس (heterogeneity):

$$y_{it} - \bar{y}_i = [X_{it} - \bar{X}_i]' \beta + [\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i] \quad (9)$$

حيث:

$$E \left[\sum_{t=1}^T (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)^2 \right] = (T - 1)\sigma_{\varepsilon}^2$$

إذا شوهدت β (were observed)، ثم مقدر غير متحيز (unbiased estimator) لـ (σ_{ε}^2) بناء على T مشاهدات في المجموعة i فإن مقدر التباين (σ_{ε}^2) تعطى بالعلاقة التالية:

$$\sigma_{\varepsilon}^2(i) = \frac{\sum_{t=1}^T (\varepsilon_{it} - \bar{\varepsilon}_i)^2}{T - 1}$$

حيث: β يجب تقديرها كما هو موضح في المعادلة (8)، يشير مقدر التباين باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية (LSDV) أنه متسق وغير متحيز بشكل عام، ويصحح درجات الحرية، وتستخدم بواقي التقدير بطريقة (LSDV) في:

$$S_e^2(i) = \frac{\sum_{t=1}^T (e_{it} - \bar{e}_i)^2}{T - K - 1}$$

- لدينا عدد n من المقدرات، لذا نحصل في المتوسط على:

$$\bar{s}_e^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n S_e^2(i) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left[\frac{\sum_{t=1}^T (e_{it} - \bar{e}_i)^2}{T - K - 1} \right] = \frac{\sum_{n=1}^n \sum_{t=1}^T (e_{it} - \bar{e}_i)^2}{nT - nK - n}$$

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

درجات الحرية المصححة في المقدرة \bar{s}^2 مفرطة (Excessive) لأنها تفترض أن α و β يعاد تقييمهما لكل فرد i . عدد المعلمات المقدرة n لـ K إنحدار (K slopes)، لذا يقترح المقدر الغير متحيز بالعلاقة التالية:

$$\hat{\sigma}_\varepsilon^2 = S_{LSDV}^2 = \frac{\sum_{n=1}^n \sum_{t=1}^T (e_{it} - \bar{e}_i)^2}{nT - nK - n}$$

وهذا ما يمثل مقدرة التباين في نموذج (LSDV) كما هو موضح في المعادلة (6)، لتبقى مقدرة التباين σ_μ^2 أو ما يعرف بمقدرة التباين بين المجموعات "Between-Groups"، التي يتم الوصول إليها من خلال حساب تباين النموذج الإجمالي الذي يضم الثابت المشترك (Pooled)، كما توضحه الصيغة الرياضية التالية¹:

$$Plim S_{Pooled}^2 = Plim \frac{ee'}{nT - K - 1} = \sigma_\varepsilon^2 + \sigma_\mu^2 \Rightarrow \hat{\sigma}_\mu^2 = S_{Pooled}^2 - S_{LSDV}^2$$

الفرع الرابع: إختبارات المفاضلة بين النماذج الأساسية

توجد العديد من الإختبارات والفروض الإحصائية التي يتم على إثرها المفاضلة بين مختلف نماذج البانل (PRM, FEM, REM)، ومن جملة هذه الإختبارات نجد:

- إختبار التجانس لـ (Hsiao, 1986)؛
- إختبار فيشر المقيد (F-test for Fixed Effects)؛
- إختبار هوسمان (Hausman Test for Comparing Fixed and Random Effects)؛
- إختبار مضاعف لاغرونج (Breusch-Pagan LM Test for Random Effects)؛
- إختبار شاو (Chow Test for Poolability)؛

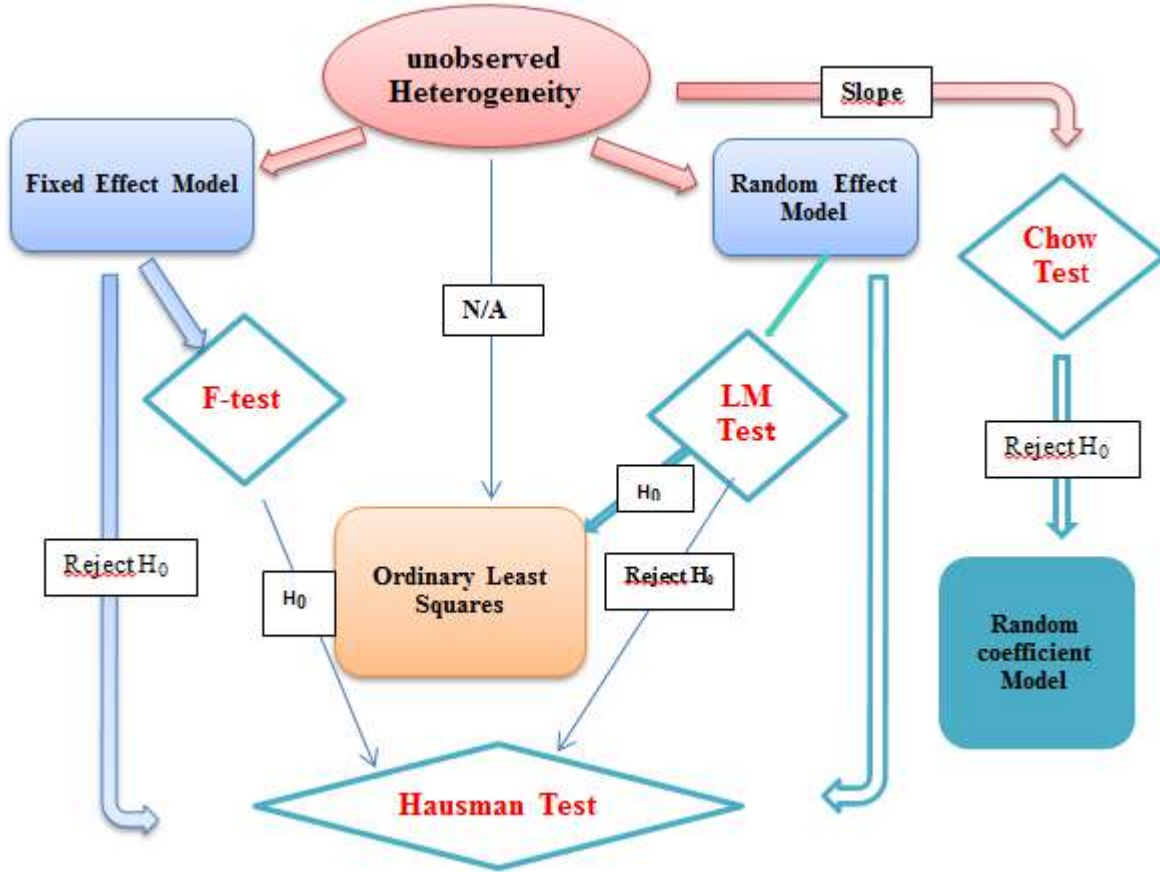
والشكل الموالي يوضح أهم إختبارات المفاضلة بين نماذج البانل الأساسية².

¹ - بدرابي شهيناز (2015)، مرجع سبق ذكره، ص 219.

² - Park, H. M. (2011). *Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using stata*. *Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan*, 12, (1-52); P16

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

شكل رقم (1-3): إختبارات المفاضلة بين نماذج البانل (PRM, FEM, REM)



Source: Park, H. M. (2011). *Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using stata*. Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, 12, (1-52); P16 (بتصرف)

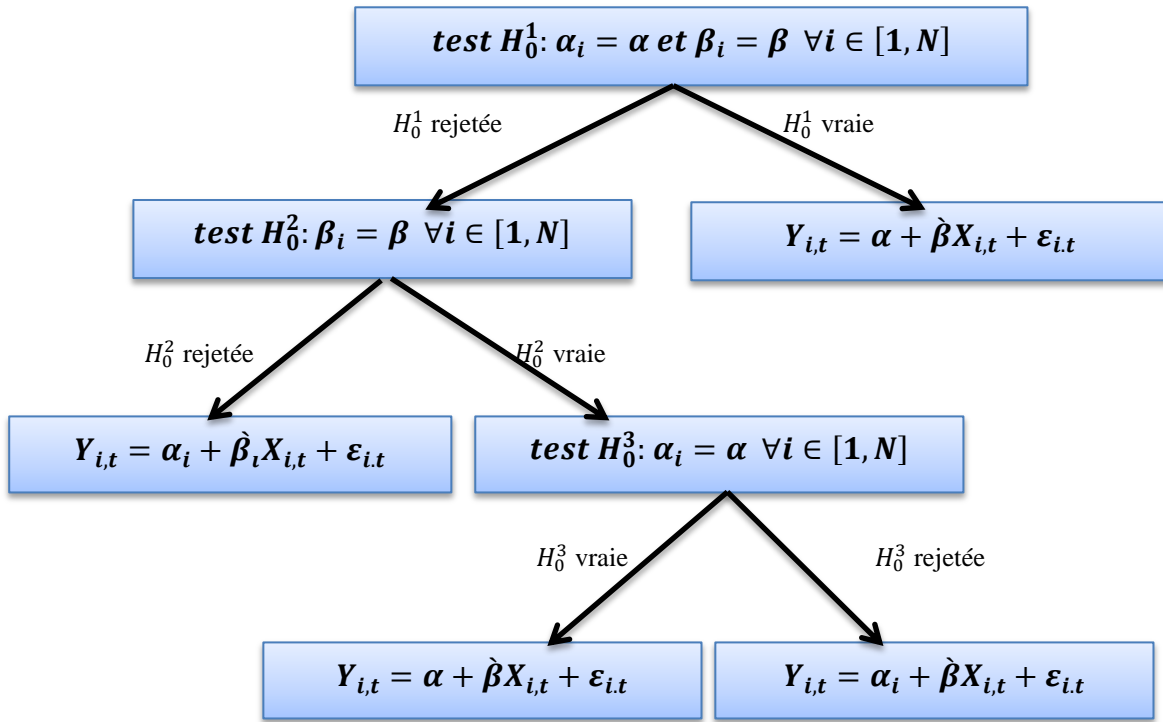
1. إختبار التجانس الإندماجي:

يفترض على أي باحث قبل القيام بأي خطوة حيال نموذج الدراسة القيام بإختبارات التجانس المقترحة من قبل (Hsiao, 1986) لمعرفة خصوصية بيانات عينة الدراسة من حيث التجانس الكلي، الجزئي أو عدم التجانس الكلي، وهذا ما سوف يسمح بتحديد نوع النموذج الذي يتوافق ومعطيات الدراسة، فهو يحدد ما إذا كنا أمام نموذج متطابق لكل المفردات (التجانس التام للمعلمات والثوابت) أم العكس في حالة ما إذا كانت خصوصية خاصة بكل مفردة (تجانس جزئي أو عدم التجانس التام) والشكل الموالي يبين خطوات ومراحل إختبار هذا النموذج¹.

¹- Bourbonnais, R. (2015). *économétrie-Cours et exercices corrigés*, 9^{ème} édition, Dunod. P349..

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

شكل رقم (2.3): خطوات اختبار التجانس لـ (Hsiao test 1986)



Source: Bourbonnais, R. (2015). économétrie-Cours et exercices corrigés, 9^{ème} édition Dunod. P349.

إنطلاقاً من مخطط (Hsiao test 1986) أعلاه نحاول تقديم شرح للمراحل والخطوات الثلاثة الأساسية التي تضمنها هذا الاختبار بإيجاز فيما يلي:

المرحلة الأولى: اختبار التجانس الكلي: تتمثل أولى خطوات هذا النموذج في اختبار بنية التجانس التام القائم على فرضية تطابق الثوابت α_i وتماثل شعاع المعلمات β_i في ظل الفرضيات التالية¹:

$$H_0^1: \alpha_i = \alpha ; \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1; N]$$

ولإثبات أو نفي صحة هذه الفرضية يتم الاعتماد على إحصائية فيشر المقدمة لاختبار التجانس الكلي للنموذج، ونرمز لها بالرمز F_1 وتتبع توزيع Fisher مع $(K+1)$ ودرجة حرية $[NT - N(K + 1)]$ ، وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$F_1 = \frac{SCR_{1.c} - SCR_1 / [(N - 1)(K + 1)]}{SCR_1 / [NT - N(K + 1)]}$$

حيث:

$SCR_{1.c}$: مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد: $y_{it} = \alpha_i + \beta_i' X_{it} + \epsilon_{it}$

SCR_1 : مجموع مربعات النموذج 1 (الغير مقيد)

¹ - Hurlin. C (2006), L'économétrie des données de Panel Modèles Linéaires Simples, Ecole Doctorale Edocif : Séminaire Méthodologique, P11. Disponible sur : https://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel_Chap1.pdf

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

ففي ظل قبول الفرضية الصفرية فهذا يعني أن النموذج متجانس كلي، أما في حالة رفض فرضية العدم يتم الانتقال إلى المرحلة الثانية، لمعرفة إن كان عدم التجانس مصدره المعاملات i .

المرحلة الثانية: إختبار تجانس المعاملات β_i

يتم من خلال هذه المرحلة إختبار وتأكيد مصدر حالة عدم التجانس إنطلاقاً من الفرضية العدمية التي تنص على¹:

$$H_0^2: \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1; N]$$

وباتباع نفس الخطوات المطبقة في المرحلة الأولى، أي باستخدام إحصائية F_2 لتجانس المعاملات β تتبع توزيع Fisher مع $(N-1)$ ودرجة حرية $[NT - N(K + 1)]$ ، كما هو موضح في الصيغة التالية:

$$F_2 = \frac{SCR_{1,c'} - SCR_1 / [(N - 1)K]}{SCR_1 / [NT - N(K + 1)]}$$

حيث: $SCR_{1,c'}$: تمثل مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد (modèle à effets individuels)؛

ففي حالة رفض فرضية العدم التي تنص على تجانس المعاملات β ، أي أن الثوابت α_i فقط تكون متجانسة بين المفردات، وعليه يتم رفض بنية البانل كلية (عدم تجانس كلي)، ويتم في هذه الحالة تقدير معلمات الأشعة باستخدام مختلف النماذج مفردة مفردة وتكون المعادلة بالشكل $(y_{it} = \alpha + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it})$. أما إذا تم قبول فرضية العدم يتم الانتقال إلى الخطوة الموالية.

المرحلة الثالثة: إختبار تجانس المعاملات α_i

يتم في هذه المرحلة إختبار تجانس الثوابت α_i في ظل قبول فرضية العدم لتجانس المعلمات β وتنص الفرضية الصفرية على²:

$$H_0^3: \alpha_i = \alpha ; \quad \forall i \in [1; N]$$

وبنفس الطريقة يتم حساب إحصائية فيشر F_3 التي تكتب على النحو التالي:

$$F_3 = \frac{SCR_{1,c} - SCR_{1,c'} / (N - 1)}{SCR_{1,c'} / [N(T - 1) - K]}$$

حيث: $SCR_{1,c'}$: تمثل مجموع مربعات بواقي النموذج الغير مقيد تحت قيد الفرضية $\beta_i = \beta$ (نموذج التأثيرات الثابتة)، و $SCR_{1,c}$ تمثل مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد (modèle de pooled): $y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it}$

وفي حالة رفض فرضية العدم لتجانس الثوابت نحصل على نموذج بانل ذو التأثيرات الفردية $(y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it})$.

¹ - خطاب خيرة (2020)، مرجع سبق ذكره، ص 223.

² - Hurlin. C (2006), Op-Cit ; P12.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

2. إختبار فيشر المقيّد (F-test for Fixed Effects):

يعتبر هذا الإختبار من بين الإختبارات الأساسية التي تسمح بالمفاضلة بين نماذج البانل الأساسية، ويستخدم أساساً للمفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ويعرف هذا الإختبار بإختبار إحصائية فيشر المقيّد-F (test)، فإذا أشار هذا الأخير إلى ملائمة نموذج الإنحدار التجميعي يتم التوقف عند هذه المرحلة ويعتبر النموذج التجميعي أكثر ملائمة، بينما إذا أشار هذا الإختبار إلى إختيار نموذج التأثيرات الثابتة فيتم الانتقال إلى إجراء إختبار ثان يتمثل في إختبار هوسمان (Hausman Test) يتم على إثره المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)¹. وتعطى العلاقة الرياضية لهذا الإختبار بالصيغة التالية²:

$$F(n-1, nT-n-k) = \frac{(e'e_{pooled} - e'e_{LSDV})/(n-1)}{(e'e_{pooled})/(nT-n-k)} = \frac{(R_{LSDV}^2 - R_{pooled}^2)/(n-1)}{(1 - R_{LSDV}^2)/(nT-n-k)}$$

حيث:

R_{LSDV}^2 : معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة ذو المتغيرات الصورية.

R_{pooled}^2 : معامل التحديد للنموذج التجميعي.

3. إختبار هوسمان (Hausman Test for Comparing Fixed and Random Effects):

يرى **Pesaran (2015)** أن مبدأ هذا الإختبار (Hausman principle) يمكن أن يطبق على مشاكل إختبار الفرضيات التي تتضمن مقدران (two estimators)، أحدهما يعرف بأنه متسق وكفاء (consistent and efficient) تحت قيد الفرضية العدمية، والآخر غير متسق (inconsistent) تحت قيد الفرض البديل، بينما المقدر الآخر متسق تحت قيد كلا الفرضيتين دون أن يكون بالضرورة كفاء، فالفكرة هي بناء إختبار إحصائي يركز على أساس الفرق بين المقدرين³.

وقد تم صياغة إختبار هوسمان (Hausman Test) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث قام هوسمان (1978) بتكييف إختبار بناء على فكرة أنه في ظل فرضية عدم وجود إرتباط، فإن كل من OLS و GLS متسقان، لكن OLS غير كفاءة في ظل الفرضية الصفرية وكفاءة في ظل الفرضية البديلة، أما GLS فهي ليس كذلك. وأفترض أن هناك مقدرين $\hat{\beta}_0$ و $\hat{\beta}_1$ لمعلمة المتجه β ، ووضع إجراءات لإختبار الفرضيتين تحت H_0 : فإن كلا المقدران متسقان، في حين $\hat{\beta}_0$ غير كفاءة، وتحت قيد الفرض البديل H_1 : فإن $\hat{\beta}_0$ متسقة وكفاءة لكن $\hat{\beta}_1$ غير كفاءة⁴. وتتمثل فرضيات هذا الإختبار في:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل (REM)؛

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل (FEM)؛

¹ - محمد الشريف بن زاوي، هاجر سلاطني (2015)، دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الانفاق الاستثماري العام على البنى التحتية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، العدد الثالث/ جوان 2015، ص82.

² - Park, H. M. (2011), **Op-Cit**; P13.

³ - Hashem Pesaran. (2015), **Time Series and Panel Data Econometrics**, OXFORD University Press, First Edition published; P659.

⁴ - Dimitrios Asteriou, Stephen G. Hall, (2007), **OP-Cit** ; P349.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

ويستخدم إختبار (Hausman Test) إحصائية H التي تتبع توزيع كاي مربع (χ^2) بدرجة حرية (k) كما يلي:

$$H = (\hat{\beta}^{FE} - \hat{\beta}^{RE})' [Var(\hat{\beta}^{FE}) - Var(\hat{\beta}^{RE})]^{-1} (\hat{\beta}^{FE} - \hat{\beta}^{RE}) \sim \chi^2(k)$$

حيث:

$(\hat{\beta}^{FE} - \hat{\beta}^{RE})$: تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية؛

$[Var(\hat{\beta}^{FE}) - Var(\hat{\beta}^{RE})]$: تمثل الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لمقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية؛

وخلاصة هذا الإختبار إذا كانت القيمة المحسوبة لهذا الإختبار أكبر من القيمة الجدولية يتم رفض فرضية العدم التي تنص على أفضلية نموذج التأثيرات العشوائية، وبالتالي قبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل والعكس صحيح.

4. إختبار مضاعف لاغرونج¹ (Breusch-Pagan LM Test for Random Effects):

يستخدم إختبار مضاعف (أو مضروب) لاغرونج (LM Test) والمقترح لأول مرة من قبل Breusch and Pagan (1980) للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)، ويطبق هذا الإختبار فقط مع نموذج التأثيرات العشوائية ويرتكز على بواقي التقدير بطريقة المربعات الصغرى (OLS) تحت قيد الفرضيتين التاليتين²:

$$H_0: \sigma_u^2 = 0 \quad (\text{or } Corr[\eta_{it}, \eta_{is}] = 0),$$

$$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$$

ويأخذ هذا الإختبار الصيغة الإحصائية التالية:

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{T^2 \bar{e}' \bar{e}}{e' e} - 1 \right]^2 \sim \chi^2 \quad (1)$$

كما قدم (Baltagi, 2001) نفس إختبار LM بصيغة أخرى مغايرة نورها فيما يلي³:

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum \sum e_{it}^2}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right]^2 = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum (T \bar{e}_{it})^2}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right] \sim \chi^2(1)$$

فإذا كانت القيمة المحسوبة لإختبار (LM) أقل من القيمة الجدولية عند درجة حرية واحدة، فهذا يعني أنه لا يمكن رفض فرضية العدم التي تنص على أفضلية نموذج التأثيرات العشوائية كأفضل وأكفاً مقدر⁴.

¹ - For more detail see : Badi H. Baltagi (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, Ltd, Third Edition; P59-60

² - William H. Greene. (2002), *Op-Cit*, P299.

³ - Park, H. M. (2011), *Op-Cit*; P13.

⁴ - عليوة علي (2020)، مرجع سبق ذكره، ص125.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

5. إختبار شاو¹ (Chow Test for Poolability):

يستخدم إختبار شاو (Chow Test) للمفاضلة بين نموذج الإنحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) في تقدير بيانات البانل²، ويتم تقديره بالعلاقة الإحصائية التالية:

$$F[(n-1)(k+1), n(T-k-1)] = \frac{(e'e - \sum e_i e_i) / (n-1)(k+1)}{\sum e_i e_i / n(T-k-1)}$$

فإذا كانت نتائج هذا الإختبار:

$H_0: p > 0.05$ فإن نموذج الإنحدار التجميعي هو الأفضل (PRM)؛

$H_0: p < 0.05$ فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل (FEM)؛

المطلب الثالث: دراسة الإستقرارية وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل

تعد دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية لبيانات البانل من أهم الإختبارات التي تسبق تقدير النموذج، كما أن نتائج دراسة الإستقرارية تساهم في تحديد الأسلوب القياسي المستخدم في الدراسة، وتوجد العديد من الإختبارات التي تهتم بدراسة إستقرارية السلاسل الزمنية لبيانات البانل منها ما هو خاص بالجيل الأول ومنها ما هو خاص بالجيل الثاني. وتتفوق إختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على نظيرتها في السلاسل الزمنية الفردية بحكم إحتوائها على محتوى معلوماتي مقطعي وزمني في آن واحد، مما يجعل نتائج دراسة إستقرارية بيانات البانل أكثر دقة ومصداقية.

من أجل تطبيق إختبارات جذر الوحدة المناسبة لبيانات البانل والتكامل المشترك ينبغي التأكد أولاً كخطوة مهمة من الكشف عن مشكلة وجود الإرتباط بين الوحدات المقطعية (Cross-section Dependence)، فإذا لم تؤخذ العلاقات بين بيانات المقطع العرضي في الحسبان فإن ذلك يؤدي حتماً إلى تقديرات غير كفؤة وغير متسقة، وبالتالي الوصول إلى نتائج تقدير مضللة كالإنحدار الزائف (spurious inference) على سبيل المثال.

الفرع الأول: إختبار الإرتباط بين المقاطع العرضية (Cross-Section Dependence Test)

يعد الكشف عن مشكلة الإرتباط بين المقاطع العرضية (Cross-section Dependence) من المواضيع التي أثارت اهتمام الباحثين والمختصين، فقد أدى توافر بيانات الماكرو بانل (macro panel data) خلال العقود القليلة الماضية إلى تطورات ملحوظة في بيانات البانل الغير مستقرة (non-stationary panel data) مع إرتباط المقاطع العرضية (Eberhardt, 2009; Sarafidis and Wansbeek, 2012) هذا النوع من الإرتباطات التي قد تنشأ من الصدمات العالمية المشتركة (globally common shocks) مع التأثير غير المتجانس عبر البلدان، مثل أزمة النفط في السبعينات أو الأزمة المالية العالمية لسنة 2008³.

¹ - For more detail see : Badi H. Baltagi (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, Ltd, Third Edition; P53-56.

² - Zulfikar, R & STp, M. M. (2019), Estimation Model and selection method of panel data regression : an overview of common effect, fixed effect and random effect model, P7. available at the following URL <file:///C:/Users/br/Downloads/Regression%20Analysis%20of%20Panel%20Data.pdf>

³ - Phung Thanh Binh (2020), *Notes on time series and panel time-series econometrics for junior researchers using Stata*, First Edition, UNIVERSITY OF ECONOMICS HO CHI MINH CITY SCHOOL OF ECONOMICS; P263. Available at: <file:///C:/Users/br/Downloads/Binh.2020.Notesontimeseriesandpaneltime-serieseconometricsforjuniorresearchersusingStata.pdf>

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

في أبحاث الاقتصاد الكلي، غالبا ما يكون الارتباط بين الوحدات المقطعية في بيانات البانل بسبب العولمة والتعاون الاقتصادي، يمكن أن ينتشر تأثير العوامل من دولة إلى أخرى، فالإتصال بين الدول قد يؤدي إلى مشكلة الارتباط المقطعي بين بيانات البانل (Wang, Bui, and Zhang, 2020).

لذا يعد فحص الارتباط بين الوحدات المقطعية في بيانات البانل أمر مهم قبل القيام بإختبارات جذر الوحدة لأن العديد من هذه الإختبارات تفترض الاستقلالية، وتطبيقها على بيانات بانل تعاني من مشكلة الارتباط بين وحداتها المقطعية يؤدي إلى تشوهات كبيرة في الحجم (O'Connell, Pesaran, 2015: p.750; Alam, Miah, Hammoudeh, and Tiwari, 2018; Pesaran, 2015: p.750). وفقا (Pesaran, 2015 ; P750) يمكن أن يؤدي تجاهل مشكلة الارتباط بين الوحدات المقطعية لبيانات البانل إلى نتائج سلبية، ويمكن أن تنتج أسباب هذا الارتباط عن حذف التأثيرات المشتركة المهملة (omitted common effects)¹ أو التأثيرات المكانية أو التفاعلات داخل الشبكات الإجتماعية والإقتصادية، وفي هذه الحالة تكون مقدرات البانل التقليدية مثل التقدير بطريقة التأثيرات الثابتة أو العشوائية غير كفؤة وغير متسقة².

وقد أقرح (Pesaran, 2004) إختبار CD test يتم تطبيقه عندما يكون N أكبر من T، ويعتمد هذا الإختبار على متوسط أزواج معاملات التصحيح (Pair correction coefficients ρ_{ij}) لبواقي التقدير الانحدار بطريقة المربعات الصغرى³.

$$CD_P = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)} \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{i,j}}$$

حيث:

$e_{i,t}$: بواقي التقدير بطريقة المربعات الصغرى ل $\mu_{i,t}$ و $\hat{\rho}_{i,j}$ عينة الارتباط الزوجي لبواقي التقدير؛

$$\hat{\rho}_{i,j} = \hat{\rho}_{j,i} = \frac{\sum_{t=1}^T e_{i,t} e_{j,t}}{(\sum_{t=1}^T e_{i,t}^2)^{1/2} (\sum_{t=1}^T e_{j,t}^2)^{1/2}}$$

2. إختبار تجانس معاملات الإنحدار (Slope Homogeneity tests)

تتمثل المشكلة الثانية في تحليل بيانات البانل في إختبار تجانس معاملات الإنحدار (Slope Homogeneity tests)، فإذا افترضنا تجانس بيانات البانل دون إختبارها، فإننا نفشل في ملاحظة الخصائص الخاصة بكل بلد (Bedir and Yilmaz, 2016)، وبصفة عامة إذا كانت معاملات الميل ثابتة (عبر الزمن) لكنها تتغير بانتظام عبر الوحدات فإن تطبيق المنهجية العامة إلى الخاصة (general-to-specific methodology) في نماذج البانل التقليدية (مثل نموذج التأثيرات الثابتة) يمكن أن يؤدي إلى نتائج مضللة كالإنحدار الزائف (spurious inference)⁴.

¹ - Hsiao, C. (2014). **Analysis of Panel Data**, Third Edition, Cambridge University Press; P327.

² - Hashem Pesaran. (2015), **Op-Cit** ; P750.

³ - Lingaraj. M, Ummalla. M, Jaganath. B, (2016), **Does tourism affect economic growth in Indian states ? Evidence from panel ARDL model**, Theoretical and Applied Economics, Volume XXIII, No. 1(606), Spring, pp. 183-194, P187.

⁴ - Phung Thanh Binh (2020), **Op-Cit** ; P268.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

بالنظر إلى النتائج الإحصائية الناتجة عن إهمال تجانس الميل فمن الضروري اختبار فرضية تجانس الميل، ونوضح ذلك من خلال النموذج التالي:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i' X_{it} + v_{it}$$

حيث:

α_i : معامل الحد الثابت

X_{it} : وجود عدد k من الملمات في مصفوفة المتغيرات المستقلة

β_i' : معاملات أشعة الميل غير معروفة (k-dimensional vector of unknown slope coefficients)

v_{it} : حد الخطأ المتعامد مع الآثار المقطعية والزمنية يتبع توزيع $IID \sim (0, \sigma_\mu^2)$

تحت الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \beta_i = \beta \quad \text{for all } i$$

$$H_1: \beta_i = \beta \quad \text{for a non - zero fraction of slopes}$$

ولعل الإختبار الذي طوره (Pesaran and Yamagata, 2008) من بين أهم الإختبارات الإحصائية المستخدمة في تجانس الميول والذي يأخذ الصيغة التالية¹:

$$\tilde{\Delta} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1} \tilde{S} - K}{\sqrt{2K}} \right)$$

حيث:

\tilde{S} : تشير إلى إختبار (modified Swamy test)، و K تشير إلى عدد المتغيرات المستقلة (number of regressors). وتحت قيد الفرضية الصفرية وبشرط $(N, T) \rightarrow \infty$ ، والخطأ العشوائي يتبع التوزيع الطبيعي، فإن: إختبار $\tilde{\Delta}$ يقترب من التوزيع الطبيعي المعياري (asymptotic standard normal distribution)، ويكتب $\tilde{\Delta}$ المعدل على الشكل:

$$\tilde{\Delta}_{adj} = \sqrt{N} \left(\frac{N^{-1} \tilde{S} - E(\tilde{Z}_{iT})}{\sqrt{Var(\tilde{Z}_{iT})}} \right)$$

حيث:

$$E(\tilde{Z}_{iT}) = K \quad \text{و} \quad Var(\tilde{Z}_{iT}) = 2k(T - k - 1)/(T + 1)$$

¹ - Ipid ; P269.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

الفرع الثاني: دراسة الإستقرارية لبيانات البانل (Panel unit root test)

تساعد نتائج إختبار الكشف عن إرتباط المقاطع العرضية (كما أشرنا إليها سابقا) في تحديد إختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل المناسبة لدراسة الإستقرارية وعلاقات التكامل المتزامن، فإذا أشارت إلى إستقلالية المقاطع العرضية فيتم الإعتماد على إختبارات الجيل الأول مثل (Im, Levin and Lin (1992, 1993), Levin, Lin and Chu (2002), Madala and Wu (1999), Pesaran and Shin (1997, 2002, 2003))، أما في حالة وجود إرتباط بين المقاطع العرضية فيتم إستخدام إختبارات الجيل الثاني مثل (Pesaran's Cross-Sectional Augmented Dickey-Fuller (CADF) Test, CIPS Test)، هذه الأخيرة التي تعد أكثر قوة في تصحيح حالة عدم التجانس منها في الجيل الأول، وفيما يلي سوف نقتصر على أهم الإختبارات التي تتماشى ودراستنا القياسية.

1. إختبار [LLC] Levin, Lin and Chu, 2002:

قدم كل من (Levin, Lin and Chu) من خلال سلسلة أعمالهم سنوات 1992، 1993 وحتى سنة 2002 مجموعة أبحاث تضمنت إختبار جذر الوحدة لمعطيات بيانات البانل والذي عرف باسمهم (LLC)، وذلك إستنادا على إختبارات جذر الوحدة في السلاسل الزمنية المقدم من قبل ديكي فولر (Deckey Fuller, 1979).¹

ومن أجل القيام بهذا الإختبار تم صياغة ثلاث نماذج للكشف عن وجود جذر الوحدة وإختبار الفرضيات كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (3-1): ملخص نماذج إختبارات جذر الوحدة والفرضيات المقترحة (Levin, Lin and Chu)

النموذج	إختبارات جذر الوحدة	مقترح إختبار الفرضيات
الأول	$\Delta Y_{i,t} = PY_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$	$H_0: P = 0$ $H_1: P < 0$
الثاني	$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + PY_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$ $i = 1,2,..n \quad t = 1,2, \dots T$	$H_0: P = 0, \quad \alpha_i = 0 \forall i = 1,2,..,n$ $H_1: P < 0, \quad \alpha_i \in R \forall i = 1,2,..,n$
الثالث	$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,t} + PY_{i,(t-1)} + \varepsilon_{i,t}$ $i = 1,2,..n \quad t = 1,2, \dots T$	$H_0: P = 0, \quad \beta_i = 0 \forall i = 1,2,..,n$ $H_1: P < 0, \quad \beta_i \in R \forall i = 1,2,..,n$

المصدر: صفاء عبد الله معطي، محمد أحمد سالم بلحويصل (2019)، استخدام تحليل بيانات البانل في نمذجة

علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية المفسرة بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة (2006-2013)، مجلة الريان

للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد الثاني، العدد (1)، ص 271

ومن الجدول أعلاه نلاحظ ما يلي:²

¹ - خطاب خيرة (2020)، مرجع سبق ذكره، ص 229.

² - صفاء عبد الله معطي، محمد أحمد سالم بلحويصل (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 272.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- تقوم النماذج الثلاثة على افتراض إستقلالية حدود الخطأ في البعد الفردي، كما تسمح باستعمال نظرية النهاية المركزية للحصول على توزيعات متقاربة؛

- إفتراض تجانس جذر الإنحدار الذاتي (Autoregressive (Pi=Pj=P)، وبالتالي عندما يكون هناك جذر الوحدة في حركة المتغيرة Y، فإما أن نقبل فرضية الجذر الأحادي لمجموع الفرديات أو نرفض الفرضية لذات السبب؛

- فرضيات العدم في النموذجين الثاني والثالث هي فرضيات مترافقة، ففي النموذج الثاني فرضية العدم هي فرضية جذر الوحدة لكل مفردات البانل (Pi=P=0) مترافقة مع فرضية غياب الأثر الفردي وبالتحديد إنعدام كل الحدود الثابتة ($\alpha_i = 0$)، أما في النموذج الثالث فإن فرضية العدم تقتضي إختبار فرضية جذر الوحدة كما في النموذج الثاني مع غياب مركبة الإتجاه العام من أجل كل مفردات البانل ($\beta_i = 0$).

2. إختبار [CIPS] Pesaran's CIPS:

أهتم الباحثون في السنوات الأخيرة من العقدين الماضيين بموضوع إستقرارية السلاسل الزمنية لبيانات البانل وقدموا انتقادات كبيرة لإختبارات الجيل الأول التي كانت تفترض إستقلالية المقطع العرضي بين الوحدات، إذ أظهر (O'Connell, 1998) أن عدم الكشف عن مشكلة الإرتباط بين المقاطع العرضية يمكن أن يؤدي إلى تحيز شديد في إختبارات جذر الوحدة للجيل الأول، ومن ثم زاد إهتمام الباحثين بتطوير إختبارات جديدة عرف بـ "إختبارات جذر الوحدة من الجيل الثاني".

يعتبر إختبار **CIPS Test** من أهم الإختبارات التي تهتم بمشكلة الإرتباط التسلسلي (serial correlation) وقبول حالات عدم التجانس بين الوحدات في بيانات البانل الديناميكي¹، أفترحها Im-Pesaran-Shin (2006) (Pesaran, 2006) والتي تركز على تحديد عامل مشترك واحد لبنية الإرتباط المقطعي (-single common factor specification for the cross-correlation structure)، ليكن لدينا نموذج بانل ديناميكي خطي غير متجانس كما يلي:²

$$Z_{it} = (1 - \phi_i)\mu_i + \phi_i Z_{i,t-1} + \mu_{it} \quad (1)$$

حيث: μ_{it} (one common factor structure)

$$\mu_{it} = \gamma_i f_t + e_{it} \quad (2)$$

حيث: $f_t \sim i.i.d. (0, \sigma_f^2)$ يمثل التأثير المشترك غير الملاحظ، $\gamma_i \sim i.i.d. (0, \gamma^2)$ تحميل العامل الفردي (individual factor loading) و e_{it} المركب الفردي الخاص الذي يمكن أن يكون $i.i.d. (0, \sigma_i^2)$ أو بشكل عام إنحدار ذاتي مستقر (stationary autoregressive process)، حيث يكون لدينا إنطلاقاً من المعادلتين (1) و(2) ما يلي:

$$\Delta Z_{it} = \alpha_i + \beta_i Z_{i,t-1} + e_{i,t}$$

¹ -Michael Appiah & Al (2020), Capital Market and Financial Development on Growth : A Panel ARDL Analysis, Indonesian Capital Market Review 12 (2020) 28-41 ; P33.

² - Andrea Cerza, (2008), CIPS test for Unit Root in Panel Data : further Monte Carlo results. " Economics Bulletin, Vol. 3, No. 16 pp. 1-13 ; P1.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

أفترح (Pesaran, 2006) أن يكون العامل المشترك t كوكيل عن متوسط المقطع العرضي Z_{it} ، يسمى $\bar{Z}_t = N^{-1} \sum_{i=1}^N Z_{it}$ وبقيمة تأخير $\bar{Z}_{t-1}, \bar{Z}_{t-2}, \dots$ يمكن الآن أن يستند إختبار غياب جذر الوحدة فيما يتعلق بالوحدة i إستناداً إلى نسبة t في تقدير طريقة المربعات الصغرى إلى β_i في إنحدار (cross-sectionally augmented Dickey-Fuller) regression ((CADF)).

$$\Delta Z_{it} = a_i + b_i Z_{i,t-1} + c_i \bar{Z}_{t-1} + d_i \Delta \bar{Z}_t + e_{it}$$

ويتم هذا الإختبار تحت الفرضيتين:

$$H_0: \beta_i = 0 \text{ For all } i,$$

$$H_1: \beta_i < 0, \dots, \beta_{N_0} < 0, N_0 \leq N \text{ in the whole panel data set}$$

ويكتب هذا الإختبار (CADF) بالصيغة الرياضية التالية:¹

$$CIPS(N, T) = N^{-1} \sum_{i=1}^N t_i(N, T)$$

3. إختبار [CADF] Pesaran's Cross-Sectional Augmented Dickey-Fuller

بعد تأكيد وجود مشكلة الإرتباط بين المقاطع العرضية، ومن أجل فهم خصائص إستقرارية المتغيرات، يجب تطبيق إختبار (CADF test) المقترح من قبل (Pesaran)، فمن خلال هذا الإختبار يمكن حل مشكلة الإرتباط بين المقاطع والذي يعتمد على إختبار ديكي فولر الموسع (augmenting the standard Dickey-Fuller regression) بمتوسطات مقطعية عرضية بمستويات مبطنة وفروقات أولى للسلاسل الفردية، وتأخذ معادلة CADF التي قدمها (Pesaran, 2007) الصيغة التالية:

$$CADF = t_i(N, T) = \alpha_i + \beta_i y_{i,t-1} + \gamma_i \bar{y}_{t-1} + \varphi_i \Delta \bar{y}_t + e_{i,t} \quad (1)$$

حيث يتم إختبار فرضية جذر الوحدة بالاعتماد على تقدير طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) المستمدة من المعادلة (1) باستخدام إحصائية ستودنت $t_i(N, T)$ كما هو موضح بالمعادلة التالية:²

$$CADF = t_i(N, T) = \frac{\Delta y_i' \bar{M}_w y_{i-1}}{\hat{\delta}_j (y_{i-1}' \bar{M}_w y_{i-1})^{1/2}} \quad (2)$$

حيث:

$$\Delta y_i = (\Delta y_{i,1}, \Delta y_{i,2}, \dots, \Delta y_{i,T})', y_{i,-1} = (y_{i,0}, y_{i,1}, \dots, y_{i,t-1})', \tau_T = (1, 1, \dots, 1)'$$

$$M_w = I_T - \bar{W} (\bar{W}' \bar{W})^{-1} \bar{W}', \bar{W} = (\tau, \Delta \bar{y}, \bar{y}_{-1})$$

$$\Delta \bar{y} = (\bar{y}_1, \bar{y}_2, \dots, \bar{y}_T)', \bar{y}_{-1} = (\bar{y}_0, \bar{y}_1, \dots, \bar{y}_{t-1})'$$

$$\hat{\delta}_i^2 = \frac{\Delta y_i' M_{i,w} \Delta y_i}{T-4} M_{i,w} = I_T - G_i (G_i' G_i)^{-1} G_i' \text{ and } G_i = (\bar{W}, y_{i,-1})$$

¹ - Ipid, P2.

² - Lingaraj. M, Ummalla. M, Jaganath. B, (2016), Op-Cit ; P188.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

الفرع الثالث: دراسة علاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، نقوم باستخدام إختبار (Pedroni, 1999) وإختبار (Westerlund & L. Edgerton, 2007) الذي يصلح في الحالات التي تكون فيها حالة عدم التجانس كبيرة في حالة التكامل المشترك في الأجل الطويل وكذا في الأجل القصير الديناميكي مع وجود مشكلة الإرتباط بين المقاطع العرضية (Persyn & Westerlund, 2008)¹.

1. إختبار بدروني للتكامل المشترك (Pedroni Résidual Cointegration Test):

يعد إختبار بدروني (Pedroni, 2004) من أهم الإختبارات المستخدمة في دراسة علاقات التكامل المشترك، والذي هو في الحقيقة إختبار موسع لـ (Angel-Granger) للتكامل المشترك يركز على تقدير بواقى علاقات الأجل الطويل، حيث قدم Pedroni عددا من الإختبارات للتكامل المشترك لبيانات البانل التي تسمح بتباين القواطع ومعلمات الإنحاح عبر الدول وفق الصيغة التالية:²

$$Y_{it} = \alpha_i t + \delta_i t + \beta_{1i} X_{1i,t} + \beta_{2i} X_{2i,t} + \dots + \beta_{Mi} X_{Mi,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

حيث يفترض أن تكون (Y) و (X) متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، والمعلمات (α_i) و (δ_i) تمثل الآثار الفردية وآثار الإنحاح على التوالي. ويتم الحصول على بواقى الإنحدار ثم رتبة تكاملها لكل دولة كما يلي:

$$e_{it} = \rho_i e_{it} + \sum_{j=1}^{P_i} \psi_{ij} \Delta \varepsilon_{i,t-j} + V_{i,t}$$

ويقترح Pedroni سبعة إختبارات لكشف وإثبات العلاقات التوازنية طويلة المدى وفق الإنحدار الممثل في المعادلة (1)، وتنقسم هذه الإختبارات إلى مجموعتين، أربعة منها خاصة ببيانات البانل والمصنفة في نظره بإختبار البعد لكل دولة³، تحت الفرضيتين: فرضية عدم التنص على عدم وجود تكامل مشترك $(\rho_i = 1)$ مقابل فرضيتين بديلتين هما: فرضية التجانس لكل الدول $(\rho_i = p < 1 \text{ for all } i)$ والتي أطلق عليها إختبار البعد الداخلي أو إحصائية البانل وتشمل: ADF, PP, RHO and V ، وفرضية عدم التجانس لكل دولة $(\rho_i < 1 \text{ for all } i)$ التي يصفها بالبعد البيئي أو إحصائية المجموعة، أما المجموعة الثانية التي تشمل ثلاث إختبارات هي: ADF, PP, RHO.⁴

¹ - سيد علي صغيري، عماد غزالي، محمد بولصنام، (2021)، أثر الإستقرار السياسي والحرية الإقتصادية على النمو الاقتصادي في دول أوروبا وآسيا الوسطى خلال الفترة (1996-2018)، باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل (Panel ARDL)، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، جامعة عمار التليجي الأغواط، المجلد 12، العدد: 01 (20121)، ص ص 387-404، ص396.

² - علي عليوة، عبد الوهاب دادن (2020)، أثر سلوك التحرير المالي على أداء السياسات المالية للدول النامية: دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل لعينة مكونة من 19 دولة خلال الفترة (1995-2018)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، المجلد 20 (العدد 01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 293-306، ص 298.

³ - خيرة خطاب (2020)، مرجع سبق ذكره، ص236.

⁴ - علي عليوة، عبد الوهاب دادن (2020)، مرجع سبق ذكره، ص298.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

2. إختبار واسترلاند للتكامل المشترك (Westerlund Cointegration Test, 2007)

قام (Westerlund, 2007) بتطوير أربع إختبارات للتكامل المشترك لبيانات البانل والتي تعتبر إمتداداً لأعمال كل من (Banerjee et al, 1998)، وتعتمد هذه الإختبارات على هيكل البيانات بدلا من البواقي الديناميكية وتسمح بدرجة كبيرة من عدم التجانس (على سبيل المثال التأثيرات الفردية الديناميكية على المدى القصير، المقاطع، الإتجاهات الخطية ومعلمات الإنحدار)، ويفترض أن تكون جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (I(1)، وفق الصيغة التالية:¹

$$\Delta y_{it} = \delta'_i d_t + \alpha_i (y_{i,t-1} - \beta'_i x_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^{\rho_i} \alpha_{ij} \Delta y_{i,t-1} + \sum_{j=0}^{\rho_i} \gamma_{ij} \Delta x_{i,t-j} + e_{it}$$

حيث:

$i = 1, \dots, N$ و $t = 1, \dots, T$ تشير إلى السلسلة الزمنية ووحدات المقاطع العرضية على الترتيب؛

d_t : تتضمن مركبات تحديدية (*deterministic components*) كل واحدة تأخذ ثلاث حالات هي: الحالة الأولى ($d_t = 0$) أي أن المعادلة (1) ليس لها حدود (أو غير محددة الطرفان *has no deterministic terms*)، الحالة الثانية ($d_t = 1$) أي أن Δy_{it} مولدة مع ثابت، وفي الحالة الثالثة $d_t = (1, t)'$ أي أن مولدة بكل من الثابت والإتجاه؛

إختبارات Westerlund للتكامل المشترك تستخدم الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك، مقابل الفرضية البديلة التي تنص على إفتراض تجانس α_i ، فعلى عكس إختبارات البانل للتكامل المشترك الأخرى لا يضع إختبار Westerlund أي قيد معلمة مشترك، وبموجب الفرضية البديلة يمكن التمييز بين إختبارات متوسط المجموعة وإختبارات البانل. يمكن حساب إختبارات متوسط المجموعة من خلال الصيغة التالية:²

$$G_\alpha = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{T\hat{\alpha}_i}{\hat{\alpha}_i} \quad \text{و} \quad G_T = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \frac{\hat{\alpha}_i}{SE(\hat{\alpha}_i)}$$

تعطى إحصائيات البانل بالعلاقة:

$$P_\alpha = T\hat{\alpha} \quad \text{و} \quad P_T = \frac{\hat{\alpha}}{SE(\hat{\alpha})}$$

3. إختبار (KAO) للتكامل المشترك

قدم (KAO, 1999) نوعين من إختبارات للتكامل المشترك في بيانات البانل تركز على بواقي تقدير إختبارات جذر الوحدة لديكي فولر (DF) وديكي فولر الموسع (ADF) والمشابهة لإختبار Pedroni، لكنها تحدد الإنحدار الأولي مع المقاطع الفردية، وبدون إتجاه محدد ومعاملات إنحدار متجانسة، وتتقارب إختبارات KAO مع التوزيع الطبيعي المعياري من خلال نظريات الحد المتسلسل (Sequential limit theory) (Baltagi, 2008 :293)³، على عكس إختبارات (Pedroni, 2004) يعتبر (KAO, 1999) متجهات التكامل المشترك متجانسة بين الأفراد بالإضافة إلى أن هذه الإختبارات لا تأخذ بعين الإعتبار عدم

¹ - Frimpong P.B (2012), **Population Health and Economic Growth : Panel Cointegration Analysis in Sub-Saharan Africa**, Master in Economic Development and Growth, School of Economics and Management, Lund University, P29.

² - Ibid, P30.

³ - Pedro M.G. Martins (2010), **Aid Absorption and Spending in Africa : A Panel Cointegration Approach**, CREDIT Research Paper, No. 10/06, The University of Nottingham, Centre for Research in Economic Development and International Trade (CREDIT) Nottingham, P18. available at the following URL. <http://www.nottingham.ac.uk/economics/credit/>

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

التجانس في ظل الفرضية البديلة، وباستخدام محاكاة (Monte Carlo) يشير (Gutierrez, 2003) إلى أفضلية إختبار KAO على إختبار Pedroni في حالة العينات الصغيرة وتعطي تقديرات جيدة¹.

ومن أجل دراسة فرضيات هذا الإختبار قدم KAO أربعة إحصائيات محسوبة من نوع (DF) وإحصائية واحدة من نوع (ADF)، ويعتمد النوع (DF) على نموذج الإنحدار التالي:²

$$y_{it} = \chi'_{it}\beta + Z'_{it}\gamma + e_{it} \quad (1)$$

حيث: $x_{it} = x_{it-1} + \varepsilon_{it}$

يمكن حساب إختبار KAO من نوع (DF) بالعلاقة التالية:

$$\hat{e}_{it} = \rho \hat{e}_{i,t-1} + v_{it}$$

حيث: $\hat{e} = \tilde{y}_{it} - \tilde{x}'_{it}\hat{\beta}$

ومن أجل إختبار الفرضية الصفرية لعدم التكامل المشترك والتي تكتب على الشكل: $H_0: \rho = 1$ ، يعطى تقدير ρ و t-statistic بطريقة المربعات الصغرى العادية بالصيغة التالية:

$$\hat{\rho} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it} \hat{e}_{i,t-1}}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{e}_{it}^2}$$

و

$$t_p = \frac{(\hat{\rho}-1) \sqrt{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{e}_{i,t-1}^2}}{s_e}$$

حيث:

$$s_e^2 = \frac{1}{NT} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T (\hat{e}_{it} - \hat{\rho} \hat{e}_{i,t-1})^2$$

وللإختبار من نوع (ADF) يمكن كتابة معادلة الإنحدار على الشكل التالي:

$$\hat{e}_{it} = \rho \hat{e}_{i,t-1} + \sum_{j=1}^p \theta_j \Delta \hat{e}_{i,t-j} + v_{itp} \quad (2)$$

وإنطلاقاً من الفرضية الصفرية لغياب التكامل المشترك، تكتب إحصائية إختبار ADF على النحو التالي:

$$ADF = \frac{t_{ADF} + \frac{\sqrt{6N\sigma_v}}{2\sigma_{Qv}}}{\sqrt{\frac{\sigma_{\hat{e}}^2}{2\sigma_v^2} + \frac{3\sigma_v^2}{10\sigma_{\hat{e}}^2}}}$$

حيث: t_{ADF} هو t-statistic لـ ρ في المعادلة (2).

¹ - Fousséni, N. A. P. O. (2018). **Human capital, manufacturing productivity and economic growth in WAEMU countries**, MPRA Paper 89450, University Library of Munich, Germany, P14. available at the following URL <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/89450/>

² -Badi H. Baltagi, Chihwa Kao, (2001), **Nonstationary Panels, Cointegration in Panels and Dynamic Panels : A survey**, Advances in Econometrics, Volume 15, Pages 7-51; P18. Published online : 08 Mar 2015; 7-51, Permanent link to this document : [https://doi.org/10.1016/S0731-9053\(00\)15002-9](https://doi.org/10.1016/S0731-9053(00)15002-9)

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

المبحث الثالث: الدراسة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية

لدراسة تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية قمنا ببناء نموذج قياسي يلم بجميع جوانب الدراسة النظرية انطلاقاً من ما توصلت إليه الدراسات النظرية والتطبيقية السابقة، نسعى من خلاله للإجابة عن جوهر الإشكالية المطروحة، وقد اعتمدنا في تحليل بيانات الدراسة على نماذج البانل الديناميكية (*Dynamic Panel Data Models*) والتي أصبحت في الآونة الأخيرة تكتسي أهمية بالغة في مختلف الدراسات والأبحاث، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 30 دولة نامية للفترة (2000-2018) بالإعتماد على برمجية (Stata 16).

المطلب الأول: الإطار العام للدراسة القياسية

نسعى فيما يلي إلى تحديد الإطار العام للدراسة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية بالتطبيق على عينة مكونة من 30 دولة نامية للفترة (2000-2018)، حيث سوف نتطرق بشكل تفصيلي للمنهجية المتبعة في هذه الدراسة، وتحديد النموذج القياسي ووصف دقيق لجميع متغيراته.

الفرع الأول: منهجية الدراسة القياسية

تتمثل منهجية هذه الدراسة في استخدام المنهج القياسي (*Panel Data*) للوقوف على ما ستسفر عنه نتائج تحليل تأثير عولمة الخدمات المالية في إطار منظمة التجارة العالمية (إتفاقية GATS) على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، وتقديم الحلول والإقتراحات التي نراها ملائمة خاصة وأن الجزائر مازالت تسعى جاهدة للانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، وللإجابة عن جوهر الإشكالية المطروحة وإختبار مدى صحة فرضيات هذه الدراسة حاولنا في البداية تقسيم نموذج الدراسة القياسية إلى جزئين: نموذج أول لدراسة تأثير التحرير المالي للخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية لعينة مكونة من 30 دولة نامية للفترة الممتدة من 2000 إلى 2018، ونموذج ثان حاولنا من خلاله إدراج مجموعة من الشروط المتعلقة بنجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية على نفس عينة دول النموذج الأول، وقد تمثلت هذه الشروط أساساً في مؤشر جودة الإطار المؤسسي (الفساد *Corruption*)، مؤشر جودة التنظيمات (*Regulatory Quality*) ومؤشر الإستقرار السياسي (*Political Stability*)، وهذا لأننا لاحظنا من خلال ما توصلت إليه نتائج الدراسات السابقة النظرية والتطبيقية بشأن تبني إجراءات التحرير المالي في الدول النامية، تباين وتضارب في آراء الباحثين والمختصين في حكومات الدول النامية بين مؤيد (تأثير إيجابي لسياسة التحرير المالي) ومعارض (تأثير سلبي لسياسة التحرير المالي) لهذه السياسة تبعاً لما أسفرت عنه نتائج أبحاثه، لكن معظم الأبحاث والدراسات تتفق أن نجاح سياسة التحرير المالي يتوقف على مدى توافر مجموعة من الشروط منها خلق البيئة المؤسسية الملائمة، الإستقرار السياسي، الإقتصادي، وجودة القوانين والتنظيمات؛

حاولنا في البداية أن نتعامل مع بيانات الدراسة على أساس نماذج البانل الساكنة (*Static Panel Data Models*)، حيث قمنا أولاً بفحص مدى تجانس البيانات العامة للدراسة بالإعتماد على إختبارات التجانس (*Hsiao Test, 1986*)، باستخدام (*Eviews, 10*)، ثم إختبارات تجانس معلمات الإنحدار لـ (*Pesaran, Yamagata, 2008*) و (*Blomquist, 2013*) باستخدام برمجية (*Stata 16*)، وقد أثبتت النتائج الأولية للدراسة عدم صلاحية نماذج البانل الساكنة

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

واستدعت ضرورة الانتقال إلى نماذج البانل الديناميكية (*Dynamic Panel Data Models*). وعلى إثر ذلك تم إختيار طرق التقدير: متوسط المجموعات (*Mean Group (MG)*)، متوسط المجموعات المدججة (*Pooled Mean Group (PMG)*)، والأثر الثابت الديناميكي (*Dynamic Fixed Effect (DFE)*)، لتحليل تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية في عينة الدول النامية محل الدراسة، لنقوم بعد ذلك بمختلف الإختبارات للمفاضلة بين هذه النماذج الثلاثة (*MG, PMG and DFE*) للوصول إلى نموذج التقدير الملائم الذي يسمح بتفسير وتحليل مختلف نتائج الدراسة.

الفرع الثاني: النموذج القياسي

تستند هذه الدراسة في تحديد وبناء نموذج الدراسة القياسية على ما جاءت به النظريات الاقتصادية والدراسات التطبيقية السابقة، وحتى تتمكن من الإلمام والإحاطة بمختلف جوانب موضوع دراستنا قمنا بصياغة نموذج يتكون من جزئين (أو نموذجين)، أرتأينا أنه ملائم وأكثر دقة ووضوح ونستطيع من خلاله الإجابة على الإشكالية المطروحة، ونوضح ذلك فيما يلي:

$$\text{Stock Market Performance (SMP)} = f(\text{Globalization of Financial Services})$$

1. النموذج القياسي الأول:

تم بناء وتصميم النموذج الأول (01) لدراسة تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية في عينة مكونة من 30 دولة نامية للفترة (2000-2018)، وقد قمنا بصياغة هذا النموذج بدلالة المتغيرات التالية:

$$\text{SMP} (MC, TV, TR) = f \{ \text{LIB}_{i,t} (\text{KAO}, \text{BML}, \text{SML}) \}$$

ويمكننا كتابة هذا النموذج بطريقة مختصرة وفق المعادلة التالية:

$$\text{SMP}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{KAO}_{i,t} + \beta_2 \text{BML}_{i,t} + \beta_3 \text{SML}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

الخطأ العشوائي: $\varepsilon_{i,t}; I = 1, 2, \dots, N; T = 1, 2, \dots, T$

SMP_i : المتغير التابع للنموذج القياسي بدلالة (MC, TV, TR)

$\text{LIB}_{i,t}$: مؤشر عولمة الخدمات المالية أو (تدويل الخدمات المالية) بدلالة ($\text{KAO}, \text{BML}, \text{SML}$)

النموذج القياسي الثاني:

نحاول من خلال النموذج القياسي الثاني (2) دراسة تأثير عولمة الخدمات المالية في ظل وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي، إذ كما سبق وأن أشرنا أن أغلب الدراسات التجريبية السابقة تتفق على أن نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في البلدان النامية وتعظيم المكاسب المترتبة عن ذلك يتوقف على مدى قيام حكومات هذه الدول بالإصلاحات الاقتصادية والمالية العميقة وخلق بيئة استثمارية شفافة، وتحسين نوعية المؤسسات وهذا قبل الشروع في عملية التحرير المالي وحتى أثناء وبعد ذلك؛

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

ومن هذا المنطلق سوف نقوم بإدراج متغير K يعبر عن شروط نجاح تطبيق سياسات التحرير المالي في الدول النامية على نفس عينة النموذج الأول، حيث نأخذ في كل مرة أحد مؤشرات عولمة الخدمات المالية مع المتغيرات التفسيرية إلى جانب هذه الشروط وذلك من خلال اتباع نفس منهجية كل من بن علال بلقاسم (2014)، كززة مجاهد، صلاح الدين ناصر غربي (2016)، (2015) Gazdar and Cherif و (2009) Khallouli, W., & Tounsi, S. وتتمثل هذه الشروط أساساً في مؤشر جودة الإطار المؤسسي (الفساد (Corruption)، مؤشر جودة التنظيمات (Regulatory Quality) ومؤشر الإستقرار السياسي (Political Stability)، وتهدف من خلال إدراج هذه الشروط إلى قياس تأثير تحرير حساب رأس المال (KAO)، تأثير تحرير السوق المصرفي (BML)، تأثير تحرير السوق المالي (SML) في ظل وجود الشروط الثلاثة المذكورة آنفاً على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، وبذلك نحصل على معادلات النموذج الثاني (2) بالصيغ التالية:

$$\begin{cases} SMP_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 KAO_{i,t} + \beta_2 GDPPC_{i,t} + \beta_3 INF_{i,t} + \beta_4 TO_{i,t} + \lambda [(KAO_{i,t} * K)] + \varepsilon_{i,t} \\ SMP_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 BML_{i,t} + \beta_2 GDPPC_{i,t} + \beta_3 INF_{i,t} + \beta_4 TO_{i,t} + \lambda [(BML_{i,t} * K)] + \varepsilon_{i,t} \\ SMP_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 SML_{i,t} + \beta_2 GDPPC_{i,t} + \beta_3 INF_{i,t} + \beta_4 TO_{i,t} + \lambda [(SML_{i,t} * K)] + \varepsilon_{i,t} \end{cases} \quad (2)$$

حيث: $K = \{K_1 (\text{مؤشر الفساد}), k_2 (\text{مؤشر جودة التنظيمات}), k_3 (\text{مؤشر الاستقرار السياسي})\}$

ومن أجل ضبط هذه المعادلات نقوم باشتقاق المعادلة (2) بالنسبة لمتغيرات أو مؤشرات التحرير المالي $L_{i,t} (KAO_{i,t}, BML_{i,t}, SML_{i,t})$ وبالتالي نحصل على المعادلات التالية:

$$\frac{dSMP_{i,t}}{dKAO_{i,t}} = \beta_1 + \lambda * k \quad (3)$$

$$\frac{dSMP_{i,t}}{dBML_{i,t}} = \beta_1 + \lambda * k \quad \lambda = \{\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3\} \quad \text{و} \quad k = \{K_1, k_2, k_3\} \quad (4)$$

$$\frac{dSMP_{i,t}}{dSML_{i,t}} = \beta_1 + \lambda * k \quad (5)$$

- وانطلاقاً من المعادلات (3)، (4) و (5) نلاحظ أنه يمكن استخلاص أربعة حالات تتعلق بـ λ و β نوضحها كما يلي:
- إذا كان $0 < \beta$ و $0 < \lambda$: فإن هذا يدل على أن التحرير المالي (عولمة الخدمات المالية) له تأثير إيجابي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، وشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي المتمثلة في البيئة المؤسسية، جودة القوانين والتنظيمات والاستقرار السياسي تدعم الأثر الإيجابي لهذا التحرير؛
- إذا كان $0 < \beta$ و $0 > \lambda$: فإن هذا يدل على أن التحرير المالي (عولمة وتدويل الخدمات المالية) له تأثير إيجابي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، وشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي المتمثلة في البيئة المؤسسية، جودة القوانين والتنظيمات والاستقرار السياسي تهمش الدور الإيجابي لهذا التحرير؛

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- إذا كان $0 < \lambda$ و $0 > \beta$: فإن هذا يدل على أن التحرير المالي (عولمة وتدويل الخدمات المالية) له تأثير سلبي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، وشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي المتمثلة في البيئة المؤسسية، جودة القوانين والتنظيمات والاستقرار السياسي تخفض من التأثير السلبي لسياسات التحرير المالي؛
- إذا كان $0 > \lambda$ و $0 > \beta$: فإن هذا يدل على أن التحرير المالي (عولمة وتدويل الخدمات المالية) له تأثير سلبي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في الدول النامية، وشروط نجاح سياسة التحرير المالي المتمثلة في البيئة المؤسسية، جودة القوانين والتنظيمات والاستقرار السياسي تزيد من حدة هذا التأثير السلبي لسياسات التحرير المالي.

الفرع الثالث: وصف متغيرات الدراسة

لقد تم في هذه الدراسة الاعتماد على مجموعة من المتغيرات والمؤشرات سواء فيما يتعلق بالمتغير التابع المتمثل في أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، أو المتغيرات المستقلة المتمثلة في عولمة الخدمات المالية، وذلك من أجل تحديد وتحليل تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وفيما يلي سوف نحاول تقديم وصف دقيق بمزيد من التفصيل لمختلف المتغيرات المستخدمة في الدراسة القياسية.

1. المتغيرات التابعة: أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية

تعددت المؤشرات المستخدمة في الدراسات والأبحاث لقياس أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية (*Emerging Stock Market Performance*)، فهناك من يستخدم مؤشرات تقلبات (*Volatility*) عوائد السوق (Henry. P. B, 2000) (Jayasuria. S, 2005)، (Auzairy, N. A., Ahmad, R., & Ho, C. S. 2011) ، أو الرسملة السوقية (Barnor, C., & Wiafe, E. A. 2015)، (طاهري إيمان، 2020)، أو الجمع بين هذه المؤشرات (Claessens, S & al, 2006) (علي عبد الله، بلحمري خيرة، 2015)، أما في دراستنا هذه فسوف نعبر عن أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية بنفس منهجية (Atsin, J.A & Ocran, M.K (2017) من خلال بناء مؤشر بسيط يتمثل في متوسط الرسملة السوقية (*MC*)، حجم التداول (*TV*) ومعدل الدوران (*TR*)، ونرمز لأداء أسواق الأوراق المالية بالرمز (*SMP*)؛

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*).

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

2. المتغيرات المستقلة:

1.2 مؤشرات عولمة الخدمات المالية (التحرير المالي) للتعبير عن عولمة الخدمات المالية (*Globalization of Financial Services*) حاولنا تقديم ثلاثة مؤشرات فرعية كوكيل للتحرير المالي كما هو موضح فيما يلي: مؤشر تحرير حساب رأس المال (Capital Account Liberalization): توجد العديد من المؤشرات التي اعتمدها الباحثون في قياس القيود المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال، على غرار مؤشرات Quinn, Share, IMF, Volume, Kaopen، وسوف نعلم في دراستنا هذه على أحد أهم هذه المؤشرات وأكثرها إستخداما وهو مؤشر Chinn-Ito للتعبير عن تحرير حساب رأس المال والمعروف بـ *KAOPEN* والصادر عن أعمالها سنة 2006، والذي يحسب من خلال 4 متغيرات ثنائية وهمة، 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، وتشمل¹:

- 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 توطین مداخل الصادرات.

يضم مؤشر *KAOPEN* حوالي 182 دولة خلال الفترة (1970-2018) وهذا وفق تقيين سنة 2018 (إذ يتم تقيين هذا المؤشر كل سنة)، ويأخذ قيم محصورة بين -1.92 والتي تمثل الحد الأقصى من القيود المفروضة على حساب رأس المال، و2.33 التي تمثل الحد الأدنى من القيود المفروضة على حساب رأس المال، حيث كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر في دولة ما كلما دل ذلك على أن حساب رأس المال في هذه الدولة أكثر تحررا. ونرمز له في هذه الدراسة بالرمز (*KAO*).

مؤشر تحرير السوق المصرفي (*Banking Market Liberalization*): تم إدراج هذا المتغير لتحديد ما إذا كان تطور أداء سوق الأوراق المالية في الدول النامية يرتبط ارتباطا وثيقا بتحرير القطاع المصرفي، ويستخدم هذا المؤشر كذلك كمقياس للتطور المالي، وفي هذا الصدد يرى Barnor, C., & Wiafe, E. A. 2015 أن الكثير من الدراسات تستخدم مؤشر *M2/GDP* كمقياس للعمق المالي، لكن وفقا 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، ونظرا لغياب المؤشرات التي تقيس درجة وشدة القيود المفروضة على الأسواق المصرفية في الدول، ولتفادي الاعتماد على المؤشرات الثنائية أو الصماء التي استخدمها بعض الباحثون في دراساتهم التطبيقية، سوف نستخدم في هذه الدراسة نفس المؤشر الذي استخدمه Barnor, C., & Wiafe, E. A. 2015 وبن دحمان أمانة (2016) للتعبير عن تحرير السوق المصرفي، ويمثل هذا المؤشر قيمة الإئتمان الممنوح من قبل الوسطاء الماليين إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (*Private Credit/GDP*)، وقد أعتبر بعض الإقتصاديين أمثال Levine et Al, 2000, Beck and

¹ - Samouel Beji (2015), *L'approche Institutionnelle du Développement Financier : Cas des Pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord*, Mondes en Développement, 3(171), PP 117-134 ; P 124.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

Levine, 2004 أن هذا المؤشر هو أفضل مقياس لتطور القطاع المصرفي لأنه يأخذ بعين الاعتبار فقط الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص ويستثني الإئتمان الممنوح للقطاع العام والحكومة وباقي المؤسسات الغير خاصة، كما يستبعد هذا المؤشر الإئتمان الممنوح من قبل البنك المركزي وبنوك التنمية. ونرمز لتحرير السوق المصرفي بـ (BML).

مؤشر تحرير السوق المالي (Stock Market Liberalization): تحرير سوق الأوراق المالية هو قرار تتخذه الحكومة بالسماح للأجانب بشراء الأسهم في السوق المالي لذلك البلد، فالوصول إلى هذه السوق يتيح للمستثمرين الأجانب حيازة وتملك الأوراق المالية الصادرة عن الأسواق المالية الناشئة دون الخضوع إلى القيود، وفي المقابل من المتوقع تمكين المستثمرين في هذه الأسواق من بيع وشراء الأوراق المالية الصادرة عن الأسواق الخارجية (Hans Christiansen; 2000)، وقد استخدم العديد من الباحثين مؤشر BHL المقدم من قبل (Bekaert, Harvey and Lundblad, 2001/2003)، في التعبير عن تحرير سوق الأوراق المالية وهو مؤشر ثنائي يقيس درجة الانفتاح على المستثمرين الأجانب، ويعتمد على التواريخ الرسمية لتطبيق سياسة التحرير، كما استخدم البعض الآخر كذلك نسبة الرملة السوقية الممنوحة للأجانب إلى إجمالي رأسمال السوق كمقياس للتعبير عن تحرير السوق المالي (Jayasuriya. S, 2005)، وفي دراستنا هذه سوف نعبر عن تحرير السوق المالي باستخدام نفس المؤشر الذي أعتمده كل من بن علال بلقاسم (2014) وبوعلي عبد القادر، عمير فضيلة (2016)، (Evans and Hnatkovska, 2005) ممثلا في مجموع التدفقات المالية في شكل أسهم وسندات نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي. ونرمز لتحرير السوق المالي في دراستنا هذه بـ (SML).

2.2 مصفوفة المتغيرات التفسيرية:

معدل نمو نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPc): يشير هذا المؤشر إلى مقدار رفاهية الفرد، وقد تم التعبير عنه بمعدل النمو السنوي لنصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي لسنة 2010، ويتم حساب هذا المؤشر بقسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان في منتصف العام، والذي تم الحصول عليه من قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية (WDI). ونتوقع وجود علاقة إيجابية بين نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، ونرمز لهذا المؤشر بالرمز (GDPPc).

التضخم (Inflation): يعتبر التضخم كمؤشر مهم للتعبير عن استقرار الاقتصاد الكلي، وقد استخدمنا في دراستنا هذه للتعبير عن هذا المؤشر معدل النمو السنوي لمعامل الإنكماش الضمني لإجمالي الناتج المحلي (GDP implicit deflator)*، ومن 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.

الانفتاح التجاري (Trade Openness): تعتبر الكثير من الأدبيات النظرية أن الانفتاح التجاري محدد مهم للنمو الاقتصادي، حيث تحفز التجارة الدولية نمو قطاع الصادرات والواردات خاصة في الدول المتقدمة التي تساهم بنسبة كبيرة في التجارة العالمية والتي تحقق معدلات نمو موجبة ومرتفعة مقارنة بالدول النامية، ويقاس هذا المؤشر بمجموع الصادرات والواردات نسبة إلى الناتج المحلي

* GDP implicit deflator : نسبة الناتج المحلي الإجمالي بالعملة المحلية الجارية (current local currency) إلى الناتج المحلي الإجمالي بالعملة المحلية الثابتة (constant local currency).

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

الإجمالي، ونتوقع وجود علاقة إيجابية بين الإنفتاح التجاري ومؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، ونرمز للإنفتاح التجاري في هذه الدراسة بـ (TO).

3. شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي

يتفق معظم الخبراء والباحثين على أن نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية يتوقف بالدرجة الأولى على مدى قيام حكومات هذه الدول بإصلاحات اقتصادية ومالية قبل الشروع في تحرير قطاعها المالية، لذا أدرجنا في دراستنا هذه مجموعة من الشروط التي رأينا أنها قد تعمل على تعزيز عملية التحرير وتعظيم المكاسب المترتبة عنها، وتمثل هذه الشروط في جودة الإطار المؤسساتي وجودة التنظيمات والإستقرار السياسي.

1.3 جودة الإطار القانوني (الفساد Corruption): يعتبر خلق بيئة استثمارية شفافة وتحسين نوعية المؤسسات المالية التي ينبغي أن تحكم وتنظم بإطار قانوني وتشريعي ملائم من أهم شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي، لذا سوف نستخدم في دراستنا هذه **مؤشر الفساد** الذي حصلنا عليه من قاعدة بيانات الدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG) للتعبير عن جودة الإطار القانوني والمؤسسي، ويندرج هذا المؤشر الفرعي الذي يهتم بقياس الفساد ضمن المجموعة الفرعية للمخاطر السياسية، ويقاس درجة الفساد المالي والإداري في أوساط صناع القرار، وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين 0 التي تشير إلى درجة عالية لتفشي الفساد المالي والإداري و6 التي تشير إلى انعدام درجة الفساد المالي والإداري، ونرمز له بـ (COR).

2.3 جودة التنظيمات (Regulatory Quality):** يسمح مؤشر الجودة التنظيمية بتقديم تصورات عن قدرة الحكومة على صياغة وتنفيذ السياسات الاقتصادية والأنظمة السليمة التي تعمل على تنمية وتعزيز القطاع الخاص، حيث تشير جودة اللوائح والتنظيمات وفقاً لمركز بحوث ودراسات البنك الدولي إلى مدى قدرة الدولة على صياغة وتنفيذ سياساتها بكفاءة وفعالية، وعدم وجود فجوة في الواقع بين اللوائح والنظم وتنفيذها، أو مدى إفراط الدولة في إصدار اللوائح والتنظيمات المعرّقة للنشاط المحلي والخارجي سواء المتعلقة بالتجارة الدولية أو تدفقات رؤوس الأموال،...، ويأخذ هذا المؤشر قيم محصورة بين -2.5 الذي يشير إلى حوكمة سيئة (Poor Governance) و +2.5 الذي يشير إلى الحوكمة الجيدة (Good Governance)، ونرمز لهذا المؤشر في هذه الدراسة بالرمز (REQ).

3.3 الاستقرار السياسي (Political Stability): ويعبر هذا المؤشر عن الأوضاع التي من شأنها التأثير على زعزعة إستقرار الحكومة أو احتمالية الإطاحة بها وإسقاطها بوسائل غير دستورية بما في ذلك العنف والإرهاب السياسي، بحيث يعتبر عدم الإستقرار السياسي عائق كبير أمام النمو الاقتصادي كونه يؤثر على النشاطات الاقتصادية والمالية من خلال حالة عدم التأكد في حماية حقوق الملكية، ويأخذ هذا المؤشر قيم تتراوح بين -2.5 التي تشير إلى ضعف وانعدام الإستقرار السياسي و +2.5 التي تشير إلى قوة الإستقرار السياسي، ونرمز لهذا المؤشر بـ (PLS).

وفيما يلي نقدم جدولاً نلخص من خلاله كل المتغيرات والمؤشرات التي اعتمدنا عليها في موضوع بحثنا:

** Regulatory quality captures perceptions of the ability of the government to formulate and implement sound policies and regulations that permit and promote private sector development.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

جدول رقم (3-2): جدول تلخيصي للمتغيرات والمؤشرات المستخدمة في الدراسة القياسية

البيان	المتغيرات	الرقم
تم التعبير عن أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية من خلال بناء مؤشر بسيط يتمثل في متوسط مؤشر الرسملة السوقية (MC)، مؤشر حجم التداول (TV) ومؤشر معدل الدوران (TR)؛	أداء أسواق الأوراق المالية (SMP)	01
تم الاعتماد على مؤشر <i>Chinn-Ito</i> الصادر عن أبحاثهما سنة 2006، وهذا وفق تحيين (Mise à jour) سنة 2018، للتعبير عن تحرير حساب رأس المال، والذي يحسب من خلال 4 متغيرات ثنائية وهمية، وينشر في التقرير السنوي عن ترتيبات وقيود الصرف؛	مؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO)	02
تم التعبير عن هذا المؤشر من خلال قيمة الإئتمان الممنوح من قبل الوسطاء الماليين إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (Private Credit/GDP)؛	مؤشر تحرير السوق المصرفي (BML)	03
استخدمنا في دراستنا هذه مؤشر مجموع التدفقات المالية في شكل أسهم وسندات نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي للتعبير عن تحرير السوق المالي في الدول النامية؛	مؤشر تحرير السوق المالي (SML)	04
وقد تم التعبير عنه بمعدل النمو السنوي لنصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة للدولار الأمريكي لسنة 2010، ويتم حساب هذا المؤشر بقسمة الناتج المحلي الإجمالي على عدد السكان في منتصف العام؛	معدل نمو نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPPc)	05
تم التعبير عن هذا المؤشر بمعدل النمو السنوي لمعامل الإنكماش الضمني لإجمالي الناتج المحلي	التضخم (INF)	06
ويقاس هذا المؤشر بمجموع الصادرات والواردات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي؛	الانفتاح التجاري (TO)	07
تم استخدام مؤشر الفساد للتعبير عن جودة الإطار القانوني والمؤسسي، ويقاس درجة الفساد المالي والإداري في أوساط صناع القرار، وتراوح قيمة هذا المؤشر بين 0 التي تشير إلى درجة عالية لتفشي الفساد المالي والإداري و6 التي تشير إلى انعدام درجة الفساد المالي والإداري؛	جودة الإطار القانوني (COR)	08
يسمح مؤشر الجودة التنظيمية بتقديم تصورات عن قدرة الحكومة على صياغة وتنفيذ السياسات الاقتصادية والأنظمة السليمة التي تعمل على تنمية وتعزيز القطاع الخاص، ويأخذ هذا المؤشر قيم محصورة بين -2.5 الذي يشير إلى حوكمة سيئة و +2.5 الذي يشير إلى حوكمة جيدة؛	جودة التنظيمات (REQ)	09
ويعبّر هذا المؤشر عن الأوضاع التي من شأنها التأثير على زعزعة استقرار الحكومة أو احتمالية الإطاحة بها وإسقاطها بوسائل غير دستورية بما في ذلك العنف والإرهاب السياسي، ويأخذ قيم تتراوح بين +2.5 و -2.5؛	الاستقرار السياسي (PLS)	10

المصدر: من إعداد الطالب

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

4. عينة الدراسة:

حاولنا من خلال دراستنا هذه تسليط الضوء على تأثير عولمة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، وبعد استبعادنا لكافة الدول النامية التي لم تستوف شروط الدراسة بسبب غياب بعض البيانات التي تخص المؤشرات المعتمدة، أو بسبب نقص حاد في المعطيات (بعض الدول النامية التي لم تقم بعد بإنشاء سوق مالي أو قامت بإنشائها مؤخرا والبيانات الخاصة بها غير متوفرة أو متوفرة لفترة قصيرة جدا)، وهذا ما مكننا في النهاية من الحصول على عينة مكونة من 30 دولة نامية خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2018، كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول رقم (3-3): عينة الدول قيد الدراسة حسب المنطقة الجغرافية

الأرجنتين- البرازيل- الشيلي- المكسيك- البيرو- بنما- كولومبيا	دول أمريكا الوسطى والجنوبية
ماليزيا- إندونيسيا- الفلبين- تايلاند- الصين- الهند- باكستان- لبنان- البحرين- عمان- سريلانكا- كوريا الجنوبية- كزاخستان.	دول آسيا وجنوب شرق آسيا
تركيا- اليونان- المجر- كرواتيا- بولندا- مالطا- سلوفينيا.	دول أوروبا
الجزائر- جنوب إفريقيا- نيجيريا.	دول إفريقيا

المصدر: من إعداد الطالب

5. مصدر بيانات الدراسة:

تعتمد هذه الدراسة القياسية في تحليلها على بيانات سنوية تغطي الفترة الزمنية الممتدة من 2000 إلى 2018 لعينة مكونة من 30 دولة، وقد تم الحصول على هذه البيانات من قواعد ومصادر لهيئات دولية مختلفة:

- قاعدة بيانات مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي (Data Bank World Development Indicators): والتي تحصلنا منها على البيانات الخاصة ب: رزمة السوق، حجم التداول، معدل الدوران، مؤشر تحرير السوق المالي، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، التضخم، معدل نمو نصيب الفرد الواحد من الناتج المحلي الإجمالي. بإستثناء حجم التداول ومعدل الدوران لدولة الجزائر والتي تم حسابها من قاعدة بيانات بورصة الجزائر (www.sgbv.dz).
- مؤشر تحرير حساب رأس المال المعبر عنه في دراستنا ب (KAO) فتم الحصول عليه باستخدام مؤشر Chinn-Ito المتاح على الموقع الإلكتروني للفترة (1970-2018). http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm.
- قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر الدول (ICRG): وتحصلنا منها على البيانات الخاصة بمؤشر جودة الإطار المؤسساتي (Corruption). (الفساد).
- بالإضافة إلى موقع: <https://www.theglobaleconomy.com>: والذي تحصلنا من خلاله على البيانات الخاصة بمؤشرات: الإنفتاح التجاري (TO)، جودة التنظيمات (REQ) والإستقرار السياسي (TO).

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج النموذج الأول للدراسة

نستعرض فيما يلي أهم نتائج النموذج الأول للدراسة مع المناقشة والتحليل.

الفرع الأول: الدراسة الوصفية وإختبارات التجانس لمتغيرات الدراسة

1. الدراسة الوصفية:

نقوم في البداية باستعراض أهم الإختبارات الإحصائية الوصفية لنموذج وعينة الدراسة الممثلة بـ 30 دولة نامية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2018 وهذا بالاستعانة ببرمجية Stata 16، ونتائج هذه الإختبارات موضحة في الجدول التالي.

جدول رقم (3-4): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة Descriptives Statistics

Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max	Observations
SMP overall	37.88326	37.11166	0	303.276	N = 570
between		32.9554	.0063158	118.1849	n = 30
within		18.04366	-28.94453	233.2685	T = 19
SML overall	.0049164	.0268382	-.229837	.325444	N = 570
between		.0058388	-.0002822	.0262601	n = 30
within		.026216	-.2511807	.3041003	T = 19
BML overall	55.2871	34.75303	.186	157.809	N = 570
between		33.31229	11.68921	126.8419	n = 30
within		11.53991	-4.120321	86.25421	T = 19
KAO overall	.3190351	1.354659	-1.92	2.33	N = 570
between		1.258879	-1.216316	2.316842	n = 30
within		.5481403	-2.305175	2.557456	T = 19

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

2. مصفوفة الارتباط (Correlation Matrix):

للتأكد من خلو النموذج من بعض المشاكل التي يمكن أن تحدث أثناء التقدير كالإرتباط الذاتي بين بواقعي التقدير أو الارتباط القوي بين المتغيرات التفسيرية، نقوم بفحص مصفوفة الارتباط لتحديد أزواج الارتباطات الممكنة بين متغيرات الدراسة، ونتائج هذا الإختبار موضحة بالجدول الموالي.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

جدول رقم (3-5): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المفسرة ومؤشر أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية

	SMP	SML	BML	KAO
SMP	1.0000			
SML	0.0511	1.0000		
BML	0.4776	0.0742	1.0000	
KAO	-0.2842	0.0482	0.1547	1.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

أظهرت نتائج إختبار مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة والموضحة في الجدول (3-4) أعلاه ما يلي:

- عدم وجود علاقة ارتباط (قوية) ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات التفسيرية (SML, BML, KAO) وهو أمر جيد للنموذج؛
 - وجود علاقة ارتباط موجبة بين المتغير التابع (SMP) والمتغيرين التفسيريين (SML) و (BML) ضعيفة مع الأول وقوية نوعاً ما مع الثاني، حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط بينهما: 5.11% و 47.76% على الترتيب؛
 - وجود علاقة ارتباط سالبة بين المتغير التابع (SMP) والمتغير التفسيري (KAO)، بلغت قيمة معامل الارتباط بينهما 28.42%.
3. إختبارات التجانس والارتباط بين الوحدات المقطعية

قبل القيام بدراسة إستقرارية بيانات البانل والتكامل المشترك لمتغيرات الدراسة، سوف نقوم قبل ذلك بمجموعة من الإختبارات المتعلقة بتجانس عينة الدول محل الدراسة، والكشف عن الارتباط بين الوحدات المقطعية، وذلك بالتطبيق على عينة متكونة من 30 دولة نامية خلال الفترة (2000-2018).

1.3. إختبار التجانس (Hsiao 1986)

تعد إختبارات التجانس لـ Hsiao Test (1986) من أهم الإختبارات التي يتحدد من خلالها هيكل بيانات البانل، وتجري هذه الإختبارات وفق خطوات تسلسلية وعلى مراحل ثلاث- كما سبق الإشارة إلى ذلك- لمعرفة مدى تجانس معاملات النموذج من عدمها (تجانس كلي، جزئي أم عدم تجانس كلي)، فهي تمكننا من خلال دراستنا هذه من تحديد مدى تجانس عينة الدول محل الدراسة أم أن هناك فروقات وإختلافات فردية بين دولة وأخرى، ومن ثم نستطيع تحديد النموذج الملائم لهذه الدراسة.

جدول رقم (3-6): نتائج إختبار التجانس حسب (Hsiao 1986)

الإختبار	قيمة إحصائية F	قيمة الإحتمال	القرار
F_1 (التجانس الكلي)	9.158395	0.0000	رفض H_0^1
F_2 (التجانس الجزئي)	2.947555	0.0000	رفض H_0^2
F_3 (عدم التجانس الكلي)	28.40055	0.0000	رفض H_0^3

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Eviews 10

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

أظهرت نتائج اختبار التجانس لـ (Hsiao) الموضحة بالجدول رقم (3-5) رفض فرضية العدم H_0^1 التي تنص على وجود تجانس كلي بين دول عينة الدراسة، وهو ما يؤكد قيمة الإحتمال الحرج الذي بلغ قيمة (0.0000)، وعليه نرفض فرضية العدم H_0^1 عند مستوى معنوية (5%)، ثم ننتقل للاختبار الثاني الذي بلغت قيمة الإحتمال الحرج فيه هو الآخر (0.0000) وبالتالي نرفض فرضية العدم H_0^2 عند مستوى معنوية (5%) والتي تنص على تجانس معاملات النموذج، مما يعني وجود إختلافات فردية بين أسواق الدول النامية محل الدراسة من حيث الميل (Slope) والمقاطع (Intercept)، وعليه يمكن أن نستنتج أن نماذج البانل الساكنة غير ملائمة في مثل هذه الحالة (ضرورة الانتقال إلى نماذج البانل الديناميكية).

2.3. إختبار التجانس لمعاملات الإنحدار (Slope Homogeneity Tests)

يوضح الجدول الموالي نتائج إختبار تجانس معاملات الإنحدار (Slope Homogeneity Tests) لجميع متغيرات الدراسة خلال الفترة (2000-2018) لعينة مكونة من 30 دولة نامية، وذلك حسب إختبار كل من Pesaran, Yamagata, (2008) و Blomquist, Westerlund, (2013).

جدول رقم (3-7): نتائج إختبار التجانس لمعاملات الإنحدار (Slope Homogeneity Tests)

Blomquist, Westerlund .2013		Pesaran, Yamagata . 2008		نوع الإختبار
قيمة الإحتمال	قيمة الإحصائية	قيمة الإحتمال	قيمة الإحصائية	
0.000	10.163	0.000	7.622	Delta
0.000	11.840	0.000	8.879	Delta Adj

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

أظهرت نتائج إختبار تجانس معاملات الإنحدار (Slope Homogeneity Tests) حسب إختبار كل من Pesaran, Yamagata, (2008) و Blomquist, Westerlund, (2013) كما هو مبين في الجدول (3-6) أعلاه، وذلك باستخدام القيم المحسوبة (Delta) و (Delta Adj) التي بلغت على الترتيب في كلا الإختبارين (7.622، 8.879) و (10.163، 11.840) وهي أكبر من القيم الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تنص على تجانس معاملات الإنحدار عند مستوى دلالة (5%)، وهذا ما يؤكد قيمة الإحتمال التي بلغت (0.000) في كلا الإختبارين، وهذا يعني أن حالة عدم التجانس موجود في جميع متغيرات الدراسة، لذا ينبغي استخدام نماذج البانل غير المتجانسة التي تسمح باختلاف معاملات الإنحدار عبر المقاطع العرضية الفردية داخل نماذج البانل.

3.3. إختبارات الكشف عن الإرتباط بين الوحدات المقطعية (Cross-Sectional Dependence (CSD))

يعد إختبار الكشف عن الإرتباط بين الوحدات المقطعية (CSD) في نماذج البانل من أهم الإختبارات الحديثة التي لاقت إهتماما لدى الباحثين والمختصين في السنوات القليلة الماضية، أين أصبح هناك إهتمام ببيانات البانل الغير مستقرة في وجود مشكلة الإرتباط بين الوحدات المقطعية. ويرى Wang, Bui, and Zhang, (2020) أن هذه المشكلة تنشأ أساسا من العولمة والتعاون الإقتصادي المتزايد بين مختلف الدول، مما يؤدي إلى إنتقال تأثيرات هذه العوامل من دولة إلى أخرى، لذا فتجاهل مشكلة الإرتباط بين

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

الوحدات المقطعية يؤدي إلى نتائج سلبية أو مضللة، بل يساعد الكشف عن هذه المشكلة في تحديد إختبارات جذر الوحدة الملائمة للدراسة (إختبارات جذر الوحدة الخاصة بالجيل الأول أو الخاصة بالجيل الثاني). لذا قمنا بإختبار CD-test حسب Pesaran, 2004 للكشف عن مشكلة الإرتباط بين الوحدات المقطعية والنتائج موضحة في الجدول الموالي.

جدول رقم (3-8): نتائج اختبار الكشف عن الارتباط بين الوحدات المقطعية (CSD test)

Variable	CD-test	p-value	mean ρ	mean abs (ρ)
SMP	20.673***	0.000	0.23	0.37
KAO	1.627	0.104	0.02	0.41
BML	25.97***	0.000	0.29	0.50
SML	12.147***	0.000	0.13	0.27

(***) , (**), (*) indicate 1%, 5% and 10% per cent level of significance

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

أظهرت نتائج إختبار (CD-test) Pesaran, 2004 للكشف عن الإرتباط بين الوحدات المقطعية (CSD) كما هو موضح بالجدول (3-7) أعلاه، حيث بلغت قيمة الإرتباط والإرتباط المطلق (ρ , abs (ρ)) في المتغيرات (SMP)، (BML) و (SML) على الترتيب (0.23, 0.37)، (0.29, 0.50) و (0.13, 0.27)، وبالتالي نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود إرتباط بين الوحدات المقطعية عند مستوى دلالة (5%) ونقبل الفرض البديل أي وجود إرتباط بين الوحدات المقطعية، وهذا ما تؤكده قيم الإحتمال التي بلغت (0.000) في جميع هذه المتغيرات. وبالتالي نحكم بوجود مشكلة الإرتباط بين الوحدات المقطعية.

الفرع الثاني: دراسة الإستقرارية والتكامل المشترك

قبل الشروع في دراسة وتقدير نماذج بيانات البانل في عينة الدول محل الدراسة والتمكن من تحديد النموذج الملائم لها ينبغي أولاً القيام بدراسة إستقرارية السلاسل الزمنية للتأكد من سكونها وتحديد رتبة تكامل متغيراتها، ولتحقيق هذا الغرض نقوم في هذه الدراسة باستخدام عدد من إختبارات الجيل الثاني المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات البانل التي تعاني من مشكلة الإرتباط بين الوحدات المقطعية، ثم نتقل بعدها إلى دراسة العلاقات طويلة الأجل وإختبارات التكامل المتزامن لمتغيرات الدراسة التي تتناسب مع مثل هذه الحالات.

1. دراسة الإستقرارية لبيانات البانل

تهدف دراسة الإستقرارية إلى فحص خواص السلاسل الزمنية لجميع متغيرات الدراسة باستخدام إختبارات جذر الوحدة المناسبة لبيانات البانل (Panel unit root test)، وبما أننا أثبتنا من خلال الإختبارات السابقة أن متغيرات هذه الدراسة تعاني من وجود مشكلة الإرتباط بين الوحدات المقطعية (CSD) فإن إستخدام إختبارات جذر الوحدة للجيل الأول غير مناسبة وسوف تؤدي إلى نتائج مضللة ومنتحيزة في هذه الحالة، لذا قمنا باستخدام إختبارات جذر الوحدة الخاصة بالجيل الثاني مثل (CIPS Test)

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

و(CADF Test) المطورة من قبل Pesaran (2007)، وتعد هذه الإختبارات أكثر قوة من إختبارات الجيل الأول وملائمة لتصحيح حالات عدم التجانس ومشكلة الارتباط بين الوحدات المقطعية (CSD).

جدول رقم (3-9): نتائج إختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل

Fisher Test		CADF Test		CIPS Test		المتغيرات
المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	
87.0230 (0.0129)	309.6998 (0.000)	-1.929 (0.155)	-3.328*** (0.000)	-2.295**	-4.346***	SMP
131.6813 (0.000)	436.8984 (0.000)	-2.280** (0.002)	-3.413*** (0.000)	-3.458***	-4.932***	SML
73.3227 (0.1158)	163.6850 (0.000)	-1.931 (0.153)	-2.381*** (0.000)	-1.803	-3.240***	BML
104.7476 (0.0003)	195.8224 (0.000)	-0.486 (1.000)	-1.325 (0.987)	-0.902	-2.563***	KAO

(***) , (**) , (*) indicate 1% , 5% and 10% per cent level of significance

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

أظهرت نتائج إختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل كما هو موضح بالجدول (3-8) أعلاه باستخدام إختبارات الجيل الثاني (CIPS Test) و (CADF Test) المقترحة من قبل Pesaran (2007) ما يلي:

- أولاً بالنسبة لإختبار (CIPS Test) أظهر غياب جذر الوحدة في كل من مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) ومؤشر تحرير السوق المالي (SML)، مما يعني أن هذين المتغيرين مستقرين في المستوى ومتكاملين من الدرجة (I₀)، في حين وجود جذر الوحدة بالنسبة لكل من مؤشر تحرير السوق المصرفي (BML) ومؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO) مما يعني أنهما مستقرين في الفرق الأول ومتكاملين من الدرجة (I₁)؛

- ثانياً بالنسبة لإختبار (CADF Test) أظهر غياب جذر الوحدة في مؤشر تحرير السوق المالي (SML) ما يعني أن هذا المتغير مستقر في المستوى ومتكامل من الدرجة (I₀)، في حين أثبت هذا الاختبار وجود جذر الوحدة في كل من مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) ومؤشر تحرير السوق المصرفي (BML)، مما يعني أن هذين المتغيرين يستقران بعد إجراء الفرق الأول وبالتالي فهما متكاملان من الدرجة (I₁)؛

- نلاحظ كذلك من الجدول أعلاه أن المتغير (KAO) مستقر بعد إجراء الفرق الأول بالنسبة لإختبار (CIPS Test) وغير مستقر حتى بعد الفرق الأول بالنسبة لإختبار (CADF Test)، وهذا لأن هذا المتغير لا يعاني من مشكلة الارتباط بين الوحدات المقطعية (CSD) كما هو موضح بالجدول (3-7) وبالتالي فهو لا يحتاج إلى دراسة الإستقرارية من الجيل الثاني، لذلك نلاحظ أن هذا المتغير مستقر في المستوى ومتكامل من الدرجة (I₀) حسب إختبار Fisher Test الموضح بالجدول أعلاه.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

2. إختبار التكامل المشترك (Cointegration Test)

أثبتت نتائج دراسة الإستقرارية أن جميع متغيرات الدراسة متكاملة إما من الدرجة (I₀) أو من الدرجة (I₁) وبالتالي إمكانية دراسة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة، وللكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغير أسواق الأوراق المالية والمتغيرات المستقلة في دراستنا هذه نقوم بإجراء إختبارات كل من (1999) KAO test، (2004) Pedroni و(2007) Westerlund، والنتائج موضحة بالجدول الموالي.

جدول رقم (3-10): نتائج إختبارات التكامل المشترك (Panel Cointegration Test)

Test		Statistics	p-value
Kao test	Modified Dickey-Fuller t	-1.32289*	0.0919
	Dickey-Fuller t	-2.6996***	0.0035
	Augmented Dickey-Fuller t	-0.9649	0.1673
	Unadjusted modified Dickey-Fuller t	-6.1140***	0.0000
	Unadjusted Dickey-Fuller t	-5.2244***	0.0000
Pedroni test	Modified Phillips-Perron t	2.5496***	0.0054
	Phillips-Perron t	-7.4923***	0.0000
	Augmented Dickey-Fuller t	-4.8223***	0.0000
Westerlund test	Variance ratio	-3.3429***	0.0004

(***),(**),(*) indicate 1%, 5% and 10% per cent level of significance

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

تشير نتائج إختبارات التكامل المشترك بين المتغير التابع أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) والمتغيرات المفسرة له (SML, KAO, BML) كما هو مبين في الجدول (3-9) أعلاه، أن أغلب الإحصاءات ترفض الفرضية العدمية التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة وهذا طبعاً حسب إختبارات كل من KAO test, Pedroni test و Westerlund، وعليه نحكم بوجود علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية والمتغيرات المستقلة: تحرير السوق المالي، تحرير السوق المصرفي وتحرير حساب رأس المال وذلك في عينة الدول النامية محل الدراسة للفترة الممتدة من 2000 إلى 2018.

الفرع الثالث: تقدير نماذج بانل الديناميكية (Summary of Panel regression MG, PMG, DFE)

بناء على ما توصلت إليه نتائج الإختبارات السابقة لعينة الدراسة المتكونة من 30 دولة نامية للفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2018، بداية بإختبارات (1986) Hsiao، (2008) Pesaran, Yamagata، و (2013) Blomquist, Westerlund، التي أثبتت عدم تجانس معلمات النموذج لعينة الدول محل الدراسة من جهة، ووجود مشكلة الارتباط بين الوحدات المقطعية (CSD) حسب إختبار (2004) Pesaran (CD-test)، وعدم إستقرارية السلاسل الزمنية عند نفس المستوى (I₀) و (I₁)، فإنه لا يمكن الإعتماد على نتائج البانل الساكنة في تقدير نموذج الدراسة لأنها تعطي نتائج جيدة في حالة وجود تجانس (كلي أو جزئي) في ظل إستقرار بيانات البانل، لذا ينبغي الانتقال إلى التقدير باستخدام نماذج البانل الديناميكية (Dynamic Panel Model)، وقد

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

اعتمدنا في دراستنا على نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة لبيانات البانل (Panel ARDL) باستخدام طرق التقدير (MG)، (PMG) و (DFE) التي نقدم تعريفات موجزة لها فيما يلي:

- طريقة وسط المجموعة (MG): تم إقتراح مقدر وسط المجموعة (Mean Group) (MG) من قبل Pesaran and Smith (1995) لتقدير معاملات النماذج العشوائية الديناميكية (dynamic random coefficient models)، وتأخذ هذه الطريقة بعين الإعتبار حالة عدم التجانس (Heterogeneous) في المدى القصير والطويل، فهي تسمح لمعاملات النموذج بالتفاوت حسب كل دولة، ويعرف مقدر الـ MG على أنه المتوسط البسيط لمقدرات $\hat{\beta}_i$ باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) كما توضحه الصيغة التالية¹:

$$\hat{\beta}_{MG} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{\beta}_i$$

حيث: $\hat{\beta}_i = (X_i'X_i)^{-1}X_i'y_i$ ، ويكون التقدير ممكنا عندما يكون كل من T و N كبير بدرجة كافية، وقابلا للتطبيق بغض النظر عن ما إذا كانت معاملات الإنحدار عشوائية (in Swamy's sense) أو ثابتة بمعنى أن الاختلاف في معاملات الإنحدار عبر وحدات المقطع العرضي لا يمكن إلتقاطه عن طريق معلمة التوزيعات الإحتمالية المحددة (finite parameter) (probability distribution).

- طريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG): تم إقتراح مقدر وسط المجموعة المدمجة (Pooled Mean Group) (PMG) هي الأخرى من قبل Pesaran et al. (1999) للتعامل مع حالات عدم التجانس (heterogeneity)، فهي تفترض تجانس المعلمات في المدى الطويل (homogeneity in the long-run coefficients) بينما تسمح بتباين المعلمات في المدى القصير وحد الخطأ (heterogeneity in the short-run coefficients and error variances)، وتقوم على الافتراضات الأساسية التالية²:

- إستقلالية حد الخطأ وعدم ارتباطه بشكل متسلسل، أي يمكن التعامل مع المتغيرات التفسيرية كمتغيرات خارجية (exogenous)؛
- وجود علاقة طويلة المدى (long-run relationship) بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية؛
- المعلمات في المدى الطويل هي نفسها عبر البلدان (across countries).

ويكمن الإختلاف بين المقدرين (MG) و (PMG) في أن المقدر الأول يكون أكثر اتساقا في ظل إفتراض السماح لكل من معاملات الميل (Slope) والمقاطع (Intercepts) بالإختلاف عبر البلدان في المدى الطويل والقصير على الرغم من أنه يهمل حقيقة أن بعض المعاملات قد تكون متجانسة عبر الوحدات، في حين المقدر الثاني (PMG) متسق في ظل إفتراض تجانس معاملات الإنحدار في المدى الطويل³.

¹ -Pesaran, M. H. (2015). *Time series and panel data econometrics*. First Edition published ,Oxford University Press. P717-718.

² - Lee, Y. M., & Wang, K. M. (2015). *Dynamic heterogeneous panel analysis of the correlation between stock prices and exchange rates*. *Economic research-ekonomska istraživanja*, 28(1), 749-772.P755.

³ - Pesaran, M. H. (2015). *Op-cit* ; P718.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية (DFE): تم إعداد مقدر بديل من طرف Pesaran et al. (1999) عرف بـ "مقدر التأثيرات الثابتة الديناميكية (DFE) وهذا تحت قيد تجانس معلمات الإنحدار (homogeneous slope)، حيث تكون الميول ثابتة (slopes are fixed) مع السماح باختلاف وتفاوت المقاطع (Intercepts) عبر مختلف البلدان¹.

ونظرا لوجود علاقة توازنية طويلة الأجل تربط أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية محل الدراسة بمتغيرات عولمة الخدمات المالية - التحرير المالي - (تحرير حساب رأس المال، تحرير السوق المصرفي، تحرير السوق المالي)، فإن نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البانل (VECM) يعتبر ملائم للتقدير في هذه الحالة، حيث يعمل على قياس ديناميكية العلاقة وتحديد الآثار طويلة وقصيرة الأجل بين التحرير المالي وأداء الأسواق المالية للدول النامية، كما يلائم حالات عدم التجانس كونه يسمح بالمزيد من التفاوت والاختلافات الزمنية والمقطعية بين معالم النموذج ويعطي تقديرات متسقة تعكس السلوكيات المتباينة لمفردات العينة. لذا سوف نقوم بصياغة نموذج (ARDL) على النحو التالي:

$$SMP_{it} = \sum_{j=1}^p \lambda_{ij} y_{i,t-j} + \sum_{j=0}^q \delta'_{ij} x_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث:

SMP_{it} : مؤشر أداء سوق الأوراق المالية للدولة i في الزمن t ؛

λ_{ij} : تمثل معلمات المتغير المبطن زمنيا؛

$x_{i,t-j}$: تمثل مؤشرات التحرير المالي (SML, BML, KAO)؛

δ'_{ij} : تمثل معلمات مؤشرات التحرير المالي؛

μ_i : الآثار الفردية و ε_{it} : يمثل حد الخطأ العشوائي و (p, q) : فترات الإبطاء يمكن أن تتباين من دولة إلى أخرى.

ويمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (1) في شكل نظام متجه نموذج تصحيح الخطأ (VECM) لبيانات البانل الديناميكي للتكامل المشترك في المدى الطويل والقصير كما يلي:

$$\Delta SMP_{it} = (\varphi_i SMP_{i,t-1} + \beta'_i x_{it}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda^*_{ij} \Delta y_{it-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta^*_{ij} \Delta x_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث:

$$\Delta SMP_{it} = SMP_{it} - SMP_{i,t-1} ؛$$

$$\varphi_i = -(1 - \sum_{j=1}^p \lambda_{ij})؛$$

¹ - Magweva, R., & Sibanda, M. (2020). Inflation and infrastructure sector returns in emerging markets—panel ARDL approach. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1730078. P6. Available at : <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1730078> .

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

$$\beta_i = \sum_{j=0}^q \delta_{ij} \text{ ؛}$$

$$\lambda_{ij}^* = - \sum_{m-j+1}^p \lambda_{im} \text{ ؛}$$

$$\delta_{ij}^* = - \sum_{m-j+1}^q \delta_{im} \text{ .}$$

1. ملخص نتائج تقدير نماذج البانل الديناميكية (Summary of Panel regression):

نتائج تقدير نموذج الدراسة الأول (01) وفق طريقة وسط المجموعة (MG)، ووسط المجموعة المدججة (PMG) وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية (DFE) موضحة بالجدول الموالي.

جدول رقم (3-11): ملخص نتائج تقدير نماذج البانل (Summary of Panel regression)

Estimation Variables	Panel PMG		Panel MG		Panel DFE	
	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error
Short-run						
ECT	-.3749317*** (0.000)	.0512641	-.6043341*** (0.000)	.0643549	-.4060521*** (0.000)	.0337742
SML D1.	-1204.408 (0.218)	976.6779	-601.0216 (0.190)	459.0542	-4.732297 (0.834)	22.6275
BML D1.	.4618931 (0.136)	.3099666	.4573869 (0.105)	02817864	.1927467 (0.064)	.1039488
KAO D1.	62.64123 (0.132)	4159436	49.75019 (0.170)	36.21577	-2.011606 (0.261)	1.788965
_cons	15.17126 (0.001)***	4.626838	3.533214 (0.777)	12.46224	11.49324*** (0.000)	3.226721
Long-run						
SML	379.84 (0.000)***	86.40818	689.3665 (0.783)	2504.646	95.24385 (0.235)	80.25492
BML	.0449114 (0.248)	.0388605	-2.40791 (0.381)	2.747733	.1489463 (0.284)	.1391509
KAO	6.151049 (0.000)***	1.17866	-1.505315 (0.510)	2.282482	1.514122 (0.622)	3.067082

(***),(**),(*) indicate 1%, 5% and 10% per cent level of significance

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

يوضح الجدول (3-10) أعلاه ملخص لنتائج تقدير نماذج البانل الديناميكية باستخدام طريقة (MG)، (PMG) و(DFE)، حيث يعرض العمود الأول على اليسار حد تصحيح الخطأ (ECT)، والمتغيرات التفسيرية في المدى القصير (D1.) والمدى الطويل باستخدام طريقة (PMG)، بينما يستعرض العمود الثاني والثالث نفس المتغيرات باستخدام طريقة (MG) و(DFE) على الترتيب، ونلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- وجود تكامل مشترك وعلاقة توازنية قصيرة الأجل باتجاه علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع (SMP) والمتغيرات التفسيرية (SML)، (BML) و(KAO)، وهذا ما توضحه معنوية حد تصحيح الخطأ (ECT) التي بلغت (0.000) في النماذج الثلاثة؛

- وفقاً لنتائج تقدير نماذج البانل الديناميكي باستخدام طريقة (MG) و(DFE) فإن التحرير المالي المعبر عنه في هذه الدراسة بتحرير السوق المالي، تحرير السوق المصرفي وتحرير حساب رأس المال ليس له تأثير معنوي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في عينة الدول محل الدراسة في المدى القصير والطويل؛

- أما بالنسبة لتقدير نموذج البانل الديناميكي باستخدام طريقة (PMG) فإن معلمات مؤشرات التحرير المالي غير معنوية في المدى القصير رغم معنوية حد تصحيح الخطأ، لكنها تصبح معنوية وموجبة في المدى الطويل خاصة بالنسبة للمؤشرين (SML) و(KAO) وذلك عند مستوى الدلالة (1%).

وللمفاضلة بين هذه النماذج الثلاثة يتم الاستعانة بإختبار هوسمان (Hausman test) والنتائج موضحة في الجدول الموالي.

2. إختبار هوسمان (Hausman specification test) للمفاضلة بين نماذج البانل الديناميكية:

جدول رقم (3-12): نتائج إختبار هوسمان (Hausman specification test)

الاختبار	المفاضلة بين	قيمة إحصائية ²	قيمة الاحتمال	القرار
Hausman	PMG/MG	5.71	0.1267	PMG
	PMG/DFE	-16.23	0	PMG

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

يوضح الجدول (3-11) أعلاه نتائج إختبار هوسمان (Hausman test) للمفاضلة بين نماذج البانل الديناميكية المقدره بطريقة (MG)، (PMG) و(DFE)، حيث بلغت القيمة المحسوبة 5.71 وهي أقل من القيمة الجدولية وهو ما تؤكدته قيمة الإحتمال التي بلغت 0.1267 أكبر من (0.05)، وبالتالي قبول الفرضية العدمية التي تنص على تجانس المعلمات في المدى الطويل لدى عينة الدول محل الدراسة، بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتتفاوت من دولة إلى أخرى، وهذا يشير إلى أن مقدر وسط المجموعة المدمجة (PMG) أكثر كفاءة واتساق من مقدر وسط المجموعة (MG) ومقدر التأثيرات الثابتة الدينامية (DFE)، وعليه سوف نقوم بتحليل نتائج هذه الدراسة بناء على طريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG).

3. تحليل معامل تصحيح الخطأ ومعلمات الأجل الطويل والقصير وفق طريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG):

- تتمثل العلاقة قصيرة الأجل في تقدير نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الذي يمثل المتغيرات التفسيرية في نموذج الدراسة بصيغة الفروق، بالإضافة إلى حد تصحيح الخطأ (ECT) بتباطؤ لمدة زمنية واحدة، ويقاس لنا حد تصحيح الخطأ سرعة تصحيح الإختلال في الأجل القصير للعودة إلى حالة التوازن في الأجل الطويل، فإذا كانت قيمة معلمة حد تصحيح الخطأ سالبة ومعنوية دل ذلك على وجود تكامل مشترك وعلاقة توازنية قصيرة الأجل باتجاه علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع (SMP) والمتغيرات التفسيرية

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

(SML)، (BML) و(KAO)، وهذا ما نلاحظه من خلال الجدول (3-9) إذ أن معامل تصحيح الخطأ معنوي بإشارة سالبة، حيث بلغت قيمته (-0.3749317)، وهو ما تؤكد القيمة الإحصائية التي بلغت (0.000)، وبالتالي فهو مقبول معنويا عند مستوى دلالة (1%)، وهذا يعني أن النموذج يتضمن آلية تعديل أو تصحيح خطأ التوازن، حيث تبين قيمة معلمة تصحيح الخطأ أن حوالي (37%) من الاختلال قصير الأجل في أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية يمكن تصحيحه في المدة الحالية باتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل عند حدوث أي تغير أو صدمة في المتغيرات التفسيرية.

- جاءت نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل متبينة ويمكن تفسير ذلك كما يلي:

✓ وجود أثر إيجابي ومعنوي لمؤشر تحرير السوق المالي (SML) والمعبر عنه في هذه الدراسة بمجموع التدفقات المالية في شكل أسهم وسندات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي عند مستوى معنوية (1%)، أي أن زيادة تحرير الأسواق المالية للدول النامية محل الدراسة ب (1%) تؤدي إلى نمو وتطور مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) في هذه الدول ب (379.84%)، فتحرير أسواق الخدمات المالية للدول النامية من خلال فتح السوق أمام المنافسة الأجنبية والسماح للمستثمرين الأجانب بامتلاك الأوراق المالية (البيع والشراء المباشر في السوق المالي) مثل الأسهم والسندات وشهادات الإيداع الأمريكية والعلمية من شأنه أن يعكس إيجاباً على نمو وتطور مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، حيث تتجه هذه الأسواق المحررة مع الوقت لتكون أكثر كفاءة، أكثر سيولة، وأكثر قدرة على المنافسة، وجاءت هذه النتيجة متوافقة مع العديد من نتائج الدراسات النظرية والتطبيقية السابقة التي تؤيد الأثر الإيجابي لتحرير السوق المالي نذكر منها: (Mattoo, A. (2000). بن علال بلقاسم (2014)، كنزة مجاهد (2016)، Han Kim, E., & Dhingra, S. (2004)، Duc khuong Nguyen. (2010)، Maniam, S., & Lee, C. (2018) Singal, V. (2000)، Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. T. (2003)

✓ وجود أثر إيجابي ومعنوي لمؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO) والمعبر عنه في هذه الدراسة بمؤشر Chinn-Ito لتحرير المالي الكلي المعروف ب KAOPEN والصادر عن أعمالها سنة 2006 وذلك عند مستوى معنوية (1%)، أي أن زيادة مؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO) ب (1%) تؤدي إلى نمو وتطور مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) في عينة الدول النامية محل الدراسة ب (6.15%)، ولا شك أن تحرير حساب رأس المال يمثل جانب مهم من جوانب تحرير تجارة الخدمات المالية فغالبا ما يرتبط تقديم الخدمات المالية عبر الحدود بالتدفقات الرأسمالية الدولية مثل قبول الودائع وتقديم القروض والتدفقات المالية للإستثمارات في المحافظ الدولية، وعليه يمكن القول أن فتح الدول النامية لأسواقها المالية (تحرير حساباتها الرأسمالية) وإلغاء الضوابط المالية المحلية أمام التدفقات الرأسمالية الأجنبية سوف يدفع حكومات الدول النامية حتما للقيام بإصلاحات مالية واسعة تهدف من خلالها إلى تحسين جودة التدفقات الرأسمالية وتعزيز أنظمتها المالية المحلية، بما فيها القوانين والتشريعات لبناء أنظمة مالية أكثر قوة، كفاءة، واستقراراً، بما يمكنها من تعظيم المكاسب المترتبة عن عولمة الخدمات المالية، وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الأدبيات النظرية والتطبيقية السابقة: (Mattoo, A. (2000)، Kono, M., & Schuknecht, L. (1999)، Claessens, S., & Jansen, M. (2000)

(1999) Glaessner, T. بن علال بلقاسم (2014)، طاهري إيمان (2020)؛

✓ وجود أثر إيجابي غير معنوي لمؤشر تحرير السوق المصرفي (BML) المعبر عنه في هذه الدراسة بقيمة الإئتمان المحلي الذي يقدمه النظام المصرفي إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي عند مستوى دلالة (1%)، أي أن زيادة مؤشر تحرير السوق المصرفي

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

(BML) بـ (1%) يؤدي إلى نمو وتطور مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) في الدول النامية محل الدراسة بـ (0.04%) وهي نسبة ضعيفة جدا، وهذا يعني أن تحرير السوق المصرفي لم يساهم في تحسين أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية حتى في المدى الطويل، ويمكن أن يفسر ذلك بتخلف وضعف بنوك الدول النامية التي لازال الكثير منها تقدم خدمات مالية تقليدية ناهيك عن سوء توزيع القروض وعدم التخصيص الجيد للموارد المالية نحو الإستثمارات الأكثر إنتاجية وربحية، وغياب الأطر القانونية والتشريعية لنجاح سياسة التحرير المالي بها، كما أن حكومات الدول النامية لازلت تفرض العديد من القيود والعوائق على دخول البنوك والمؤسسات المالية الأجنبية والمحلية، وتتدخل باستمرار وبإفراط في مجال ونطاق عملها هذا من جهة؛

ومن جهة أخرى تفتقر الكثير من أسواق الأوراق المالية للدول النامية إلى سوق مالية متطورة (بيئة سياسية واقتصادية مستقرة، إطار قانوني وتنظيمي ملائم، الجاهزية المؤسسية والتحتية للسوق الحجم، السيولة، الشفافية، الأدوات المالية الحديثة) لتعزيز قدرة البنوك في الدول النامية على إدارة السياسة النقدية من خلال إستخدام عمليات السوق المفتوحة، وجذب الرساميل الأجنبية لتمويل مشاريع التنمية الإقتصادية بها، ولتفادي الأزمات المالية والمصرفية المحتملة، وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع العديد من الأدبيات النظرية والتطبيقية نذكر منها دراسة: (Claessens, S., & Jansen, M. (2000)، توبين علي. (2013)، مزبور إبراهيم (2011)، ويايسي لباس (2013).

- أما نتائج تقدير معلمات الأجل القصير بناء على ما أسفرت عنه طريقة وسط المجموعة المدججة (PMG) فجاءت كما يلي:

✓ مؤشر تحرير السوق المالي (SML) له تأثير سالب وغير معنوي في الأجل القصير عند مستوى الدلالة (1%) لكن هذا التأثير يتحول إلى موجب ومعنوي في الأجل الطويل كما هو موضح بالجدول (3-9)، ويمكن أن يرجع ذلك من جهة إلى أن الإصلاحات المالية تحتاج إلى فترة طويلة لتظهر آثارها بشكل إيجابي على مؤشرات نمو وتطور أسواق الأوراق المالية للدول النامية، ومن جهة أخرى يمكن تفسير ذلك بالتقلبات التي حدثت في أسواق الدول النامية في المدى القصير خاصة بعد الموجات الأولى لتبني سياسات التحرير المالي، أين انتهجت بعض الدول النامية منهج التحرير الكلي السريع في ظل غياب سياسات اقتصادية كلية سليمة، بنية مالية تحتية قوية، وكذا في ظل افتقارها للأطر القانونية والتشريعية والرقابية الملائمة، مما أدى إلى حدوث أزمات مالية على غرار أزمة جنوب شرق آسيا سنة 1997، وتتوافق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات التحريية السابقة منها: (Kono, M., & Mattoo, A. (2000)، (Schuknecht, L. (1999)، (Glaessner, T. (1999)، (Bentahar, N. (2005)، (Boukari, M. (2014)، كرتة مجاهد، صلاح الدين ناصر غربي (2016).

✓ وجود أثر إيجابي غير معنوي لمؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO) في الأجل القصير عند مستوى الدلالة (1%) لكن هذا التأثير يتحول إلى موجب ومعنوي في الأجل الطويل كما هو موضح بالجدول (3-9)، ويمكن تفسير ذلك بتحرير الدول النامية لحساباتها الرأسمالية أمام التدفقات الرأسمالية عبر الحدود (قبول الودائع وتقديم القروض وتدفقات رؤوس الأموال للإستثمار في المحافظ المالية) أكثر من تحرير الأنماط الأخرى (التواجد التجاري مثلا)، لحاجة هذه الدول لرؤوس الأموال الأجنبية لتعزيز ضعف المؤسسات

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

المالية المحلية وحماية المؤسسات القائمة، وتتوافق هذه النتيجة مع دراسات كل من: (Kono, M., & Mattoo, A. (2000) ، Mouley, S. (2012) ، Claessens, S., & Jansen, M. (2000) ، Schuknecht, L. (1999) ، كنزة مجاهد (2016).

✓ وجود أثر إيجابي غير معنوي لمؤشر تحرير السوق المصري (BML) في الأجل القصير عند مستوى الدلالة (1%)، لكن هذا التأثير ضعيف جدا، أي أن زيادة القروض الموجهة للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ب (1%) يؤدي إلى نمو مؤشر أسواق الأوراق المالية في الدول النامية محل الدراسة ب (0.46%) فقط، ويمكن تفسير ذلك بسوء توزيع وتخصيص القروض والموارد المالية نحو القطاعات الأكثر إنتاجية ورجحية بسبب ضعف الأنظمة المالية والمصرفية للدول النامية، كما أن النمو السريع للإئتمان يمكن أن يؤدي إلى زيادة التقلبات الاقتصادية ونشوب الأزمات المالية، فمن جهة تسعى الدول النامية لتحرير أسواقها المالية والمصرفية من خلال فتح أسواقها المالية أمام موردي الخدمات المالية الأجانب (تحرير التواجد التجاري للبنوك الأجنبية، فروع ومكاتب التمثيل. إلخ)، ومن جهة أخرى لا تولي إهتمام كافي أو تتأخر في إصدار القوانين التي تعزز المنافسة في النظام المالي، أو قد تركز جهودها وإصلاحاتها على الجوانب المالية وتحمل الجوانب الأخرى للتحرير المالي، مما يؤدي إلى منافسة غير متكافئة وضعف الأداء المصرفي، وقد أثبتت العديد من الدراسات وجود تأثير سلبي على المدى القصير لتحرير التواجد التجاري وزيادة المنافسة الأجنبية على سوق الخدمات المالية المحلية، وتتوافق هذه النتائج مع بعض نتائج الدراسات السابقة منها: (Valckx, N. ، Kono, M., & Schuknecht, L. (1999) ، Bentahar, N. (2005) ، يايسي لياس (2013)، بن أحمد دحو رشيدة (2016).

المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج النموذج الثاني للدراسة

كتذكير لما سبق، فإن الهدف من نموذج الدراسة الثاني هو فقط لتحليل دور البيئة المؤسساتية والقانونية التنظيمية، والاستقرار السياسي، والتي أدرجناها ضمن نموذج الدراسة للتعبير عن شروط نجاح تطبيق سياسات التحرير المالي في أسواق الدول النامية محل الدراسة، ومعرفة مدى تفاعل هذه الشروط مع مؤشرات التحرير المالي السالفة الذكر، وهل وفرت الدول النامية فعلا بيئة إستثمارية ملائمة تستجيب لمتطلبات التحرير المالي وتعمل على تعزيز تنافسية أسواقها المالية.

الفرع الأول: تأثير تحرير حساب رأس المال في ظل وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي

وفيما يلي نتائج تقدير تفاعل مؤشر تحرير حساب رأس المال في وجود شروط البيئة المؤسساتية، القانونية التنظيمية والاستقرار السياسي على أداء أسواق الأوراق المالية في عينة الدول محل الدراسة للفترة (2000-2018).

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

جدول رقم (3-13): تأثير تحرير (KAO) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي على (SMP)

Estimation Variables	S1		S2		S3	
	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error
Long-run						
KAO	8.209583**	3.369203	3.296892***	.7512139	4.409014***	.7474559
GDPc	.1800278	.1407502	.4113368***	.1580894	.3407095**	.1577134
INF	.3969643***	.0671697	.1870207***	.0726151	.2789908**	.0755017
TO	-.039299*	0.0230938	-.087801***	.024055	-.094701***	.0236347
KAO*COR	-.6273937	1.292023				
KAO*REQ			4.145275***	1.185559		
KAO*PLS					1.654748**	.7646954
Short-run						
ECT	-.429954***	.082414	-.435925***	.0727779	-.408333***	.0675
D.KAO	124.986**	60.4139	6983071	43.63772	69.02398	44.86976
D.GDPc	1.055282***	.4083201	1.139065***	.4069458	.9937041***	.3519931
D.INF	.6874982*	.4073106	.5677367	.3971046	.688282*	.4067354
D.TO	-.4217484	.4452018	-.4325373	.4416325	-.4589363	.4486689
D.KAO*COR	-22.8628	14.16625				
D.KAO*REQ			.5239602	5.679004		
D.KAO*PLS					1.452968	2.568068
_cons	19.21421***	6.579065	19.86099***	5.597343	19.10674***	5.070156

(***),(**),(*) indicate 1%, 5% and 10% per cent level of significance

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

يوضح الجدول (3-12) أعلاه نتائج تقدير تحرير حساب رأس المال (KAO) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي المتمثلة في جودة الإطار المؤسسي (الفساد COR)، جودة الإطار القانوني (جودة التنظيمات REQ) والاستقرار السياسي (PLS)، وقد أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي لتحرير حساب رأس المال على أداء أسواق الأوراق المالية في عينة الدول محل الدراسة في التحديدات الثلاثة (S1، S2 و S3) عند مستويات الدلالة (5%)، (1%) و (1%) على الترتيب، أما بالنسبة لمؤشرات التفاعل بين تحرير حساب رأس المال والشروط الثلاثة لنجاح تطبيق سياسة التحرير المالي فجاءت النتائج كما يلي:

- وجود علاقة تفاعل سالبة غير معنوية بين مؤشر جودة الإطار المؤسسي (الفساد COR) ومؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO)، حيث نلاحظ من التحديد الأول (S1) أن زيادة مؤشر (KAO) بـ (1%) يؤدي إلى زيادة مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) بـ (8.20%)، لكن معلمة التفاعل بين مؤشر تحرير حساب رأس المال وجودة الإطار المؤسسي (KAO*COR)

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

تساهم في التقليل من هذا الأثر الإيجابي بـ (-0.62%)، وهذا يعني أن البيئة المؤسسية لعينة الدول النامية محل الدراسة لم تساهم في تدعيم الأثر الإيجابي لتحرير حساب رأس المال؛

- وجود علاقة تفاعل موجبة ومعنوية بين مؤشر جودة الإطار القانوني (REQ) ومؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO)، حيث يشير التحديد (S2) أن زيادة مؤشر (KAO) بـ (1%) يؤدي إلى زيادة مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) بـ (3.29%)، وأن معلمة التفاعل (KAO*REQ) تساهم في تدعيم هذا الأثر الإيجابي بـ (4.14%) عند مستوى دلالة (1%)، ويفسر ذلك بأن البيئة القانونية والتنظيمية لعينة الدول النامية محل الدراسة تساهم في تدعيم الأثر الإيجابي لتحرير حساب رأس المال؛

- وجود علاقة تفاعل موجبة ومعنوية بين مؤشر الاستقرار السياسي (PLS) ومؤشر تحرير حساب رأس المال (KAO)، حيث نلاحظ من التحديد الأول (S3) أن زيادة مؤشر (KAO) بـ (1%) يؤدي إلى زيادة مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) بـ (4.40%)، ومعلمة التفاعل (KAO*PLS) تؤكد هذا الأثر الإيجابي بـ (1.65%) عند مستوى دلالة (5%)، وهذا يعني أن الاستقرار السياسي يساهم في تدعيم الأثر الإيجابي لتحرير حساب رأس المال في عينة الدول النامية محل الدراسة.

الفرع الثاني: تأثير تحرير السوق المصرفي في ظل وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي

نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي في وجود شروط جودة البيئة المؤسسية، القانونية التنظيمية، والاستقرار السياسي موضحة بالجدول الموالي.

جدول رقم (3-14): تأثير تحرير (BML) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي على (SMP)

Estimation Variables	S1		S2		S3	
	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error
Long-run						
BML	.7247161***	.1148502	-.350546***	.309705	.0910727*	.0495828
GDPc	1.704293***	.4235193	.787351***	.0875866	.3359969***	.1283752
INF	-1.45868***	.4601689	-.0298664	.0357594	.2033834**	.0999213
TO	-.173992**	.0728066	-.072126***	.0095361	-.067212***	.0191031
BML*COR	-.114669**	.0372329				
BML*REQ			-.152955***	.025057		
BML*PLS					-.122215**	.024174
Short-run						
ECT	-.270433***	.0591055	-.396310***	.0701451	-.434371***	.058197
D.BML	.2332838	.3312775	.8626815**	.403694	.7074086**	.3221772
D.GDPc	.6676847**	.3125932	.8078853***	.2874044	.970176***	.3377804
D.INF	.9962855*	.548343	.8688805*	.524699	.9213783*	.5521175

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

D.TO	-.4913	.4065952	-.555683	.3722918	-.4695265	.044661
D.BML*COR	.075687*	.0403067				
D.BML*REQ			.154008	.1166348		
D.BML*PLS					.0204035	.044661
_cons	10.01974***	2.397263	27.04022***	5.971027	16.89233***	4.098968

(***),(**),(*) indicate 1%, 5% and 10% per cent level of significance

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

يبين الجدول (3-13) أعلاه نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي (BML) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي المتمثلة في جودة الإطار المؤسساتي (COR)، جودة الإطار القانوني (REQ) والاستقرار السياسي (PLS)، وقد جاءت هذه النتائج كما يلي:

- وجود علاقة تفاعل سالبة ومعنوية بين مؤشر جودة الإطار المؤسساتي (COR) ومؤشر تحرير السوق المصرفي (BML) في الأجل الطويل عند مستوى دلالة (1%)، فالملاحظ من التحديد الأول (S1) أن زيادة تحرير السوق المصرفي (BML) بـ (1%) تؤدي إلى زيادة مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) للدول النامية محل الدراسة بـ (0.72%) عند مستوى الدلالة (1%)، إلا أن معلمة التفاعل (BML*COR) تقلل من هذا التأثير الإيجابي بـ (0.11%)؛

- وجود علاقة تفاعل سالبة ومعنوية بين مؤشر جودة الإطار التنظيمي (REQ) ومؤشر تحرير السوق المصرفي (BML) في الأجل الطويل عند مستوى دلالة (1%)، حيث تشير نتائج التحديد الثاني (S2) أن تحرير السوق المصرفي (BML) تؤدي إلى انخفاض مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) للدول النامية بـ (0.33%) عند مستوى الدلالة (1%)، ومعلمة التفاعل (BML*REQ) تدعم هذا التأثير السلبي بـ (0.15%)؛

- وجود علاقة تفاعل سالبة ومعنوية بين مؤشر الاستقرار السياسي (PLS) ومؤشر تحرير السوق المصرفي (BML) في الأجل الطويل عند مستوى دلالة (1%)، إذ تشير نتائج التحديد الثالث (S3) أن تحرير السوق المصرفي يؤدي إلى زيادة مؤشر أداء أسواق الأوراق المالية (SMP) للدول النامية بـ (0.09%) عند مستوى الدلالة (10%)، لكن معلمة التفاعل (BML*PLS) تقلل من هذا التأثير الإيجابي بـ (0.12%)،

الفرع الثالث: تأثير تحرير السوق المالي في ظل وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي

يوضح الجدول التالي (3-14) نتائج تقدير تحرير السوق المالي في وجود شروط جودة البيئة المؤسساتية، القانونية التنظيمية والاستقرار السياسي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية في عينة الدول النامية محل الدراسة، باستخدام طريقة التقدير (PMG) وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2018.

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

جدول رقم (3-15): تأثير تحرير (SML) في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي على (SMP)

Estimation Variables	S1		S2		S3	
	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error	Coefficient	Std. Error
Long-run						
SML	637.9049 ^{***}	120.7908	216.7531 ^{***}	33.39802	630.4592 ^{***}	124.6299
GDPc	.0961711	.1581311	-.157809	.1568403	-.0118016	.1746186
INF	.2950278 ^{***}	.1140337	1.382321 ^{***}	.1588344	.1661456	.1175453
TO	.0135355	.0121302	.0235106 ^{**}	.0092651	.1074817 ^{***}	.0414305
SML*COR	-171.064 ^{***}	347855				
SML*REQ			-150.482 ^{***}	30.01788		
SML*PLS					266.0079 ^{***}	80.70175
Short-run						
ECT	-.361714 ^{***}	.0523734	-.296590 ^{***}	.059623	-.308699 ^{***}	.0487963
D.SML	2201.261	1913.645	-1720.784	1266.309	-1640.426	1586.572
D.GDPc	1.06027 [*]	.5624921	1.056959 ^{**}	.4791116	1.052313 ^{**}	.5246574
D.INF	.6865185 ^{**}	.2802578	.6436437 [*]	.348007	.72514 ^{**}	.3453409
D.TO	-.3282532	.4044057	-.2861898	.399271	-.3392411	.4027675
D.SML*COR	-1268.831	1155.001				
D.SML*REQ			-336.8211	1385.141		
D.SML*PLS					200.1754	1030.144
_cons	14.92108 ^{***}	4.297226	9.956315 ^{***}	3.683588	10.29934 ^{***}	3.436178

(***),(**),(*) indicate 1%, 5% and 10% per cent level of significance

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على برمجية Stata 16

يوضح الجدول (3-14) أعلاه نتائج تقدير تحرير السوق المالي (SML) على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية في وجود شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي المتمثلة في جودة الإطار المؤسسي (COR)، جودة الإطار التنظيمي (REQ) والاستقرار السياسي (PLS)، وقد أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتحرير السوق المالي على أداء أسواق الأوراق المالية في عينة الدول محل الدراسة في التحديدات الثلاثة (S1، S2 و S3) عند مستوى الدلالة (1%)، أما بالنسبة لمؤشرات التفاعل بين تحرير السوق المالي والشروط الثلاثة لنجاح تطبيق سياسة التحرير المالي فجاءت النتائج كما يلي:

- وجود علاقة تفاعل سالبة ومعنوية بين مؤشر جودة الإطار المؤسسي (COR) ومؤشر تحرير السوق المالي (SML) في الأجل الطويل عند مستوى دلالة (1%)، إذ تشير نتائج التحديد الأول (S1) أن معلمة التفاعل (SML*COR) ساهمت في التقليل من الأثر الإيجابي لتحرير السوق المالي (SML) بـ (171.06%)؛

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

- وجود علاقة تفاعل سالبة ومعنوية بين مؤشر جودة الإطار التنظيمي (REQ) ومؤشر تحرير السوق المالي (SML) في الأجل الطويل عند مستوى دلالة (1%)، حيث تشير نتائج التحديد الثاني (S2) أن معلمة التفاعل (SML*REQ) ساهمت في التقليل من الأثر الإيجابي لتحرير السوق المالي (SML) بـ (150.482%)؛

- وجود علاقة تفاعل موجبة ومعنوية بين مؤشر الإستقرار السياسي (PLS) ومؤشر تحرير السوق المالي (SML) في الأجل الطويل عند مستوى دلالة (1%)، حيث تشير نتائج التحديد الثالث (S3) أن معلمة التفاعل (SML*PLS) ساهمت في تدعيم الأثر الإيجابي لتحرير السوق المالي (SML) بـ (266%)؛

ويمكن تفسير نتائج نموذج الدراسة الثاني إنطلاقاً من نتائج التقدير الموضحة في الجداول (3-11)، (3-12) و(3-13) كما يلي:

- لم تساهم البيئة المؤسساتية في عينة الدول النامية محل الدراسة من تعزيز مؤشرات التحرير المالي مما ينعكس سلباً على مؤشرات أداء ونمو أسواق الأوراق المالية بهذه الدول، وهذا يتنافى وما تنص عليه الأدبيات النظرية والتطبيقية (توقع علاقة إيجابية)، وهذا راجع لضعف الأطر المؤسساتية في معظم أسواق الدول النامية وافتقارها للمؤسسات مالية ذات جودة ونوعية تشجع وتزيد من ثقة المستثمرين المحليين والأجانب على حد السواء بسبب إنتشار الفساد المالي والإداري في أوساط صناعات القرار لدى معظم حكومات الدول النامية؛

- لم تساهم البيئة القانونية والتنظيمية في عينة الدول النامية محل الدراسة في دعم مؤشرات التحرير المالي لتعظيم المكاسب المترتبة عن نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي، ويمكن تفسير ذلك بضعف الأطر القانونية والتنظيمية الفعالة لدى هذه الدول، إذ تعاني معظم حكومات الدول النامية من عدم القدرة على صياغة وتنفيذ القوانين والأنظمة والسياسات الاقتصادية السليمة التي تعزز وتشجع المنافسة الحرة بين المؤسسات المالية المحلية الأجنبية، لذا تجدها تفرط في إصدار اللوائح والتنظيمات (كثرة اللوائح والتنظيمات تؤدي إلى وجود فجوات في الواقع بين اللوائح وتنفيذها) المعرّقة لتحرير تجارة الخدمات المالية، أو تحرير التواجد التجاري والتدفقات الرأسمالية الأجنبية؛

- يساهم الإستقرار السياسي هو الآخر في تعزيز مؤشرات التحرير المالي وزيادة المكاسب المترتبة عنه، فهو ضمان لحقوق الملكية وحماية لرأس المال الأجنبي من المخاطر السياسية، لأن حالة عدم الاستقرار السياسي تعتبر عائق كبير أمام النمو الاقتصادي كونه يؤثر على النشاطات الاقتصادية والمالية للدولة؛

وبناء على ما سبق يمكن القول أن هذه النتائج تدعم بشكل فعلي ما جاءت به الأدبيات النظرية والتطبيقية السابقة، التي تؤكد على ضرورة توفير البيئة القانونية والمؤسساتية الملائمة، وتهيئة المناخ الإستثماري المناسب، والتي تعتبر كشرط حتمية لنجاح وتدعيم المكاسب المترتبة عن سياسة التحرير المالي في أسواق الدول النامية، وتتوافق هذه النتائج مع عدة دراسات سابقة منها: (Liang, C. Y. (2014)، (Gritli, M. I. (2017)، (Bouabdi, O. (2014)، (Mouley, S. (2012)، بن علال بلقاسم (2014)، كنترة مجاهد، صلاح الدين ناصر غربي (2016)، (2010)، (Duc khuong Nguyen ; (2010)، (Jayasuriya, S. (2005).

الفصل الثالث: النمذجة القياسية لتأثير عولمة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية

خلاصة الفصل:

عالجت العديد من الدراسات والأبحاث النظرية والتطبيقية السابقة موضوع سياسات التحرير المالي التي أنتهجتها أغلب حكومات الدول النامية كمنهج جديد لبداية الإصلاحات المالية في هذه الدول، وكحل للخروج من سياسة الكبح عن سياسات الكبح المالي التي لم تحقق الأهداف المرجوة منها، وقد كانت الإنطلاقة الفعلية في تبني الدول النامية لهذه الإصلاحات من الأعمال الرائدة - نظرية التحرير المالي - المقدمة من قبل (Shaw et Mc Kinnon (1973 التي أكدتها وتبنتها فيما بعد المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسها الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات المالية التي تعمل تحت مظلة منظمة التجارة العالمية، هذه الأخيرة التي ساهمت هي الأخرى بشكل كبير في تعميم الإتجاه أكثر نحو عولمة الخدمات المالية وأكدت بشدة دعم الإصلاحات المالية التي دعت إليها المؤسسات المالية الدولية، من خلال عقدها للعديد من المفاوضات المتعددة الأطراف للضغط على حكومات الدول النامية لفتح أسواقها المالية أكثر ورفع القيود والتنظيمات أمام موردي الخدمات المالية الأجنبي وعدم التمييز بين موردي الخدمات المالية المحليين والأجانب، ورغم أن الكثير من الدراسات التجريبية تشير إلى أن تبني الدول النامية لسياسة التحرير المالي من شأنه أن يحقق لها مكاسب متنوعة جراء ذلك، إلا أن الأزمات المالية التي عصفت بالعديد من أسواق الدول النامية في الكثير من المرات على غرار أزمة جنوب شرق آسيا (1997)، جعلت هذه الأخيرة متخوفة من الآثار السلبية المحتملة في ظل غياب مفهوم صريح لمعنى تسلسل تحرير مقبول عالمي، أو للمدة أو الطريقة والإجراءات التي يتم بها هذا التحرير؛

وقد حاولنا من خلال هذا الفصل إجراء دراسة قياسية لتحليل تأثير عولمة الخدمات المالية على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 30 دولة نامية خلال الفترة الممتدة من سنة 2000 إلى سنة 2018، ونهدف من وراء ذلك تأكيد أو نفي النتائج التي توصلت إليها الدراسات التجريبية السابقة حول إيجابية أو سلبية تبني سياسات التحرير المالي في أسواق الدول النامية هذا بالنسبة لنموذج الدراسة الأول، أما في نموذج الدراسة الثاني فقد حاولنا إدراج مجموعة من الشروط المتمثلة أساسا في جودة الإطار المؤسساتي، جودة الإطار القانوني والاستقرار السياسي، للتعبير عن مدى نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في أسواق الدول النامية في ظل ما يطلق عليه بشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية، ولتحقيق ذلك أجرينا الدراسة على نموذج بانل ديناميكي (Dynamic Panel Model)، باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة لبيانات البانل وتم تقدير بيانات النموذج بطريقة (MG)، (PMG) و (DFE)، وخلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر إيجابي ومعنوي لمؤشر تحرير حساب رأس المال على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية محل الدراسة؛
- وجود أثر إيجابي ومعنوي لمؤشر تحرير السوق المالي على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية محل الدراسة؛
- وجود أثر إيجابي غير معنوي لمؤشر تحرير السوق المصرفي على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية محل الدراسة؛
- لم تساهم شروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في تعزيز الآثار الإيجابية لسياسة التحرير المالي في عينة الدول النامية محل الدراسة، وهذا بدوره انعكس سلبا على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية بهذه الدول، وتم تفسير ذلك بضعف الأطر المؤسساتية، القانونية والتنظيمية في معظم أسواق الدول النامية (إفتقارها للقوانين والأنظمة والسياسات الاقتصادية السليمة التي تعزز وتشجع المنافسة الحرة بين المؤسسات المالية المحلية والأجنبية - إفتقارها لمؤسسات مالية ذات جودة ونوعية).

خاتمة عامة

يعتبر موضوع عوامة الخدمات المالية وتحرير الأسواق في الدول النامية من المواضيع التي لا تزال تثير اهتمامات الباحثين والمختصين لدى حكومات الدول النامية، والتي كثيرا ما تتخوف وتتردد بشأن فتح أسواقها المالية بسبب ضعف البنية التحتية وعدم الجاهزية المؤسساتية والبيئة القانونية والتنظيمية التي تمكنها من المنافسة مع موردي الخدمات المالية الأجانب، خاصة وأن قطاع الخدمات المالية حساس جدا ويخضع لدرجة عالية من التنظيم المحلي وبالتالي إمكانية التعرض لمخاطر الأزمات المالية والمصرفية، لذا سعت هذه الدراسة إلى تشخيص وتحليل الآثار المترتبة عن عوامة الخدمات المالية في إطار الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات على تطور أداء الأسواق المالية للدول النامية، ومعرفة التحديات التي يمكن أن تواجه حكومات الدول النامية عند تطبيقها لسياسات التحرير المالي التي جاء بها (Shaw et Mc Kinnon 1973) والتي لاقت ترحيبا ودعما من قبل المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسهم الاتفاقية العامة لتحرير تجارة الخدمات التي أعطت التحرير المالي بعدا رسميا وطابعا تنظيميا تحت مظلة منظمة التجارة العالمية؛

صحيح أن إدراج قطاع الخدمات بصفة عامة والخدمات المالية بصفة خاصة في مفاوضات إتفاقية (GATT) على تحرير التجارة الدولية قد تأخر كثيرا، إلى غاية آخر جولة من جولات الجات والتي عرفت بجولة الأوروغواي الشهيرة التي دامت ما يقارب ثمانية سنوات (1986-1994)، ولكن إدراج هذا القطاع ضمن سلسلة المفاوضات لم يكن إعتباطا بل نتيجة لما أصبح هذا القطاع يكتسبه من أهمية بالغة في جميع إقتصاديات دول العالم وخاصة المتقدمة منها، بل وياتت تجارة الخدمات تحقق في كثير من الأحيان معدلات نمو معتبرة تعادل أو تفوق ما تحققه التجارة في السلع، وهكذا تم خلق الإطار القانوني والمؤسسي الوحيد لتحرير تجارة الخدمات جنبا إلى جنب مع تحرير تجارة السلع، وبالتالي إخضاع تجارة الخدمات لنفس القواعد والآليات التي تخضع لها تجارة السلع، وقد كان لهذه الإتفاقية دورا بارزا في تعميق الإتجاه نحو عوامة أسواق الخدمات المالية في الدول النامية؛

ساهمت الإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات مند تأسيسها وبداية عملها بشكل رسمي في تدويل الخدمات المالية، وأضفت على التحرير المالي شكلا رسميا وبعدا تنظيميا في ظل منظمة التجارة العالمية، حيث فرضت على الدول الموقعة عنها تقديم جداول إلتزاماتها وتعهداتها في ما يخص تحديد نطاق فتح أسواقها المالية أمام موردي الخدمات الأجانب وعدم التمييز في المعاملة بين موردي الخدمات المحليين والأجانب (تحرير التجارة عبر الحدود والتواجد التجاري)، كما قامت بعقد الكثير من المفاوضات المتعددة الأطراف (التوقيع على إتفاقية جنيف للخدمات المالية سويسرا 1997، مفاوضات 2000، 2001 و 2002) لتحرير قطاع الخدمات المالية أكثر وحل المسائل والقضايا التي تحول دون تحقيق ذلك مثل القيود على المعاملات المالية الدولية، تحرير التدفقات الرأسمالية والضوابط المحلية المرتبطة بتجارة الخدمات. من جهة أخرى تتيح هذه الاتفاقية للدول النامية الموقعة عنها العديد من الفرص والمزايا التي يمكن تحقيقها جراء تحرير أسواقها المالية خاصة وأنها تمكن الدول النامية من تبني مبدأ التحرير التدريجي وإتخاذ بعض القيود والضوابط المحلية لحماية موازين مدفوعاتها عند مواجهتها لصعوبات مالية، وبالتالي فهي تسمح بزيادة فرص نفاذ خدمات هذه الدول للأسواق الدولية، وتمكنها كذلك من إدخال التكنولوجيا المالية، والاستفادة من المعايير والممارسات المالية للشركات والمؤسسات المالية الأجنبية، وتوسيع نطاق خدماتها المالية، الأمر الذي من شأنه أن يعزز تنافسية أسواقها المالية؛

وهكذا سارعت العديد من الدول النامية في خوض تجارب مختلفة في تبني سياسات التحرير المالي التي يمكن القول أنها أضحت حتمية ومفروضة على هذه الدول، أملتتها الظروف والمستجدات التي تعرفها الساحة المالية الدولية للإندماج في الاقتصاد العالمي، وأنه لا يوجد لحد الآن نموذج تحرير عالمي موحد وناجح يمكن تطبيقه في جميع الدول، ولا إجماع على الطريقة التي يتم بها هذا

خاتمة عامة

التحرير ولا المدة التي يمكن أن يستغرقها، بل هناك سياسات ونماذج تختلف من دولة إلى أخرى حسب ما تراه كل دولة مناسب لها، وقد ينجح نموذج تحرير في دولة ما ولا ينجح في دولة أخرى. ويبقى الهدف الأسمى لتبني الدول النامية لهذه السياسات هو محاولتها للإستفادة من المزايا التي يمكن أن تترتب عن هذا التحرير ومواكبة للمتغيرات والمستجدات التي تعرفها الساحة العالمية، وهذا ما جعل حكومات الدول النامية أمام تحديات كبيرة تفرضها ظروف المنافسة وفتح السوق، وذلك عند قيامها بمزيج من الإصلاحات الاقتصادية والمالية وتهيئة البيئة المؤسسية والقانونية التي تساهم في نجاح سياسات التحرير المالي التي تنتهجها من جهة وتحافظ بها على إستقرار وتنافسية أسواقها المالية من جهة أخرى.

1. نتائج الدراسة:

وخلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نوردتها فيما يلي:

- يحظى قطاع الخدمات المالية بأهمية بالغة ومكانة خاصة لدى جميع دول العالم متقدمة كانت أو نامية، ولعل حصوله على هذه المعاملة الخاصة ينبع من حساسيته الشديدة، لذا فهو من أكثر القطاعات التي تخضع لدرجة عالية من القيود والتنظيمات المحلية خاصة لدى حكومات الدول النامية؛

- أثرت التغيرات والمستجدات التي عرفتها البيئة المالية العالمية في الآونة الأخيرة مدفوعة بالتقدم العلمي وثورة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات بشكل كبير على هيكل قطاع الخدمات المالية التقليدية، وأدت إلى تعميق الاتجاه أكثر نحو عوامة الأنشطة المالية والمصرفية بظهور وتطور البنوك الدولية النشاط والشركات المالية المتعددة الجنسيات كأطراف فاعلة في أسواق الخدمات المالية، مما أدى إلى نمو وتطور الابتكارات المالية وإستحداث أدوات مالية جديدة (المشتقات المالية) وتوسيع نطاق الأسواق المالية العالمية؛

- تعاضم حجم التجارة الدولية في الخدمات بصفة عامة والخدمات المالية بصفة خاصة والتي باتت تحقق في كثير من الأحيان معدلات نمو تعادل أو تتجاوز حجم التجارة في السلع، وتساهم بشكل كبير في حجم الناتج الداخلي الخام وفي التوظيف لدى كل دول العالم، وهذا ما جعل الدول المتقدمة تفكر في إدراج قطاع الخدمات لأول مرة ضمن مفاوضات متعددة الأطراف في إطار إتفاقية (GATT)، وقد تجسد ذلك فعليا على أرض الواقع في جولة الأورغواي الشهيرة التي نتج عنها ميلاد الإتفاقية العامة لتجارة الخدمات (GATS) لتكون الإطار القانوني والمؤسسي الوحيد لتحرير تجارة الخدمات المالية تحت مظلة منظمة التجارة العالمية؛

- توصلنا من خلال دراستنا هذه إلى أنه لا يوجد لحد الآن نموذج تحرير موحد ناجح للتطبيق في جميع دول العالم، ولا تعريف واضح لمعنى تسلسل تحرير تدريجي، كما أنه لا يوجد إجماع على الطريقة التي يتم بها أو المدة التي يمكن أن يستغرقها، وأن نجاح نموذج تحرير في دولة ما قد يفشل في دولة أخرى، ولكن هذا لا يمنع من دراسة تجارب الدول الناجحة في هذا المجال والاستفادة منها، علما أنه هناك إجماع على أن نجاح سياسات التحرير المالي في أي دولة يتوقف على مدى القيام بإصلاحات إقتصادية ومالية لتهيئة البيئة المؤسسية والقانونية الملائمة في ظل فعالية أنظمة الرقابة والإشراف وإدخال الممارسات والمعايير الدولية أو ما يطلق عليه بشروط نجاح تطبيق سياسات التحرير المالي؛

- يمكن للجزائر كدولة نامية أن تستفيد من تجارب الدول الناجحة في تبني سياسة التحرير المالي، وكذلك من الإستثناءات التي تمنحها الإتفاقية للدول النامية (التحرير التدريجي وإتخاذ الإجراءات الإحترازية لحماية ميزان المدفوعات.. إلخ)، وذلك برسم خطة واضحة المعالم لتبني إستراتيجية مثلى لإجراءات التحرير المالي بحكم أنها تسعى منذ سنوات للإندماج إلى المنظمة العالمية للتجارة.

خاتمة عامة

2. النتائج المرتبطة باختبار الفرضيات:

● " إختبار صحة الفرضية الأولى " أثبت تحليل نتائج الدراسة النظرية صحة الفرضية الأولى، فقد ساهمت فعلا الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات المالية في تعميق الاتجاه أكثر نحو عوامة وتدويل الخدمات المالية، فهي بذلك أعطت للتحرير المالي شكلا رسميا وبعدا تنظيميا، خاصة وأنها أكدت بشدة دعم الاصلاحات المالية التي دعت إليها المؤسسات المالية الدولية وعلى رأسهم شاو وماكينون (نظرية التحرير المالي)، وقامت بإبرام العديد من المفاوضات المتعددة الأطراف في إطار هذه الاتفاقية وتحت رعاية المنظمة العالمية للتجارة، وألزمت الدول النامية بتقديم التزاماتها المحددة خاصة المتعلقة منها بالنفاذ إلى الأسواق والمعاملة الوطنية، فتحت على إثرها أسواق الدول النامية أمام موردي الخدمات الأجنبي (التجارة عبر الحدود أو التواجد التجاري)؛

● " إختبار صحة الفرضية الثانية " توجد العديد من المؤشرات التي تستخدم في قياس أداء أسواق الأوراق المالية، وهي مؤشرات تعكس بصدق أسعار السوق وتلخص الأداء الإجمالي له، وتسمح بالتنبؤ باتجاهاته المستقبلية، أي أنها تحول الأداء الاقتصادي إلى صورة كمية، ويمكن أن تمثل هذه المؤشرات مرجعا واضحا للمستثمرين في سوق الأوراق المالية، وقد تختلف من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى مثل مؤشرات أسعار الأسهم (S&P 500, CAC 40, NASDAQ)، ومنها ما تأخذ نفس المبدأ أو نفس القاعدة عند حسابها، وتحسب بعلاقة رياضية ثابتة سواء في الأسواق المالية المتقدمة أو النامية مثل مؤشرات حجم السوق ومؤشرات سيولة السوق، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛

● " إختبار صحة الفرضية الثالثة " أثرت سياسات التحرير المالي التي أنتهجتها معظم حكومات الدول النامية محل الدراسة (تحرير السوق المالي، تحرير السوق المصرفي وتحرير حساب رأس المال) بشكل إيجابي على تطور مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية بهذه الدول، وهو ما ينفي صحة الفرضية الثالثة؛

● " إختبار صحة الفرضية الرابعة " لم تساهم البيئة المؤسسية والقانونية التنظيمية - ممثلة لشروط نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي- في عينة الدول النامية محل الدراسة من تعزيز الآثار الإيجابية لعوامة وتدويل الخدمات المالية؛ وهذا ما جعلها تؤثر بشكل سلبي على مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية بهذه الدول، ويرجع ذلك إلى ضعف الأطر المؤسسية، القانونية والتنظيمية (إنتشار الفساد على نطاق واسع وعدم فعالية أنظمة الرقابة والإشراف والتنظيم على المستوى المحلي) في معظم أسواق هذه الأخيرة، ناهيك عن عدم كفاية الإصلاحات المنتهجة في هذا الإطار أو تركيزها على جوانب (كالجانب المالي فقط) وإهمال الجوانب الأخرى، وهو ما ينفي صحة الفرضية الرابعة؛

3. الإقتراحات والتوصيات

بناء على ما توصلت إليه دراستنا لتأثير عوامة الخدمات المالية على أداء أسواق الأوراق المالية للدول النامية، وما أسفرت عنه نتائج الدراسة القياسية يمكن تقديم مجموعة من الاقتراحات والتوصيات التي نوجزها في:

❖ يجب على حكومات الدول النامية بصفة عامة والجزائر بصفة خاصة مضاعفة وتوسيع جهود الإصلاحات الاقتصادية والمالية المبذولة لتسريع وتيرة الانفتاح، مادام أن الكثير من المعطيات والمستجدات في الساحة الدولية تشير إلى حتمية الانفتاح وأن العديد من الدول النامية قد استفادت من مزايا تدويل وعوامة خدماتها المالية؛

خاتمة عامة

- ❖ على حكومات الدول النامية أن تسارع في تدعيم قطاع خدماتها المالية بالتكنولوجيا المالية وذلك لتطوير وعصرنة أنظمتها المالية والمصرفية، الأمر الذي من شأنه أن يعزز من تنافسية مؤسساتها المالية والمصرفية في الأسواق المحلية والدولية؛
- ❖ ضرورة منح أولوية قصوى للإصلاحات التي تهدف إلى خلق البيئة المؤسسية (البنية التحتية وجهازية المؤسسات) والاستثمارية الملائمة في الدول النامية، وتدعيمها بالأطر القانونية والتنظيمية الجيدة، مع ضرورة تفعيل وتطوير هيئات الرقابة والإشراف على عمل المؤسسات المالية المحلية والأجنبية في السوق المالية المحلية؛
- ❖ التخفيف من القيود والشروط المفروضة على إمتلاك وتداول المستثمرين الأجانب للأسهم والسندات في أسواق الأوراق المالية للدول النامية؛
- ❖ ضرورة الاستفادة من تكنولوجيا المعلومات ومن المزايا والاستثناءات التي تمنحها الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات للدول النامية في تطوير وعصرنة الأنظمة المالية المحلية وعلى رأسها الجهاز المصرفي (البنوك والمؤسسات المالية)؛
- ❖ القيام بمراجعة حقيقية للأسباب والظروف الفعلية (غياب الإرادة السياسية بالدرجة الأولى) التي حالت دون تمكين الجزائر من الحصول على العضوية في المنظمة العالمية للتجارة خاصة وأنها تسعى لذلك منذ سنة 1995، وفي حالة حصولها على العضوية ينبغي على الجهات الوصية أن تولي أهمية بالغة للإلتزامات والتعهدات التي سوف تقدمها لتحرير قطاع خدماتها المالية أمام موردي الخدمات المالية الأجانب؛
- ❖ العمل على تطوير وتنشيط السوق المالي الجزائري - باعتباره الحلقة الأضعف في عينة الدول المدروسة- خاصة من ناحية صغر حجم السوق (عدد الشركات المدرجة ورسملة السوق) وسيولة السوق (معدل الدوران وحجم التداول)، ومعالجة على وجه الخصوص مشكلة عدد الشركات المدرجة في السوق (تقريبا شركتين ذات أسهم فقط) رغم أن عمر السوق يقارب الثلاثة عقود من الزمن، ليواكب على الأقل مثيلاته من الأسواق المالية الناشئة (الإمارات، تونس ومصر)، مع ضرورة تدعيم السوق بالأطر القانونية والهيئات الرقابية والإشرافية الملائمة.

4 . الآفاق المستقبلية للبحث

نظرا للأهمية البالغة لموضوع تأثير عمولة الخدمات المالية على أداء الأسواق المالية للدول النامية وقلة المراجع التي ربطت تحديدا العلاقة بين تحرير الخدمات المالية والأسواق المالية الناشئة في الدول النامية أو اقتصرها على جوانب دون أخرى، ومن الصعب الإلمام بجميع جوانب البحث لتشعب موضوع الدراسة، نقترح بعض المواضيع التي نرى أنها ذات صلة بموضوع بحثنا:

- تأثير تحرير الخدمات المالية على أداء السياسات النقدية للدول النامية؛
- تأثير التحرير المالي على أداء السياسات المالية للدول النامية؛
- تأثير تحرير حساب رأس المال على أداء الأسواق المالية للدول النامية؛

قائمة المراجع

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. أحمد سفر (2006)، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، بدون طبعة، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس - لبنان.
2. أرشد فؤاد التميمي (2009)، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
3. أسامة المحوب (2000)، العولمة والإقليمية مستقبل العالم العربي في التجارة الدولية، الطبعة الأولى، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر.
4. ثامر البكري، أحمد الرحومي (2008)، تسويق الخدمات المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
5. حازم الببلاوي (1998)، دور الدولة في الاقتصاد، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر.
6. حسن كريم حمزة (2011)، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
7. حيدر عباس الجنابي (2016)، الأسواق المالية والفشل المالي، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
8. خربوش سحني علي (2013)، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
9. دريد كامل آل شبيب (2012)، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن.
10. رانيا محمود عبد العزيز عمارة (2008)، تحرير التجارة الدولية وفقا لإتفاقية الجات في مجال الخدمات، الطبعة الأولى 2007، دار افكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
11. رشاد نعمان شايع العامري (2013)، الخدمات المصرفية الائتمانية في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، 2012، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر.
12. سامي أحمد مراد (2005)، دور اتفاقية تحرير تجارة الخدمات الدولية في رفع كفاءة أداء الخدمات المصرفية، الطبعة الأولى، المكتب العربي للمعارف، القاهرة، مصر.
13. سامي عفيفي حاتم (2005)، الاتجاهات الحديثة في الاقتصاد الدولي والتجارة الدولية، الطبعة الثانية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر.
14. سمر كوكب الجميل (2001)، الإتجاهات الحديثة في مالية الأعمال الدولية، بدون طبعة، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن.
15. سمير محمد عبد العزيز (1997)، التجارة العالمية وجات 94، الطبعة الثانية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية - مصر.
16. شذا جمال الخطيب (2008)، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن.
17. ضياء مجيد الموسوي (2013)، عولمة أسواق رأس المال، بدون طبعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
18. طارق عبد العال حماد (2001)، التطورات العالمية وانعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

قائمة المراجع

19. عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي (2005)، العولمة المالية وإمكانية التحكم عدوى الأزمات المالية، بدون طبعة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر.
20. عبد الغفار حنفي (2001)، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، طبعة معدلة، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر.
21. عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي (2009)، الأسواق المالية (أسواق رأس المال- البورصات- البنوك- صناديق الإستثمار)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
22. عبد المطلب عبد الحميد (2005)، الجات وآليات منظمة التجارة العالمية- من أوروغواي إلى سياتل وحتى الدوحة، بدون طبعة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر.
23. علي ابراهيم (1997)، منظمة التجارة العالمية- جولة أوروغواي وتقنين نهب العالم، بدون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.
24. محمد أحمد عبد النبي (2009)، الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون، عمان- الأردن.
25. محمد السانوسي شحاته (2006)، التجارة الدولية في ضوء الفقه الإسلامي واتفاقيات الجات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية- مصر.
26. محمد ذياب (2010)، التجارة الدولية في عصر العولمة، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت لبنان.
27. محمد صفوت قابل (2008)، منظمة التجارة العالمية وتحرير التجارة الدولية، الدار الجامعية، مصر، 2008.

الرسائل الجامعية:

1. آسيا قاسمي (2015)، أثر العولمة المالية على تطوير الخدمات المصرفية وتحسين القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2014-2015.
2. بدرابي شهيناز (2015)، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.
3. بن أحمد دحو رشيدة (2016)، أثر اتفاقية تحرير الخدمات GATS على المنظومة المصرفية الجزائرية، دراسة قياسية 1998-2012، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان، 2015-2016.
4. بن شعيب فاطمة الزهراء، (2011) مذكرة ماجستير غير منشورة بعنوان: دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي "دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية"، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.
5. بن عزوز عبد الرحمان (2012)، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011-2012.
6. بن علال بلقاسم (2014)، سياسة التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية: العلاقة القائمة بينهما وشروط نجاحها، دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة من الدول النامية (1980-2010)،

قائمة المراجع

- أطروحة دكتوراه الطور الثالث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد- تلمسان، 2013-2014.
7. بن عيسى شافية (2011)، آثار وتحديات الانضمام إلى المنظمة العالمية للتجارة على القطاع المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
8. بوسعدية مراد (2017)، تحرير تجارة الخدمات المالية في التجارة الدولية ودوره في تعزيز التنافسية التجارية الدولية، دراسة مقارنة (الجزائر- الإمارات) للفترة 2004-2014، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2015-2016.
9. بوعبد الله علي (2014)، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013-2014.
10. توبين علي (2013)، تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية وانعكاساتها على الأنظمة المصرفية العربية "حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013.
11. حنان محمد علي حلبي (1998)، اتفاقية تحرير التجارة الدولية وتأثيرها على قطاع الخدمات مع التطبيق على مصر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، القاهرة.
12. حياة زيد (2015)، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم "دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2014-2015.
13. خزندار وردة (2012)، تأثير انضمام الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة على المنظومة المصرفية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة، 2011-2012.
14. خطاب خيرة (2020)، أثر تغيرات أسعار البترول على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض دول الخليج خلال الفترة (1980-2015)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة زيان عاشور، الجلفة.
15. زقير عادل (2009)، تحديث الجهاز المصرفي العربي لمواكبة تحديات الصيرفة الشاملة - دراسة حالة الجهاز المصرفي الجزائري، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2008-2009.
16. سامية زيطاري (2004)، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2003-2004.
17. سميحة بن محياوي (2015)، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض البلدان العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
18. شقروش عبد القادر (2016)، إشكالية تحرير حساب رأس المال وأثرها على الاستقرار المالي في الدول النامية - دراسة حالة الجزائر - مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2015-2016.

قائمة المراجع

19. شكوري سيدي محمد (2006)، التحرير المالي وأثره على النمو الإقتصادي دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2005-2006.
20. عبد الرزاق حبار (2005)، المنظومة المصرفية الجزائرية ومتطلبات استيفاء مقررات لجنة بازل، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الانسانية والعلوم الاجتماعية، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلـي- الشلف، 2004-2005.
21. عبد الله بن الضب، (2017)، إختبار التكامل المتزامن بين البورصات الخليجية، دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات البانل لدول GCC خلال الفترة 2005-2014، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.
22. عروسي سميرة (2013)، أثر الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة (2008-2011)، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012-2013.
23. عليوة علي (2021)، تكييف السياسات المالية للدول النامية مع متطلبات التحرير المالي- دراسة قياسية باستخدام نماذج البانل لعينة مكونة من 26 دولة نامية خلال الفترة (1995-2018)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2020-2021.
24. غربي ناصر صلاح الدين (2007)، سياسة التحرير المالي في الدول النامية، دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2006-2007.
25. غزوي سليمة (2018)، أثر التحرير المالي والانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي في الجزائر (دراسة قياسية خلال الفترة 1970-2014)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2017-2018.
26. فاطمة بوسالم (2011)، أثر تحرير التجارة الدولية في الخدمات على كفاءة النشاط المصرفي في الدول النامية- حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة 2010-2011.
27. كززة مجاهد (2016)، تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والدول المتقدمة باستعمال **Panel Data Analysis**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان.
28. محلول زكية (2009)، أثر تحرير الخدمات المصرفية على البنوك العمومية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2008-2009.
29. محمد حمو (2009)، أثر اتفاقية تحرير تجارة الخدمات المالية والمصرفية على الصناعة المصرفية بالبنوك الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلـي- الشلف، 2008-2009.
30. محمود إبراهيم محمود فياض (2005)، تحرير تجارة الخدمات المالية في اتفاقيات منظمة التجارة العالمية، واقع قطاع الخدمات المالية في فلسطين، مذكرة ماجستير، كلية الدراسات العليا، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2004-2005.
31. مزبود ابراهيم (2011)، انعكاسات العولمة المالية على قطاع الخدمات المالية والمصرفية العربية - واقع وتحديات- حالة بعض البلدان العربية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.

قائمة المراجع

32. مناصرية حولة (2016)، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن (الفترة 1990-2014)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016.
33. منية خليفة (2011)، أثر تحرير تجارة الخدمات المالية على النشاط المصرفي في الجزائر، خلال الفترة 2005-2008، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.
34. وصاف عتيقة (2014)، آثار تحرير تجارة الخدمات على التجارة الخارجية في الدول العربية مع الإشارة إلى حالة الجزائر (1999-2009)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2013-2014.
35. يابيسي الياس (2013)، الآثار المحتملة لتحرير تجارة الخدمات المالية على القطاع المصرفي الجزائري وفقا للإتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

المقالات العلمية:

1. أحمد بوراس (2002)، العولمة والأسواق المالية في الدول النامية، مجلة العلوم الانسانية، جامعة منتوري قسنطينة، المجلد 13، العدد 1، ص ص (21-35).
2. أسماء سلحه (2012)، تحرير الخدمات المصرفية في إطار إتفاقية الجاتس، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، جامعة تامنراست، العدد 02، المجلد 01، جوان 2012.
3. بسبع عبد القادر، صديقي مليكة (2017)، تحليل مؤشرات تنمية واستقرار أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، جامعة تيسمسيلت، العدد 02، المجلد 01.
4. بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين (2008)، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية، دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل العراق، العدد 89 (30).
5. بصيري محفوظ (2016)، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، معارف مجلة علمية محكمة، تصدر عن جامعة آكلي محند أولحاج، السنة الحادية عشر، العدد 21- ديسمبر 2016.
6. بلغنامي نبيلة، سحنون جمال الدين (2017)، التحرير المالي وانعكاساته على تقنيات تمويل التجارة الخارجية في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، العدد 17، السادس الثاني 2017 ص (317-330).
7. بلقاسم بن علال (2014)، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية، دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (1990-2011)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، المجلد الأول، العدد الثاني/ ديسمبر 2014.

قائمة المراجع

8. بن بوزيان محمد وآخرون (2010)، سياسة التحرير المالي في الدول النامية (دراسة قياسية لحالة الجزائر)، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة جيلالي اليابس سيدي بلعباس، المجلد 5، العدد 5 أبريل 2010.
9. بن عبيد فريد (2010)، قراءة في التطور التنظيمي والأداء المالي لأسواق الأوراق المالية العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد 04، العدد 03.
10. بن يمينة كمال، عطية حليلة (2017)، الأسواق المالية ودورها في تمويل الاستثمارات في ظل الأزمات، دراسة حالة بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المالية والأسواق، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، المجلد 4، العدد 01.
11. بوخرص عبد الحفيظ (2013)، تحليل المقاربة بين أسباب العولمة المالية وأسباب الأزمات المالية، دراسة حالة: الأزمة المالية المكسيكية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد 07، العدد 01.
12. بوداح عبد الجليل، خيارى إيمان (2016)، الأسواق المالية الناشئة وشبه الناشئة: بين عملية تصنيف المؤشر وتوجهات المستثمرين، مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 30، العدد 03 (411-450).
13. بوكساني رشيد (2007)، واقع أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة وأثر العولمة المالية عليها، مجلة حوليات جامعة الجزائر، المجلد 17، العدد 01، (7-39).
14. خبابة حسان (2003)، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، المجلد 3، العدد 5 (226-245).
15. دليلة بوزيان، محمد رمضان (2017)، أثر تحرير المتغيرات المالية الأساسية على النمو الاقتصادي، دراسة تحليلية قياسية لحالة الجزائر (1999-2015)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، جامعة عمار التليجي، الأغواط، المجلد 8، العدد 3 جوان 2017.
16. رايح خوي، حجاب عيسى (2016)، مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، جامعة المسيلة، المجلد 01، العدد 01.
17. رايح عرابة (2009)، دور الصيرفة الشاملة في تطوير البنوك في الدول النامية- مع الإشارة لحالة مصر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، المجلد 5، العدد 6/2009.
18. سامر محمد فخرى، آسو بهاء الدين قادر (2016)، الربحية المصرفية في ظل التحول من سياسة الكبح المالي إلى سياسة التحرير المالي في العراق للمدة (1998-2011)، مجلة جامعة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، العراق، المجلد 12، العدد 34.
19. سامية زيطاري (2004)، أداء أسواق الأوراق المالية العربية: دراسة مقارنة مع الأسواق الناشئة والمتطورة، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، المجلد 8، العدد 2 (91-120).
20. سفيان أبو دراز. (2012). استراتيجيات التحرير المالي العالمية للاستفادة من العولمة المالية- دروس للنظام المالي الجزائري- مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، المجلد 02، العدد 01، ص ص 59-76.
21. سماري ابتسام (2018)، قياس أثر تداول المشتقات المالية على أداء الأسواق المالية، دراسة حالة السوق المالي الأوروبي (Euronext) خلال الفترة 2002-2016، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- العدد الاقتصادي- جامعة زيان عاشور الجلفة، العدد 01، المجلد 12.

قائمة المراجع

22. سمية بلجبلية، أحمد بوراس (2018)، أثر المؤشرات المالية على معدل النمو الاقتصادي في ظل سياسات التحرير المالي، دراسة قياسية لحالة الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2013)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، المجلد الخامس، العدد الأول، جوان 2018.
23. سيد علي صغيري، عماد غزالي، محمد بولصنام، (2021)، أثر الإستقرار السياسي والحرية الاقتصادية على النمو الاقتصادي في دول أوروبا وآسيا الوسطى خلال الفترة (1996-2018)، باستخدام نموذج الإنحدار الذاتي بالتأخيرات الموزعة لمعطيات بانل (Panel ARDL)، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، جامعة عمار الثليجي الأغواط، المجلد 12، العدد: 01 (2021)، ص ص 387-404.
24. شرفة حكيمة (2009)، تنامي تدفقات رؤوس الأموال وتدايعاته على الاستقرار المالي في الدول النامية، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- دراسات اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، المجلد 4، العدد 2009/8.
25. الشريف ربحان، الطاوس حمداوي (2013)، بورصة الجزائر- رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة، المجلد 19، العدد 02 (41-62).
26. صفاء عبد الله معطي، محمد أحمد سالم بلحويصل (2019)، استخدام تحليل بيانات البانل في نمذجة علاقة تقلبات متغيرات التجارة الخارجية المفسرة بالنمو الاقتصادي في اليمن للفترة (2006-2013)، مجلة الريان للعلوم الإنسانية والتطبيقية، المجلد الثاني، العدد (1).
27. طاهري إيمان (2020)، أثر التحرير المالي الخارجي على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية، دراسة حالة مصر، لبنان وتونس (2000-2017)، مجلة الاستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، المجلد 10/ العدد: 1 مكر (الجزء الأول)/ 2020، ص 101-120.
28. طرايش ابراهيم، بربري محمد أمين (2019)، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأوراق المالية بمصر 2004-2017، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية أدرار، المجلد 07- العدد: 02/جوان 2019.
29. عاصم بن منصور بن محمد أبا حسين (2017)، المؤشرات المالية (دراسات فقهية)، مجلة البحوث الاسلامية، المملكة العربية السعودية، العدد 2017/112.
30. عباس فؤاد حسن (2018)، أثر تداول عقود المبادلات في أسواق المشتقات المالية، أماراباك مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا (www.amarabac.com)، المجلد 9، العدد 2018/28.
31. عبد الجبار مختاري، محمد زرقون (2014)، تحرير تجارة الخدمات المالية وأثرها على تنمية أسواق الأوراق المالية الناشئة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 2014/06.
32. عبد الحفيظ خزان (2017)، أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية، دراسة: مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، جامعة الحاج لخضر باتنة، المجلد 07، العدد 2017/03.
33. عبد الصمد سعودي، بلقاسم سعودي (2018)، دور مؤشرات الحيطة والحذر في الحد من مخاطر الأزمات المصرفية الناتجة عن التحرير المالي- دراسة تطبيقية بالمحاكاة على البنك الوطني الجزائري BNA- مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، العدد 02، المجلد 08.

قائمة المراجع

34. العقريب كمال، بلوكاريف نادية (2016)، دوافع وتحديات تحرير حركة رؤوس الأموال في القطاع المالي دراسة حالة البلدان النامية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، جامعة يحي فارس المدية، العدد 06- سبتمبر 2016.
35. علي عبد الله، بلحمري خيرة (2015)، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الأردني، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 02، المجلد 06، العدد 01، ص ص 287-300، على الخط: <https://www.asjp.cerist.dz/en/article/19404>، تاريخ الزيارة (2020/07/28).
36. علي عليوة، عبد الوهاب دادن (2020)، أثر سلوك التحرير المالي على أداء السياسات المالية للدول النامية: دراسة قياسية باستخدام نماذج البائل لعينة مكونة من 19 دولة خلال الفترة (1995-2018)، مجلة الباحث، المجلد 20 (العدد 01)، الجزائر: جامعة قاصدي مرياح ورقلة.
37. عمار زودة، حمزة بوكفة (2018)، سوق الأوراق المالية في الجزائر: طبيعتها، معوقات نموها ومتطلبات تنشيطها، دراسة تحليلية للفترة (2007-2015)، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المركز الجامعي ميلة، المجلد 2، العدد 2018/01.
38. فاروق رفيق التهموني (2012)، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين مؤشرات بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة العربية للإدارة، جامعة الدول العربية، مج 32، ع 1- يونيو (حزيران).
39. فتيحة صالح، الطاوس حمداوي (2016)، الاندماج المصرفي ضرورة لتحسين أداء الجهاز المصرفي الجزائري، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الوادي، العدد 2016/07.
40. قالون جيلالي (2014)، عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين- مقارنة نظرية، مجلة التكامل الاقتصادي، جامعة أحمد دراية أدرار، المجلد 2، العدد 2014/3.
41. زهر ساحلي، عبد الأمير السعد (2015)، عولمة الأسواق المالية النامية في الجزائر، مجلة العلوم الانسانية، جامعة قسنطينة، مجلد ب، العدد 44/ديسمبر 2015.
42. محمد الشريف بن زاوي، هاجر سلاطني (2015)، دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الانفاق الاستثماري العام على البنى التحتية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، العدد الثالث/ جوان 2015.
43. محمد شويكات، نورة زيان (2017)، علاقة سياسة التحرير المالي بالنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2013)، دراسة قياسية باستخدام التكامل المتزامن، مجلة دفاتر اقتصادية، جامعة زيان عاشور الحلفة، المجلد 8، العدد 2017/01.
44. محمد كمال أبو عمشة (2013)، الإستثمار في أسواق المال الخليجية ودورها في جذب الاستثمارات الأجنبية: دراسة حالة بورصة قطر، مجلة بحوث اقتصادية عربية، لبنان، العددان 61-62 / شتاء- ربيع 2013.
45. مداحي محمد، ترقو محمد (2017)، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي)- دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII ببورصة اندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميلة، المجلد 03، العدد 01 (95-116).
46. مطاي عبد القادر (2010)، الاندماج المصرفي كتوجه حديث لتطوير وعصرنة النظام المصرفي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد السابع، جوان-2010.
47. منير نوري، معمر حمدي (2012)، الأزمة المالية المكسيكية 1995 والحلول المقترحة من طرف خوزيه إنجل جوريا، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الوادي، المجلد 03، العدد 2012/01.

قائمة المراجع

48. نوال بن الخالدي، محمد بن بوزيان (2016)، النظام المصرفي الجزائري بين معوقات تطبيق نموذج الصيرفة الشاملة ومحدودية الصيرفة التقليدية، مجلة les cahiers du MECAS, N12/juin 2016، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.
49. يحي سعاد (2018)، مخاطر عولمة الأسواق المالية دراسة حالة السوق المالي الكويتي (2016-1997)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 2، المجلد 12.

المؤتمرات والملتقيات:

1. أشرف محمد دوابة (2009)، تكامل الأسواق المالية العربية آفاق وتحديات، بحث مقدم لمؤتمر القضايا الملحة للاقتصاديات الناشئة في بيئة الأعمال الحديثة، بكلية إدارة الأعمال بالجامعة الأردنية في عمان، الأردن، يومي 14-15 أبريل 2009.
2. بربري محمد الأمين (2008)، التحرير المالي والمصرفي كآلية لزيادة القدرة التنافسية للبنوك التجارية في الجزائر، المؤتمر العلمي الدولي الثاني حول: إصلاح النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات الراهنة، 11-12 مارس 2008، ورقلة.
3. بريش عبد القادر (2004)، تحديات المنظومة المصرفية الجزائرية في ظل اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات المالية والمصرفية - إتفاقية GATS- الملتقى الدولي حول: واقع المنظومة المصرفية الجزائرية واقع وتحديات، 14-15 ديسمبر 2004، جامعة الشلف.
4. حاسم المناعي (1998)، قوانين منظمة التجارة العالمية في مجال الخدمات المالية وتأثيراتها المحتملة على القطاع المصرفي الخليجي، المؤتمر المصرفي الرابع لدول مجلس التعاون الخليجي حول العمل المصرفي الخليجي في ظل المنافسة والأسواق المالية العالمية المتغيرة، 24-25 أكتوبر 1998، الدوحة- دولة قطر.
5. حازم حسن جمعة (2004)، الآثار القانونية والاقتصادية لاتفاقية تحرير التجارة في الخدمات على قطاع المقاولات في الدول العربية، مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لاتفاقيات منظمة التجارة العالمية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 9-11 ماي 2004.
6. حريري عبد الغني (2009)، دور التحرير المالي في الأزمات والتعثر المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، أيام 20-21 أكتوبر 2009، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف.
7. حنان ابراهيم النجار (2005)، آليات بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي ومتطلباته في أسواق المال العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر المؤسسات المالية الاسلامية، كلية الشريعة والقانون- جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 ماي 2005.
8. صالح أحمد صالح البربري (2004)، عولمة أسواق رأس المال في إطار اتفاقية تحرير الخدمات المالية المخاطر وأساليب مواجهتها، مؤتمر الجوانب القانونية والاقتصادية لاتفاقيات منظمة التجارة العالمية، دبي- الإمارات، 9-11 ماي 2004.
9. عبد المنعم محمد الطيب (2005)، أثر تحرير تجارة الخدمات المصرفية على المصارف الاسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي - جامعة أم القرى، 7-9 جوان 2005.

قائمة المراجع

10. عمر النصور (2017)، نحو إنشاء مؤشر إسلامي في بورصة عمان "دراسة تحليلية في ضوء المعيار الشرعي رقم 21 والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمصارف الإسلامية حول: الأسواق المالية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية، الجامعة الأردنية، الفترة 16-17/08/2017.
11. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (2014)، اجتماع الخبراء المعني بتأثير إمكانية الوصول إلى الخدمات المالية على التنمية، بما يشمل إبراز أثر التحويلات المالية: التمكين الاقتصادي للنساء والشباب، جنيف، 12-14 نوفمبر 2014.
12. مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (2016)، تطور النظام التجاري الدولي واتجاهاته من منظور إنمائي، مذكرة قدمتها أمانة الأونكتاد، مجلس التجارة والتنمية الدورة الثالثة والستون، 5-9 ديسمبر 2016.

التقارير والمنشورات:

1. سامي حطاب (2007)، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، بحث مقدم لهيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي.
2. عبد الله المقبل وآخرون (2017)، فوائد انضمام السوق المالية السعودية إلى مؤشرات الأسواق العالمية، بحث مقدم إلى هيئة السوق المالية Capital Market Authority، أبريل 2017.
3. كتزة مجاهد، صلاح الدين ناصر غري (2016)، أثر التحرير المالي على النمو الاقتصادي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: دور نوعية المؤسسات، النشرة المصرفية العربية- الفصل الثالث 2016.

مواقع الأنترنت:

1. https://www.wto.org/english/tratop_e/gatt_e/gatt_e.htm
2. www.intracen.org
3. www.unctad.org/statistics
4. www.worldbank.org
5. www.sgbv.dz
6. http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm .
7. <https://www.theglobaleconomy.com/>
8. إبراهيم خويلد، المشاكل القياسية في نماذج بيانات بانل، تاريخ التصفح : 2020/09/11، على الساعة: 11:52، متاح على الرابط: <https://sites.google.com/site/khouiledibrahim/posts/almshaklalqyasytefynmadhjbyanatbanl>

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

Books :

1. Badi H. Baltagi (2005), **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons, Ltd, Third Edition.
2. Bourbonnais, R. (2015). **économétrie-Cours et exercices corrigés**, 9^{ème} édition, Dunod.

3. Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2005). **Microeconometrics: Methods and Applications**, Cambridge university press. 701-2.
4. Dimitrios Asteriou, Stephen G. Hall, (2007), **Applied Econometrics, A Modern Approach**, Revised Edition, PALGRAVE MACMILLAN. available at the following URL : <http://www.palgrave.com/page/detail/applied-econometrics-/?K=9780230206830> .
5. EOM, T. H, Lee, S. H, & Xu, H. (2008), **Introduction to Panel Data Analysis : Concepts and Practices**. Public Administration and Public Policy-New York, 134-589.
6. Hashem Pesaran. (2015), **Time Series and Panel Data Econometrics**, OXFORD University Press, First Edition published.
7. Hsiao, C. (2014). **Analysis of Panel Data**, Third Edition, Cambridge University Press.
8. Mike Tsionas (2019), **Panel Data Econometrics Theory**, Academic Press; 1st edition (July 2, 2019).
9. Pesaran, M. H. (2015). **Time series and panel data econometrics**. First Edition published in 2015, Oxford University Press.
10. Phung Thanh Binh (2020), **Notes on time series and panel time-series econometrics for junior researchers using Stata**, First Edition, UNIVERSITY OF ECONOMICS HO CHI MINH CITY SCHOOL OF ECONOMICS. Available at: <file:///C:/Users/br/Downloads/Binh.2020.NotesontimeseriesandpaneltimeserieeconometricsforjuniorresearchersusingStata.pdf>
11. William H. Greene. (2002), **Econometric Analysis**, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey, 07458, 5th Edition; P287. Available at url: <https://spu.fem.uniag.sk/cvicenia/ksov/obtulovic/Mana%C5%BE.%20%C5%A1tatistika%20a%20ekonometria/EconometricsGREENE.pdf>

Disertations :

1. Abdelbari El Khamlichi (2012), **Ethique et performance : le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique**, Thèse en Cotutelle pour l'obtention du titre de Docteur en science de Gestion, Faculté d'Economie et de Gestion de Clermont Ferrand, Université d'Auvergne, 28-11-2012.
2. Bentahar, N. (2005). **Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek** (Doctoral dissertation, Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I).

3. Bouabdi, O. (2014). *Libéralisation financière et investissement direct à l'étranger: un mode de financement qui s' impose pour le développement économique des PED: cas du Maroc*, Thèse en cotutelle pour le Doctorat en Sciences économique, Economies et finances. Université de Toulon; Université Moulay Ismaïl (Meknès, Maroc), Français. NNT :2014TOUL2002. tel-01191817
4. Boukari, M. (2014). **La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne** (Doctoral dissertation, Université de Bordeaux).
5. Bouziani El houari (1999), **libéralisation financière au Maroc et ses effets Macroéconomique**, thèse pour le doctorat en sciences économiques, Université sidi Mohammed benabdellah Maroc.
6. Cheng, Y. T. C. (2011). *The Future of GATS Article XV: Service Subsidy Regulations under the WTO* (Doctoral dissertation, University of Pittsburgh), 2010-2011.
7. Foudeh, M. (2007). **Libéralisation Financière , Efficacité du système Financier et Performance Macroeconomique**, thèse pour le Doctorat en Sciences Economiques, Faculté de Droit et des Sciences Economiques, Université de Limoges, 19 juin 2007 .
8. Frimpong P.B (2012), **Population Health and Economic Growth : Panel Cointegration Analysis in Sub-Saharan Africa**, Master in Economic Development and Growth, School of Economics and Management, Lund University.
9. Gritli, M. I. (2017). *Libéralisation du compte capital, développement financier et croissance économique* (Doctoral dissertation, Pau), Thèse pour le doctorat en sciences économiques, en cotutelle avec l'Université Tunis El Manar. Faculté de sciences économiques et de gestion de Tunis (Tunisie), dans le cadre de École doctorale sciences sociales et humanités (Pau, Pyrénées Atlantiques).
10. Mlachila, M. (2013). **Le rôle du comportement des banques dans la libéralisation financière: le cas du Malawi, 1987-1999**, Thèse Pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences Économiques (Doctoral dissertation, Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I). Available at : <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-01168296>

Articles Scientifiques :

1. Abdelbari El Khamlichi (2013), **Le Comportement des Indices Boursiers Socialement Responsables en Période de Crise**, Management et Avenir, 2013/3 N° 61/P (30-49).

2. Andrea Ceraza, (2008), **CIPS test for Unit Root in Panel Data : further Monte Carlo results.** " Economics Bulletin, Vol. 3, No. 16, PP 1-13.
3. Atsin, J. A., & Ocran, M. K. (2017). **Financial liberalization and the development of stock markets in Sub-Saharan Africa.** Available on this link : <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/87580>.
4. Badi H. Baltagi, Chihwa Kao, (2001), **Nonstationary Panels, Cointegration in Panels and Dynamic Panels : A survey,** Advances in Econometrics, Volume 15, Pages 7-51. Published online : 08 Mar 2015 ; 7-51, Permanent link to this document : [https://doi.org/10.1016/S0731-9053\(00\)15002-9](https://doi.org/10.1016/S0731-9053(00)15002-9)
5. Barnor, C., & Wiafe, E. A. (2015). **Financial sector openness and stock market development in Ghana.** *Journal of Finance and Accounting*, 6 (25).
6. Bayraktar, N., & Wang, Y. (2004). **Foreign bank entry, performance of domestic banks, and sequence of financial liberalization.** *Performance of Domestic Banks, and Sequence of Financial Liberalization (August 8, 2004)*.
7. Beck, R. (2001). **The volatility of capital flows to emerging markets and the financial services trade.** *Russian & East European Finance and Trade*, 37 (3), PP 5-24.
8. Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. T. (2003). **Equity market liberalization in emerging markets.** *Journal of Financial Research*, 26 (3), PP275-299.
9. Bhaskar Chhimwal & Varadraj Bapat. (2020) . **Impact of foreign and domestic investment in stock market volatility :Empirical evidence from India** ,Cogent Economics & Finance, 1-8 ; P3 To link to this article :<https://doi.org/23322039.2020.1754321/10.1080/>
10. Bismuth, R. (2010). **Financial sector regulation and financial services liberalization at the crossroads: The relevance of international financial standards in WTO law.** *Journal of World Trade*, 44 (2).
11. Brana, S., & Lahet, D. (2009), **Les déterminants des entrées de capitaux en Asie : quel rôle pour les stratégies de carry trade ?**, L'Actualité Economique, Revue D'analyse Economique, Volume 85, Numéro 3, (283-302).
12. Burkett, P. (1987). **Financial" Repression" and Financial" Liberalization" in the Third World: A Contribution to the Critique of Neoclassical Development Theory.** Review of Radical Political Economics, 19 (1), 1-21.
13. Calvo G. A, Leiderman , L , Reinhart , C. M (1993), **Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America, The Role of External Factors,** IMF Staff Papers, Vol 40, No. 1 (108-151).

14. Christopher B. Barry, John W. Peavy (1997) , **Emerging Stock Markets: Risk, Return, and Performance**, The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, Printed in the United States of America June 1997.
15. Chritopher B. Philips, Francis M. Kinniry (2012), **Evaluation des indices boursiers de reference mondiaux**, Une étude réalisée par Vanguard, Octobre, 2012 ; P11.
16. Claessens, S., & Jansen, M. (2000). **The internationalization of financial services: Issues and lessons for developing countries: Overview**. The internationalization of financial services: issues and lessons for developing countries, Kluwer law international, The Hague.
17. Claessens, S., Klingebiel, D & „Schmukler, S. L. (2006). **Stock market development and internationalization: Do economic fundamentals spur both similarly ?** *Journal of Empirical Finance*.350-316 ,13 (3) .
18. Dhingra, S. (2004). **Equity Market vs. Capital Account Liberalization: A Comparison of Growth Effects of Liberalization Policies in Developing Countries**. *Rutgers University USA*
19. Ding, H., Jin, Y., Koedijk, K. G., & Wang, Y. (2020). *Valuation Effect of Capital Account Liberalization: Evidence from the Chinese Stock Market*. *Journal of International Money and Finance* 102208.
20. Duc khuong Nguyen (2010), **La dynamique de la volatilité boursière autour de l’ouverture des marchés de capitaux**, *Economie et prévision*, 2010/1 n° 192 ; Pages 65-82. Available at the following URL : <https://www.cairn.info/revue-economie-et-prevision-2010-1-page-65.htm>
21. Erwan Le Saout (2005) , **Indice, mon bel Indice, dis-moi qui est le plus performant : le cas des indices éthique**, *Banque & Marchés* n° 74, Janvier 2005.
22. Faid Gul, Tarik Javed (2009) , **Relationship Between Trading Volume And Stock Exchange Performance: A case from Karachi Stock Exchange**, *International Business & Economics Research Journal*, Volume 8, Number 8.
23. Fousséni, N. A. P. O. (2018). **Human capital, manufacturing productivity and economic growth in WAEMU countries**, MPRA Paper 89450, University Library of Munich, Germany. available at the following URL <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/89450/>
24. Fouzi Abderzag, Balbal Hasnaoui (2015), **The Impact of Financial Liberalization on the Stability of the Financial System in Emerging Markets**, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol 6 No 6, November 2015.

25. Francois, J. F., & Schuknecht, L. (2000). **International trade in financial services, competition, and growth performance**. Centre for International Economic Studies Paper No.6.
26. Frenkel, R. (2005). **Mondialisation et crises financières en Amérique latine**. *Revista de la CEPAL*.
27. Gao, J., Xia, K., & Zhu, H. (2020). **Heterogeneous panel data models with cross-sectional dependence**. *Journal of Econometrics*, 219 (2), PP329-353.
28. Gil-Garcia, J. R & Puron-Cid, G. (2014), **Using Panel Data Techniques for Social Science Research : an Illustrative Case and Some Guidelines**, CIENCIA ergo-sum, Revista Científica Multidisciplinaria de Prospectiva, 21 (3), PP203-216.
29. Gillespie, J. (2000). *Financial Services Liberalization in the World Trade Organization*. Working Papers at Harvard Law School .Available at : https://www.researchgate.net/profile/WendyDobson/publication/227441577_Financial_Services_Liberalization_in_the_World_Trade_Organization/links/55d1fea608ae7fb244f40c75/Financial-Services-Liberalization-in-the-World-Trade-Organization.pdf.
30. Giorgio de Santis, Selahattin Imrohorglu (1994) , **Stock Returns and Volatility in Emerging Financial Markets**, Institute for Empirical Macroeconomics, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Discussion Paper 93, July 1994.
31. Glaessner, T. (1999). **Internationalization of Financial Services in Asia**. Washington: World Bank, April.
32. Goncalves, M. P, Stephanou, C (2007), **Financial Services and Trade Agreements in Latin America and the Caribbean : An Overview**, World Bank Policy Research Working Paper 4181, April 2007.
33. Haddad, M. E, & Stephanou, C. (Eds.). (2010). **Financial services and preferential trade agreements: lessons from Latin America**. The World Bank.
34. Han Kim, E., & Singal, V. (2000). **Stock market openings: Experience of emerging economies**. *The Journal of Business*, 73 (1), PP25-66.
35. Henry, P. B. (2000). **Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices** .*The Journal of Finance* .564-529 ,(2)55.
36. Henry, P. B. (2000). **Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices**. *The Journal of Finance*, 55 (2), PP529-564.

37. James Munro (2014), **Trade in Carbon Units as a Financial Service under International Trade Law: Recent Developments, Future Challenges**, Carbon & Climate Law Review, Volume 8, Issue 2/2014.
38. Jayasuriya, S. (2005). **Stock market liberalization and volatility in the presence of favorable market characteristics and institutions**. Emerging Markets Review, 6 (2).
39. Kamal A. El-Wassal (2013), **The Development of Stock Markets : In Search of a theory**, International Journal of Economics and Financial Issues, 3(3), PP 606-624. Online: <https://econjournals.com/> (visited le 28/07/2020).
40. Key, S. J. (1999). **Trade liberalization and prudential regulation: the international framework for financial services**. *International Affairs*, 75(1), pages (61-75).
41. King, R. G & Levine, R. (1993). **Finance, entrepreneurship and growth**. *Journal of Monetary economics*.542-513 ,(3)32 .
42. Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). **Capital account liberalization, financial depth, and economic growth**. *Journal of international money and finance*, 27 (6), P861-875.
43. Kono, M., & Schuknecht, L. (1999). *Financial services trade, capital flows, and financial stability* (No. ERAD-98-12). WTO Staff Working Paper.
44. Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2010). **Financial globalization and economic policies**. In Handbook of development economics (Vol. 5, pp. 4283-4359). Elsevier.
45. Levine, R., & Zervos, S. (1998). **Capital control liberalization and stock market development**. *World development*, 26 (7), 1169-1183.
46. Li, D., Nguyen, Q. N., Pham, P. K., & Wei, S. X. (2011). **Large foreign ownership and firm-level stock return volatility in emerging markets**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46 (4), 1127-1155.
47. Liang, C. Y. (2014). **What determines trade liberalization in banking services under the WTO?**. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4 (4).
48. Lingaraj. M, Ummalla. M, Jaganath. B, (2016), **Does tourism affect economic growth in Indian states ? Evidence from panel ARDL model**, Theoretical and Applied Economics, Volume XXIII, No. 1 (606), Spring, PP 183-194.
49. Liu, L. G. (2005). **The impact of financial services trade liberalization on China**. Research Institute of Economy, Trade and Industry, RIETI Discussion Paper Series.

50. Magweva, R., & Sibanda, M. (2020). **Inflation and infrastructure sector returns in emerging markets—panel ARDL approach.** *Cogent Economics & Finance*, 8 (1), 1730078. Available at : <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1730078> .
51. Maniam, S., & Lee, C. (2018). **Stock Market Liberalization Impact on Sectoral Stock Market Return in Malaysia.** *Capital Markets Review*, 26 (2), PP21-31.
52. Mattoo, A. (2000). **Financial services and the WTO: liberalisation commitments of the developing and transition economies.** *The World Economy*, 23 (3), 351-351.
53. Michael Appiah & Al (2020), **Capital Market and Financial Development on Growth : A Panel ARDL Analysis**, *Indonesian Capital Market Review* 12 (2020) PP28-41.
54. Naghavi, N., Mubarik, M. S., & Kaur, D. (2018). **Financial liberalization and stock market efficiency: Measuring the threshold effects of governance.** *Annals of Financial economics*, 13 (04), 1850016, (24 Pages).
55. Nissanke, M & Stein, H. (2003). **Financial globalization and economic development: toward an institutional foundation** .*Eastern Economic Journal*, 29(2) .308-287.
56. Park, H. M. (2011). **Practical guides to panel data modeling: a step-by-step analysis using stata.** *Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan*, 12, (1-52).
57. Pedro M.G. Martins (2010), **Aid Absorption and Spending in Africa : A Panel Cointegration Approach**, CREDIT Research Paper, No. 10/06, The University of Nottingham, Centre for Research in Economic Development and International Trade (CREDIT) Nottingham, available at the following URL. <http://www.nottingham.ac.uk/economics/credit/>
58. Phuan, S. M., Lim, K. P & Ooi, A. Y. (2009). **Financial liberalization and stock markets integration for Asean-5 countries** .*International business research* 2 (1).111-100
59. Pierre-Cyrille Hautcoeur (2006), **Why and how to measure stock market fluctuations?The Early History of Stock Market Indices, with Special Reference to the french Case**, Paris-Jourdan Sciences Economiques, Working Paper N°2006
60. Pietro Pavone (2019), **Market Capitalization and Financial Variables: Evidence from Italian Listed Companies**, *International Journal of Academic research Business and Social Science*, 21 March 2019, (1356-1371).
61. Rejeb, A. B., & Boughrara, A. (2013). **Financial liberalization and stock markets efficiency: New evidence from emerging economies.** *Emerging Markets Review*, 17, 186-208.

62. Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992). **Financial repression and economic growth.** *Journal of development economics*, 39 (1), 5-30.
63. Samman, H., & Shahnawaz, S. (2013). **Financial Services Liberalization in a Natural Resource Rich Economy.** *Topics in Middle Eastern and African Economies*, 15 (2), 134-151.
64. Samouel Beji (2015), **L'approche Institutionnelle du Développement Financier : Cas des Pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord**, *Mondes en Développement*, 3 (171), PP 117-134. Lee, Y. M., & Wang, K. M. (2015). **Dynamic heterogeneous panel analysis of the correlation between stock prices and exchange rates.** *Economic research-ekonomska istraživanja*, 28 (1), PP749-772.
65. Schmukler, S. L. (2004). **Benefits and risks of financial globalization: challenges for developing countries.**; Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, (Second Quarter 2004), 2004-06.
66. Springler, E. (2005). **Financial liberalization, stock markets and growth in economies with underdeveloped financial markets.** *European Political Economy Review*, 3(2), 53-86.
67. Stulz, R. M. (2005). **The limits of financial globalization.** *The journal of finance*, 60 (4), 1595-1638.
68. Taylor, M. (2000). **The WTO's Financial Services Agreement and the Imperative of Further Liberalization of Trade in Insurance and Reinsurance.** *The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 25 (4), 473-481.
69. Umutlu, M., Akdeniz, L., & Altay-Salih, A. (2010). **The degree of financial liberalization and aggregated stock-return volatility in emerging markets.** *Journal of banking & finance*, 34 (3), 509-521.
70. Valckx, N. (2002). **WTO financial services liberalization: Measurement, choice and impact on financial stability.** *Research Memorandum Wo*, (705).
71. Van Welsum D (2003), **International Trade in Services: Issues and Concepts**, Birkbeck College London, September 2003.
72. Wang, J. (2007). **Financial liberalization and regulation in East Asia: Lessons from financial crises and the Chinese experience of controlled liberalization.** *Journal of World Trade*, 41 (1).
73. Wimboh Santoso & Al (2010), **Market Liquidity Risk as an Indicator of Financial Stability : The Case of Indonesia**, Working Paper, Bank Indonesia, March 2010.

74. Zulfikar, R & STp, M. M. (2019), **Estimation Model and selection method of panel data regression** : an overview of common effect, fixed effect and random effect model, P7. available at the following URL <file:///C:/Users/br/Downloads/Regression%20Analysis%20of%20Panel%20Data.pdf>

Conférences et Séminaires :

1. Abdelbari El Khamlichi (2010), **L'éthique en bourse : le cas des indices boursiers socialement responsables**, 2^{ème} Université Réalité et Prospectives du développement durable- Clermont- Octobre 2010.
2. Benoît Cœuré. (1999), **Towards a New Approach to Freedom of Capital Movements and Capital Account Liberalisation?**, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).
3. Cayetano Paderanga, Jr. (1999), **Current Issues and Concerns in the Philippines and ASEAN**, , in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).
4. Douglas H. Brooks and Soo-Nam Oh. (1999), **Asia's Financial Crisis: Is Financial Liberalisation the Villain?**, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).
5. Hurlin. C (2006), **L'économétrie des données de Panel Modèles Linéaires Simples**, Ecole Doctorale Edocif : Séminaire Méthodologique. Disponible sur : https://www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel_Chap1.pdf
6. Mario Draghi. (1999) , **Strengthening Financial Systems**, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).
7. Masaru Yoshitomi (1999), **The Asian Capital Account Crisis**, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), *Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects* (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank).
8. Murat Ucer (2001), **Notes on financial liberalization proceeding of the seminar of macroeconomic management new methods and current policy issues**, held in Tutkey, 2001.

9. Pierre Sauvé. (1999), The Benefits of Trade and Investment Liberalisation: Financial Services, in Douglas H. Brooks and Monika Queisser (eds), Financial Liberalisation in Asia: Analysis and Prospects (Paris/Manila: OECD and Asian Development Bank). PP182-183.
10. Qian, Y. (2003). **Financial services liberalization and GATS—analysis of the commitments under the General Agreement on Trade in Services (GATS) at the World Trade Organization (WTO)**.), *The 2nd Annual Conference of PECC Finance Forum*, Issues and Challenges for Regional Financial Cooperation in the Asia-Pacific, Hilton Hua Hin Resort § Spa, Hua Hin, Thailand, July 8-9.
11. Sunje, A. & çivi, E. (2008), **Emerging Markets: A Review of Conceptual Frameworks**, In proceedings of 1st international joint symposium on business administrator: Challenges for business administrators in the New Millennium (P203-216); available at www.opf.slu.cz/vvr/akce/turecko/pdf/sunje.pdf. Accessed on 07/11/2019 à 12^h:19.

Rapports :

1. Mouley, S. (2012). *Les enjeux de la libéralisation des comptes de capital dans les pays du sud de la Méditerranée*. Challenges arising from Capital Account Liberalisation in the Countries of the South Mediterranean Region. MEDPRO Technical Report No. 11/March 2012.
2. PTAs, I. P. T. A. (2010). **Reference Note on Trade Policy, Preferential Trade Agreements, and WTO Consistency**¹. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/downloadpdf/journals/007/2010/003/007.2010.issue-003-en.pdf>.

قائمة الملحق

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق:

الملحق رقم (01): نتائج تقدير معاملات النموذج الأول باستخدام طريقة متوسط المجموعة (MG)

```
. xtpmg d.SMP d.SML d.BML d.KAO , lr (l.SMP SML BML KAO) ec(ECT) replace mg
```

Mean Group Estimation: Error Correction Form
(Estimate results saved as mg)

D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT						
SML	689.3665	2504.646	0.28	0.783	-4219.65	5598.383
BML	-2.40791	2.747733	-0.88	0.381	-7.793368	2.977548
KAO	-1.505315	2.282482	-0.66	0.510	-5.978897	2.968267
SR						
ECT	-.6043341	.0643549	-9.39	0.000	-.7304674	-.4782008
SML D1.	-601.0216	459.0542	-1.31	0.190	-1500.751	298.7082
BML D1.	.4573869	.2817864	1.62	0.105	-.0949042	1.009678
KAO D1.	49.75019	36.21577	1.37	0.170	-21.23141	120.7318
_cons	3.533214	12.46224	0.28	0.777	-20.89232	27.95875

قائمة الملاحق

الملحق رقم (02): نتائج تقدير معاملات النموذج الأول باستخدام طريقة متوسط المجموعة المدمجة (PMG)

. xtpmg d.SMP d.SML d.BML d.KAO , lr (1.SMP SML BML KAO) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1532.8305 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1528.0347 (not concave)
Iteration 2: log likelihood = -1519.1518 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1503.5496
Iteration 4: log likelihood = -1496.0163
Iteration 5: log likelihood = -1493.9421
Iteration 6: log likelihood = -1493.7381
Iteration 7: log likelihood = -1493.7261
Iteration 8: log likelihood = -1493.7261
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind          Number of obs   =       540
Time Variable (t): Year         Number of groups =        30
                                Obs per group: min =        18
                                avg =       18.0
                                max =        18

                                Log Likelihood    = -1493.726
```

	D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT	SML	379.84	86.40818	4.40	0.000	210.4831	549.197
	BML	.0449114	.0388605	1.16	0.248	-.0312538	.1210766
	KAO	6.151049	1.17866	5.22	0.000	3.840917	8.46118
SR	ECT	-.3749317	.0512641	-7.31	0.000	-.4754076	-.2744558
	SML						
	D1.	-1204.408	976.6779	-1.23	0.218	-3118.661	709.8456
	BML						
	D1.	.4618931	.3099666	1.49	0.136	-.1456303	1.069416
	KAO						
	D1.	62.64123	41.59436	1.51	0.132	-18.88221	144.1647
	_cons	15.17126	4.626838	3.28	0.001	6.102825	24.2397

قائمة الملاحق

الملحق رقم (03): نتائج تقدير معاملات النموذج الأول باستخدام طريقة الأثر الديناميكي الثابت (DFE)

```
. xtpmg d.SMP d.SML d.BML d.KAO , lr (l.SMP SML BML KAO) ec(ECT) replace dfe
```

Dynamic Fixed Effects Regression: Estimated Error Correction Form
(Estimate results saved as DFE)

		Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT	SML	95.24385	80.25492	1.19	0.235	-62.0529	252.5406
	BML	.1489463	.1391509	1.07	0.284	-.1237844	.421677
	KAO	1.514122	3.067082	0.49	0.622	-4.497248	7.525492
SR	ECT	-.4060521	.0337742	-12.02	0.000	-.4722483	-.3398559
	SML D1.	-4.732297	22.6275	-0.21	0.834	-49.08138	39.61679
	BML D1.	.1927467	.1039488	1.85	0.064	-.0109891	.3964825
	KAO D1.	-2.011606	1.788965	-1.12	0.261	-5.517913	1.4947
	_cons	11.49324	3.226721	3.56	0.000	5.168983	17.8175

الملحق رقم (04): نتائج إختبار (Hausman test) للمفاضلة بين نماذج التقدير الثلاثة (MG)، (PMG) و(DFE)

```
. hausman pmg DFE, sigmamore
```

	Coefficients			
	(b) pmg	(B) DFE	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
SML	379.84	95.24385	284.5962	.
BML	.0449114	.1489463	-.1040349	.
KAO	6.151049	1.514122	4.636927	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtpmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtpmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(3) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= -16.23 chi2<0 ==> model fitted on these
data fails to meet the asymptotic
assumptions of the Hausman test;
see suest for a generalized test
```


قائمة الملاحق

الملحق رقم (06): نتائج تقدير تحرير السوق المالي (SML) في وجود شرط جودة التنظيمات (REQ)

. xtpmg d.SMP d.SML d.GDPc d.INF d.TO d.SMLREQ , lr (1.SMP SML GDPc INF TO SMLREQ) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1521.5339 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1499.4757 (not concave)
Iteration 2: log likelihood = -1490.7951 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1490.0061 (not concave)
Iteration 4: log likelihood = -1489.1695 (not concave)
Iteration 5: log likelihood = -1488.7895 (not concave)
Iteration 6: log likelihood = -1488.6101 (not concave)
Iteration 7: log likelihood = -1488.4797 (not concave)
Iteration 8: log likelihood = -1488.3423 (not concave)
Iteration 9: log likelihood = -1488.0606 (not concave)
Iteration 10: log likelihood = -1487.8565 (not concave)
Iteration 11: log likelihood = -1487.758 (not concave)
Iteration 12: log likelihood = -1487.6303 (not concave)
Iteration 13: log likelihood = -1487.465 (not concave)
Iteration 14: log likelihood = -1487.3776 (not concave)
Iteration 15: log likelihood = -1487.2067 (not concave)
Iteration 16: log likelihood = -1487.0771 (not concave)
Iteration 17: log likelihood = -1487.0071 (not concave)
Iteration 18: log likelihood = -1486.8983 (not concave)
Iteration 19: log likelihood = -1486.7907 (not concave)
Iteration 20: log likelihood = -1485.6699
Iteration 21: log likelihood = -1484.5017
Iteration 22: log likelihood = -1484.1689
Iteration 23: log likelihood = -1484.1555
Iteration 24: log likelihood = -1484.1555
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind          Number of obs   =    540
Time Variable (t): Year          Number of groups =    30
                                Obs per group: min =    18
                                avg   =    18.0
                                max   =    18
```

Log Likelihood = -1484.156

	D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT							
	SML	216.7531	33.39802	6.49	0.000	151.2942	282.212
	GDPc	-.157809	.1568403	-1.01	0.314	-.4652103	.1495923
	INF	1.382321	.1588344	8.70	0.000	1.071011	1.69363
	TO	.0235106	.0092651	2.54	0.011	.0053513	.04167
	SMLREQ	-150.4829	30.01788	-5.01	0.000	-209.3168	-91.64891
SR							
	ECT	-.2965903	.059623	-4.97	0.000	-.4134492	-.1797313
	SML D1.	-1720.784	1266.309	-1.36	0.174	-4202.704	761.1366
	GDPc D1.	1.056959	.4791116	2.21	0.027	.1179178	1.996001
	INF D1.	.6436437	.348007	1.85	0.064	-.0384374	1.325725
	TO D1.	-.2861898	.399271	-0.72	0.474	-1.068747	.496367
	SMLREQ D1.	-336.8211	1385.141	-0.24	0.808	-3051.648	2378.006
	_cons	9.956315	3.683588	2.70	0.007	2.736615	17.17602

قائمة الملاحق

الملحق رقم (07): نتائج تقدير تحرير السوق المالي (SML) في وجود شرط الاستقرار السياسي (PLS)

. xtpmg d.SMP d.SML d.GDPc d.INF d.TO d.SMLPLS , lr (1.SMP SML GDPc INF TO SMLPLS) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1517.6062 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1506.9309 (not concave)
Iteration 2: log likelihood = -1494.423 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1487.953
Iteration 4: log likelihood = -1482.1319
Iteration 5: log likelihood = -1481.8556
Iteration 6: log likelihood = -1481.7925
Iteration 7: log likelihood = -1481.7923
Iteration 8: log likelihood = -1481.7923
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind           Number of obs   =      540
Time Variable (t): Year          Number of groups =       30
                                Obs per group: min =       18
                                avg =      18.0
                                max =       18

                                Log Likelihood   = -1481.792
```

D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT						
SML	630.4592	124.6299	5.06	0.000	386.189	874.7293
GDPc	-.0118016	.1746186	-0.07	0.946	-.3540478	.3304446
INF	.1661456	.1175453	1.41	0.158	-.064239	.3965302
TO	.1074817	.0414305	2.59	0.009	.0262794	.1886839
SMLPLS	266.0079	80.70175	3.30	0.001	107.8353	424.1804
SR						
ECT	-.3086997	.0487963	-6.33	0.000	-.4043386	-.2130607
SML						
D1.	-1640.426	1586.572	-1.03	0.301	-4750.05	1469.199
GDPc						
D1.	1.052313	.5246574	2.01	0.045	.0240033	2.080622
INF						
D1.	.72514	.3453409	2.10	0.036	.0482842	1.401996
TO						
D1.	-.3392411	.4027675	-0.84	0.400	-1.128651	.4501687
SMLPLS						
D1.	200.1754	1030.144	0.19	0.846	-1818.871	2219.221
_cons	10.29934	3.436178	3.00	0.003	3.564558	17.03413

قائمة الملاحق

الملحق رقم (08): نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي (BML) في وجود شرط جودة الإطار المؤسسي (COR)

. xtpmg d.SMP d.BML d.GDPc d.INF d.TO d.BMLCOR , lr (1.SMP BML GDPc INF TO BMLCOR) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1498.5722 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1495.3521 (not concave)
Iteration 2: log likelihood = -1493.7953 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1489.497
Iteration 4: log likelihood = -1489.412
Iteration 5: log likelihood = -1488.6252
Iteration 6: log likelihood = -1488.6149
Iteration 7: log likelihood = -1488.6149
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind           Number of obs   =    540
Time Variable (t): Year          Number of groups =    30
                                Obs per group: min =    18
                                avg   =   18.0
                                max   =    18

                                Log Likelihood   = -1488.615
```

	D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT							
	BML	.7247161	.1148502	6.31	0.000	.4996139	.9498183
	GDPc	1.704293	.4235193	4.02	0.000	.8742103	2.534376
	INF	-1.458684	.4601689	-3.17	0.002	-2.360599	-.5567695
	TO	-.1739921	.0728066	-2.39	0.017	-.3166903	-.0312938
	BMLCOR	-.114669	.0372329	-3.08	0.002	-.1876441	-.0416938
SR							
	ECT	-.2704339	.0591055	-4.58	0.000	-.3862786	-.1545892
	BML						
	D1.	.2332838	.3312775	0.70	0.481	-.4160081	.8825758
	GDPc						
	D1.	.6676847	.3125932	2.14	0.033	.0550132	1.280356
	INF						
	D1.	.9962855	.548343	1.82	0.069	-.0784471	2.071018
	TO						
	D1.	-.4913	.4065952	-1.21	0.227	-1.288212	.305612
	BMLCOR						
	D1.	.075687	.0403067	1.88	0.060	-.0033127	.1546867
	_cons	10.01974	2.397263	4.18	0.000	5.321191	14.71829

قائمة الملاحق

الملحق رقم (09): نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي (BML) في وجود شرط جودة التنظيمات (REQ)

. xtpmg d.SMP d.BML d.GDPc d.INF d.TO d.BMLREQ , lr (1.SMP BML GDPc INF TO BMLREQ) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1516.0269 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1509.4931
Iteration 2: log likelihood = -1505.4454 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1499.3095 (not concave)
Iteration 4: log likelihood = -1497.4438 (not concave)
Iteration 5: log likelihood = -1496.2764 (not concave)
Iteration 6: log likelihood = -1484.6491 (not concave)
Iteration 7: log likelihood = -1478.3261
Iteration 8: log likelihood = -1475.9709
Iteration 9: log likelihood = -1475.1933
Iteration 10: log likelihood = -1475.1037
Iteration 11: log likelihood = -1475.1033
Iteration 12: log likelihood = -1475.1033
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind          Number of obs   =    540
Time Variable (t): Year        Number of groups =    30
                                Obs per group: min =    18
                                avg   =   18.0
                                max   =    18

                                Log Likelihood   = -1475.103
```

D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT						
BML	-.3505469	.0309705	-11.32	0.000	-.411248	-.2898458
GDPc	.787351	.0875866	8.99	0.000	.6156843	.9590176
INF	-.0298664	.0357594	-0.84	0.404	-.0999535	.0402208
TO	-.0721263	.0095361	-7.56	0.000	-.0908167	-.053436
BMLREQ	-.1529558	.025057	-6.10	0.000	-.2020666	-.1038449
SR						
ECT	-.3963106	.0701451	-5.65	0.000	-.5337923	-.2588288
BML						
D1.	.8626815	.403694	2.14	0.033	.0714558	1.653907
GDPc						
D1.	.8078853	.2874044	2.81	0.005	.244583	1.371188
INF						
D1.	.8688805	.524699	1.66	0.098	-.1595106	1.897272
TO						
D1.	-.5556683	.3722918	-1.49	0.136	-1.285347	.1740102
BMLREQ						
D1.	.154008	.1166348	1.32	0.187	-.0745919	.3826079
_cons	27.04022	5.971027	4.53	0.000	15.33722	38.74322

قائمة الملاحق

الملحق رقم (10): نتائج تقدير تحرير السوق المصرفي (BML) في وجود شرط الاستقرار السياسي (PLS)

. xtpmg d.SMP d.BML d.GDPc d.INF d.TO d.BMLPLS , lr (1.SMP BML GDPc INF TO BMLPLS) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1503.7305 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1502.6467 (not concave)
Iteration 2: log likelihood = -1501.4322 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1497.9656
Iteration 4: log likelihood = -1497.0124 (not concave)
Iteration 5: log likelihood = -1495.9015 (not concave)
Iteration 6: log likelihood = -1491.4608 (not concave)
Iteration 7: log likelihood = -1488.2961 (not concave)
Iteration 8: log likelihood = -1485.8194
Iteration 9: log likelihood = -1484.5046
Iteration 10: log likelihood = -1484.1732
Iteration 11: log likelihood = -1484.1608
Iteration 12: log likelihood = -1484.1607
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind           Number of obs   =    540
Time Variable (t): Year          Number of groups =    30
                                Obs per group: min =    18
                                avg   =   18.0
                                max   =    18

                                Log Likelihood   = -1484.161
```

D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT						
BML	.0910727	.0495828	1.84	0.066	-.0061077	.1882531
GDPc	.3359969	.1283752	2.62	0.009	.0843862	.5876076
INF	.2033834	.0999213	2.04	0.042	.0075412	.3992255
TO	-.0672127	.0191031	-3.52	0.000	-.1046541	-.0297713
BMLPLS	-.1222159	.024174	-5.06	0.000	-.1695962	-.0748357
SR						
ECT	-.4343718	.058197	-7.46	0.000	-.5484358	-.3203078
BML						
D1.	.7074086	.3221772	2.20	0.028	.0759529	1.338864
GDPc						
D1.	.970176	.3377804	2.87	0.004	.3081386	1.632213
INF						
D1.	.9213783	.5521175	1.67	0.095	-.1607521	2.003509
TO						
D1.	-.4695265	.3850252	-1.22	0.223	-1.224162	.2851091
BMLPLS						
D1.	.0204035	.044661	0.46	0.648	-.0671304	.1079374
_cons	16.89233	4.098968	4.12	0.000	8.858501	24.92616

قائمة الملاحق

الملحق رقم (11): نتائج تقدير تحرير حساب رأس المال (KAO) في وجود شرط جودة الإطار المؤسسي (COR)

. xtpmg d.SMP d.KAO d.GDPc d.INF d.TO d.KAOCOR , lr (1.SMP KAO GDPc INF TO KAOCOR) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1527.9666 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1512.6088 (not concave)
Iteration 2: log likelihood = -1489.4627 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1485.9445
Iteration 4: log likelihood = -1484.2742 (not concave)
Iteration 5: log likelihood = -1480.9347
Iteration 6: log likelihood = -1480.5171
Iteration 7: log likelihood = -1480.5161
Iteration 8: log likelihood = -1480.5161
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind           Number of obs   =    540
Time Variable (t): Year          Number of groups =    30
                                Obs per group: min =    18
                                avg =    18.0
                                max =    18

                                Log Likelihood = -1480.516
```

D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ECT						
KAO	8.209583	3.369203	2.44	0.015	1.606066	14.8131
GDPc	.1800278	.1407502	1.28	0.201	-.0958376	.4558931
INF	.3969643	.0671697	5.91	0.000	.265314	.5286145
TO	-.0392995	.0230938	-1.70	0.089	-.0845625	.0059635
KAOCOR	-.6273937	1.292023	-0.49	0.627	-3.159711	1.904924
SR						
ECT	-.4299545	.082414	-5.22	0.000	-.591483	-.2684259
KAO						
D1.	124.986	60.4139	2.07	0.039	6.576953	243.3951
GDPc						
D1.	1.055282	.4083201	2.58	0.010	.2549888	1.855574
INF						
D1.	.6874982	.4073106	1.69	0.091	-.1108159	1.485812
TO						
D1.	-.4217484	.4452018	-0.95	0.343	-1.294328	.4508311
KAOCOR						
D1.	-22.8628	14.16625	-1.61	0.107	-50.62814	4.902532
_cons	19.21421	6.579065	2.92	0.003	6.319481	32.10894

قائمة الملاحق

الملحق رقم (13): نتائج تقدير تحرير حساب رأس المال (KAO) في وجود شرط الاستقرار السياسي (PLS)

. xtpmg d.SMP d.KAO d.GDPc d.INF d.TO d.KAOPLS , lr (1.SMP KAO GDPc INF TO KAOPLS) ec(ECT) replace pmg

```
Iteration 0: log likelihood = -1527.0832 (not concave)
Iteration 1: log likelihood = -1516.2833 (not concave)
Iteration 2: log likelihood = -1504.3207 (not concave)
Iteration 3: log likelihood = -1493.9671 (not concave)
Iteration 4: log likelihood = -1491.4136
Iteration 5: log likelihood = -1490.7356
Iteration 6: log likelihood = -1489.7867
Iteration 7: log likelihood = -1489.7187
Iteration 8: log likelihood = -1489.7102
Iteration 9: log likelihood = -1489.7102
```

Pooled Mean Group Regression
(Estimate results saved as pmg)

```
Panel Variable (i): ind          Number of obs   =    540
Time Variable (t): Year         Number of groups =    30
                                Obs per group: min =    18
                                avg   =   18.0
                                max   =    18
```

Log Likelihood = -1489.71

	D.SMP	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ECT						
	KAO	4.409014	.7474559	5.90	0.000	2.944027 5.874001
	GDPc	.3407095	.1577134	2.16	0.031	.0315969 .6498222
	INF	.2789908	.0755017	3.70	0.000	.1310102 .4269714
	TO	-.0947011	.0236347	-4.01	0.000	-.1410243 -.0483779
	KAOPLS	1.654748	.7646954	2.16	0.030	.1559721 3.153523
SR						
	ECT	-.4083335	.0675	-6.05	0.000	-.540631 -.276036
	KAO					
	D1.	69.02398	44.86976	1.54	0.124	-18.91913 156.9671
	GDPc					
	D1.	.9937041	.3519931	2.82	0.005	.3038104 1.683598
	INF					
	D1.	.688282	.4067354	1.69	0.091	-.1089047 1.485469
	TO					
	D1.	-.4589363	.4486689	-1.02	0.306	-1.338311 .4204386
	KAOPLS					
	D1.	1.452968	2.568068	0.57	0.572	-3.580352 6.486288
	_cons	19.10674	5.070156	3.77	0.000	9.169415 29.04406