



جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مخبر التنمية الادارية للارتقاء بالمؤسسات الاقتصادية بولاية غرداية



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

في شعبة علوم مالية ومحاسبة

تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

أثر مخاطر البلد على أداء بورصتي الجزائر وروبي
- دراسة قياسية - للفترة (2008-2022)

إشراف: أ.د/ بن سانية عبد الرحمان

إعداد الطالبة: عفاري وردة

أ.د/ شرع مريم

نوقشت وأجيزت بتاريخ 24 أكتوبر 2024 الموافق لـ 21 ربيع الثاني 1446 هـ

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
أ.د دوار ابراهيم	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	رئيسا
أ.د بن سانية عبد الرحمان	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	مشرفا مقرا
أ.د شرع مريم	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	مشرفا مساعدا
أ.د مولاي لخضر عبد الرزاق	أستاذ التعليم العالي	جامعة ورقلة	مناقشا
د. حميدات عمر	أستاذ محاضر "أ"	جامعة غرداية	مناقشا
د سلماني عادل	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الجلفة	مناقشا

السنة الجامعية: 2024 - 2025



جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مخبر التنمية الادارية للارتقاء بالمؤسسات الاقتصادية بولاية غرداية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

شعبة علوم مالية ومحاسبة

تخصص مالية المؤسسة

بـعـنـوان:

أثر مخاطر البلد على أداء بورصتي الجزائر وروبي
- دراسة قياسية - للفترة (2008-2022)

إشراف: أ.د/ بن سانية عبد الرحمان

إعداد الطالبة: عفاري وردة

أ.د/ شرع مريم

نوقشت وأجيزت بتاريخ 24 أكتوبر 2024 الموافق لـ 21 ربيع الثاني 1446 هـ

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	مؤسسة الانتماء	الصفة
أ.د دوار ابراهيم	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	رئيسا
أ.د بن سانية عبد الرحمان	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	مشرفا مقرا
أ.د شرع مريم	أستاذ التعليم العالي	جامعة غرداية	مشرفا مساعدا
أ.د مولاي لخضر عبد الرزاق	أستاذ التعليم العالي	جامعة ورقلة	مناقشا
د. حميدات عمر	أستاذ محاضر "أ"	جامعة غرداية	مناقشا
د سلماني عادل	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الجلفة	مناقشا

السنة الجامعية: 2024 - 2025



﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ اللَّهُ عِلْمَ تَنَا إِلَهَ مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّا كُنَّا نَسْتَعِيبُكَ﴾

(البقرة: الآية 32)

الإهداء

وأحمد الله الذي منَّ علينا بفضله، وعانني، ويسر لي أمري لإتمام هذا العمل المتواضع
وهدي ثمرة هذا الجهد الذي تم بفضل الله ومنه وعطائه أولاً، وبفضل من زرع في نفسي
بذرة العلم، وقال في حقهما عز وجل: ﴿وَإِذْ خَفِضْنَا لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقَدْ رَبَّ ابْنَهُمَا

كَمَا رَبَّيَانِي صَغِيرًا﴾

روح والدي رحمهما الله وطيب ثراهما، برأ بهما، ووفاء لعطاهما

..... لي فلذة كبدي وقرة عيني صفاء.

..... لي من ترعرعت ونما فخصني بينهم إخوتي وأخواتي.

.... لي من أثار لي الطريق في سبيل تحصيل العلم ولو بقدر بسيط من المعرفة وأساتذتي الكرام.

..... لي من جمعتني بهم مسيرة الدراسة وروية العلم.

.... لي أرواح شهداء الوطن، شهداء فلسطين وغزة الأبية.

..... لي من أحجم قلبي و نسجم قلبي.

..... إليكم جميعاً.....

وروة



شكر و عرفان

"ربنا لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك الكريم وعظيم سلطانك، على نعمك التي لا تعد ولا تحصى، حمدا
يوافي نعمك ويكافي مزيدك"

أتقدم بالشكر الجزيل وأسمى عبارات التقدير والعرفان لى أستاذي؛ الفاضل الأستاذ الدكتور بن
سانية عبد الرحمن (حفظه الله ورعاه) وأنعم عليه بوفر الصحة والعافية)، على قبوله للإشراف على
هذه الأطروحة، وعلى رعاية صدره، توجيهاته، ونصائحه، وحرصه على إتمام هذه الدراسة، والفاضلة
لأستاذة الدكتور شرع مريم (حفظها الله ورعاها، وأنعم عليها بوفر الصحة والعافية)، كونها رئيسة
مشروع الدكتوراه، وقبولها المساعدة في الإشراف، صبرها ومساندتها لي طيلة مسار التكوين في
الماستر والدكتوراه.

والأعضاء لجنة المناقشة كل باسمه ومقامه كل الشكر والتقدير على قبول مناقشة هذا العمل،
وتصحيحه، وتصويبه، وإثرائه، كما أدين بالشكر والعرفان للدكتور بن عمولر فائزة على المساعدة في
المرجعة والتدقيق، وللسيد لقمان إبراهيم (بنسلفانيا) على مساعدته الجليظة، والذي كان له الفضل
عليا في إتمام نتائج الدراسة، وإلى كل من ساندني ومدني يد المساعدة من قريب أو بعيد وكان
عونائي ولو بالكلمة الطيبة في إنجاز هذه الأطروحة.

لكل أساتذة كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسبير جامعة غرداية كل باسمه
ومقامه، للعائلة، لكل الأصدقاء والزملاء في الدراسة والعمل، لكم مني كل الشكر والامتنان.

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر مؤشرات مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية، والمالية للدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) على أداء مؤشر البورصة في كل من بورصة الجزائر وبورصة دبي، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير الخطي (NARDL) بالاعتماد على بيانات ربع سنوية للفترة الممتدة من 2008 إلى 2022، توصلت نتائج الدراسة القياسية إلى وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين مؤشر البورصة والتغيرات الموجبة والسالبة لمؤشرات مخاطر البلد في كلتا حالتها، كما بينت النتائج أنه يوجد تأثير غير متماثل للصدمة في مخاطر البلد الثلاثة على مؤشر بورصة الجزائر وكذلك مؤشر بورصة دبي مع وجود اختلاف في قوة التأثير، ففي حالة بورصة الجزائر بينت النتائج في الأجل الطويل أن للصدمة السالبة في المخاطر الاقتصادية تأثير عكسي ومعنوي على مؤشر البورصة أكبر من الصدمة الموجبة التي أظهرت تأثير طردي ومعنوي، وأن للصدمة السالبة في المخاطر المالية تأثير طردي ومعنوي، في حين لا يوجد تأثير للصدمة الموجبة والسالبة في المخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر، نفس النتائج بالنسبة للصدمة الموجبة في المخاطر المالية. أما في حالة بورصة دبي أظهرت النتائج في المدى الطويل أن للصدمة الموجبة في المخاطر الاقتصادية تأثير عكسي ومعنوي على مؤشر البورصة أكبر من الصدمة السالبة التي أظهرت تأثير عكسي ومعنوي، وأن للصدمة الموجبة في المخاطر المالية تأثير طردي ومعنوي على مؤشر البورصة أكبر من الصدمة السالبة التي كان لها تأثير طردي ومعنوي، كما أن للصدمة الموجبة في المخاطر السياسية تأثير طردي ومعنوي على مؤشر بورصة دبي خلافا للصدمة السالبة التي لم يكن لها أي تأثير على مؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل.

الكلمات المفتاحية: مخاطر البلد، بورصة الجزائر، بورصة دبي، نماذج غير خطية، عدم التماثل

Abstract

This study aimed to measure the impact of the political, economic, and financial country risk indicators, of the International Country Risk Guide (ICRG) on the performance of the stock index in both the Algerian Stock Exchange and the Dubai Stock Exchange, by using the nonlinear autoregressive distributed lag (NARDL) model based on quarterly data for the period extending from 2008 to 2022. The results of this study revealed the existence of a long-term cointegration relationship between the stock market index and the positive and negative changes in the country risk indicators in both cases of the study. The results also showed that there is an asymmetric impact of shocks in the three-country risk on the Algerian Stock Exchange index. Likewise, the Dubai Stock Exchange index, with a difference in the strength of the impact, In the case of the

Algerian Stock Exchange, the results showed in the long term that negative shocks in economic risks have a negative and significant impact on the stock index, greater than the positive shocks that showed a positive and significant impact, and the negative shocks in financial risks have a positive and significant impact, while there is no impact for positive and negative shocks in Political risks on the Algeria Stock Exchange index, the same results for positive shocks in financial risks. In the case of the Dubai Stock Exchange, the results showed in the long run that positive shocks in economic risks had a negative and significant impact on the stock market index, greater than negative shocks that showed an inverse and significant impact, and that positive shocks in financial risks had a positive and significant impact on the stock market index, greater than negative shocks that had a negative and significant impact on the stock market index. They have a positive and significant impact, and positive shocks in political risks have a positive and significant impact on the Dubai Stock Exchange index, unlike negative shocks that did not have any impact on the Dubai Stock Exchange index in the long term.

Keywords: Country risk; Algerian stock exchange; Dubai stock exchange; Nonlinear model; Asymmetry.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
	الإهداء
	كلمة شكر وعرفان
	الملخص
IX	قائمة المحتويات
XIV	قائمة الجداول
XVII	قائمة الأشكال البيانية
XIX	قائمة الملاحق
XX	قائمة الاختصارات والرموز
أ	مقدمة
الفصل الأول: مخاطر البلد، تقنيات تقييمها، ووكالات تصنيفها	
8	تمهيد
21 - 9	المبحث الأول: مخاطر البلد: مفهومها، مصادرها، ومكوناتها
14 - 9	المطلب الأول: مفهوم مخاطر البلد
9	أولاً: التطور التاريخي لمفهوم مخاطر البلد
10	ثانياً: تعريف مخاطر البلد
17-14	المطلب الثاني: مصادر مخاطر البلد
15	أولاً: الكوارث الطبيعية والمناخ
16	ثانياً: العوامل السياسية- الاجتماعية
16	ثالثاً: العوامل والمتغيرات الاقتصادية الخاصة بالبلد
21-171	المطلب الثالث: تصنيفات مخاطر البلد ومكوناتها
18	أولاً: المخاطر السياسية
19	ثانياً: المخاطر الاجتماعية والثقافية
20	ثالثاً: المخاطر الاقتصادية والمالية
32-21	المبحث الثاني: تقييم مخاطر البلد، وظيفته، طرقه، أساليبه وتقنياته
25-21	المطلب الأول: مفهوم تقييم مخاطر البلد
22	أولاً: نشأة تقييم مخاطر البلد
23	ثانياً: تعريف تقييم مخاطر البلد

قائمة المحتويات

25-23	المطلب الثاني: وظيفة تقييم مخاطر البلد
23	أولاً: الجهات الفاعلة في عملية تقييم مخاطر البلد
24	ثانياً: أدوات تقييم مخاطر البلد
32-25	المطلب الثالث: تقنيات تقييم مخاطر البلد
25	أولاً: الطريقة الكيفية
27	ثانياً: الطريقة الكمية
30	ثالثاً: كيفية بناء النموذج
55-32	المبحث الثالث: هيئات ووكالات تقييم مخاطر البلد والتصنيف السيادي
49-34	المطلب الأول: الجهات الفاعلة في تقييم مخاطر البلد في إطار عام
34	أولاً: الهيئات والمنظمات الدولية
36	ثانياً: البنوك ووكالات التأمين
38	ثالثاً: شركات الاستشارة والخبرة
46	المطلب الثاني: وكالات التصنيف السيادي
53-49	أولاً: وكالة Moody's
50	ثانياً: وكالة Fitch
50	ثالثاً: وكالة Standard & Poor's
52	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: مؤشرات أداء البورصة، والأدبيات التطبيقية السابقة للدراسة	
57	تمهيد
70-59	المبحث الأول: مؤشرات أداء البورصة، تعريفها، استخداماتها، وكيفية بنائها
61-59	المطلب الأول: تعريف مؤشرات البورصة، أهدافها، وأهميتها
59	أولاً: تعريف مؤشرات البورصة
60	ثانياً: أهداف مؤشرات البورصة
60	ثالثاً: أهمية مؤشرات البورصة
64-61	المطلب الثاني: مؤشرات البورصة واستخداماتها
61	أولاً: مؤشرات أداء البورصة وتطورها
63	ثانياً: استخدامات مؤشرات البورصة
70-64	المطلب الثالث: أسس وأساليب بناء مؤشرات البورصة
70	أولاً: الاختيارات المنهجية في بناء مؤشرات البورصة

قائمة المحتويات

81-70	المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في مؤشرات أداء البورصة.....
78-71	المطلب الأول: العوامل الخارجية المؤثرة على أداء البورصة
71	أولاً: تأثير السياسة النقدية على أداء البورصة
76	ثانياً: الأزمات المالية والسياسية
81-78	المطلب الثاني: العوامل الداخلية المؤثرة على أداء البورصة.....
79	أولاً: الممارسات للأخلاقية.....
80	ثانياً: الشائعات.....
80	ثالثاً: ضعف تنظيم البورصة.....
80	رابعاً: عدم نظام كفاءة نظام المعلومات.....
96-81	المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية السابقة للدراسة
86-82	المطلب الأول: الدراسات الأجنبية السابقة.....
95-86	المطلب الثاني: الدراسات العربية السابقة
96-95	المطلب الثالث: التعليق على الدراسات السابقة
97	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: تحليل مخاطر البلد للجزائر والإمارات العربية، وأداء بورصتهما للأوراق المالية للفترة 2008-2022	
99	تمهيد
139-100	المبحث الأول: تحليل مخاطر البلد وأداء بورصة الجزائر للفترة 2008-2022.....
106-100	المطلب الأول: تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2008-2022.....
101	أولاً: تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2008-2014.....
103	ثانياً: تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2015-2019.....
104	ثالثاً: تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2020-2022.....
118-106	المطلب الثاني: تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2008-2022.....
107	أولاً: تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2008-2014.....
112	ثانياً: تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2015-2019.....
115	ثالثاً: تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2020-2022.....
122-118	المطلب الثالث: تحليل المخاطر المالية في الجزائر للفترة 2008-2022.....

قائمة المحتويات

139-122	المطلب الرابع: تحليل نشاط ومؤشرات بورصة الجزائر للفترة 2008-2022.....
122	أولاً: لمحة عن نشأة بورصة الجزائر
125	ثانياً: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر
126	ثالثاً: أسواق بورصة الجزائر
128	رابعاً: تحليل مؤشرات تطور بورصة الجزائر للفترة 2008-2022
172-140	المبحث الثاني: تحليل مخاطر البلد للإمارات العربية وأداء بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية للفترة 2008-2022.....
144-140	المطلب الأول: تحليل المخاطر السياسية للإمارات العربية للفترة 2008-2022.....
152-144	المطلب الثاني: تحليل المخاطر الاقتصادية للإمارات العربية للفترة 2008-2022.....
155-152	المطلب الثالث: تحليل المخاطر المالية للإمارات العربية للفترة 2008-2022.....
172-155	المطلب الرابع: تحليل نشاط ومؤشرات بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية للفترة 2008-2022.....
156	أولاً: لمحة عن نشأة بورصات الأوراق المالية في الإمارات (بورصتي دبي وأبوظبي)....
159	ثانياً: تحليل تطور مؤشرات بورصات الأوراق المالية في الإمارات للفترة 2008-2022
173	خلاصة الفصل الثالث
الفصل الرابع: قياس أثر مخاطر البلد على أداء بورصتي الجزائر ودبي للفترة 2008-2022	
177	تمهيد
190-178	المبحث الأول: أدوات الدراسة
185-178	المطلب الأول: مدخل للسلاسل الزمنية واختبارات جذر الوحدة.....
178	أولاً: تحليل السلاسل الزمنية.....
180	ثانياً: استقرارية السلاسل الزمنية واختبارات جذر الوحدة.....
182	ثالثاً: اختبارات جذر الوحدة الهيكلية.....
188-185	المطلب الثاني: نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)
185	أولاً: الصيغة العامة لنموذج (ARDL).....
186	ثانياً: مزايا استخدام منهجية ((ARDL).....
187	ثالثاً: التكامل المشترك وفق منهج الحدود.....
187	رابعاً: اختبار جودة النموذج المقدر وفق منهجية (ARDL).....
190-189	المطلب الثالث: مميزات نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة غير الخطية (NARDL).....

قائمة المحتويات

201-190	المبحث الثاني: التحليل الاحصائي والوصفي للبيانات المعتمدة في الدراسة.....
194-190	المطلب الأول: منهجية الدراسة.....
191	أولاً: متغيرات الدراسة ومصدر البيانات
192	ثانياً: توصيف نماذج الدراسة.....
201-194	المطلب الثاني: الدراسة الأولية والتمهيدية للبيانات
194	أولاً: حالة بورصة الجزائر
198	ثانياً: حالة بورصة دبي.....
220-202	المبحث الثالث: الاختبارات التشخيصية.....
214-203	المطلب الأول: دراسة استقرارية المتغيرات.....
204	أولاً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة عند المستوى
206	ثانياً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة عند الفرق الأول.....
213	ثالثاً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة مع وجود فاصل هيكلي.....
220-214	المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك.....
215	أولاً: اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)
218	ثانياً: اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (حالة بورصة دبي)
-221	المبحث الرابع: محاولة بناء نماذج لقياس أثر مخاطر البلد على أداء بورصتي الجزائر
255	ودبي
235-221	المطلب الأول: تقدير النموذج الديناميكي غير الخطي لأثر مخاطر البلد على مؤشر بورصة الجزائر.....
221	أولاً: التحليل الاحصائي، القياسي، والاقتصادي للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)
229	ثانياً: أثر الصدمات واختبار العلاقة التناظرية في النموذج الأول.....
248-236	المطلب الثاني: تقدير النموذج الديناميكي غير الخطي لأثر مخاطر البلد على مؤشر بورصة دبي.....
263	أولاً: التحليل الاحصائي، القياسي، والاقتصادي للنموذج الأول (حالة بورصة دبي)
244	ثانياً: أثر الصدمات واختبار العلاقة التناظرية في النموذج الأول.....
252-248	المطلب الثالث: مناقشة نتائج النموذجين، مقارنتهما ببعضها، وبالدراسات السابقة.....
248	أولاً: مناقشة نتائج تقدير النموذجين في الأجلين القصير والطويل، ومقارنتها بين حالتي الدراسة (بورصة الجزائر وبورصة دبي)

قائمة المحتويات

250	ثانياً: مقارنة نتائج تقدير نموذجي الدراسة ومقارنتها بالدراسات السابقة.....
251	ثالثاً: اختبار الفرضيات.....
254	خلاصة الفصل الرابع
الخاتمة	
257	خلاصة عامة
259	مقترحات
261	آفاق البحث.....
281-264	قائمة المراجع
289-283	الملاحق.....

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
13	مختلف المصطلحات والتعاريف التي جاءت بها الأدبيات المتعلقة بمخاطر البلد	(1.1)
15	مصادر مخاطر البلد	(2.1)
17	التعرض لمخاطر البلد	(3.1)
19-18	مكونات المخاطر السياسية	(4.1)
20-19	مكونات المخاطر الاجتماعية والثقافية	(5.1)
21	مكونات المخاطر الاقتصادية والمالية	(6.1)
32-21	أساليب تقييم مخاطر البلد	(7.1)
43	مكونات المخاطر السياسية	(8.1)
44	مكونات المخاطر المالية	(9.1)
44	مكونات المخاطر الاقتصادية	(10.1)
45	تصنيف مركب مخاطر البلد	(11.1)
49-48	أبرز المنظمات والشركات المتخصصة في تقييم مخاطر البلد في إطار عام	(12.1)
103	تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر السياسية لسنة 2011 و2012	(1.3)
103	تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر السياسية للسنة 2016 و2019	(2.3)
108	تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر الاقتصادية للفترة 2008-2014	(3.3)
113-112	تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر الاقتصادية للفترة 2015-2019	(4.3)
121	تطور مؤشرات الوضع المالي الخارجي ومؤشر المخاطر المالية للجزائر للفترة 2008-2022	(5.3)
131	تطور معدل القيمة السوقية لبورصة الجزائر للفترة 2008-2022	(6.3)
132	تطور حجم التداول في بورصة الجزائر للفترة 2008-2022	(7.3)
144-143	تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر السياسية للإمارات العربية للفترة 2008-2022	(8.3)
146-145	تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر الاقتصادية للإمارات العربية للفترة 2008-2022	(9.3)

قائمة الجداول

155	تطور مؤشرات الوضع المالي الخارجي و مؤشر المخاطر المالية للإمارات العربية للفترة 2008-2022	(10.3)
161	تطور معدل القيمة السوقية في بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية للفترة 2008-2022	(11.3)
167	تطور حجم التداول في بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية للفترة 2008-2022	(12.3)
170	تطور مؤشر الأسعار في بورصة دبي، وبورصة أبوظبي للفترة 2008-2022	(13.3)
193-192	الدراسات السابقة المعتمدة في تحديد متغيرات الدراسة	(1.4)
195	الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة (حالة بورصة الجزائر)	(2.4)
198	الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة (حالة بورصة دبي)	(3.4)
205-204	اختبارات الاستقرار عند المستوى (حالة بورصة الجزائر)	(4.4)
206	اختبارات الاستقرار عند المستوى (حالة بورصة دبي)	(5.4)
208-207	اختبارات الاستقرار عند الفرق الأول (حالة بورصة الجزائر)	(6.4)
210-209	اختبارات الاستقرار عند الفرق الأول (حالة بورصة دبي)	(7.4)
212	اختبارات الاستقرار في وجود نقطة الانكسار (حالة بورصة الجزائر)	(8.4)
214-213	اختبارات الاستقرار في وجود نقطة الانكسار (حالة بورصة دبي)	(9.4)
216	اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)	(10.4)
217	اختبار الحدود للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)	(11.4)
219	اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (حالة بورصة دبي)	(12.4)
220	اختبار الحدود للنموذج الأول (حالة بورصة دبي)	(13.4)
	تقدير النموذج الأول وفق منهجية NARDL (حالة بورصة الجزائر)	(14.4)
223	ملخص لاختبارات مشاكل القياس الكلاسيكية الخاصة بالنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)	(15.4)
224	مصنوفة معاملات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة (حالة بورصة الجزائر)	(16.4)
224	قيم معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة (حالة بورصة الجزائر)	(17.4)

قائمة الجداول

230	نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل القصير للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)	(18.4)
231	نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل الطويل للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)	(19.4)
236	المؤشرات الإحصائية لتقدير نموذج NARDL (حالة بورصة دبي)	(20.4)
238-237	ملخص لاختبارات مشاكل القياس الكلاسيكية الخاصة بالنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)	(21.4)
238	مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة (حالة بورصة دبي)	(22.4)
239	قيم معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة (حالة بورصة دبي)	(23.4)
244	نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل القصير للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)	(24.4)
245	نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل الطويل للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)	(25.4)

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	شكل توضيحي لمفهوم مخاطر البلد	(1.1)
33	مصادر معلومات مخاطر البلد	(2.1)
53	إطار تقييم مخاطر البلد	(3.1)
66	أسس بناء المؤشر	(1.2)
101	تطور مؤشر المخاطر السياسية للجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(1.3)
107	تطور مؤشر المخاطر الاقتصادية للجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(2.3)
119	تطور مؤشر المخاطر المالية للجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(3.3)
128	تطور حجم القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(4.3)
131	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(5.3)
133	تطور حجم التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(6.3)
135	تطور معدل دوران السهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(7.3)
136	تطور مؤشر الأسعار في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)	(8.3)
143	تطور مؤشر المخاطر السياسية للإمارات العربية خلال الفترة (2008-2022)	(9.3)
143	تطور مؤشر المخاطر الاقتصادية للإمارات العربية خلال الفترة (2008-2022)	(10.3)
153	تطور مؤشر المخاطر المالية للإمارات العربية للفترة 2008-2022	(11.3)
160	تطور حجم القيمة السوقية لبورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية خلال الفترة (2008-2022)	(12.3)
162	تطور عدد الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية خلال الفترة (2008-2022)	(13.3)
163	نسبة رؤوس الأموال للشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية للسنة 2008 وسنة 2022	(14.3)
167	تطور حجم التداول في بورصات الأوراق المالية في الإمارات خلال الفترة (2008-2022)	(15.3)
168	تطور معدل دوران السهم في بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية خلال الفترة (2008-2022)	(16.3)

قائمة الأشكال

169	تطور معدل دوران السهم في بورصة دبي وبورصة أبوظبي خلال الفترة (2022-2008)	(17.3)
170	تطور مؤشر الأسعار في بورصة دبي وبورصة أبوظبي خلال الفترة (2022-2008)	(18.3)
196	التمثيل البياني لمؤشر بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)	(1.4)
196	التمثيل البياني لمؤشر المخاطر السياسية للفترة (2008-2022)	(2.4)
197	التمثيل البياني لمؤشر المخاطر الاقتصادية للفترة (2008-2002)	(3.4)
198	التمثيل البياني لمؤشر المخاطر المالية للفترة (2008-2022)	(4.4)
199	التمثيل البياني لمؤشر بورصة دبي للفترة (2008-2022)	(5.4)
200	التمثيل البياني لمؤشر المخاطر السياسية للإمارات العربية للفترة (2022-2008)	(6.4)
201	التمثيل البياني لمؤشر المخاطر الاقتصادية للإمارات العربية للفترة (2022-2008)	(7.4)
201	التمثيل البياني لمؤشر المخاطر المالية للإمارات العربية للفترة (2008-2022)	(8.4)
215	قيمة معيار AIK لأفضل 20 نموذج مقدر (حالة بورصة الجزائر)	(9.4)
218	قيمة معيار AIK لأفضل 20 نموذج مقدر (حالة بورصة دبي)	(10.4)
225	نتائج اختبارات المجموع التراكمي الخاصة بالنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)	(11.4)
232	الصدّات في المخاطر السياسية وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر	(12.4)
233	الصدّات في المخاطر المالية وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر	(13.4)
234	الصدّات في المخاطر الاقتصادية وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر	(14.4)
239	نتائج اختبارات المجموع التراكمي الخاصة بالنموذج الأول (حالة بورصة دبي)	(15.4)
245	الصدّات في المخاطر السياسية وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي	(16.4)
246	الصدّات في المخاطر المالية وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي	(17.4)
247	الصدّات في المخاطر الاقتصادية وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي	(18.4)

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	اختبارات جذر الوحدة (حالة بورصة الجزائر)
02	اختبارات جذر الوحدة (حالة بورصة دبي)
03	اختبارات الاستقرار في وجود نقاط انكسار (حالة بورصة الجزائر)
04	اختبارات الاستقرار في وجود نقاط انكسار (حالة بورصة دبي)
05	تقدير النموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)
06	تقدير النموذج الثاني (حالة بورصة دبي)
07	التكامل المشترك واختبار الحدود للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)
08	التكامل المشترك واختبار الحدود للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)
09	مشاكل القياس للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)
10	مشاكل القياس للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

قائمة الاختصارات والرموز

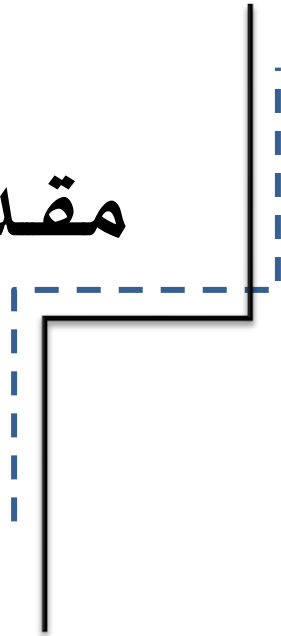
قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار/الرمز	الدلالة باللغة الأصلية	الدلالة باللغة العربية
ADF Test	Augmented Dickey Fuller Test	اختبار ديكي فولر الموسع
ARDL	Auto Regressive Distributed Lag	الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع
ADX	Abu Dhabi Securities Exchange	بورصة أبوظبي للأوراق المالية
BERI	Business Environment Risk Intelligence	استخبارات مخاطر بيئة الأعمال
BICRA	Banking Industry Country Risk Assessment	تقييم مخاطر البلد للصناعة المصرفية
BMI	Business Monitor International	مرصد الأعمال الدولية
BONSP	Inflation Indexed Bond Spreads	فروق أسعار السندات المرتبطة بالتضخم
CAPM	Capital Asset Pricing Model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
CNUCED	United Nations Conference on Trade and Development	الأونكتاد
COFACE	Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur	الشركة الفرنسية لتأمين التجارة الخارجية
COSOB	la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
DCC- GARCH	Dynamic Conditional Correlation	الارتباط الشرطي الديناميكي
DOLS	Dynamic Ordinary Least Squares	طريقة المربعات الصغرى الديناميكية
DFMSI	DFM Shari'a Index	المؤشر الإسلامي لبورصة دبي
ECOWAS	Economic Community of West African States	المجموعة الاقتصادية لدول غرب أفريقيا
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development	البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية
EIU	Economist Intelligence Unit	وحدة الاستخبارات الاقتصادية
EMBI	Emerged Market Bond Index	مؤشر سندات الأسواق الناشئة
EMBISV	Emerging Market Bond Index Sovereign Spread	الهوامش السيادية لمؤشر سندات الأسواق الناشئة
EMDB	Emerging. Market Data Base	قاعدة بيانات الأسواق الناشئة
ESG	Environmental, Social, and Governance indices	مؤشرات الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية والبيئية

قائمة الاختصارات والرموز

الانحدار الذاتي العام المشروط باختلاف التباين	Generalized Autoregressive Conditional Heteroscedastic model	GARCH
معيار تصنيف الصناعة العالمي	Global Industry Classification Standard	GICS
طريقة العزوم المعممة	Generalized Method of Moments	GMM
معيار تصنيف الصناعة	Industry Classification Benchmark	ICB
الدليل الدولي لمخاطر البلد	International Country Risk Guide	ICRG
الإحصائيات المالية الدولية	International Financial Statistics	IFS
المؤشرات الاقتصادية الرئيسية	Main Economic Indicators	MEI
مورجان ستانلي للرأسمالية الدولية	Morgan Stanley Capital International	MSCI
نموذج عتبة الانحدار الذاتي للزخم	Momentum Threshold Auto Regressive	MTAR
نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية	Nonlinear Autoregressive Distributed Lag	NARDL
التصدير شمال جنوب	Nord Sud Export	NSE
منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية	Organisation for Economic Co-operation and Development	OECD
منظمة الدول المصدرة للنفط	Organization of the Petroleum Exporting Countries	OPEC
المربعات الصغرى العادية	Ordinary Least Squares	OLS
تقييم المخاطر السياسية	Political Risk Assessment	PRA
تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر الحقيقي	Real Foreign Direct Investment Inflows	RFDI
فروق أسعار الفائدة الحقيقية	Real Interest Rate Spreads	RINTSPE
تدفقات رأس المال الحقيقي قصيرة الأجل	Real Short-term Capital Inflows	RSCFI
مؤشر أسعار سندات السوق الثانوية	Secondary Market Bond Price Index	SCDINT
فروق أسعار الودائع بالدولار	Dollar Deposit Rate Spreads	USDSP
نموذج الانحدار الذاتي الموجه	Vector autoregression	VAR model
نموذج متجه تصحيح الخطأ	Vector Error Correction Model	VECM
المنتدى الاقتصادي العالمي	World Economic forum	WEF

مقدمة



توطئة

ساهم الازدياد المطرد الذي عرفه العالم للعولمة خلال العقود الأخيرة من القرن الماضي، والتحرر المالي الذي يركز على انتقال الأموال بين الدول، في ربط الأسواق المالية بالنظام المالي الدولي بما فيها بورصات الأوراق المالية، باعتبارها أحد أهم الأدوات الفاعلة في القطاع المالي الذي يمثل عصب التنمية الاقتصادية، فهي بمثابة الوجه الحضاري لاقتصاد البلد، بمساهمتها في دعم وتحسين معدلات النمو الاقتصادي به، وتوفير السيولة للمتعاملين الاقتصاديين، عن طريق حشد المدخرات من أصحاب الفوائض وتوزيعها، ناهيك عن كونها مركز التقاء بين عارضي الأموال وطالبيها، وقناة محورية استثمارية تمويلية يلجأ إليها الأفراد والمؤسسات على حد سواء، بغرض طلب التمويل أو في سبيل استثمار مدخراتهم، كما تسمح بتوفير معلومات عن أداء المؤسسات والشركات بشفافية تامة، فضلا عن كونها فرصة سانحة للمستثمرين الأجانب لاستثمار أموالهم، في سبيل تنوع الأصول المالية لتقليل المخاطر، تعظيم ثروة المساهمين، وتحقيق المزيد من العوائد، بفضل المحافظ الاستثمارية المتاحة ذات انتماءات قطاعية مختلفة وتوجهات استثمارية متعددة.

انطلاقا من التحديات التي حملتها تغيرات البيئة المالية الدولية الحديثة، فقد أدى ذلك إلى بتسارع الدول والتنافس فيما بينها، لتبنى جملة من الإصلاحات الاقتصادية والسياسات المالية الضرورية لتسهيل عملية الاندماج في الاقتصاد العالمي، جذبا للاستثمارات إليها، واستقطاباً لرؤوس الأموال الأجنبية عبر القنوات المالية الرسمية خاصة منها البورصات، وذلك من خلال سن ترسانة من القوانين والتشريعات تعمل على تعزيز الدور المنوط بهذه الأخيرة وتحسين أدائها، مواكبة لهذه التطورات الاقتصادية والمالية المتسارعة.

ورغم المشهد الاقتصادي الذي منحه العولمة من تطور للبورصات وانفتاحها على بعضها، وتمكين المستثمرين فيها من تحقيق المزيد من فرص الربح، إلا أنهم أصبحوا مضطرين لمجابهة العديد من الظروف والعوامل المؤثرة سواء أكانت تتعلق بالسياق الاقتصادي والمالي للبلد المضيف، أو المشهد السياسي به، الذي قد يؤثر بطريقة أو بأخرى على المستثمرين واستثماراتهم، بدرجات تأثير تختلف حسب حجم المحافظ الاستثمارية وما تتضمنه من أصول، مما يلزمهم مراقبة ورصد البيئة والظروف المحيطة بالبلد محل الوجهة الاستثمارية المرغوب فيها، وبلورة صورة عنه من خلال تحليلات ومؤشرات مستقاة، أو تم الإدلاء بها من جهات ومواقع رسمية ومختصة، تساهم في عملية اتخاذ قرار التداول أو الاستثمار في هذه الأسواق من عدمه، يطلق على هذه العوامل المؤثرة اصطلاحا بالمخاطر، تصنف ضمن فئة المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأسواق المالية عامة والبورصات خاصة، وتؤثر على أداء هذه الأخيرة سلبا أو إيجابا، بسبب إجماع أو إقدام المتعاملين الاقتصاديين والمستثمرين للتداول والاستثمار فيها، كما تعرف هذه المخاطر في الأدبيات المالية والأعمال الدولية بمخاطر البلد، والتي يشار لها في بعض المؤلفات بمخاطر الدولة، المخاطر القطرية، أو المخاطر العابرة للحدود.

على مدى الخمسة عقود الأخيرة، نالت ولازالت مخاطر البلد تحظى باهتمام المجتمع المالي الدولي من أكاديميين، محللين وفنيين، مستثمرين ومتعاملين ماليين في بورصات الأوراق المالية، لما تتضمنه من عوامل سياسية اجتماعية، ومتغيرات اقتصادية ومالية تؤثر على أداء البورصات و التداول فيها، فضلا عن تقنيات تقييمها وتصنيفاتها جنبا إلى جانب مع أدوات التحليل الفنية الأخرى كمؤشرات أداء السوق المالي المتعارف عليها، وما تقدمه من تحليلات تعكس السياسات الاقتصادية والمالية التي تنتهجها دول هذه البورصات، وتعطي صورة عن مدى استقرار الوضع السياسي والمناخ الاستثماري بهذه البلدان، التي من شأنها أن تساعد متخذي وصناع القرار، على أخذ قرارات استثمارية تسلك منحى إيجابيا، مع التقليل من الأثر السلبي للمخاطر المصاحبة لهذه القرارات.

تأسيسا على ما سبق يمكن القول بأن بورصات الأوراق المالية تعد بمثابة مرآة عاكسة لاقتصاد أي بلد، وأدائها قد يؤثر أو يتأثر سلبا أو إيجابا بمتغيرات الاقتصاد الكلي للبلد إلى جانب متغيرات أخرى، والبورصات العربية مثلها مثل باقي بورصات دول العالم، ليست في معزل عنها تتأثر بالظروف السائدة بالبلد والمحيطه به باعتبار أن العالم صار قرية صغيرة يعرف اندماجاً وتكاملاً فيما بينه. حيث تندرج هذه الأخيرة حسب وكالات التصنيف العالمية ضمن تصنيفات مختلفة، منها ما هو مصنف كبورصات ناشئة، أو حدودية، أو مستقلة، ومنها ما هو خارج التصنيف، وفقا لمعايير ومنهجيات تعتمدها وكالات التصنيف يبني من خلالها مؤشر تصنيف يمنح لهذه البورصات، مثالها مؤشر (MSCI, S&P, FTSE Russell,....)، ويعتبر الأخذ بهذه التصنيفات أولى خطوات التوجه الاستثماري للراغبين في اقتحام وولوج هذه الأسواق، تليها تصنيفات مخاطر البلد لدول هذه البورصات كثاني خطوة للإحاطة بظروف البلد المضيف للاستثمار، من تركيبة سكانية، نظام حكم وقرارات سياسية، لوائح تشريعية وقوانين سياسات نقدية ومالية، تتعلق هذه الظروف باقتصاد البلد عامة أو بمؤسساته، المالية منها على وجه الخصوص.

أ. إشكالية الدراسة

في نفس السياق تعتبر الجزائر والإمارات العربية المتحدة من بين الدول التي تزخر بثروات طبيعية وإمكانات، وظروف أقل ما يمكن أن يقال عنها أنها مستقرة نسبيا بالنظر إلى دول عربية أخرى، قد تجعل منها محل أنظار وقلبة للغير للاستثمار فيها، سواء أكان استثمارا مباشرا أو غير مباشر، عن طريق البورصة أو قنوات مالية رسمية أخرى، وذلك لاستغلال كل الفرص الممكنة لتحقيق المزيد من العوائد وتعظيم الثروة.

من هذا المنطلق وعلى ضوء ما سبق، سنحاول في دراستنا معالجة الإشكالية التي تمت صياغتها في التساؤل التالي: إلى أي مدى يمكن لمخاطر البلد أن تؤثر على أداء بورصتي الجزائر ودبي، خلال الفترة الممتدة ما بين 2008 و2022؟

ب. الأسئلة الفرعية

للإجابة على هذه الإشكالية وجب تبسيطها وتجزئتها إلى مجموعة من التساؤلات والتي تشكل أساس هذه الدراسة:

1. هل يوجد تأثير لمخاطر البلد السياسية للجزائر على أداء بورصة الجزائر؟
2. هل يوجد تأثير لمخاطر البلد المالية للجزائر على أداء بورصة الجزائر؟
3. هل يوجد تأثير لمخاطر البلد الاقتصادية للجزائر على أداء بورصة الجزائر؟
4. هل يوجد تأثير لمخاطر البلد السياسية للإمارات العربية على أداء بورصة دبي؟
5. هل يوجد تأثير لمخاطر البلد المالية للإمارات العربية على أداء بورصة دبي؟
6. هل يوجد تأثير لمخاطر البلد الاقتصادية للإمارات العربية على أداء بورصة دبي؟

ت. فرضيات الدراسة

للإمام بجوانب الموضوع ومحاولة منا للإجابة على الإشكالية الجوهرية والتساؤلات المطروحة، تنطلق هذه الدراسة من فرضية رئيسية مفادها أن مخاطر البلد لها أثر على أداء البورصة، الناجمة عن تلك العوامل الداخلية والخارجية التي تطرأ على متغيرات اقتصاد الدولة الكلية منها والجزئية، بحيث أنها أساس تصنيفات هذه المخاطر، والتي تنعكس على مكونات هذا الاقتصاد بما فيها بورصة الأوراق المالية، فكلما ارتفعت مخاطر البلد في البلدان محل الدراسة كلما عرفت بورصاتها تراجعاً في الأداء.

انطلاقاً من هذه الفرضية الرئيسية يمكن صياغة جملة من الفرضيات الجزئية، التي سيتم اختبارها في هذه الدراسة، والمتمثلة فيما يلي:

1. يؤثر التغير في مخاطر البلد السياسية للجزائر على أداء بورصة الجزائر.
2. يؤثر التغير في مخاطر البلد المالية للجزائر على أداء بورصة الجزائر.
3. يؤثر التغير في مخاطر البلد الاقتصادية للجزائر على أداء بورصة الجزائر.
4. يؤثر التغير في مخاطر البلد السياسية للإمارات العربية على أداء بورصة دبي.
5. يؤثر التغير في مخاطر البلد المالية للإمارات العربية على أداء بورصة دبي.
6. يؤثر التغير في مخاطر البلد الاقتصادية للإمارات العربية على أداء بورصة دبي.

ث. أهداف الدراسة

ترمى هذه الدراسة إلى بلوغ الأهداف الموجزة في النقاط التالية:

– الاستعراض والنقاش المعرفي لموضوع مخاطر البلد، مصادرها، تقنيات تقييمها وتحليلها، والتطرق لمختلف وكالات تصنيفها.

- تحليل مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية والمالية، ومكوناتها، لدولتي الجزائر والإمارات العربية المتحدة، مقيمة بالدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) الصادرة عن مجموعة خدمات الخطر السياسي (PRS)، والوقوف على مجمل الظروف السائدة بهما خلال الفترة 2008-2022.

- تحليل وتقييم مؤشرات أداء بورصتي الجزائر ودبي خلال فترة الدراسة، مع مراجعة الأطر التشريعية والتنظيمية، لمعرفة أسباب المعوقات والتحديات التي تواجه بورصة الجزائر، والوقوف على عوامل تطور بورصة دبي والآفاق التي تنتظرها.

- اختبار طبيعة العلاقة بين مؤشرات مخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية، والمالية)، ومؤشر الأداء العام في البورصات محل الدراسة، مع إدخال متغير حالة مؤشرات مخاطر البلد (السياسية، المالية، والاقتصادية) الصاعدة والهابطة عن طريق استخدام منهجية الفجوات الزمنية الموزعة للانحدار الذاتي غير الخطي (NARDL)

ج. أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من الاهتمام البالغ الذي يوليه الباحثون الأكاديميون، والمحللون الاقتصاديون والماليون للمخاطر النظامية التي تجابه اقتصاديات الدول ومؤسساتها، وما تتضمنه من مخاطر البلد لارتباطها بعوامل سياسية، اجتماعية، وسياسات اقتصادية مالية، وما تخلفه أبعاد هذه المخاطر في قرارات عمليات الدولة أو المؤسساتية، لما لها من تأثير توقعه على مجمل المتغيرات الاقتصادية الجزئية والكلية في أي بلد وتتلقاه منها بصفة قد تكون مباشرة أو غير مباشرة، إذ يتوقف أداء بورصة الأوراق المالية، كفاءتها وفعاليتها، و تأدية المهام المنوطة بها، بالظروف المحيطة بها؛ من بيئة اقتصادية ملائمة تتمتع بقدر من الاستقرار والتوازن، لها قدرة على جذب الاستثمار والمستثمرين إليها، قادرة على تمويل الاقتصاد الوطني بأقل تكلفة وأدنى مستوى من المخاطر، كما تتجلى أهمية الدراسة في التحليل والفهم الصريح والضمني لمفهوم مخاطر البلد، مؤشرات ومكوناتها، طرق تقييمها ووكالات تصنيفها، لاعتبار الاستخدام والاستدلال بتصنيفاتها من أساليب التحليل المساعدة في تمكين المستثمرين والمضاربين على اتخاذ القرارات المناسبة والسليمة في التداول والاستثمار في هذه البورصات.

ح. أسباب اختيار الموضوع

هناك مبررات عدة أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع منها اعتبارات موضوعية وأخرى ذاتية.

تلخصت الأسباب الموضوعية فيما يلي:

- أهمية بورصة الأوراق المالية لأخذها حيزا مهما في اقتصاديات الدول العربية، ونظرا لأن بورصة دبي من البورصات الناشئة والرائدة عربيا، فنتبع مسار تطورها ومؤشرات أدائها خلال فترة الدراسة، قد يساعد المختصين وصناع القرار في الجزائر في الاستفادة من تجربة الإمارات في هذا المجال.

- حداثة الموضوع على الساحة الاقتصادية والمالية الدولية، بعد ظهور العولمة التي أدت إلى انفتاح العالم على بعضه، وفك القيود عن حرية التدفقات المالية عبر الحدود، وما عرفته من تبعات كالأزمات المالية، والصدمات الاقتصادية.
- محاولة الاسهام في إثراء المكتبة العربية في هذا الحقل من الدراسات.

أما الأسباب الذاتية فيمكن حصرها فيما يلي:

- الرغبة والميلول الشخصي للخوض في المواضيع الحديثة، وكل ما له ارتباط بالأسواق المالية.
- الاهتمام بالنماذج القياسية خاصة ما يتعلق منها بالقياس المالي.
- كون الموضوع يصب في مجال التخصص، ومحاولة منا لربط وإسقاط الجانب العلمي الأكاديمي على الجانب العملي المهني.

خ. صعوبات الدراسة

أهم الصعوبات التي اعترضتنا خلال انجاز هذه الدراسة:

- تلك التي تتعلق ببيانات حول مؤشرات مخاطر البلد التي لم تكن متاحة، وإن توفرت للباحثين فهي جد مكلفة، ومن أجل إنجاز الدراسة والحصول على نتائج أكثر دقة وموثوقية، استلزم منا الأمر شرائها بسعر باهظ، اضافة إلى ذلك تأخر الهيئات الرسمية في تنزيل التقارير السنوية على مواقعها الرسمية، مع عدم وجود كل التقارير والبيانات المطلوبة، مما صعب العمل للحصول على بيانات أكثر دقة، في سبيل الحصول على نتائج وتحليلات أكثر موضوعية.
- نقص الدراسات العربية التي تناولت موضوع مخاطر البلد وعلاقتها بالبورصة وكل ما يرتبط بها.

د. حدود الدراسة

تستدعي الدراسة التقيد بإطار مكاني وزماني، تم تحديدهما على النحو الآتي:

- **الإطار المكاني:** تم اختيار الإمارات العربية باعتبارها تمتلك إحدى البورصات الناشئة والرائدة عربيا، بورصة دبي التي حققت تطورات ملحوظة ومهمة طيلة فترة الدراسة، إضافة إلى الجزائر التي تملك من الامكانيات والقدرات التي إن أحسن استغلالها وتوظيفها وفقا لقرارات مدروسة، لامحالة سوف تعمل على تفعيل دور بورصتها والنهوض بها للدفع بها في مصف البورصات العربية المصنفة، منها إلى تصنيفات أعلى، وبالتالي تأدية دورها والمساهمة الفعلية والفعالة في تنمية الاقتصاد الوطني.

– الإطار الزمني: حددت فترة الدراسة من سنة 2008 إلى سنة 2022، لما عرفته من إحداث سياسية صدمات اقتصادية، وأزمات مالية طالت بعض الدول المتقدمة، وانتقلت أثارها إلى باقي الدول الأجنبية والعربية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

ذ. منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

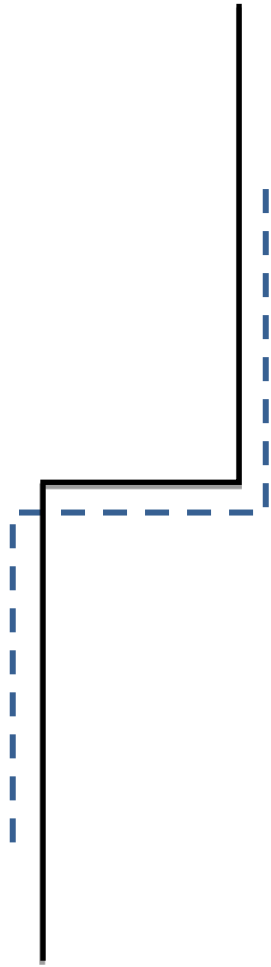
بالنظر لطبيعة الموضوع، يقتضي الأمر منا استخدام مجموعة من الأساليب والنماذج البحثية، حيث اعتمدنا على المنهج الوصفي لاستعراض الإطار النظري الوارد في الفصلين الأول والثاني من هذه الدراسة، من خلال عرض المفاهيم التي تخص متغيرات الدراسة، ومراجعة الأدبيات والدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع، أما الفصلين الثالث والرابع المتضمنان الجانب التطبيقي من الدراسة، اعتمدنا على المنهج الوصفي لرصد وتحليل مؤشرات مخاطر البلد ومؤشرات أداء البورصات محل الدراسة خلال الفترة المحددة للدراسة؛ في الفصل الثالث، في حين خصص الفصل الرابع لمنهج دراسة الحالة لتحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، بإجراء الاختبارات الإحصائية والقياسية اللازمة للتأكد من صلاحية النموذج، حيث تمت معالجة المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EViews 12.

ر. هيكل الدراسة

تبعاً للأهداف المتوخاة من الدراسة، وسعياً منا لمعالجة إشكالياتها، واختبار فرضيتها، تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، تسبقهم مقدمة وتليهم خاتمة تتضمن أهم النتائج التي تم التوصل إليها، مع الإشارة لبعض المقترحات، تناول الفصل الأول مخاطر البلد، من خلال تقديم المفاهيم الأساسية حول مخاطر البلد، مصادرها، مكوناتها، والتعرض للأساليب المعتمدة في تقييمها، وكذا استعراض وكالات تصنيفها والمنهجيات المتبعة من طرف هذه الوكالات، أما الفصل الثاني فقد اقتصرت بالدراسة النظرية لمؤشرات أداء البورصة استخداماتها ومميزاتها وتسلط الضوء على العوامل المؤثرة فيها، في حين خصص الفصل الثالث لتحليل كل من مخاطر البلد لدولتي الإمارات العربية والجزائر، وكذا أداء بورصتي الجزائر ودبي خلال فترة الدراسة، حيث تناول تصنيفات مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية، والمالية في كل من الجزائر والإمارات العربية المتحدة، فضلاً عن الوقوف على واقع البورصتين، النشأة التاريخية، الأطر القانونية والتشريعات المنظمة لكل منهما، وتحليل مؤشرات أدائهما، أما الفصل الرابع خصص لتبيان وقياس العلاقة بين مؤشرات مخاطر البلد؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية ومؤشرات أداء هاتين البورصتين.

الفصل الأول

مخاطر البلد، تقنيات تقييمها،
ووكالات تصنيفها.



تمهيد

تعد فكرة المخاطر مكملة لمفهوم النشاط البشري، فهي عنصر ثابت فيه، تختلف درجاتها حسب نوع النشاط والبيئة الممارس فيها والظروف المحيطة به، حيث يمكن القول إن وجود أنشطة تتمتع بدرجة عالية من الأمان قد تكون غير موجودة، فالعالم الذي نعيش فيه مليء بالمخاطر، تنشأ المخاطر من عدم اليقين فيما يتعلق بالمواقف الحالية والمستقبلية، حيث تكون المعلومات حول نتيجة الموقف غير كافية أو ناقصة أو خاطئة، فعدم اليقين ينشأ من نقص المعلومات وبالتالي عشوائية النتائج، توافر المعلومات من عدمها يعد في حد ذاته مقياساً حاسماً للمخاطر.

في هذا السياق اكتسبت المخاطر أهمية كبيرة في جميع مجالات الحياة الاقتصادية والاجتماعية، لتصبح بذلك ممارسة شائعة في بيئة الأعمال التجارية المحلية والدولية، وذلك لأن لا أحد يخاطر لمعرفة أنه سيخسر بل يخاطر على أمل تحقيق مكاسب أو أقلها نتائج مقبولة، والبلد الذي ليس قادراً أو راغباً في تقديم معلومات موثوقة في الوقت المناسب والمطلوب فيما يتعلق بوضعه الاقتصادي والمالي، هو بذلك يرسل إشارات عن مخاطر تنم عن حقيقة هذا الوضع، هذا ما يجعل المعاملات المالية والتجارية فيه أو معه تتطوي على درجة من المخاطر، وفي حال ما تتم المعاملات التجارية عبر الحدود الدولية فإنها تتحمل مخاطر إضافية غير تلك الموجودة في المعاملات المحلية والتي تسمى مخاطر البلد.

من هذا المنطلق يتناول الفصل الأول إطار عام يعرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بمخاطر البلد وتقنياتها إلى جانب وكالات تصنيفها، من خلال التطرق إلى نشأة ومفهوم مخاطر البلد، مصادرها ومكوناتها، كما يتعرض الفصل إلى مفهوم تقييم مخاطر البلد، وظيفته، والتقنيات المستخدمة فيه، وينتهي الفصل بعرض أهم الوكالات المختصة التي تعنى بتصنيفات المخاطر والجدارة الائتمانية للبلدان، إلى جانب الجرائد والمجلات الناشرة لهذه المخاطر وتصنيفاتها، يتم التفصيل في هذه النقاط من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: مخاطر البلد، مفهومها، مصادرها، ومكوناتها.
- المبحث الثاني: تقييم مخاطر البلد، وظيفته، وتقنياته.
- المبحث الثالث: وكالات تصنيف مخاطر البلد.

المبحث الأول: مخاطر البلد: مفهومها، مصادرها، ومكوناتها

إن تطور البيئة الاقتصادية والمالية الذي شهده العالم خلال السنوات الستون الأخيرة، أدى إلى ظهور نظام معقد من الأسواق الاقتصادية والمالية المعولمة، دفعت بممارسي الأعمال الدولية والمستثمرين في المحافظ المالية نحو التطلع إلى أسواق خارج الحدود وفي جميع أنحاء العالم، واستغلال الفرص المتاحة لخفض التكاليف وزيادة العوائد والاستفادة من التنوع، الذي يمكن الحصول عليه من هذه الأسواق، غير أن هذه الفرص تأتي على حساب مخاطر أخرى، متأصلة في أن الاقتصاد العالمي منظم حول مفهوم الدولة والسيادة الوطنية، ولكل دولة نظامها الاقتصادي، المالي، السياسي، والقانوني الخاص بها، تشمل هذه المخاطر التي عملت العولمة على تغذيتها، والمرتبطة بالمعاملات الاقتصادية والمالية على مجموعة واسعة النطاق من العوامل ذات الاعتبارات السياسية، الاجتماعية، الجغرافية، والاستراتيجية، التي يمكن أن تؤثر على نتيجة أي معاملة اقتصادية أو مالية، حيث أن المفاهيم والمصطلحات التي اتخذتها اختلفت باختلاف الأدبيات المالية التي تطرقت إليها، والفترات الزمنية التي تم فيها معالجة موضوعاتها، حيث كانت هذه الفترات مدفوعة بسلسلة من الأزمات؛ الأزمات السياسية في الستينيات والسبعينيات، أزمات الديون في السبعينيات والثمانينيات، والأزمات المالية في التسعينيات والعقد الأول من الألفية الحالية. يتم في هذا المبحث تسليط الضوء على مضامين مفهوم مخاطر البلد، النشأة التاريخية، أهم التعاريف، مصادر ومكونات هذه الأخيرة.

المطلب الأول: مفهوم مخاطر البلد

قبل التطرق والتفصيل في مفهوم وتعريف مخاطر البلد، بداية نعرّج على أهم المحطات التاريخية للمصطلح.

أولاً/ التطور التاريخي لمفهوم مخاطر البلد

المتتبع لنشأة مفهوم مخاطر البلد يلاحظ أنه مر وتطور بثلاث مراحل رئيسية، بدايتها كانت في ستينيات القرن الماضي، بعد تشكيل السيناريو السياسي في العالم من خلال عمليتين معقدتين ومتشابكتين؛ الحرب الباردة، مع التناقض الأيديولوجي بين الرأسمالية والاشتراكية، أي السوق الحرة والاقتصاد المخطط، وبداية إنهاء الاستعمار، إلى جانب وقوع أحداث كأزمة السويس 1956، أزمة الكونغو عام 1960، والتي ساهمت في إحداث تغيير مفاجئ وجذري في البيئة السياسية وبيئة الأعمال، ومع ذلك فإن المخاطر السياسية التي يشار إليها أحياناً باسم "المخاطر غير الاقتصادية"، كانت تعتبر في الغالب سمة من سمات البلدان "المتخلفة" أو "المحدثة"، وكان محللو المخاطر السياسية من الجيل الأول قلقين بشأن نزاعات الاستثمار عن ما يسمى بـ "القومية الاقتصادية" في البلدان النامية، المتمثلة في مصادرة الممتلكات الأجنبية باسم المصلحة العامة. (Sottiolotta, 2013, p. 2)، حيث انصب اهتمام الباحثين خلال هذه الفترة في المقام الأول حول تأثير مخاطر

إجراءات الحكومات على الشركات التي تمارس الأعمال التجارية في الخارج على وجه التحديد التدخل الحكومي، والتي تم حصرها في مصطلح "المخاطر السياسية" أو "مناخ الاستثمار" (Clark, 2018, p. 5)، من هنا بدأت الجهات الفاعلة في الشؤون المالية والاقتصادية في تطوير تحليل مخاطر البلد.

كتسلسل تاريخي لمفهوم مخاطر البلد، عرفت هذه الأخيرة مرحلة ثانية من التطور حدثت في السبعينيات والثمانينيات مع ظهور أزمة الديون الدولية في العديد من الدول النامية، بداية هذا التطور كانت في الستينيات والسبعينيات في القطاع المصرفي، استجابة لجهوده الرامية إلى تحديد وقياس تعرضه للخسارة في الإقراض عبر الحدود، هذا التطور كان مسبقاً في مرحلة ما قبل الإقراض الدولي للدول ذات السيادة لمخاطر مرادفة لمخاطر البلد تمثلت في مخاطر التحويل، وهي مخاطر احتمال قيام الحكومات بفرض قيود على مدفوعات خدمة الديون في الخارج، ليظهر بعدها مصطلح "المخاطر السيادية" عندما أصبحت الحكومات نفسها من كبار المقترضين من البنوك، وهي أوسع نطاقاً من مخاطر التحويل، لتضمّن فكرة أنه حتى إذا كانت الحكومة على استعداد للوفاء بالتزاماتها الخارجية، قد لا تكون قادرة على القيام بذلك إذا كان اقتصادها الكلي لا يستطيع توليد النقد الأجنبي الضروري، غير أن مفهوم مخاطر البلد في القطاع المصرفي في الأدبيات المالية في تلك الفترة عرف ارتباكاً مفاهيمياً، كان يشار إليها بشكل عشوائي تارة بمخاطر التحويل، أو المخاطر السيادية، وإما السياسية، أو اقتصادية، أو مالية، أو أي نوع آخر من المخاطر التي يمكنها أن تؤثر على قدرة أو استعداد المقترضين أو حكومة أجنبية للوفاء بالتزاماتها المالية، كما تخصص جزءاً كبيراً من هذه الأدبيات في تقييم الجدارة الائتمانية. (Clark, 2018, p. 5)

أما المرحلة الثالثة بدأت مع الأزمة المكسيكية عام 1994، بسبب هيمنت أزمات العملة والمصارف حيث تم الإبلاغ عن 26 أزمة مصرفية أو 76 أزمة عملة (ميزان المدفوعات) ما بين سنة 1970 إلى 1995 لعينة من 20 دولة صناعية ونامية (Kaminsky & Reinhart, 1999, p. 476)، تلاها الانهيار الآسيوي عام 1997 ليتمدد إلى العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، متبوعاً بانتظام بأزمات مالية أخرى على مدار العقدين الماضيين، سنة 1998 في روسيا والإكوادور، الأرجنتين سنتي 1999 و 2000، الأوروغواي عام 2002، و أزمة الرهون العقارية الأمريكية لعام 2007، التي انتشرت في جل أنحاء العالم سنة 2008، في هذه المرحلة ركزت بعض الأدبيات المالية المهتمة بمخاطر البلد بنماذج الأزمات المالية، في حين سعى جزء آخر منها إلى تحديد مؤشرات الإنذار المبكر للأزمات. (Clark, 2018, p. 6).

ثانياً/ تعريف مخاطر البلد

يشير مفهوم المخاطر إلى حالة تتطوي على التعرض للخطر، الذي ينجم عن احتمالية حصول حدث غير مرغوب فيه. (Cambridge Dictionary, 2022)، أما بالنسبة للمستثمر فهي تشير إلى احتمال التعرض لخسارة بالتالي نتائج سلبية. (عباس، 2022، صفحة 203)، من التعريفين نفهم أن مخاطر البلد تنتج عن

أحداث معينة تقع في بلد ما تؤدي إلى احتمالية تعرض جهة مقرضة أو مستثمرة لخسارة ناتجة عن إقراض خارجي أو استثمار خارج الحدود.

على الرغم من الأدبيات الكثيرة والمتنامية التي تناولت موضوع مخاطر البلد، إلا أنها افتقرت إلى الإجماع من طرف الممارسين والأكاديميين حول تعريف موحد لمصطلح "مخاطر البلد"، والذي يرجع أساساً إلى المصطلحات المختلفة المستخدمة في التعامل مع القضايا المشابهة والمتداخلة في الأدبيات التي تناولت مخاطر ممارسة الأعمال التجارية في الخارج، التي اختلفت باختلاف، وجهات نظر خبراء مخاطر البلد، طبيعة ونوع الاستثمار (استثمارات الملكية أو قروض)، مكونات ومؤشرات هذه المخاطر، وبالنظر للمحطات التاريخية التي عرفت مخاطر البلد، أول ما عرفت به كانت بمصطلح "المخاطر السياسية"، الذي تكرر بكثرة في الأدبيات التجارية الدولية المنشورة في ستينيات وسبعينيات القرن الماضي، كان في الأصل ذو توجه مهني بمعنى يعالج القضايا الملموسة لعمل (استثمار) معين في بلد معين، فقد اقتصر الاتفاق حول معناها في هذه الفترة حول تباين أداء الشركة والآثار المترتبة غير المرغوب فيها للنشاط السياسي، التي من شأنها أن تغير آفاق ربحية استثمار معين، فقد عرفها كل من (Albert, 1975, p. 162)، (Lloyd, 1974, p. 24) و (Smith, 1971, p. 7) صراحة أو ضمناً على أنها تدخل حكومي أو سيادي في عمليات الأعمال، والذي له آثار معيارية مهمة، أما فئة ثانية من الأكاديميين حددت المخاطر السياسية من حيث الأحداث؛ سواء الأفعال السياسية، أو القيود المفروضة على الشركة، أو مزيج من الاثنين معاً، أمثال (Zink) (Bernier, 1976, p. 487) ، (Green & Cunningham, 1975, p. 119) و (Bass, McGregor, & Walters, 1977, p. 550)، حينها وازنوا بين المخاطر السياسية والعوامل البيئية كعدم الاستقرار والعنف المباشر أو القيود المفروضة على العمليات مثل المصادرة والضرائب التمييزية ومنافسة القطاع العام، إذ تنظر هاتين الفئتين إلى المخاطر السياسية من حيث وقوع حدث إما في البيئة (على سبيل المثال، عدم الاستقرار) أو عند تقاطع البيئة والمؤسسة (على سبيل المثال، التأميم)، المرتبط عادةً بفعل حكومي غير موافقٍ تتعكس عواقبه على الشركة. (Kobrin, 1979, pp. 68-69)

في سبعينيات القرن الماضي، وفي أعقاب النمو السريع للديون الدولية للبلدان الأقل نمواً وأزمة النفط الثانية عام 1979، ظهر مصطلح مخاطر البلد أو "المخاطر السيادية"، استخدم بشكل عام من قبل الصناعة المصرفية، جاء ملازماً للإقراض الدولي، ليعكس قدرة البلد على خدمة ديونه والاستعداد للوفاء بالتزاماته، (Desta, 1985, p. 43)، وحسب (Wallich, 1977, p. 6) تنقسم هذه المخاطر إلى فئتين: تتمثل الفئة الأولى في؛ صعوبات ميزان المدفوعات الناتجة عن أسباب اقتصادية خارجية كانت أم داخلية يمكن أن تؤدي إلى تخفيض قيمة العملة، أو ضوابط الصرف الأجنبي، أو شكل من أشكال إعادة جدولة الديون أو التخلف عن السداد، في حين تمثلت الفئة الثانية في المخاطر الناشئة عن الاضطرابات الاجتماعية أو السياسية، هذا التقسيم جاء ليبين تلك المخاطر التي قد يجابهها دائنو الاقتراض السيادي والشركات الأجنبية، وفي نفس السياق في نص لـ (Federal Reserve Bank of New York, 1978, p. 2) عرف مخاطر البلد بأنها تشمل على

مجموعة كاملة من المخاطر التي تنشأ عن الظروف الاقتصادية والاجتماعية والقانونية والسياسية لدولة أجنبية والتي قد تكون لها إمكانات مواتية أو عواقب عكسية على القروض للمقترضين في ذلك البلد، وفي خضم أزمة الديون للبلدان الأقل نمواً في الثمانينات، قامت مجموعة ثالثة من الأكاديميين بموازنة مع المخاطر السيادية (Gaillard, 2020, p. 4)، جاءت كنتيجة لمحاولة البنوك حماية نفسها أثناء تعاملها مع مخاطر العملة عند إقراض الشركات الأجنبية والحكومات، وذلك من خلال تحويل أي مخاطر مرتبطة بتقلبات أسعار الصرف إلى المقترضين، ولكن إلى الحد الذي تؤثر فيه التغيرات في قيم العملات على قدرة و/ أو رغبة المقترضين الأجانب في سداد قروضهم بالدولار، يتم تحويل مخاطر الصرف على هذه القروض إلى مخاطر ائتمانية، لتندرج تحت مخاطر البلد. (Shapiro, 1985, p. 881)، واعتبرت (Iranzo, 2008, p. 12) أنه عندما يتعلق الأمر بالديون غير السيادية أو الخاصة، فإن التخلف عن السداد بسبب ظروف لا علاقة لها بالملاءة أو حالة السيولة للمدين ينشأ عادة من "مخاطر التحويل"، والتي تنشأ عندما يكون هناك نقص في العملة الأجنبية أو في العملات الأجنبية التي بسببها تم التعاقد على الدين الخارجي، قد تظهر مخاطر التحويل كنتيجة لعجز خطير في ميزان المدفوعات، ناجم عن مبلغ مفرط من الديون الخارجية، أو بسبب أزمة ثقة تؤدي إلى تدفقات رأس المال الهائلة إلى الخارج.

ظهر تيار رابع من الأدبيات في التسعينيات، تناول مفهوم مخاطر البلد من خلال ربطه بالمعاملات عبر الحدود، إذ يرى كل من (Meldrum, 1999, p. 30)، (Meldrum, 2000, p. 33)، و (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 5) أن جميع المعاملات التجارية تتطوي على درجة معينة من المخاطر، وعندما تجرى هذه المعاملات عبر الحدود فإنها تحمل مخاطر إضافية غير موجودة في المعاملات المحلية، عندما تبدأ شركة ما في التوسع دولياً، فإنها تواجه بيئة جديدة، تتكون من مخاطر وشكوك مختلفة، لا تعتاد التعامل معها، تشمل عادة هذه المخاطر الإضافية المخاطر الناشئة عن مجموعة متنوعة من الاختلافات الوطنية في الهياكل الاقتصادية والسياسات والمؤسسات الاجتماعية والسياسية والجغرافيا والعملات، تؤدي هذه المخاطر إلى تقليل العائد المتوقع للاستثمار، وانضم إلى هذا التيار من الأدبيات (Gaillard, 2020, p. 5) بتقديمه تعريف شامل لمخاطر البلد يعكس تماماً هذه الخصائص، إذ يرى أن مخاطر البلد تشمل على أي مخاطر تتعلق بالاقتصاد الكلي، أو الجزئي، مخاطر مالية، اجتماعية، سياسية، مؤسسية، قانونية، مناخية، صناعية، تكنولوجية أو صحية يمكن/ أو تؤثر على مستثمر، أو محفظة استثمارية لمستثمر في بلد أجنبي، قد تحدث الأضرار بعدة طرق؛ خسائر مالية، تهديد سلامة موظفي الشركة المستثمرة أو العملاء أو المستهلكين، الإضرار بالسمعة، خسارة سوق، أو مصدر تمويل.

نلاحظ أن الباحثين والأكاديميين يختلفون بشكل كبير في طريقة تعريفهم لمخاطر البلد، يوضح الجدول أدناه ملخص عن مختلف التعاريف التي تبنتها الأدبيات حول مخاطر البلد.

جدول (1.1): مختلف المصطلحات والتعاريف التي جاءت بها الأدبيات المتعلقة بمخاطر البلد

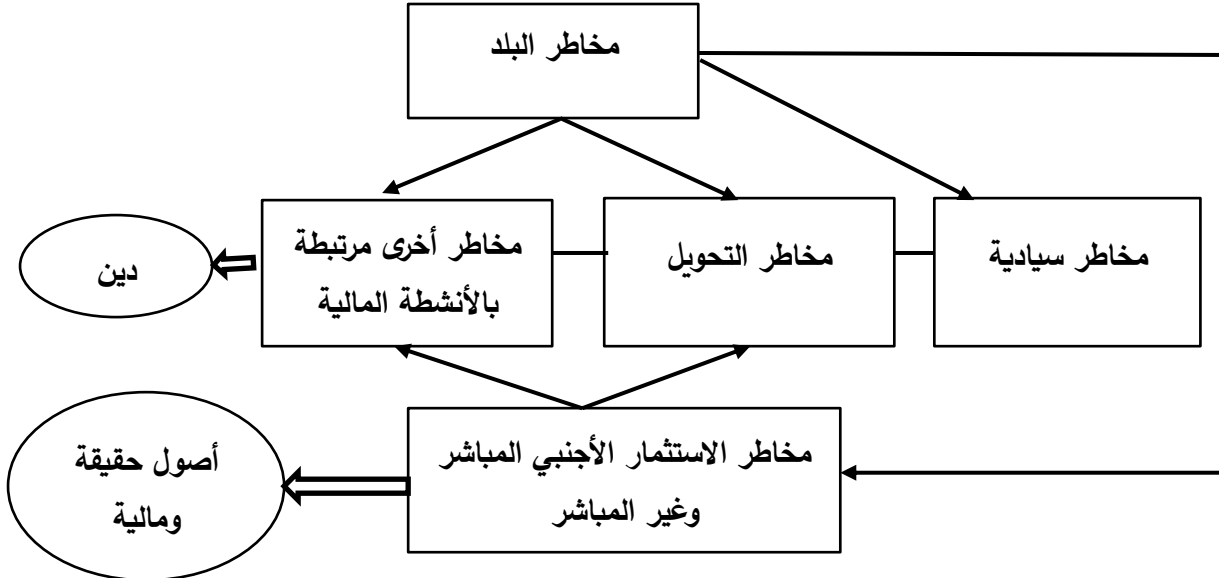
المصطلح	تعريف المخاطر	مصادرها	طبيعة الاستثمار	المنظور التاريخي
مخاطر سياسية	تباين الأداء	التدخل السيادي عدم الاستقرار البيئي	الاستثمار الأجنبي المباشر	الستينيات- السبعينيات
مخاطر سيادية	نتيجة سلبية	عدم الاستقرار البيئي	قروض سيادية قروض تجارية	السبعينيات- الثمانينيات
مخاطر التحويل	نتيجة سلبية	مخاطر الائتمان تقلبات سعر الصرف	قروض تجارية	الثمانينيات- التسعينيات
مخاطر عابرة للحدود	نتيجة سلبية	عدم الاستقرار البيئي	محافظ استثمارية	التسعينيات-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المراجع المستخدمة في الدراسة

بعد استعراض التعاريف التي جاءت في بعض الأدبيات التي تطرقت في دراسات لمخاطر البلد، الملاحظ أنها اختلفت من باحث لآخر ومن عون اقتصادي لآخر، وكحوصلة لها يمكننا القول أن مخاطر البلد هي تلك المخاطر التي يتعرض لها المستثمر؛ سواء أكان شخصا طبيعيا أو معنويا، مؤسسة مالية، أو جهة سيادية (حكومة)، أثناء قيامه بأعمال تجارية (تصدير أو استيراد)؛ أو استثماريه (قروض أو استثمار مباشر/ غير مباشر)، هذه الأعمال محلية كانت أو دولية، كما تختلف درجات هذه المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الأطراف ذوي العلاقة كل حسب موقعه (داخل الحدود أو خارجها)؛ حسب نوع الأصل محل الاستثمار (أصول حقيقة أو مالية)، وباختلاف القطاع الاستثماري (فلاحي، صناعي، تكنولوجي،...)، مدة الاستثمار وطبيعة المعاملات المالية التي تحكمه (قصير، متوسط أو طويل الأجل)، كما تتضمن مخاطر البلد كل المخاطر التي ترتبط بالمتغيرات الاقتصادية والجزئية للبلد المضيف، اللوائح التنظيمية والقانونية التي توطئه، الظروف السياسية، الاجتماعية، البيئية، الطبيعية، المناخية والصحية السائدة فيه أو العابرة، وكل المخاطر الإضافية الاستثنائية، الحالية أو المستقبلية القابلة للقياس، التي من شأنها أن تؤثر على أداء الشركة أو العائد المتوقع من الاستثمار، بصفة مباشرة أو غير مباشرة، سواء أكانت هذه المخاطر مجتمعة أو منفصلة، بالتالي فإننا نؤيد الفكرة التي أجمعت عليها الأدبيات التي تناولت الموضوع، باستحالة إيجاد مفهوم دقيق ومحدد لمخاطر البلد وهذا لمرونة المصطلح.

يساعد الشكل البياني الآتي في توضيح مفهوم مخاطر البلد.

شكل (1.1): شكل توضيحي لمفهوم مخاطر البلد



Source: Silvia Iranzo (2008), Delving into Country Risk, Documentos Ocasionales N. ° 0802, Banco De España, Eurosistema (بتصرف)

المطلب الثاني: مصادر مخاطر البلد

إن مصادر مخاطر البلد متعددة ومتنوعة، وتفاعلاتها مع بعضها معقدة جدا، كون لكل بلد ميزة مختلفة، كالاختلافات الثقافية، أو الاختلافات في النظم السياسية والقانونية، كذلك في المجالات الاقتصادية والاجتماعية وما إلى ذلك، وبسبب هذه الاختلافات يمكن أن يكون للأحداث المختلفة تأثير مختلف في كل بلد. (Clark, 2018, p. 8)، والتي من المرجح أن تزيد من مخاطر الاستثمار فيه بسبب تعدد مصادر المخاطر، وقد انشقت الأدبيات التي تناولت مخاطر البلد من ناحية المصادر إلى تيارين، الأول؛ ركز على مخاطر البلد (المخاطر السياسية) المرتبطة بالتدخل الحكومي أو السيادي في العمليات التجارية، في حين قدم التيار الثاني منظوراً أوسع لا يشمل فقط المصادر الحكومية للمخاطر، لكن أيضا أي أسباب أخرى قد تعرقل حسن سير أي معاملة أجنبية في الخارج كعدم الاستقرار البيئي وتأثيره على ظروف العمل. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, pp. 12-13)، في إشارة لـ (Miller, 1992, p. 313) فإن العوامل التي تؤثر في سياق الأعمال، تمثل مصدرا لمخاطر البلد تتطوي في الواقع تحتها مصادر ثانوية، حددها في؛ الكوارث الطبيعية، المخاطر السياسية-الاجتماعية، والمخاطر الاقتصادية.

وفي غياب نظرية شاملة لمخاطر البلد، فإن تحديد مصادر الخطر والعوامل التي تؤثر على صورة البلد أمر جد مهم، لذا يجب أخذ الكثير من المتغيرات والعوامل في الاعتبار، ومن أجل عرض مستفيض لمختلف

مصادر مخاطر البلد دون إغفال عامل جديد محتمل لعدم الاستقرار في المستقبل، نستعرض في الجدول أدناه هذه التجمعات المختلفة لمصادر مخاطر البلد المحتملة في أي بلد كان.

جدول (2.1): مصادر مخاطر البلد

وصف	تصنيف	نوع المخاطر
أي عامل يندرج تحت الكوارث الطبيعية والمناخ	طبيعية	كوارث طبيعية - المناخ
التغيير الديمقراطي أو الأوتوقراطي في الحكومة	سياسي	اجتماعية - سياسية
تغيير في سياسة السلطات المحلية	سياسة الحكومة	
الحركة الاجتماعية التي تعتزم التأثير على الأعمال التجارية الأجنبية أو سياسة البلد المضيف	اجتماعي	
أي مخاطر اقتصادية كلية تخص البلد المضيف	الاقتصاد الكلي	اقتصادية خاصة بالبلد
أي مخاطر اقتصادية جزئية تخص البلد المضيف	الاقتصاد الجزئي	

المصدر: (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 16) (بتصرف)

أولاً/ الكوارث الطبيعية والمناخ

تشير المخاطر الطبيعية إلى الظواهر الطبيعية (الزلازل، الأعاصير، الانهيارات الطبيعية، النشاط البركاني، حرائق الغابات، الانحباس الحراري الناجم عن الأنشطة البشرية والطقس،...)، قد تؤثر هذه العوامل سلباً على ظروف العمل، كما يمكن لهذه الأحداث أن تؤثر تأثيراً مباشراً على الشركة من خلال إلحاق أضرار بالمرافق على سبيل المثال، أو تؤدي بصورة غير مباشرة إلى توقف الأعمال التجارية بسبب نقص أو إتلاف المخزونات، أو عدم تمكين القوى العاملة والموظفين من الالتحاق بأماكن عملهم، ويمكن أن يتفاقم هذا الوضع بسبب ضعف البنية التحتية، (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 12) فتوزيعات أضرار الكوارث الطبيعية هي نتاج مشترك بين الطبيعة والمجتمع والتي تزيد من التكاليف الاقتصادية مما يؤثر على كفاءة الشركة. (Zhengtang, 2011, p. 2340).

ثانيا/ العوامل السياسية- الاجتماعية

تصنف من بين المخاطر البشرية (تحدث بسبب تدخل الانسان) إلى جانب المخاطر الاقتصادية، تشمل لمخاطر الاجتماعية والسياسية جميع الإجراءات أو العوامل النابعة عن أي مجموعة اجتماعية أو سلطة سياسية أو هيئة حكومية في البلد المضيف، التي يحتمل أن تلحق أضرار بأعمال الشركات الأجنبية التي تنشط في أقاليمها، تنقسم هذه المخاطر بدورها إلى؛ مخاطر اجتماعية، مخاطر سياسة الحكومية، ومخاطر سياسية. (Miller, 1992, p. 313)

1. العوامل الاجتماعية: تشير المخاطر المرتبطة بالمجتمع إلى الإجراءات الجماعية التي تتخذها منظمات مثل النقابات العمالية أو المنظمات غير الحكومية أو مجموعات غير رسمية من الأشخاص، يمارسون الضغط، سلمي أو غير سلمي أو غير ديمقراطي، على السلطات المحلية أو مباشرة على الشركة أو الشركات الأجنبية مما يؤثر على عملياتها على سبيل المثال، يمكن اعتبار الإضراب العمالي أو المقاطعة أو الحملة الدعائية جميعها ذات صلة بالمجتمع، يمكن أن تشمل المخاطر المرتبطة بالمجتمع أيضا الاعتداء الجسدي على الموظفين الأجانب والخطف والإرهاب، كما يمكن أن يكون لهذا النوع من المخاطر أيضا أصولا خارجية، مثل الرأي العام العالمي. (Clark, 2018, pp. 10-11)

2. عوامل السياسة الحكومية: تتمثل مخاطر السياسات الحكومية في أي إجراءات غير متوقعة تتخذها السلطات المحلية وتؤثر على الشركات الأجنبية، ويشمل ذلك التأميم، أو الإخلال بالعقد، بما في ذلك رفض القروض، أو ضوابط صرف العملات الأجنبية، أو القيود التجارية، أو الاتفاقات التجارية التي يمكن أن تحابي بعض المنافسين الأجانب على حساب آخرين، وترتبط مخاطر السياسات الحكومية أيضا بالمخاطر الاجتماعية، يمكن أن تؤثر الإضرابات والاحتجاجات الاجتماعية والحملة الدعائية على سياسة الحكومة، (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 19) حيث تنطلق الاحتجاجات الاجتماعية من أرضية الإحباط وتهدف إلى تغيير السياسة الحكومية أو حتى تغيير النظام السياسي بشكل جذري. (Clark, 2018, p. 11)

3. العوامل السياسية: تشمل المخاطر السياسية جميع الأحداث غير المتوقعة وغير المواتية للممارسات التعسفية الصادرة عن أي مجموعة اجتماعية، سلطة سياسية، أو هيئة حكومية في البلد المضيف، أو تلك الناتجة عن حرب أهلية أو خارجية، تشمل أيضا أي تطور ديمقراطي قد يعطل الأعمال الأجنبية، يمكن تقسيمها بشكل أكبر بين السياسة المرتبطة بالمجتمع والسياسة الحكومية (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 21) (Clark, 2018, p. 10)

ثالثا/ العوامل والمتغيرات الاقتصادية الخاصة بالبلد

تنقسم المخاطر الاقتصادية الخاصة بكل بلد إلى مخاطر كلية ومخاطر جزئية، تشير مخاطر الاقتصاد الكلي إلى التباين في البيئة الاقتصادية مثل الإنتاج، والأسعار، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف الأجنبي، ومعدل التبادل التجاري، وما إلى ذلك، على الرغم من أنها تنطوي على الاقتصاد ككل، إلا أن مخاطر الاقتصاد

الكلي لا تؤثر بالضرورة سلبيًا على جميع الأعمال، قد يتعلق الأمر فقط بصناعات معينة أو حتى مجرد عدد قليل من الشركات (مخاطر جزئية)، وقد تتجم المخاطر الاقتصادية عن سوء الإدارة السياسية، ولكن على عكس المخاطر الاجتماعية والسياسية لن تكون بالضرورة نتيجة صريحة لخيار سياسي. (Bouchet, Clark, (Clark, 2018, p. 12) & Gros Lambert, 2003, p. 22)

المطلب الثالث: تصنيفات مخاطر البلد ومكوناتها

يُشار إلى المصدر الرئيسي لمخاطر البلد بالمخاطر المرتبطة، إذ تؤدي إحدى نتائجها إلى ظهور نتيجة أخرى، وهذه الأخيرة بدورها تؤدي إلى ظهور نتيجة أو نتائج أخرى، التي من خلالها تحدد تصنيفات مخاطر البلد التي قد يتعرض لها المتعامل الاقتصادي الأجنبي وحتى المحلي أثناء ممارسته لأعماله التجارية في البلد المضيف، حيث يتعلق الأمر بالتعرض لمخاطر البلد، والذي يعتمد على مدى مواجهة المتعامل الاقتصادي لهذه المخاطر بشكل كلي على التعرض المحدد، إذ ليس الأمر سيان في مواجهة المستورد، أو المصدر، أو المستثمر، أو البنك، أو أي جهة سيادية لهذه المخاطر، فطريقة أو استراتيجية المواجهة أو تخفيفها لن تكون نفسها، حتما تختلف من متعامل اقتصادي إلى آخر حسب طبيعة الأعمال الممارسة.

يوضح لنا الجدول التالي أهم المخاطر التي يتعرض لها المتعامل الاقتصادي عبر الحدود حسب الصفة التي يحملها أو طبيعة الأعمال القائم بها التي تندرج ضمن مكونات مخاطر البلد.

جدول (3.1): التعرض لمخاطر البلد

التعرض لمخاطر البلد	صفة المتعامل الاقتصادي أو طبيعة العمل
التضخم- الأزمات المصرفية- أسعار الفائدة السلبية- السياسة الجمركية الحمائية- الاضطرابات السياسية	المتعامل الاقتصادي المحلي
سداد المتأخرات- التخلف عن السداد والشطب- إعادة الجدولة- إعادة التمويل	الدائن
التوريدات ذات عيوب- المبالغة في تقييم سعر الصرف- فساد موظفي الجمارك	المستورد
تأخيرات التسديد- ضوابط على رأس المال- الرشاوى الجمركية- تخفيض سعر الصرف	المصدر
ضوابط على رأس المال- إبطال العقد والغاؤه- البيروقراطية- الفساد- نقص الهياكل الأساسية	الاستثمار الأجنبي
انخفاض أسعار السلع الأساسية- الركود الإقليمي- التخفيضات التنافسية في قيمة العملة- التخلف عن سداد الديون- سوق الأوراق المالية	صندوق الاستثمار
تخفيض قيمة العملة- الإضرابات- سوء الإدارة- ضعف الإنتاجية - التأميم	الشركات المتعددة الجنسيات

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المراجع المستخدمة في الدراسة

من خلال ما تم عرضه سابقا في تعريف مخاطر البلد ومصادرها، نلاحظ أن مكونات مخاطر البلد الرئيسية تشمل المخاطر السياسية، المخاطر التنظيمية والقانونية، المخاطر الاجتماعية والثقافية، مخاطر السيادة والتحويل، مخاطر سعر الصرف، ومخاطر الاقتصاد الكلي، كما أن مخاطر البلد ومكوناتها أيضا تختلف من بلد إلى آخر، وتضمينها في مجموعات فرعية تشكل تصنيفات مخاطر البلد الرئيسية، وهي كالتالي:

أولا/ المخاطر السياسية

تعتبر مكون من المكونات الرئيسية لمخاطر البلد، تنطوي هذه المخاطر على جودة وجدوى المؤسسات في الدولة والحوكمة، بما في ذلك استقلالية الفروع التنفيذية والتشريعية والقضائية. يعمل صمود ومرونة المؤسسات الوطنية على تحويل النمو الاقتصادي للبلد إلى تنمية مستدامة وشاملة، (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 45) يعتبر تداخل المخاطر السياسية والجيوسياسية جزئياً مع مخاطر السلطة القضائية والسيادية أمراً سياسياً، هذه المجموعة الفرعية من مخاطر البلد تمثل مخاطر تعطل العمليات، أو عدم السداد نتيجة للأحداث السياسية في البلد المضيف أو التغيرات الجيوستراتيجية في البيئة الدولية، إذ يمكن اعتبار التغيير ذي الدوافع السياسية في سياسة الحكومة بشأن الضرائب أو التنظيم الذي يقوض تدفق الإيرادات من الصفة على أنه خطر سياسي، (Toksöz, 2014, p. 28)، تختلف مكونات المخاطر السياسية من بلد إلى آخر، ومن فترة زمنية إلى أخرى، ناجمة عن تداعيات داخلية (محلية) وخارجية (أجنبية).

يوضح الجدول التالي العوامل الداخلية والخارجية المكونة للمخاطر السياسية على النحو الآتي:

جدول (4.1): مكونات المخاطر السياسية

عوامل خارجية	عوامل داخلية
<p>1. التوترات الدولية والحرب</p> <ul style="list-style-type: none"> العنف السياسي الدولي احتلال الأراضي المتنازع عليها الغزوات <p>2. العقوبات الدولية والحضر الدولي</p> <p>3. علاقات البلد المضيئة مع بلدان أخرى تواجه مشاكل</p> <ul style="list-style-type: none"> ظاهرة غرفة الصدى في النظام الاقتصادي المعولم) ينطوي خطر العدوى على النتيجة المحتملة التي قد تتأثر بها الصحة الاقتصادية، بالتقلبات في بلد أو منطقة مجاورة 	<p>1. النظام والاستقرار السياسي والمؤسسي</p> <ul style="list-style-type: none"> القوة السياسية للحكومة وسياساتها (السلطة التنفيذية، التشريعية، والقضائية) قدرة الحكومة على مقاومة الضغوطات وعلى التغيير بدون صراعات) التعتم البيروقراطي <p>2. جماعات الضغط والنفوذ السياسي</p> <ul style="list-style-type: none"> فلسفتها، أهدافها، وتكتيكها <p>3. جماعات المعارضة</p> <ul style="list-style-type: none"> فلسفتها، وأهدافها الاضطرابات السياسية والحرب الأهلية أعمال الشغب والهجمات الارهابية.

<p>4. العلاقات الثنائية بين البلد المضيف وبلد المستثمر</p> <ul style="list-style-type: none"> • العلاقات الدبلوماسية السيئة أو المتدهورة • احتمال نشوء صراع بسبب معاهدة أو التزام 	
---	--

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على (Gaillard, 2020, pp. 90-102) و (عباس، 2022، صفحة 205)

ثانيا/ المخاطر الاجتماعية الثقافية

تتطوي هذه المخاطر على عواقب تجارية ومالية، لتحول جذري في القيم الثقافية أو الأيديولوجية أو الدينية للبلد، تشير المخاطر الاجتماعية الثقافية إلى موقف أو حدث يؤدي فيه سوء الفهم الثقافي والاجتماعي إلى وضع بعض الأعمال التجارية والاستثمارية التي تكون عبر الحدود عرضة للمخاطر، (Cavusgil, S. et al, 2011, p. 11) تحدث المخاطر الاجتماعية الثقافية عبر الحدود، كنتيجة للاختلافات في اللغة وأنماط الحياة والعقليات والعادات و / أو الدين، تميل القيم الفريدة لثقافة ما إلى أن تكون طويلة الأمد وتنتقل من جيل إلى آخر، تؤثر هذه القيم على عقلية وأسلوب عمل الموظفين وأنماط التسوق لدى المشتريين، تختلف خصائص المتعاملين والعملاء الأجانب بشكل كبير عن خصائص نظرائهم في السوق المحلية، مثل هذه التحديات تعيق الاتصال الفعال وتسبب سوء الفهم، يؤدي سوء التواصل بسبب هذه الاختلافات إلى ظهور استراتيجيات عمل غير مناسبة وعلاقات غير فعالة تضر باستثمار الطرف الأجنبي في البلد المضيف، وعلى أهداف استثماره من حيث النطاق والجودة والتكلفة والوقت، يمكن تحديد هذه المخاطر وفقاً لاستعداد المستثمر أو القائم بالأعمال لقبول المسؤولية أو القبول الثقافي والاجتماعي لتحمل هذا النوع من المخاطر في البلد المختار كوجهة لاستثمار، يمكن تصنيف هذا النوع من المخاطر حسب المدى الذي يمكن أن يلحق به الضرر؛ بالسمعة، الربحية، أو الآفاق المهنية للمستثمر.

كما تنقسم مكونات هذه المخاطر إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية، يوضحها الجدول التالي:

جدول (5.1): مكونات المخاطر الاجتماعية والثقافية

عوامل خارجية	عوامل داخلية
<p>1. روابط التقارب الإقليمية مع الدول المجاورة</p> <p>من حيث:</p> <ul style="list-style-type: none"> • الدين • اللغة 	<ul style="list-style-type: none"> • مدى التجانس السكاني • الطوائف الدينية؛ تعدد الديانات والمذاهب • التعدد اللغوي (اللغة السائدة، اللغات واللهجات) • الفروقات والاختلافات الطبقية.

<ul style="list-style-type: none"> • التاريخ • جوانب اجتماعية بما فيها العادات والتقاليد • 6. الاختلافات المسببة للعداء مع الدول المجاورة من حيث: • الدين • اللغة • العرق • الاقتصاد • التاريخ 	<ol style="list-style-type: none"> 1. التماسك واللحمة بين أفراد المجتمع أو الانقسام الاجتماعي والثقافي داخل البلد. 2. أخلاقيات العمل، الثقة بين الناس، الولاء والانتماء للشركة 3. البطالة، حجمها وسلوكها. 4. توجهات السياسية لسكان والاهتمام بالأنشطة السياسية 5. تكرار الإضرابات، الاضطرابات، والاحتجاجات ضد الحكومة بسبب الظروف المعيشية الاقتصادية والاجتماعية
--	--

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: (عباس، 2022، الصفحات 206-207)

ثالثاً/ المخاطر الاقتصادية والمالية

تشير هذه المخاطر عادةً إلى سمات الاقتصاد التي تزيد من قابلية التأثر بصدمة خارجية، أو إلى الأسس الهيكلية والسياسات التي يمكن أن تدفع إلى حدوث أزمات المدفوعات الداخلية، تكون البلدان التي تعاني من اختلالات في المدخرات والمدفوعات الخارجية أكثر البلدان عرضة للصدمات الخارجية، يتعلق الأمر في هذا التصنيف للمخاطر باختلالات الاقتصاد الكلي وعواقبها على رفاه الوكلاء الاقتصاديين المحليين والأجانب، الناجمة عن انزلاقات في السياسات الحكومية أو عن العدوى الإقليمية والعالمية، ومن بين متغيراته العديدة فرط النشاط والتضخم، العجز المزدوج في الميزانية وميزان المدفوعات، الركود، ضعف الإنتاجية، ارتفاع تكاليف العمالة، وارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، كما تتضمن هذه المجموعة من المخاطر كذلك مخاطر الاقتصاد الجزئي التي يتم من خلالها فحص جانب العرض والطلب، ترتبط مخاطر جانب العرض، بعوامل الإنتاج الأساسية الثلاثة: العمالة ورأس المال والأرض، أما مخاطر جانب الطلب تكون مدفوعة بالتحول في التفضيلات والتغيرات في أذواق المستهلكين وذهنيات المتعاملين الاقتصاديين التي تحركها الموضة الدولية والتطور التكنولوجي، قد يتعرض الطلب على السلع والخدمات التي يوفرها المستثمر أو الشركات الاستثمارية الأجنبية للخطر بسبب المقاطعة والدعاية المغرضة، تعتبر هذه المخاطر وتقلبات الاقتصاد الكلي فضلاً عن مخاطر السيادة والتحويل مجموعة فرعية من مخاطر البلد.

مكونات المخاطر الاقتصادية والمالية بدورها تنقسم إلى عوامل داخلية خاصة بالبلد وأخرى خارجية، يعرضها الجدول الآتي:

جدول (6.1): مكونات المخاطر الاقتصادية والمالية

عوامل خارجية	عوامل داخلية
<p>1. وضعية ميزان المدفوعات (السالب/موجب)</p> <p>2. التجارة الدولية</p> <ul style="list-style-type: none"> • مساهمتها في الناتج الوطني الإجمالي • استقرار الإيرادات التجارية • تنوع الصادرات • مرونة الطلب على الصادرات والواردات <p>3. رأس مال الدولي للبلد</p> <ul style="list-style-type: none"> • العملة الوطنية (قوة أو ضعف عملة البلد)، استقرار أسعار الصرف، أسواق الصرافة جودتها ومدى السيطرة عليها. 	<p>1. النمو الاقتصادي، سياسات الاستثمار والادخار المنتهجة</p> <p>2. التنوع الاقتصادي</p> <p>3. معدل التضخم مستوياته واتجاهاته</p> <p>4. السياسات المالية ومساءل المالية العامة</p> <ul style="list-style-type: none"> • الضرائب والإنفاق الحكومي • الدين العام • العجز في الموازنة <p>5. السياسة النقدية المتبعة</p> <ul style="list-style-type: none"> • معدلات الفائدة <p>6. حالات السوق</p> <p>تقلبات أسعار السلع والخدمات (العرض والطلب)</p> <p>متانة الأسواق المالية والمحلية، وحجم الاستثمارات الممولة محليا</p>

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: (عباس، 2022، الصفحات 207-208)

المبحث الثاني: تقييم مخاطر البلد، وظيفته، أساليبه وتقنياته

في هذا العالم المعولم حيث تعبر الشركات باستمرار الحدود وتنتشر الاستثمارات في جميع أنحاء العالم، أصبح فهم المخاطر؛ تقييمها، تحليلها، وإدارتها، جزءًا من الأعمال اليومية، حيث يسمح تقييم مخاطر البلد بتحديد فرص جديدة وتقليل التهديدات التي تعترض عمليات التداول دوليا، غير أن تقييم مخاطر البلد في الظروف الاقتصادية الراهنة التي تمر بها الدول ليس بالمهمة السهلة، وقد عرف تقييم مخاطر البلد تطورا مر بمراحل.

المطلب الأول: تقييم مخاطر البلد

يتضمن تقييم مخاطر البلد وصفاً تفصيلياً وتحليلياً لما تواجهه البلدان، وللنظام البيئي للأعمال والاستثمار السائد بها، والعمل على تحديد الاختلالات التي تزيد من خطر حدوث نقص في العائد المتوقع للاستثمار فيها، وفق مناهج وأساليب وذلك باستخدام مؤشرات مخاطر مختلفة، عادة ما يتم تمثيل مخاطر البلد لدولة واحدة

بمؤشر واحد، مما يوضح درجة المخاطرة الإجمالية للاستثمار في هذا البلد أو إقراضه، هناك نوعان من المؤشرات المستخدمة لتمثيل درجة مخاطر البلد؛ منفصلة ومستمرة، بالنسبة للنوع المنفصل يتم تحديد العديد من مستويات المخاطر مسبقاً وكل بلد في مستوى واحد، قد يختلف عدد مستويات المخاطر لتتدرج ضمن مستويين؛ مرتفع أو منخفض، على سلم ترتيبي من 1 إلى 20، أما بالنسبة للنوع المستمر يتم استخدام رقم بين 0 و 1 للإشارة إلى حجم المخاطرة التي يتعرض لها القرض أو الاستثمار في بلد ما.

وقبل التفصيل في مناهج وأساليب التقييم، بدايةً نستعرض نشأة وتعريف تقييم مخاطر البلد.

أولاً/ نشأة تقييم مخاطر البلد

بدأ تقييم وتحليل مخاطر البلد برسم موازٍ للمخاطر التي ينطوي عليها إبرام عقد مالي مع شركة خاصة، وهو أمر مألوف في الأدبيات المالية، على وجه الخصوص في بادئ الأمر كان التركيز على مخاطر الائتمان، (Efferink, Kool, & Veen, 2003, p. 25)، وحتى وقت قريب كانت الموافقة على تقديم القرض البسيط من طرف البنوك وغيرها يقتصر على معرفة المركز المالي للمقترض، أما القرض التجاري الكبير يستوجب من المقترض (حكومة كانت، أو بكفالة منها) أن يرفق الطلب للجهة الدائنة ببيان إضافي، يتضمن معلومات حول؛ الناتج القومي الإجمالي، ميزان المدفوعات، الصادرات والواردات الرئيسية، الشركاء التجاريون الرئيسيون، عدد السكان، نوع الحكومية (ديمقراطية، أوتوقراطية)..... إلخ، وفي مرحلة لاحقة أصبح يطلب من المقترض إرفاق دراسة اقتصادية عن المشروع الذي طلب من أجله القرض، ليعقبه إضافة بند جديد في البيان يتمحور حول مخاطر البلد. (عباس، 2022، صفحة 219) بهذا تعود ممارسة تقييم وتحليل مخاطر البلد إلى أصول الإقراض عبر الحدود، حيث كان تحليل المخاطر المتعلقة بالإقراض الخارجي فناً أكثر من كونه علماً، ولا يزال كذلك إلى حد ما حتى يومنا هذا، في تلك الفترة تم تحديد معايير الإقراض من قبل البيوت المالية الفردية والمصرفيين التجاريين كمحللين مبتدئين لمخاطر البلد، استمرت هذه الممارسة حتى أواخر القرن العشرين عندما دفعت موجة أخرى من الإقراض الدولي بعد صدمة النفط في أوائل السبعينيات إلى إنشاء أقسام جديدة للمخاطر الدولية داخل البنوك والشركات متعددة الجنسيات، (Solberg, 2002, p. 10) ومن ثم، فقد تم استخدام متغيرات مثل السيولة والملاءة المالية كمحاولة أولى للتعامل مع تحليل مخاطر البلد، ركزت هذه التقييمات والتحليلات على قدرة المدين على الوفاء بديونه، لذلك توصف هذه النظريات بنظريات القدرة على الدفع. وقد مكن تطوير نظرية العقود المالية من تقييم وتحليل مخاطر البلد في سياق مشاكل المخاطر الأخلاقية والاختيارات السلبية، ما نتج عنه التركيز على السلوك الاستراتيجي، وتكاليف وفوائد التخلف عن السداد للمدين، بعبارة أخرى، يمكن القول أن الاستعداد للدفع أمر مهم على عكس القدرة على الدفع. (Efferink, Kool, & Veen, 2003, p. 25)، وقد شكل هذا المنعطف محاولة أولى لتقييم مدى قدرة البلد على خدمة ديونه، ومن الأخطاء الشائعة التي عرفتھا التقييمات الأولية لمخاطر البلد حينها، التقييم المنفصل للمخاطر السياسية، والمخاطر الاقتصادية، والمخاطر الاستثنائية الظرفية؛ ففي هذا الشأن وبما أن مخاطر البلد تنشأ وتتشكل من خلال تفاعل وتطور

العوامل السياسية والاقتصادية، اقترح بعض المحللين لمخاطر الاستثمار والاقراض البحث في إيجاد نموذجا أو مدخلا شموليا لتقييم مخاطر البلد، ما يجعل من عملية تقييم درجة المخاطرة في البلد أكثر دقة، ويعمل على توحيد طرق ومعايير التقييم في كافة الدول. (عباس، 2022، صفحة 219)

ثانيا/ تعريف تقييم مخاطر البلد

إن تقييم وتصنيف مخاطر البلد في جوهره هو تحديد وتقييم التغييرات المحتملة في بيئة الأعمال التي عادة ما تكون غير متوقعة من قبل الشركة المستثمرة، يتعلق تقييم مخاطر البلد بشكل أساسي بقدرة البلد على تحويل العملة للمدفوعات الأجنبية، وسداد التزاماته، كما يشمل التقييم أيضا النظر في مخاطر الإجراءات التي تتخذها السلطات العامة وتأثيرها على المشاريع الاستثمارية فضلا عن تقييمها، يتم تحديد هذه القدرة من خلال عدد من الظروف المختلفة التي يمكن تصنيفها كعوامل سياسية واقتصادية ومالية، وينطوي تقييم مخاطر البلد على وزن هذه العوامل وتقييمها، بالاعتماد على جمع وتحليل البيانات النوعية والكمية من مجال السوق السياسي والاقتصادي والمالي، (ekn.se, 2022) ويعتبر تقييم مخاطر البلد مؤشرا لاستقرار السياسي والاجتماعي، إضافة إلى الوضع الاقتصادي والمالي مصحوبا بتوقعات الأداء ومستقبل البلد أو المؤسسة محل التقييم.

يعد حصول الدول على تقييم جيد وبدرجة استثمارية مرتفعة من الوكالات العالمية والمتخصصة من العوامل المهمة التي ترفع مستوى الثقة في مجمل بيئتها الاستثمارية، مما يؤهلها للحصول على التمويل اللازم لمشاريعها التنموية من المصادر الدولية بتكلفة تنافسية، كما يمكنها من استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة. (برباش ع.، 2016، صفحة 91)

المطلب الثاني: وظيفة تقييم مخاطر البلد

ما فتئت ممارسة تقييم مخاطر البلد تتطور لتصبح أداة لا غنى عنها، ولتقدير هذا المفهوم بشكل أفضل، سنقدم أولا الجهات الفاعلة في وظيفة التقييم، ثانيا أدوات التقييم.

أولا/ الجهات الفاعلة في عملية تقييم مخاطر البلد

تعتمد رهانات التقييم وأهدافه وأساليبه بشكل أكبر على من يقوم بهذه الوظيفة، هذا ما مكن من تصنيف أنواع التقييمات والأدوات وفقا للجهات الفاعلة نفسها، وتحدد هذه الأنواع في؛ التقييم الذاتي، التقييم من قبل المستفيدين، التقييم المشترك، والتقييم من قبل مقيم خارجي. (Mouhoubi, 2007, pp. 7-8)

1. التقييم الذاتي: أي تقييم الجهات الفاعلة بنفسها للعمل، إذ يجريه فريق العمل على أنشطته الخاصة، ويعتبر عامل مهم جدا من المكاسب، غير أنه يبقى العثر على الأساليب التي تسمح للشخص أن يكون قاضيا وطرفا على حد سواء قائما كل حسب طبيعة الأعمال القائم بها.

2. **التقييم من قبل المستفيدين:** الإجراء يتسم بالأهمية والدقة، يمكن إجراؤه إما في بداية /أو بعد الحدث /أو العمل، يمكن لهذا الإجراء أن يبرز نقاطاً إيجابية أو سلبية لم يفكر بها المقيّمون الخارجيون، على الرغم من ذلك يمكن لعملية التقييم هذه أن تخرج عن السيطرة بكل سهولة، بالتالي تكشف عن التوترات وتضارب المصالح.
3. **التقييم المشترك:** يتم تنفيذه من قبل فريق مكون من عناصر خارجية وجمهور المواطنين بما فيهم المستفيدين من العملية، إذ لا يمكن إجراء التقييمات المشتركة إلا من قبل متخصصين في هذا المجال، تعد ممارسة هذا النوع من التقييم صعبة للغاية، حتى لو كان فعل المشاركة موجوداً، حيث أن التوترات الاجتماعية والسياسية والمصالح غير المتجانسة غالباً ما يجعل تنفيذها صعباً للغاية.
4. **التقييم من قبل مقيم خارجي:** يتم من قبل أطراف خارجية، هذا النوع من التدخل يسمح بإلقاء نظرة جديدة على مواقف معينة، غير أن تحديد المواصفات الخاصة بالتقييم والاختصاصات الدقيقة للتقييم مهمان للغاية من أجل تجنب الانزلاق.

ثانياً/ أدوات التقييم

يمكن التمييز بين نوعين من الأدوات؛ الأدوات المصنفة حسب موقعها زمنياً، والأدوات المصنفة فيما يتعلق بالشئ المراد تقييمه. (Mouhoubi, 2007, pp. 8-9)

1. **الأدوات المصنفة حسب موقعها زمنياً:** تم تطوير العديد من الأدوات لإجراء التقييمات، لهذا سوف نحدد ثلاث مجموعات من الأدوات: الأدوات المستخدمة قبل الحدث (استباقية)؛ تلك المستخدمة أثناء الحدث (المراقبة والتقييم)؛ وتلك المؤهلة على أنها لاحقة بعد الحدث، إن الجمع بين هذه الأنواع من الأدوات معقد ولكنه ضروري لأنه يشكل أساس إجراء التقييم، تتمثل هذه الأدوات في:
 - 1.1 **أدوات استباقية:** هي أدوات مساعدة لاتخاذ القرار، يمكن أن نجد من بينها:
 - أدوات التحليل: تحدد كلا من الوضع الأولي، الاحتياجات، والقيود، لكنها تسمح أيضاً بوضع حكم على مختلف التدخلات الممكن إجراؤها أثناء التقييم، بعض هذه الأدوات بسيطة تعتمد على بيانات مبسطة عن الوضع، تؤدي إلى اقتراح واحد للتدخل استناداً على تبرير قصير الأجل.
 - الأدوات المستحدثة عن طريق النمذجة يعتمد عليها في محاولة للتنبؤ بتطور بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي في سياق التنمية، وذلك باستخدام النماذج الرياضية.
 - 2.1 **أدوات المراقبة والتقييم:** هي بطريقة ما نظام لإدارة التدخلات. تتكون أدوات المراقبة والتقييم من سلسلة من الإجراءات لمقارنة الديناميكيات المتوقعة للحدث (الفعل) أو آثاره، حيث أن الهدف الرئيسي هو تحديد حالات التأخير والتأخر إن وجدت، تعمل على دمج التقييم الأولي، مسار الحدث، وتطور الحالات في وقت مبكر، فهي تهدف إلى المساعدة في اتخاذ القرارات أثناء الممارسة ومتابعة تطور هذا الأخير عملاً على تحقيق الأهداف المحددة.

3.1 أدوات لاحقة: هي الأدوات التي تحدد أخطاء الماضي حتى لا تكرر في المستقبل، وهي أدوات تسعى إلى المقارنة بين الوضع الأولي، الأهداف، والوضع النهائي، بحيث تكون أدوات لرصد تحقيق الأهداف.

2. الأدوات المصنفة فيما يتعلق بالحدث أو الفعل المراد تقييمه: يعتمد اختيار أدوات التقييم كثيرًا على نوع الحدث أو الفعل المراد تقييمه وتحليله، هناك فرق بين الأحداث المفاجئة، وأحداث إعادة التأهيل الطارئة والأحداث التتموية، إذ ينبغي أن يكون التأثير فورياً للحدث والفعل الطارئ، في حين لا يمكن تقييم الديناميكيات الاجتماعية والاقتصادية إلا على المدى المتوسط، مع العلم أنه لا توجد طرق وحيدة وموحدة لتقييم الأنواع المختلفة من الأحداث الطارئة والمفاجئة، كما تختلف أدوات تقييم الأثر والتأثير للمسائل القطاعية وبرامجها عن تلك المسائل المرتبطة بديناميكيات الأزمات.

كل هذه النقاط يتوجب أخذها بعين الاعتبار وتحليلها بشكل صحيح قبل اتخاذ القرار، كما سيتعين بعدها التحقق من صحة الفرضيات الموضوعة في كل حالة من الحالات، والتحقق البعدي لكل حالة من الحالات أثناء تحليل الأثر.

المطلب الثالث: تقنيات تقييم مخاطر البلد وبناء نموذج التقييم.

كما أشرنا له سابقاً بأن مخاطر البلد ليس لها مفهوم موحد، فهي لا تتجسد بنفس الطريقة لجميع المتعاملين الاقتصاديين، حيث أن مختلف الجهات الفاعلة المعنية والمشاركة في معالجة المخاطر لديها جميعاً تصور محدد عنها، تتباين مخاوفهم، ومساحة المخاطر، كما أن التقنيات والمقاييس التمثيلية التي يعتمدونها ليست نفسها، إذ تعكس تقنيات تقييم وتحليل مخاطر البلد النطاق اللامحدود والطبيعة غير المتجانسة لمصادر هذه المخاطر، حيث هناك مجموعة واسعة من أساليب وطرق تقييم مخاطر البلد مع مستويات مختلفة من الشكليات، لكل منها نقاط قوة وضعف، يمكن تصنيف هذه التقنيات ضمن فئتين عامتين؛ نوعية وكمية، تكون التقنيات النوعية مقارنة أو تحليلية، بينما تعتمد التقنيات الكمية على القياس.

أولاً/ التقنيات الكيفية

التقييم وفق التقنيات الكيفية (النوعية) يشير إلى تقييم الأساسيات؛ الاقتصادية، المالية، الاجتماعية، والسياسية، التي يمكن أن تؤثر على آفاق عائد الاستثمار في بلد أجنبي، كما يهدف إلى معالجة هياكل عملية التنمية في بلد ما لإلقاء الضوء على مواطن القوة والضعف الكامنة وراءها، تميل التقنيات الكيفية أكثر نحو الجوانب الذاتية للقياس بدلاً من التركيز على مجموعة من النسب أو المؤشرات التي يفترض أن تختزل الحالة المعقدة في رقم واحد، إذ لا يوفر هذا للمستثمرين رقماً للمخاطر، ولكن يمكنه إعطاء فكرة واضحة عن بيئة المخاطر في بلد ما، ومن هذه التقنيات نجد: -

1. تقنيات المقارنة

1.1 نظام التصنيف (Rating System): هو الشكل الأكثر شهرة لتحليل مخاطر البلد، ينطوي هذا النظام على بناء شبكة تحليلية تستند إلى مجموعة من المعلمات ذات الصلة التي تستخدم لمقارنة البلدان المدرجة في التحليل، يمكن تنظيم نهج التصنيف بشكل عام على ثلاث مراحل. يتم اختيار المعلمات التحليلية كمعايير للتقدير ويتم إعطاء وزن لكل منها كمرحلة أولى، ثم يتم منح كل دولة درجة لكل معيار، وأخيراً يتم ضرب الدرجات الخاصة بكل معلمة بالوزن المقابل، ثم يتم تجميعها لإعطاء نتيجة عامة، مما يجعل مقارنة جميع البلدان على نفس المقياس ممكنة، تعتمد دقة التصنيف وقيمه كمؤشر لمخاطر البلد على دقة التحليل وكذلك على أهمية معايير الحكم والأوزان المخصصة لكل منها. (Clark, 2018, pp. 21-22)

2.1 الأسلوب المتعدد المعايير (Multi-Criteria Method): يستخدم هذا الأسلوب كأداة لدعم متخذي القرار أو الخبراء أو المحللين في تقييمهم الحكمي، يعالج المعايير المختلفة التي ينظر فيها صانع القرار بشكل منفصل، وذلك اعترافاً منه بالطبيعة غير المتجانسة وغير القابلة للقياس لهذه المعايير، كما يسمح للمستثمر بدمج تفضيله الشخصي في عملية الاختيار، إذ يعمل هذا الأسلوب كمبدأ توجيهي تحليلي لتنظيم القرار النهائي وتسهيله، غير أن هذا القرار يبقى ذاتي، وترتكز هذه الطريقة على قرار محدد، على سبيل المثال مكان تحديد موقع الاستثمار، عادةً ما تستخدم هذه الأساليب كعملية متدرجة يتم فيها إدخال الانحرافات عن الهدف الأولي في المشكلة مع مراعاة الأهمية النسبية لكل معيار. (Khoury, Martel, & Yourougou, 1994, p. 20)

2. التقنيات التحليلية (Analytical Techniques): على عكس طريقة التصنيف، تركز الأساليب التحليلية في كل مرة على دولة واحدة، ومن التقنيات التحليلية نجد؛ أسلوب التقرير الخاص، الأسلوب الاحتمالي، الأسلوب الاجتماعي القائم على التجزئة الديناميكية، وأسلوب أنظمة الخبرة.

1.2 منهج التقرير الخاص (Special Report Approach): يركز هذا الأسلوب على بلد معين، يشترك في إعداده خبير أو عدة خبراء يقومون بتحديد وتحليل المتغيرات الرئيسية التي من المفترض أن تصف الخصائص الرئيسية لهذا البلد، يقدم تحليلهم في شكل تقرير خاص، يتضمن هذا التقرير النموذجي تحليلاً للتوقعات السياسية والاجتماعية والاقتصادية الخاصة بالبلد المعني، يلخص نقاط القوة والضعف العامة للبلد، مثل البيئة السياسية للبلد، واللوائح المتعلقة بالاستثمار الأجنبي، إلخ. (Clark, 2018, p. 24)

2.2 المنهج الاحتمالي (Probabilistic Approach): يستخدم هذا الأسلوب منهجية شجرة القرار لحساب النتائج البديلة، في هذه العملية يتم تعيين احتمال معين لحدوث كل نتيجة على حدة، يمكن تطبيق هذه المنهجية على المواقف الأكثر تعقيداً من خلال عدة خطوات والعديد من النتائج المحتملة، غير أن الصعوبة في هذا الأسلوب تكمن في حساب الاحتمالات المختلفة وتقدير تأثير المقاييس المختلفة على نتيجة الاستثمار. (Clark, 2018, p. 25)

3.2 المنهج السوسيولوجي (Sociological Approach): يسعى المنهج السوسيولوجي لتحليل مخاطر البلد إلى تحديد مجموعة من المتغيرات، التي يمكن أن تكون خاصة بكل بلد كوسيلة لفهم "درجة استقرار" البلد،

يمكن أن تتراوح المتغيرات من هيمنة الدولة والإرهاب السياسي إلى مفاهيم باطنية مثل التقاليد الديمقراطية والقدرة على العيش في سلام، ويتطلب كل بلد مجموعة محددة من المتغيرات ومنهجية متميزة، ميزة هذا الأسلوب طبيعته المصممة خصيصا التي تجعل إضفاء الطابع الفردي على التحليل ممكنا، وتتمثل العيوب في أنه يفتقر إلى الدقة العلمية ويصعب تطبيقه في سياق مقارنة. (Clark, 2018, p. 25)

4.2 نهج الأنظمة الخبيرة (Expert Systems Approach): يتطلب هذا الأسلوب قاعدة بيانات ونموذجاً للاستدلال، يجب أن تتضمن قاعدة البيانات معلومات كمية؛ مثل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، السكان، التضخم، البطالة، وما إلى ذلك، فضلا عن معلومات رمزية، مثل تعريفات الإدارة وقواعدها لوصف المؤسسات الدولية (كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي)، والمؤسسات الوطنية (مثل كالحكومة، البنك المركزي، المؤسسة العسكرية)، والوكلاء الخاصين (كالشركات متعددة الجنسيات والشركات المحلية)، كما يستخدم نموذج الاستدلال سلاسل السببية مثل الحدث x يؤثر على y ، الذي يؤثر بدوره على z . (Clark, 2018, p. 25)

ثانيا/ التقنيات الكمية

على عكس التقنيات الكيفية تعتبر التقنيات الكمية أكثر موضوعية لتقدير مخاطر البلد، يبدأ تحليل الاقتصاد القياسي من افتراض أن البيانات التاريخية عن المتغيرات مثل: معدلات النمو، نسب الديون، رصيد الحساب الجاري، وغيرها من المعايير، يمكن استخدامها لتوفير معلومات حول المستقبل، وعلى الرغم من أوجه القصور في التنبؤ بالاقتصاد القياسي المعروفة، فإن التحليل الاقتصادي القياسي يمكن أن يكون مكملًا قويًا للتقنيات الكيفية المقارنة والتحليلية، ومن أكثر التقنيات الكمية شيوعًا؛ التحليل التمييزي، نماذج logit وprobit، ونماذج الانحدار.

1. التحليل التمييزي (Discriminant Analysis): التحليل التمييزي هو تقنية إحصائية تمكن من تصنيف الملاحظة في واحدة من عدة مجموعات محددة مسبقًا، تُستخدم هذه الطريقة لتصنيف البلدان إلى بلدان إعادة جدول الديون وعدم إعادة جدولتها، عن طريق اختيار المتغيرات المناسبة، تتضمن هذه التقنية بشكل أساسي ثلاث خطوات: (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 117)

- إنشاء تصنيفات متبادلة لمجموعة حصرية، تتميز كل مجموعة بتوزيع احتمالي للخصائص.
- جمع البيانات لكل المجموعات.
- اشتقاق مجموعات خطية من الخصائص التي تميز بشكل أفضل بين المجموعات، تعني كلمة "الأفضل" بهذا المعنى أن التمييز يقلل من احتمالية سوء التصنيف.

2. نماذج لوجيت، بروبيت، وتوبيت: تتيح نماذج Logit، Probit، وتوبيت Tobit نمذجة المتغيرات ثنائية، أي المتغيرات التي تأخذ قيمة 1 أو 0، ويتم تكييف هذه الأنواع من النماذج مع العديد من أنواع المخاطر السياسية، والتي غالبًا ما يكون لها إما / أو نتائج، على سبيل المثال: إما أن يتخلف البلد عن السداد أو لا، إما أن تقوم

الدولة بمصادرة أملاكها أو لا، أما الدراسات التي تستخدم نموذج Logit و Probit تهتم بشكل أساسي بالتنبؤ بتوقيت إعادة جدولة ديون الدولة، ومع ذلك فإن استخدام نموذج Tobit يمكن أن يساعد في شرح كمية وتوقيت إعادة جدولة هذه الديون. (Nath, 2008, pp. 11-13)

3. تحليل الانحدار: تمثل نماذج الانحدار الإجراء البديل للنماذج التمييزية logit/probit، في بناء نموذج نظري مصمم لتفسير ظاهرة معنية، معظم نماذج المخاطر التي تقود التحليل الاقتصادي والمالي خطية في هيكلها، وبالتالي تم تصميم معظم الاختبارات للكشف عن البنية الخطية في البيانات، نماذج المخاطر هي أيضا معلمية من حيث أنها تحدد توزيعا معينا للمتغيرات ذات الصلة، التقنيات نماذج الانحدار كثيرة ومتنوعة، على سبيل المثال لا الحصر تشمل؛ الانحدارات المباشرة باستخدام المربعات الصغرى (OLS)، طريقة الأرجحية العظمى (likelihood maximum) أو طريقة العزوم المعممة (GMM)، بالإضافة إلى دراسة الحدث (Event Study)، التكامل المشترك، ونماذج تصحيح الخطأ (ECM)، مع هذا فإن العديد من جوانب السلوك الاقتصادي والمالي غير خطية، وفي كثير من الحالات يكون الشكل المعلمي للمتغيرات غير معروف، بالنسبة للمتغيرات مثل هذه يعد التقدير اللامعلمي مجالا متماميا للاقتصاد القياسي، ومن النماذج المعلمية المتمامية في الاقتصاد القياسي التي تلتقط الجوانب اللاخطية في الظواهر الاقتصادية؛ عائلة نماذج ARCH/GARCH، التحليل الكسري، نماذج تبديل ماركوف، الانحدار الذاتي للعتبة، وما إلى ذلك، غالبًا ما يواجه محلل مخاطر البلد علاقة وظيفية بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية دون الاستفادة من نموذج هيكلية لتقييد شكل العلاقة، يمكن استخدام تقنيات التقدير اللامعلمية لحل هذه المشكلة. (Clark, 2018, pp. 27-28)

4. تحليل المكون الرئيسي (Principal Component Analysis): يستخدم تحليل المكون الرئيسي مصفوفة التباين التاريخي / التباين المشترك لمجموعة بيانات لاستخراج مجموعة من المؤشرات التي تفسر تباين البيانات على أفضل وجه، ثم يتم استخدام المؤشرات التي تم بناؤها على هذا النحو في الانحدار لشرح المتغير التابع، يتم تحديد المؤشرات في عملية متسلسلة خطوة بخطوة، يتم إنشاء أول مؤشر بواسطة المنهجية، التي تسمى المكون الرئيسي الأول، يشرح بشكل أفضل تباين البيانات الأصلية، تستمر المنهجية في استخراج المؤشر الثاني، مقيدا بأن يكون غير مرتبط (متعامد) بالمؤشر الأول، والذي يشرح بشكل أفضل تباين البيانات الأصلية غير المفسرة بواسطة المكون الأساسي الأول، هذا المؤشر يسمى المكون الرئيسي الثاني، تستمر المنهجية بشكل تسلسلي لتشكيل مؤشرات إضافية، مقيدة لتكون غير مرتبطة (متعامد) مع كل من المؤشرات المستخرجة سابقًا، مما يضمن أن كل مؤشر تم تكوينه يشرح قدر الإمكان التباين في البيانات التي لم يتم تفسيرها بواسطة المؤشرات السابقة، وعلى الرغم من أن العملية يمكن أن تستمر إلى أن يساوي عدد المؤشرات عدد المتغيرات في مجموعة البيانات لإعادة إنتاج مصفوفة التباين التاريخي والتباين المشترك بالضبط، إلى الحد الذي لا يكون فيه أي هيكل حقيقي يستند إليه للبيانات، ينبغي تفسير معظم مصفوفة الارتباط بالمكونات

الرئيسية القليلة الأولى، ويتمثل العيب في تحليل المكونات الرئيسية في أن المكونات المهملة في عملية الاختيار لالتقاط تباين المتغيرات التفسيرية يمكن أن تكون مع ذلك مهمة في تفسير المتغير التابع في انحدار الخطوة الثانية. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, pp. 124-125)

5. محاكاة (Monte Carlo): محاكاة مونت كارلو هي تقنية معروفة تستخدم في العديد من التطبيقات الاقتصادية والمالية، في الأساس هي إجراء أخذ عينات، يستخدم جدول لأرقام عشوائية لتوليد التوزيعات الاحتمالية وتقديرات المخاطر، تتضمن العملية ثلاث خطوات،

- يجب تحديد المتغيرات ذات الصلة وترابطها عبر الزمن وإدراجها في نموذج شامل من المعادلات الآنية التي تصف تطور كل متغير بمرور الوقت.
- يجب تحديد احتمالات أخطاء التنبؤ.

تتضمن المحاكاة أخذ عينات تم إنشاؤها بواسطة الكمبيوتر من توزيع أخطاء التنبؤ لحساب التدفقات النقدية الناتجة لكل فترة، بعد عدد كبير من عمليات المحاكاة، يتم الحصول على تقديرات دقيقة للتوزيعات الاحتمالية للتدفقات النقدية للمشروع، يتمثل دور محلل المخاطر السياسية من خلال استخدام هذه التقنية في تحديد المتغيرات ذات الصلة واحتمالات أخطاء التنبؤ، حيث يتم تقدير آثار المخاطر السياسية مباشرة من عمليات المحاكاة. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, pp. 121-122)

6. القيمة المعرضة للخطر (VaR): هي تقدير بدرجة معينة من الثقة للمقدار الذي يمكن أن يخسره المرء من محفظته خلال فترة زمنية معينة، تكمن جاذبية مفهوم القيمة المعرضة للخطر في حقيقة أنه يتسق مع نموذج متوسط التباين ويلخص في مقياس إحصائي واحد جميع خسائر المحفظة المحتملة خلال فترة زمنية قصيرة بسبب تحركات السوق "الطبيعية"، تحظى هذه التقنية بشعبية و باهتمام الإدارة العامة، أمناء خزينة الشركات والمؤسسات المالية والهيئات التنظيمية، كما تحتل مكانة بارزة في المناقشات الأكاديمية حول الائتمان والطرف المقابل من المخاطر. (Clark, 2018, pp. 29-30)

7. الشبكة العصبية الاصطناعية (ANN): هي نموذج حاسوبي يحاكي قدرة الدماغ على تصنيف الأنماط أو القيام بالتنبؤ بناءً على التجارب السابقة، لها هيكل هرمي من خلايا عصبونية أو وحدات معالجة المعلومات المنظمة، وهي بديل للتقدير اللامعلمي، تستمد الشبكات العصبية الاصطناعية دوافعها من الظواهر البيولوجية، يتم تطبيق الشبكات العصبية في العملية التعليمية، وأيضاً في تحليل مخاطر البلد، تجعل من الممكن تقريب الوظائف اللاخطية، تضم مجموعة واسعة من النماذج، والعديد من مستويات التعقيد في عدة طبقات، الطبقة الأولى هي طبقة الإدخال والأخيرة هي طبقة الإخراج، تتخللها طبقة أو أكثر من الطبقات المخفية الوسيطة التي تحول تدريجياً محفزات الإدخال الأصلية إلى مخرجات نهائية، يتم تدريب شبكات ANN متعددة الطبقات الموجهة، والمستخدمة بشكل عام لتحليل مخاطر البلد، من خلال عملية تكرارية تجعل المخرجات قريبة بدرجة

كافية من المستوى المرغوب أو المستهدف الذي حدده الباحث (على سبيل المثال، احتمال إعادة جدولة الديون من قبل بلد ما). (Nath, 2008, pp. 14-15) غير أن إحدى مشكلات الشبكة العصبية هي أنه لا توجد إجراءات مقبولة بشكل عام لاختيار بنية الشبكة، وأن معلمات الشبكة عادةً ما يتم الحصول عليها عن طريق تقليل مجموع الأخطاء التربيعية، كما أنه من الصعب أيضا إجراء اختبار المعنوية. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 127)

8. المنطق الضبابي (Fuzzy logic): هو شكل من أشكال المنطق المستخدم في بعض الأنظمة الخبيرة وتطبيقات الذكاء الاصطناعي الأخرى حيث يمكن أن يكون للمتغيرات درجات من الصدق أو الكذب ممثلة بمجموعة من القيم بين 1 (صح) و 0 (خطأ). باستخدام المنطق الضبابي، يمكن التعبير عن نتيجة العملية على أنها احتمالية وليست يقينية، على سبيل المثال، بالإضافة إلى كونها إما صحيحة أو خاطئة، قد يكون للنتيجة معانٍ مثل إمكانية أن تكون صحيحة، واحتمالية الصحة، وإمكانية أن تكون خاطئة، واحتمالية الخطأ. هناك عدد لا يحصى من المجالات في الهندسة الحديثة والعلوم العسكرية التي تتسم بالضبابية استخدمت المنطق الضبابي. (Pokorádi, 2002, pp. 63-64) وقد عرض (Bowles & Peldez, 1995, p. 203) طريقتين للتقييمات الحرجة القائمة على المنطق الضبابي، كما قدم (Xu, Tang, Xie, Ho, & Zhu, 2002, pp. 19-20) نهجًا مبنيًا على المنطق الضبابي لتحليل وضع الفشل والأثر.

ثالثا/ كيفية بناء النموذج

هناك أربع خطوات لبناء نموذج للتقييم:

- تحديد المؤشرات التي يجب استخدامها بناء على ما تم عرضه في تصنيفات ومكونات مخاطر البلد.
- تعيين عتبة لكل مؤشر يشير إلى مستويات المخاطر والتقيط بشكل متوافق.
- تعيين أوزان تعكس مستوى الأهمية المعطاة لكل مؤشر ومجموعات مؤشرات.
- إضافة النقاط الترجيحية لإعطاء درجة المخاطر الإجمالية التي تصنف البلدان وفقًا لمخاطر البلد. يمكن أن يكون هذا على أساس ترتيبى، حيث يتم تصنيف البلدان ببساطة بالنسبة لبعضها البعض، أو من حيث القيمة المطلقة، حيث تعكس درجات التصنيف مسافة الخطر. (Toksöz, 2014, p. 157)

غالبا ما يتم في تقييم وإدارة المخاطر البلد الجمع بين المناهج والتقنيات الكمية والنوعية، لنتقل من العموم إلى التنبؤ، لا سيما فيما يتعلق بالآثار السلبية على الأعمال التجارية والمالية، وقد صنفت دراسة استقصائية أجراها بنك التصدير والاستيراد الأمريكي في عام 1976 أن مختلف أساليب تقييم مخاطر البلد التي تستخدمها البنوك أساسا لا تخرج عن واحدة من بين الأربع أنواع التالية؛ الطريقة النوعية الكاملة، الطريقة النوعية المنظمة، طريقة القائمة المرجعية، الطرق الكمية الأخرى. (Nath, 2008, p. 6).

نعرض في الجدول الموالي أبرز الدراسات الأكاديمية المرجعية التي تناولت أهم أساليب بناء مؤشر تقييم

مخاطر البلد:

جدول (7.1): أساليب تقييم مخاطر البلد

أهم المراجع الأكاديمية	سلبيات الأسلوب	إيجابيات الأسلوب	مقاييس المخرجات	مقاييس المدخلات	أسلوب التقييم
Blank et al. (1982), Hake (1982), Miiller-Berghoff (1984) Backhaus et al. (1985), Backhaus and Meyer (1986)	التعسف في تقدير أوزان السمات للمعلومات النوعية	سهولة تطبيق التقنيات الكمية؛ سهولة الفهم والحساب والتفسير	متوسط مؤشر المخاطر أو متوسط درجة عامل المخاطر	مؤشر الفاصل الزمني لكل سمة من سمات المخاطر	نموذج تسجيل التنقيط
Backhaus and Meyer (1984) Miller (1992)	استهلاك الوقت، غير موضوعي، تحيز الخبراء، صعوبة تحديد الخبراء المؤهلين	يجمع بين معرفة الخبراء وممارساتهم قابل لعملية اتخاذ قرار جماعي	مؤشر المخاطر الذي تم الإجماع عليه	تصور حول المخاطر	فريق الخبراء
Jensen (1986), Saaty and Vargas (1994)	احتمال عدم الاتساق أو التحيز في تحديد فئات المعلومات	يجمع بين الحكم الإداري والحس. قابل لعملية اتخاذ القرار الجماعي	الأوزان النسبية لسمات المخاطر	التقييم الحكمي لكل سمة من سمات المخاطر	التسلسل الهرمي التحليلي
Karakaya and Stahl (1991), Punnett (1994)	تستغرق وقتا طويلا ومكلفة لتصميم المسح وجمع البيانات وتحليلها وتقييمها	مرنة لتصميم السيناريو؛ يجمع بين الانحدار أو التمييز	تقديرات الاحتمالات لقرار الدخول	نية الدخول المبكر/ المتأخر لسيناريوهات المخاطر المختلفة	الاستقصاء بالمحاكاة
Levy and Yoon (1993)	فقدان المعلومات الكاملة؛ ملخص	يقوم بتحليل للغوي. ينشر	تقدير نقطة الظرف الضبابي	تقييم فنوي لكل متغير من	نموذج تنقيط ضبابي منخفض

	فئة واحدة يحتمل أن يكون مقيدا؛ التفسير الذاتي للمغلف الضبابي الذي قد يختلف بين المستخدمين	رقما قياسيا سهل التفسير من مرحلة إلى أخرى	لمخاطر البلد	متغيرات المخاطر	
Levy and Yoon (1995)	يفسر المستخدم الظرف الغامض ذاتيا؛ قد يختلف التفسير بين المستخدمين	يقوم بتحليل لغوي. ينشر معلومات كاملة من مرحلة إلى أخرى	ظرف ضبابي لمخاطر البلد	تقييم فئوي لكل متغير من متغيرات المخاطر	نموذج تنقيط ضبابي كامل

المصدر: (Levy & Yoon, Report N° 11-1996, p. 42) (بتصرف)

إلى جانب الدراسات المعروضة في الجدول، نجد دراسة (Nath, 2008) التي سلط فيها الضوء على الأساليب الكمية الشائعة، وأدرج المؤشرات اللازمة لتحليل مخاطر البلد، ومن التقنيات الرئيسية التي ناقشها؛ التحليل التمييزي، تحليل المكونات الرئيسية، نموذج لوجيت، نموذج لوجيت المعمم، تحليل توبت، طريقة التصنيف والانحدار (CART)، الشبكة العصبية الاصطناعية (ANN)، والشبكة العصبية الهجينة (HNN)، كما قام كل من (Andrade & Teles, 2006) و (Basu, Deepthi, & Reddy, 2011) باستخدام نموذج تجريبي لتقييم مخاطر البلد في كل من البرازيل والهند على التوالي، الذي يعد امتدادا لنموذج مخاطر البلد Beta كما وصفه (Erb, Harvey, & Viskanta, 1996)

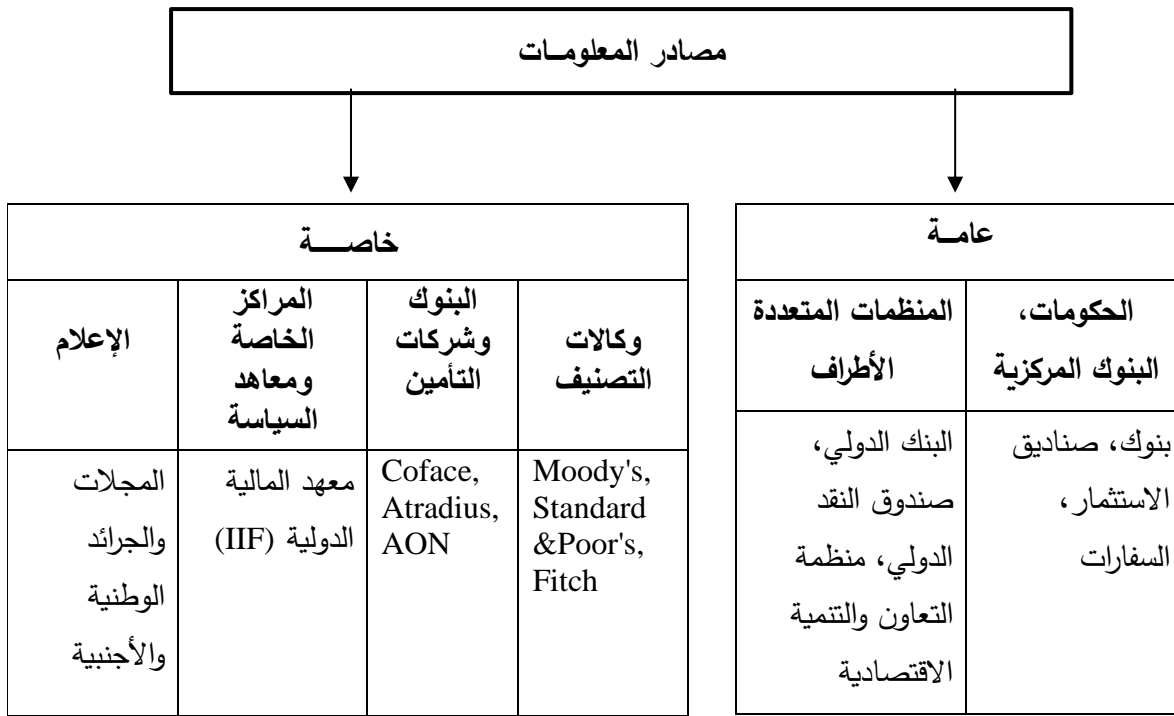
المبحث الثالث: هيئات ووكالات تقييم مخاطر البلد والتصنيف السيادي

تغطي المعلومات المتعلقة بمخاطر البلد العديد من مجالات المعرفة نظراً لتعدد العوامل التي تكمن في قلب المخاطر، إذ يشير التنقيط أو التصنيف الائتماني إلى تقييم مخاطر البلد التي تتحملها الوحدات الاقتصادية التي أبرمت عقوداً على المستوى الدولي، وبالنظر إلى عدد المتعاملين الاقتصاديين الذين تخدمهم هذه التصنيفات، ومستوى الأهمية التي تحتلها في نظرهم، إلى جانب عدد الكيانات التي تقترح تطوير تصنيفات الدول، فضلا عن عدد الأساليب التي يمكن من خلالها تقييم مخاطر البلد، فإن النتيجة هي تعدد المصادر المتعلقة بالتقييم الجانبي لملاح وبيانات البلدان، وتزويد الوكلاء بمجموعة متنوعة من تحليلات المخاطر، (Guessoum, 2004, p. 5) وتصنف مصادر معلومات مخاطر البلد على أنها عامة وخاصة، حيث تشمل المصادر العامة؛ الحكومات ووكالاتها الإحصائية، البنوك المركزية، المؤسسات المالية الدولية، والمنظمات المتعددة الأطراف، أما المصادر الخاصة فتشمل؛ البنوك التجارية والاستثمارية، شركات التأمين، وسائل الإعلام

بشكل عام، وخاصة الصحافة، علاوة على ذلك، فإن مختلف الجمعيات ومعاهد السياسات ومراكز البحوث، التي يمكن أن تكون عامة وخاصة، توفر أيضا معلومات مفيدة لدراسة مخاطر البلد.

يتضمن الشكل التالي ملخصًا لمصادر المعلومات الخاصة بتصنيفات مخاطر البلد، مع عرض بعض الأمثلة لكل نوع من أنواع هذه المصادر.

الشكل (2.1): مصادر معلومات مخاطر البلد



المصدر: (Svidersko, 2014, p. 18) (بتصرف)

يتم إنشاء مؤشرات مخاطر البلد المتاحة الموجهة للجمهور والمختصين، من قبل الجهات الخاصة وهي بعدد كبير، كما أن بعض المنظمات الدولية تستفيد من هذه المؤشرات لتوفير مؤشرات إجمالية، حيث يستخدم في مؤشرات مخاطر البلد مجموعة واسعة ومختلفة من العوامل السياسية والاجتماعية، العوامل الاقتصادية والبيئية، وغيرها من العوامل، غير أنه لا توجد منهجية متعارف عليها وموحدة عالميا لتقييم هذه المخاطر، أي أن التباين بين النتائج الصادرة عن المؤسسات المسؤولة عن التصنيف يرجع بشكل أساسي إلى ثلاثة عوامل: المعايير المستخدمة لترجمة المخاطر المختلفة، والمنهجية المستخدمة في تقييمها، والتصنيفات المخصصة لتقديرها، كما تعد المقارنة بين المنهجيات أمرا صعبا بسبب الغموض النسبي الذي يكتسبها، فمعظم مؤشرات مخاطر البلد منتجات تجارية، وغالبية الشركات التي تقوم بتقييمات للمخاطر لا تجعل من السهل الوصول إلى منهجيتها ومصادرها، وهناك أيضا منهجيات لتقييم المخاطر مصممة خصيصا لأعمال تجارية محددة،

أو فيما يتعلق بأنواع أنشطة تم القيام بها. (Rao, 2012, p. 1) فضلا عن كونها مصدرا للمعلومات عن مخاطر البلد، فإن بعض من هذه الهيئات والشركات هي في الوقت نفسه مصدرا للمعلومات لمقيمين آخرين، فيتخصص البعض منها في تحليلات مخاطر البلد، وذلك بتقييم البيانات الوطنية والمخاطر الجيوسياسية، و يقدم البعض الآخر خدمات متخصصة للشركات الدولية والعبارة للقارات العاملة في مناطق الصراع، إذ تتخصص هاتين الفئتين في تقييم مخاطر البلد في إطار إجمالي، غير أن هناك فئة أخرى من المقيمين متخصصة في التصنيف السيادي، يتمثل دورها في تقييم الجدارة الائتمانية للدول وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها. في هذا السياق سنتناول في هذا المبحث؛ الجهات الفاعلة في تقييم مخاطر البلد في إطار إجمالي، والجهات الفاعلة في تنقيط وتقييم المخاطر السيادية.

المطلب الأول: الجهات الفاعلة في تقييم مخاطر البلد في إطار عام

ازدهرت منذ ستينيات القرن الماضي العديد من وكالات تنقيط وتصنيف مخاطر البلد، ويبدو أنه سيكون من المستحيل إجراء مسح شامل لها وعرض لمنهجياتها، نتيجة لذلك نحاول في هذه الجزئية التركيز على أبرز وأهم المقيمين الذين اختصوا في تقييم مخاطر البلد في إطار عام، وإصدارها على شكل مؤشرات أو تصنيفات، تتمثل هذه الجهات في؛ منظمات دولية، بنوك، وكالات تأمين، مكاتب خبرة واستشارة، جرائد مالية ومعاهد بحثية.

أولا/ الهيئات والمنظمات الدولية

لا تصدر المنظمات الدولية مؤشرات وتصنيفات لمخاطر البلد بنفسها، بل تستعين وتستخدم التصنيفات الصادرة عن مقدمي الخدمات التجاريين، حيث تقوم الهيئات الحكومية بإجراء تقييمات للمخاطر الداخلية في المقام الأول، أو على مستوى المؤسسة، وليس تقييمات لمخاطر الاستثمار، (Rao, 2012, p. 2) تشمل هذه المنظمات المنتدى الاقتصادي العالمي (WEF) ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي (OECD)، حيث توفر إحصاءات وبيانات قصيرة الأجل في شكل مؤشرات اقتصادية رئيسية كأداة للمقارنة.

1. المنتدى الاقتصادي العالمي (WEF): يعد المنتدى الاقتصادي العالمي منظمة دولية مستقلة، مختصة بالتعاون بين القطاعين العام والخاص، وملتزمة بتحسين حالة العالم. يربط بين أهم الساسة ورجال الأعمال وغيرهم من قادة المجتمع من أجل تشكيل جداول الأعمال العالمية والإقليمية والصناعية، وتعزيز التعاون في المجال الاقتصادي والاجتماعي. تأسس المنتدى في عام 1971 كمؤسسة غير ربحية، يقع مقرها الرئيسي في جنيف، سويسرا، يكرس المنتدى جميع جهوده في سبيل إظهار روح المبادرة تجاه المصلحة العامة العالمية مع المحافظة على أعلى معايير الحوكمة. (World Economic Forum, 2022) يلعب المنتدى الاقتصادي العالمي دورا استشاريا للمجلس الاقتصادي والاجتماعي للأمم المتحدة. ينشر منذ عام 1979 سنويا تقريرا عن التنافسية العالمية، الذي يوفر أساسا مقارنا لنقاط القوة والضعف في مختلف البلدان لعينة تتكون من 75 دولة، يقدم

التقرير تقييماً معمقاً عن الاقتصاديات العالمية ويُعترف به كأداة هيكلية لمساعدة التنمية، تدعم الاستثمار الخاص وزيادة الأعمال والتقدم الاجتماعي، لهذا الغرض يتم ترجيح 3 مؤشرات محددة بشكل مختلف، اعتماداً على ما إذا كان بلداً مبتكراً أم لا.

يتم حساب المؤشر المركب، المسمى مؤشر القدرة التنافسية للنمو، كمتوسط مرجح يأخذ في الاعتبار وزن كل مؤشر من المؤشرات الثلاثة التالية:

- مؤشر التكنولوجيا
- مؤشر المؤسسات العمومية
- مؤشر بيئة الاقتصاد الكلي

وتأتي هذه من البيانات الخام أو من الدراسات الاستقصائية. يتم تعيين الدرجات على مقياس من 1 إلى

7. (Mouhoubi, 2007, p. 64)

2. المؤشرات الاقتصادية الرئيسية لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD (MEI: هي منظمة اقتصادية حكومية دولية، مقرها بباريس (فرنسا)، تأسست عام 1961، لتحفيز التقدم الاقتصادي والتجارة العالمية، تقوم المنظمة بإعداد تقارير وإحصاءات مقارنة ربع سنوية، لثلاثة (03) مؤشرات رئيسية يتم احتسابها شهرياً، تتضمن إجمالاً 67 معياراً، حيث تشكل هذه البيانات أداة تحليلية فريدة لا غنى عنها للمخططين والاقتصاديين، تعطى نظرة عامة عن التطورات الاقتصادية في البلدان الـ 38 الأعضاء في المنظمة. (OECD, 2022)

تختلف المفاهيم والتعاريف المستخدمة في تجميع هذه الإحصاءات من بلد إلى آخر وقد تؤدي إلى اختلافات منهجية، ومع ذلك تعتبر البيانات المتشابهة كفيلة لاستخدامها كوسيلة مقبولة للمقارنة بين البلدان، خاصة عندما يتعلق الأمر بالتغيير أو معدل التغيير. (Ardjoune, 2009, p. 42)

يشار إلى أن المؤشرات الاقتصادية الرئيسية التي تعتمد المنظمة في تحليلها لمخاطر البلد تتوزع على

العناصر الآتية:

- توزيع حسب الموضوع: يتضمن مجموعة تتألف من 21 مؤشراً اقتصادياً، مالياً ونقدياً.
- توزيع حسب البلد: يشمل 10 مؤشرات تتعلق بالحسابات القومية وميزان المدفوعات.
- توزيع حسب المؤشرات الهيكلية: يحتوي على 36 مؤشراً تتعلق بالهيكل الاقتصادي.

ثانيا/ البنوك ووكالات التأمين

1. البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية (EBRD): هو بنك استثماري تنموي متعدد الأطراف، تأسس سنة 1991، مقره بلندن (بريطانيا)، يدعم المشاريع الاستثمارية في شتى المجالات كالنقل، البنى التحتية، الزراعة، الصناعة، والعديد من القطاعات الأخرى، بالمساهمة مع شركات القطاع العام فيما يقارب 40 اقتصادا بثلاث قارات، تمتد من جنوب وشرق البحر الأبيض المتوسط إلى أوروبا الوسطى والشرقية وآسيا الوسطى، وذلك بالمشاركة في تنفيذ الإصلاحات السياسية الكبرى، دعما للخصخصة وإعادة هيكلة المؤسسات التابعة لهذه الاقتصادات، بهدف تحقيق دفع عجلة الانتقال إلى اقتصادات السوق المفتوح، مع تعزيز النمو المستدام والشامل بها. (EBRD, 2022)

منذ سنة 1998 يلعب البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية دور مهما في تعزيز مناخ الأعمال عبر مجموعة واسعة من الخدمات التجارية التي يقدمها، تتمثل في تحليل مخاطر البلد من خلال نشره لتقارير سنوية لتتبع التقدم في الانتقال، وذلك بتقييم تطورات صفات اقتصاد السوق الستة؛ (مستدام، تنافسي، حسن الإدارة، الاقتصاد الأخضر، شامل، مرن ومتكامل)، وهذا وفق ست مؤشرات كمية تضم إجمالاً 43 معيار، تعبر هذه الأخيرة عن التغيير الهيكلي والمؤسسي؛ للمؤسسات، البنية التحتية، قطاع التجارة والأسواق، القطاع المالي، تتمثل هذه المؤشرات في: (EBRD, 2022)

- الخصخصة على نطاق واسع
- الخصخصة على نطاق صغير
- الحوكمة وإعادة هيكلة المؤسسات
- نظام التجارة والصرف الأجنبي
- تحرير الأسعار
- سياسة المنافسة

2. الشركة الفرنسية لتأمين التجارة الخارجية التأمين (Coface): من أجل تسهيل التجارة الدولية وتعزيز صادراتها، عززت العديد من البلدان إنشاء مؤسسات عامة أو متخصصة مدعومة من الدولة، تسمى عادة ووكالات تأمين قروض التصدير، مهمتها ذات شقين؛ توفير التأمين ضد مخاطر البلد، ومساعدة المصدرين من خلال الدعم المالي والتمويل، هذه الوكالات لا تهتم فقط بالتصنيف الائتماني والتخلف عن سداد الديون السيادية مثل البنوك، ولكنها تتعامل أيضا مع عدة أنواع أخرى من المخاطر الناشئة عن بيئة الأعمال المحلية وربما تؤثر على الالتزامات المالية للشركة الأجنبية، (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 88) من أشهرها هذه الشركات شركة Coface، حيث تأسست سنة 1946، تم خصصتها في ماي 1994، وفي عام 2002

استحوذ بنك "Natexis" والذي يسمى حاليا "Natixis" النسبة الأكبر من أسهمها، ليصبح سنة 2004 المالك الوحيد لها بتملكه كل أسهمها، منذ إنشائها عملت شركة "Coface" إما بالنيابة عنها فيما يسمى بمعاملات السوق، مع تحملها لمسؤوليتها المالية، أو نيابة عن الدولة وبضمانها، في إطار سياسة دعم الصادرات الفرنسية، لتعتبر إحدى الأدوات لإدارة السياسات متوسطة الأجل والمخاطر السياسية، (Cour des Comptes, 2001, p. 4) ، كما لها فروع في 100 دولة، وأصدرت ضمانات لما يقارب 200 دولة هذا إلى غاية سنة 2019، (Coface, 2022) تتمثل مهمتها في مساعدة الشركات على التطور من خلال التأمين على مخاطر الإعسار لعملائها، واتخاذ القرارات الائتمانية اللازمة لتعزيز قدرتها على البيع في أسواقها المحلية والتصديرية. يتيح تقييم Coface لمخاطر البلد معرفة متوسط حوادث الدفع التي تقدمها الشركات في بلد ما في سياق معاملاتها التجارية قصيرة الأجل، يقوم التقييم على ثلاث ركائز: الاقتصاد الكلي والتحليل المالي والسياسي، بالإضافة إلى تقييم بيئة الأعمال حول العالم، يغطي تقييم مخاطر البلد لـ 162 دولة (Coface, 2022).

تقدم شركة Coface تصنيفين تكمليين؛ يعتمد أحدهما على تتبع قواعد البيانات المتعلقة بعينة من 35 مليون شركة في 200 دولة، من خلال مؤشرات الاقتصاد الجزئي والآخر يسمح بتقييم مخاطر البلد من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي المتعلقة بعينة من 162 دولة، على مقياس من 8 مستويات: A1، A2، A3، A4، B، C، D، E، بترتيب تصاعدي للمخاطر، يتم تحديث تقييمات Coface للبلدان كل ثلاثة أشهر، (Coface, 2022) تصنيف الشركات (طبيعة الاقتصاد الجزئي) وتصنيف البلد (طبيعة الاقتصاد الكلي) ، مما يجعل من الممكن تقييم المخاطر الإجمالية لعملية ما بشكل أفضل، فهي بذلك تسلط الضوء على حقيقة أنه يمكن أن تكون هناك شركات جيدة في بلدان محاطة بظروف سيئة، وشركات سيئة في بلدان محاطة بظروف جيدة، بالتالي فإن المخاطر الإجمالية هي دالة لكل من خصوصيات الشركة وخصوصيات البلد التي تعمل فيه. (Mouhoubi, 2007, p. 61)

تتمثل مؤشرات الاقتصاد الكلي في سبع مؤشرات، كل مؤشر ينقسم إلى جملة من المعايير، تجتمع هذه المؤشرات في ثلاث مجالات، وهي: (Ardjoune, 2009, pp. 39-40)

– **المجال الأول:** يتكون من ثلاث مجموعات من المعايير تجعل من الممكن إبراز الأداء الاقتصادي للدولة من خلال معايير تتعلق بنتائج السياسة الاقتصادية، مستوى التنمية، إمكانات النمو، وتعرض الاقتصاد للصدمات الخارجية:

- العوامل السياسية والمؤسسية التي قد تعطل المدفوعات أو تنفيذ العقود الجارية
- مخاطر نقص النقد الأجنبي الناتج عن أزمة ميزان المدفوعات
- قدرة الدولة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الخارج.

– **المجال الثاني:** يتألف من ثلاث مؤشرات لتقييم البيئة السياسية للبلد من خلال بيانات حول النزاعات الخارجية المحتملة، الحروب الأهلية، والاضطرابات الاقتصادية والاجتماعية.

- خطر التخفيض المفاجئ لقيمة العملة بعد السحب المفاجئ لرأس المال.
- تقييم مخاطر الأزمة النظامية في القطاع المصرفي من خلال الجمع بين تحليل خطر انفجار الفقاعات المالية وتقييم سلامة القطاع المصرفي.
- المخاطر الطرفية التي تعكس خطر تباطؤ النمو على المدى القصير خارجة عن أي أزمة مالية خارجية.

– **المجال الثالث:** يقيس التجربة المسجلة على الضمانات الصادرة عن شركة Coface وشركائها في تأمين الائتمان، من خلال النظر في تاريخ عدم السداد المسجل وإدارة الديون في سياق إعادة الجدولة.

- سلوك الدفع على المعاملات المستحقة الدفع على المدى القصير.

ثالثا/ شركات الاستشارة والخبرة

تشمل شركات التصنيف المتخصصة العديد من البلدان في تحليلها، يقومون بتقييم درجة المخاطر لكل بلد، وإنشاء رتبة له أو تحديد مستويات المخاطر فيه، ثم تعرض هذه الأبحاث للبيع إلى طرف ثالث، الذي يمثل في الأساس الشركات التي لديها أعمال أو استثمارات في الخارج ترغب في قياس مخاطر أعمالها، ومن أبرز الشركات التجارية التي تقدم هذه الخدمات نجد:

1. وحدة الاستخبارات الاقتصادية (EIU) هي مكتب خبرة جزء من The Economist Group، تأسست عام 1949، مقرها بلندن، تقدم خدمة تصنيفات مخاطر البلاد لـ 131 دولة على أساس ربع سنوي، يعد نظام معلوماته مصدرا موثوقا لصانعي القرار، لاعتباره أكثر شمولية وتخصصا، تقدم تقارير عن تطور استراتيجيات واتجاهات الأعمال في الأسواق العالمية. كما تبحث وحدة الاستخبارات الاقتصادية (EIU) بشكل أكثر تحديداً في التهديدات التي تواجه الأعمال، بالإضافة إلى مؤشر المخاطر الإجمالي، تقدم تصنيفات للمخاطر الجزئية (مخاطر العملة، مخاطر الديون السيادية، مخاطر القطاع المصرفي) التي تعالج الاحتياجات والاهتمامات الخاصة لمجموعات معينة من المستثمرين. (eiu, 2022)

تتبع طريقة وحدة الاستخبارات الاقتصادية للتصنيفات (EIU) من إجابات الخبراء على أسئلة نوعية وكمية محددة مسبقا. ينتج عنها مؤشر من 100 نقطة، (كلما زادت الدرجة، تدل على زيادة الخطورة)، والتي تنقسم إلى خمس نطاقات من A (أقل خطورة) إلى E (أعلى درجة خطورة). يتم تجميع المخاطر في خمس مجموعات واسعة مع مكونات فرعية (السياسية/ المؤسسية، السياسة الاقتصادية، الهيكل الاقتصادي، الاقتصاد الكلي، التمويل والسيولة)، ويتم دمجها في مؤشر مخاطر شامل، كما يتضمن توقعات اقتصادية وسياسية قصيرة ومتوسطة المدى للبلد. (eiu, 2022)

– **مخاطر السياسية/ المؤسسية:** يعتمد تقييم المخاطر السياسية على مجموعة من 11 نقطة مقسمة بين القضايا الاستقرار السياسي والفعالية السياسية، تتمثل في؛ الصراع الخارجي، الحوكمة / الاضطرابات الاجتماعية، الدورة الانتخابية، التحويلات المنظمة، مخاطر الحدث، مخاطر السيادة، الفعالية المؤسسية، الفساد، الفساد في القطاع المصرفي، الالتزام بالدفع.

– **مخاطر السياسة الاقتصادية:** تتناول مخاطر السياسة الاقتصادية جودة إدارة السياسة الاقتصادية عن طريق 15 معياراً يتضمن؛ جودة صنع السياسات/ مزيج السياسات، الاستقرار النقدي، استخدام الأدوات غير المباشرة، أسعار الفائدة الحقيقية، رصيد المالية العامة/ الناتج المحلي الإجمالي، مرونة السياسة المالية، شفافية المالية العامة، الدين المحلي/رصيد الميزانية الأولية، التزامات المعاشات التقاعدية والرعاية الصحية غير الممولة، نظام سعر الصرف، السوق السوداء / سعر الصرف المزدوج.

– **مخاطر الهيكل الاقتصادي:** تهتم مخاطر الهيكل الاقتصادي بإمكانات النمو، وكذلك درجة اعتماد البلد على رأس المال الأجنبي، كما تقدر هشاشة الاقتصاد في حالة حدوث صدمة خارجية. إنه نوع من مؤشرات الملاءة. ويستند هذا التصنيف إلى المعايير التالية، مستوى الدخل، البيانات الرسمية (جودتها/ حسن توقيتها)، رصيد الحساب الجاري (48 شهراً)، تقلب نمو الناتج المحلي الإجمالي، الاعتماد على تصدير بضاعة واحدة، صدمة خارجية / عدوى، الدين العام/الناتج المحلي الإجمالي.

– **مخاطر الاقتصاد الكلي:** تهتم مؤشرات هذا النوع من المخاطر بمستوى الأداء الاقتصادي، يتم تقييمها اعتماداً على المعايير التالية؛ نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، الائتمان، نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (48 شهراً)، نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (12 شهراً)، التضخم (48 شهراً)، اتجاه التضخم، سعر الصرف الحقيقي المرجح تجارياً، اختلال سعر الصرف، تقلب سعر الصرف، نمو حصيلة الصادرات (12 شهراً)، رصيد الحساب الجاري (12 شهراً)، فقاعة أسعار الأصول.

– **مخاطر التمويل والسيولة:** تركز معايير هذا النوع من المخاطر بشكل أكثر تحديداً على نقاط القوة والضعف المالية للدولة على المدى القصير، إذ تقيس أي اختلال محتمل في التوازن بين الموارد والالتزامات، يتم تقييم هذه المخاطر وفق المعايير التالية؛ مخاطر التحويل وقابلية التحويل، برنامج صندوق النقد الدولي، الدعم المالي الدولي، الوصول إلى التمويل، إجمالي متطلبات التمويل، مؤشر خدمة الديون، مؤشر رسوم الفائدة، هيكل الديون، احتياطات النقد الأجنبي / هيكل عملة الدين العام، مؤشر سيولة الديون، الاستثمار الأجنبي المباشر والتمويل الخارجي، غطاء الاستيراد / الودائع الحكومية كنسبة مئوية من رسوم الفائدة، أسعار الفائدة قصيرة الأجل لمنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي، القروض المتعثرة، إدارة ائتمان البنوك، وضع الأصول الأجنبية للبنوك.

يتم تحديد أوزان مؤشرات أربع على النحو التالي؛ السياسية (22%)، السياسة الاقتصادية (28%)، الهيكل الاقتصادي (27%)، السيولة (23%)، ومن أجل الحصول على مؤشر المخاطر الشامل، تقوم وحدة الاستخبارات الاقتصادية (EIU) بنشر التقارير الصادرة لهذا الغرض بشكل موحد، مما يسهل عملية المقارنة بين المؤشرات السياسية والاقتصادية والتجارية للدول المختلفة. (Hoti & McAleer, 2002, p. 15)

2. استخبارات مخاطر بيئة الأعمال (BERI): هي شركة استشارية للبنوك والشركات ذات الأنشطة الدولية، تأسست سنة 1966 مقرها في واشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية، تعد مصدر خاص للمعلومات المتعلقة بتقييم المخاطر، تحليلها، والتنبؤ بها لأكثر من 140 بلدا، تنتج استخبارات مخاطر بيئة الأعمال (BERI) ثلاث مرات سنويا خدمة مخاطر الأعمال (BRS)، فمنذ منتصف سبعينيات القرن الماضي يشكل مؤشر BERI واحد من أقدم السلاسل الزمنية المتسقة في مجال تصنيف مخاطر البلد، من خلال تقييم الظروف السياسية وآفاق بيئة الأعمال لـ 50 بلدا، (BERI, 2020) كما يسمح نظام التصنيف الخاص بـ BERI بإجراء مقارنات بين البلدان في الماضي والحاضر وفترات التنبؤ الممتدة من سنة إلى خمس سنوات.

تقدم (BERI) أربع تصنيفات؛ مؤشر المخاطر السياسية (PRI)، مؤشر مخاطر العمليات (ORI)، عامل التحويلات المالية وإعادة توطين رأس المال (R-Factor)، والمؤشر المركب الذي يمثل مزيجا من المؤشرات الثلاث الأخرى، يتم الحصول على مؤشر المخاطر السياسية ومؤشر مخاطر العمليات وفق طريقة دلفي، التي يتم إجراؤها ومراقبتها من قبل فريق من المحللين المختصين.

– **مؤشر المخاطر السياسية (PRI):** يهدف تقييم البيئة الاجتماعية والسياسية للبلد، يحوي عشرة (10) معايير، ثمانية (08) منها تخص أسباب داخلية وخارجية لمخاطر البلد، تعبر عن؛ تفكك الطيف السياسي وقوة هذه الفصائل، التوتر اللغوي / العرقي / الديني، الفساد القومي والمحسوبية، الظروف الاجتماعية: بما في ذلك السكان وتوزيع الدخل، التدابير القسرية للحفاظ على النظام، القوة اليسارية الراديكالية، الاعتماد على قوة عظمى خارجية، والتأثيرات السلبية للقوى السياسية الإقليمية، أما المعايير المتبقين تخص أعراض المخاطر السياسية، تعبر عن؛ الصراع المجتمعي الذي يشمل المظاهرات والإضرابات والعنف في الشوارع، وعدم الاستقرار من منظور التغييرات غير الدستورية (حروب العصابات والاغتيالات).

يصنف الخبراء كل متغير من 0 (أعلى درجة خطورة) إلى 7 نقاط (أقل خطورة)، ويلخصون النتيجة الإجمالية بين 0 و70، علاوة على ذلك يمكن إضافة ما يصل إلى 30 نقطة إضافية لمعايير الأسباب الداخلية والخارجية الثمانية، مما أدى إلى درجة إجمالية محتملة بين 0 و100. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 80)

– **مؤشر المخاطر التشغيلية (ORI):** يصنف مناخ الأعمال وجذب الاستثمارات، يتعامل مع كل من البيئة الاقتصادية والتنظيمية، ويحاول أيضا قياس أي تمييز محتمل ضد الأعمال الأجنبية. يأخذ خمسة عشر معيارًا في الاعتبار ويتم تقديمها بين 0 (ظروف غير مقبولة) و4 نقاط (ظروف ممتازة). يتم تعيين أوزان مختلفة لها بحيث يتدرج إجمالي درجات المؤشر من 0 إلى 100، تتمثل هذه المعايير في؛ استمرارية السياسة، النمو الاقتصادي، قابلية تحويل العملات، تكاليف العمالة/الإنتاجية، القروض القصيرة الأجل، القروض الطويلة الأجل، رأس المال الاستثماري، وجوب انفاذ العقود، الموقف من المستثمرين الأجانب والأرباح، درجة الخصخصة، التضخم النقدي، ميزان المدفوعات، الاتصالات والمواصلات، الإدارة المحلية والشركاء، التأخير البيروقراطي، الخدمات المهنية والمقاولون. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 81)

– **مؤشر التحويلات المالية وإعادة توطين رأس المال (R-Factor):** يقدر إمكانية البلد ورغبته في تنفيذ وصيانة نظام قابل للتحويل بالكامل، بحيث يمكن للشركات الأجنبية إعادة الأرباح ورأس المال بأي عملة بحرية، واستيراد أي سلع مدفوعة بعملة أجنبية، يُحسب (R-Factor) من أربعة مؤشرات فرعية: الإطار القانوني (20٪ من عامل R)، وتوليد العملات الأجنبية (30٪)، والاحتياطيات الدولية المتراكمة (30٪)، وتقييم الدين الخارجي (20٪)، فعلى عكس المؤشرين السابقين، لا يعتمد (R-Factor) فقط على أحكام الخبراء، يتم إنتاجه بشكل أساسي بواسطة برنامج كمبيوتر يتعامل مع أكثر من 14000 خلية من البيانات ويقوم بإجراء مئات العمليات الحسابية. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 81)

3. مكتب التصدير شمال جنوب (NSE): هو مكتب استشاري تم إنشاؤه في منتصف الثمانينات، يتميز بخصوصية تصنيف المؤسسات المحلية وفقًا لبلد المقصد، كما أنه متخصص لما يقارب الأربعين عامًا في تحليل وتوقع مخاطر البلد والفرص في الأسواق الناشئة (إفريقيا والشرق الأوسط وآسيا وأمريكا اللاتينية). يزود المتعاملين الاقتصاديين بوسائل معلومات متنوعة ذات طبيعة اقتصادية أو اجتماعية أو مالية أو سياسية، تغطي ما يقرب من 100 بلد، (Terrier, 2007, p. 234) يستند هذا التقييم السنوي إلى مقياسين: (برباش، 2016، صفحة 111)

– **المقياس الأول: إمكانات السوق،** يتكون من؛ الوزن الاقتصادي ومستوى التنمية، حجم السوق الفعلي، ديناميكية السوق.

– **المقياس الثاني: مخاطر البلد،** والتي تتكون من؛ مخاطر البلد، المخاطر المالية السيادية، مخاطر الأسواق المالية، المخاطر السياسية، بيئة الأعمال.

تعتمد منهجية (NSE) في تقييم مخاطر البلد على أساس 60 معيارًا، مقسم إلى 12 عاملاً، مجمعة في أربعة (04) معلمات:

- المخاطر السيادية: أهمية الدين العام وخدمة الدين (6 معايير)، مخاطر التخلف عن سداد الديون السيادية (6 معايير)، مخاطر عدم القدرة على التحويل (3 معايير).
- مخاطر الأسواق المالية: السيطرة على التوازنات الاقتصادية الأساسية (5 معايير)، مخاطر الصرف، والانخفاض المفاجئ في قيمة العملة (4 معايير)، المخاطر النظامية والتقلبات الاقتصادية (6 معايير).
- المخاطر السياسية: تجانس النسيج الاجتماعي (4 معايير)، استقرار الحكومة والنظام (7 معايير)، النزاعات الخارجية (4 معايير).
- بيئة الأعمال: شروط الاستثمار الأجنبي (6 معايير)، ظروف العمل (4 معايير)، الحكم الرشيد (5 معايير).

يتم تعيين تصنيف من أصل سبعة (7) لكل عنصر من العناصر الستين وفقا لأهميته في كل عامل، ووفقا لشبكة محددة مسبقا، يتم أيضا ترجيح العوامل الإثني عشر للوصول إلى درجة من 70 لكل معلمة. أخيرا، يتم الحصول على الدرجة النهائية من 700، تحدد تصنيفات مخاطر البلد سبع فئات للمخاطر مصنفة من 1 إلى 7، يقابل التصنيف (1) أعلى درجة لمخاطر البلد، تتيح شبكة قراءة مخاطر البلد هذه تقديم المشورة بشأن استراتيجيات التحوط التي يجب اتباعها فيما يتعلق بعمليات التصدير أو الاستثمار. (Terrier, 2007, p. 234)

4. الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG): في عام 1980 بدأت مؤسسة مجموعة خدمات الخطر السياسي (PRS) بنشر الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) كتقارير دولية، وهي نشرة إخبارية عن الأسواق الناشئة، معد من طرف خبراء ومحرفين اقتصاديين، ومنذ 1984 أصبح ICRG يقدم بصفة دورية شهرية تصنيفات للمخاطر السياسية، الاقتصادية، المالية، والمخاطر المركبة المستمدة من المؤشرات الثلاثة السابقة، فضلا عن تحليلات للأحداث التي تؤثر على تصنيفات المخاطر، كما يقوم بإجراء توقعات على مدى آفاق زمنية مدتها سنة واحدة وخمس سنوات، يغطي الدليل حاليا حوالي 141 بلدا. (prsgroup, 2022). تستخدم المؤسسات نموذج (ICRG) لتحديد مخاطر الأعمال في بلدان معينة أو إقراضها، يتم تقديم المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية على أسس كمية قابلة للمقارنة، من خلال تقييم نقاط المخاطر لمجموعة محددة مسبقا من العوامل، يطلق على المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية، مكونات مخاطر البلد، يقوم فريق عمل ICRG بجمع المعلومات السياسية والبيانات المالية والاقتصادية، وتحويلها إلى نقاط مخاطر لكل عنصر من عناصر المخاطر الفردية على أساس نمط ثابت من التقييم، يتم إجراء تقييمات المخاطر السياسية على أساس التحليل الذاتي للمعلومات المتاحة بينما يتم إجراء تقييمات المخاطر المالية والاقتصادية على أساس البيانات الموضوعية فقط. (Ramady, 2014, p. 21). يعتمد النظام على مجموعة من 22 مكونا مجمعة في الثلاث فئات الرئيسية من المخاطر، تتكون المخاطر السياسية من 12 مكونا (و15 مكونا فرعيا)، أما المخاطر المالية والاقتصادية فتتكون كل واحدة من خمس مكونات.، يتم تعيين أقصى قيمة عددية لكل مكون (نقاط المخاطرة)، حيث يشير أكبر عدد من النقاط إلى أدنى خطر محتمل لهذا المكون، وأدنى رقم (0) يشير إلى أعلى مخاطر محتملة، يتم

تحديد الحد الأقصى من النقاط التي يمكن منحها لأي مكون خطر معين مسبقاً داخل النظام، ويعتمد على أهمية (ترجيح) هذا المكون لمخاطر البلد الإجمالية (Ramady, 2014, p. 22)

- **مكونات المخاطر السياسية:** يهدف تصنيف المخاطر السياسية إلى توفير وسيلة لتقييم الاستقرار السياسي في البلدان التي يشملها ICRG على أساس قابل للمقارنة، يتم ذلك من خلال تقييم نقاط الخطر لمجموعة محددة مسبقاً من العوامل (مكونات)، (prsgroup, 2022, p. 9)، يتم استخدام هذه المكونات وفق أوزان لقياس وتصنيف المخاطر السياسية كما في الجدول التالي:

جدول رقم (8.1): مكونات المخاطر السياسية

الوزن	المكون	الرقم
12	درجة استقرار الحكومة	1
12	الأوضاع الاجتماعية والاقتصادية	2
12	خريطة الاستثمار	3
12	وجود نزاعات خارجية	4
12	وجود نزاعات داخلية	5
6	الفساد	6
6	سيادة القانون والنظام	7
6	دور الجيش في السياسة	8
6	دور المنظمات الدينية في السياسة	9
6	الاضطرابات العرقية	10
6	مصادقية الممارسات الديمقراطية	11
4	نوعية البيروقراطية	12
100	المجموع	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على (ICRG Methodology)

بشكل عام، يشير تصنيف المخاطر السياسية من 0.0% إلى 49.9% إلى وجود مخاطر عالية جداً، 50.0% إلى 59.9% مخاطر مرتفعة؛ 60.0% إلى 69.9% مخاطر معتدلة؛ 70.0% إلى 79.9% مخاطر منخفضة، ومن 80.0% أو أكثر جداً مخاطر منخفضة، يمكن التعويض عن ضعف تقييم المخاطر السياسية من خلال تحسين تصنيف المخاطر المالية و/أو الاقتصادية.

- **مكونات المخاطر المالية:** الهدف العام من تصنيف المخاطر المالية، هو توفير وسيلة لتقييم قدرة البلد على تحمل نفقاتها، والذي يتطلب في الأساس نظاماً لقياس قدرة البلد على تمويل التزامات ديونه الرسمية والتجارية،

(prsgroup, 2022, p. 15)، يحدد الجدول الآتي مجموعة العوامل التي تنظم المخاطر المالية لكل بلد وفقاً للدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG).

جدول رقم (9.1): مكونات المخاطر المالية

الوزن	المكون	الرقم
10	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي	1
10	نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات	2
15	نسبة الحساب الجاري إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات	3
5	عدد الأشهر من الواردات التي تغطيها احتياطات الدولة	4
10	استقرار سعر الصرف	5
50	المجموع	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على (ICRG Methodology)

يشير تصنيف المخاطر المالية من 0.0% إلى 24.9% إلى وجود مخاطر عالية جداً، من 25.0% إلى 29.9% مخاطر عالية، من 30.0% إلى 34.9% مخاطر معتدلة، من 35.0% إلى 39.9% مخاطر منخفضة، و40.0% أو أكثر من مخاطر منخفضة جداً، غير أنه يمكن التعويض عن ضعف تقدير المخاطر المالية من خلال تحسين تصنيف المخاطر السياسية و/أو الاقتصادي.

– **مكونات المخاطر الاقتصادية:** يهدف تصنيف المخاطر الاقتصادية لتوفير وسيلة لتقييم نقاط القوة والضعف الاقتصادية الحالية للبلد، عندما تفوق نقاط القوة نقاط الضعف، فإنها ستشكل مخاطرة اقتصادية منخفضة، وحين تتفوق نقاط الضعف على نقاط القوة، فإنها ستشكل مخاطرة اقتصادية عالية، (prsgroup, 2022, p. 20)، وتشمل العوامل التي تشكل المخاطر الاقتصادية لكل بلد وفقاً لنظام تصنيف ICRG، مثل ما هو موضح في الجدول الآتي:

جدول رقم (10.1): مكونات المخاطر الاقتصادية

الوزن	المكون	الرقم
05	الناتج المحلي الإجمالي للفرد	1
10	نسبة نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	2
10	معدل التضخم السنوي	3
10	نسبة (عجز/ فائض) رصيد الميزانية الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي	4
15	نسبة وضع الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي	5
50	المجموع	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على (ICRG Methodology)

يشير تصنيف المخاطر الاقتصادية من 0.0% إلى 24.9% إلى وجود مخاطر عالية للغاية، 25.0% إلى 29.9% مخاطر مرتفعة، 30.0% إلى 34.9% مخاطر معتدلة، 35.0% إلى 39.9% مخاطر منخفضة، و40.0% أو أكثر مخاطر منخفضة جدا، ولكن مرة أخرى، يمكن التعويض عن ضعف تصنيف المخاطر الاقتصادية من خلال تحسين تقييم المخاطر السياسية و/أو المالية.

- **مركب تصنيف مخاطر البلد:** يساهم تصنيف المخاطر السياسية بنسبة 50% من التصنيف المركب، في حين تساهم كل من تصنيفات المخاطر المالية والاقتصادية بنسبة 25%، تُستخدم الصيغة التالية لحساب إجمالي المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية:

$$CPFER \text{ (للبلد المعني)} = 0.5 (PR + FR + ER)$$

حيث:

CPFER = مركب تصنيف مخاطر البلد

PR = إجمالي مؤشرات المخاطر السياسية

FR = إجمالي مؤشرات المخاطر المالية

ER = إجمالي مؤشرات المخاطر الاقتصادية

يشير أعلى تصنيف عام (100 نظريا) إلى أدنى خطر وأقل تصنيف (0 نظريا) يشير إلى أعلى خطر، كدليل عام لتجميع البلدان على أساس مخاطر قابلة للمقارنة، يمكن تقدير المخاطر الفردية للبلدان الفردية باستخدام الفئات الواسعة نسبيا من المخاطر المركبة التالية.

جدول رقم (11.1) تصنيفات مركب مخاطر البلد

المجال	تصنيف مركب المخاطر
[49.9 - 00.0]	مخاطر مرتفعة جدا
[59.9 - 50.0]	مخاطر مرتفعة
[69.9 - 60.0]	مخاطر معتدلة
[79.9 - 70.0]	مخاطر منخفضة
[100.0 - 80.0]	مخاطر منخفضة جدا

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على (ICRG Methodology)

رابعاً/ المجالات المالية والمعاهد البحثية

تتشر بعض المجالات المالية الدولية تصنيفات منتظمة للدول بناء على معايير مختلفة، من بينها Euromoney، حيث تركز على قدرة الدولة واستعدادها للاضطلاع بالتزاماتها، كما تركز بعض المعاهد

البحثية كمعهد التمويل الدولي (IIF) في دعم الصناعة المالية بالتركيز على المخاطر وتحديات السياسات المنتهجة في الأسواق المالية الدولية، من خلال مؤشرات ومعايير تتبناها.

1. مجلة (Euromoney): أطلقت المجلة من طرف شركة (Euromoney) لخدمات المعلومات الأعمال، بحيث تحمل نفس تسمية الشركة سنة 1969، لتغطية ظهور أسواق رأس المال الدولية عبر الحدود، إن السوق الأوروبية (The euromarket)، التي سميت باسمه المجلة، هو سوق سالف لأسواق رأس المال العالمية السائدة اليوم، تعد مجلة (Euromoney) حالياً المجلة الرئيسية للعالم المالي بأكمله؛ بمؤسساته ومستخدميه، وهي مجلة شهرية مقرها المملكة المتحدة، تم إصدار تصنيفها لمخاطر البلد لأول مرة عام 1982، ويتم النشر على أساس نصف سنوي، في مارس وسبتمبر، (Euromoney, 2022) تغطي تصنيفات (Euromoney) لمخاطر البلد 186 بلداً على مقياس تدرجي من 0 إلى 100، كلما ارتفع رصيد البلد من النقاط كانت مخاطر البلد أقل حدة، تم بناء منهجية تصنيفات (Euromoney) من مزيج من العوامل النوعية (90%) ومعايير كمية (10%).

تقوم بتعيين ترجيح لخمس فئات، آراء الخبراء الكيفية الأربعة هي؛ المخاطر السياسية وزن (35%)، المخاطر الاقتصادية (35%)، المخاطر الهيكلية (10%)، والوصول إلى أسواق رأس المال الدولية (10%)، وتأتي القيمة الكمية من مؤشرات الديون السيادية (10%).

– المؤشرات النوعية: يتم إنتاج المتوسط النوعي من خلال الجمع بين تقييمات المخاطر السياسية والاقتصادية والهيكلية على مقياس 100 نقطة للمتوسط النوعي فقط (بدلاً من الدرجة الكاملة لمخاطر البلد في (Euromoney)، ويكون وفق الترجيح التالي:

- المخاطر السياسية (45%): تضم 6 عوامل فرعية، تتمثل في؛ الفساد؛ عدم سداد الحكومة / عدم الإعادة إلى الوطن؛ استقرار الحكومة الوصول إلى المعلومات/الشفافية؛ المخاطر المؤسسية؛ البيئة التنظيمية والسياسات.
- المخاطر الاقتصادية (45%): تضم 5 عوامل فرعية، وهي؛ مخاطر/ استقرار البنك؛ توقعات الناتج الوطني الإجمالي؛ معدل البطالة؛ التمويل الحكومي؛ السياسة النقدية / استقرار العملة.
- المخاطر الهيكلية (10%): تشمل 4 عوامل فرعية، المعبر عنها كما يلي: التركيبة السكانية؛ البنية التحتية الصلبة، سوق العمل / العلاقات الصناعية؛ البنية التحتية الناعمة.

– المؤشرات الكمية: تتلخص مؤشرات التقييم الكمي في مؤشرات الديون، وهي؛ مجموع أرصدة الديون إلى الناتج القومي الإجمالي.

- خدمة الدين إلى الصادرات.

• رصيد الحساب الجاري إلى الناتج القومي الإجمالي.

تحصل البلدان النامية التي لا تبلغ عن بيانات كاملة عن ديونها على درجة صفر. (Euromoney, 2022)

2. معهد التمويل الدولي (IIF): هو رابطة عالمية للصناعة المالية، يقع مقره الرئيسي في واشنطن بالولايات المتحدة، تم إنشاؤه من قبل 38 بنكا من البلدان الرائدة عام 1983، استجابة لأزمة الديون السيادية في أوائل الثمانينيات توسع بعد ذلك ليصبح حوالى 400 عضوا من أكثر من 60 دولة، يشمل أعضاء معهد التمويل الدولي؛ البنوك التجارية والاستثمارية، البنوك المركزية، بنوك التنمية، صناديق الثروة السيادية، صناديق التحوط، مديري الأصول، وشركات التأمين، يعد معهد التمويل الدولي مصدرا للبحوث الاقتصادية والمالية العالمية، يسعى لتقديم تقييم شامل للتوقعات العالمية مع التركيز على الاقتصاديات الناشئة الرئيسية والتطورات في الأسواق المالية الدولية، تأتي هذه التوقعات السنوية كنتاج لنماذج داخلية وبتقديرات من خبراء الاقتصاد الدوليين ومحلي أسواق رأس المال يستعين بهم المعهد، ذوي خبرة عالية حول مجموعة من القضايا الكلية والإقليمية والقطرية. (IIF, 2022) كما تتمثل مهمة معهد التمويل الدولي في؛ تقييم المخاطر والإدارة الحكيمة في اقتصادات الأسواق الناشئة، تحديد وفهم الاتجاهات الرئيسية في تمويل هذه الأسواق، إلى جانب توقع تأثيرات السياسة الاقتصادية على أسواق الدين والأسهم، (unescap, 2000, p. 187) تتكون السلاسل الزمنية في مجموعة البيانات الخاصة بالمعهد من أكثر من 250 معيارا رئيسيا تتدرج ضمن سبع (07) فئات، وهي: (IIF, 2022)

- الحسابات القومية والتوظيف
- التجارة والحساب الجاري
- التمويل الخارجي
- الحسابات النقدية ومتغيرات السياسة
- حسابات المالية العامة والدين العام
- البنوك والأسواق المالية
- الإطار الاقتصادي العالمي

عند تقييم البلدان، ينظر المعهد في عدد كبير من المؤشرات تتعلق بكل من القطاعات الخارجية والمحلية، تشمل؛ الديون قصيرة الأجل، مشاركة المقيمين في التدفقات الخارجية، الهيكل العام لتدفقات رأس المال مع التركيز على إمكانية الانعكاس، أهمية المشتقات، الائتمان ونمو الأموال، وجودة اللوائح التنظيمية والإشراف على القطاع المصرفي والمالي، تقييم العقارات، القروض المتعثرة، وربحية القطاع المالي وتعرضه لسياسات أسعار الصرف والوضع المالي، تُستكمل المؤشرات الكمية بالتحليلات النوعية الخاصة بكل بلد، تشمل المخرجات البحثية لمعهد التمويل الدولي التقارير الاقتصادية، تتضمن تحليلا مفصلا للظروف الاقتصادية والسياسات والآفاق الاقتصادية لـ 25 سوقا ناشئا، مع تحليل خاص في كل إصدار لست (06) إلى ثمان (08)

اقتصادات مثير للاهتمام بشكل خاص، تتم هذه المراجعات الاقتصادية شهريا، يتم نشرها بصفة دورية 3 مرات في السنة، تضم أكثر من 20 مؤشرا اقتصاديا وماليا. (unescap, 2000, p. 188)

يلخص الجدول (1.7) المنظمات والشركات الرئيسية المتخصصة في تقييم مخاطر البلد في إطار عام، يكشف الاستعراض أعلاه لكبار وأهم مقيمي المخاطر عن صناعة متنوعة مقرها في المقام الأول في الولايات المتحدة أو المملكة المتحدة، إلى جانب انتشار البعض منها في دول أوروبية، تركز هذه المنظمات والشركات على فحص الأهمية النسبية للمخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية، مع تركيز كل واحدة منهما على عامل أو آخر بدرجة أكبر، اعتمادًا على مستوى خبرتهم ومصادر المعلومات والوصول العالمي.

جدول (12.1): أبرز المنظمات والشركات التجارية المتخصصة في تقييم مخاطر البلد في إطار عام

التواتر	طريقة التقييم المستخدمة	مخاطر مالية	مخاطر اقتصادية	مخاطر سياسية	المقر	هيئة التقييم
سنوي	متوسط مرجح	X	✓	X	سويسرا	المنتدى الاقتصادي العالمي (WEF)
شهري	إحصائيات مقارنة	✓	✓	✓	فرنسا	منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)
سنوي	تقارير عن انتقال	✓	✓	X	بريطانيا	البنك الأوروبي للتعمير والتنمية (EBRD)
ربع سنوي	متوسط مرجح	✓	✓	✓	فرنسا	كوفاس (Coface)
ربع سنوي	متوسط مرجح	✓	✓	✓	بريطانيا	وحدة الاستخبارات الاقتصادية (EIU)
كل أربعة أشهر	متوسط مرجح	✓	✓	✓	الولايات المتحدة	استخبارات مخاطر بيئة الأعمال (BERI)
سنوي	متوسط مرجح	✓	✓	✓	فرنسا	مكتب التصدير شمال جنوب (NSE)
شهري	متوسط مرجح	✓	✓	✓	الولايات المتحدة	الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

نصف سنوي	متوسط مرجح	✓	✓	✓	بريطانيا	يوروموني (Euromoney)
شهري	متوسط مرجح	✓	✓	X	الولايات المتحدة	معهد التمويل الدولي (IIF)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاستعانة بالمراجع المستخدمة في الدراسة.

المطلب الثاني: وكالات التصنيف السيادي (الائتماني)

تعالج وكالات التصنيف السيادية العوامل التي تعتقد أنها تؤثر على استعداد الحكومة السيادية وقدرتها على خدمة ديونها في الوقت المحدد وبالكامل، وهذا يختلف إلى حد ما عن تقييم المخاطر الجيوسياسية الإجمالية لممارسة الأعمال التجارية في بلد معين، على الرغم من أن هذا يمكن أن يؤثر على القدرة على الوفاء بالتزامات الديون. (Ramady, 2014, p. 10)، تمتلك ثلاث وكالات تصنيف رئيسية Moody's، Standard & Poor's وFitch وحدها 90% من سوق التصنيف. وتتمثل مهمتهم في إصدار تصنيفات تقييم المخاطر السيادية للدول، يختلف تقييم مخاطر التخلف عن السداد للدولة اختلافاً جوهرياً عن تقييم مخاطر التخلف عن السداد لمقترض من القطاع الخاص. (Hammache, 2019, p. 66)، وعلى الرغم من وجود بعض الاختلاف بين الشركات حول تصنيفها، غير أن أساليبها المنتهجة تتعامل مع الديون من منظور عالمي، فهي تعمل على تضمين تقييمات كمية ونوعية لمخاطر البلد في عملياتها التحليلية للوصول إلى مستوى الدين السيادي، (Ramady, 2014, p. 10)، كما تعمل على معالجة التأثير العام لمخاطر البلد على ما يسمى بسقف البلد أو السيادي. (Bouchet, Clark, & Gros Lambert, 2003, p. 93)

تركز وكالات التصنيف السيادي الرئيسية المشار إليها، بشكل عام في تقييم عوامل تضطلع من خلالها إلى إجراء تقييمات لمخاطر البلد، تمكنها من التوصل إلى توافق في الآراء بشأن تصنيف سيادي ائتماني معين، تتمثل هذه العوامل في: (Ramady, 2014, p. 10)

- الهيكل الاقتصادي وأفاق النمو في البلاد.
- أداء المالية العامة وأعباء الدين.
- المرونة النقدية والجوانب التنظيمية.
- الفعالية المؤسسية / البيروقراطية والمخاطر السياسية.
- السيولة الخارجية ووضع الاستثمار الدولي.
- الاستثمار الأجنبي المباشر.

أولا/ وكالة Moody's: تقوم وكالة Moody's بتقييم مخاطر البلد عن طريق Moody's Analytics التي تأسست سنة 2007، وهي شركة تابعة للشركة الأم Moody's، تركز على الأنشطة غير المصنفة، منفصلة عن خدمة Moody's Investor، يوفر مؤشر مخاطر البلد (MACRI) من Moody's Analytics وسيلة لتقييم ومقارنة مخاطر البلد عبر 191 دولة، يقوم (MACRI) بتجميع التهديدات على طول ستة أبعاد للمخاطر في درجة واحدة للمخاطر، بما في ذلك أكثر من 100 مقياس اقتصادي واجتماعي وسياسي وديموغرافي جنبًا إلى جنب مع التوقعات الاقتصادية وتقييمات الخبراء، كما يتمتع مستخدم المؤشر بخيار تعديل الأوزان عبر عوامل الخطر لإنتاج درجات تتطابق بدقة مع تفضيلات المخاطر الخاصة بهم، (moodyanalytics, 2022) تتمثل أبعاد المخاطر الست في؛ مخاطر الاقتصاد الكلي، المتعلقة بالدورة الاقتصادية الطبيعية للاقتصاد ونوعية السياسة النقدية والمالية.

- **مخاطر الاقتصاد الجزئي (أو الأعمال):** تعكس عدم اليقين التشغيلي من الظروف المحلية التي تواجهها الشركات على أساس يومي.
- **المخاطر المالية (أو الميزانية العمومية):** تلك المتعلقة بإمكانية حدوث تحولات في تقييمات الأصول والخصوم بسبب صدمات أسعار الفائدة وأسعار الصرف.
- **المخاطر الاجتماعية:** تلك المتعلقة باحتمالية حدوث اضطرابات اجتماعية واسعة النطاق أو مخاطر على المستوى الفردي مثل الجريمة والأمراض التي تؤثر على الموارد البشرية.
- **المخاطر السياسية:** التي تعكس عدم اليقين في السياسة و / أو احتمال حدوث تحولات كبيرة في الظروف السياسية.
- **المخاطر الأمنية:** تعكس الخطر الذي يهدد حياة البشر وممتلكاتهم من جراء الحرب والإرهاب وعدم الاستقرار الجيوسياسي والكوارث الطبيعية وتغير المناخ.

يتم الحصول على قيمة المؤشر من المتوسط المرجح للدرجات الرقمية المخصصة للست فئات المحددة من المخاطر، يتم حساب كل درجة من درجات المخاطر هذه عن طريق التحويل والوزن والتجميع عبر متجه لمقاييس المخاطر الكمية والنوعية، يتم تحديث هذا المؤشر كل ثلاث أشهر، ويقدر المخاطر على المدى القصير والمتوسط. على مقياس تدرجي من 0 إلى 100. (moodyanalytics, 2022)

ثانيا/ وكالة Fitch: استحوذت "Fitch Group" على شركة "BMI Research" في عام 2014، هي شركة أبحاث تقدم تحليلات عن الاقتصاد الكلي، الصناعة، والأسواق المالية، تغطي 24 صناعة، و200 سوق عالمي وإقليمي، تأسست عام 1984 باسم Business Monitor International، في سنة 2018 تم دمج شركة "BMI Research" في "Fitch Solutions"، سمح هذا الدمج بالاستفادة من خبرتها التي تفوق 35 سنة في مجال خدمة أبحاث مخاطر البلد، وتقييم التطورات الاقتصادية والسياسية وبيئة الأعمال، حيث تقدم معلومات أعمال

عالية الجودة تساعد العملاء على فهم الفرص والمخاطر التي يجابهونها بشكل أفضل على أساس ربع سنوي، من خلال مؤشر مخاطر البلد (CRI)، الذي يحدد درجة مخاطر حدوث صدمة، مثل أزمة اقتصادية أو تغيير مفاجئ في البيئة السياسية التي من شأنها أن تؤثر على أولئك الذين يمارسون الأعمال داخل بلد، أو إقليم، أو منطقة إدارية خاصة، (fitchsolutions, 2022) يوفر مؤشر (CRI) درجة مركبة من 0 (منخفض) إلى 100 (مرتفع) ، بناءً على مؤشرات المخاطر الفردية الخمسة؛ المخاطر السياسية طويلة الأمد (16.7%) ، المخاطر السياسية على المدى القصير (16.7%) ، المخاطر الاقتصادية على المدى الطويل (16.7%) ، المخاطر الاقتصادية قصيرة المدى (16.7%) ، المخاطر التشغيلية (33.3%). يتم تقسيم كل مؤشر إلى مكونات فرعية، يتم ترجيحها وفقاً لأهميتها من حيث التأثير على الاستقرار ومناخ الاستثمار العام إلى: (fitchsolutions, 2022)

– **المخاطر السياسية:** تقييم مؤشرات المخاطر السياسية مخاطر حدوث تغيير حاد في سياسة الحكومة واستقرار سياسي أوسع، يشمل مؤشران قصير وطويل الأجل تعكس الأطر الزمنية المختلفة، يقوم مؤشر المخاطر السياسية طويلة الأجل بتقييم الخصائص السياسية الهيكلية للبلد على مدى إطار زمني متعدد السنوات، يتفرع إلى أربع (04) مكونات فرعية؛ خصائص النظام السياسي، خصائص المجتمع، نطاق الدولة (قدرة الحكومة على التصرف كسيادة على أساس محلي وخارجي)، استمرارية السياسة، في حين يقوم مؤشر المخاطر السياسية قصير الأجل بتقييم المخاطر السياسية ذات الصلة لاستقرار مناخ الاستثمار على مدى فترة زمنية أقصر تصل إلى 24 شهراً، يقيم هذا المؤشر على أساس أربع (04) فرعية؛ عملية صنع السياسات، الاستقرار الاجتماعي، الأمن / البيئة الخارجية، استمرارية السياسة.

– **المخاطر الاقتصادية:** يقوم مؤشر المخاطر الاقتصادية بتقييم درجة موازنة الدولة بشكل فعال للنمو غير التضخمي، واحتوائها على عجز مالي وخارجي، والحفاظ على نسب ديون يمكن التحكم فيها، يتم تقييم هذه المخاطر وفق مؤشرين قصير وطويل المدى، يأخذان في الاعتبار نفس المؤشرات الفرعية مع اختلاف في الأوزان الترجيحية؛ والتي تشمل؛ النشاط الاقتصادي، النقدية (يقيم التضخم وأسعار الفائدة الحقيقية)، المالية (الرصيد المالي، عبء الدين الحكومي، وحجم القاعدة الضريبية)، استدامة ميزان المدفوعات، وكذلك توقعات الدين المالي والخارجي. فضلاً عن تقييم هيكل الاقتصاد كمؤشر فرعي للمخاطر الاقتصادية طويلة المدى.

– **المخاطر التشغيلية:** يقارن مؤشر المخاطر التشغيلية من الناحية الكمية تحديات التشغيل في 205 دولة حول العالم، يسجل المؤشر درجات لكل دولة على مقياس من 0-100، مع كون تقييم 100 درجة هي أقل درجة خطورة، يركز المؤشر على أربع مجالات رئيسية للمخاطر؛ سوق العمل، التجارة والاستثمار، الخدمات اللوجستية، الجريمة والأمن.

ثالثاً/ وكالة Standard and Poor's: تعتبر "S&P" أن مخاطر البلد يمكن أن تؤثر على جودة الائتمان لكيان غير سيادي، كما تتأثر مخاطر الائتمان لكل كيان ومعاملة مصنفة بدرجات متفاوتة بهذه الأنواع من المخاطر

الخاصة بكل بلد، حيث تشكل منهجيتها لتحديد تقييم مخاطر البلد معياراً لدمج هذه المخاطر في تصنيفات الشركات، وفي تصنيفات القطاعات الأخرى التي تتضمن مثل هذه التقييمات في المعايير ذات الصلة، (spglobal, 2021) بدأت "S&P" في توفير خدمة تقييم مخاطر البلد لعملائها عن طريق قسم "S&P Global Market Intelligence" سنة 2013 على أساس شهري، وفق تحليل نوعي، تقدم بيانات تاريخية وتوقعات موسعة توفر للعملاء منظوراً شاملاً حول مخاطر البلد، الحوكمة البيئية والاجتماعية، حوكمة الشركات، مخاطر القطاع المصرفي، الأحداث الإخبارية المتعلقة بالعنف السياسي وحوادث المخاطر السياسية، فطورت نظاماً لتقييم مخاطر البلد، يمكن استخدامه من مقارنة المخاطر في 211 دولة حول العالم، وفي 28 فيفري 2022 جرت عملية دمج شركة "IHS Markit" التي أصبحت جزءاً من "S&P Global"، ما حول لـ "S&P" القيام بتحديث التنقل في موقعها لمواءمة منتجات الأعمال مع أقسامها الجديدة، (spglobal, 2022)، تصنف تقييمات مخاطر البلد على مقياس من "1" (مخاطر منخفضة للغاية) إلى "6" (مخاطر عالية جداً) لكل من العوامل الفرعية الأربعة التالية: (spglobal, 2013)

- **المخاطر الاقتصادية:** يعتمد العامل الفرعي للمخاطر الاقتصادية على معايير الدرجة الاقتصادية السيادية، مع إجراء تعديلات، لارتفاع المخاطر النقدية أو المخاطر الخارجية أو الاختلالات الاقتصادية، تشمل الدرجة الاقتصادية السيادية، مستويات الدخل، آفاق النمو، والتنوع الاقتصادي.

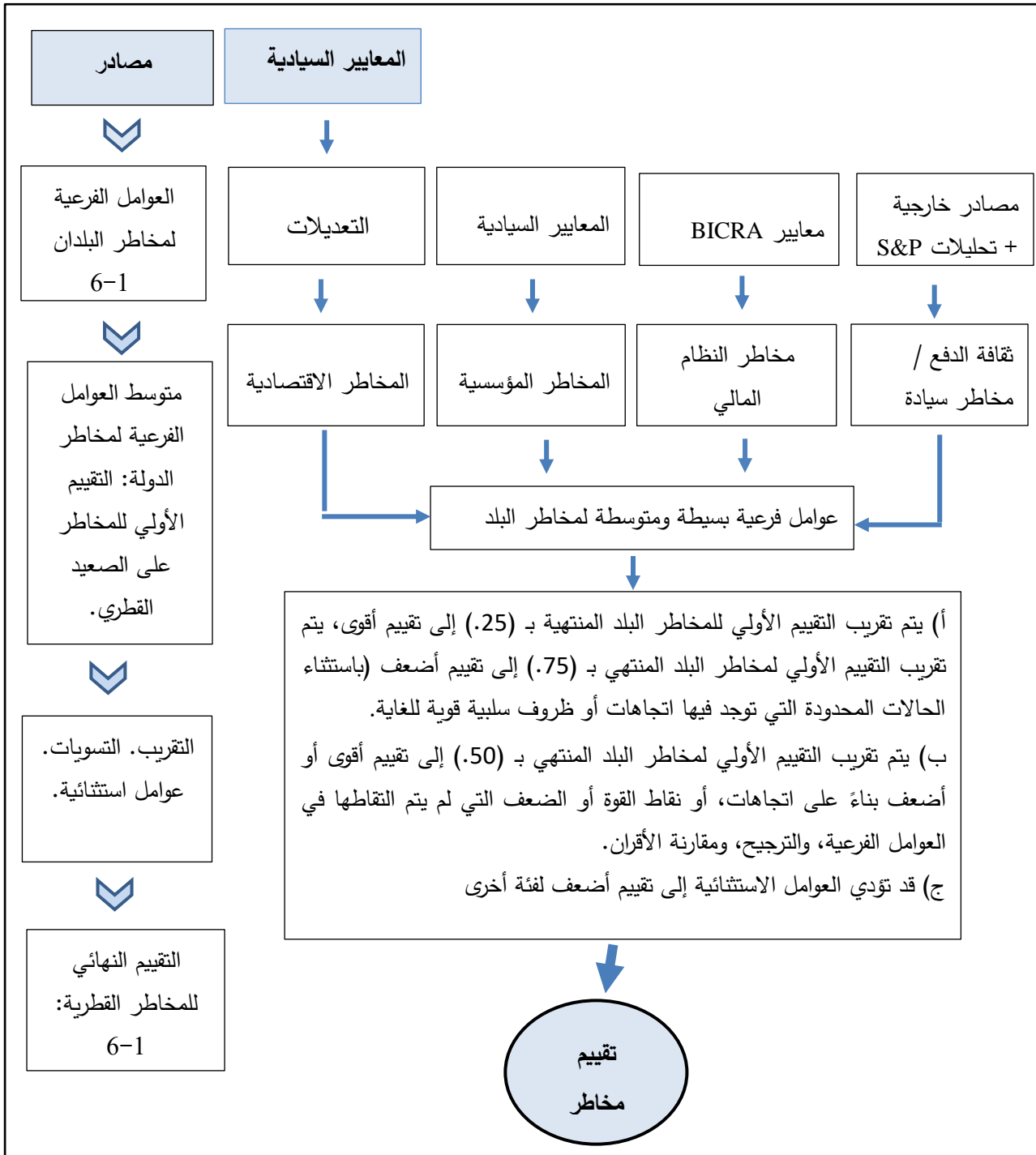
- **المخاطر المؤسسية:** يعتمد هذا العامل الفرعي، الذي يتضمن عدداً من المخاطر المعروفة عموماً باسم "المخاطر السياسية"، على معايير التقييم المؤسسي السيادي، تغطي هذه الدرجة السيادية العوامل التالية؛ فعالية واستقرار وإمكانية التنبؤ في صنع السياسات السيادية والمؤسسات السياسية (عامل أساسي) الشفافية والمساءلة للمؤسسات والبيانات والعمليات، وكذلك تغطية وموثوقية المعلومات الإحصائية (عامل ثانوي)، في حين تتمثل عوامل التعديل المحتملة في؛ ثقافة سداد الديون السيادية، والمخاطر الأمنية الخارجية.

- **مخاطر النظام المالي:** تشكل القوة أو الضعف النسبيان للنظام المصرفي في بلد ما، والعمق النسبي لأسواق رأس المال فيه، عاملين هامين من عوامل مخاطر البلد بالنسبة للبلدان غير السيادية، تشكل درجة تقييم مخاطر الصناعة المصرفية (BICRA) العامل الرئيسي المستخدم لتقييم مخاطر النظام المالي، كما يتم إجراء تعديلات للوصول الواسع أو الضيق بشكل خاص إلى أسواق رأس المال المحلية أو الخارجية.

- **ثقافة الدفع ومخاطر سيادة القانون:** يعتمد العامل الفرعي لثقافة الدفع / سيادة القانون على مؤشرات خارجية مثل مؤشرات البنك الدولي للحوكمة لسيدة القانون ومكافحة الفساد، ترتيب البنك الدولي "ممارسة الأعمال التجارية" لإنفاذ العقود، الشفافية "مؤشر مدركات الفساد" الدولي.

يتم الجمع بين الأربعة عوامل الفرعية والتعديلات التي قد تمسها، للحصول على التقييم النهائي لمخاطر البلد، حيث تدمج العوامل الفرعية كمتوسط بسيط للعوامل الأربعة للوصول إلى التقييم الأولي لمخاطر البلد، في حالة عدم وجود عوامل تعديل استثنائية يكون التقييم النهائي لمخاطر البلد مساوياً للتقييم الأولي لمخاطر البلد، مقرباً (عند الاقتضاء) إلى عدد صحيح، كما هو موضح في الشكل أدناه:

شكل (3.1): إطار تقييم مخاطر البلد



المصدر: (standard & poor's financial services llc, 2021) بتصرف

خلاصة الفصل

في ختام هذا الفصل، تجدر الإشارة أن مخاطر البلد ترافق كل المعاملات التجارية والمالية التي تتم عبر الحدود، العديد منها معروف، والبعض الآخر يعد جزءا لا مفر منه في هذه الأعمال، ما يجعل من هذه المخاطر تحديًا متعدد الأوجه، وقد أخذت مخاطر البلد أشكالًا مختلفة من فترة زمنية إلى أخرى، منبعها الظروف والأحداث التي عرفتتها تلك الفترات، ويظهر ذلك جليا من خلال التسميات والتعريفات التي عرفتتها في غياب نظرية شاملة لمخاطر البلد، ما أدى إلى تعدد التعاريف التي حاولت تحليل وتفسير البيئة الاقتصادية والسياسية الدولية، خلال فترة الستينيات إلى الثمانيات، حيث تم فيها تعريف وتحليل مخاطر البلد انطلاقا من أبعاد وطنية، فيما يتعلق بالظروف السياسية والاجتماعية للبلدان، أو فيما يتعلق بمدى قدرتها على سداد ديونها، غير أن هذه التعاريف تعتبر متقدمة في البيئة الدولية الحالية، التي تعتمد على التبادل بين البلدان على المستوى الاقتصادي، المالي السياسي، والثقافي، مما أوجب مراعاة عوامل التأثير الخارجي وإدراجها في تعريف وتحليل مخاطر البلد، ومع ذلك يتفق جمهور الباحثين والممارسين المهنيين في مجال الأعمال الدولية على أن مخاطر البلد تتكون من ثلاثة أبعاد؛ سياسية، اقتصادية ومالية، داخلية كانت أم خارجية.

ونظرا للتغيرات العميقة التي شهدتها العديد من البلدان في العالم، بدءاً من الأزمة الاقتصادية والمالية في أوروبا وأمريكا، انتقالات إلى عدم الاستقرار السياسي في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، جعل من تقييم مخاطر البلد ضرورة ملحة لأي شركة أو مستثمر يرغب في الولوج إلى الأسواق الدولية، بهدف التقليل من التعرض للمخاطر التي تختلف من عون اقتصادي إلى آخر والحماية منها، ويعد تقييم المخاطر مسألة فنية تعتمد على مجموعة متنوعة من البيانات والمؤشرات، التي يمكن الحصول عليها من قواعد بيانات وطنية أو دولية، كما تعتمد الطرق الرئيسية المعتمدة في بناء نموذج تقييم مخاطر البلد، إما على تقييم الخبراء وفق حكم ذاتي، أو أساليب كمية، يعتمد عليها المختصين في بناء نماذج تقييم وتصنيف مخاطر البلد، والتي تكون إما وفق الطريقة النوعية الكاملة، الطريقة النوعية المنظمة، طريقة القائمة المرجعية، أو الطرق الكمية الأخرى، كما تركز جميع تقنيات تصنيف مخاطر البلد على قوائم المراجعة للمؤشرات المحددة مسبقاً، يتم اختيار هذه المعايير بعناية و ترجيحها من قبل مصمم النموذج من تجربته الخاصة أو من تحليل البيانات التاريخية.

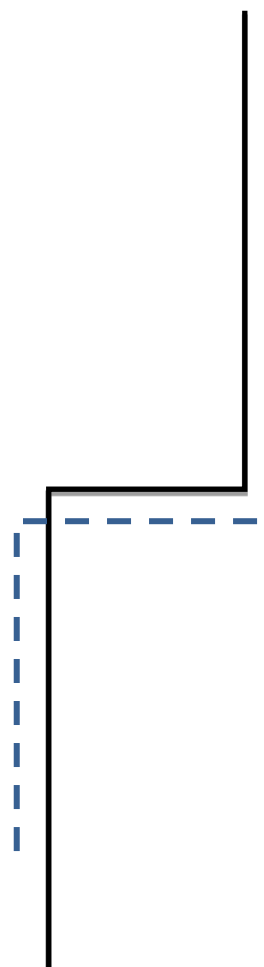
تحت ضغط المستثمرين وحاجتهم الملحة للوصول إلى معلومات أكثر شمولاً حول تقييم مخاطر البلد، جعل من التقييم والتصنيف أداة ضرورية، أدت إلى انتشار التحليلات التي لا تسعى فقط إلى دراسة المخاطر، إدارتها وتسييرها، أو الحد منها، بل أيضا تزويد السلطات بأداة موثوقة وفعالة، هنا يأتي دور الهيئات الدولية والمؤسسات المتخصصة في نمذجة، تقييم، وتصنيف المخاطر، حيث تعمل هذه الأخيرة على نشر بانتظام تقييما للمخاطر في شكل تصنيفات أبجدية، رقمية، أو تركيبية، سهلة التفسير، غالبا ما تكون مصحوبة بتقارير

تحليلية وتفسيرية مكملة لدراسة السوق والبيئة الاستثمارية للبلد المعني، حيث يتيح هذا المحتوى المعلوماتي للتصنيف للمتعاملين والأعوان الاقتصاديين الذين قد يتعرضون لمخاطر البلد شرح وفهم المخاطر بشكل أفضل.

بعد تخصيص هذا الفصل لفهم مخاطر البلد، مصادرها، أبعادها، تقنيات تقييمها، والجهات الفاعلة في تصنيفها، سيكون الفصل الثاني عن مؤشرات أداء البورصة، علاقتها بمخاطر البلد، لنعرج إلى الأدبيات السابقة التي تناولت الموضوع.

الفصل الثاني

مؤشرات أداء البورصة،
والأدبيات التطبيقية السابقة
للدراسة.



تمهيد

تعد البورصة أو ما يطلق عليها بسوق الأوراق المالية من أبرز مكونات النظام المالي، ترتبط ارتباطاً وثيقاً بأداء اقتصاد البلد، ويعد وجودها ضرورة ملحة لخلق اقتصاد متوازن والعمل على تدعيمه، فهي تساعد في خلق أدوات مالية تتجه إليها مدخرات الأفراد والمؤسسات، ومصدراً لتمويل الاستثمارات، كما أنها أصبحت قناة رئيسة جالبة للرأس المال الأجنبي، تحظى البورصات النشطة والتي تعرف ديناميكية مستمرة محل اهتمام الفاعلين الاقتصاديين، كما غدت مؤشرات أداء البورصة من المؤشرات الفعالة في تحديد اتجاه النشاط الاقتصادي، ومقياساً حقيقياً للأداء الإجمالي لبورصة الأوراق المالية في البلدان المتقدمة أو النامية على حد سواء، فهي تعكس شعور المستثمرين بشأن حالة الاقتصاد، فضلاً على أن العديد من المستثمرين يستخدمونها لإدارة محافظهم الاستثمارية، فيتم دمج المؤشرات بعمق في أعمال إدارة الاستثمار.

ونظراً لكون المؤشر يتكون من عينة من شركات تنشط في قطاعات اقتصادية مختلفة، فضلاً عن كونه أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى قيم كمية، أصبح يمثل مرجعاً واضحاً للمستثمر في بورصة الأوراق المالية، لاستخدامه كمعيار لمقارنة الأداء، ومقارنة العائد على استثمارات محددة، حيث يقوم القرار الرشيد للاستثمار في الأوراق المتداولة في البورصة من عدمه، على الموازنة بين العائد المتوقع والمخاطر المحتملة لهذا الاستثمار، وتختلف درجة الاستعداد لتحمل هذه المخاطر من مستثمر لآخر، وبالحدوث عن العوائد المتأتمية من الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في البورصة (الأسهم) فإنها تتجزأ إلى؛ العائد الجاري المتحقق من الأرباح المكتسبة التي تدفعها الشركات لحملة أسهمها أو مساهميتها، في حين يمثل الجزء الثاني من العوائد من الأرباح الرأسمالية الناتجة عن زيادة قيمة السهم في البورصة، أما في حالة تدنيه أي انخفاض سعر السهم، فإن المستثمر يتحمل خسارة رأسمالية.

تعتبر التقلبات الحاصلة في عوائد الأسهم عن وجود عوامل مؤثرة، يعبر عنها بمخاطر محتملة، وتشير النظريات المالية الحديثة، إلى أن هذه المخاطر تنقسم إلى؛ مخاطر غير منتظمة، تلك التي تشير إلى قطاع اقتصادي أو شركة معينة دون غيرها من القطاعات أو الشركات، ناجمة عن ظروف معينة أو استثنائية، قد تؤدي إلى خسائر غير متوقعة أو أرباح غير اعتيادية، أم النوع الثاني من المخاطر، فهي تلك المخاطر المنتظمة المرتبطة بالاقتصاد الكلي للبلد، والتي تؤثر على جميع الشركات المدرجة في البورصة بمختلف قطاعاتها دون استثناء، مما يؤدي إلى انخفاض أو ارتفاع مؤشر البورصة (سوق رأس المال) حسب التغيرات الحاصلة، وتعتبر مخاطر البلد بمكونات الرئيسية والفرعية الاقتصادية والمالية منها، جزءاً لا يتجزأ من المخاطر النظامية لكونها ترتبط وتحسب مؤشراتها على أساس بعض الحسابات القومية التي تعكس السياسات الاقتصادية والنقدية التي تنتهجها الدول.

نسعى من خلال هذا الفصل إلى التطرق لمؤشرات أداء البورصة، العوامل المؤثرة فيها، وعلاقتها بمخاطر البلد نظريا، وتطبيقيا من خلال عرض الأدبيات السابقة التي تناولت الموضوع، حيث يتم التفصيل في هذه النقاط من خلال المباحث الآتية:

- المبحث الأول: مؤشرات أداء البورصة، تعريفها، استخداماتها، وكيفية بنائها
- المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في مؤشرات أداء البورصة
- المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية السابقة للدراسة

المبحث الأول: مؤشرات أداء وتطور البورصة، تعريفها، استخداماتها، وكيفية بنائها.

ربما تكون مؤشرات البورصة من أكثر المفاهيم شهرة في مجال التمويل، فمن المعتاد رؤيتها في الأخبار اليومية أو العثور عليها دون صعوبة في الصحف، في المناقشات التلفزيونية أو الإذاعية، وحتى عبر الأنترنت، فتلعب مؤشرات البورصة دورا مهما في المجال المالي المهني، وذلك بإنشائها، استخدامها وتتبعها من طرف المستثمرين المؤسساتيين، الصناديق أو البنوك الاستثمارية، وترجع أصول مؤشرات البورصة إلى حوالي سنة 1884، عندما تم إنشاء أول مؤشرات سوق الأسهم ونشرها من قبل الصحف المالية كملخصات يومية لتقلبات أسعار الأسهم، منذ ذلك الحين انتشرت المؤشرات في جميع أنحاء العالم لتطوير صناعة مالية ضخمة.

المطلب الأول: تعريف مؤشرات البورصة، أهدافها وأهميتها

أولا/ تعريف مؤشر البورصة

تعددت التعاريف التي سبقت لتبيان مفهوم مؤشر البورصة، واختلفت من حيث الشمولية والوضوح، نذكر البعض من هذه التعاريف:

– **التعريف الأول:** يعرف مؤشر البورصة على أنه أداة لقياس اتجاه وحركية البورصة، تقدا أو تراجعا، صعودا أو هبوطا. (عباس، 2022، صفحة 260)

– **التعريف الثاني:** يعتبر مؤشر البورصة مقياسا لمستوى الأسعار في البورصة. (حمداوي، 2017، صفحة 100)

– **التعريف الثالث:** هو مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للبورصة، يمثل متوسط أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة. (الخيكاني و الموسوي، 2015، صفحة 135)

– **التعريف الرابع:** يمثل مؤشر البورصة قيمة محفظة مكونة من عدد من الأسهم عند فترة زمنية ما، حيث يسمح بتحديد العائد لهذه المحفظة بين تاريخين مختلفين. (بن الضب و شيخي، 2017، صفحة 75)

– **التعريف الخامس:** مؤشر البورصة هو أداة إحصائية لقياس تطور أسعار محفظة الأوراق المالية الممثلة للبورصة محل التداول مقارنة بالقيمة المرجعية (الأساس)، فهو يسمح لفهم أداء البورصة، ومقياسا لاقتصاد البلد. (FIHRI, 2022)

– **التعريف السادس:** مؤشر البورصة يمثل قيمة عددية يسمح بتبيان التطور عبر الزمن بين حجمين (الكميات أو الأسعار)، لمعرفة تطور أداء بورصة الأوراق المالية، أحد أقسامها، قطاع اقتصادي معين، أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس البورصة أو البورصات الأخرى. (Topsacalian, 1996, p. 9)

من خلال ما سبق ذكره يمكن تعريف مؤشر البورصة على أنه أداة إحصائية رقمية مرجعية، تعمل بطريقة منتظمة ومستمرة على رصد وقياس تطور كميات وأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة في فترات زمنية معينة مقارنة بالقيم الدفترية لفترة الأساس صعودا أو هبوطا، لمعرفة الأداء الكلي لمحفظه السوق، أو محفظة قطاع معين، أو محفظة عينة لشركات معينة، مع إمكانية مقارنتها بمثيلاتها في نفس البورصة أو بورصات الأوراق المالية الأخرى، والمؤشرات البورصة نوعان؛ مؤشر عام يقيس أداء البورصة الكلي، ومؤشر خاص قطاعي يقيس أداء قطاع اقتصادي معين.

ثانيا/ أهداف المؤشرات في البورصة

تهدف المؤشرات في البورصة بشكل أساسي إلى معرفة الاتجاه العام لحركة أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها ارتفاعا أو انخفاضاً، كما تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع من عدمه، ويتخذ بعض المستثمرين من المؤشرات أداة استثمارية يتم التعاقد على أساسها مثل ما هو الحال في عقود المشتقات المالية، حيث تقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي تمثل مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر، أو سعر الأوراق المالية المتداولة (السهم) صعودا أو هبوطا. (آل شبيب، 2016، صفحة 207)

تؤثر عدة عوامل على عمليات التداول في البورصة من بيع، وشراء، وكذا أسعار الأوراق المالية، والتي بدورها تنعكس على حركة مؤشرات البورصة، تتمثل هذه العوامل في: (السويطي، 2011، صفحة 16)

- التوقيت أو الزمن؛
- طبيعة المنافسة والمضاربة في البورصة (تأثير الشركات الكبرى على الصغرى)؛
- مدى دقة وشفافية المعلومات، ومدى إفصاح الشركات التي تطرح أوراقها المالية للتداول عن بياناتها المحاسبية والمالية، وبالتالي الأخبار في البورصة، وهو ما يدخل في تحديد مستوى كفاءة البورصة؛
- سلوكيات المتعاملين وقدرتهم على التعامل مع الإشاعات واستخدامها في التأثير على حركة أسعار وحجم التداول.

ثالثا/ أهمية مؤشرات البورصة

تلعب مؤشرات البورصة أدواراً متنوعة ومتطورة باستمرار، نمت أهميتها، في السنوات الأخيرة، بشكل مطرد نتيجة لعولمة الاقتصادات، فضلا عن أهدافها، فإن أهميتها تبرز في كونها: (العبادلة، 2013، صفحة 35)

- أداة مساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال ما يعكسه المؤشر عن اتجاه السوق صعودا أو هبوطا؛
- أداة تقييمية للقرارات الاستثمارية التي يتخذها المتعاملين في البورصة، من خلال مقارنة العائد الذي يعكسه مؤشر البورصة بعائد المستثمر مهما كان شخصية طبيعية أو معنوية؛

- أداة للمقارنة المرجعية، يتم الرجوع له كمعيار للمقارنة، وتقييم أداء البورصة والأوراق المالية المتداولة فيه، ورصد مواطن الخلل والانحراف ومعالجتها. (الجميل، 2018، صفحة 91)، فهو يساعد على إعادة تنظيم البورصة من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار، وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة؛ (السويطي، 2011، صفحة 11)
- أداة للتبويب الجيد من حيث كونه يعكس مستوى الخطر، فالمؤشر ذو التبويب الجيد، يعنى يشكل أقل خطر للمستثمر.

المطلب الثاني: مؤشرات البورصة واستخداماتها

أولا / مؤشرات أداء البورصة وتطورها

لقياس أداء وتطور البورصة اتفق الاقتصاديون على معايير محددة لمعرفة درجة تقدمها ونضجها، تعبر عنها مؤشرات تستخدم لقياس مدى قدرة تحقيق وبلوغ البورصة الأهداف المنوطة بها، ومن أهم هذه المؤشرات:

1. المؤشر العام لأسعار الأسهم: يطلق عليه معدل أو مؤشر البورصة، يمثل متوسط أسعار أسهم لشركات من قطاعات مختلفة مدرجة في البورصة، يمثل نشاطها الجزء الأكبر من النشاط الاقتصادي للدولة، إذ يستخدم كمقياس للحركة العامة للبورصة، (طالب، الموسوي، و حسن، 2013، صفحة 204) تركز مهمته في إعطاء صورة صحيحة عن الأداء الكلي للبورصة، وفي حال ما اتسمت هذه البورصة بالكفاءة، فإن المؤشر المصمم لقياس أداء البورصة من شأنه أن يكون المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام للبلد محل البورصة، كما يوصف بأنه أداة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية، بكونه يمكن أن يعطي تنبئها مسبقا لحدوث انتعاش أو انكماش اقتصادي. (هندي، 1993، صفحة 242)

2. مؤشر حجم السوق (البورصة): يعتبر من أهم المؤشرات الإيجابية التي تدل على حجم الاستثمارات في البورصة، يدل اتساع حجم السوق، وعلى مدى انتشار ثقافة الاستثمار المالي، ومدى تطور وقدرة البورصة على جذب المستثمرين المحليين والدوليين، ويقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين:

أ. مؤشر القيمة السوقية: ويطلق عليه أيضا معدل الرسملة البورصية، وهو يمثل القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة إلى الناتج المحلي الخام، ويعبر مؤشر القيمة السوقية اقتصاديا عن الميل نحو التمويل عبر السوق المالية، وقدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال، يرتفع هذا الأخير بزيادة الطلب على الأوراق المدرجة في البورصة.

ب. مؤشر عدد الشركات: يشير هذ المؤشر إلى عدد الشركات المقيدة في البورصة، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى اتساع حجم وتطور البورصة في البلد المعنى، (بلحمري، 2016، صفحة 41) ومن شأن ذلك أن ينعكس بالإيجاب على كفاءة تخصيص الاستثمارات من حيث الحجم ومن حيث الاتجاه نحو الشركات

الأكثر كفاءة، ويسهم التنوع في الشركات المدرجة في البورصة إلى تقليل المخاطر الاستثمارية، نظراً إلى ما يوفره هذا التنوع من فرص للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتاحة، غير أن هذا المؤشر يفقد دلالاته ما لم يكن مقروناً بمؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المسجلة والمدرجة في البورصة كبير غير أن القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير. (سراي، 2017، صفحة 45)

3. مؤشر السيولة: يقصد به القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية في البورصة، بسهولة دون أن يؤدي ذلك إلى إحداث تغيير كبير في قيمتها السوقية، ويتم قياس سيولة البورصة بمؤشرين هما: (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 78)

أ. مؤشر حجم التداول: يقصد به معدل التداول المنظم لمجموعة أسهم الشركات المدرجة في البورصة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، فهو بذلك يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد، وهو مؤشر يعكس كذلك حجم السوق إلى جانب مؤشر القيمة السوقية.

ب. مؤشر معدل الدوران: يشير إلى النسبة المئوية لتداول الأسهم في البورصة، ويحسب بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة على القيمة السوقية، وهو مؤشر مكمل لمقاييس رسملة البورصة لتبيان درجة نشاط البورصة وسرعة نموها. (الداوي، 2012، صفحة 100)

4. مؤشر تمركز السوق: يشير إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على البورصة، ويقاس بحساب حصة أكبر عشر (10) شركات في رسملة البورصة أوفي قيمة الأسهم المتداولة، ويدل معنى هذا المؤشر اقتصادياً ومالياً إلى مدى التقارب أو التباعد بين حصص الشركات المقيدة في البورصة من حيث مساهمتها في رسملة البورصة أو في سيولتها، (حلوفي، 2011، صفحة 151) وتعد درجة التمركز المرتفعة أمر غير مرغوب فيه لتأثيرها بشكل سلبي على البورصة، (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 79)

5. مؤشر عدم الاستقرار (درجة التقلبات): يشير إلى مدى وجود تقلبات في العوائد في البورصة، أي عدم وجود استقرار في البورصة، وتقاس درجة التقلبات من خلال الانحراف المعياري للعوائد الشهرية للأوراق المالية المتداولة في البورصة، حيث يدل انخفاض درجة التقلب على تطور وتنمية البورصة، وعلى ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال. (الداوي، 2012، صفحة 100)

6. مؤشر التنمية المؤسسية والتنظيمية: يمكن للعوامل المؤسسية والتنظيمية أن تؤثر على سير ونشاط البورصة، فالهيكل التنظيمي، والترسانة القانونية الموجهة لتأطير البورصة، فضلاً عن المعايير المحاسبية المطبقة وقواعد الإفصاح الإلزامية، (مصيطفى و بن بوزيان، 2015، صفحة 79) من شأنها أن: (الداوي، 2012، صفحة 102)

- توفير المعلومات الضرورية عن الشركات والوسطاء؛

- توفير قوانين لحماية الاستثمار والمستثمرين؛
- رفع العوائق عن الاستثمار وتحويل رؤوس الأموال؛
- تؤدي إلى انخفاض في درجة المخاطر.

إن وجود هذه المؤشرات يؤدي إلى تعزيز مشاركة المستثمرين في البورصة، والذي يعتبر مؤشر من المؤشرات الدالة على اتساع حجم البورصة، تطورها ونضجها.

7. مؤشر اندماج السوق وتسعير الأصول: من النماذج التي يعتمد عليها كمؤشر تقييمي، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتقييم معدل العائد المتوقع للورقة المالية أو المحفظة المالية وفقاً لمستوى مخاطره، وهو العائد الذي يطلبه المستثمر للقيام بشراء هذه الأصول المالية، حيث أن العلاقة بين العائد والخطر علاقة عكسية، إذ ينخفض العائد المتوقع للأصل المالي بانخفاض مخاطره، ففي ظل اندماج البورصات تتدفق رؤوس الأموال عبر الحدود بشكل يتساوى فيه تسعير الخطر، وهي العلاوة التي بتحملها المستثمر جراء تحمل المخاطر المرتبطة بالأصل المالي للحصول على العائد المتوقع، وفي حالة انفصال البورصات عن بعضها تتباين علاوة الخطر بين البلدان حسب القيود المفروضة على تدفقات رأس المال، نتيجة هذه القيود تظهر مجموعتين من الأصول المالية:

- أصول مالية غير مقيدة يمتلكها المستثمرين الوطنيين والأجانب على حد سواء.
- أصول مقيدة تقتصر حيازتها على المستثمرين الوطنيين.

ثانياً/ استخدامات مؤشرات البورصة

إن اختلاف المؤشرات من بورصة إلى أخرى، ومن قطاع إلى آخر، يؤدي ذلك إلى اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات بالنظر إلى الدور الذي تؤديه، إن استخدامات المؤشرات البورصية عديدة، أهمها:

1. قياس مستوى الأداء في البورصة: تحديد وقياس مستوى تطور الأداء العام للبورصة أو قطاع نشاط معين، حيث يسمح بإعطاء فكرة عن تطور جميع قيم البورصة، ومقارنة مؤشرات مع أداء مؤشرات البورصات الأخرى. (حمداوي، 2017، صفحة 101)

2. التعبير عن الحالة الاقتصادية العامة والتنبؤ بها: يعتبر مؤشر البورصة القاعدة المرجعية لتحليل تطور حركة وتقلبات الأسعار في البورصة، وربطها بالتغيرات السائدة في سوق السلع والخدمات، ومعرفة العلاقة السائدة بين المتغيرات الاقتصادية، وإمكانية التنبؤ بها، كما يسمح بكشف عيوب الاقتصاد من حيث الركود أو التضخم، أو التحقق من اتجاهات الانفراج والانتعاش، فضلاً عن استخدامه في بيان ارتباط اقتصاد البلد باقتصاديات دول أخرى. (كافي، 2009، صفحة 246)

3. **تقييم فكرة عن المحفظة وتقييم أدائها:** لاعتبار المؤشر مقياساً لربحية السوق، فإنه يستخدم كمرجع لتحليل تقلب الأوراق المالية، ولا سيما في نموذج توازن الأصول المالية، وذلك بتقييم اتجاه التغير في معدل عائد محفظة أوراق مالية خاصة مع اتجاه تغيير مؤشر البورصة، أي يسهل المقارنة بين السلوك النسبي لقطاع نشاط معين والسلوك الخاص بالبورصة بشكل عام، أو فيما يتعلق بسلوك قطاع نشاط آخر.
4. **قياس المخاطر العامة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية المرتبطة بالعائد والحد منها، يسمح بتعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المالية المتداولة، بالتالي يساعد على إدارة المحافظ الاستثمارية. (حمدوي، 2017، صفحة 103)
5. **يعمل على استقرار ثنائية العائد - الخطر:** من أهم الوظائف التي يؤديها المؤشر، قدرته على فصل سعر الأوراق المالية (الأسهم) عن القرارات الداخلية التي تتخذها الشركات داخلياً، أي لا ينبغي أن تؤثر التغيرات في أسعار الأسهم على قيمتها. (الجميل، 2018، صفحة 91)
6. **تقييم أداء مديري الاستثمار المحترفين:** غالباً ما يتم اعتبار مؤشر البورصة كمعيار لتقييم أداء مديري المحافظ المختلفة، فالمدبر الذي تحقق محفظته عائداً أعلى من متوسط عائد البورصة، يمكن الحكم على أدائه بالجودة، وبالطبع ينبغي ألا تركز المقارنة على العائد فحسب، إذ ينبغي أن يؤخذ في الحسبان أيضاً التباين بين مخاطر المحفظة. (هندي، 2006، صفحة 246)
7. **يلعب دور الأصول المالية،** بسبب التقدم في تقنيات سوق الأسهم والابتكارات المالية، ظهر جيل ثانٍ من المؤشرات يمكن تداولها، تعتبر وعاء لإبرام المنتجات المشتقة، فهو بالتالي يدعم الخيارات أو العقود الآجلة أو المقايضات. (بن الضب و شيخي، 2017، صفحة 75)
8. **الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات،** من خلال مؤشرات الربحية في الأسواق المالية. (كافي، 2009، صفحة 246)

المطلب الثالث: أسس وأساليب بناء مؤشرات البورصة

أولاً/ الاختيارات المنهجية في بناء مؤشرات البورصة

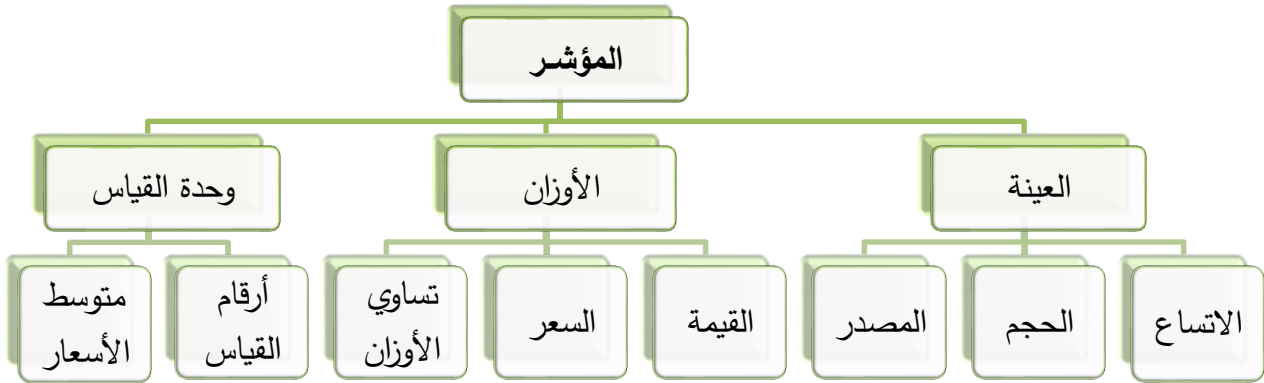
يواجه بناء المؤشرات الإحصائية عدداً من المشكلات المنهجية التي تم فهمها بشكل تدريجي مع مرور الوقت، إذ تعتمد كل هذه الاختيارات على الغرض من المؤشر وعلى الممارسات التي تهيم على الصناعة المالية و/ أو الإحصائية، كما أنها تعتمد على البيانات المتاحة، (على سبيل المثال، قد يكون من الصعب العثور على الأسعار في الأسواق غير الرسمية بالدقة المطلوبة والتكلفة والوقت المطلوبين)، إذ يعتبر المختصون بأن كل هذه الاختبارات مهمة للغاية، خاصة الترجيح منها، وأن تنوع السلوكيات مهم بشكل خاص بين الأسهم (بالمقارنة مع أسعار المستهلك)، تتمثل الاختبارات التي يجابها المختصون عند إنشاء أو استمرار مؤشر البورصة في: (Hautcoeur, 2006, pp. 15-16)

1. اختيار السوق الذي يلخصه المؤشر: يمكن أن يكون السوق المالي الكامل للاقتصاد الوطني أو لمؤسسة معينة (سوق الولايات المتحدة مقابل بورصة نيويورك).
2. اختيار وتيرة النشر: يمكن أن تنتقل من يومية إلى شهرية، حسب الظروف السائدة في البلد.
3. اختيار نوع الأسعار المستخدمة: إما متوسط الأسعار خلال فترة (يوم، أسبوع، شهر) أو سعر معين (على سبيل المثال، سعر إغلاق آخر جمعة من الشهر).
4. يتضمن اختيار الأوراق المالية: الأسهم، السندات، والأوراق المالية المحددة مثل؛ الأسهم الممتازة، السندات القابلة للتحويل، والأسهم ذات التصويت المتعدد، كما يمكن للتحولات القانونية أن تؤثر على المؤشرات من خلال هذه الاختيارات.
5. اختيار عدد الأوراق المالية المدرجة وطريقة الاختيار بما في ذلك تغيير القائمة، الاختلافات في السيولة بين الأوراق المالية، والتي يمكن أن تكون مهمة، جعلت هذا الاختيار حاسماً؛ لكن السيولة لم يتم دائماً قياسها (أو نشرها).
6. اختيار المجموعات الفرعية التي يجب توزيع الأوراق المالية فيما بينها (بين الصناعة والاعتبارات القانونية مثل الجنسية وسوق الإدراج ونوع الضمان وما إلى ذلك).
7. اختيار طريقة الترجيح سواء أكانت ثابتة أم متغيرة، ومتغيرات الترجيح (الرسلة، السيولة، التعويم).
8. طريقة السماح بعمليات رأس المال التي تؤثر على الشركات (عمليات الاندماج، الاستحواذ، توزيعات الأرباح، تقسيم الأسهم، وما إلى ذلك).
9. الطريقة التي يؤخذ بها دخول أو خروج الأوراق المالية في الاعتبار في المؤشر، سواء كانت مؤقتة (حالة القيم المفقودة المتكررة خلال الفترة المختارة، خاصة بالنسبة للشركات الصغيرة)، أو نهائية.
10. مشكلة الاتساق بين المؤشرات المبنية للخلف (بأثر رجعي)، والأمام (بدون أي معلومات عن المستقبل).

ثانياً/ أسس بناء مؤشرات البورصة

يعبر المؤشر العام للبورصة عن أسعار الأسهم المتداولة في السوق ككل، أو عن أسعار عينة من الأسهم المختارة وفق معايير محددة، يفترض في هذه العينة أنها تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق المستهدف قياسه، للمؤشر أسس معينة يستند عليها في بنائه، كما هي موضحة في الشكل التالي:

شكل (1.2): أسس بناء المؤشر



المصدر: (الشكرجي و تاج الدين، 2008، صفحة 77) بتصرف

1. **العينة:** تعرف العينة فيما يتعلق بالمؤشر بأنها مجموعة الأوراق الداخلة في حساب المؤشر، و لابد أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي: (بن الضب و شيخي، 2017، صفحة 77)
 - **الحجم:** كلما كبر حجم عينة عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر، كلما كان التمثيل أحسن لواقع البورصة، و أكثر مصداقية.
 - **الانتساع:** يجب أن تغطي العينة المختارة جميع القطاعات المشاركة في البورصة، أما اذا كانت العينة تخص قطاع معين فلا بد أن تتسع لجميع أسهم فئات المؤسسات المكونة لذلك القطاع.
 - **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على المعلومات الخاصة بأسعار الأوراق المالية (الأسهم) التي يقوم عليها المؤشر، حيث يكون المصدر الأساسي البورصة التي يتم تداول فيها الأوراق المالية.
2. **الأوزان النسبية (معاملات الترجيح):** يقصد بها القيمة النسبية للسهم داخل العينة، أي تحديد مدى ثقل سهم معين مقارنة بالأسهم الأخرى، (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2019، صفحة 571) هناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الأوزان، هي: (قبلان، 2011، الصفحات 95-96)
 - **مدخل الوزن على أساس السعر:** نسبة سعر السهم الواحد إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على أساس سعر السهم فقط، والذي قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها داخل العينة.
 - **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

– **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي؛ فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

3. وحدة القياس: يتم قياس قيمة المؤشر وفق وحدات سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في البورصة، فهناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، حيث يحسب المتوسط في معظم مؤشرات هذه المجموعة على أساس المتوسط الحسابي، في حين يوجد عدد قليل من المؤشرات يحسب فيها المؤشر على أساس المتوسط الهندسي، كما توجد مجموعة أخرى تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. (هندي، 2006، صفحة 258)

ثالثاً/ أساليب بناء مؤشرات البورصة

تعددت أساليب احتساب وبناء مؤشرات البورصة بتعدد مداخل تحديد أوزان الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، ما جعل من الضرورة فهم أسلوب احتساب المؤشر قبل استخدامه لقياس الأداء، ومن أهم الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات، الآتي:

1. المؤشرات المبنية على أساس الأسعار: هو عبارة عن متوسط الأسهم في البورصة مقسومة على عدد الشركات الممثلة للأسهم المتداولة في البورصة والمختارة وفقاً لمعايير ومؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في البورصة، (سراي، 2017، صفحة 50)، يُفهم هذا ببساطة على أنه متوسط سعر السهم في مؤشر معين، يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (Dow Jones Industrial Average) من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر، أقدمه، وأكثرها شيوعاً في بورصة نيويورك، يضم عينة من 30 سهماً لشركات صناعية (بمعدل سهم لكل شركة) تتسم هذه الأخيرة بالعراقة، ارتفاع قيمة أسهمها، وبضخامة حجمها وعدد المساهمين فيها، وأفضل طريقة لفهم حساب هذا المؤشر هي المعادلة التالية: (بلحمري، 2016، صفحة 44)

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it}}{D}$$

حيث:

– I_t : قيمة المؤشر عند الفترة t

– N : عدد السهم المونة للعينة

- P_{it} : سعر إقبال السهم I عند الفترة t

- D : العدد الإجمالي للقيم المركبة للمؤشر (عدد الأوراق المالية في المؤشر)

لمؤشر البورصة المبني على أساس الأسعار جملة من الخصائص، تتمثل في: (آل شبيب، 2016،
صفحة 210)

- لا يمثل هذا المؤشر كافة أسهم الشركات المدرجة في البورصة، بل يمثل أسهم عينة من شركات غالبا ما تكون كبيرة وعريقة.

- يمثل هذا المؤشر قطاع معين في البورصة، حيث لا يمكن استخدامه لتمثيل البورصة ككل، التي يجب تمثلها كافة القطاعات الاقتصادية.

- استخدام هذا الأسلوب في قياس المؤشر يؤدي إلى ارتفاع تأثير الأهمية النسبية لأسعار أسهم بعض الشركات بشكل أكبر على قيمة المؤشر، إذ هذا لا يعكس حركة أسعار جميع أو أغلب أسهم الشركات التي يتم تداولها في البورصة.

- الحاجة إلى تعديل المؤشر مع أي توزيع للأسهم أو إجراء تجزئة لها، التي تؤثر على قيمة المؤشر، التي يدخل سعر السهم أساسا في احتسابها، على الرغم من أن قرار التجزئة إداري وليس نتاج عملية تداول.

- يعاني هذا المؤشر كذلك من حقيقة أن الأوراق المالية ذات التغيرات السعرية المرتفعة بين يومين متتاليين سيكون لها تأثير لا داعي له على المؤشر، على الرغم من أن هذا التغيير قد يكون ضئيلاً من حيث النسبة المئوية، وبالتالي تم انتقادها بسبب ميلها أكثر نحو الأوراق المالية ذات الأسعار المرتفعة. (Parasuraman & Ramudu, 2014, p. 177)

2. المؤشرات البورصة المبنية على أساس القيمة: يتم قياس هذا المؤشر من خلال حساب القيمة السوقية للأسهم حيث يعطى لكل سهم وزن يتناسب مع قيمة سهم المؤسسة، باعتبار أن القيمة تعد معيارا أكثر موضوعية من السعر في تحديد أهمية سهم على آخر، (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2019،
صفحة 571) حساب المؤشر يكون وفق العلاقة التالية: (Parasuraman & Ramudu, 2014, p. 178)

$$\text{Index}_{(t)} = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning index value}$$

حيث:

- Index (t) : قيمة المؤشر في الفترة t

- P_t : اقبال سعر السهم في الفترة t

- O_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

- P_b : اقبال سعر السهم في يوم الأساس

- Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس

تمثل القيمة السوقية سعر السهم مضروب في عدد الأسهم، ويتم اختيار قيمة الأساس (الافتتاحية) من مضاعفات العدد (10) لكن في أغلب الحالات يتم الأخذ بالقيمة 100 أو 1000، ومن خصائص هذا المؤشر أنه تجاوز عيوب المؤشر المبني على أساس الأسعار، فهو يتميز بأنه أكثر شمولية لكونه يضم مجموعة أكبر من الشركات، يدخل في حسابه عدد الأسهم إلى جانب أسعارها، بالتالي لن يتأثر المؤشر ولا يحتاج إلى تعديل نتيجة التغير في سعر السهم في حالة انتهاء الشركة لسياسة تجزئة الأسهم. (حمداوي، 2017، صفحة 108)، ويعتبر المؤشر المرجح على أساس القيمة أكثر أهمية من المؤشر المرجح على أساس السعر من حيث فهم الحركة الإجمالية لبورصة الأوراق المالية.

من أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما، مؤشر كولس (Cowles Index) لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، ومؤشر (S&P Index) الذي يتكون من 500 سهم تتضمن (425) من الشركات الصناعية، (25) شركة النقل، و(50) شركة للخدمات العامة، إلى جانب مؤشرات أخرى كمؤشر (NASDAQ)، مؤشر فايننشال تايمز (FT-SE 100)، مؤشر بورصة طوكيو (TSE)، ومؤشر (Wilshire) 5000. (رحيم و محمود، 2018، الصفحات 554-555)

3. المؤشر المبني على أساس الأوزان المتساوية: تحدد أو تعطي قيمة متساوية لجميع الأسهم في المؤشر، لذلك يتم تحديد القيمة الإجمالية للمؤشر بقيمة كل سهم كما لو كانت جميعها تحمل أهمية أو قيمة متساوية في حساب المؤشر، (بن ساسي، قريشي، و بن عبد الرحمان، 2019، صفحة 571) هذا يؤدي إلى إلغاء التحيز للأسعار من البداية، كما أن التغيرات اللاحقة في المؤشر سوف تعكس الاتجاه الحقيقي للتغيرات في أسعار الأسهم. (السويطي، 2011، صفحة 14)، غير أن ما يعاب على هذا الأسلوب إعطاء أوزان متساوية للأسهم مع تجاهل التباين في حجم المؤسسات التي أصدرت هذه الأسهم وأهميتها الاقتصادية، ويتم حساب المؤشر المبني على أساس الأوزان المتساوية وفق العلاقة التالية:

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{مج (عدد الأسهم المشتراة} \times \text{سعر السهم)}}{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}} \times 100$$

من خصائص هذا المؤشر أن:

- أداءه على المدى الطويل أفضل من المؤشرات الأخرى.
- لا يتركز هذا المؤشر فقط على أكبر أسهم الشركات، وبالتالي فهو أكثر تنوعاً.
- نظرًا لأن المؤشر متنوع، فإنه يحمل مخاطر أقل.
- هذا المؤشر لا يعطي أهمية كبيرة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

4. **المؤشر المبني على أساس الأوزان النسبية:** تقوم فكرة هذا المؤشر على أساس تحديد سعر نسبي لكل سهم من الأسهم التي تدخل في تكوين المؤشر، حيث يتم حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم للفترة الحالية (مثلاً) على سعر السهم للفترة التي سبقتها، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ثم يتم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي المتحصل عليه للأسعار في أساس المؤشر، (رحيم و محمود، 2018، صفحة 555)، تتضمن آلية بناء المؤشر المبني على أساس الأسعار النسبية الخطوات التالية: (brankart, 2023)

$$- \text{حساب السعر النسبي لكل سهم} = \frac{P_1}{P_0}$$

- حساب المؤشر (في حالة استخدام المتوسط الهندسي) بالعلاقة:

$$\text{Index}_{(01)} = \text{antilog} \frac{\sum \log\left(\frac{P_1}{P_0} \times 100\right)}{N}$$

- حساب المؤشر (باستخدام المتوسط الحسابي) بالعلاقة:

$$\text{Index}_{(01)} = \frac{\sum \frac{P_1}{P_0}}{N} \times 100$$

حيث يمثل:

- $\text{Index}_{(01)}$: قيمة المؤشر في الفترة الحالية

- P_1 : سعر السهم في الفترة الحالية

- P_0 : سعر السهم في فترة السابقة

- N عدد الوحدات.

المبحث الثاني: العوامل المؤثرة على مؤشرات أداء البورصة

يرتبط نمو البلد ارتباطاً مباشراً بالاقتصاد الذي يتكون من متغيرات اقتصادية مختلفة وسياسات نقدية كعرض النقود، التضخم، معدل الفائدة، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، والعديد من المتغيرات الأخرى، هذه المتغيرات هي العمود الفقري لأي اقتصاد، ويعد استقرار البورصات أحد المقاييس الرئيسية لمدى نجاح السياسة الاقتصادية العامة للبلد، غير أنه في الواقع نشاط البورصات وأدائها يعرف تذبذباً، والذي ينعكس عن التقلبات التي تعرفها أسعار الأوراق المالية المتداولة خاصة الأسهم منها، قد يعزى تفسير تحركات أسعار الأسهم وتذبذب أداء البورصة من خلال مؤشرات، إلى التغيرات في أساسيات الاقتصاد والتوقعات حول الآفاق

المستقبلية لهذه الأساسيات، إلى جانب عوامل أخرى خارجية مفسرة (كالأزمات المالية والسياسية)، وعوامل داخلية (كأنشطة البورصة، طبيعة المعاملات، وسلوكيات المتعاملين)، وتصنف الدراسات الأكاديمية والأدب المالي في إطار التحليل الفني للأسواق المالية هذه العوامل، ضمن المخاطر التي تؤثر على أداء البورصة لارتباطها بالمتغيرات الاقتصادية للبلد، سياسته النقدية والمالية التي ينتهجها، والنظم السياسية، التشريعية والقانونية التي يتبناها.

المطلب الأول: العوامل الخارجية المؤثرة على أداء البورصة

يوجد العديد من العوامل الخارجية والأسباب التي تؤثر بشكل مباشر على أداء البورصة، من أهم هذه العوامل نذكر ما يلي:

أولاً/ تأثير السياسة النقدية على أداء البورصة

ترتبط السياسة النقدية وتنمية تداول الأوراق المالية علاقة وثيقة، ينبع هذا الترابط أساساً من التداخل واتساق العلاقة بين البورصات وأسواق النقد، حيث أن اتساع حجم السيولة في البورصة بالنسبة إلى السيولة الكلية للاقتصاد يفسر طبيعة وزيادة هذا الترابط، (سعودي و بن لحضر، 2020، صفحة 68) ويتمثل أثر السياسة النقدية على البورصات وأدائها في مدى قدرتها وسيطرتها على المعروض من النقود، والذي يؤثر بصورة مباشرة على أسعار الأوراق المالية (شرطي، 2011، صفحة 27)

إذ تعتبر السياسة النقدية مكون رئيسي من مكونات السياسات الاقتصادية الكلية للدولة، تعرف على أنها مجموعة الإجراءات التي يتخذها البنك المركزي بعرض التأثير على المعروض النقدي بالتركيز على الكتلة النقدية، سعر الفائدة، سعر الصرف، والتضخم، بهدف تحقيق الاستقرار السعري، والاستقرار المالي، إلى جانب رفع مستويات النمو الاقتصادي، فهي ترتبط بالهيكل الاقتصادية لدولة وانظمة الصرف المتبعة، درجة تطور القطاع المالي والمصرفي بالدولة، وانفتاحها على العالم الخارجي. (ادريس، 2021، الصفحات 12-13-15)، وللسياسة النقدية قنوات تأثير على البورصات تتمثل في:

1. القنوات المباشرة لتأثير السياسة النقدية على أداء البورصة

أهم القنوات المباشرة لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأوراق المالية وبالتالي التأثير على أداء البورصة يأتي:

1.1 عرض النقد: يشير عرض النقود بمفاهيمه الثلاث الضيق، الواسع والأوسع إلى المبلغ الإجمالي للأموال المتاحة في الاقتصاد في وقت محدد، وتشمل أشكالاً مختلفة من النقود، مثل العملة المتداولة والودائع تحت الطلب والودائع لأجل الأخرى. ولما كان المكون الأول لعرض النقد هو العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي، فإن كميتها ومقدارها تقع ضمن مسؤوليات البنك المركزي بصفتها جهة الإصدار الوحيدة والمتحكم بها وببقي أشكال عرض النقود بما يتلاءم مع تطور النشاط الاقتصادي واستقراره، وذلك من خلال أدواته النوعية والكمية،

وباعتبار أن نشاط البورصة جزء لا يتجزأ من النشاط الاقتصادي، فإن أي تغيير في عرض النقد سيكون له تأثيراته على هذه البورصة. (آل طعمة ح.، 2007، صفحة 65) هذا وتشير الأدبيات المالية المختصة إلى وجود أكثر من سبيل لانتقال أثر التغيير في عرض النقود إلى أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصة على نحو مباشر و/أو غير مباشر كالتالي: (آل طعمة، 2007، صفحة 67)

أ. **الطريق المباشرة:** يكون التأثير المباشر من خلال قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد، وتزامنه مع ثبات الطلب على النقد، يجد الأفراد أنفسهم أمام سيولة تفوق ما يحتاجونه لأداء المعاملات المالية، فينفقون بعضاً من فائض هذه الأموال في شراء الأوراق المالية، خاصة الأسهم منها، وبما أن عرض الأسهم ثابت في الأمد القصير، يؤدي الطلب الزائد عليها إلى حجم تداول كثيف، ينعكس في ارتفاع أسعارها.

ب. **الطريق غير المباشر:** يؤدي زيادة عرض النقد إلى انخفاض أسعار الفائدة، فينجم عنه تأثير غير مباشر على أسعار الأسهم، ينتقل هذا التأثير عبر قناتين؛ إما عبر سوق السندات، بما أن العلاقة بين أسعار السندات وأسعار الفائدة علاقة عكسية، وبما أن زيادة عرض النقد تؤدي إلى انخفاض الأسعار، يؤدي هذا إلى ارتفاع أسعار السندات الذي ينتج عنه مباشرة انخفاض عوائدها، وفي حالة كون العائد على السندات أقل من العائد على الأسهم، يحتمل أن يؤدي هذا إلى عزوف من الأفراد أو انخفاض إقبالهم على شراء السندات، والتوجه نحو سوق الأسهم، ما ينتج عنه توسع الطلب على الأسهم، بالتالي ازدياد حجم تداولها وارتفاع أسعار.

أما القناة الثانية غير المباشرة لانتقال تأثير عرض النقد تكون عبر الناتج المحلي الإجمالي، حيث أن انخفاض أسعار الفائدة الناجم عن زيادة عرض النقد، يؤدي إلى زيادة الانفاق الاستثماري والانفاق الاستهلاكي، ما يعمل على زيادة الإنتاج والمداخيل، والذي ينعكس على مستوى الطلب على منتجات الشركة، بالتالي زيادة أرباحها، تؤدي هذه الزيادة إلى ارتفاع الأرباح الموزعة على المساهمين، وهو الأمر المحفز للمستثمرين والمدخرين للإقبال على شراء الأسهم، ما يؤدي بدوره إلى زيادة حجم التداول وارتفاع أسعار الأسهم.

سعر الفائدة: يعمل سعر الفائدة كمتغير اقتصادي على التوفيق والربط بين المقرضين والمقرضين في علاقة تمويلية، ويتباين مفهومه باختلاف جهة التعامل، إذ يعتبر تكلفة للجهة المقرضة، يعرف بمصطلح تكلفة الائتمان، وهو السعر الذي يدفعه المقرض مقابل استخدامه للأموال المقرضة لفترة زمنية محددة، وعائد للجهة المقرضة، ويعتبر عائداً للجهة المقرضة، أما بالنسبة للبنوك كونها تقوم بدور الوساطة بين المقرضين والمقرضين فإن سعر الفائدة يعتبر تكلفة عندما يدفع على الودائع المصرفية، وإيراداً عندما تحصل عليه لقاء القروض التي تمنحها، غير أن الأفراد الذين يحتفظون بمدخراتهم على شكل أرصدة نقدية، في حالتهم يعتبر سعر الفائدة تكلفة الفرصة البديلة جراء التضحية التي يتحملونها نتيجة احتفاظهم بثروتهم بشكل أرصدة نقدية وتنازلهم عن العوائد المحتملة الحصول عليها من عملية الاقتراض. (الحبابي، 2007، صفحة 39)

تتأثر البورصة بالتغيرات التي تعرفها أسعار الفائدة وفقا للإجراءات النابعة عن السياسة النقدية التي تنتهجها الدولة سواء أكانت سياسة انكماشية أم توسعية، حيث تنعكس السياسة النقدية الانكماشية بالسلب على أسعار الأسهم لأنها تعمل على رفع أسعار الفائدة، في حين تعمل السياسة النقدية التوسعية على خفض أسعار الفائدة مما ينعكس بالإيجاب على أسعار الأسهم، وبالتالي نشاط البورصة وأدائه، وتتجلى أوجه العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم من خلال الآتي: (شرطي، 2011، الصفحات 30-32)

- بحفز ارتفاع الأسعار على الودائع المصرفية والعوائد المحققة منها المستثمرين إلى بيع جزء من أسهمهم، وإيداع السيولة النقدية الناتجة عن التحويل في البنوك بأسعار فائدة عالية كاستثمارات بديلة، أفضل من تحمل مخاطر الاستثمار في الأسهم، ما ينتج عنه هروب الأموال من سوق الأسهم، مما ينعكس على مستويات أسعارها فتنخفض.

- تلجأ البنوك التجارية إلى التوسع في منح القروض البنكية بأسعار فائدة منخفضة كإجراء من إجراءات السياسة النقدية التوسعية، يعمل هذا على تشجيع بعض المتعاملين بالأسهم للجوء إلى البنوك والمؤسسات المالية، في سبيل الحصول على القروض وتسهيلات الائتمانية لتمويل مشترياتهم من الأسهم، وذلك من أجل الاستفادة من الفرق بين مقدار العوائد المتوقع تحقيقها من الاستثمار في الأسهم، وتكلفة الاقتراض (سعر الفائدة) التي يتحملونها بحيث تكون منخفضة، غير أن اندفاع الجمهور لاتباع هذا الأسلوب يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم مع استقرار عرضها، يدفع بأسعارها إلى الارتفاع، ويحصل العكس في حالة اتباع السلطة النقدية لسياسة نقدية انكماشية.

- تقوم معظم الشركات بتمويل جزء من عملياتها عن طريق الاقتراض، ويعمل ارتفاع أسعار الفائدة على استنزاف جزء من مواردها لتغطية تكلفة تلك القروض (سعر الفائدة)، مما يؤثر على سياسة توزيع الأرباح وبالتالي تخفيض الأرباح المقسومة، ما يؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم ومن ثم انخفاض أسعارها. (عطية، 2012، صفحة 632)

2. القنوات غير المباشرة لتأثير السياسة النقدية على أداء البورصة

يأتي تأثير السياسة النقدية على البورصة من خلال تأثيرها على بعض من المتغيرات الاقتصادية، والتي يمكن لها أن تؤثر على أسعار الأسهم وعلى أداء البورصة بصفة غير مباشرة.

1.2 التضخم: يعد التضخم الاقتصادي من أكثر المفاهيم الاقتصادية شيوعاً، وهو من أهم المتغيرات التي تسعى السلطات النقدية لتحقيق نوع من الاستقرار فيه، وعلى الرغم من شيوع استخدامه انقسمت الآراء حول تحديد مفهومه، ولعل التعريف الأكثر تحديداً وشمولاً للتضخم، ذلك الذي عبر عن التضخم بأنه الفجوة ما بين

الزيادة في كمية النقد المتداول وكمية المنتجات من السلع والخدمات في الأسواق خلال مدة زمنية معينة، حيث اعتبر أن كل زيادة في التداول النقدي يترتب عنها زيادة في الطلب الكلي الفعال عن العرض الكلي للسلع والخدمات في مدة زمنية معينة، تؤدي إلى زيادة مستمرة في المستوى العام للأسعار. (الدوسكي، الوائلي، و حسين، 2011، صفحة 100)، فهو بذلك يعبر عن ظاهرتين نقدية وسعرية، فأما النقدية، فهي تلك الزيادة في النقود التي تؤدي إلى ارتفاع الأسعار، سواء ظهرت الزيادة في عرض النقود، الإصدار النقدي، التوسع في خلق الائتمان، أو من خلال الطلب على النقود، وأما السعرية تظهر من خلال وجود حركة مستمرة ومؤكدة تعرف من خلال مستويات الأسعار ارتفاعا مهما. (فودوا، 2017، صفحة 105)، ويؤثر التضخم على أداء البورصة من خلال آليتين تنتقل أثاره من خلالهما، حيث ترتفع أسعار الأسهم عندما يكون معدل التضخم عند معدل ثابت مرتفع، على العكس من ذلك تنخفض أسعار الأسهم عندما يرتفع معدل التضخم المتوقع، أي أن التضخم قد يكون له تأثير إيجابي أو سلبي على الأسهم ونشاط البورصة: (علي، 2013، الصفحات 79-80)

أ. آلية انتقال الآثار الإيجابية للتضخم على البورصة

– يؤدي ارتفاع معدلات التضخم إلى انخفاض الثقة بالعملة النقدية، يدفع أصحاب رؤوس الأموال للمضاربة في البورصات بدلا من احتفاظهم بالنقود وتحملهم خسارة انخفاض قيمتها الحقيقية، حيث يسعون من خلال التداول في الأوراق المالية التخلص من هذه الخسارة وتحقيق عوائد كبيرة، بسبب أن أسعار الأسهم والسندات تعكس القيمة الحقيقية لرأس مال المستثمر في هذه الأوراق.

– يؤدي ارتفاع معدلات التضخم إلى ارتفاع أسعار المنتجات، والتي تؤدي بدورها إلى زيادة أرباح الشركات، وهو ما يشجع المستثمرين وأصحاب رؤوس المال على زيادة الطلب على أسهمها، علما أن ارتفاع معدلات التضخم يعقبها أيضا ارتفاع في التكاليف، لكن بالمستوى العالي والمتسارع لأسعار المنتجات، هو ما يساعد على زيادة أرباح الشركات وزيادة الطلب على أسهمها زيادة تداولها في البورصة.

ب. آلية انتقال الآثار السلبية للتضخم على البورصة

يؤدي وصول ارتفاع معدلات التضخم إلى مستويات معينة واستمرارها في الارتفاع إلى تأثير بشكل معاكس على البورصة، ويعود هذا لأسباب منها:

– ان ارتفاع معدلات التضخم يؤدي إلى إنفاق الجزء الأكبر من الدخل على الاستهلاك، وبالتالي انخفاض حجم الأموال المتبقية لإنفاق الاستثماري (الاستثمار في الأسهم)، مما يؤثر على الاستثمارات المالية وذلك بانخفاض الطلب على الأسهم وأسعارها.

– في حالة وصول معدلات التضخم إلى مستويات مرتفعة تتدخل الدولة بفرض إجراءات خاصة، منها فرض ضرائب معينة على الشركات من شأنها أن تؤدي إلى انخفاض أرباح الشركات، وإن كانت هذه الشركات

المصدرة للأسهم، يؤدي هذا إلى انخفاض الطلب على أسهمها، والذي من شأنه أن يؤثر على أداء البورصة، استمرارية ارتفاع معدلات التضخم قد تدفع بالبنوك المركزية باتباع سياسة انكماشية، يؤدي هذا إلى انخفاض الطلب على السلع، منتجات وخدمات الشركات الذي ينعكس سلبا على تدفقاتها النقدية وعوائدها، وبالتالي انخفاض أسعار وحجم تداول أسهمها وقيمتها السوقية.

2.2 سعر الصرف: يمثل سعر الصرف علاقة نسبية بين عملتين، يعرف على أنه السعر الذي يبين قيمة الوحدة النقدية المحلية مقارنة بالوحدة النقدية الأجنبية، أي السعر الذي يسمح ويتم بموجبه تحويل العملة عملة محلية بعملة أجنبية خلال فترة زمنية معينة، (الياور، 2019، صفحة 39)، تظهر أهمية سعر الصرف من خلال مشكلات التمويل سواء أكان محليا أم دوليا، تعد إدارته من أهم المسائل التي تحدد من خلاله الدولة النظام الذي ستتجهه كأساس بتحديد قيمة عملته في الخارج في ظل الظروف الطبيعية، (مسجت، 2020، صفحة 164)

تتغير معدلات سعر الصرف بسبب التغير في العوامل الاقتصادية والتي تؤثر على أسعار الأسهم، في حالة كون التغيرات في سعر الصرف ناتجة عن تدهور في الوضع الاقتصادي للبلد، يكون لها تأثير سلبي على البورصة المحلية، أما إذا كانت التغيرات ناتجة عن المضاربة في العملة، فيكون لها تأثير إيجابي، (الرفاعي، 1999، صفحة 55)، وتظهر علاقة سعر الصرف بأسعار الأسهم وأداء البورصة في عدة مواضع:

- قد يؤدي انخفاض قيمة العملة المحلية وسعر صرفها بالأفراد إلى محاولة التخلص من مدخراتهم وودائعهم منها، واستبدالها بأصول مالية كالأسهم، يؤدي هذا إلى زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها. (الرفاعي، 1999، صفحة 55)

- يظهر التأثير غير المباشر لسعر الصرف على البورصة عن طريق السوق السلعية، من خلال تأثير التدفقات النقدية للشركات التي تنشط في الاستيراد أو التصدير، حيث يؤدي انخفاض سعر الصرف للعملة المحلية إلى تعزيز القدرة التنافسية للشركات المحلية التي تنشط في الأسواق الدولية، أو ذات توجه تصديري، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجاتها، إذ يرفع زيادة إنتاجها من مستوى إراداتها، والذي سيؤثر إيجابا على أسعار أسهمها، (آل طعمة ح.، 2013، صفحة 367)، غير أن انخفاض سعر العملة المحلية، يرفع تكلفة الاستيراد ويقلل التدفق النقدي للشركات التي تستورد مواد من الخارج، وبالتالي انخفاض أرباحها مما ينعكس على أسعار أسهمها. (شراطي، 2011، صفحة 38)

3.2 الناتج المحلي الإجمالي: المقياس الأساسي لأداء الاقتصاد هو مستوى الناتج المحلي الإجمالي، يقيس الناتج المحلي الإجمالي إجمالي الدخل في الاقتصاد المكتسب محلياً، بما في ذلك الدخل المكتسب من عوامل الإنتاج المملوكة للأجانب، يعرف الناتج المحلي الإجمالي (GDP) على أنه القيمة الإجمالية للسلع والخدمات

النهائية المنتجة في البلد خلال السنة، ويعرّف النمو الاقتصادي على أنه التوسع المستدام لإمكانيات الإنتاج التي تقاس بالزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال فترة معينة، حيث يوضح معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي مدى سرعة توسع الاقتصاد الكلي (Reddy, 2012, p. 125)، وكمستثمر عقلاني في البورصة يشير ارتفاع مستوى الناتج المحلي الإجمالي (معدل نمو إيجابي) من فترة إلى أخرى إلى أن الشركات بشكل عام تعمل بشكل إيجابي، يسمح هذا الأداء الكلي للشركات بمزيد من إعادة الاستثمار، والتي يجب أن تؤدي في النهاية إلى ارتفاع الأرباح المستقبلية، (Taulbee '00, 2000, p. 5) أي أن الاقتصاد النشط يولد أرباحاً للشركات، ما يدفع بالأفراد إلى الاهتمام والإقبال على أسهم هذه الشركات، بالتالي ارتفاع أسعار أسهمها، وهذا ما يبرر وجود علاقة طردية بين معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم. (البطرنى، 2021، صفحة 52).

ثانياً/ الأزمات المالية والسياسية

تشكل الأزمات المالية والسياسية تهديداً للاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية ومؤسساتها، ويساعد التحرر والانفتاح المالي والاقتصادي لهذه الدول في نقل الأزمة وانتشارها فيما بين هذه الدول، وتطال وطأة التأثير أداء المؤسسات المالية بما فيها البورصات، حيث تظهر جلياً على سلوك الأسهم وأسعارها، قد يكون تأثير هذه الأزمات على أداء البورصة ونشاطها مباشر (كأزمة الأسواق المالية)، أو غير مباشر عن طريق انتشار و انتقال الأزمة بين الأسواق (سوق القروض، سوق الودائع، سوق الصرف، البورصات)، وإما عن طريق العدوى وذلك بإحداث أزمة مالية عالمية، كما يساهم عدم الاستقرار السياسي بإلحاق الأثر السلبي على أداء البورصة ونشاطها.

3.1 الأزمات المالية: يشير مصطلح الأزمة المالية إلى العديد من أشكال الأزمات، كالأزمات البنكية (المصرفية)، العملة وأسعار الصرف (أزمة ميزان المدفوعات)، الأسواق المالية (حالة الفقاعات)، أزمة الديون السيادية، لكن يفضل اصطلاحاً بالأزمة الشاملة أي الأزمة المالية الدولية، (غانم، 2006، صفحة 5) فهي تعبر عن اضطراب حاد ومفاجئ في النظام المالي للدولة، يؤدي إلى إحداث خلل في مسار النشاط الاقتصادي، يعرقل نموه واستقراره، وعلى مجمل المتغيرات المالية كأسعار الأسهم وأسعار صرف العملات، التي تتحرك باتجاه واحد صعوداً أو نزولاً، وعادة ما تكون عكس التوقعات السابقة لها، فهي بذلك تدل على حدوث انهيار شامل في النظام المالي والنقدي، يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية، تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى، لدرجة أن سوق المال يكون فيه غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية، مما يؤدي إلى انهيار البورصة (الزيادات و الخرابشة، 2013، صفحة 402)

تعد المضاربة على الأسهم في البورصة من الأسباب التي تؤدي إلى حدوث أزمة سوق الأوراق المالية أو ما يسمى بظاهرة الفقاعات، التي تتولد من الإقبال على شراء أصول مالية (أسهم) معينة والمضاربة عليها،

بهدف تحقيق أرباح سريعة وكبيرة، فترتفع أسعار الأسهم السوقية بشكل مبالغ فيه عن السعر الأساسي لها، ونتيجة للممارسات اللأخلاقية تبدأ أسعار الأسهم في الانخفاض بشكل مفاجئ وسريع، ما يترتب عنه زعر وتشاؤم في أوساط المتعاملين في البورصة، (براق، 2011، صفحة 52) ليهرع جميع المستثمرين لبيع أسهمهم في وقت واحد، فتبدأ أسعار الأسهم تتهاوى أكثر فأكثر مسببة بذلك انهيارا للبورصة، وقد تمتد الآثار لتطول أسهم أخرى في نفس القطاع، أو إلى بورصات أخرى نتيجة للترابط القائم بينهما، محدثة بذلك أزمة مالية عالمية في معظم البورصات العالمية، بسبب ما يسمى بغريزة القطيع، بحيث يقوم مديرو المحافظ المالية بإعادة تقييم الأصول المالية في ضوء تقلب المتغيرات الاقتصادية والمالية في البورصات الأخرى.

إذ يسهم تكامل واندماج البورصات، والروابط المالية الناتجة عن مسار التكامل الاقتصادي بين مجموعة من الدول، في تسهيل وتسريع حركة انتقال عدوى الأزمة من تقلبات واضطرابات تحدث في البورصات، فبمجرد نشوب أزمة مالية في دولة ما، يتوقع المتعاملين انعكاسها على أسعار الأسهم في باقي بورصات الدول الأخرى، مما يؤدي إلى اضعاف قدرة هذه الاخيرة في أداء وظائفها، مخلفة بذلك آثارا تنعكس سلبا على النشاط الاقتصادي ككل. (آل طعمة ح.، 2007، صفحة 86)

3.2 الأزمات السياسية وعدم الاستقرار السياسي: تتسم الأحداث السياسية بطبيعة نوعية يصعب ملاحظتها وقياسها بشكل مباشر، وتقوم الدراسات التطبيقية في الاقتصاد السياسي بالبحث في المحددات السياسية للتعبير بشكل تقريبي عن عدم الاستقرار السياسي في البلاد من خلال مؤشرات درجة الاضطراب الاجتماعي، وتتضمن هذه المؤشرات؛ عدد الاضطرابات السياسية، عدد الانقلابات في فترة معينة مهما كانت نتائجها، عدد الاغتيالات الواقعة، وعدد الإعدامات المنفذة لدوافع سياسية، عدد الثورات، متوسط الفترة التي تتورط فيها الدولة في حروب وما ينتج عنها من ضحايا، كما أن لعدم الاستقرار السياسي مدخل تعريفى آخر بخلاف الاضطراب الاجتماعي، إذ يقاس عدم الاستقرار السياسي أيضا من خلال توقع حدوث تغييرات للحكومة بشكل دستوري (في إطار قانوني)، أو غير دستوري (حالة حدوث انقلاب). (عمارة، 2022، صفحة 11)

يعتبر الاستقرار السياسي عامل رئيسي يسيطر على الاقتصاد، يزيد من ثقة المستثمرين المحليين والأجانب، كما يعمل على إضفاء نوع من الاستقرار في أسواق التداول، ويقلل من تقلبات الأسهم (أسعار وعوائد)، حيث يفترض أن المتعاملين في البورصات لا يفضلون عدم اليقين السياسي حيث تتأثر خياراتهم بالتقلبات المحتملة في السياسة، وعادة ما تعرف تدفقات الأسهم انخفاضا في فترة الانتخابات، حيث تكون المخاطر السياسية أعلى بسبب نقص الشفافية، والبيانات الاقتصادية تكون أقل موثوقية، كما أن عدم تناسق المعلومات وتكلفة جمع المعلومات حول سياسات الدول خاصة النامية منها تكون عالية، ما يدفع بالمستثمرين تصديق الإشارات والاشاعات بدلا من التحليل الاقتصادي والمالي السليمين. (Khositkulporn, 2013, pp. 32-

يحظى فهم الاستقرار السياسي على أداء البورصة بأهمية خاصة نظرا لثلاثة أسباب: (Iqbal, Tsubota, Shonchoy, & Hoque, 2018, p. 3)

- تجسد حالة ومؤشرات البورصة تصور المستثمرين العامين حول نمو الشركات وكذلك الاقتصاد، أي أن مؤشرات البورصة، وعوائد الأسهم وتقلباتها، تحتوي على معلومات حول كيفية إدراك الجمهور العام وكذلك السوق لتأثير الإضراب السياسي على الشركات والاقتصاد.
- عدم الاستقرار السياسي في بلد ما يخدم عموما التوقعات الاقتصادية المستقبلية، ويعتبر التفاوض بشأن المستقبل أحد العوامل الرئيسية التي تدفع أسعار الأسهم إلى الارتفاع، مما يشجع على الاستثمار في البورصة، أي أن الإضرابات السياسية التي تشير إلى عدم اليقين السياسي والاقتصادي الحالي والمستقبلي لديها القدرة على إحداث تأثير في تفاؤل المستثمرين، وبالتالي تأثير الإضراب السياسي على نتائج وأداء البورصة.
- إن عدم اليقين السياسي يزيد من تقلب عوائد الاسهم، ومنه يرفع من مخاطر الاستثمار في البورصة.

كما توجد بعض المتغيرات السياسية التي غالبا ما لها تأثير على البورصة وأدائها سواء أكان تأثير مباشر أو غير مباشر، أهمها: (آل طعمة ح.، 2007، صفحة 87)

- يعمل خطر الاضطرابات السياسية من مظاهرات صراعات داخلية، على تعطيل حركة البلاد التجارية، مما يؤثر سلبا على البورصة.
- تؤدي الانقلابات العسكرية في البلدان وخاصة النامية إلى شلل كامل وتام في جميع النواحي الاقتصادية، مما يشكل خطرا كبيرا يهدد كافة أنواع الاستثمارات في البلد، سواء تلك التي تكون في الأصول المادية أو المالية.
- مشاركة البلدان في الصراعات العسكرية كالحروب يتقل ميزانيتها بالالتزامات المالية، ويخفض من قيمة عملتها أمام العملات الأجنبية الأخرى، الأمر الذي يضطر أصحاب رؤوس الأموال تجنب الاستثمارات المحلية، ما يدفعهم إلى الاستثمار في الأسواق الخارجية بحثا عن الاستقرار السياسي للحفاظ على ثروتهم وتميبتها.

المطلب الثاني: العوامل الداخلية المؤثرة على أداء البورصة

إلى جانب العوامل الخارجية يتأثر نشاط البورصة وأدائها بجملة من العوامل الداخلية، التي من شأنها أن تعيق وتحول دون وصول البورصة إلى تحقيق الأهداف المتوخاة، ويقصد بالعوامل الداخلية تلك العوامل التي ترتبط بالبورصة، أنشطتها وطبيعة معاملاتها، وكذا ممارسات، أساليب وسلوكيات المستثمرين بها، ومن أهم هذه العوامل:

أولاً/ الممارسات اللاأخلاقية

تؤدي الممارسات اللاأخلاقية الناجمة عن الإخلال في تطبيق القوانين والتشريعات المنظمة للبورصة إلى إحداث اضطراب في أسعار وتداول الأوراق المالية، ومن ثم زعزعة ثقة المتعاملين، مما يؤدي إلى إضعاف أداء البورصة، (الدبوسي، 2020، صفحة 521) تتمثل هذه الممارسات في المضاربة غير المشروعة، ويقصد بها التلاعب بالأسعار من قبل متداول أو بالتواطؤ مع مجموعة من المتداولين، وذلك بالتدخل في قوى العرض والطلب بطريقة غير قانونية، تؤدي هذه الممارسة إلى زيادة تقلب الأسعار، والكميات المعروضة والمطلوبة من الأوراق المالية، يفقد من خلالها صغار المستثمرين جانب من رؤوس أموالهم، التي يستولى عليها المضاربون نتيجة المناورات والتلاعب بالأسعار (بوردين، 2017، صفحة 5)، ومن هذه الممارسات:

1. البيع الصوري أو المظهري: يتجسد من خلال خلق تعامل مظهري نشط على الورقة المالية (سهم)، القصد منه التمويه وإيهام المتعاملين بوجود تعامل نشط، وحدث تغييرات سعرية على الورقة المالية المقصودة، في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامل فعلي على ذلك السهم، وهو يعد نوعاً من الخداع والاحتيال لغرض تحقيق الربح. (اللوزي، 2008، صفحة 104).

2. الشراء لغرض الاحتكار: يصطلح عليها أيضاً عمليات الإحراج، يسعى من خلالها المضاربون في البورصة لشراء وحبس كمية معتبرة أو الكمية المعروضة لورقة مالية من نوع واحد، ثم بيعها بالسعر الذي يعتبرونه ملائم، لغرض السيطرة والتحكم بالبورصة وتحقيق الأرباح، أو في سبيل الانفراد بصناعة القرار في الشركة المصدرة لهذه الورقة المالية. (مشعل، 2023، صفحة 208)

3. اتفاقيات التلاعب في الأسعار: تتم هذه الاتفاقيات بين طرفين أو أكثر بهدف الربح وذلك بافتعال تغييرات في أسعار ورقة مالية لشركة معينة بالنظر لحالتها، بإيعاز للعملاء التخلص من الورقة المالية بنشر أخبار كاذبة عن وضع الشركة، ما يدفعهم للتخلص منها بأدنى خسارة، حتى تصل قيمتها السوقية إلى أدنى المستويات، حينئذ يسعى المتآمرون بشرائها، وبعد امتلاكها يبدأ أطراف الاتفاق بنشر معلومات مغلوبة عن وجود تحسن في أداء الشركة، والقيام بعمليات البيع الصوري لتوهيم العملاء بوجود تداول نشط على تلك الورقة فيزداد الطلب عليها، لترتفع قيمتها السوقية من جديد ليجني المتلاعبون أرباحاً من بيعها. (مشعل، 2023، صفحة 207)

4. استغلال ثقة العملاء: يحدث هذا النوع من الممارسات والتلاعب من قبل الوكلاء وشركات السمسرة المخول لهم بيع وشراء الأسهم لصالح العملاء وفقاً لآليات عمل البورصة، إذ يحصل السمسار على عمولة نظير صفقات البيع والشراء التي يبرمها بغض النظر عن ربح أو خسارة الصفقات، فيستغلون هذه الصلاحيات وثقة العملاء دون علمهم وموافقتهم بإبرام المزيد من الصفقات بغرض تحقيق مكاسب ذاتية. (بوهراوة، 2010، صفحة 13)

ثانيا/ الشائعات

تعتبر الشائعات في مضمونها عن وجود معلومات غير صحيحة وغير مؤكدة، وتتعلق الاشاعات في البورصة بالأوراق المالية محل التداول وبوضعية الشركات المصدرة لها، كما تعتبر الشائعات من العوامل والمؤثرات النفسية التي تؤثر على سلوكيات المستثمرين وعلى أسعار الأوراق المالية وأحجام التداول، إذ تتسبب الشائعات التي لا تقوم على أساس صحيح من المعلومات والبيانات في إحداث تغييرات في أسعار الأوراق المالية، وقد تثير حالة من الذعر لدى المتعاملين، تؤدي إلى إحداث تقلبات كبيرة في الأسعار، مع احتمالية حدوث انهيار للبورصة بعدها. (دربال و بوزيان، 2012، الصفحات 316-315)

ثالثا/ ضعف تنظيم البورصة

يعد تنظيم البورصة أمر ضروري لتعزيز ثقة الجمهور وحماية المستثمرين من السلوك الانتهازي المحتمل للمتلعبين والاقتصاد من سوء التصرف، ومن الظروف العارضة، ويؤدي عدم تنظيم البورصة بشكل جيد إلى إضعاف أدائها. (Gezahegn, 2021, p. 11)

إن انعدام الأطر التنظيمية للبورصة الواضحة المعالم، وعدم تمكن وضعف التشريعات القانونية وضعفها في استيعاب البورصة في مختلف الظروف والأزمات، كما أن غياب رقابة الأجهزة المتخصصة، أو عدم قدرة البورصة على القيام بدورها الرقابي كما ينبغي على الشركات المقيدة فيها من جانب، وعلى سمسرة الأوراق المالية من جانب آخر، يضاف إلى ذلك عدم تحقيق بعض النصوص القانونية الخاصة بالرقابة الغرض الذي وضعت من أجله، فضلا عن عدم تقيد السمسرة، الوسطاء الماليين، والمتعاملين باللوائح التشريعية قد يؤدي إلى زيادة التلاعب والممارسات غير المشروعة في العمليات والصفقات التي تتم في البورصة، والتي من شأنها أن تحدث اضطرابات في البورصة تؤثر على أدائها. (الدبوسي، 2020، صفحة 496)

من ناحية أخرى فإن غياب قوانين الإفصاح والشفافية أو عدم احترامها والامتثال لها يشيع حالة من اللادعالة في المعاملات التي تتم في البورصة، حيث يؤدي غياب هذه القوانين إلى تهيئة الظروف للعبث بمقدرات البورصة عن طريق التلاعب (الغش، النصب، الاحتيال، الاستغلال، المضاربات الوهمية)، أو تمكين فئة محددة من المتعاملين للوصول إلى المعلومات الداخلية دون سواهم، أو فسح المجال لبعض الأطراف من نشر وإشاعة معلومات خاطئة، أو تسريب معلومات صحيحة بغرض تحقيق أرباحا ضخمة على حساب باقي المتعاملين، الذين ليس لديهم حرية الوصول إلى هذه المعلومات. (عبد الرسول، 2020، صفحة 243)

رابعاً/ عدم كفاءة نظام المعلومات

بتوقف نشاط وأداء البورصة على مدى كفاءة نظام المعلومات السائد، وبالنسبة للمشاركين في أسواق رأس المال، ومع الثورات والتطورات التكنولوجية التي يشهدها العالم، واجتاحت شتى المجالات تعتبر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات الركيزة الأساسية لنظام المعلومات، وسيلة حيوية للاتصال السريع وتبادل المعلومات

في البورصة؛ فهي تسمح بنشر المعلومات إلى قاعدة عريضة من المستثمرين والوصول إليها في الوقت الفعلي وبتكلفة منخفضة، ولتكنولوجيا المعلومات أثر إيجابي على أحجام التداول والعوائد اليومية، حيث تساعد الأتمتة على تسريع عمليات وأنشطة التداول وتقليل التكلفة المرتبطة بالأنظمة اليدوية، بالإضافة إلى أنها تسهل تمديد أيام وساعات التداول بسبب الإجراءات الأقل تعقيدا، كما يلغي التداول الآلي أيضا الحاجة إلى الوساطة المالية، حيث يمكن للمستثمرين تسجيل الدخول إلى أنظمة البورصة للتداول ولمراقبة تطور أدائها. (Mwalyar, 2010, p. 28)

ورغم ما تخلفه تكنولوجيا ونظام المعلومات من أثر إيجابي على أداء البورصة، إلا أن نظام المعلومات في البورصة قد يتسم بعدم الكفاءة لأسباب تعود لسوء التسيير وتتمثل في: (دريال و بوزيان، 2012، الصفحات 317-318)

- إغفال النظام المعلوماتي لبعض المتغيرات الرئيسية التي تساهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية في البورصة إلى عدم كفاية وكفاءة المعلومات والبيانات للقيام بتحليلات وتقديرات سليمة، مما يؤدي إلى مضاربات على الأسعار، وعزوف العديد من المدخرين عن توظيف أموالهم في البورصة.
- يقلل التأخر والتأخير في نشر البيانات والمعلومات من فوائد المتعاملين، ما يدفعهم إلى اللجوء إلى مصادر أخرى أسرع.
- يؤدي عدم تماثل المعلومات داخل البورصة نتيجة لعدم الإفصاح التام والشامل، وتزويد النظام المعلوماتي بالبيانات والمعلومات الضرورية، إلى إحجام وتراجع المدخرين على استثمار أموالهم في البورصة، وبالتالي صعوبة حصول المستثمرين على مصادر تمويلية متنوعة بتكلفة مناسبة للتوسع والنمو، مما يؤدي إلى إضعاف كفاءة وتردى أدائها. (دريال و بوزيان، 2012، الصفحات 317-318)

المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية السابقة للدراسة

تناولت العديد من الدراسات الأجنبية مع شح في الدراسات العربية موضوع مخاطر البلد في الأونة الأخيرة، مع وجود اختلاف في النتائج، يرجع هذا إلى الاختلاف في العينة، النموذج المستخدم، والمنهجية المحتملة، نحاول في هذا المبحث عرض ومناقشة عينة من أهم الدراسات التي تطرقت للموضوع، والتي نقسمها إلى دراسات عربية ودراسات أجنبية مع ترتيبها حسب التسلسل الزمني من الأحدث إلى الأقدم.

المطلب الأول: الدراسات العربية السابقة

1. دراسة نصر، (2020)، " دراسة مخاطر الدولة وأثرها على العوائد المستقبلية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر.

سعت هذه الدراسة إلى قياس تأثير مؤشرات مخاطر البلد؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية، على معدل العائد الحقيقي والاستثمار الأجنبي في الأسهم المتداولة في البورصة المصرية، استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، بالاعتماد على البيانات السنوية للفترة من 1999 إلى 2018 المنشورة في الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)، والموقع الرسمي للبورصة المصرية.

أثبتت النتائج أن مؤشرات مخاطر البلد الثلاث لها تأثير معنوي على كل من معدل العائد الحقيقي وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الأسهم المتداولة في البورصة المصرية على المدى الطويل والقصير، كما توصلت الدراسة إلى أن تأثير مؤشر المخاطر السياسية له تأثير إيجابي ومعنوي على معدل العائد الحقيقي وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر في الأجلين الطويل والقصير، بينما يتباين تأثير المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية في الأجل الطويل والقصير.

2. دراسة قسورة، (2019)، " دراسة تحليلية للمخاطر القطرية المؤثرة في تدفق استثمارات شركات النفط الأجنبية إلى القطاع السوري ".

أجريت هذه الدراسة بهدف تحليل المخاطر والعوامل المؤثرة في استثمارات شركات النفط الأجنبية العاملة بسوريا، والتحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين كل من عوامل الخطر وحجم الاستثمارات الأجنبية المتدفقة في قطاع النفط السوري، باستخدام التحليل الاقتصادي والاختبارات القياسية بأسلوب استقرارية السلاسل الزمنية، بالاستناد على نموذج قياسي وفق طريقة المربعات الصغرى الديناميكية (DOLS)، لاختبار العلاقة بين الاستثمار الأجنبي، وكل من؛ مؤشر الحرية الاقتصادية، مؤشر المخاطر السياسية، وفق الدليل الدولي لمخاطر البلد، والاحتياطي المتبقي من النفط القابل للإنتاج، بالاعتماد على البيانات السنوية خلال الفترة 2000-2016.

ظهرت النتائج وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ومعنوية بين عوامل الخطر المدروسة وبين تراجع حجم الاستثمارات النفطية، تحكمها درجة المخاطر السياسية بالدرجة الأولى، وكلا من عوامل الخطر السياسي والبيولوجي، وأظهر التحليل أن المخاطر المركبة تقلل من تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مع وجود علاقة طردية بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمخاطر السياسية، ووجود علاقة عكسية مع المخاطر الاقتصادية والبيولوجية فهذه المخاطر تتكامل تكاملاً مشتركاً مع المتغير التابع حجم الإنفاق، فهي تساهم في الحد من حجم الاستثمارات الأجنبية المتدفقة إلى قطاع النفط بسوريا.

3. دراسة الصائغ والخفاف (2019)، " العلاقة بين بعض مؤشرات الخطر القطري وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة لعينة من الدول النفطية وغير النفطية للمدة (1996-2006) دراسة تحليلية.

هدفت الدراسة إلى قياس واختبار العلاقة بين المخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية، والمالية)، وذلك بأخذ ثلاث عناصر من كل مكون (الاستقرار السياسي وغياب العنف، القانون والنظام، الرقابة على الفساد، التضخم، النمو في الناتج المحلي الإجمالي، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، الدين الأجنبي، نسبة الدين إلى الدخل، نسبة الدين على الصادرات)، وبين تدفقات الاستثمار الأجنبي، حيث شملت عينة الدراسة مجموعتين من الدول تضمن المجموعة الأولى دول نفطية شملت؛ إيران، نيجيريا، بوليفيا، انغولا، إكوادور (وهي دول نفطية)، أما المجموعة الثانية ضمت دول غير نفطية تمثلت في كل من؛ تركيا، الأردن، المغرب، ماليزيا، اندونيسيا، لفترة (1996-2006) باستخدام نماذج بانل، وبالاعتماد على تصنيفات الدليل الدولي لمخاطر البلد. توصلت الدراسة إلى وجود تذبذب في الاستثمار الأجنبي الوافد لدول العينة، قد يعود لمسببات عدة، منها أسعار الصرف، انخفاض قدرة الأسواق المحلية، والاضطرابات السياسية، حيث شهدت إيران، إندونيسيا ونيجيريا ارتفاعاً في مستوى الاستثمار الأجنبي المباشر، بالمقابل شهدت بعض دول العينة انخفاضاً في مستواه، كالأردن، وماليزيا

4. دراسة حيدر (2018)، " أثر المخاطرة المالية القطرية في عائد ومخاطرة الأسهم العادية دراسة تحليلية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

اهتمت الدراسة بتحليل المخاطر على مستوى السوق المالي العراقي والقطاع المصرفي بشكل منفرد، وقياس أثر المخاطر المالية على العائد الفعلي، باستخدام نموذج الانحدار البسيط، لعينة تتكون من سبع مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، بالاستناد على أسعار الاغلاق الشهرية لأسهم المصارف عينة البحث، لحساب وتحليل العائد الفعلي لهذه المصارف، وفي جانب المخاطر المالية تم الاعتماد على تصنيفات الدليل للمخاطر البلد (القطرية) (ICRG) بصورة شهرية، للفترة الممتدة من جانفي 2012 إلى أفريل 2015.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ضعيف للمخاطر المالية للعراق على العوائد الفعلية لأسهم المصارف العراقية، مما يشير إلى ضعف استجابة السوق المالي في العراق خاصة قطاع المصارف إلى التغيرات الحاصلة في مؤشرات المخاطر المالية بوصفه أحد مكونات مخاطر البلد.

5. دراسة برباش، (2016)، " أثر خطر البلد على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول المغرب العربي، حالة: الجزائر - المغرب - تونس - دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2012) "

تناولت الدراسة تحليل أثر خطر البلد على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، الذي تجسده الشركات متعددة الجنسيات، وذلك باستعراض تطور كل من مؤشرات خطر البلد حسب البيانات السنوية للدليل الدولي

لمخاطر البلد، وكذا صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر المتحصل عليها من قواعد رسمية لعينة دول المغرب العربي محل الدراسة، والتي شملت كل من؛ الجزائر، المغرب وتونس، خلال الفترة 1990-2012 مدعومة بدراسة قياسية باستخدام نموذج بيانات بائل.

خلصت الدراسة إلى وجود تأثير موجب ومعنوي لمؤشرات خطر البلد ممثلة في مؤشر الخطر السياسي والمالي على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى عينة دول المغرب العربي.

6. دراسة سيساني، (2015)، " تحليل أثر المخاطر القطرية على جاذبية الاستثمارات الأجنبية المباشرة - دراسة قياسية: حالة الجزائر بين 1990-2012 ".

جاءت هذه الدراسة بهدف اختبار تأثير مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية، والمالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، بالاعتماد على البيانات السنوية المقيمة وفق الدليل الدولي لمخاطر البلد للفترة 1990-2012، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، وجود علاقة سببية بين مستوى المخاطر وجاذبية الاستثمارات الأجنبية المباشرة، من خلال الدراسة القياسية يمكن الحكم على أن جاذبية الاستثمارات نحو الجزائر تتوقف على مدى التحكم في مخاطر العوامل الاقتصادية بالدرجة الأولى، في حين لم يكن للمخاطر السياسية أي علاقة معنوية بينه وبين جاذبية الاستثمارات الأجنبية في الجزائر، وبالتالي فمحدد المخاطر من بين أهم المحددات المؤثرة على تدفقات الاستثمار الأجنبي في الجزائر.

7. دراسة بوذخيل، (2014)، " المعاملات المالية الدولية والمخاطر القطرية ".

هدفت الدراسة إلى تبيان أهمية مخاطر البلد في تقدير حجم المعاملات الدولية، من خلال قياس مدى تأثير مؤشر مركب مخاطر البلد في الجزائر حسب تقييم الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) على هذه المعاملات، بالاعتماد على البيانات السنوية للفترة الممتدة من 1984 إلى 2012، من خلال استخدام نموذجين؛ نموذج الانحدار الخطي البسيط لقياس مدى تأثير المعاملات الدولية (الصادرات، الاستثمار الأجنبي المباشر، المديونية الخارجية، تدفقات الشتات (المهاجرين)، مجتمعة وكل على حدة بتصنيف المخاطر (درجة مركب مخاطر البلد للجزائر)، أما نموذج الانحدار الخطي المتعدد فسعى الباحث من خلاله إلى قياس تأثير تصنيف مركب مخاطر البلد باستخدام المتغيرات التوعوية الصماء وذلك بمنح قيمة 0 أو 1 لدرجات المخاطر الخمس (المرتفعة جدا، عدا المرتفعة جدا، المرتفعة، عدا المرتفعة، المعتدلة، عدا المعتدلة، المنخفضة، عدا المنخفضة، المنخفضة جدا، عدا المنخفضة جدا)، مع استبعاد فئة المخاطر المرتفعة جدا، وكذا المخاطر المنخفضة جدا، كون أن الجزائر لم تصنف طيلة الفترة الزمنية للدراسة ضمن هاتين الفئتين مع الأخذ بفئة المخاطر المنخفضة كفئة مرجعية.

وخلصت نتائج الدراسة، إلى أن درجة تأثر المعاملات المالية الدولية بمخاطر البلد تختلف باختلاف السياسات المتبعة من طرف الدولة، وأن ازدياد المخاطرة تؤدي إلى انخفاض المعاملات المالية، عدا المديونية الخارجية فهي ترتبط إيجابا بالمخاطر كون أن هذه الأخيرة مضمونة من طرف الحكومات أكثر من غيرها حسب رأي الباحث.

8. دراسة زايري والبشير، (2010)، " أثر المخاطر القطرية في الاستثمارات الأجنبية: حالة الجزائر (دراسة قياسية)".

اعتمد الباحثان في دارستهما لقياس أثر مخاطر البلد المصنفة وفق الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) على جاذبية الاقتصاد الجزائري للاستثمارات الأجنبية المباشرة على أسلوب نموذج الانحدار الخطي المتعدد ذا المتغيرات النوعية الصماء المرجحة بين القيمتين 0 و 1 لدرجات تصنيف مخاطر البلد، وهذا باستخدام المعطيات السنوية من الفترة 1997 إلى 2006.

توصلت الدراسة إلى أن مستوى الاستثمار الأجنبي المباشر يتأثر بمستوى درجة المخاطر القطرية، وبينت مؤشرات المخاطر البلد التي تمت الإشارة إليها في التحليل إلى ضرورة تدعيم وإصلاح بيئة الأعمال في الجزائر.

9. دراسة عبد الله، (2007)، " أثر مخاطر الدولة على الاستثمار الأجنبي والاستثمار الأجنبي الغير مباشر - دراسة تحليلية للفترة من 1996-2006".

سعت الدراسة إلى بيان عوامل مخاطر البلد المؤثرة على تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمارات الأجنبية في بورصة عمان، وذلك باختبار تأثير المخاطر السياسية، المالية، والاقتصادية، مقيمة وفق الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) على هذين النوعين من الاستثمارات، باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وبالاعتماد على البيانات السنوية للفترة الممتدة من 1996 إلى 2006، تم قياس العلاقة بين متغيرات الدراسة باستخدام نموذجين؛ تضمن النموذج الأول قياس العلاقة بين صافي التدفقات النقدية الداخلة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة كمتغير تابع، وكل من؛ المخاطر السياسية، المخاطر المالية، المخاطر الاقتصادية، مركب مخاطر البلد، مؤشر الفساد، الناتج المحلي الإجمالي، درجة الانفتاح الاقتصادي، والتضخم كمتغيرات مفسرة، أما النموذج الثاني فسعى من خلاله الباحث قياس العلاقة بين الاستثمار الأجنبي غير المباشر كمتغير تابع، وكل من؛ المخاطر السياسية، المخاطر المالية، المخاطر الاقتصادية، مركب مخاطر البلد، العائد على مؤشر بورصة عمان الإجمالي، حجم التداول، ومتوسط السعر إلى الأيراد الربحي في بورصة عمان.

أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج؛ أن المخاطر السياسية أكثر مخاطر البلد تأثيراً على الاستثمار المباشر وغير المباشر في الأردن، تليه المخاطر الاقتصادية، ثم المخاطر المالية جاءت في المرتبة الثالثة من حيث التأثير، ويحتل متغير الفساد المرتبة الرابعة في العوامل المؤثرة على تدفق الاستثمارين المباشر وغير المباشر في الأردن، كما توصل الباحث من خلال نتائج التحليل الإحصائي، أن المستثمر الأجنبي يأخذ بعين الاعتبار البيانات التاريخية الخاصة بمخاطر البلد عند اتخاذ القرار الاستثماري في الأردن.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة الأجنبية

1. Masrizal & al (2020) "The Effect of Country Risk and Macroeconomic on Jakarta Islamic Index" .

" تأثير مخاطر البلد والاقتصاد الكلي على مؤشر جاكارتا الإسلامي "

هدفت هذه الدراسة إلى فحص أثر مخاطر البلد لإندونيسيا (المخاطر المالية، السياسية، والاقتصادية)، وكذا سعر الصرف، أسعار النفط، ومؤشر الإنتاج الصناعي على مؤشر بورصة جاكارتا الإسلامي، بالاعتماد على بيانات شهرية من يناير 2003 إلى مارس 2016 لمتغيرات الدراسة، والتي تم الحصول عليها من قواعد بيانات مختلفة؛ BPS-Statistics Indonesia، BEI Bursa Efek Indonesia، والدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)، وقد تم تطبيق اختبار التكامل المشترك جوهانس، ونموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) لمعرفة تأثير الاستجابة على المدى الطويل للصدمات لبعض المتغيرات،

خلصت النتائج إلى وجود علاقة سببية قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر جاكارتا الإسلامي تحديداً على المدى الطويل، وللمخاطر المالية وأسعار النفط وأسعار الصرف أثر معنوي إيجابي على مؤشر جاكارتا الإسلامي، في حين أن المخاطر الاقتصادية ومؤشر الإنتاج الصناعي لها أثر معنوي سلبي على مؤشر جاكارتا الإسلامي، باستثناء المخاطر السياسية التي لم تظهر أي أثر، أظهرت هذه النتائج أن المستثمرين يأخذون في الاستثمارات الاعتبار للمخاطر المالية، والمخاطر الاقتصادية، وأسعار الصرف، وأن العديد من مؤشرات الاقتصاد الكلي الهامة بحاجة إلى النظر فيها من طرف الحكومة.

2. Dissou, (2020), " Predictive Impact of Country Risk Effects on The Net Foreign Direct Investment Inflow to The Economic Community of West African States Region " .

"الأثر التنبؤي لآثار المخاطر القطرية على صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في منطقة الجماعة الاقتصادية لدول غرب أفريقيا"

الهدف من هذه الدراسة هو التحقيق في الأثر التنبؤي لآثار مخاطر البلدان المحددة على صافي الاستثمار الأجنبي المباشر في اقتصادات البلدان أقل نمواً (LDC) في الدول الأعضاء في المجموعة الاقتصادية لدول غرب إفريقيا (ECOWAS) الـ 15؛ بنين، بوركينا فاسو، الرأس الأخضر، غامبيا، غانا، غينيا، غينيا بيساو،

ساحل العاج، ليبيريا، مالي، النيجر، نيجيريا، السنغال، سيراليون، على مدى فترة 11 عامًا (أي 2006-2016). استخدام تصميم بحث ارتباطي غير تجريبي بموجب طريقة البحث الكمي لمعالجة البيانات من المصادر الثانوية؛ قاعدة بيانات الأونكتاد، البنك الدولي، وصندوق النقد الدولي. استخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتعدد لتحليل فئتين متميزتين من عوامل الخطر الخاصة بالبلد: (أ) المخاطر المؤسسية المرتفعة و (ب) المخاطر المرتبطة بعدم الاستقرار في بيئة الاقتصاد الكلي، تم فحص ما مجموعه 11 مخاطر، شملت هذه المخاطر؛ الصوت والمساءلة، الاستقرار السياسي، السيطرة على الفساد، سيادة القانون، فعالية الحكومة، الجودة التنظيمية، تجارة البضائع، معدل البطالة، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر انفتاح التجارة الدولية، ومعدل التضخم.

أسفرت الدراسة عن نتيجتين جوهريتين:

- الأول هو أن عاملين فقط من بين 11 عاملاً مستخدم دولياً كان لهما أثر تنبؤي كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد إلى منطقة المجموعة الاقتصادية لدول غرب إفريقيا، وهما مستويات التجارة والانفتاح التجاري مهمان لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد.
- تشجيع التجارة بين الدول الأعضاء في المجموعة الاقتصادية لدول غرب إفريقيا ودولياً يرتبط ارتباطاً مباشراً بتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلي.

3. Mshelia & Anchor, (2018) " Political risk assessment by multinational corporations in African market: A Nigerian Perspective ".

"تقييم المخاطر السياسية من قبل الشركات متعددة الجنسيات في الأسواق الأفريقية: منظور نيجيري"

تبحث هذه الدراسة بشكل نقدي، تقنيات تقييم المخاطر السياسية (PRA) المستخدمة من قبل الشركات متعددة الجنسيات في نيجيريا وقابليتها للتطبيق، وذلك باستخدام نهج متعدد الأساليب، تمثلت في؛ رأي الخبراء، حكم وحس المسير، سيناريو التطور، القائمة المرجعية المعيارية، وتقنية دلفي، وهذا لتحليل البيانات التي تم جمعها من خلال الأساليب الإحصائية وتحليل المحتوى من الشركات متعددة الجنسيات في نيجيريا. ومجموعة البيانات الخاصة بتصنيف المخاطر السياسية للدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG) لنيجيريا من 2011 إلى 2015، حيث شملت العينة 91 شركة منخرطة في الأعمال التجارية الدولية من أصل 247 شركة مدرجة في قاعدة بيانات البورصة النيجيرية، وكشفت النتائج أن معظم الشركات تستخدم تقنيات تقييم المخاطر السياسية النوعية، بدلا من التقنيات الكمية، يمكن أن تسهم الاختلافات الإقليمية في نتائج تقييم المخاطر السياسية داخل نيجيريا بسبب الاختلافات الكبيرة في مستوى مؤشرات المخاطر السياسية، أيضا يسهم في تقليل استخدام التقنيات الكمية.

توصلت الدراسة إلى أن الشركات مستعدة للاستثمار في نيجيريا، على الرغم من المخاطر السياسية العالية، بسبب جاذبيتها الاقتصادية والمالية، أي أن الشركات يجب أن تأخذ في الاعتبار عوامل أخرى غير المخاطر السياسية عند اتخاذ قرار التدويل في سوق معينة.

4. Roggi & al, (2017), " Valuing Emerging Markets Companies. New Approaches to Determine the Effective Exposure to Risk".

"تقييم شركات الأسواق الناشئة. مناهج جديدة لتحديد التعرض الفعلي للمخاطر"

هدفت هذه الدراسة إلى اقتراح مقاييس جديدة للتعرض الفعلي للشركات النشطة في الأسواق الناشئة لمخاطر البلد، و ذلك باقتراح سبع مناهج جديدة ومنهج تسعير الأصول الرأسمالية المنقح للأسواق الناشئة، تتضمن هذه المناهج ثلاثة مقاييس استشرافية تعتمد على تقديرات النمو، وهي "لامد" (Lambda) المستقبلية تعكس تعرض الشركات الفعلي للمخاطر وفقا لتقديرات المحللين للنمو؛ "لامد" النسبية تستند على قيمة الشركة المقدره من خلال التقييم النسبي؛ بينما "لامد" الصناعية تعكس متوسط تعرض الشركات التي تنتمي إلى صناعة معينة لمخاطر البلد، أما المقاييس التاريخية تستند على النمو التاريخي شملت أربعة مقاييس تمثلت في؛ "لامد" بأثر رجعي تمثل تعرض الشركات الفعلي السابق لمخاطر البلد؛ في حين علاوة المخاطر الفعلية للشركة تعبر عن العلاوة التي يمنحها المستثمرون فعليا للاستثمار في شركة معينة، و تمثل "لامد" الحالية وعلاوة المخاطر الحالية للشركة" على التوالي؛ تعرض الشركة الحالي لمخاطر البلد والعلاوة الحالية الفعلية التي طلبها المستثمرون في وقت التقييم، تم حساب هذه المقاييس باستخدام نموذج التدفق النقدي الحر للأسهم، تم فيه استبدال التدفقات النقدية الحرة العادية للأسهم للسنة (t+1) بقيمة 12 أشهر السابقة وبالتالي التدفقات النقدية الحرة للأسهم للسنة (t+1)، ومن تم حساب لا مدا بأثر رجعي، كما اعتمد الباحث في دراسته كنموذج لعلاوة مخاطر البلد ما يطلق عليه بالنهج المختلط، إذ يأخذ هذا النموذج في الاعتبار كلاً من الفرق الافتراضي لعوائد السندات التي تصدرها الدولة وتقلب أسواق الأسهم في بلد ما بالنسبة لتقلب عوائد سندات الدولة المقومة بالدولار الأمريكي، وكان هذا بالتطبيق على 58 شركة مدرجة في المؤشر الرئيسي المرجح للقيمة السوقية في كل من؛ البرازيل، شيلي، كولومبيا المكسيك والبيرو، لسنتي 2013 و2014، وعلى 26 شركة متعددة الجنسيات مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي للفترة 2010-2014.

خلصت نتائج الدراسة إلى أن المناهج الجديدة يمكن أن يطبقها المحللون الماليون بفعالية على شركات الأسواق الناشئة والشركات المتعددة الجنسيات للأسواق الناضجة التي تعمل في الأسواق الناشئة، مع توفير تقدير أكثر موثوقية لكل من العلاوة التي طلبها المستثمرون فعليا في الماضي والعلاوة الفعلية، تطبيقا للمناهج الجديدة، تعكس تكلفة الأسهم التعرض الفعلي للشركة لمخاطر البلد دون الإفراط في تقديرها أو الاستهانة بها، كما هو الحال مع المناهج القائمة الأخرى. كما بين النتائج وجود انتشار اقل قيمة لمخاطر القطرية.

5. Suleman & al, (2017), " Does Country Risks Predict Stock Returns and Volatility Evidence from A Nonparametric Approach "

"هل تتنبأ مخاطر البلد بعوائد الأسهم وتقلباتها؟ دليل من منهج لامعلمي"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل ما إذا كان إجمالي مخاطر البلد ومكوناتها (اقتصادية، مالية، والسياسية) يمكنها التنبؤ بتحركات وتقلبات عوائد الأسهم لثلاثة وثمانين من الاقتصادات المتقدمة والنامية، باستخدام اختبار السببية اللامعلمية من المرتبة (k) بتردد شهري خلال الفترة الممتدة من جانفي 1984 إلى ديسمبر 2015، لمؤشرات مخاطر البلد المنشورة في الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)، ونفس الفترة لمؤشرات الأسواق محل الدراسة، والمتحصل عليها من قاعدة بيانات طومسون روتيرز، يتحكم النهج اللامعلمي في تحديد التوصيف الخاطئ للإطار الخطي للسببية، والتحقق إحصائياً في إمكانية عدم الخطية في عوائد الأسهم، ومن أجل المقارنة تم إجراء اختبار السببية الخطي لجرانجر بتطبيق نموذج VAR.

أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أنه لا يمكن الاعتماد على الدليل الضعيف للسببية الذي تم الحصول عليها بموجب اختبارات Granger المعيارية، حيث عند تطبيق الاختبار اللامعلمي، وجد الباحثون أنه على الرغم من عدم وجود دليل على إمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم التربيعية باستثناء حالة واحدة من 83، في بعض الأحيان هناك ما يقارب 50 % من البلدان حيث تميل المخاطر الإجمالية فيها ومكوناتها إلى التنبؤ بعوائد الأسهم والتقلبات المحققة.

6. Singh, (2017), " Three Essays on Fiscal Policy".

"ثلاث مقالات حول السياسة المالية"

تبحث هذه الدراسة الآثار المحلية والدولية لصدمات السياسة المالية على مخاطر البلد، عوائد الأسواق الأوراق المالية، والشركاء التجاريين، وذلك في ثلاث مقالات، حيث تناولت في شطرها المتعلق بمخاطر البلد في المقال الأول التأثيرات النسبية لمتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية والسياسية على مخاطر البلد لخمس اقتصادات متقدمة؛ الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وكندا وسنغافورة، للفترة من جانفي 1984 إلى ديسمبر 2014، وألمانيا للفترة الزمنية من جانفي 1990 إلى سبتمبر 2014، وللقيام بذلك تم إجراء تقدير مرحلتين؛ في المرحلة الأولى تم استخدام CAPM لتقدير بيتا البلد المتغيرة زمنياً، والتي تستخدم كوكتيل لمخاطر البلد بتطبيق نموذج DCC-GARCH، وفي إجراء انحدار لبيتا البلد المتغيرة زمنياً على مجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي والمتغيرات المالية والسياسية لتمييز التأثيرات النسبية لكل متغير على مخاطر البلد، وفي الأخير تم استخدام نهج Kalman Filter لإعادة تقدير بيتا البلد المتغير زمنياً باعتباره اختباراً للقوة والمتانة.

أظهرت النتائج التجريبية لهذه الدراسة أنه على الرغم من اختلاف أهمية واتجاه تأثيرات عوامل الخطر من بلد إلى آخر، فمن بين متغيرات الاقتصاد الكلي، فإن فائض الميزانية وفائض الحساب الجاري لهما تأثيرات

كبيرة على معظم بيئا البلد، بينما بشكل عام ليس للمخاطر السياسية تأثير كبير على مخاطر البلد في الاقتصادات المتقدمة.

7. Kara & Karabiyik, (2015), "The effect of country risk on stock prices an application in Borsa Istanbul".

" تأثير مخاطر البلد على أسعار الأسهم تطبيق في بورصة إسطنبول "

تناولت هذه الدراسة أثر علاوات مخاطر البلد على أسعار الأسهم، لهذا الغرض، تم تحليل العلاقة بين متغيرات المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية والمخاطر السياسية، المحسوبة بواسطة الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)، والاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية الشهرية المتعلقة بمؤشر بورصة اسطنبول (BIST100)، للفترة الممتدة ما بين جانفي 1999 وديسمبر 2013، باستخدام اختبار جذر وحدة ديكي فولر (ADF)، واختبار جوهانسن للتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ الموجه (VECM).

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية قصيرة وطويلة الأجل، تنتقل من علاوات المخاطر المعنية إلى أسعار الأسهم، وأشارت تقديرات الانحدار التي تم إجراؤها إلى أن علاوات مخاطر البلد الاقتصادية والمالية والسياسية لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم في الأجل الطويل، وأن للمخاطر السياسية والاقتصادية تأثير أكبر من المخاطر المالية في الأجل القصير.

8. Almahmoud, (2014), "Country risk Ratings and Stock Market Movements: Evidence from Emerging Economy",

" تصنيفات مخاطر البلد وتحركات سوق الأوراق المالية: دليل من اقتصاد ناشئ "

هدفت هذه الدراسة لفحص العلاقة بين مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية والمالية في المملكة العربية السعودية، وتحركات سوق الأوراق المالية من المنظورين القصير والطويل الأجل، خلال الفترة الممتدة من جانفي 2005 الى ديسمبر 2012، بالاعتماد على البيانات الشهرية، بالاستعانة بقاعدة بيانات (ICRG) بالنسبة لمخاطر البلد، وأخذ الفرق اللوغاريتمي الأول للمؤشر الشهري، وذلك بالحصول على العائد المركب من البورصة العربية السعودية (TASI)، ولاكتشاف والتحقق من علاقة الترابط بين المتغيرات تم تطبيق منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) مع الأخذ في الاعتبار كل متغير كمتغير تابع.

أظهرت النتائج أن مخاطر البلد لها علاقة وثيقة بتحركات سوق الأوراق المالية بالمملكة العربية السعودية، ويظهر عامل المخاطر المالية أعلى مستوى من الحساسية من بين جميع تصنيفات مخاطر البلد الأخرى، كما

يظهر حساسية للمخاطر الاقتصادية، غير أن المخاطر السياسية أظهرت حساسية ضئيلة تجاه المتغيرات الأخرى، مما يدل على أن قضايا تصنيف المخاطر السياسية هي الأقل نسبيًا في المملكة العربية السعودية.

9. Liu & al (2013)، "A Momentum Threshold Model of Stock Prices and Country Risk Ratings Evidence from BRICS Countries".

"نموذج الانحدار الذاتي للزخم مع العتبة MTAR، وتصنيفات مخاطر البلد: دليل من دول

مجموعة البريكس"

هدفت الدراسة إلى فحص العلاقة بين مؤشر سوق الأسهم في كل دولة من دول مجموعة البريك الخمسة؛ البرازيل، روسيا، الهند، الصين وجنوب أفريقيا، والتغيرات في تصنيفات المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية لهذه البلدان، في الاستجابة للصدمات الإيجابية والسلبية، بالاعتماد على بيانات التصنيف الشهري لمخاطر البلد في الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) لتصنيفات المخاطر الاقتصادية، المالية والسياسية، لكل من دول البريكس الخمس، من شهر سبتمبر 1995 إلى شهر أبريل 2011، فترة العينة هذه مقيدة ببدء تقييمات مخاطر البلد لروسيا، وكذا بيانات مؤشرات السوق لنفس الفترة المتحصل عليها من المواقع الرسمية للبورصات محل الدراسة، وفحص العلاقة استخدام الباحثون نموذج (MTAR).

تشير نتائج الدراسة إلى أن العلاقات الطويلة الأجل والقصيرة الأجل بين سوق الأوراق المالية وبتغيرات تصنيفات المخاطر الثلاثة لكل بلد تستجيب بشكل غير متماثل للصدمات بالنسبة لجميع بلدان مجموعة البريك الخمسة، ولكن بسرعات مختلفة واعتمادًا على اتجاه الصدمة، مما يدعم الاختلافات في فرص الربح بين هذه البلدان، التعديل أسرع بالنسبة لمجموعة البريكس الفردية بعد صدمة إيجابية (من صدمة سلبية)، باستثناء روسيا، وعلى الرغم من تجمعه فإن أسواق الأوراق المالية في بلدان مجموعة البريك الخمسة تختلف عن بعضها بعض مما قد يؤدي إلى مكاسب في تنويع المحافظ الاستثمارية.

10. Sari & al, (2013), "The Relationship Between Disaggregated Country Risk Ratings and Stock Market Movements: An ARDL Approach".

"العلاقة بين تصنيفات مخاطر البلد المفصلة وتحركات سوق الأسهم: نهج ARDL"

هدفت الدراسة إلى فحص العلاقة الطويلة والقصيرة المدى بين مكونات مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية، والمالية لتصنيفات مخاطر البلد وتحركات سوق الأسهم بتركيا، وذلك باستخدام التصنيفات الشهرية لمخاطر البلد الخاصة بـ (ICRG) للفترة من جانفي 2002 إلى أكتوبر 2010، لنفس الفترة والتواتر تم استخدام إجمالي مؤشر عوائد الأسهم المقومة بالدولار الأمريكي وفق مؤشر MSCI لتركيا، مع إدراج متغير وهمي D2007 يشير إلى ديسمبر 2007 على أنه بداية الركود الكبير.

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة طويلة المدى بين تصنيفات المخاطر وتحركات سوق الأسهم في تركيا، وأن هذه التصنيفات الثلاث لمخاطر البلد هي المتغيرات المؤثرة في تحركات سوق الأسهم، ومع ذلك فإن تصنيف المخاطر السياسية والمالية المنخفضة هي وحدها لها تأثير إيجابي ومعنوي على تحركات السوق على المدى القصير.

11. Montes & Tiberto, (2012), "Macroeconomic Environment, Country Risk and Stock Market Performance: Evidence for Brazil"

"بيئة الاقتصاد الكلي والمخاطر البلد وأداء سوق الأوراق المالية: دليل البرازيل"

هدفت الدراسة إلى تقديم أدلة تجريبية حول تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي والسياسات الاقتصادية على مخاطر البلد، وتأثير متغيرات الاقتصاد الكلي ومخاطر البلد على المؤشر البرازيلي الرئيسي لسوق الأوراق المالية (Ibovespa)، تحلل الدراسة الدور الذي تلعبه أساسيات الاقتصاد الكلي، كذلك الدور الذي تلعبه مصداقية نظام استهداف التضخم وسمعة البنك المركزي في تقليل مخاطر البلد وتحسين أداء سوق الأوراق المالية. امتدت فترة التحليل من ديسمبر 2001 إلى سبتمبر 2010 بالاعتماد على البيانات الشهرية، حيث تم تمثيل مخاطر البلد من خلال فروق أسعار السندات C (مؤشر سندات الأسواق الناشئة (EMBI) الذي أنشأه جي بي مورجان.

تم الحصول على الأدلة التجريبية من خلال تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) طريقة العزوم المعممة (GMM). تشير النتائج إلى أن السياسة النقدية وإدارة الدين العام، فضلاً عن المصداقية والسمعة تؤثر على مخاطر البلد وأداء سوق الأسهم البرازيلية، علاوة على ذلك، تشير النتائج إلى رؤى جديدة بشأن تأثير السياسات الاقتصادية على الاقتصاد، إذ تشير إلى أن انخفاض إدراك المستثمرين لمخاطر البلد على أساس تحسين أساسيات الاقتصاد الكلي يشجع العملاء الاقتصاديين لدخول سوق الأوراق المالية البرازيلية.

12. Beaulieu & al, (2005), " The Impact of Political Risk on The Volatility of Stock Returns: The Case of Canada "

"أثر المخاطر السياسية على تقلبات عوائد الأسهم: حالة كندا"

تناولت هذه الدراسة أثر المخاطر السياسية في كندا على تقلبات عوائد الأسهم لعينة من الشركات تتكون من 71 شركة مدرجة إما في بورصة مونتريال أو تورنتو مقرها الرئيسي بكبيك، حيث تم تقسيم العينة إلى مجموعتين من المحافظ وفقاً للمقاييس المختارة للتعرض، المجموعة الأولى: خيارات النمو مقابل الأصول الموجودة، المجموعة الثانية: العمليات المحلية مقابل العمليات المتعددة الجنسيات، تم الحصول على البيانات السنوية لعوائد الأسهم لعينة الدراسة من قاعدة بيانات Datastream للفترة الممتدة من جانفي 1990 إلى

ديسمبر 1996، أما بالنسبة للمخاطر السياسية فقد تم الحصول عليها من الأخبار المنشورة في جريدة (The Well Street) لموثوقيتها، أو تلك المنشورة في جريدة (The Toronto Globe and Mail)، وهذا بعد تنقيحها وتصنيفها كنتيجة لآراء مراقبين، بعد حساب قيمة A في كرونباخ من أجل تقييم الموثوقية بين المقيمين. وجدت قيمة 84.9، مما يدل على أن معظم المراقبين يتفقون على تأثير الأخبار في معظم الأوقات إما لأخبار غير مواتية (تنطوي على مخاطر) حدد بـ 41 خبر سيئ، وأخبار مواتية (لا تنطوي على مخاطر) 26 خبر جيد، مع عدم أخذ الباحثين بعين الاعتبار 12 خبر غامض، ولإيجاد العلاقة بين متغيرات الدراسة تم استخدام نموذج GARCH المعدل الثنائي.

أهم ما توصلت له نتائج الدراسة أن الأخبار السياسية تؤثر على تقلب عائد الأسهم للشركات التي تتميز إما بشكل أساسي بالأصول الموجودة أو المحلية البحتة، في حين أنها لا تؤثر على تقلب عائد الأسهم للشركات التي لديها درجة كبيرة من خيارات النمو أو العمليات الدولية، وأن أخبار المخاطر السياسية غير المواتية (السلبية) لها تأثير أكبر على تقلب عوائد الأسهم من أخبار المخاطر السياسية المواتية (الإيجابية).

13. Demir, (2005), " Three Essays on Financial Liberalization, Country Risk and Low Growth Traps in Argentina, Mexico and Turkey".

" ثلاث مقالات عن التحرير المالي، ومخاطر البلد، ومصادر النمو المنخفض في الأرجنتين، المكسيك، وتركيا" هدف المقال الأول من الدراسة استكشاف العلاقة الديناميكية بين مخاطر البلد، وتدفقات رأس المال الدولية قصيرة وطويلة الأجل، والاستثمار المحلي والنمو من خلال اقتراح أن العلاقة بين تدفقات رأس المال الخارجي و مخاطر البلد ليست علاقة خطية بتطبيق نهج المعادلات الأنيية، تم اختيار المؤشر RSCFI وRFDI، كمقياس لتدفقات رأس المال، وكمتغير لمخاطر البلد تم الاعتماد على المؤشرات التالية حسب حالة كل بلد؛ USDSP، BONSP، SCDINT، RINTSPE، ICRGP، EMBISV+، EMBI، اعتمادا على البيانات السنوية والرابع سنوية للفترة الممتدة من 1979 إلى 2002.

أهم النتائج التجريبية المتحصل عليها، توفر دعماً لحجة نبوءة ذاتية التحقق¹ من خلال الكشف عن علاقة داخلية بين مخاطر البلد وتدفقات رأس المال قصيرة الأجل بحيث تولد توازناً ذاتي التعزيز اعتماداً على اتجاه التغير في أي منهما، كما توفر النتائج بعض الدعم لحجة البيع الاضطراري للاستثمار الأجنبي المباشر (Firesale FDI)².

¹ النبوءة التي تحقق ذاتها هي توقع - إيجابي أو سلبي - حول شيء أو شخص يمكن أن يؤثر على سلوك الشخص بطريقة تؤدي إلى أن تصبح تلك التوقعات حقيقة واقعة. على سبيل المثال، إذا اعتقد المستثمرون أن سوق الأسهم سوف تنهار، فسوف يشترون عدداً أقل من الأسهم. ستبدأ الأسعار في الانخفاض، وسوف ينهار السوق بالفعل.

² في سياق الأسواق المالية، يشير (Firesale) البيع الاضطراري إلى الحالة التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بأقل بكثير من قيمتها الجوهرية، كما هو الحال أثناء الأسواق الهابطة الطويلة.

أما المقال الثاني تناول تحليل أثر التحرير المالي المحلي والخارجي على السلوك الاستثماري الحقيقي لشركات القطاع الخاص في ظل عيوب سوق رأس المال، وتقلب الأسعار الكلية وتغير مستويات مخاطر البلد لكل من الأرجنتين، المكسيك و تركيا، من خلال استخدام نموذج البيانات المقطعية الطولية على المستوى الجزئي للشركة، باستخدام نموذج الانحدار للتأثيرات الثابتة، اعتمادا على البيانات نصف السنوية المأخوذة من الحسابات المالية المدققة للشركات الصناعية المتداولة علناً في أسواق الأوراق المالية وقواعد بيانات أخرى؛ Economatica، Worldscope International، و Datastream، لدول محل الدراسة المشار إليها أعلاه، والبالغ عددها على التوالي؛ 66، 80 و 181 شركة، شملت فترة الدراسة الفترة من جانفي 1991 إلى فيفري 2001 للأرجنتين، و من جانفي 1990 إلى مارس 2003 للمكسيك، أما تركيا امتدت الفترة من جانفي 1992 إلى فيفري 2003، فيما يتعلق بمخاطر البلد تم استخدام مؤشر مخاطر البلد المستثمر المؤسسي (IICR)، ومؤشر المخاطر المركبة للدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)، كما تم تضمين كل من اختلاف العينة وعدم اليقين كمتغيرات تحكم لمعرفة تأثيرها على السلوك الاستثماري للشركات. أهم النتائج المتحصل:

تشير النتائج بوضوح إلى أن قرارات الاستثمار الثابتة التي تتخذها شركات القطاع الحقيقي في البلدان النامية ليست مستقلة عن فرص الاستثمار الأخرى في الأسواق المالية، وتظهر حساسية عالية لتوقعات المخاطر المتغيرة، وأنه في ظل تزايد المخاطر وعدم اليقين المقترن بالاختناقات الائتمانية و/ أو أزمة-ضغوط الربحية، فإن شركات القطاع الحقيقي تختار الاستثمار ليس في الأصول الثابتة ولكن في الأصول المالية.

في حين تناول المقال الثالث آثار تدفقات رأس المال قصيرة الأجل من خلال استكشاف العلاقة بين تقلبها وعدم الاستقرار الاجتماعي والسياسي في الأرجنتين، المكسيك و تركيا، بتطبيق نهج المعادلات الأنية واختبارات سببية Granger، وباستخدام بيانات ربع سنوية للفترة الممتدة من 1992 إلى 2003، كمقياس للتقلب تم استخدام الانحراف المعياري للصافي الحقيقي لتدفقات رأس المال قصير الأجل (من قبل غير المقيمين)، تم الحصول عليه من قواعد بيانات البنوك المركزية لكل من المكسيك و تركيا، وزارة الاقتصاد للأرجنتين، إضافة إلى قاعدة بيانات (IFS)، أما بخصوص بيانات المخاطر الاجتماعية والسياسية، أخذت من الدليل الدولي لمخاطر البلد، مؤشر المخاطر السياسية (ICRGP)،

أهم النتائج التي كشف عنها التحليل التجريبي للدراسة، وجود علاقة ديناميكية ومتزامنة بين تقلبات تدفقات رأس المال قصيرة الأجل والمخاطر الاجتماعية والسياسية.

14. Kabir & al, (2003), " Country risk and volatility predictability, and diversification in the Middle East and Africa".

" مخاطر البلد والقدرة على التنبؤ بالتقلبات، والتنوع في الشرق الأوسط وأفريقيا"

هدفت هذه الدراسة لفهم مخاطر البلد (المخاطر السياسية والمخاطر المالية، والمخاطر الاقتصادية) وتأثيرها على تقلبات عوائد سوق الأوراق المالية، لاعتبار القدرة على التنبؤ أمراً مهماً لتقييم الاستثمار المباشر وقرارات اختيار البلدان في تنوع المحافظ إقليمياً وعالمياً، حيث تناول الباحثون هذه القضايا في سياق الشرق الأوسط وأفريقيا، وذلك بتحليل 10 أسواق للأوراق المالية في المنطقة وللمقارنة والتباين بين البلدان ذات المراحل المماثلة من التنمية الاقتصادية، قسم الباحثون العينة إلى مجموعتين؛ تضم المجموعة الأولى أسواق الأسهم في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (مصر، الأردن، المغرب، تونس، وتركيا)، وتضم المجموعة الثانية أسواقاً أفريقية أخرى (OAF) (كوت ديفوار، كينيا، نيجيريا، جنوب أفريقيا وزيمبابوي)، تمت الملاحظات الشهرية على هذه البلدان من جانفي 1984 حتى ماي 1999، كما تنوعت مصادر بيانات الدراسة، تم جمع إجمالي العائدات الشهرية بالدولار من قاعدة بيانات الأسواق الناشئة (EMDB)¹. بالنسبة للمعدلات الخالية من المخاطر تم الحصول عليها من قاعدة الإحصائيات المالية الدولية (IFS)²، بخصوص العائد العالمي تم الحصول عليه من قاعدة بيانات (MSCI)، أما تصنيفات مخاطر البلد. استخدمت تلك المنشورة في الدليل الدولي لمخاطر الدول (ICRG)، اعتمد الباحثون في الدراسة على نموذج GARCH لفحص تقلبات والقدرة على التنبؤ، كما تشرح الدراسة كيف يمكن تشكيل محافظ الأسهم من هذه البلدان من أجل تحقيق محافظ ذات كفاءة متوسط التباين.

خلصت هذه الدراسة بشكل عام أن المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية للبلد تحدد بشكل كبير تقلبات الأسهم وإمكانية التنبؤ بها، وتظهر عملية التنوع أن المستثمر الدولي لا يزال بإمكانه الاستفادة من خلال التنوع في أسواق الأوراق المالية في بلدان الشرق الأوسط والبلدان الإفريقية.

المطلب الثالث: التعليق على الدراسات السابقة، وما يميز الدراسة الحالية عنها.

من خلال بعض الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها، باختلاف أطرها الزمانية والمكانية، وباختلاف المنهجية البحثية والأساليب القياسية المعتمدة، والتنوع في استخدام البيانات بين كمية ونوعية، مع التباين في النتائج البحثية التي تم التوصل إليها، قد يكون ذلك منطقي بسبب اختلاف بيئة كل دراسة عن أخرى، واختلاف اقتصاديات البلدان التي أجريت عليها الدراسة، وكذا مستوى تطور وأداء الأسواق التي تقوم بدراستها عن بقية

¹ قاعدة بيانات تابعة لمؤسسة التمويل الدولية

² قاعدة بيانات تابعة لصندوق النقد الدولي

الأسواق الأخرى، اتضحت جليا الجهود التي أولها الباحثون والتي لازالت مستمرة في دراسة موضوع مخاطر البلد وتأثيره على الاستثمار المباشر والاستثمار غير المباشر، لاعتبارهما من ركائز الاقتصاد والعجلة المحركة له، وبالرغم من تعدد الدراسات الأجنبية السابقة والقليل جدا من الدراسات العربية التي تطرقت للموضوع إلا أن أي منها لم تتناول موضوع الدراسة الحالية على حد اطلاقنا، حيث يركز اهتمام أغلب الدراسات العربية على بيان أثر مخاطر البلد إلى جانب متغيرات أخرى على الاستثمار الأجنبي، مما يؤكد على أهمية إجراء الدراسة الحالية وطريقتها في البيئتين الجزائرية والإمارتية.

أهم ما يميز هذه الدراسة، كونها واحدة من الدراسات العربية القليلة جدا التي تعرضت لدراسة العلاقة بين مؤشرات مخاطر البلد؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية، وبين مؤشرات أداء البورصة، كما أن هذه الدراسة تستهدف القضية المشار إليها باستخدام أساليب قياسية حديثة، بالتطبيق على بورصتي الجزائر ودبي اللتان تنشطان ضمن اقتصاديات ريعية، كما تستمد هذه الدراسة تميزها كذلك من الفترة الزمنية الحديثة نسبيا، حيث عرفت هذه الفترة أحداث وتطورات؛ سياسية، اقتصادية، ومالية، والتي قد تساعد في إيجاد تفسير للعلاقة ودلالاتها.

خلاصة الفصل

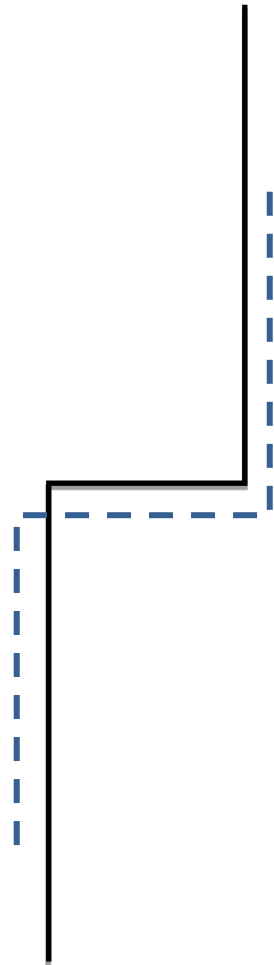
ختاماً لما تم عرضه في هذا الفصل، تجدر الإشارة إلى أن مؤشرات البورصة، تعتبر بارومتر يقيس أداء ومستوى تطور نشاط البورصة، تمكن الأطراف المختصة، المعنية، والمهتمة من قياس ومعرفة مدى تمكن الوحدات الاقتصادية من الاتصال ببعضها البعض عن طريق استخدام أدوات السوق المالي (البورصة) من عمليات لبيع وشراء الأوراق المالية، كما تتعدد وظائف مؤشرات البورصة وتختلف استخداماتها باختلاف البورصات والقطاعات فيما بينها، وطبيعة عمليات التداول بها، فضلاً عن اختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لها بالنظر إلى الدور الذي تؤديه، وباعتبار أن المؤشر أداة قياس إحصائية رقمية، فإنه يُستند في بناءه على أسس معينة لا بد من مراعاتها في العينة التي يبنى عليها تتمثل في؛ الحجم، الاتساع، المصدر، كما لا تخرج أساليب بناء المؤشر عن ثلاث مداخل حسب ما هو متفق عليه عند جمهور المختصين، يطلق عليها مداخل الأوزان؛ المتساوية، على أساس السعر، حسب القيمة.

تتأثر مؤشرات البورصة بطريقة مباشرة وغير مباشرة، سلباً أو إيجاباً، وقد تكون بصفة تبادلية وغير تبادلية، بعدة عوامل داخلية وخارجية، وبنسب تأثير متفاوتة، تنعكس هذه الآثار على أداء البورصة، نشاطها وتطورها، حيث ترتبط هذه العوامل المؤثرة ارتباط وثيقاً بالمتغيرات الاقتصادية للدولة، سياستها النقدية والمالية، الأحداث السياسية الواقعة بها، وأنظمتها التشريعية، وكذا الأزمات المالية والسياسية التي قد تتعرض لها أو تنتقل إليها من الدول والأقاليم التي ترتبط بها في إطار المعاملات المالية، التبادلات التجارية، وحتى التكاملات الدولية، تشكل وتعتبر هذه المتغيرات في مجملها عن البيئة الخارجية للبورصة، والعوامل الجوهرية المؤثرة في أداءها، كما تعبر العوامل الداخلية المؤثرة في البورصة، عن العوامل الفنية المرتبطة بالبيئة الداخلية للبورصة بنيتها التحتية، من هياكل قاعدية، قوانين وتشريعات تنظيمية، وكذا أنشطتها وطبيعة معاملاتها، إلى جانب العوامل النفسية وسلوكيات المستثمرين، الناجمة عن ممارسات، أساليب، وسلوكيات متعمدة، أو كرد فعل ناتج عن وقوع أحداث ما.

إن الإطار النظري للعوامل المؤثرة على أداء البورصة كونها قناة استثمارية تمويلية، أكدته الأدبيات التطبيقية التي تناولتها الدراسة باختلاف حدودها الزمانية والمكانية، من خلال تركيزها على قياس أثر مخاطر البلد كون العوامل المذكورة والمؤثرة في البورصة وأدائها، جزء لا يتجزأ من مكونات المخاطر التي تدخل في بناء مؤشرات المخاطر السياسية، الاقتصادية، والمالية، إذ تسعى الدراسة الحالية إلى بيان ذلك تطبيقياً كامتداد للدراسات السابقة، والتفصيل فيه في الفصلين الثالث والرابع، من خلال تحليل مؤشرات مخاطر البلد والمؤشرات البورصية في كل من دولتي الجزائر و الإمارات العربية المتحدة، إلى جانب قياس أثر مخاطر البلد على أداء بورصة الجزائر، وبورصة دبي لاعتبارها أهم بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية.

الفصل الثالث

تحليل مخاطر البلد للجزائر
الإمارات العربية، وأداء بورصاتها
للأوراق المالية للفترة (2008-2022)



تمهيد

إن تطور البورصات العالمية وخاصة العربية منها بوتيرة متسارعة، واعتماد المؤسسات المالية والأطراف الفاعلة فيها ذات الصلة من؛ محللين، مدراء محافظ مالية، مستثمرين، ومدخرين، في عملهم على المناهج الحديثة والأساليب المتطورة التحليلية والفنية في تحليل أداء البورصات، جعل من موضوع مخاطر البلد يحظى بأهمية كبيرة في الدراسة والقياس والتحليل، لاعتبارها من العوامل الخارجية المؤثرة على أداء البورصة، والتي قد تكون من العوامل التي تحول دون تحقيق المستثمرين المكاسب التي يسعون من أجلها في تعاملاتهم مالية في البورصة، بل قد تكون سببا في تكبدهم لخسائر هم في غنى عنها.

بعد عرض الجانب النظري بما تضمنته الفصول السابقة من تأصيل نظري حول مخاطر البلد وأداء البورصة، يعرض هذا الفصل من الدراسة الجانب التحليلي والتطبيقي، خصص لدراسة وتحليل مؤشرات مخاطر البلد ومؤشرات أداء بورصة الجزائر وبورصات الأوراق المالية الإماراتية للفترة (2008-2022)، حسب التصنيف الخاص للدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) الصادر عن مجموعة خدمات الخطر السياسي (The PRS Group)، حيث أن تحليل مخاطر البلد؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية، وتحليل أداء بورصة الجزائر وبورصات الأوراق المالية في الإمارات (البورصتين الرئيسيتين دبي وأبوظبي)، أملته وجود إمكانية إجراء مقارنة بين البلدين التي تقع فيهما البورصتين محل الدراسة، فقياس قدرة بلد في مجال معين يتوقف على مقارنته ببلد آخر، تتشابه اقتصاداته والمشاكل التي قد يواجهها، وهذا ما ينطبق على دولتي الجزائر والإمارات العربية المتحدة، دولتان يعتمد اقتصادهما على قطاع الطاقة (المحروقات) بالدرجة الأولى، البورصتين المختارتين تم تأسيسها في فترات جد متقاربة، إلا أن تطور وأداء كل منهما شكل الفرق، مما يستدعي الوقوف على الأسباب، الظروف، والعوامل الداعمة أو المثبطة.

في هذا السياق سيتم تناول هذا الفصل من خلال التعرض للمباحث الآتية:

- المبحث الأول: تحليل مخاطر البلد وأداء بورصة الجزائر للفترة 2008-2022
- المبحث الثاني: تحليل مخاطر البلد للإمارات العربية وأداء بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية للفترة 2008-2022

المبحث الأول: تحليل مخاطر البلد وأداء بورصة الجزائر للفترة 2008-2022

في خضم التطورات والتحولات التي عرفها العالم والمنطقة العربية خاصة في السنوات الأخيرة، أضحى من الضروري على أي بلد كان، العمل على تطوير وتحسين قدراته الاقتصادية وتقوية تنافسيته، وكذا السعي نحو تحقيق الاستقرار السياسي به، باعتباره العامل الرئيسي المرجح في تحسين المناخ العام للاستثمارات ولقطاع الأعمال والمال، وخلق فرص لجذب الاستثمارات واستقطابها، فنجاح الدول وتطورها مرهون بتوفير بيئة مستقرة اقتصاديا وسياسيا مع ضمان آليات الحرية الاقتصادية.

وهذا ما تسعى الجزائر لتحقيقه وذلك بالحفاظ والعمل على تعزيز مكتسباتها، والعمل على إصلاح ما يتوجب إصلاحه أو تغيير من سياسيات، استراتيجيات أو هياكل، إذ تتمتع الجزائر بموقع جغرافي ملائم بالقرب من السوق الأوروبي، تمتلك من المقومات والإمكانات والفرص ما يمكنها من منافسة الدول الاقتصادية الكبرى إن أحسنت استغلالها وتسييرها، كما تمتلك احتياطات كبيرة من النفط والغاز، إمكانات كبيرة لتطوير الغاز الصخري، فرص لاستغلال جزء كبير من مساحاتها في الزراعة (للتنوع المناخي وجودة التربة ومخزون المياه الجوفية الكبيرة بصحرائها)، إذ تتيح الطبيعة الجغرافية المتنوعة التي تتميز بيها فرصا لتنمية السياحة وكذا الطاقات المتجددة، ورغم هذه المقاومات إلا أن الاقتصاد الجزائري يعاني من الهشاشة حيث يعتمد بشكل أساسي على القطاع الطاقوي (الهيدروكربونات) والوزن الزائد للقطاع العمومي غير الفعال، إذ تمثل إيرادات قطاع المحروقات 40% من الناتج المحلي الإجمالي، 90% من الصادرات و60% إيرادات الميزانية، مع مساهمة ضعيفة لباقي القطاعات خارج المحروقات، تعاني من ضعف البيئة التحتية، تفشي البيروقراطية والفساد الإداري، ضعف القطاع المالي وبيئة الأعمال غير المؤكدة، والممارسات التي تظهر هشاشة الاقتصاد الجزائري، كما أن تمويل العجز العام في موازيتها يتم عن طريق السحب من الاحتياطيات وتسييل البنك المركزي، كما تعاني اتساع السوق السوداء الموازية للنظام المصرفي.

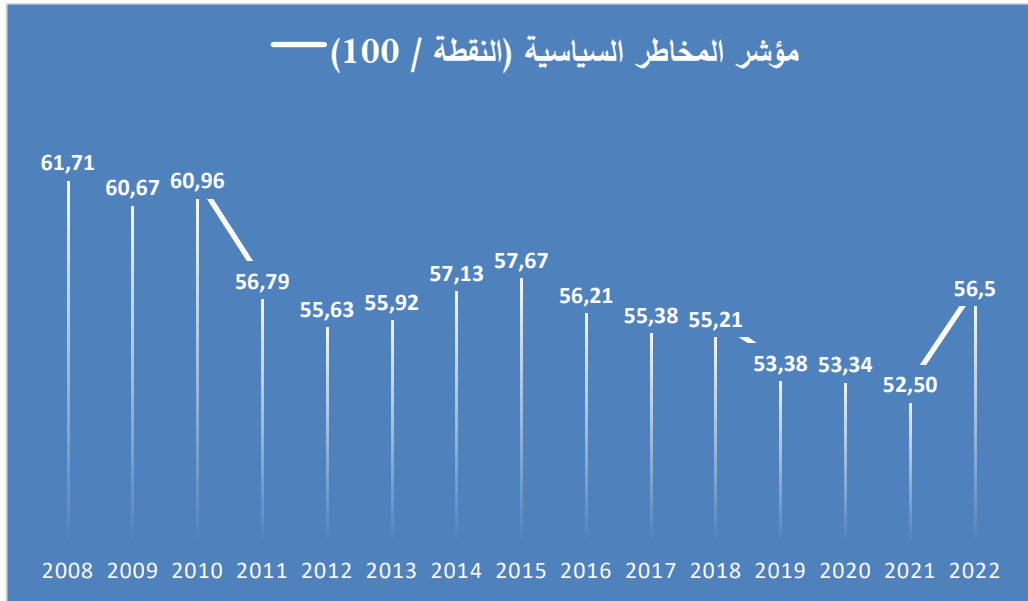
إن مظاهر الهشاشة أو نقاط الضعف هذه في النظام الاقتصادي، للأسف تعد من النقاط البارزة التي يركز عليها المستثمرين المحليين أو الأجانب في تحليل بيئة الأعمال وكذا مخاطر الاستثمار المرتبطة بها، ومن أجل تحليل مخاطر البلد في الجزائر للفترة 2008-2022، يتم استعراض تطور المخاطر السياسية، المالية، والاقتصادية خلال هذه الفترة، كما يتم استعراض أداء بورصة الجزائر، وذلك بتتبع تطور مؤشرات البورصة.

المطلب الأول: تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2008-2022

يعتبر الاستقرار الأمني والسياسي من مقومات التنمية الاقتصادية للدولة، وعامل مهم يؤثر على الاستقرار الاقتصادي، فالوضع السياسي والتطورات الأمنية في الاقتصاديات المضيفة للاستثمار تحظى باهتمام

المستثمرين الأجانب والمحليين على حد سواء، لدلالاتها على مستوى المخاطر في الدولة، إذ تؤثر المخاطر السياسية سلباً على الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك بتعريض المستثمرين للخطر سواء أكان مصدر الخطر عوامل داخلية أو خارجية، ما يؤدي إلى إقبالهم بتكاليف بدل تمكينهم من مكاسب، ومن خلال تتبع تطور مؤشر المخاطر السياسية في الجزائر ومكوناته وفق تقييم الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)، للفترة 2008-2022 حسب ما هو مبين في الشكل رقم (1.3)، والتي توصف بالمخاطر المتوسطة لتجاوزها عتبة الـ 50 نقطة، و لم تنزل قيمة المؤشر عنها خلال الفترة المدروسة، حيث تم تقسيم مراحل تطور مؤشرات مخاطر البلد، بما فيها المخاطر السياسية إلى ثلاث مراحل بارزة، تم الاستناد في هذا التقسيم، على العهدة الرئاسية التي عرفتها الجزائر وصادفت فترة الدراسة، لاعتبار العهدة الرئاسية خارطة الحكم، وبطاقة تعريف لسياسة الدولة، التي تبنى على أساسها باقي السياسات، وتتعكس ملامحها في مدى قدرة الدولة على تسيير شؤونها الداخلية وعلاقاتها الخارجية، وكذا ضبط التوازنات الاقتصادية الجزئية والكلية للدولة، وقدرتها على تجسيد وإنجاز البرامج التنموية.

شكل رقم (1.3) تطور مؤشر المخاطر السياسية في الجزائر خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

أولا/ تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2008-2014

انتقل تصنيف المخاطر السياسية خلال هذه المرحلة من المخاطر المعتدلة في السنتين الأوليتين، إلى مخاطر مرتفعة على مدار السنوات المتبقية، حيث شهدت هذه المرحلة تذبذب في مؤشر المخاطر السياسية، سجلت فيها أدنى قيمة للمؤشر سنة 2012، جاء هذا الانخفاض بالتوالي للانخفاض المسجل سنة 2011، قدرت قيمة المؤشر فيه بـ 55.63 نقطة من 100 نقطة، يرجح هذا الانخفاض كنتيجة لتداعيات الأحداث

التي شهدتها بعض الدول العربية من ضمنها الجزائر بدرجة أقل حدة من نظيراتها، من احتجاجات عارمة وثورات شعبية عرفت بالربيع العربي، بدايتها كانت سنة 2011، امتدت آثارها للسنة التي تلتها، كما عرفت منطقة الساحل الأفريقي سنة 2012 أحداث وتطورات أمنية نتيجة ما يسمى بظهور الحركات الجهادية، بالإضافة إلى الهجرة غير الشرعية للأفارقة بسبب التوترات الأمنية في المنطقة، فضلا عن الأزمة الليبية السياسية والعسكرية التي طالمت تهديداتها الحدود الجزائرية، حيث انعكست هذه الأحداث و ما سبقتها من أحداث 2011، بالسلب على مؤشر المخاطر السياسية وذلك بتراجع في قيم بعض المؤشرات الفرعية المكونة للمؤشر؛ تمثلت في درجة استقرار الحكومة الذي يركز على تقييم قدرة الحكومة على تنفيذ برامجها المعلن عنها، وقدرتها على البقاء في منصبها، إذ يتضمن هذا المؤشر في بنائه ثلاث معايير؛ وحدة الحكومة، القوة التشريعية، الدعم الشعبي، أما ثاني مؤشر عرف تأثرا بهذه الأحداث هو وجود صراعات داخلية، يعمل المؤشر الفرعي على تقييم العنف السياسي في البلاد وتأثيره الفعلي أو المحتمل على الحكم، المعايير التي تأخذ في الحسبان في بنائه؛ الحرب الأهلية أو التهديد بالانقلاب، الإرهاب أو العنف السياسي، والاضطراب المدني، أما ثالث مؤشر فرعي طاله التأثير هو وجود صراعات خارجية، هو مقياس النزاع الخارجي، يختص بتقييم كل المخاطر التي تتعرض لها الحكومة الحالية من الإجراءات الأجنبية، التي تتراوح بين الضغط الخارجي اللاعنف (الضغوط الدبلوماسية، حجب المساعدات، القيود التجارية، المنازعات الإقليمية، وما إلى ذلك) والضغط الخارجية العنيفة (الصراعات عبر الحدود إلى حرب شاملة).

رغم تسجيل انخفاض في هذه المؤشرات غير أن باقي المؤشرات الفرعية الأخرى المكونة لمؤشر المخاطر السياسية حافظت في استقرارها على نفس القيم التي سبقتها، وهذا ما يوضحه الجدول رقم (1.3)، بدأ مؤشر المخاطر السياسية يعرف تحسن في سنتي 2013 و 2014 نتيجة لتحسن المؤشرات الفرعية التي شهدت الانخفاض وهو الملاحظ في الشكل (1.3) باستثناء مؤشر وجود نزاعات خارجية الذي عرف انخفاضا عن السنوات السابقة قدر بـ 9.58 و 9.50 نقطة على التوالي، كما لوحظ انخفاض في مؤشر دور الجيش في السياسة بعد أن كانت قيمته 3 نقاط في 2013، أصبح 2.71 نقطة في 2014، يرجح سبب انخفاض هاذين المؤشرين لواقعة الهجوم الإرهابي على وحدة إنتاج واستغلال الغاز بمنطقة تيقنتورين جنوب الجزائر شهر جانفي 2013، ويعود التحسن في مؤشر المخاطر السياسية كنتيجة للإصلاحات السياسية التي انتهجتها الدولة بعد 2011 تكريسا للنهج الديمقراطي، ومواكبة للتحويلات السياسية والإقليمية، شملت إصلاح النظام الانتخابي، الأحزاب السياسية، ترقية مشاركة المرأة في الحياة السياسية، قانون الجمعيات، وقانون الاعلام، وما إلى ذلك*

* لمزيد من التفاصيل انظر القوانين العضوية رقم (12-04)، (12-05)، و (12-06) الصادرة بتاريخ 18 صفر عام 1433 هـ الموافق 12 جانفي 2012، عدد 02 من الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 21 صفر عام 1433 هـ الموافق 15 جانفي 2012

جدول رقم (1.3) تطور المؤشرات الفرعية لمؤشر المخاطر السياسية لسنة 2011 و2012

مكونات المخاطر السياسية													السنوات
المجموع /100	نوعية البيروقراطية/4	المساءلة والديمقراطية/6	التوترات العرقية/6	سيادة القانون والنظام/6	التوترات الدينية/6	تدخل الجيش في السياسة/6	الفساد/6	الصراعات الخارجية/12	الصراعات الداخلية/12	خريطة الاستثمار/12	الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية/12	استقرار الحكومة/12	
56.79	2.00	3.50	3.50	3.00	2.50	3.00	2.00	10.46	7.67	7.50	5.00	6.67	2011
55.63	2.00	3.50	3.50	3.00	2.50	3.00	2.00	10.13	7.63	7.50	5.00	5.88	2012

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

ثانيا/ تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2015-2019

صادفت هذه الفترة تجديد العهدة الرئاسية التي تدوم فيها فترة الرئاسة للرئيس المنتخب 5 سنوات، تميزت السنة الأولى فيها بتحسين طفيف في مؤشر المخاطر السياسية، وذلك بتسجيل ارتفاع المؤشرات الفرعية لسنة 2015 عن السنة التي سبقتها، غير أن المؤشر عاود الانخفاض في السنة التي بعدها واستمر هذا الانخفاض حتى سنة 2019، أين بلغت قيمة المؤشر فيها أدنى مستوياته لهذه الفترة، قدرت قيمة المؤشر بـ 53.38 نقطة، صنفت المخاطر السياسية للجزائر في تلك الفترة من 2015 إلى 2019 بالمخاطر المرتفعة، يوضح الجدول التالي تطور المؤشرات الفرعية لمؤشر المخاطر السياسية لسنة 2016 و2019 من فترة الدراسة، لبيان المؤشرات التي عرفت انخفاضا والوقوف على أهم الظروف السياسية التي أدت إلى ذلك.

جدول رقم (2.3) تطور المؤشرات الفرعية لمؤشر المخاطر السياسية لسنة 2016 و2019

مكونات المخاطر السياسية													السنوات
المجموع /100	نوعية البيروقراطية/4	المساءلة والديمقراطية/6	التوترات العرقية/6	سيادة القانون والنظام/6	التوترات الدينية/6	تدخل الجيش في السياسة/6	الفساد/6	الصراعات الخارجية/12	الصراعات الداخلية/12	خريطة الاستثمار/12	الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية/12	استقرار الحكومة/12	
56.21	2.00	3.96	3.50	3.00	2.50	3.00	2.00	9.50	7.54	7.29	5.50	6.92	2016
53.38	2.00	3.29	3.50	3.00	2.50	3.00	2.00	9.08	6.88	6.63	6.13	6.38	2019

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

بالنظر إلى الجدول رقم (2.3) فإن المؤشرات الفرعية التي عرفت تراجعاً تمثلت في؛ درجة استقرار الحكومة، خريطة الاستثمار، وجود صراعات داخلية، وجود صراعات خارجية، المساءلة والديمقراطية، يرحح الانخفاض في هذه المؤشرات إلى حالة عدم الاستقرار الذي عرفته الساحة السياسية نتيجة للوضع الصحية والمرضية لرئيس الجمهورية آنذاك، بعد تعرضه لأزمة صحية حرجة سنة 2013، وعلى الرغم من ذلك فقد فاز بعهدته رئاسية رابعة لرئاسة البلاد سنة 2015 رغم وجود معارضة من الطبقة السياسية لهذا الترشح، كما أن غياب الرئيس عن الساحة السياسية والمحافل الدولية في كثير من الأحيان لدواعي طبية علاجية طويلة الأمد، طرح العديد من التساؤلات في أوساط الشعب والساسة من المعارضة من يسير البلاد، ولعل حملة الإقالات الحكومية التي أجراها الرئيس قبل الانتخابات الرئاسية لسنة 2015 والتي تكررت حتى في فترة توليه الحكم سنة 2016، و2017، و2018 امتدت لأعلى القيادة العسكرية، ومع الارتباك السياسي الذي وقع حينها بسبب توغل رجال المال في السياسة، وظهور صراعات بين أجنحة النظام السياسي، كان لهذه الأحداث والتطورات الأثر البالغ في زعزعت استقرار الحكومة وعدم تمكنها من أن تحظى بالدعم الشعبي الكافي، والالتفاف السياسي حولها من باقي الأطياف السياسية، خاصة مع احتفاظ الائتلاف الداعم للرئيس من الحزبين الأقوى في الدولة بالأغلبية العظمى في البرلمان، فوقعت البلاد في فخ ما يسمى دولة الحزب الواحد بحكم الأمر الواقع، وهو ما أثر على تصنيف مؤشر المساءلة الديمقراطية (نوع الحوكمة التي يتمتع بها البلد المعني)، كل هذه الوقائع أحدثت غليان في الشارع الجزائري كانت السبب في ظهور بعض الاحتجاجات بين الفينة والأخرى لبعض الفئات المعينة من الشعب، تدمراً عما آلت له الظروف المعيشية سببها بعض الانسدادات في السياسة العامة، والتي كان لها الأثر السلبي على الظروف الاجتماعية والاقتصادية (من زيادة مستوى الفقر والبطالة، وما إلى ذلك)،

على الرغم مما جاء به التعديل الدستوري لسنة 2016، بتقليص العهدة الرئاسية في حدود عهدين رئاسيتين لا أكثر*، أعلن الرئيس مجدداً عن رغبته للترشح لعهد خامسة، وهو ما يتنافى مع ما جاء به التعديل الدستوري، فشكل ذلك نقطة تحول في المسار السياسي الجزائري، حيث ظهرت جراء ذلك عدة تطورات، بداياتها كانت الاحتجاجات الراضية للعهد الخامسة انطلاقتها كانت حراك 22 فيفري 2019، ليعرف النظام السياسي بعد هذا التاريخ مرحلة انتقالية، وفي 2019/12/12 تم إجراء الانتخابات الرئاسية.

ثالثاً/ تحليل المخاطر السياسية في الجزائر للفترة 2020-2022

عرفت هذه الفترة انخفاضات وارتفاع في مؤشر المخاطر السياسية، سجل انخفاض في سنة 2020 و2021 حيث قدرت قيمة المؤشر بـ 53.34 نقطة و51.5 نقطة على التوالي، ليرتفع المؤشر بعدها سنة 2022 بـ (7) نقاط مشيراً بذلك إلى تحسن ترتيب الجزائر في تصنيف المخاطر السياسية للدليل الدولي لمخاطر

* لمزيد من التفاصيل انظر المادة 88 القانون 16-01 المؤرخ في 26 جمادى الأولى عام 1437 الموافق 6 مارس 2016 المتضمن التعديل الدستوري الصادر في العدد 14 من الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 27 جمادى الأولى عام 1437 الموافق 07 مارس 2016.

البلد، ولعل من الأسباب المرجحة لهذا التذبذب الأزمة الوبائية التي مرت بها الجزائر كباقي دول العالم والتي عرفت أوجها سنة 2020، حيث أن الجهود الحكومية للطاغم الوزاري الذي تم تنصيبه شهر جانفي 2020 وجهت لمواجهة الأزمة الوبائية وتداعياتها الاجتماعية والاقتصادية بعد أن كان معول عليها المضي في خطة التغيير السياسي، وإنجاز التحولات المعلن عنها من طرف رئيس البلاد، فتم تأجيل وتأخير الانشغال بالملفات السياسية، وعرفت الحكومة المعينة تعديل حكومي شهر جوان من نفس السنة بسبب النتائج المتواضعة التي أفرزتها في أدائها نتيجة لانعدام التجربة السياسية والادارية لبعض الوزراء، ضعف السياسات المتبعة، والابداع الحكومي، كما سجلت هذه السنة من أبرز السنوات في تاريخ الجزائر التي تم الكشف فيها بشكل معلن وفادح لقضايا فساد ونهب للمال العام من طرف مسؤولين حكوميين وفي مختلف المستويات، غير أنه تم تسجيل حدث سياسي بارز فيها، إذ توجت بمراجعة وبلورة خامس دستور في تاريخ الجزائر.

خلافا لسنة 2020 جاءت 2021 حافلة بالأحداث السياسية على الساحة الوطنية والدولية، وصفت بالسنة الانتخابية بامتياز، تم فيها تجديد المؤسسات الدستورية، تلاها الانتخابات التشريعية والمحلية، وتنصيب المحكمة الدستورية لأول مرة في الجزائر، والتي استحدثت في التعديل الدستوري الأخير، كما عرفت هذه الفترة تعديل حكومي ثالث، للحكومة الأولى التي نصبت بعد الانتخابات الرئاسية، وبعد الانتخابات التشريعية تم تعيين حكومة جديدة ما فتئ أن مسها تعديل حكومي جزئي في أقل من 5 أشهر من تنصيبها، كما تم في شهر أفريل وشهر أكتوبر من سنة 2021 على التوالي تشكيل المرصد الوطني للمجتمع المدني¹، تتعلق مهامه بالمساهمة في ترقية المواطنة، الممارسة الديمقراطية والقيم الوطنية على المستويين المحلي والوطني، وتحديد مهام وتشكيلة المجلس الأعلى للشباب²، تضطلع مهامه في تقديم آراء وتوصيات حول المسائل المتعلقة بحاجات الشباب في شتى المجالات، والمساهمة في ترقية القيم الوطنية، الضمير الوطني، الحس المدني، والتضامن الاجتماعي في أوساط الشباب، وهما هيئتان استشاريتان لدى رئيس الجمهورية، الغرض من كل هذه الإجراءات، تنفيذ رئيس الجمهورية لالتزاماته، إرساء قواعد الجزائر الجديدة، تعزيز الجبهة الداخلية وتعميق التماسك الاجتماعي، ومن الأحداث الداخلية التي شهدتها الجزائر في هذه المرحلة، تعرضها لمؤامرة، تلك التي تتعلق بسلسلة الحرائق الإجرامية التي طالت العديد من ولايات الوطن في صائفة 2021، غير أنه تم إجهاضها، وكان الغرض منها العصف باستقرار الجزائر، أما عن الأحداث الخارجية عرفت سنة 2021 تحركا دبلوماسيا كبيرا، فعرفت العلاقات الجزائرية - المغربية تصعيدا في الأزمة، لنقطع العلاقات الدبلوماسية بين الجارتين، كما

¹ لمزيد من التفصيل انظر: المرسوم الرئاسي رقم 21- 139 المؤرخ في 29 شعبان عام 1443 الموافق لـ 12 أفريل سنة 2021، الصادر في العدد 29 من الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 06 رمضان عام 1442 هـ الموافق لـ 18 أفريل 2021.

² لمزيد من التفصيل انظر: المرسوم الرئاسي رقم 21- 416 المؤرخ في 20 ربيع الأول عام 1443 الموافق لـ 27 أكتوبر سنة 2021، الصادر في العدد 38 من الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 24 ربيع الأول عام 1443 هـ الموافق لـ 31 أكتوبر 2021.

عرفت سنة 2021 بسنة تأزم العلاقات الجزائرية - الفرنسية، حيث عرفت العلاقات الدبلوماسية بين البلدين أزمة حادة، تم خلالها سحب السفير الجزائري بباريس، وحضر عبور الطائرات الفرنسية الأجواء الجزائرية.

أما سنة 2022 التي شهدت بعض التحسن في مؤشر المخاطر السياسية عن السنتين السابقتين لها، عرفت هي كذلك أحداثا هامة على الساحة السياسية الوطنية، وعرفت بأنها عام عودة الدبلوماسية الجزائرية للواجهة بعد أن غيبت لسنوات، كان أبرزها احتضان القمة العربية الـ 31 تحت شعار " لم الشمل" بمشاركة ثلثي قادة العرب، بعد أن مهدت لها بإرساء مصالحة بين الفصائل الفلسطينية انتهت بتوقيع "إعلان الجزائر"، وبخصوص فتور العلاقة بين الجزائر وفرنسا لفترة من سنة 2021، شهدت العلاقات بين البلدين إعادة بعض الديناميكية الجديدة سنة 2022، غير أن علاقات الجزائر الدبلوماسية لم تأخذ كلها منحى إيجابي حيث عرفت العلاقات الجزائرية الإسبانية مرحلة من التوتر اللافت، قررت الجزائر إثره تعليق معاهدة الصداقة وحسن الجوار والتعاون مع نظيرتها الإسبانية المبرم بين الطرفين في أكتوبر 2002، أما عن الأحداث الداخلية فقد شهدت موجة من الحرائق أتت على الآلاف من الهكتارات، وفي ما يتعلق بالسياسة العامة للدولة فقد ختمت الحكومة سنة 2022 بزيادات في الأجور، منح البطالة ومعاشات المتقاعدين، نتيجة لتضاعف مداخيل الدولة من الغاز والنفط، ولعل الحرب القائمة بين روسيا وأوكرانيا من الأسباب المباشرة لهذا الارتفاع.

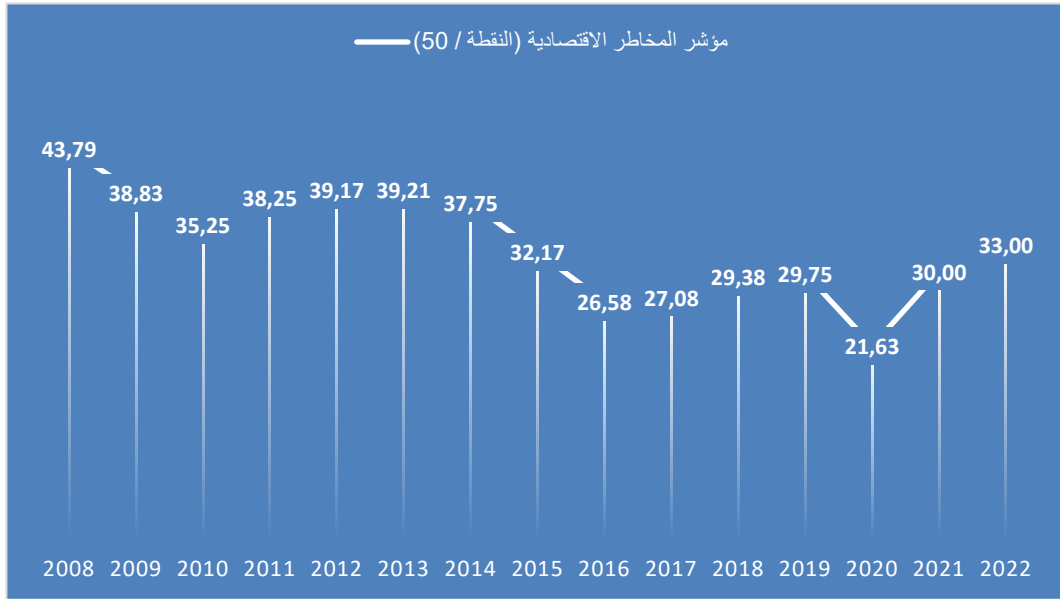
إن ما تم عرضه، من هذه الأحداث والتطورات السياسية داخلية وخارجية، تعد السبب المباشر في تذبذب مؤشر مخاطر السياسية للفترة 2008-2022، دون إهمال المؤشرات الفرعية الأخرى التي حافظت على قيمها طيلة فترة الدراسة، غير أنها عبرت عن وجود مخاطر تأرجحت بين متوسطة ومرتفعة خاصة مؤشر الفساد الذي دل على وجود مخاطر مرتفعة، ويعتبر الفساد الإداري والمؤسساتي والبيروقراطية، وجهان لعملة واحدة، فهما يعرقلان السياسة العامة للدولة، حيث سجلت المحاكم القضائية الجزائرية في هذه الفترة العديد من قضايا الفساد الثقيلة، سواء تلك التي تعلق بالتعدي على ممتلكات الدولة، الاختلاس، الرشاوي، أو منح امتيازات غير مبررة في الصفقات العمومية.

المطلب الثاني: تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2008-2022

إن التغيرات التي تطرأ في بلد معين على ظروف العمل به، وفي متغيراته الاقتصادية الكلية مثل السياسات النقدية والمالية الحكومية، أو انهيار الحكومة الحالية، والتأرجح الكبير في أسعار الصرف، تعرقل تطور الاقتصاد ونموه، فتتجم عنها مخاطر اقتصادية تجعل الاستثمار في هذا البلد عرضة للخسائر، لهذا يعد تحسين جاذبية الاقتصادية ومناخ البيئية الاستثمارية للدولة من أولويات السياسة الحكومية، فمعرفة المستثمر وإلمامه بالمتغيرات الاقتصادية الكلية للبلد محل الاستثمار، من معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد، معدلات التضخم، رصيد الحساب الجاري، نصيب الفرد من الناتج الإجمالي، يكسبه وجهة نظر حول اقتصاد البلد الذي يرغب الاستثمار فيه، ويساعده في اتخاذ القرار.

فمن خلال تتبع وما تم رصده من تطور لمؤشر المخاطر الاقتصادية للجزائر للفترة 2008-2022، وفق تقييم الدليل الدولي لمخاطر البلد حسب ما هو موضح في الشكل رقم (2.3)، يمكن تقسيم تطور المؤشر إلى ثلاث مراحل أساسية بالموازاة مع العهديات الرئاسية التي عرفتها الجزائر، وما حملته وتضمنته من سياسات حكومية وإصلاحات وبرامج تنموية اقتصادية، مع الأخذ بالاعتبار الظروف التي مر بها الاقتصاد العالمي.

شكل رقم (2.3) تطور مؤشر المخاطر الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

أولا/ تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2008-2014

عرف مؤشر المخاطر الاقتصادية خلال هذه الفترة أدنى قيمة له سنة 2010 بلغت 35.25 نقطة من 50 نقطة، يعد ثاني انخفاض له بعد الذي سجل سنة 2009، وهو ناجم عن تداعيات الأزمة العالمية المالية والاقتصادية لسنة 2008 (أزمة الرهون العقارية) التي مست دول أمريكية وأوروبية بصفة مباشرة، وتأثرت بها باقي دول العالم بصفة غير مباشرة، نتيجة للتبادلات التجارية بين الدول، والاندماج والتكامل بين الأسواق الدولية، انتقلت انعكاسات هذه الأزمة على الاقتصاد الحقيقي، نتج عنه حدوث تدهور كبير في الظروف الاقتصادية الكلية، من ركود اقتصادي ومالي، والجزائر ليست في منأى عن هذه الأحداث التي شهدها العالم، يعزى هذا الانخفاض في المؤشر لتدهور في قيم بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تدخل في حساب المؤشرات الفرعية لمؤشر المخاطر الاقتصادية، غير أن المؤشر بعد الانخفاض المسجل عرف تحسنا ملحوظا استمر لثلاث سنوات متتالية، ليعاود الانخفاض من جديد سنة 2014، تزامنا مع الانهيارات التي عرفتها أسعار النفط آنذاك، ولمعرفة التغيرات التي طرأت على المؤشر وفي محاولة لتفسير أسبابها، يوضح الجدول رقم (3.3) تطور المؤشرات الفرعية لمؤشر مخاطر البلد للفترة 2008-2014.

جدول رقم (3.3) تطور المؤشرات الفرعية لمؤشر المخاطر الاقتصادية للجزائر للفترة 2008-2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	السنوات
							المكون الفرعي
8.50	8.50	8.50	9.00	8.79	8.00	8.96	النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي/10
6.71	7.13	6.50	5.75	4.58	7.25	10.00	رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي/10
11.96	13.67	14.29	13.50	11.88	13.67	15.00	رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي/15
1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.42	1.33	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي/5
9.08	8.42	8.29	8.50	8.50	8.50	8.50	متوسط التضخم/10

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

أهم ما يمكن استخلاصه من الجدول وبيان التطورات التي طرأت على المتغيرات الاقتصادية التي يبني عليها المؤشر، أن:

- مؤشر نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي: يتم التعبير عنه من خلال التغيير السنوي في الناتج المحلي الإجمالي المقدر بالأسعار الثابتة لعام 1990 لبلد معين كنسبة مئوية من الزيادة أو النقصان، يتم بعد ذلك تقييم نقاط الخطر وفقاً لمقياس معين، إذ تشير قيم هذا المؤشر بالنسبة لدولة الجزائر على العموم عن مخاطر منخفضة لهذا المكون الفرعي، رغم هذا فقد سجل المؤشر انخفاضين خلال الفترة المحددة، أولها كان سنة 2009 بقيمة قدرت بـ 8.00 نقاط، بعد أن سجل قيمة 8.96 نقطة في السنة التي سبقتها، وثاني انخفاض كان سنة 2012 بقيمة 8.50 نقطة بقي على هذا المستوى حتى سنة 2014 بعد أن بلغ قيمة 9.00 نقطة سنة 2011.

- مؤشر رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي: يعرف بمؤشر التوازن الداخلي، يعبر عن رصيد الميزانية العامة المقدر (بما في ذلك المنح) لسنة معينة بالعملة الوطنية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي المقدر لتلك السنة بالعملة الوطنية، ثم يتم تقييم نقاط الخطر وفقاً لمقياس معين، أما عن قيم هذا المؤشر عرفت تذبذبا خلال هذه الفترة، سجلت أعلى قيمة للمؤشر سنة 2008 بـ 10 نقاط كاملة، ما يفسر على أن المخاطر المرتبطة بالمؤشر منخفضة جدا، غير أن أدنى قيمة للمؤشر كانت سنة 2010، إشارة إلى أن المخاطر المرتبطة بالمؤشر مرتفعة، في حين اعتبرت معتدلة لباقي السنوات.

- مؤشر الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي: يعبر مؤشر نسبة العجز أو الفائض في الحساب الجاري في ميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي عن سياسة التوازن الخارجي، وهو أحد مؤشرات الاقتصاد الكلي، تشير قيمه المنخفضة عن نجاح وتحقيق هدف الاستقرار الاقتصادي (بوكساني، 2006)، وهو الرصيد المقدر في الحساب الجاري لميزان المدفوعات لسنة معينة، بالدولار (في متوسط سعر الصرف لتلك السنة)، معبرا عنه كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي المقدر للبلد المعني بالدولار (في متوسط سعر الصرف للفترة المشمولة)، ثم يتم تعيين نقاط الخطر وفقا لمقياس محدد مسبقا، فحسب قيم المؤشر للفترة 2008-2014 بالنسبة للجزائر تعتبر المخاطر المرتبطة به حسب تقييم (ICRG) مخاطر معتدلة في مجملها، مع تسجيل انخفاض للمؤشر سنة 2011 وسنة 2014 بلغت حينها قيمه؛ 11.88 نقطة و11.96 نقطة على التوالي.

- مؤشر نصيب الفرد من الدخل الإجمالي في الجزائر خلال الفترة المحددة من 2008 إلى 2014، تعبر القيم المنخفضة عن مخاطر مرتفعة لهذا المكون، وفق منهجية الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) يتم احتساب المؤشر من خلال نصيب الفرد من الدخل الإجمالي المقدر لسنة واحدة بالدولار الأمريكي (في معدل سعر الصرف لتلك السنة) معبر عنه كنسبة مئوية من متوسط الناتج الإجمالي المحلي المقدر لجميع البلدان التي يغطيها الدليل الدولي لمخاطر البلد (140 بلد)، وحسب إحصائيات البنك الدولي فإن نصيب الفرد من الناتج الإجمالي المحلي في الجزائر بالأسعار الثابتة قدر بـ 4959 و5687 دولار أمريكي سنتي 2008 و2014 على التوالي، (albankaldawli, 2023) مع تسجيل انخفاضين سنة 2009 و2013، بلغ فيها نصيب الفرد من الناتج المحلي إجمالي على التوالي قيمة 3916 و5542 دولار أمريكي، قدرت فيها على التوالي نسبة التغيير عن السنة التي سبقتها (- 21.03 %) و(- 1.66 %).

- مؤشر التضخم: يتم تقييمه من خلال معدل التضخم السنوي المقدر (المتوسط المرجح لمؤشر أسعار المستهلك) يحسب كتغير في النسبة المئوية، ثم يتم تقييم نقاط الخطر وفقاً لمقياس معين، في حالة الجزائر تدل القيم المرتفعة لهذا المؤشر خلال الفترة 2008-2014، على أن المخاطر المرتبطة بالتضخم منخفضة، خاصة لسنة 2014 حسب تقييم (ICRG)، تجدر الإشارة إلى أنه في حالة كون قيم المؤشر منخفضة فهي بذلك تعبر عن مخاطر مرتفعة.

كتفسير للتطورات التي عرفها مؤشر المخاطر الاقتصادية نتيجة للتغيرات التي مست مكوناته الفرعية، لابد من تحليل العوامل والظروف الاقتصادية التي شهدتها تلك الفترة، كل ما يمكن قوله أن الاقتصاد الجزائري من 2001 إلى 2007 اتسم بأداء ونمو القطاعات الاقتصادية خارج المحروقات، التي كانت مدفوعة ومدعومة بخطط وبرامج تنموية تبنتها الجزائر في تلك الفترة مبنية على زيادة الإنفاق العمومي لتحريك عجلة التنمية، تمثلت في برنامج الانتعاش الاقتصادي خلال الفترة (2001-2004)، البرنامج التكميلي لدعم التنمية خلال الفترة (2005-2009)، حيث شهدت الجزائر بفضلها تسع سنوات من التحسن

وتوطيد وضعها المالي الخارجي مستفيدة من إنجازات استقرار الاقتصاد الكلي، ما مكنها من الصمود أمام الأزمة المالية العالمية وما تبعها من تأثيرات على اقتصاديات الدول، وحتى بعد وقوع الأزمة استمرت الجزائر في برامج دعم التنمية، البرنامج الخماسي للتنمية خلال الفترة (2010-2014)، تلاه برنامج توطيد النمو الاقتصادي خلال الفترة (2015-2019)، ليعزز بالنموذج الجديد للنمو على أساس مسار متعدد السنوات من 2016 إلى غاية 2030، تبلورت أهداف هذه البرامج في مجملها حول فكرة تنويع وتحويل الاقتصاد الجزائري، نحو مسار مستدام لنمو الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات، وذلك بدعم النشاطات المنتجة للقيمة المضافة ومناصب الشغل، تنويع الصادرات لدعم تمويل تسارع النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى الاهتمام بالقطاع الزراعي وتحديثه، إلى جانب الانتقال الطاقوي، وذلك من خلال جملة من التدابير والإجراءات لدعم وتحفيز الاستثمار.

خلال سنة 2008 المتميزة بالأزمة المالية، واصلت الجزائر أداءاتها الاقتصادية، إذ تشير أساسيات الاقتصاد العام إلى استمرار النمو بوتيرة متواضعة مع حدوث ارتفاعات وانخفاضات في حجم النمو، حيث قدرت قيمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية 170.1 مليار دولار بزيادة 2.4% في الحجم عن ما تم بلوغه سنة 2007، اتسمت وتيرة نمو الناتج المحلي الإجمالي للفترة بالتذبذب في حجم النمو وعدم الاستقرار، سجلت أدنى قيمة للتغير في النمو سنة 2009 بلغ فيها حجم النمو 1.6%، حيث قدر حينها الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية 137.7 مليار دولار، أما أعلى نسبة تغير لنمو الناتج المحلي الإجمالي سجلت سنة 2014، إذ بلغ فيها قيمة الناتج المحلي الإجمالي 214.03 مليار دولار، يعزى هذا التغير في النمو إلى العديد من الأسباب، نل أهمها؛ تزامن الأزمة المالية العالمية الذي أدى إلى الانكماش في الطلب العالمي على المحروقات مع دخول القطاع في حالة ركود منذ سنة 2006، ما تسبب في تراجع القيمة المضافة له في النمو الاقتصادي، والتي عرفت تدني بدرجات متفاوتة طيلة الفترة المحددة، غير أن هذا التدني قابله حدوث تحسن في متوسط سعر البرميل من النفط سنة 2010 الذي قدر بـ 99.97 دولار، بعد الانخفاض الذي شهدته سنة 2009، أين بلغ سعر النفط 62.25 دولار للبرميل، إلا أنه مرة أخرى عرف انخفاضا طفيفا لسنتين متتاليتين 2012 و2013، بلغ فيهما متوسط سعر البرميل 109.5 و 100.2 دولار للبرميل على التوالي، بعد أن كان سعره 112.9 دولار سنة 2011، وبغض النظر عن الركود الاقتصادي الذي عرفه قطاع المحروقات والانخفاضات المتوالية في قيمته المضافة، فإن النمو في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي تم بفضل ديناميكية القطاعات الأخرى خارج قطاع المحروقات، بما فيها الفلاحة مع استثناء أدائها السلبي المسجل سنة 2008، غير أن وتيرة التوسع والنمو الاقتصادي بقيت مقيدة بالأداءات المسجلة في قطاع المحروقات، الذي يعتبر المحدد الرئيسي في هذا المجال بسبب وزنه الراجح في الناتج المحلي الإجمالي.

رغم التراجع الذي عرفه نمو الناتج المحلي الإجمالي، واصل عنصر الإنفاق الإجمالي؛ الاستهلاك النهائي (العمومي والأسر) والاستثمار العام (رأس المال الثابت) نموها بوتيرة متسارعة، واللذان يرتبطان بشكل من الأشكال بالبرامج التنموية التي سطرتها الحكومة، حيث ازداد الاستهلاك الأسري بشكل معتبر وبمعدلات نمو أعلى من الاستهلاك العمومي (الإدارات العمومية)، يعود فيها أحد الأسباب إلى الزيادة الطبيعية للسكان من سنة إلى أخرى، وأيضاً بسبب زيادة الرواتب، استحداث وتوسيع برامج الإعانات والمنح لفائدة الأسر، ودعم الأسعار، كما عرف الإنفاق الإجمالي انخفاضا في وتيرة النمو لسنتين متتاليتين منتقلا من 24.7 % في سنة 2009 إلى 7.6 % في سنة 2011 وإلى 3.22 % في سنة 2012، بسبب الانتهاء من عدة مشاريع إنشاء للبنية التحتية، رغم الحفاظ على مستوى عال من إطلاق برامج جديدة خاصة بالسكنات، وهو ما يفسر التباطؤ في نسبة نمو الاستثمارات.

خلال هذه الفترة أظهر ميزان المدفوعات سنة 2008 رصيда إجماليا موجبا قدر بـ 36.99 مليار دولار، بلغت فيه قيمة الصادرات من المحروقات 77.2 مليار دولار، غير أنه سنة 2009 تراجع رصيد ميزان المدفوعات ليصل 3.86 مليار دولار، يرجع ذلك إلى انخفاض قيمة الصادرات من المحروقات بنسبة 42.5% وانخفاض أسعار النفط، بعدها عرف ميزان المدفوعات تحسن سنتي 2010 و2011 لكن ذلك لم يستمر، بدأ في الانخفاض ابتداء من سنة 2012 واستمر تحقيق الفائض بالانخفاض إلى غاية سنة 2014 التي سجلت عجزا في رصيد ميزان المدفوعات قدر بـ 5.88 مليار دولار بسبب التراجع الملحوظ في قيمة الصادرات من المحروقات، والانخفاض النسبي في أسعار النفط ما انعكس بالسلب على رصيد الحساب الجاري، حيث بلغ العجز (- 4.4 % من الناتج المحلي الإجمالي).

بخصوص رصيد الميزانية للدولة لسنة 2008، فقد حقق فائضا قدره 19.6 مليار دولار أي 8.2 % من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، نتج هذا الفائض أساسا عن ارتفاع إيرادات الميزانية لاسيما عائدات المحروقات، وذلك رغم الارتفاع الملموس في النفقات الجارية والتجهيزات، غير أن سنة 2009 جاءت عكس السنة التي سبقتها، لتعرف نقطة تحول في الميزانية العامة، التي سجلت عجزا مستمرا قدر بـ 9.76 مليار دولار ما يعادل (- 7.2 % من الناتج المحلي الإجمالي)، وهذا نتيجة لتراجع إيرادات المحروقات الناجم عن انخفاض أسعار المحروقات والكميات المصدرة عقب الأزمة المالية، في ظل تزايد النفقات العامة تزامنا مع البرنامج التكميلي لدعم النمو الاقتصادي وسياسة رفع الأجور، واستمر هذا العجز بين التراجع والتحسين خلال هذه الفترة، غير أن العجز تفاقم سنة 2014 متجاوزا 13.96 مليار دولار ما يعادل (- 8 % من الناتج المحلي الإجمالي) مشكلا بذلك تحديا للاقتصاد الجزائري.

أما عن مؤشر اتجاهات الأسعار، هي الأخيرة عرفت تذبذبا وعدم الاستقرار خلال هذه الفترة، فبعد بلوغ متوسط التضخم السنوي المقاس بواسطة مؤشر أسعار الاستهلاك 4.9 % سنة 2008 مقابل 3.8 % سنة

2007، حيث تسارعت وتيرته بعد أن عرف استقرارا سنة 2005 و2006، يرجع هذا الارتفاع إلى التضخم المستورد أعقاب الأزمة العالمية، الذي سببه ارتفاع أسعار المنتجات المستوردة خاصة أسعار المنتجات الفلاحية والتي كان لها تأثير كبير على المستوى العام للأسعار خاصة الغذائية، بسبب ارتفاع أسعار المنتجات الزراعية الخام المستوردة، ليواصل التضخم اتجاهاه التصاعدي سنة 2009 حيث بلغ 5.7 %، وحل التضخم المحلي محل التضخم المستورد، الذي تضاعف تأثيره على أسعار التجزئة، على الرغم من استئناف ارتفاع الأسعار الزراعية العالمية، لتواصل التوترات التضخمية سنة 2010 لكن بأقل حدة من السابق، ليعاود التضخم الارتفاع من جديد سنة 2011، حيث جاء مرافقا لعدة عوامل منها؛ الزيادة المعتمدة للأجور ترابطا بالتزايد المعتمد للطلب وتكاليف الإنتاج مع ضعف إنتاجية العوامل، ضعف تنافسية الأسواق مع وجود السوق الاحتكارية لإعادة بيع المنتجات الفلاحية المستوردة على حالها، فضلا عن النمو القوي في الكتلة النقدية، الذي كان أهم محدد ساهم في تقادم التضخم سنة 2012 بنسبة 84 % مسجلا أعلى معدل في العشرية بمتوسط سنوي 8.9 % مقابل 4.5 % سنة 2011، ليتراجع إلى وتيرة أكثر اعتدالا سنة 2013، ويستمر في التراجع بشكل سريع سنة 2014 حيث بلغ 2.9 %، إذ ساهم تراجع تضخم أسعار المواد الغذائية بقوة في احتواء التضخم الكلي.¹

ثانيا/ تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2015-2019

في الطرف المتميز بهشاشة الاقتصادي العالمي، شهدت المواد الأولية انخفاضا في أسعارها، حيث شكل انخفاض أسعار النفط ابتداء من منتصف سنة 2014 صدمة على الاقتصاد الجزائري، لاسيما الحسابات الجارية والمالية العامة، في ظل تبعية موارد الاقتصاد الوطني المتأتية من نشاط قطاع المحروقات ويتضح انعكاس هذه الصدمة جليا على تطور مؤشرات المخاطر الاقتصادية للفترة 2015-2019 المبينة في الجدول التالي:

جدول رقم (4.3) تطور المؤشرات الفرعية لمؤشر المخاطر الاقتصادية للفترة 2015-2019

السنوات					المكون الفرعي
2019	2018	2017	2016	2015	
7.50	7.75	7.50	7.67	8.21	النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي/10
3.63	3.63	2.67	1.79	4.21	رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي/10

¹ للاستفاضة انظر التقارير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، للسنوات؛ 2008-2009-2010-2011-2012-2013-2014.

8.88	8.50	7.67	7.42	9.33	رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي/15
1.00	1.00	1.00	1.21	1.50	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي/5
8.75	8.50	8.25	8.50	8.92	متوسط التضخم/10

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

من خلال الجدول (4.3) نلاحظ أن مؤشرات المخاطر الاقتصادية للفترة 2015-2019 جاءت كلها منخفضة عن سابقتها للفترة 2008-2014، فقيم المؤشرات المتأرجحة بين المتوسطة بالنسبة لمؤشر (النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي، رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي، متوسط التضخم) دلالة على أن مخاطر المرتبطة بهذه المؤشرات هي مخاطر معتدلة، وتدل القيم الأخرى المنخفضة جدا بالنسبة لمؤشر (رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) على أن المخاطر المرتبطة بهذه المؤشرات هي مخاطر مرتفعة جدا حسب سلم المقياس المعتمد لكل مؤشر، غير أن هذه المؤشرات في مجملها تدل على وجود مخاطر اقتصادية معتدلة في كل من سنة 2015، 2018 و2019، أما بالنسبة لسنتي 2016 و2017 وصفت المخاطر فيهما بالمرتفعة، سجل أدنى تصنيف للمؤشر سنة 2016 حيث بلغ 26.58 نقطة، وبالرجوع للجدول نلاحظ أن كل المؤشرات الفرعية عرفت انخفاضا محسوسا في هذه السنة بالمقارنة مع السنة التي سبقتها، بعدها عرفت سنة 2017 تحسنا جزئيا لبعض المؤشرات، واستمر على نفس المنوال سنتي 2018 و2019، هذا التأرجح في التصنيف جاء نتيجة للظروف الاقتصادية التي شهدتها الفترة، والتي ظهرت آثارها على المتغيرات الاقتصادية الكلية.

- عرف النشاط الاقتصادي تباطأ ناتج عن تراجع مستمر في نمو الناتج المحلي الإجمالي للفترة من 2015 إلى 2019، متأثرا بالانخفاضات المتتالية في قطاع المحروقات باستثناء سنتي 2015 و2016، حيث انتقل نمو الناتج المحلي الإجمالي من 3.7 % سنة 2015 إلى 1 % سنة 2019 وهو أدنى مستوى له منذ أكثر من 20 سنة ويرجع هذا إلى الركود الاقتصادي الذي عرفه العالم بسبب جائحة كوفيد19، التي تسببت في تراجع جميع نشاطات القطاعات الاقتصادية سنة 2019، انجر نمو الناتج المحلي الإجمالي لسنة 2016 بتوسع قطاع المحروقات، إذ ارتفعت قيمته المضافة 7.7 % مقابل 2.3 % في سنة 2015، وهو أعلى مستوى توسع عرفه القطاع خلال الفترة المحددة، وعلى الرغم من أن نمو الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات كان يسجل مستويات مرتفعة في أغلب الأحيان بالمقارنة مع قطاع المحروقات إلا أنه تراجع في نفس الفترة باستثناء سنة 2018، حيث انتقل النمو من 5% في 2015 إلى 2.4 % سنة 2019 بعد أن سجل تراجعا سنة 2017 بلغ 2 % ليرتفع قليلا إلى 3 % سنة 2018.

- يعبر مؤشر نسبة العجز أو الفائض في الحساب الجاري (رصيد الحساب الجاري) في ميزان المدفوعات إلى الناتج المحلي الإجمالي عن سياسة التوازن الخارجي، وهو أحد مؤشرات الاقتصاد الكلي، تشير قيمه

المنخفضة إلى نجاح وتحقيق هدف الاستقرار الاقتصادي (بوكساني، 2006)، شكل استمرار انخفاض سعر النفط من منتصف سنة 2014 إلى أزمة نفطية مستمرة، أدت إلى انخفاض كبير في قيمة الصادرات من المحروقات، حيث تراجع قيمة الصادرات من المحروقات من 58.46 مليار دولار في 2014 إلى 33.88 مليار دولار في 2015، أدى هذا الانخفاض في قيمة الصادرات من المحروقات إلى إحداث عجز في رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات، مع قلة تنوع الصادرات من خارج قطاع المحروقات والوتيرة المتزايدة للواردات والخدمات التي تعد أهم نقاط الضعف في ميزان المدفوعات، قد تعنى مستوياتها الضعيفة هيكلية عن القدرة الكامنة للاقتصاد الوطني في هذا المجال، فانقل عجز الحساب الجاري من 4.4 % من الناتج المحلي الإجمالي سنة 2014 إلى 16.5 % إلى في 2015، استمر الانخفاض الحاد في سعر النفط سنة 2016 حيث بلغ 45 دولار للبرميل، بعد أن بلغ 100.2 دولار للبرميل في 2014 و53 دولار في 2015، نتيجة لذلك استمر الانخفاض في قيمة الصادرات في المحروقات بمعدل 5.16 مليار دولار على الرغم من الزيادة المحسوسة في الكمية المصدرة، مما أدى إلى عجز في الحساب الجاري بقيمة 26.203 مليار دولار، وهو العجز الثالث بعد 15 سنة من الفوائض المتتالية، مع تسجيل تقلص طفيف في العجز بمقدار 1.07 مليار دولار بعد أن بلغ سنة 2015 قيمة 27.294 مليار دولار، يرجع هذا التقلص إلى تراجع في الواردات وإلى الانخفاض الكبير في عجز مداخل عوامل الإنتاج، ليتقلص العجز سنتي 2017 و2018، غير أنه وعلى الرغم من انخفاض الواردات، اتسع العجز من جديد بشكل طفيف سنة 2019، بسبب تراجع أسعار النفط من 71.3 دولار للبرميل سنة 2018 إلى 64.4 دولار للبرميل سنة 2019، ما يعادل تراجعاً قدره 9.6 % بالإضافة إلى انخفاض الكميات المصدرة من المحروقات، ما أدى إلى تراجع قيمة الصادرات منها، فبعد الارتفاع الذي شهدته صادرات القطاع من 27.9 مليار دولار في 2016 إلى 33.2 مليار دولار في 2017 ثم 38.9 مليار دولار في 2018، انخفضت قيمة الصادرات من المحروقات سنة 2019 بقيمة 5.65 مليار دولار عن السنة التي قبلها، وقد شكل العجز التراكمي في كل من؛ الميزان التجاري، ميزان الخدمات غير المرتبطة بعوامل الإنتاج، ودخل عوامل الإنتاج، عجزاً في الحساب الجاري للسنة السادسة على التوالي، ليبلغ 16.96 مليار دولار في سنة 2019، بعد انخفاض العجز في سنتي 2017 و 2018 عن سنة 2016 بمعدل 15.9 % و36.3 % على التوالي.

– أما عن رصيد الميزانية، استمر العجز في رصيد الميزانية خلال الفترة من 2015-2019 لكن بصفة تراجعية باستثناء سنة 2015 و2019، حيث ارتفع عجز الميزانية في سنة 2015 كاد أن يتجاوز ضعف ما تم تسجيله سنة 2014، حيث بلغ عجز الميزانية 15.7 % من الناتج المحلي الإجمالي في 2015 مقابل عجزاً قدره بـ 8 % من الناتج المحلي الإجمالي في 2014، نتج الارتفاع الكبير للعجز عن الانخفاض في إيرادات الميزانية، المرتبطة بالانخفاض في الإيرادات الجبائية للمحروقات، وعن الارتفاع في نفقات الميزانية، غير أن عجز الميزانية عرف تراجعاً سنة 2016 إلى 13.4 % من الناتج المحلي الإجمالي، بفضل ارتفاع الإيرادات

خارج المحروقات، والانخفاض الملموس في نفقات التجهيز، رغم تواصل انخفاض إيرادات المحروقات بحوالي 25 % عن السنة التي سبقتها، واصل تقلص عجز الميزانية سنة 2017 بفضل الارتفاع المعتبر في الإيرادات الناتجة عن إيرادات المحروقات وكذا ارتفاع الأرباح المسددة من طرف بنك الجزائر لفائدة الخزينة العمومية، ترافقا مع الشبه استقرار للنفقات العمومية حيث تقلص عجز الميزانية ليصل 8.6 % من الناتج المحلي الإجمالي، و استمر العجز في التقلص سنة 2018، في ظرف عرف شبه استقرار لإيرادات الميزانية خارج المحروقات، واستمرار ارتفاع متوسط أسعار النفط، مما ساهم إلى ارتفاع إجمالي إيرادات الميزانية، ليرتفع العجز من جديد سنة 2019 بمقدار يعادل 9.6 % من الناتج المحلي الإجمالي.

– وعن معدل التضخم خلال الفترة 2015-2019، نجد أن التراجع الذي عرفه مؤشر اتجاهات الأسعار سنة 2013 و 2014، ما فتى أن عاد إلى الارتفاع ليلبغ 4.8 % نهاية 2015، على الرغم من شبه انعدام في توسع الكتلة النقدية المتداولة (M2)، لتتواصل تسارع وتيرته سنة 2016 حيث بلغ متوسط مؤشر الأسعار عند الاستهلاك 6.4 %، ويعود أساس ارتفاع المؤشر إلى المحددات الكلاسيكية للتضخم، والوضعيات المهيمنة في معظم الأسواق الاستهلاكية والنقائص في ضبطها، إلا أن وتيرة الارتفاع في متوسط مؤشر الأسعار في سنة 2014 و 2015 عرفت اتجاها معاكسا في السنوات المتبقية من الفترة، لتباطأ الوتيرة السنوية للمؤشر إلى 5.9 % في 2017، 4.3 % في 2018، و 2 % في 2019، حدث هذا التباطؤ في نمو المؤشر سنتي 2017 و 2018 على الرغم من الارتفاع البسيط في الكتلة النقدية M2، والعكس جاء سنة 2019 حدث التباطؤ القوي في نمو مؤشر أسعار الاستهلاك على الرغم من التراجع الطفيف في حجم النقد المتداول.

– فيما يتعلق بنصيب الفرد من الناتج الإجمالي في الجزائر من سنة 2015 إلى 2019، عرف تراجعاً في النمو مقارنة بالمرحلة السابقة، بداية من سنة 2016 إلى 2019، أعلى قيمة بلغت 4246.20 دولار في 2016، أدنى قيمة 4153 دولار في 2019. يعزى هذا الانخفاض إلى أسباب اقتصادية اجتماعية نرجح أهمها؛ تراجع نمو الناتج المحلي (من 3.7 % في 2015 إلى 1 % في 2019)، ارتفاع معدل البطالة خلال المرحلة المدروسة بمتوسط 11.3 %، زيادة عدد السكان من 39.963 مليون نسمة سنة 2015 إلى 43.424 مليون نسمة سنة 2019، فضلا عن تداعيات أزمة النفط لسنة 2014، والأزمة الصحية (جائحة كورونا) التي ضربت العالم سنة 2019، وأدت إلى الاغلاق التجاري وشلل في الحركة الاقتصادية.¹

ثالثاً/ تحليل المخاطر الاقتصادية في الجزائر للفترة 2020-2022

تعتبر هذه المرحلة استثنائية في اقتصاديات الدول، بالخصوص الجزائر، لكونها اشتملت على ثلاث سنوات، اتسمت ظروفها ومتغيراتها الاقتصادية بالاستثنائية بسبب جائحة كورونا تمثلت في؛ الركود الاقتصادي

¹ للاستفاضة انظر التقارير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، للسنوات؛ 2015-2016-2017-2018-2019

(سنة 2020)، ما بعد الأزمة أو بداية الانفراج (سنة 2021)، التعافي من الأزمة أو الانقلاع الاقتصادي سنة (2022)، فحسب تصنيف الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) تراوح تصنيف المخاطر الاقتصادية للجزائر خلال هذه الفترة بين العالية جدا، بلغت 21.63 نقطة من 50 نقطة في سنة 2020 وهو أدنى تصنيف بلغته المخاطر الاقتصادية في الفترة المدروسة ككل، تحسن المؤشر بعدها سنة 2021 و2022 لتصنف حينها المخاطر الاقتصادية على أنها معتدلة، بلغت فيها قيم التصنيف 30 و33 نقطة على التوالي، حيث كان تنقيط كل من مخاطر المتغيرات؛ نصيب الفرد من الدخل الإجمالي، نمو الناتج المحلي، نسبة رصيد الميزانية (عجز/فائض) إلى الناتج المحلي الإجمالي في 2020 سيئ جدا، لحصول هذه المتغيرات على تنقيط أدنى بكثير من نصف مجموع النقاط المحددة لكل متغير، مما يدل على مستوى المخاطر المرتبطة بها عالية جدا، حيث حصلت المتغيرات المذكورة على التنقيط التالي وعلى التوالي؛ 1 نقطة من 5 نقاط، 1.96 من 10 نقاط، 2.08 نقطة من 10 نقاط، أما المخاطر المرتبطة بالتضخم اعتبرت مخاطر منخفضة جدا لحصول المكون على 9.29 نقطة من 10 نقاط، أما عن نسبة رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي فقد حصل عن 7.29 نقطة على 15 نقطة، تنقيط يعتبر قريب من الحسن (تميل أن تكون مخاطر المكون معتدلة).

شهد الاقتصاد العالمي سنة 2020 جراء جائحة كورونا أزمة اقتصادية تعد الأصعب بعد أزمة الكساد الكبير لعام 1929، حيث كانت لها تداعيات وأضرار بليغة على مستويات ونمو النشاط الاقتصادي للدول، والتي تباينت من دولة لأخرى تبعا لمستوي تفشي الأزمة وإجراءات الاحتواء المرتبطة بها، وكنتيجة للتدابير والاستراتيجية المنتهجة من طرف الحكومة الجزائرية لاحتواء الأزمة لجأت إلى تدابير صارمة، وذلك بفرض الاغلاق الكلي للحدود (مع الخارج)، والمقنن في الداخل على التنقلات باستثناء القطاعات الحيوية، إذ أدت إجراءات الاغلاق إلى الحد من تدفق السلع والخدمات ورؤوس الأموال والأشخاص، ما أثر على سلاسل التوريد، التموين، والإنتاج، قطاع التجارة، الأعمال والسياحة.

انعكست تداعيات الوضعية الوبائية وإجراءات احتوائها على معدل نمو الاقتصاد الجزائري بالسلب في سنة 2020، حيث شهد تراجعاً غير مسبوق في نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 6 %، لينتعش بشكل واضح سنة 2021 مسجلاً معدل نمو في الحجم قدره 3.4 % مقابل (-5.1 %) في 2020، يرجع هذا النمو للانتعاش الذي شهده إنتاج وتصدير المحروقات والذي ساعد الاقتصاد الجزائري في التعافي بعد الركود المشهود، إذ عرف القطاع نمواً قوياً بنسبة 10.3 % بعد الانكماش القوي غير المسبوق لأكثر من سنة بنسبة (-10.2 %)، والذي يعود في الأساس إلى الارتفاع الملموس لسعر البرميل الواحد من النفط الذي ارتفع من 42.07 دولار في سنة 2020 إلى 72.75 دولار في سنة 2021، انتعاش وتوسع القطاع كان مدفوعاً بتصاعد الطلب الأوروبي على الغاز وتخفيف حصص الإنتاج في منظمة الأوبك، كما انتعشت القطاعات الأخرى

خارج المحروقات، نمت حجم الناتج الإجمالي المحلي لها إلى 2.4 % في سنة 2021 مقابل (-3.9 %) في سنة 2020، نتيجة لتحسن الوضع الصحي وتخفيف إجراءات الحجر، إلا أنه لم يكتمل لتراجع حجم نمو القطاع الفلاحي (المنتجات الزراعية والحيوانية)، بسبب الظروف المناخية غير المواتية وتشديد ظروف استيراد المدخلات منها، (albankaldawli, 2023) أما سنة 2022 عرفت تباطؤاً في نمو الناتج المحلي الإجمالي إلى 2.9 % بسبب انخفاض إنتاج قطاع المحروقات رغم ارتفاع أسعار النفط إلى 100.08 دولار للبرميل بسبب ارتفاع الطلب الأوروبي في أعقاب الغزو الروسي لأوكرانيا، مع تسجيل تسارع نمو الناتج المحلي للقطاعات خارج المحروقات إلى 3.2 % مدعوماً بتعافي إنتاج القطاع الفلاحي إلى جانب باقي القطاعات.

وعن رصيد الحساب الجاري، فقد عرف في سنة 2020 عجزاً بلغ 18.71 مليار دولار ما يعادل (-12.8 %) من الناتج المحلي الإجمالي، رغم انخفاض الواردات، إذ يرجع العجز في الحساب الجاري لميزان المدفوعات منذ 2014 إلى حد كبير للمستوى المرتفع للواردات، قلة الصادرات خارج المحروقات، وإلى المستوى المتدني نسبياً لأسعار النفط، ليتقلص هذا العجز سنة 2021 إلى 4.61 مليار دولار، أي ما يعادل (-2.8 %) من الناتج المحلي الإجمالي، على الرغم من زيادة الواردات من 35.42 مليار دولار في 2020 إلى 37.41 مليار دولار في 2021، وهذا بفضل ارتفاع أسعار النفط وزيادة الكميات المصدرة، حيث ارتفعت صادرات الجزائر من المحروقات بنسبة 70.16 % مقارنة بسنة 2020، أما سنة 2022 أتت بالاستثناء بعد 08 سنوات متواصلة من العجز في رصيد الحساب الجاري، حيث سجل رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات الجزائري فائضاً بلغ 13.99 مليار دولار ما نسبته 7.2 % من الناتج المحلي الإجمالي، نتيجة لتقليص فاتورة الاستيراد بمبلغ 36 مليار دولار سنة 2022 في إطار عملية تطهير الواردات، بعد أن بلغت الفاتورة 63 مليار دولار 2020، كما تم رفع الصادرات خارج المحروقات من 1.7 مليار دولار سنة 2019 إلى 5 مليار دولار في 2021، ثم 7 مليار دولار سنة 2022 بارتفاع قدره 30 %، فضلاً عن التحسن الملحوظ في أسعار النفط. (interieur.gov.dz, 2023)

وبخصوص رصيد الميزانية لسنة 2020، استمر في تسجيل العجز متأثراً بالأزمة الصحية، متجاوزاً ما تم تسجيله سنة 2019 بـ 1.94 نقطة، بالغا بذلك (-10.97 %) من الناتج المحلي الإجمالي، يعود السبب الرئيسي للارتفاع في عجز الميزانية مقارنة بسنة 2019 إلى انخفاض إيرادات الميزانية الناتج عن انخفاض الإيرادات الجبائية للمحروقات بنسبة 28 %، كما انخفضت نفقات الميزانية خلال نفس الفترة بنسبة 10.8 %، في سنة 2021 وللعام الثالث عشر تواصل الميزانية تسجيل عجزاً في رصيدها، لكن بتراجع بلغ 4.42 نقطة حيث قدر هذا العجز (-6.55 %) من الناتج المحلي الإجمالي، نتج هذا التحسن في رصيد الميزانية لسنة 2021 عن الزيادة الهامة في إجمالي إيرادات الميزانية، لاسيما عائدات المحروقات بمعدل 35.8 %، لترتفع الإيرادات بنسبة 16.8 % مقارنة بالنفقات التي ارتفعت إلى 7.6 %، أما عن سنة 2021 فقد حققت الجزائر

فائضا في رصيد الميزانية قدر بـ 3.3 % من الناتج المحلي الإجمالي، والذي يعزى بالدرجة الأولى إلى ارتفاع أسعار المحروقات، جهود الحكومة في الحد من الإنفاق العام، وتعزيز الإيرادات خارج قطاع المحروقات.

عن مؤشر اتجاهات الأسعار بين أنه بعد ثلاث سنوات من تباطؤ متوسط التضخم السنوي تطورت الأسعار، ليتسارع متوسط معدل نمو المؤشر من 2 % في 2019 إلى 2.4 % سنة 2020، وهذا نظرا لزيادة تضخم أسعار السلع الاستهلاكية بنسبة 0.20 % وأسعار المنتجات ذات محتوى مستورد من 2.6 % إلى 3.03 % بين سنتي 2019 و2020، استمر تطور مؤشر الأسعار في الارتفاع بوتيرة جد متسارعة سنتي 2021 و2022 بلغ خلالها متوسط التضخم 7.2 % و9.3 % على التوالي، تعزى هذه الزيادة لنفس الظروف والأسباب المذكورة آنفا، بالخصوص ارتفاع أسعار جميع مجموعات المنتجات الغذائية.

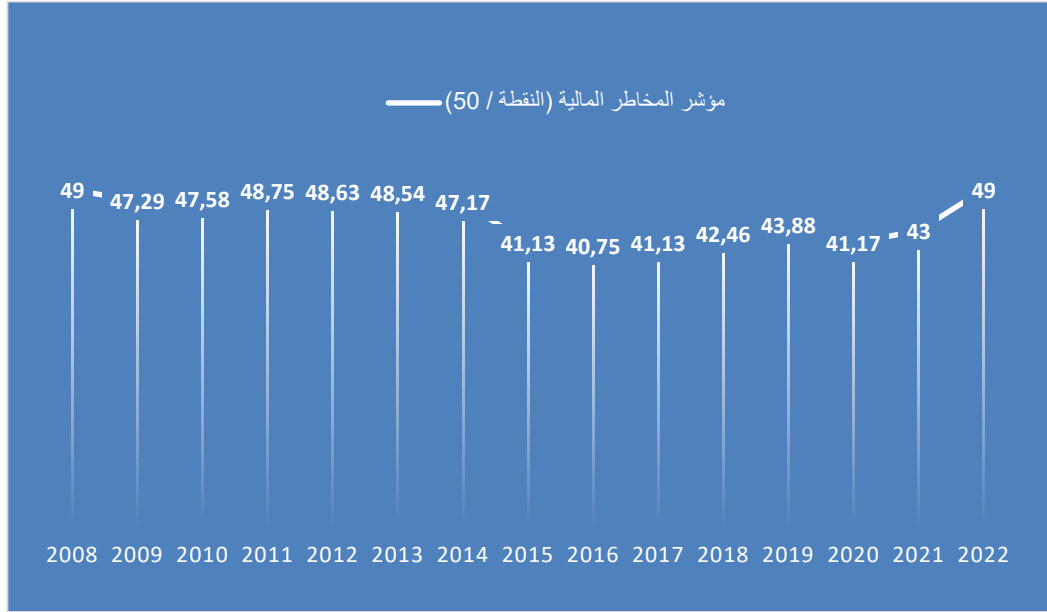
كباقي المتغيرات الكلية، تراجع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي من 3953.40 دولار سنة 2019 إلى 3321.60 دولار بحوالي 16 %، كنتيجة لتأثر أداء الناتج المحلي بالأزمة الصحية المقرونة بالركود الاقتصادي، التي أدت إلى نموه بمعدلات أقل من معدلات نمو السكان، وبتحسن الظروف ارتفع نصيب الفرد من الناتج الإجمالي المحلي في 2021 و2022 بنسبة 10.18 % و16 % على التوالي.¹

المطلب الثالث: تحليل المخاطر المالية في الجزائر للفترة 2008-2022

من خلال تتبع تطور مؤشر المخاطر المالية في الجزائر حسب الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) للفترة 2008-2022 الموضح في الشكل (3.3)، فإننا نلاحظ على العموم أن المخاطر المالية للجزائر خلال الفترة المدروسة تصنف ضمن فئة المخاطر المنخفضة جدا، لارتفاع سقف تنقيطها ووقوعها في المجال المحدد (40 نقطة فما فوق)، رغم تسجيل وجود بعض الانخفاضات في المؤشر إلا أنها لا تؤثر في التصنيف، وهو مستوى جيد يعكس الوضع المالي الجيد للجزائر، وقد بلغ المؤشر ذروته (49 نقطة) سنتي 2008 و2022، وأدنى مستوى له (41.13 نقطة) سنتي 2015 و2017.

¹ للاستقاضة انظر التقارير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، للسنوات؛ 2020-2021.

شكل رقم (3.3) تطور مؤشر المخاطر المالية في الجزائر خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

يظهر التقييم الجيد والمرتفع للمتغيرات المعتمد عليها في تصنيف المخاطر المالية، الذي منحه الدليل الدولي لمخاطر البلد للجزائر (ICRG) خلال الفترة 2008-2022، مدى التوازن والاستقرار الماليين اللذين تمتعت ولا زالت تتمتع بهما الجزائر، المكتسبان من الأدائين الاقتصادي والمالي لها للسنوات 2001-2008، لا سيما تحسن الوضع المالي الخارجي وتراكم موارد المدخرات المالية (احتياط النقد الأجنبي المرتفع)، إلى جانب الانخفاض الحاد في الدين الخارجي خلال النصف الأول من الفترة المدروسة، والتخلص من المديونية فيما تبقى من الفترة، فضلا عن فعالية إدارة السياسة النقدية المنتهجة والتي أسهمت في تحقيق الاستقرار المالي، إذ تؤكد هذه الأسباب والمعايير كما تشهد مرونتها على مساعدة الاقتصاد الوطني من إظهار قدرته على الصمود في وجه الصدمات الخارجية الكبيرة في عام 2009، المرتبطة باشتداد الأزمة المالية الدولية والأزمة الاقتصادية العالمية، عام 2014 بالأزمة النفطية وعام 2022 بالأزمة الصحية العالمية والركود الاقتصادي اللذان عانت منهما جميع الدول، وقد ترجم استقرار هذه المتغيرات من خلال مؤشرات المخاطر المرتبطة بها، حيث بلغت مؤشرات نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي الصادرات من السلع والخدمات؛ ومؤشر صافي السيولة الدولية كأشهر من تغطية الاستيراد؛ خلال الفترة المدروسة أقصى تنقيط لها 10، 10، و5 على التوالي حسب ما هو موضح في الجدول (4.3)، فيما عرف مؤشر استقرار سعر الصرف تذبذبات طفيفة خلال الفترة المدروسة تأرجحا بين الانخفاض والارتفاع بين 8.54 و10 نقاط، لكن بقي تصنيفها ضمن فئة المخاطر المنخفضة جدا، باستثناء سنة 2015 التي بلغت فيها قيمة المؤشر 6.13 نقطة غير أنها بقيت في دائرة المخاطر المعتدلة.

مكن أداء ومكاسب استقرار الاقتصاد الكلي في الجزائر خلال السنوات 2001-2008، المدفوع بالفوائض المتنامية لميزان المدفوعات وتراكم موارد المدخرات المالية (المجسدة في صندوق ضبط الإيرادات، واحتياط الصرف)، كما أدى تسديدها الكلي والمسبق للقروض التي عليها المتأنية من إعادة الجدولة، فضلا عن مساهمة تخفيض ديونها الخارجية الأخرى¹ على الصمود في وجه الصدمات الخارجية، الصدمة الكبيرة سنة 2009 المرتبطة باشتداد الأزمة المالية الدولية والأزمة الاقتصادية العالمية، أزمة انخفاض أسعار النفط سنة 2014، والأزمة الصحية المتبوعة بالركود الاقتصادي سنة 2020، إذ عانى الاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2021 من العجز المزدوج، والذي اتسم بتفاقم عجز الميزانية وعجز رصيد الحساب الجاري (المرتبط ارتباطا مباشرا بالعجز الحاصل في الميزان التجاري)، وقبله تم تسجيل عجوزات متتالية في رصيد الميزانية منذ 2009 رغم أن أسعار النفط في الغالب فاقت 100 دولار للبرميل، حيث لجأت الحكومة لتغطية هذا العجز إلى صندوق ضبط الإيرادات² إلى جانب التمويل البنكي وغير البنكي، وقد اختلفت نسبة تغطية العجز بواسطة الصندوق من سنة إلى سنة، بلغت ذروتها سنتي 2014 و2015، مع الإشارة إلى اعتماد الحكومة لتمويل العجز سنة 2016 بالاستدانة الداخلية عن طريق ما يعرف بالقرض السندي إلى جانب نسبة تغطية من الصندوق، إلا أنه تم استنفاده كليا سنة 2017، وكنتيجة لفوائض الجباية من النفط (الجباية البترولية) التي عرفت سنة 2018 عادت التدفقات من جديد للصندوق، غير أنها لم تكن كافية لتغطية العجز ما حتم على السلطات اللجوء إلى سبل تمويل أخرى (التمويل التقليدي)، (مباني، 2020، صفحة 243).

إن تعرض ميزان المدفوعات لعدة أزمات متصلة بانخفاض أسعار النفط خلال الفترة، استوجب على الحكومة تغطية هذا العجز المتتالي باللجوء إلى احتياطات الصرف، التي تعتبر الدعامة الرئيسية لقدرة الجزائر على الوفاء بالتزاماتها المالية بما أن العملة الوطنية لا تعتبر دولية، وهو ما ينطبق على العمليات الموجهة للوفاء بالالتزامات ذات الطبيعة الدولية عن النفقات العمومية، فضلا عن الدور المهم لاحتياطي الصرف في امتصاص أثار الصدمات النفطية التي تؤدي إلى اختلال رصيد الحساب التجاري، وبالتالي ميزان المدفوعات في ظل ضعف الصادرات خارج المحروقات، والأرصدة الضعيفة أو السلبية أحيانا التي يحققها ميزان المدفوعات وكذا حساب رأس المال، كما ساهم احتياطي الصرف في المشاريع العمومية التنموية المسطرة وفق برامج الانتعاش الاقتصادي، من خلال تمويل مختلف الواردات من السلع والتجهيزات الاستثمارية.

¹ يتضمن، الدين الخارجي القصير الأجل الذي تتمثل في قروض الشراء التي استفاد منها المتعاملين الاقتصاديين المقيمين لتمويل واردتهم من السلع والخدمات، كما يتضمن الديون الطويلة والمتوسطة الأجل يتم التعاقد بشأنها من طرف مؤسسات خاصة، توجد تحت الرقابة الأجنبية والتي قامت باستثمارات مباشرة في الجزائر، (تسبيقات تمنحها الشركات الأجنبية لفروعها في الجزائر) تكون هذه القروض إما ثنائية أو متعددة الأطراف.

² صندوق ضبط الإيرادات هو صندوق ينتمي إلى الحسابات الخاصة للخزينة (حسابات التخصيص الخاص)، أنشأ سنة 2000، يعد بمثابة ضابط الحكومي للتوازن المالي، يتم ضخ الأموال فيه من فوائض القيم الجبائية الناتجة عن مستوى أعلى لأسعار المحروقات على تلك المتوقعة ضمن قانون المالية يستخدم لضبط نفقات وتوازن الميزانية، وأيضا في تخفيض الدين العمومي.

يشار إلى أنه مع الأزمة النفطية سنة 2014 اعتمدت الجزائر على سياسة احترازية وحذرية في تسيير احتياطاتها من الصرف، تركزت على ضمان أمن الاحتياطي من الصرف على حساب العوائد المالية، و ذلك من خلال التجكّم في مخاطر؛ السيولة، الصرف، الائتمان، وأسعار الفائدة، كما سعت إلى اتخاذ إجراءات لمنع استنزاف الاحتياطي من العملة الصعبة، وذلك باقتصار احتياطي الصرف على تمويل البنود الأساسية لميزان المدفوعات، العمل على محاربة تضخيم فواتير الاستيراد بغرض تهريب العملة الصعبة، إحلال المنتج الوطني للواردات من السلع والخدمات بغرض التقليل منها، ترقية المنتج الوطني وتحسين تنافسيته للمساهمة والرفع من الصادرات خارج المحروقات، العمل على توفير وتحسين بيئة استثمارية في سبيل استقطاب الاستثمارات الأجنبية إلى مختلف القطاعات (مباني، 2020، الصفحات 238-236)، يوضح الجدول أدناه تطورات المتغيرات المحددة للوضع المالي في الجزائر ومؤشرات المخاطر المالية المرتبطة بها خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (5.3) تطور مؤشرات الوضع المالي الخارجي ومؤشرات المخاطر المالية للجزائر للفترة 2008-2020

مؤشرات المخاطر المالية (نقطة)					مؤشرات الوضع المالي الخارجي					السنوات
عدد الأشهر من الواردات التي تغطيها الاحتياطات الرسمية للدولة /5	نسبة خدمة الدين إلى إجمالي لصادرات السلعة والخدمات /10	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي /10	نسبة رصيد ميزان الحساب الجاري إلى إجمالي صادرات السلعة والخدمات /15	استقرار سعر الصرف /10	احتياطات الصرف بعدد أشهر الاستيراد	احتياطات الخارجية الرسمية (مليار دولار)	الدين الخارجي (مليار دولار)	رصيد ميزان المدفوعات (مليار دولار)	سعر البرميل من النفط الخام(دولار)	
5	10	10	15.00	9.92	34.99	148.10	5.58	36.99	99.9	2008
5	10	10	13.75	8.54	36	155.11	5.69	3.86	62.2	2009
5	10	10	12.58	10.00	38.33	170.46	5.54	15.33	80.2	2010
5	10	10	13.75	10.00	36.77	191.37	4.41	20.14	112.9	2011
5	10	10	14.08	9.54	36.67	200.59	3.70	20.06	111	2012
5	10	10	13.67	9.88	35.40	201.44	3.96	0.13	109.5	2013
5	10	10	12.33	9.83	30.09	186.35	3.74	-5.88	100.2	2014
5	10	10	10.00	6.13	27.17	150.60	3.02	-27.54	53.1	2015
5	10	10	6.54	9.21	22.75	120.79	3.85	-26.03	45	2016
5	10	10	6.17	9.96	19.42	104.85	3.99	-21.76	54.1	2017
5	10	10	7.88	9.58	15.95	87.38	4.04	-15.82	71.3	2018
5	10	10	8.88	10.00	13.88	71.80	3.83	-16.93	64.4	2019
4.83	10	10	6.92	9.42	13.49	59.43	3.47	-16.37	42.07	2020

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير بنك الجزائر وقاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

يبرز من خلال الجدول (5.3) العجز المسجل في ميزان المدفوعات منذ سنة 2014 حتى سنة 2020 نتيجة لانخفاض الحاد في أسعار النفط الذي حدث سنة 2014 واستمرارها في مستويات منخفضة، كما يبين المستوى الذي وصلت إليه احتياطات الصرف وقدرة الاقتصاد على مواجهة هذه الانخفاضات التي شهدتها مؤشرات الوضع المالي، ويوضح هذا جليا سببية وترابط المؤشرات فيما بينها، ولعل قيمة المؤشر المنخفضة للدين الخارجي وخدمة الدين حالت دون تآكل مستوى احتياطات الصرف أكثر مما وصلت إليه، وتمكن الجزائر من تخصيص احتياطات الصرف الأجنبي كأولوية لتمويل الواردات من السلع والخدمات التي تساهم في نمو الاستثمار الإنتاجي في الصناعات التحويلية والخدمات الإنتاجية، التي تعتبر الضمان لتنويع الاقتصاد الوطني وزيادة الصادرات خارج المحروقات، بالإضافة إلى الحفاظ على المستوى الضروري والمناسب من حيث عدد الشهور من الواردات التي تغطيها الاحتياطات الرسمية وفقا للممارسات الدولية المطلوبة والجيدة، وان بلغت ما يقارب 14 شهرا سنة 2020 ما يشير إلى مستويات احتياطات الصرف لا تزال مرتفعة وهو ما أكده مؤشر المخاطر المرتبطة بها 4.83 نقطة (أي أن المخاطر منخفضة جدا)، ونفس الحال بالنسبة لباقي مؤشرات المخاطر، التي في مجملها تبين أن مخاطر الوضع المالي للجزائر جد منخفضة.¹

المطلب الرابع: تحليل نشاط ومؤشرات بورصة الجزائر للفترة 2008-2022

أولا/ لمحة عن نشأة بورصة الجزائر

جاءت فكرة إنشاء بورصة الجزائر في سياق الإصلاحات الاقتصادية والتعديل الهيكلي المعلن عنه للانتقال من الاقتصاد الاشتراكي المركزي، استعدادا للدخول في اقتصاد السوق تبعا للأحداث والتحويلات السياسية والاقتصادية التي شهدتها الجزائر ابتداء من منتصف الثمانينات، ولإعطاء نفس جديد للاقتصاد توجب وضع نظام مالي فعال يعمل على توجيه وتوزيع الموارد المالية للمؤسسات العمومية الاقتصادية ذات المردودية والقابلة للتنافسية وفق شروط معايير مضبوطة (ابن بوسحاقي، 2003، صفحة 93)، ولتحسين هذا النظام وكتعزيز لهذه الفكرة سنت قوانين لبيان والتفرقة بين دور الدولة كمساهم ودورها كقوة عمومية، ومن هذه القوانين؛ قانون 88-01 المتعلق بتوجه المؤسسات العمومية الاقتصادية²، قانون 88-03 المتعلق بتشكيل صناديق المساهمة الثمانية³، القانون 88-04 المعدل والمتمم للأمر 59-75 المتعلق بالقانون التجاري، يحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية⁴.

¹ للاستفاضة انظر التقارير السنوية لبنك الجزائر، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر، للسنوات من 2008 إلى 2021.

² القانون رقم 88-01 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 هـ الموافق لـ 12 يناير سنة 1988 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية العدد 2 الصادرة بتاريخ 12 يناير 1988

³ القانون رقم 88-03 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 هـ الموافق لـ 12 يناير سنة 1988 المتعلق بصناديق المساهمة، الجريدة الرسمية العدد 2 الصادرة بتاريخ 13 يناير 1988

⁴ القانون رقم 88-04 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 هـ المعدل ويتمم الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن القانون التجاري، ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية العدد 2 الصادرة بتاريخ 13 يناير 1988.

مر إنشاء بورصة الجزائر بمراحل بارزة من الإنشاء إلى غاية الانطلاق الفعلي لها وما آلت إليه حتى الآن، نوجز هذه المراحل فيما يلي:

1. المرحلة الأولى (1990-1992): تعرف بالمرحلة التقريرية، فبعد حصول معظم المؤسسات العمومية على استقلاليتها، وإنشاء صناديق المساهمة، وربحا للوقت عمدت الحكومة إلى تهيئة الشروط المادية لإنشاء بورصة للقيم المنقولة في انتظار توفير باقي الشروط القانونية والبيئية، بناء على ذلك في عام 1990 تقرر إنشاء شركة القيم المنقولة (SVM) برأس المال قدره 320.000 دج موزعة بحصص متساوية بين صناديق المساهمة الثمانية، يديرها مجلس إدارة يتكون من 08 أعضاء كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، تؤدي نفس وظائف البورصة، كما شهدت هذه المرحلة إصدار (03) مراسيم تنفيذية هي:

– المرسوم التنفيذي رقم 91-169: يتضمن كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية والزام شركات المساهمة إلى إصدارها وفق ما تنص على قوانينها الأساسية، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر معتبرا إياها شركة أسهم.¹

– المرسوم التنفيذي رقم 91-170: بيان أنواع الأوراق المالية وأشكالها وشروط إصدارها وطريقة تداولها وتحويلها.²

2. المرسوم التنفيذي رقم 91-171: يتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة البورصة، أين أوكلت إليها مهام تنظيم السوق وقبول المتعاملين والتدقيق في المعلومات المنشورة، وكذا ممارسة الرقابة وغيرها من الوظائف.³

3. المرحلة الثانية (1992-1997): عرفت بالمرحلة التصحيحية، تم فيها إصدار قوانين وتشريعات واتخاذ إجراءات جديدة لرفع العقوبات عن شركة القيم المنقولة (SVM)، بسبب ما آلت إليه وضعيتها نتيجة لضعف رأسمالها الاجتماعي، الغموض الذي اكتنف دورها، ونقص الخبرة في مجال المعاملات في الأوراق المالية، عدم ملائمة المحيط الاقتصادي، وضعية المؤسسات العمومية الاقتصادية لا تفي بشروط التعامل داخل هذا السوق، (شمعون، 1999، صفحة 80) ومن أهم الإجراءات المتخذة في هذه المرحلة، تقرر سنة 1992 رفع رأسمال شركة القيم المنقولة، كما تقرر تعديل نظامها وبالأخص تعديل تسميتها لتصبح بورصة القيم المنقولة (BVM) لتؤدي نفس دور البورصات الأجنبية، أي عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة، بداية اتخذت قصر المعارض بالجزائر العاصمة مقرا اجتماعيا لها، عملت مجموعتها الإدارية في هذه المرحلة على تهيئة الظروف المتعلقة بسير بورصة القيم بصفة عامة، الحصول على المساعدة والاستشارة بالاتصال بالهيئات

¹ المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 14 ذو القعدة عام 1411 هـ الموافق لـ 28 مايو سنة 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد 26 الصادرة بتاريخ 1 يونيو 1991.

² المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 14 ذو القعدة عام 1411 هـ الموافق لـ 28 مايو سنة 1991 يجدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، الجريدة الرسمية العدد 26 الصادرة بتاريخ 1 يونيو 1991.

³ المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المؤرخ في 14 ذو القعدة عام 1411 هـ الموافق لـ 28 مايو سنة 1991 يتعلق بلجنة البورصة، الجريدة الرسمية العدد 26 الصادرة بتاريخ 1 يونيو 1991.

البورصة الأجنبية، تنظيم الحملات الدعائية للتعريف بدور البورصة وأهميته، في سنة 1993 تم إرساء الأطر القانونية، التنظيمية والتشريعية للبورصة، وذلك بإصدار المرسوم التشريعي رقم 93-08¹ الذي تخضع بموجبه المؤسسات الاقتصادية العمومية لقواعد السجل التجاري بما في ذلك افلاسها والتسويات القضائية، كما كرس المرسوم التشريعي رقم 93-10 الصادر بتاريخ 25 ماي 1993 انطلاق عملية التأسيس الرسمي لبورصة القيم المنقولة، محددًا مختلف الهيئات واللجان المشرفة عليها².

كما عرفت هذه الفترة صدور مراسيم تنفيذية وأوامر كإجراءات تفصيلية أو تكميلية لتطبيق، إتمام، تعديل أو إلغاء بعض المواد الصادرة في المرسوم التشريعي رقم 93-10، تدور في مجملها حول تعيين أعضاء لجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة، والوسطاء عمليات البورصة، ويتعلق الأمر بالمراسيم التنفيذية؛ رقم 94-175³، رقم 94-176⁴، رقم 96-102⁵، والأمر رقم 96-10⁶، وقد تحقق إنجاز بورصة القيم المنقولة في 25 ماي 1997، وتم افتتاحها رسميًا لتداول الأوراق المالية بتاريخ 17 ديسمبر 1997.

3. المرحلة الثالثة (1998-1999 وما بعدها): هي مرحلة الانطلاق الفعلي لنشاط بورصة القيم في الجزائر، كانت كل الظروف القانونية والتقنية لبورصة قيم المنقولة مهينة، شكلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وإدراجها في البورصة، يعتبر القرض السندي للشركة الوطنية للمحروقات سوناطراك أول عملية تم منحها رخصة التداول في بورصة الجزائر من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة (COSOB) شهر جانفي 1998، تلاها منح رخص لثلاث مؤسسات وطنية للتداول في البورصة، يتعلق الأمر بمجمع الرياض سطيف (الصناعات الغذائية) في 27 جوان 1998، مجمع صيدال (الصناعة الصيدلانية) في 24 ديسمبر 1998، ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي (القطاع السياحي) في 24 ماي 1999، (cosob، 2023) افتتحت بورصة الجزائر لتداول الأوراق المالية في أول حصة لها بتاريخ 13 سبتمبر 1999.

توالى القوانين المنظمة لعمل البورصة في الجزائر في الصدور تلك المتعلقة بالاستثمار، أهمها:

- ¹ المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 03 ذو القعدة عام 1413 هـ الموافق لـ 25 أبريل سنة 1993 يعدل ويتم الأمر 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية العدد 27 الصادرة بتاريخ 28 سبتمبر 1993.
- ² المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 هـ الموافق لـ 23 مايو سنة 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد 34 الصادرة بتاريخ 23 مايو 1993.
- ³ المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 12 محرم عام 1415 هـ الموافق لـ 22 يونيو سنة 1994 يتضمن تطبيق المواد 21 و 22 و 29 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد 41 الصادرة بتاريخ 26 يونيو 1994.
- ⁴ المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المؤرخ في 12 محرم عام 1415 هـ الموافق لـ 22 يونيو سنة 1994 يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد 41 الصادرة بتاريخ 26 يونيو 1994.
- ⁵ المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 شوال عام 1416 هـ الموافق لـ 11 مارس سنة 1996 يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد 18 الصادرة بتاريخ 20 مارس 1996.
- ⁶ الأمر رقم 96-10 مؤرخ في 19 شعبان عام 1416 هـ الموافق لـ 10 يناير سنة 1996 يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية العدد 3 الصادرة بتاريخ 14 يناير 1996.

- اللائحة التنظيمية الصادرة عن بنك الجزائر رقم 04-2000 المؤرخة في 02 أفريل 2000 المتعلقة بحركة رؤوس الأموال لاستثمارات في المحفظة لغير المقيمين. (bank-of-algeria, 2022)
- قانون الاستثمار رقم 18-22 الصادر بتاريخ 24 جويلية 2022 المتعلق بالاستثمار، والذي يمنح الحرية للمتعاملين الوطنيين والأجانب سواء أكانوا مقيمين وغير مقيمين بالاستثمار، من خلال اقتناء أصول مادية أو مالية، المساهمة في رأسمال مؤسسة في شكل حصص عينية أو مالية، أو نقل أنشطة من الخارج.¹

ثانيا/ الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

- من أجل إضفاء مرونة في التعامل وضمان حسن سير بورصة الأوراق المالية عمد المشرع الجزائري إلى تشكيل لجان وتنظيمها وأسند لها مهام التسيير والإشراف على بورصة القيم، تمثلت في: (sgbv, 2023)
- **شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV):** هي شركة أسهم مملوكة للوسطاء في عملية البورصة، أنشئت بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم 93-10 السالف الذكر، تمثل الشركة إطارا منضما ومضبوطا لخدمة الوسطاء لتمكينهم من أدائهم، تتمثل مهامها أساسا في؛ التنظيم العملي لعمليات الإدراج الشركات في بورصة القيم المنقولة، التنظيم المادي لخصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير، ونشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة، فهي تتولى عمليات إدخال القيم المنقولة ببورصة الجزائر.
- **لجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة (COSOB):** تأسست بموجب المرسوم رقم 93-10 المذكور سلفا، تمثل اللجنة سلطة ضبط في السوق المالي، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، تشرف على تنفيذ مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، كما تسهر على حماية المستثمرين في البورصة، سير الحسن وشفافية السوق، والحرص على احترام الأنظمة، بالمختصر هي الهيئة المكلفة بتنظيم، ضمان سلامة وأمن، ومراقبة سوق القيم المنقولة ببورصة الجزائر.
- **المؤتمن المركزي على السندات (DCT):** يطلق عليه تسمية الجزائر للتسوية " Algérie Clearing " هي شركة ذات أسهم تم تأسيسها طبقا للقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003² المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المذكور سابقا، تتمثل مهامه في انجاز المعاملات لصالح الشركات المصدرة للسندات، ترميز السندات المقبولة وفق المعايير الدولية، حفظ السندات المصدرة، إصدار المعلومات الخاصة بالسوق، وفتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحسابات المنخرطين فيه.

¹ القانون رقم 18-22 مؤرخ في 25 ذي الحجة عام 1443 الموافق لـ 24 جويلية 2022، يتعلق بالاستثمار، الجريدة الرسمية العدد 50 الصادرة بتاريخ 28 يوليو سنة 2022

² القانون رقم 03-04 لمؤرخ في 17 فبراير سنة 2003، يعدل ويتمم المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية العدد 11، الصادرة بتاريخ 19 فبراير سنة 2003.

- المتدخلون في بورصة الجزائر

إلى جانب الهيئات المنظمة والمشفرة على البورصة، تتطلب عملية تداول الأوراق المالية في البورصة تدخل هيئات وأطراف مهنية تساهم في سيرورة وديناميكية البورصة، تتمثل في:

- **الوسطاء في عمليات البورصة (IOB):** يقصد بهم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية، يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، تتمحور نشاطات الوسطاء في البورصة حول القيم المنقولة (التداول لحساب الزبائن، تسيير حافظة السندات لموجب تفويض، البيع والشراء كطرف، العمليات الدعائية والترويجية ذات الصلة).

- **ماسكو الحسابات - حافظو السندات (TCC):** يرخص لممارسة مسك الحسابات - حفظ السندات إلى جانب وسطاء البورصة، كل من شركات الإصدار للأوراق المالية التي تصدرها وتديرها بشكل مباشر، وللمؤسسات المرخص لها بمزاولة العمليات المصرفية المنصوص عليها في الأحكام التشريعية والتنظيمية المنظمة لها، تتمثل مهامهم في ضمان حفظ وإدارة الأوراق المالية لصالح حاملها، وذلك بفتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتة والمكتسبة في البورصة.

- **هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM):** هي شركات ذات رأس المال المتغير (SICAV) أو الصناديق المشتركة للتوظيف (FCP) لها دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط جمهور المستثمرين، وذلك من خلال تكوين وإدارة محفظة من الأوراق المالية القابلة للتحويل والمنتجات المالية الأخرى لحساب الغير، كما تقوم بجمع المدخرات بهدف استثمارها في البورصة وفقاً لسياسة استثمارية جد محددة.

- **مركبي البورصة (Le promoteur en bourse):** يمكن أن يكون وسيط مالي أو شركة استشارة مالية مسجلة لدى لجنة طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) يتمثل دوره في مرافقة أسهم شركة تقرر الدخول إلى سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ثالثاً/ أسواق بورصة الجزائر

يعتمد نظام بورصة الجزائر على نمط التسعيرة الثابتة¹ أو التسعيرة المتواصلة (المستمرة)² يتم تسعير القيم آلياً أو يدوياً، كما تعتبر بورصة القيم المنقولة في الجزائر سوقاً فورياً، حيث يكون فيها الشراء والتسليم فورياً، تتم عمليات التبادل فيها بشكل أوتوماتيكي من خلال نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت، وهي الطريقة التي تعتمدها بورصة الجزائر منذ انطلاق نشاطها، أي أن المعاملات تتم وفقاً للسعر المحدد في السوق، تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً للأسهم (سندات رأس المال) وسوق سندات الدين. (sgbv, 2023)

¹ نظام التسعير الثابت، يتم فيها تطبيق سعر واحد على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل ورقة مالية خلال حصة التداول.

² نظام التسعيرة المستمر، تُحدث أسعار الأوراق المالية بشكل مستمر وتُعدّل بناءً على العرض والطلب طوال حصة التداول، يتم من خلالها تحديث الأسعار في الوقت الحقيقي مع إدخال أوامر تداول جديدة وتنفيذها

أ. سوق الأسهم: يتكون سوق الأسهم من سوقين تبعاً لشروط الإدراج وحجم المؤسسات، وهما:

– السوق الرئيسية: موجه للشركات الكبرى، حالياً مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، أربعة (04) شركات وهي؛ مجمع صيدال (GROUPE SAIDAL) تنشط في القطاع الصيدلاني، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي (EGH EL-AURASSI) تنشط في قطاع السياحة، أليانس للتأمينات (ALLINACE ASSURANCES) تنشط في قطاع التأمينات، ومؤسسة بيوفارم (BIOPHARM) تنشط في القطاع الصيدلاني.

– سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: مخصص للشركات الصغيرة والمتوسطة، تم إنشاؤه سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 12 يناير 2012،¹ يمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال، فهو فرصة ممتازة للمستثمرين من خلال توفير سوق مُحكمة التنظيم من أجل توظيف استثماراتهم، حالياً مدرج في هاته السوق شركة وحيدة وهي أوم نفست (AOM Invest) متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية.

ب. سوق سندات الدين: يتكون من سوقين، وهما:

– سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم، حالياً لا توجد سندات شركة للتداول، آخر عمليات تداول سندات الدين كان سنة 2016 لشركة المساهمة دهلي (Spa DAHLI)، حيث قبلها وبعد القرض السندي لسوناطراك المطروح سنة 1999، طرحت كل من شركة؛ سونلغاز 11 اتصالات الجزائر، سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية، سندات دين للتداول اختلفت في قيمة القرض، فترة الاستحقاق، ومعدل الفائدة المطبق، حيث بلغ الحجم الإجمالي المتداول السندات في السوق الثانوي (سوق السندات) 489 997 سند بحجم تداول تجاوز 3.67 مليار دينار في الفترة الممتدة من 2008 إلى 2022. (sgbv, 2023)

– سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) : مخصص للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وهي من ثلاث فئات ذات فترات استحقاق رئيسية؛ 7، 10، و15 سنة، وتعتبر سندات الخزينة سندات دين سيادية تصدرها الدولة بغرض تمويل العجز في ميزانيتها، حالياً يبلغ عدد سندات الخزينة المدرجة في البورصة 31 كتلة سنديّة. (sgbv, 2023)

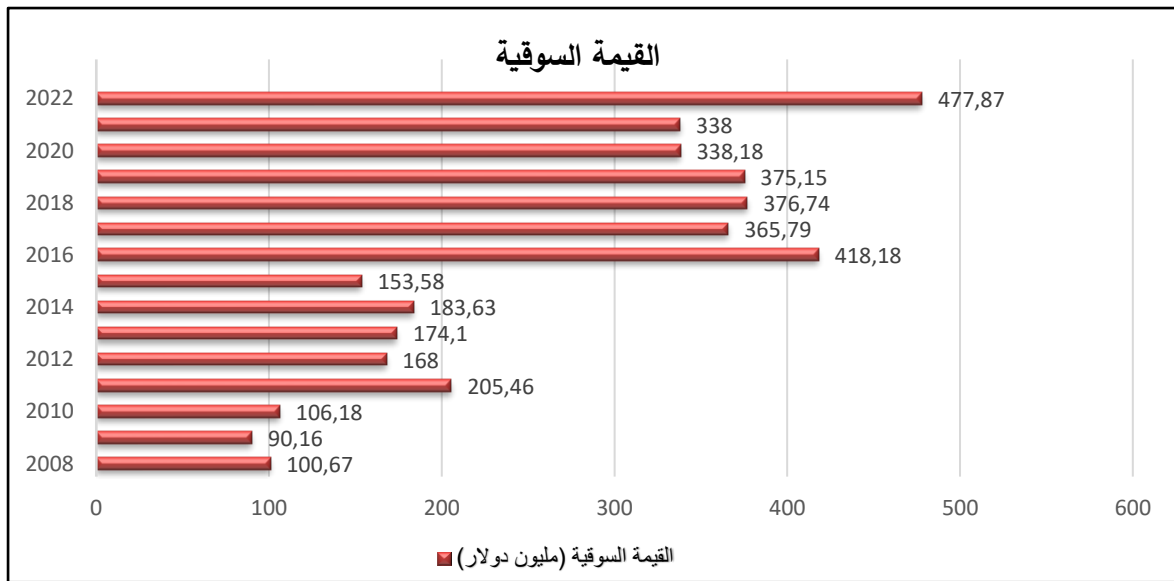
¹ قرار مؤرخ في 30 صفر عام 1433 الموافق 24 يناير سنة 2012، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب عام 1418، الجريدة الرسمية عدد 41 بتاريخ 15 يوليو 2012.

رابعاً/ تحليل مؤشرات تطور بورصة الجزائر للفترة 2008-2022

يمكن تحليل تطور نشاط بورصة الجزائر من خلال تحليل حركة مؤشرات البورصة (القيمة السوقية، حجم التداول، معدل الدوران، وعدد الشركات المدرجة)، ومن خلال تتبع تطور هاته المؤشرات فإنه يلاحظ أن البورصة قد سجلت أداء محتشما خلال الفترة من 2008 إلى 2015، لتعرف بعض التحسن فيما تبقى من فترة الدراسة، غير أنه لا يعتبر نمو كبيراً مقارنة بما تحققه باقي البورصات في الدول العربية وباقي دول العالم.

1. مؤشر حجم السوق: يتم قياسه من خلال مؤشر القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة كما يلي:
أ. تطور مؤشر القيمة: يركز معظم الاقتصاديين في تحليلهم لأداء البورصة على أن القيمة السوقية (الرسمة البورصية)، لارتباطها الوثيق بتعبئة رؤوس الأموال (الادخار) وفي وتنويع المخاطر، إذ يعكس هذا المؤشر مستوى نشاط البورصة، فارتفاع قيمة المؤشر تدل على اتساع وعمق السوق (البورصة)، سواء من حيث عدد الأسهم والشركات المدرجة فيها، أو ارتفاع الأسعار، أو كلاهما معاً، ومن ثم يعكس ارتفاع النشاط الاقتصادي. يوضح الشكل الموالي تطور القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (4.3) تطور حجم القيمة السوقية لبورصة الجزائر للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، وبنك الجزائر.

يلاحظ من الشكل (4.3) أن أدنى قيمة للقيمة السوقية لبورصة الجزائر بالدولار الأمريكي سنة 2009 حيث بلغت 90.16 مليون دولار قابلها بالعملة الوطنية مبلغ 6.55 مليار دينار، في حين سجلت أدنى قيمة بالعملة الوطنية سنة 2008 والتي قدرت 6.50 مليار دولار قابلها بالدولار الأمريكي 100.67 مليون دولار (يرجع الفرق بين القيمتين إلى التغير الحاصل في سعر الصرف)، تعبر هذه القيم عن أسهم شركتي مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، شهدت سنة 2010 ارتفاعاً في قيمة الرسمة بمعدل 17.17%،

والذي يعود إلى الارتفاع الطفيف في القيمة السوقية لأسهم كل من صيدال والأوراسي، أما الارتفاع المعترف للقيمة السوقية لبورصة الجزائر سنة 2011 يعود في الأساس لإدراج أسهم شركة أليانس للتأمينات في شهر مارس 2011، حيث بلغت القيمة 205.45 مليون دولار (14.97 مليار دينار)، تراجعت بعدها القيمة السوقية سنة 2012 بفارق (-18.23%)، لكن في سنة 2013 انتعشت القيمة السوقية لتبلغ 174.1 مليون دولار (13.82 مليار دينار) ويعود ذلك لإدراج شركة أن سي أ رويبة في شهر جوان 2013، بالنسبة لسنة 2014 و2015 فقد شكلتا الاستثناء بالنسبة للقيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال فترة الدراسة، حيث عرفت القيمة السوقية المقدرّة بالعملة الوطنية خلال السنتين ارتفاعا قدر على التوالي ب (+ 7.04 % و +4.3 %)، غير أن القيمة السوقية المقيمة بالدولار عرفت ارتفاعا تلاه انخفاض بمعدل (+ 5.47 % ، - 16.36 %) على التوالي، يرجع هذا الفرق في قيم الرسملة البورصية المقومة بالعملتين للتغير الحاصل في معدل الصرف، الذي شهد تغيرا ملحوظا بمعدل 24.70 % (من 80 دينار/ للدولار إلى 100.46 دينار/ للدولار).

شهدت بورصة الجزائر سنة 2016 ديناميكية عالية، بعد ارتفاع القيمة السوقية التي قدرت ب 14.8 مليار دولار في سنة 2015 إلى 45.78 مليار دولار بواقع 196.7 %، ترجع هذه المضاعفة في القيمة ثلاث أضعاف عن السنة التي سبقتها إلى الاكتتاب العام لأسهم مجموعة بيوفارم، التي تم طرحها في شهر أبريل 2016 بفتح 20% من رأسمالها، حيث بيع 5 104 375 سهما بسعر 1 225 دينار، ليبلغ المبلغ الإجمالي للعملية 6.25 مليار دينار، يعد هذا الأداء مميز لبورصة من حيث القيمة السوقية، في سنة 2017 أغلقت البورصة على تسجيل انخفاض نسبي في القيمة السوقية بنسبة (- 12.53 %) ما يعادل 52.39 مليون دولار، يرجع بشكل رئيسي إلى انخفاض أسعار أسهم كل من مجموعة بيوفارم، شركة أن سي أ رويبة، وأليانس للتأمينات، واعتبارا من شهر مارس 2018 سجلت القيمة الإجمالية للشركات الجزائرية المدرجة اتجاها تصاعديا لتكتسب في الجلسة الأخيرة من العام مبلغا إضافيا قدره 10.95 مليون دولار، ترجع هذه الزيادة بشكل أساسي إلى ارتفاع أسعار أسهم شركة بيوفارم وسلسلة فنادق الأوراسي، واصلت بورصة الجزائر في التحسن من حيث الأداء في القيمة السوقية بعد الأداء المميز سنة 2018 (بنمو قدرة 3 %) لتختتم سنة 2019 بتراجع طفيف في القيمة السوقية البورصية بالدولار بنسبة (- 0.37 %)، في حين عرفت ارتفاعا من حيث الحجم بالعملة الوطنية بنسبة (+1.92%).

في عام 2020 اتخذت القيمة السوقية اتجاها تنازليا، وذلك لتأثر نشاط السوق بشكل كبير جراء الأزمة الصحية، خاصة بسبب تقليص وتيرة التداول إلى جلسة واحدة في الأسبوع، فضلا عن انخفاض حضور المتداولين على أرضية بورصة الجزائر، تطبيقا لتعليمات السلطة العمومية، وذلك في ظل نظام تدابير الأزمة الصحية المرتبطة بجائحة فيروس كورونا، المترجم بتدابير الحجر الجزئي وكذا الإجازة الاستثنائية لنسبة 50% على الأقل من موظفي المؤسسات والإدارات العمومية في القطاعين الاقتصادية العام والخاص، حيث بلغت

القيمة السوقية في نهاية العام 338.18 مليون دولار، بمعدل انخفاض بلغ (- 9.85 %)، لينتهي عام 2021 بمؤشرات أفضل مما كانت عليه في السنوات السابقة، فكان لاستئناف النشاط الاقتصادي في نهاية الجائحة تأثير إيجابي على نشاط بورصة الجزائر، التي شهدت ارتفاع قيمة القيمة السوقية بالعملة الوطنية بأكثر من 6.43 % لتستقر عند 45.64 مليار دينار بعد أن كانت 42.88 مليار دينار (إلا أن القيمة السوقية بالدولار عرفت شبه استقرار عند قيمة 338 مليون دولار، ويرجع ذلك في الأساس لسعر الصرف السائد حينها)، يعود هذا الأداء بشكل رئيسي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية لشركة أليانس للتأمينات ومجموعة بيوفارم بنسبة 25% و 6.29% على التوالي، رغم خروج شركة أن سي أ رويبة نهائيا من التداول في بورصة الجزائر شهر جويلية 2020.

ساهمت عودة التعاملات اليومية خاصة الاقتصادية والمالية سنة 2021 والتعافي التام من جائحة كورونا وآثارها، فضلا عن الإقلاع الاقتصادي بعد الركود سنة 2020، إلى استمرار تحسن أداء البورصة، بلغت قيمة القيمة السوقية لبورصة الجزائر سنة 2022 رقما قياسيا تاريخيا قدره 477.87 مليون دولار (ما يعادلها بالعملة الوطنية 67.42 مليار دينار)، مسجلة بذلك ارتفاعا قدره 159.3 مليون دولار، أي بأداء نسبته 41.38 %، ويعود هذا التطور بالأساس إلى الارتفاع الذي سجلته أسعار أسهم، شركة بيوفارم، شركة أليانس للتأمينات، ومجمع صيدال.

يبين الجدول (6.3) المساهمة الضئيلة للقيمة السوقية لبورصة الجزائر في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي، سجلت معدل مساهمة القيمة السوقية أدنى قيمة له خلال فترة الدراسة سنة 2008 بـ 0.059 %، عرف هذا المعدل ارتفاعا طفيفا من الفترة إلى غاية 2015 لم تتجاوز نسبة 0.1 %، في سنة 2016 سجل المؤشر ارتفاعا ملحوظا بلغ 0.26 %، نتيجة دخول شركة بيوفارم الصيدلانية بإدراج عالي تجاوز عدد الأسهم المدرجة أكثر من 5 مليون سهم، وقيمة سوقية عالية للسهم (1225 دج) مقارنة بأسهم الشركات الأخرى المقيدة في البورصة، ثم استقر المؤشر عند معدل ما بين 0.21 % و 0.23 % للفترة 2017-2021 (خلال الفترة المذكور عرفت للرسملة البورصية ارتفاعا بقيم متقاربة بالموازاة مع الناتج المحلي الإجمالي، باستثناء سنة 2020 التي عرفت فيها المتغيرات انخفاضا في القيمة مقارنة بالسنة التي سبقتها)، أما سنة 2022 شهدت مؤشرات مساهمة القيمة السوقية في الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعا بلغ 0.25%.

يفسر مؤشر القيمة السوقية المنخفض جدا على ضعف كبير لبورصة الجزائر، ضيق حجمها، وعدم تطورها ونموها خلال فترة الدراسة، وهذا ما يجعلها غير قادرة على تعبئة مدخرات الاستثمار.

جدول رقم (6.3) تطور معدل القيمة السوقية لبورصة الجزائر للفترة 2008-2022

الوحدات: مليار دينار/ دولار

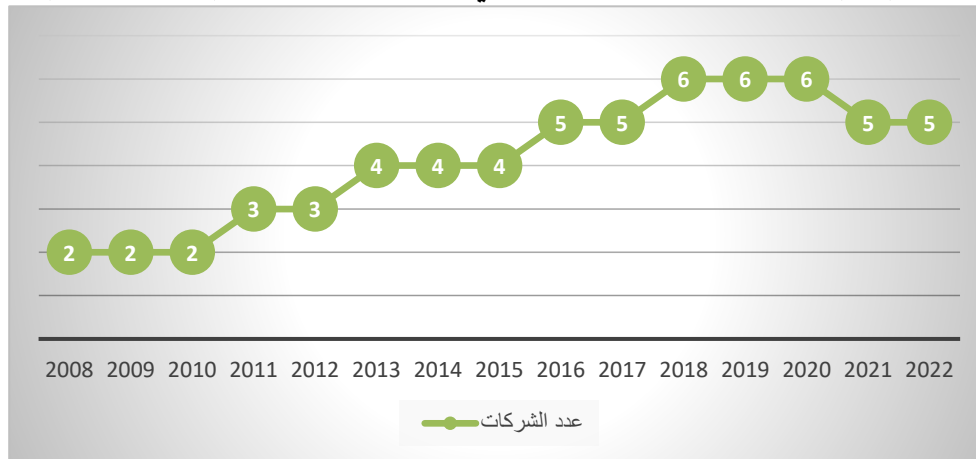
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
الـ PIB بالدينار	11043.7	9968.03	11991.56	14588.53	16209.60	16648	17228.6	16712.7
الـ PIB بالدولار	171	137.2	161.21	200.01	168	20.9.76	213.8	166
المؤشر %	0.059	0.066	0.066	0.103	0.080	0.083	0.086	0.093
السنوات	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
الـ PIB بالدينار	17414.6	18876.9	20393.52	20500.20	18477	22079.28	27250.7	
الـ PIB بالدولار	4160.03	170.1	175	171.76	145.74	163.47	192	
المؤشر %	0.261	0.215	0.215	0.22	0.232	0.21	0.25	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات موقع بورصة الجزائر، وبيانات البنك الدولي.

ب. عدد الشركات المدرجة: إن مؤشر القيمة السوقية مالم يكن متبوعا بعدد الشركات المدرجة في البورصة، لن يكون كافيا للدلالة على حجم سوق رأس المال وعمقه، إن العدد القليل للشركات التي تم إدراجها في بورصة الجزائر والذي لم يتجاوز 7 شركات منذ بداية نشاطها، و6 شركات خلال فترة الدراسة، مع تسجيل خروج شركة أن سي أ رويبة سنة 2020، هذا يعكس النقص الشديد في العرض، بالتالي ضيق نطاق بورصة الجزائر.

يبين الشكل (5.3) جليا مدى النمو المتباطئ لعدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والمقيد أسهما للتداول في السوق الرئيسي للفترة 2008-2022.

شكل (5.3) تطور عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر

2. تطور مؤشر السيولة: يشير مؤشر السيولة في البورصة إلى الدرجة التي يمكن بها شراء أو بيع سهم أو ورقة مالية معينة في البورصة دون التأثير بشكل كبير على سعرها، فهو يقيس السيولة التي يمكن للمستثمر من خلالها الدخول أو الخروج من مركز في تلك الورقة المالية، كلما كانت البورصة تتمتع بالسيولة دل ذلك على فعاليتها وكفاءتها، ويتضمن مؤشرين:

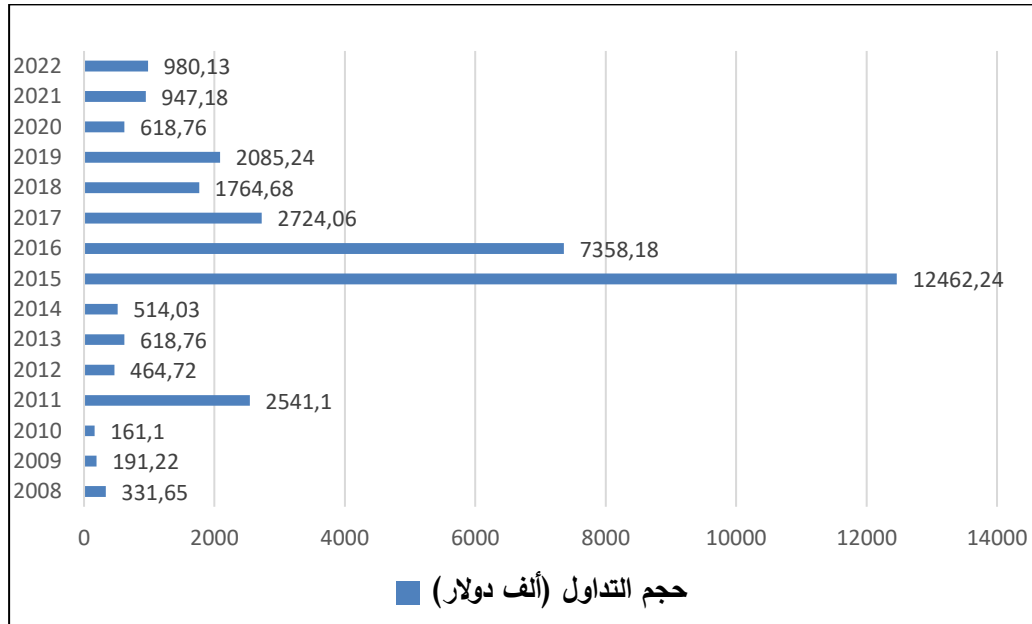
أ. مؤشر حجم التداول: يعتبر حجم التداول من مؤشرات قياس أداء البورصة، فهو يعكس حجم التداول الفعلي للأسهم المكتتبه في البورصة (إمكانية تسهيل الأوراق المالية)، كما يعبر عن قوة ومدى إقبال المستثمرين على البورصة، فإذا كان حجم التداول مرتفع فإن ذلك يوحي بتقاؤل المستثمرين، أما الانخفاض يشكل قلقا لدى المستثمرين تجاه السوق مما يدفعهم إلى تصفية استثماراتهم، ولقياس حجم التداول في البورصة يتم الاعتماد على مؤشرين هما قيمة الأسهم المتداولة وعدد الأسهم المتداولة، يبرز الجدول والشكل المواليين تطورات حجم التداول في بورصة الجزائر للفترة 2008-2022.

جدول (7.3) تطور حجم التداول في بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)

السنوات	عدد الأسهم المتداولة	القيمة المتداولة (ألف دولار)	القيمة المتداولة (مليون دينار)
2008	52 103	331.65	21.4
2009	34 700	191.22	13.9
2010	27 420	161.1	12
2011	231 997	254.11	185
2012	49 471	464.72	36
2013	120 681	618.76	49
2014	90 111	514.03	41.4
2015	2 213 143	1 2462.24	1 252
2016	788 860	7 358.18	806
2017	468 145	2 724.06	302.3
2018	226 505	1 764.68	206.13
2019	249 696	2 086.04	249
2020	87 796	618.76	78.5
2021	244 399	947.18	128
2022	229 783	980.13	138.3

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، وبنك الجزائر.

شكل (6.3) تطور حجم التداول في بورصة الجزائر للفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، وبنك الجزائر.

يوضح الجدول (7.3) والشكل (6.3) تطور حجم التداول في بورصة الجزائر، وجود تذبذب في قيمة الأسهم المتداولة طيلة فترة الدراسة، بشكل يصعب فيه تحديد الاتجاه العام للمؤشر، سجل أكبر حجم تداول من حيث الكمية والعدد سنة 2015، حيث بلغ حجم التداول 2 213 143 ورقة مالية بقيمة تداول قدرت بـ 12.46 مليون دولار، أما أدنى حجم تداول سجل سنة 2010 في حدود 27 420 ورقة مالية بقيمة تداول بلغت 161 ألف دولار (ما يعادله بالعملة الوطنية 12 مليون دينار حسب سعر الصرف السائد آنذاك)، يشار إلى أن مؤشر حجم التداول شهد مستويات منخفضة سنتي 2009 و2010، وهو أمر متوقع باعتبار أن عدد الشركات المدرجة في البورصة لا يتجاوز اثنان، ليشهد في سنة 2011 ارتفاعا ملحوظا، حيث انتقلت قيمة التداول من 161 ألف دولار سنة 2010 إلى 245.11 ألف دولار (185 مليون دينار) بمعدل زيادة بلغ 52.24 %، ترجع هذه الزيادة في الأساس إلى الإقبال الكبير على تداول أسهم شركة أليناس التأمينات التي تم إدراجها حديثا، والتي كانت قيمتها الاسمية أعلى من أسهم مجمع صيدال ومؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي، حيث بلغت قيمة سهم شركة أليناس للتأمينات بتاريخ إدراجها 830 دج للسهم مقابل 716 دج و500 دج للسهم على شركتي صيدال والأوراسي على التوالي، وبلغ عدد الأسهم المتداولة 194 475 سهم من المجموع الكلي للأسهم المتداولة المقدر بـ 231 997 سهم، بحجم تداول بلغت قيمته 222 ألف دولار من القيمة الإجمالية المتداولة 254.11 ألف دولار، لتتخفص القيمة المتداولة سنتي 2012 و2014 بفارق (-81.71%، -16.93%) عن السنة التي سبقتها بسبب انخفاض أسعار الأسهم المتداولة للشركات المدرجة في البورصة، سجل ارتفاع طفيف عام 2013 في عدد الأسهم المتداولة والحجم المتداول، الذي يعود إلى إدراج أسهم شركة أن سي أ رويبة للتداول.

حيث بلغ عددها 102 ألف سهم من مجموع 120 681 سهم متداول ما يمثل قيمة 516 ألف دولار من القيمة الإجمالية للتداول المقدرة بـ 618.76 ألف دولار (أي 49 مليون دينار جزائري).

عرفت بورصة الجزائر في عام 2015 ارتفاعا في عدد الأسهم المتداولة بنسبة 356.02%، منتقلة من 90 111 ورقة مالية سنة 2014 إلى 2 251 143 ورقة مالية في نهاية سنة 2015 بقيمة تقارب 12.46 مليون دولار (أي 1.25 مليار دينار)، حيث بلغ حجم التداول لشركة أليانس للتأمينات وحدها 2 090 461 ورقة مالية، تتضمن حجم 2 073 148 ورقة مالية، قدرت قيمتها 1.19 مليار دينار تم تداولها في إطار عملية تداول الكتل،¹ وهي أكبر عملية كتلة لم تسجلها بورصة الجزائر قبل وحتى خلال فترة الدراسة، واستمر هذا النوع من الصفقات (التداول بالكتل)، حتى سنة 2017 لكن بقيم أقل، ومع هذا فقد شهدت الفترة من 2016 إلى 2020 انخفاضات متتالية في حجم التداول باستثناء سنة 2019، حيث سجل نشاط البورصة مع نهاية سنة 2016 ارتفاعا في قيمة التداول بنسبة 63.02% مع استثناء تداول الكتل، لتنتقل من 596.22 ألف دولار سنة 2015 إلى 972 ألف دولار سنة 2016، وهو ما يعكس ديناميكية هذه البورصة، كما سجل نشاط البورصة صفقات تداول الكتل كبيرة (سته أضعاف حجم الكتلة العادية على الأقل)، لا سيما على أسهم شركة أليانس للتأمينات وأسهم شركة بيوفارم، بقيمة 6.39 مليون دولار (699 مليون دينار) مقارنة بـ 11.87 مليون دولار (1.192 مليار دينار) في عام 2015 بانخفاض (-46.18%)، ومع انخفاض القيمة الإجمالية للمعاملات في البورصة سنة 2016، فقد سجلت انخفاضا مقارنة بالتدفق الذي تم التفاوض عليه في 2015 لتبلغ القيمة المتداولة 7.36 مليون دولار (805.5 مليون دينار)، وعلى نفس الوتيرة سجل نشاط البورصة سنة 2017 باستثناء عمليات الكتلة زيادة قدرها 68.40%، وباحتساب عمليات الكتل التي تمت على أسهم شركتي أليانس للتأمينات وبيوفارم بانخفاض قدره 81.55% مقارنة بعمليات الكتل المسجلة في عام 2016، ومع انخفاض القيمة الإجمالية للمعاملات في البورصة، فإن القيمة الإجمالية للمعاملات في عام 2017، أظهرت انخفاضا بقيمة 4.63 مليون دولار بنسبة (-6.98%) مقارنة بعام 2016، أما عن سنة 2018 رغم تميزها بغياب تام لصفقات الكتل لجميع الأوراق المالية المدرجة، إلا أن نشاط البورصة سجل ارتفاعا بنسبة 15.74% مقارنة بسنة 2017 من حيث قيمة التعاملات خارج الكتل، مع تسجيل إدراج أول مرة منذ أنشئت سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2012 أسهم شركة اوم انفست للتداول، من جهة أخرى، شهدت القيمة الإجمالية للمعاملات في السوق الرئيسية انخفاضا ملحوظا بنسبة (-35.22%)، حيث انتقلت القيمة المتداولة من 2.72 مليون دولار إلى 1.76 مليون دولار، مع تسجيل انخفاض القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة مقارنة بسنة 2017، مع استمرار غياب تداول الكتل في بورصة الجزائر سنة 2019 للسنة الثانية على التوالي،

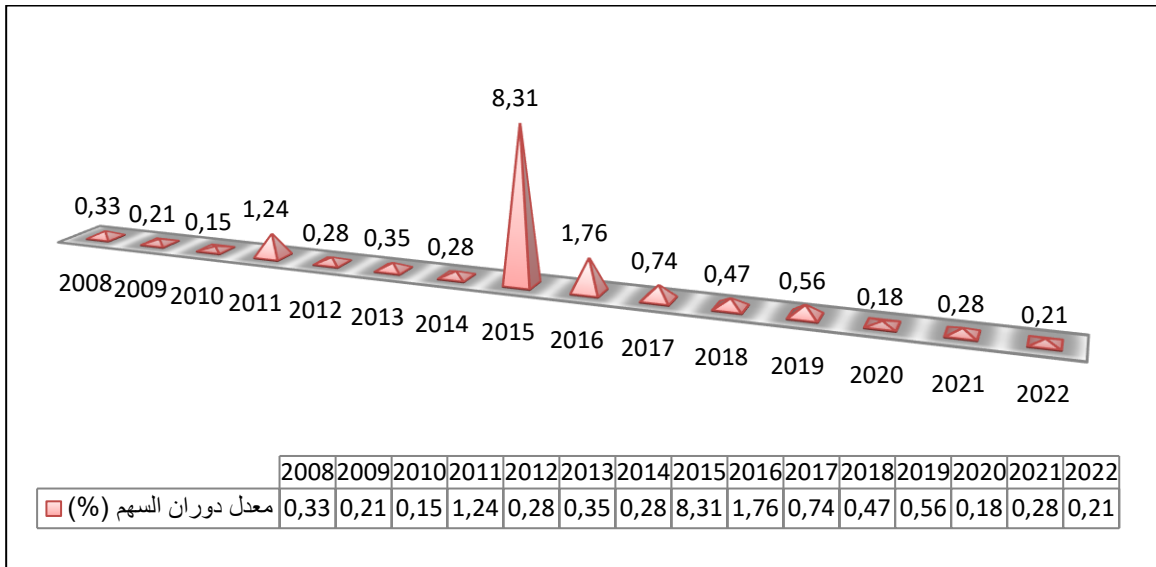
¹ يشير تداول الكتل في البورصة إلى عملية بيع أو شراء حجم كبير من الأسهم أو الأوراق المالية في صفقة واحدة، وذلك باستخدام أوامر خاصة تسمى أوامر الكتل التي تسمح بتنفيذ الصفقات بكميات كبيرة، عادة ما يتم تصنيف التداول بالكتل عندما يتجاوز حجم الصفقة عتبة معينة من الأسهم المتداولة، قد تركز تلك الصفقات الكبيرة بم لصالح المستثمرين الكبار أو المؤسسات المالية، يمكن أن يكون لهذا النوع من الصفقات (تداول الكتل) يمكن تأثير كبير على أسعار الأسهم أو الأصول المالية، حيث يمكن أن يؤدي إلى تقلبات حادة في البورصة.

سجل نشاطها ارتفاعا بأكثر من 18.18% من قيمة المعاملات و10.24% من عدد الأسهم مقارنة بسنة 2018.

أثرت الأزمة الصحية التي اجتاحت العالم سنة 2020 وما تبعها من إجراءات على نشاط البورصة، إذ سجلت تراجعاً بنسبة (-70.35%) من حيث قيمة التعاملات، و(-64.8%) من حيث حجم التداولات بمقدار (-162 ألف ورقة مالية) مقارنة بعام 2019، ومع العودة التدريجية للنشاطات الاقتصادية بعد جائحة كورونا سجلت البورصة ارتفاعاً في حجم التداول بنسبة 53.08%، من 618.06 ألف دولار عام 2020 إلى أكثر من 947.18 ألف دولار سنة 2021، هذا بالرغم من تدنى نشاط البورصة خلال الأشهر الأولى مع تسجيل غياب التداول على أسهم شركة اوم انفست لسنتين على التوالي، استمر تطور نشاط البورصة سنة 2022 فرغم انخفاض عدد الأوراق المتداولة بنسبة (-6%) إلا أن القيمة المتداولة عرفت تطوراً بالعملة الوطنية بمعدل 3.48%، هيمنت فيها على قيم التداول شركة بيوفارم بحصة بلغت 60.89%، تليها صيدال (27.54%)، وأليانس للتأمينات (9.79%)، و شركة تسيير سلسلة فنادق الأوراسي (1.79%)، مع تسجيل ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة.

ب. معدل الدوران: يعتبر مؤشراً مكملاً لمؤشر حجم التداول الذي يعكس درجة سيولة البورصة، وللاقتصاد ككل، يعتمد معدل دوران الأسهم على قيم حجم التداول والقيمة السوقية، فهو عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسومة على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة، تتعاضد قيمة المؤشر إذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية، يوضح الشكل التالي تطور مؤشر دوران الأسهم في بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة.

شكل (7.3) تطور معدل دوران السهم في بورصة الجزائر خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتمادا على بيانات بورصة الجزائر والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

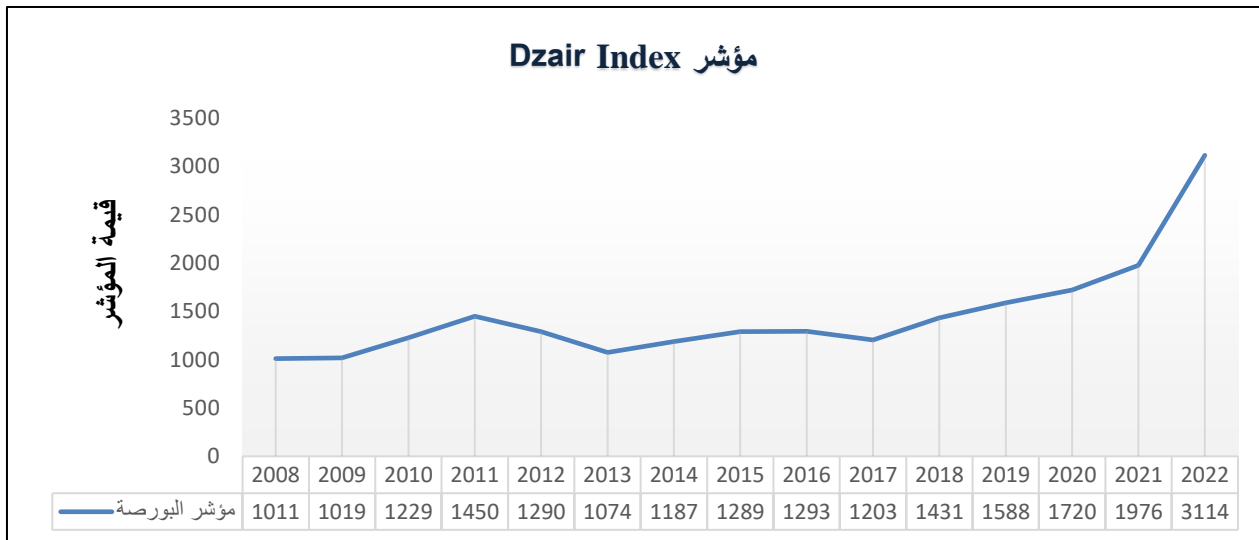
يرصد لنا الشكل (7.3) تطور معدل دوران الأسهم ببورصة الجزائر، يمكننا ملاحظة وجود تذبذب في حركة المؤشر، والتي كانت على غرار وبالتوازي مع تطورات مؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول وفقا للأحداث والظروف التي رصدت من خلالها التغيرات الحاصلة في المؤشرات المحددة، وهو ما يصعب تحديد الاتجاه العام، حيث شهد معدل دوران الأسهم معدلات ضعيفة جدا خلال الفترة 2008-2022 لم تتجاوز نسبة 10 % أعلى قيمة سجلها المؤشر بلغت 8.31 % سنة 2015 وأدناها بلغت 0.15 % سنة 2010، ما يبين أن قيمة الأسهم المتداولة لم تصل حتى نصف القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة، وهو دلالة على ضعف مرونة بيع وشراء الأوراق المالية فيها، ومنه انخفاض سيولة بورصة الجزائر، وهو إشارة إلى ضعف نشاط بورصة الجزائر.

3. تطور مؤشر الأسعار (الأداء العام) لبورصة الجزائر

يعتمد في قياس الأداء العام للبورصة على ما يعرف بمؤشر بورصة الأوراق المالية، وهو مؤشر مركب من الأوراق المالية التي يتم رسمتها وتداولها، ليعكس بذلك وضعية التداول في البورصة، ولبورصة الجزائر كغيرها من البورصات مؤشر يطلق عليه مؤشر دزاير اندكس (Dzair Index) يضم المؤشر لسنة 2022 أسهم الأربع شركات مدرجة في السوق الرئيسي والمذكورة سابقا، يكون المؤشر موجبا حين يكون عدد الأسهم التي ارتفعت أسعارها أكثر من عدد الأسهم التي انخفضت أسعارها خلال نفس اليوم والعكس صحيح.

خلال فترة الدراسة عرف المؤشر العام لبورصة الجزائر منحى وتطورا إيجابيا يوصف بالبطيء، ونرصد هذا التطور للمؤشر من خلال المنحنى البياني الموضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (8.3) تطور مؤشر بورصة الجزائر (Dzair Index) خلال الفترة 2008-2022



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات بورصة الجزائر والنشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

الملاحظ من الشكل رقم (8.3) أن تطور مؤشر بورصة الجزائر عرفا نموا متباطأ من سنة 2008 إلى 2018، لارتفاع وتيرته بعدها بشكل متسارع وكبير، سجلت أدنى وأعلى قيمة للمؤشر خلال الفترة المدروسة سنة 2008 وسنة 2022 على التوالي، كما شهدت كل من السنوات؛ 2012، 2013، و 2017 تراجعاً في المؤشر بنحو (-11.08%)، (-16.72%)، (-10.7%) أعلاها كان سنة 2013، ويرجع السبب في ذلك إلى التراجع في أسعار أسهم الشركات المدرجة وقتها لكل من؛ شركة أليانس للتأمينات بمعدل (-26%) وذلك بعد انخفاض أسعار أسهمها من 825 دج إلى 610 دج، ومجمع صيدال الذي عرفت أسهمه 4 فترات تراجع بمعدلات بلغت؛ (-3.2%)، (-6.6%)، (-10.7%)، و(-10%)، حيث بلغ أعلى سعر للسهم بداية السنة 620 دج ليبلغ سعر الإغلاق لأسهمه نهاية السنة 450 دج، مع تسجيل تراجع حاد لذات الشركة في حجم التداول وقيمة التداول بنحو (-61.75%) و(-61.75%) على التوالي عن السنة السابقة لها، أما التغير في سعر أسهم شركة روية فقد سجل تبايناً بسيطاً بلغ (+/-) 5% حيث كانت حينها حديثة الإدراج بالبورصة، أما شركة الأوراسي فقد ارتفع حجم التداول على أسهمها بزيادة قدرها 66% ونتيجة لذلك ارتفعت القيمة المتداولة بنسبة 36.5% لترتفع قيمة أسهم الشركة حينها على مستويين بزيادة قدرها 5.9% وأخرى 8.3%، بلغ أعلى سعر للسهم 400 دج و أدناه 340 دج، في حين بلغ سعر السهم عند الإغلاق نهاية السنة 390 دج.

مع نهاية سنة 2022 سجل المؤشر أعلى أداء له خلال الفترة ككل بما يزيد على 3113.5 نقطة، ليرتفع بنسبة 57.52% عن سنة 2021، وهذا بفضل الزيادة في أسعار أسهم شركة بيوفارم، وشركة أليانس للتأمينات على التوالي 63.03% و 34.33% جراء إقبال المستثمرين والطلب المتزايد عليها، أما باقي السنوات التي عرف فيها المؤشر أداء إيجابياً، فكانت الزيادة في قيم المؤشر متفاوتة انحصرت بين (0.37% و 20.61%)

إن للوتيرة المتباطئة في نشاط بورصة الجزائر وجمودها، كونها أصغر البورصات العربية، إضافة لمساهمتها الضعيفة جداً في تمويل الاقتصاد الوطني التي تكاد شبه معدومة، يعود لأسباب واعتبارات يمكن حصرها في جوانب تشريعية، فنية، وتسويقية:

- أسباب تشريعية وتنظيمية: ساهم غياب الإرادة السياسية الحقيقية لدى السلطات العمومية بشكل كبير في ضعف نشاط البورصة، إذ تعاني الجزائر قصور في البيئة المؤسسية حسب تصنيفها في مؤشرات الأداء لتقرير التنافسية العالمية، إذ احتلت الترتيب 132 من بين 138 دولة فيما يتعلق بتطور السوق المالي، (The Africa Competitiveness Report, 2017, p. 88)، كما اتسمت البيئة التشريعية لبورصة الجزائر بالقصور في بعض الجوانب، عدم وضوح بعض القوانين والتشدد في البعض الآخر، كتلك القوانين المتعلقة بشروط التملك الأجنبي (دخول المستثمرين في بورصة الجزائر)، القوانين المتعلقة بحماية حقوق الأطراف في البورصة (المستثمرين/ المتعاملين)، القوانين المقيدة لشروط إدراج المؤسسات في البورصة.

- أسباب مرتبطة بمتغيرات اقتصادية كلية: تؤثر عدة عوامل اقتصادية سلبا، وتقف عائقا أمام تطور الاستثمار مباشرة كان أو غير مباشر، تشجع المعدلات المرتفعة والمستمرة للتضخم الناجم عن عدة عوامل، كانهخفاض قيمة العملة، تدهور سعر الصرف، عجز ميزانية الدولة على هروب رؤوس الأموال نحو الأسواق النشطة والمتقدمة، وإضعاف القدرة الشرائية لدى الأفراد المستثمرين، ما ينجم عنه نقص الطلب على الاستثمار في الأوراق المالية، ومن العوامل المثبطة لنشاط وتطور البورصة وجود السوق الموازية في الجزائر، التي تجذب إليها المستثمرين بقوة، كونها تسمح لهم بتحقيق عوائد مرتفعة وتنمية الثروة بشكل أكبر وأسرع من توظيفها في الأدوات المالية، كما أنها تخلو من الأعباء الجبائية لاعتبارها سوق غير رسمية لا يتم فيها التصريح بالنشاط. كما أن لضعف الحوافز الجبائية وتميز النظام الجبائي بتعدد أنواع الضرائب وارتفاع معدلاتها وازدواجية تطبيقها (الضريبة على أرباح الشركات، والضريبة على الدخل الإجمالي) التي تخضع لها التوزيعات قبل تحويلها لمستحقيها تنقص من مردودية الأوراق المالية المستثمر فيها.

- أسباب مرتبطة بمتغيرات اقتصادية جزئية: خاصة تلك المتعلقة بطبيعة المؤسسات الجزائرية، جزء كبير من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الكبرى تابعة للقطاع العمومي مستهلكة للثروة، غير متوازنة ماليا، تقتقر للتسيير العقلاني، إنتاجيتها ليست قوية، يتوجب لدخولها البورصة، الإفصاح والشفافية، وإتاحة قوائمها المالية دوريا لجمهور المستثمرين، حيث وضعية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مع غياب هذا المعيار كليا أو جزئيا، لا تشجع الأفراد للإقبال على شراء أسهمها إن تم طرحها للتداول في البورصة خاصة في ظل تردى مردوديتها، (عراب، 2018، صفحة 174) أما المؤسسات الاقتصادية العمومية الأخرى التابعة للدولة ذات المردودية العالية، في جل الحالات يتم اللجوء لتوفير احتياجاتها للتمويل عن طريق البنوك أو الخزينة العمومية، أما الطبيعة القانونية للمؤسسات الاقتصادية الخاصة معظمها إما ذات مسؤولية محدودة، تضامن، ذات الشخص الوحيد، أو ذات اسم جماعي آخر، وهو ما يتنافى وشروط الإدراج في البورصة بالتالي عرقلة توسعها.

- معوقات الخصوصية: اعترت الخصوصية العديد من العقبات حالت دون نجاحها وتوسعها، نظرا لانعدام الرؤية الواضحة والاستراتيجية الناجمة من طرف السلطات الجزائرية، وعدم وجود دراسة حقيقية نابعة من الواقع للمكاتب المتخصصة التي أوكلت لها المهمة، بالإضافة للمشاكل الهيكلية للمؤسسات العمومية القابلة للخصوصية، فرغم أن المشرع الجزائري ربط مصير المؤسسة العمومية الاقتصادية بفكرة الخصوصية في المادة 21 من الأمر 01-04¹، بتبنيه فكرة الخصوصية الكلية أو الجزئية، والتحول من القطاع العام إلى الخاص (وفق ضوابط وقبود)، غير أن المادة 26 من نفس الأمر لازالت تقتصر للنصوص التنظيمية التطبيقية المرافقة لكيفيات الخصوصية،

¹ الأمر رقم 01-04 مؤرخ في أول جمادى الثانية عام 1422 هـ الموافق 20 غشت 2001، يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية تنظيمها وتسييرها وخصصتها، الجريدة الرسمية العدد 47 الصادرة بتاريخ 03 جمادى الثانية عام 1422 هـ الموافق 22 غشت سنة 2001 م

– **النمط العائلي لشركات المساهمة:** جل الشركات الخاصة في الجزائر تأخذ النمط العائلي، تتحفظ على فتح رأسمالها، كما أنها لا تلتزم بقواعد الإفصاح والشفافية، التي تفرضها البورصة كشرط أساسي للانضمام إليها.

– **ضيق نطاق البورصة وضعف فرص التنوع:** إن العدد القليل للشركات المدرجة في بورصة الجزائر ما هو إلا دلالة على صغر حجم البورصة ونطاقها، ويندرج حاليا في سوقها الرئيسي للأسهم أربع شركات، وشركة وحيدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،¹ أما سوق السندات فكان آخر تداول بها سنة 2015، كما يعكس عدم التنوع في الأدوات المالية المتداولة في البورصة، بسيطرة وسائل التمويل التقليدية على المعاملات، ومحدوديتها كما ونوعا، فوجود محافظ نمطية مع الغياب الواضح للأدوات المالية الحديثة أدى إلى محدودية بورصة الجزائر، تراجع الاستثمارات فيها وانخفاض كفاءتها. (نعاس، 2018، صفحة 175)

– **ضعف الإفصاح والشفافية، وقصور نظام المعلومات في البورصة:** يعاني المستثمر في بورصة الجزائر من صعوبة الحصول على بعض البيانات المالية الفورية كما ونوعا وبصفة مستمرة، إذ ينتظر حتى تصدر الشركات المقيدة في البورصة تقاريرها السنوية والتي تكون غالبا متأخرة، وإن تم عرضها لجمهور المستثمرين تكون سطحية وغير كافية لاتخاذ قرار الاستثمار الأمثل، في ظل عدم توفر محللين ماليين متخصصين ومؤسسات متخصصة في جمع وتحليل ونشر المعلومات المالية، وهو ما يتنافى ومبدأ الإفصاح والشفافية اللذان تركز عليهما كفاءة البورصة.

– **محدودية عمل البورصة:** تنظم بورصة الجزائر ثلاث حصص للتداول في الأسبوع بعد أن كانت حصتين فقط، من الساعة التاسعة والنصف (9:30) إلى الساعة الحادية عشر (11:00) بالنسبة للأسهم وسندات الدين، غير أنها تبقى قليلة، كما أن عملية تسوية القيم الملكية (نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة) تتم بعد ثلاثة أيام انتهاء كل جلسة (يوم+3)، (sgbv، 2023) هذا ما يعرقل السير الحسن للمعاملات، حيث يرغب المستثمر التعجيل في إتمام العملية ما يتيح له المجال للقيام بعمليات أخرى.

– **المعوقات الدينية، الثقافية، والاجتماعية:** يحول الازع الديني لدى معظم العائلات الجزائرية من الاستثمار وتوظيف مدخراتها في الأصول المالية ذات العوائد المتأتمية من الفائدة، لاعتبارات شرعية، كما أن لغياب الثقافة المالية (البورصية) لدى الجمهور العريض من الجزائريين وما يصاحبه من نقص التوجيه الإعلامي من جهة، وانخفاض الادخار بسبب ضعف مستوى الدخل الحقيقي للفرد الجزائري من جهة أخرى، له الأثر البالغ في عرقلة سيولة الأوراق المالية نظرا لقلّة التداول، هذا ما يؤثر على الشركات المصدرة وعلى البورصة بشكل عام.

¹ لا يخضع للتداول في البورصة سوى 20% من رأسمال الشركتين العموميتين صيدال والأوراسي، مع تسيطر الدولة على ما تبقى من رأس المال، أما الشركات الخاصة بيوفارم وألبناس للتأمينات لا تتجاوز نسبة رأس المال المتداول 20.1% و31% كأقصى حد، أما بخصوص سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. يتم فيها التداول على نسبة 10% كحد أقصى من رأس مال شركة اوم انفست التي تم إدراجها أواخر سنة 2018.

المبحث الثاني: تحليل مخاطر البلد للإمارات العربية، وأداء بورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية للفترة 2008-2022.

شهد اقتصاد دولة الإمارات نموا هائلا خلال العقود الأخيرة، وأصبح واحدا من أقوى الاقتصادات في المنطقة العربية والعالم، حيث يحتل المرتبة الأولى عربيا، كما يعتبر من بين الاقتصاديات الأكثر تنافسية على المستوى العالمي باحتلاله المرتبة الـ 25 عالميا، وعملت الدولة على تعزيز هذه المكانة من خلال تنوع دخلها القومي، إذ يعتمد اقتصاد الإمارات على سياسة حكومية منفتحة للتنوع الاقتصادي، وبشكل كبير على النفط والغاز الطبيعي، كما تنوع بشكل ملحوظ إلى قطاعات أخرى مثل السياحة، الخدمات المالية، البنية التحتية، والتكنولوجيا، إلى جانب هذه العوامل يستند الاستقرار الاقتصادي لدولة الإمارات على عدد من مميزات، منها؛ موقعها، المناطق الحرة متعددة التخصصات، الاحتياطات المالية القوية التي تتمتع بها، تأسيسها صناديق الثروة السيادية الكبيرة، العلاقات الدولية الراسخة والمتينة، تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ساهمت هذه المقومات إلى جانب الإدارة الرشيدة لحكومة الإمارات المتحدة على بسط استقرار اقتصادي، مالي، وسياسي نوعي على الدولة.

المطلب الأول: تحليل المخاطر السياسية في الإمارات العربية المتحدة للفترة 2008-2022

يتحقق الاستقرار السياسي انطلاقا من دعائم رئيسية تجسد في نظام سياسي قادر على حماية المجتمع وسيادة الدولة، ذي قوة وشرعية وقبول جماهيري لقيادته وسياساته العامة، ما يؤكد الولاء الشعبي، وغياب مظاهر العنف ضد المواطنين، وهو ما استطاع النظام الإماراتي بخصائصه، آلياته وتفاعلاته من تحقيقه، زاد تأكيد هذا ترتيب الإمارات وفق تصنيف الدليل الدولي لمخاطر البلد، حيث صنفت مخاطر البلد فيها ضمن فئة المخاطر المنخفضة طيلة فترة الدراسة، إذ أنها لم تقل عن 70 درجة (فئة المخاطر المعتدلة)، ولم تتعد 80 درجة (فئة المخاطر المنخفضة جدا)، وتعتبر من بين دول العالم الأكثر استقرارا، حيث احتلت المرتبة 27 عالميا من بين 140 دولة في تصنيفات المخاطر السياسية والمرتبة الأولى عربيا من بين 18 دولة عربية شملها التصنيف.

بظهر الشكل (9.3) والجدول (8.3) تطور وتغيرات مؤشر المخاطر السياسية ومكوناته الفرعية خلال 2008-2022، نلاحظ أن سبب التذبذب الطفيف في تصنيفات المؤشر خلال فترة الدراسة يعود إلى التغيرات التي شهدتها القيم التصنيفية لبعض المكونات الفرعية للمؤشر، والتي شملت في أغلب الفترات؛ استقرار الحكومة، خريطة الاستثمار، الصراعات الداخلية، وهي في الواقع متغيرات تتداخل فيما بينها (قد تؤثر وتتأثر ببعضها البعض)، حيث أن تغير الطواقم الحكومية كل فترة وعدم استقرار الحكومة يؤدي إلى حدوث تغيرات في البرامج الحكومية، إصدار قوانين نصوص تشريعية وإلغاء أخرى، قد ينجم عنها عدم رضا جمهور المواطنين بالحكومة وأدائها، ما قد ينجم عنه توترات داخلية من انقلاب، إرهاب، إضرابات مدنية، كردة فعل ضد الحكومة

وسياساتها، أو عنف سياسي كوسيلة ردع تتبعه الدولة ضد مواطنيها للتحكم في زمام الأمور تقاديا للانفلات وانعكاس الأوضاع ضدها.

في سنة 2009 سجل مؤشر المخاطر السياسية أول تراجع له خلال الفترة المدروسة بفارق بسيط جدا بلغ 0.37 نقطة عن سنة 2008، التي قدرت فيها قيمة المؤشر 79.08 نقطة، يعود هذا الانخفاض إلى تراجع مؤشر الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية دون غيره من المؤشرات الأخرى، يفسر الانخفاض في هذا المؤشر الفرعي كأحد تداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وفي سنة 2010 عرف المؤشر بعض التحسن رغم استمرار انخفاض مؤشر الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية، جاء هذا التحسن نظير الجهود المبذولة من الدولة الإماراتية للحد من الفساد الإداري، وذلك بتبني رؤية وبرنامج استراتيجي تسعى من خلالها تقريب الإدارة من المواطنين عن طريق ما يسمى بالحكومة الذكية، أما الانخفاض في تصنيف المؤشر سنة 2011 تزامن والأحداث التي شهدتها بعض دول الجوار من انتفاضات شعبية في إطار ما سمي بالربيع العربي، رغم أن الإمارات العربية كانت في منأى عنها، يرجع سبب تراجع المؤشر لانخفاض تصنيف كل من مؤشر؛ استقرار الحكومة، خريطة الاستثمار، الصراعات الداخلية، والتي نرجح انخفاضها إلى تأثير الشائعات والأخبار الكاذبة، مما قد يؤثر على العلاقة بين حكومة الدولة ومواطنيها، مع الذعر الذي أصاب حكام البلاد من امتداد موجة التغيير التي طالت دول عربية آنذاك، في سنة 2012 عرف بعدها مؤشر المخاطر السياسية تحسن طفيف في التصنيف منتقلا من 77.75 نقطة سنة 2011 إلى 77.88 نقطة سنة 2012 رغم انخفاض مؤشر استقرار الحكومة ومؤشر خريطة الاستثمار، إلا أن تحسن مؤشر الصراعات الداخلية بمعدل 0.37 نقطة بعد أن كان 9.63 نقطة سنة 2011 ساهم في تحسن المؤشر الكلي.

استمر مؤشر المخاطر السياسية في الانخفاض إلى غاية سنة 2017 باستثناء سنة 2014، أين ارتفع تصنيف المؤشر بفارق صغير جدا 0.04 نقطة عن سنة 2013 التي بلغ فيها المؤشر 77.74 نقطة، وهذا بعد ما سجل مؤشر خريطة الاستثمار ارتفاعا بمعدل 0.37 نقطة بعد أن كان 11.13 نقطة سنة 2014، مع ملاحظة انخفاض المؤشرات المشار إليها سابقا بالإضافة إلى مؤشر الصراعات الخارجية بعد أن كان ثابتا طيلة الفترة التي سبقتها على تصنيف 11 نقطة، ليسجل انخفاضا بفارق 0.63 نقطة، أما الفترة من سنة 2017 إلى سنة 2019 اتسم فيها المؤشر بالاستقرار والثبات على تصنيف 75.5 نقطة، حيث لم يسجل خلال هذه الفترة تغير في أي مؤشر سواء أكان بالارتفاع أو الانخفاض، في حين سجل خلال فترة الكلية من سنة 2008 إلى سنة 2022 ثبات مؤشر؛ تدخل الجيش في السياسة (5 نقاط)، التوترات الدينية (4 نقاط)، سيادة القانون والنظام (4 نقاط)، التوترات العرقية (5 نقاط)، المساءلة والديمقراطية (2.5 نقاط) تشير إلى وجود مخاطر مرتفعة لهذا المؤشر الفرعي، نوعية البيروقراطية (3 نقاط)، مع تسجل تحسن مؤشر الفساد، حيث بلغت أدنى قيمة لهذا المؤشر الفرعي 2.17 نقطة من مجموع 6 نقاط سنة 2008 واستمر في التحسن تدريجيا إلى أن بلغ 4 نقاط سنة 2020 وثبت عليها.

لا تعنى التغيرات التي طرأت على مؤشر المخاطر السياسية من خلال مؤشرات الفرعية أن الاستقرار السياسي لدولة الإمارات العربية المتحدة في تراجع أو ثابت بشكل نسبي، بل هو متقدم بشكل كبير على الكثير من دول العالم، فبالرغم من تراجع قيمة المؤشر منذ عام 2014 إلا أنها تمكنت من الثبات، واستطاعت أن تبقى ترتيبها ضمن مراتب الـ 30 الأولى عالمياً والأولى عربياً سنة 2019 وسنة 2020 التي عرفت بعام المعضلات شهد متغيرات إقليمية وعالمية، عرفت فيه سلاسل الإنتاج شبه تعطيل، وانتشرت فيه الآفات والأزمات، كما تمكنت الإمارات العربية المتحدة من تحسين هذا الترتيب سنتي 2021 و2020 موبوءة بذلك الترتيب 27 عالمياً ومصدرة الترتيب عربياً، تدل هذه المعطيات على أن الإمارات العربية تسعى دوماً لتحسين المناخ السياسي، والبيئة التنظيمية والتشريعية المحفزة والجاذبة للاستثمارات.

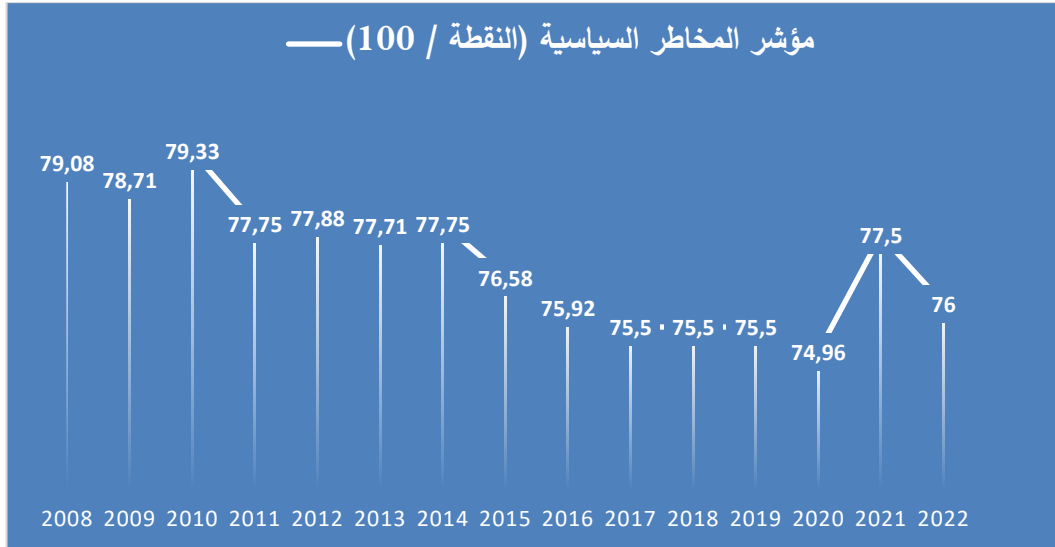
انتهجت الإمارات العربية المتحدة استراتيجيات للتطوير السياسي، تبنت من خلالها خطوات عدة لتطوير وتعزيز نظامها السياسي، أبرزها: (u.ae, 2023)

- **استراتيجية الحكومة الاتحادية 2007:** الهدف منها تعزيز التنسيق فيما بين الحكومة الاتحادية والحكومات المحلية للإمارات السبع الأعضاء، بالإضافة إلى تنشيط الأدوار التنظيمية لزيادة فعالية الخدمات الحكومية، إلى جانب مراجعة وتطوير الأنظمة التشريعية القانونية.
- **القيام بتعديلات على الدستور¹:** الغرض منها إجراء إصلاح سياسي، حيث لا يمكن لرئيس الوزراء، أو أحد نوابه، أو أي وزير اتحادي، أثناء توليه المنصب الجمع بين أكثر من منصب رسمي في آن واحد، أو القيام بأعمال تجارية، مالية، أو مهنية، أو الدخول في معاملات مع حكومة اتحادية أو حكومة محلية، الغرض من هذا الإصلاح الرقابة على أعمال الحكومة الاتحادية.
- **رؤية الإمارات 2021:** بهدف جعل الإمارات من أفضل دول العالم ازدهارا، وذلك من خلال توحيد الجهود على المستوى الاتحادي والمحلي، تركز على أربعة أهداف رئيسية:
 - تربية أجيال امارتية تتحلى بالطموح والمسؤولية، في ظل أسرة مستقرة، مجتمع مترابط، تلاحم اجتماعي، وقيم إسلامية معتدلة، تشارك بفعالية في بيئة اجتماعية اقتصادية دائمة التطور.
 - التنسيق الفعال بين الجهات الاتحادية والمحلية لبناء اتحاد قوي يجمعه مصير مشترك، لضمان تنمية متوازنة في كافة أرجاء الإمارات.

¹ يخضع نظام الحكم في دولة الامارات العربية المتحدة العربية إلى أحكام الدستور الاتحاد الاماراتي الذي يتضمن القواعد الأساسية للتنظيم السياسي والدستوري للدولة، للقيام بالاتحاد مقوماته، أهدافه على الصعيدين المحلي والدولي، كما يضمن الدستور لكافة مواطني الدولة (الإمارات السبع) حقوقاً وفضلاً متساوية، وجنسية واحدة.

- بناء اقتصاد معرفي مرن متنوع، وكذا تشجيع الريادة، بناء وتطوير الإطار القيادية في القطاعين الحكومي والخاص، جذب الكفاءات بما يضمن ازدهار الإمارات البعيد المدى.
- الحرص على جودة الحياة ورفاهية المواطن الإماراتي، مع ضمان جودة النظام التعليمي والصحي وذلك بتعزيز خدمات حكومية متنوعة.

شكل رقم (9.3) تطور مؤشر المخاطر السياسية في الإمارات العربية خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

جدول رقم (8.3) تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر السياسية في الإمارات للفترة 2008-2020

مكونات المخاطر السياسية													السنوات
المجموع /100	نوعية البيروقراطية/4	المساءلة والديمقراطية/6	التوترات العرقية/6	سيادة القانون والنظام/6	التوترات الدينية/6	تدخل الجيش في السياسة/6	الفساد/6	الصراعات الخارجية/12	الصراعات الداخلية/12	خريطة الاستثمار/12	الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية/12	استقرار الحكومة/12	
79.08	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	2.17	11.00	10.00	11.33	10.08	11.00	2008
78.71	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	2.50	11.00	10.00	11.00	9.71	11.00	2009
79.33	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	3.33	11.00	10.00	11.00	9.50	11.00	2010
77.75	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	3.50	11.00	9.63	10.00	9.50	10.63	2011
77.88	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	3.50	11.00	10.00	9.88	9.50	10.50	2012
77.71	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	3.50	11.00	9.58	10.13	9.50	10.50	2013
77.75	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	3.54	10.38	9.29	11.50	9.50	10.04	2014
76.58	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	4.00	9.08	9.00	11.50	9.50	10.00	2015

75.92	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	4.00	9.00	9.00	10.92	9.50	10.00	2016
75.5	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	4.00	9.00	9.00	10.50	9.50	10.00	2017
75.5	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	4.00	9.00	9.00	10.50	9.50	10.00	2018
75.5	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	4.00	9.00	9.00	10.50	9.50	10.00	2019
74.96	3.00	2.50	5.00	4.00	4.00	5.00	4.00	9.00	9.42	10.17	9.25	9.63	2020

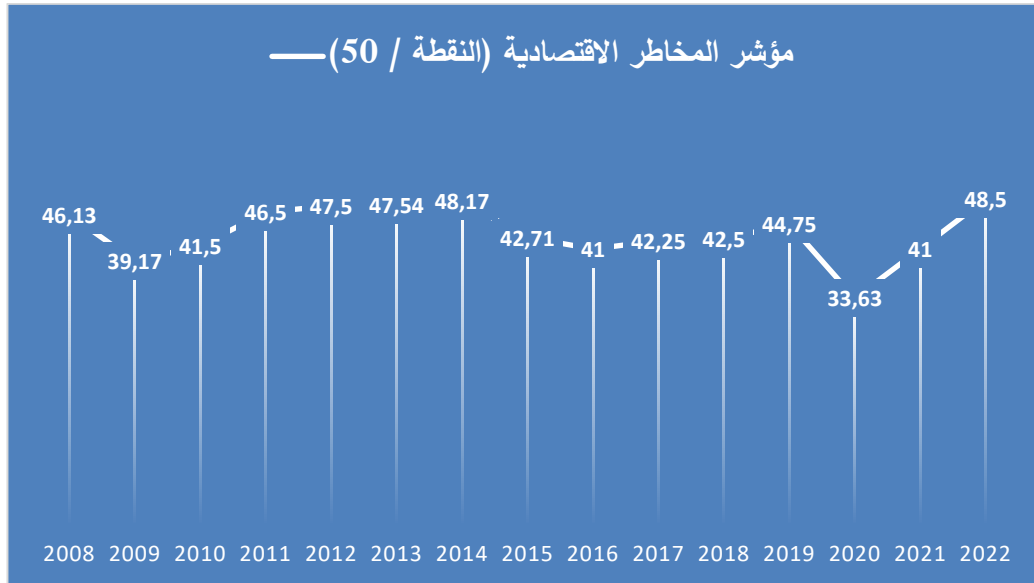
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

المطلب الثاني: تحليل المخاطر الاقتصادية في الإمارات العربية المتحدة للفترة 2008-2022

بفضل السياسية التنموية التي انتهجتها الإمارات العربية المتحدة استطاعت من تحقيق معدلات نمو مرتفعة في كافة القطاعات الاقتصادية والاجتماعية، ولعل عائدات النفط والاحتياطي الهائل التي تتمتع به الإمارات العربية المتحدة تعد من عوامل المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، إلى جانب الاستقرار السياسي الذي يضمن استمرارية النخب الحاكمة في الحكم وسياساتها العامة الناجمة.

نلاحظ من خلال الشكل (10.3) أن المخاطر الاقتصادية خلال الفترة 2008-2022 لم تعرف تغيرات كبيرة، وأن مجموعة الخطر السياسي (PRS) صنفت المخاطر الاقتصادية في دولة الإمارات العربية المتحدة وفق تقييم الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) ضمن فئات المخاطر المنخفضة في سنة 2009 ومعتدلة في سنة 2020، عرف فيهما مؤشر المخاطر انخفاضا ملحوظا عن السنة السابقة لكليهما، وفيما عدا ذلك من فترة الدراسة اعتبرت المخاطر الاقتصادية في الإمارات العربية منخفضة جدا لتجاوز التصنيف فيها الـ 40 نقطة، وهذا رغم أن المؤشر في سنة 2015 عرف انخفاضا بفارق 5.42 نقطة عن سنة 2014، غير أنه بقي ضمن فئة المخاطر المنخفضة جدا، وكما أشرنا له سابقا فإن هذه التواريخ تزامنت وأحداث عالمية لم تكن منتظرة وكانت لها تداعيات اقتصادية، اجتماعية، سياسية (قرارات وإجراءات تنظيمية)، حيث أن التطورات التي تطرأ على المؤشر بالارتفاع أو الانخفاض تتجم عن التغير في قيم كل أو بعض المؤشرات الفرعية، وقد عرف كل من مؤشر؛ النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي، رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي، تراجع في سنة 2009، 2015، و2020، وقد عرف رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي تراجعا في نفس السنوات بالإضافة لسنة 2014، مع تسجيل ثبات قيم مؤشر نصيب الفرد من الدخل الإجمالي على التصنيف 5 نقاط.

شكل رقم (10.3) تطور مؤشر المخاطر الاقتصادية في الإمارات العربية خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

كما تم الإشارة له أنفاً، فإن التغيرات التي عرفتتها مؤشرات تصنيف المخاطر الاقتصادية، ارتبطت بالتغيرات التي شهدتها بعض المتغيرات الكلية لدولة الإمارات خلال الفترة 2008-2020، والمبينة في الجدول أدناه.

جدول رقم (9.3) تطور المؤشرات الفرعية للمخاطر الاقتصادية للإمارات العربية

للفترة 2008-2020

السنوات	2008	2009	2011	2012	2014	2015	2016	2019	2020
المكون الفرعي									
النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي/10	10.00	5.67	8.50	8.50	8.67	8.63	7.83	8.00	2.88
رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي/10	10.00	7.50	8.50	9.75	10.00	6.63	6.42	7.75	3.75
رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي/15	15.00	13.17	15.00	14.25	14.96	13.13	12.50	14.25	12.13

4.88	5.00	4.83	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي/5
10.00	9.75	9.42	9.33	9.54	10.00	9.50	7.83	6.13	متوسط التضخم/10

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

فيما يخص:

- نمو الناتج المحلي الإجمالي: أظهر اقتصاد دولة الإمارات المتحدة مرونة في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، وترجع هذه المرونة بشكل رئيسي إلى ارتفاع أسعار النفط رغم تقلباتها لاعتبارها واحدة من كبار موردي النفط الخام، كما أدت الصادرات خارج المحروقات دوراً داعماً خلال هذه الفترة نتيجة للأداء الجيد للسياحة والخدمات الأخرى، بعد أن كانت دولة الإمارات العربية المتحدة في البداية معزولة عن الركود العالمي بسبب ارتفاع أسعار النفط، التي ارتفعت إلى مستوى قياسي بلغ سعر البرميل 147 دولار أمريكي في جويلية 2008، بلغ حجم الناتج المحلي الإجمالي فيها (بالأسعار الثابتة) عام 2008 نحو 293.76 مليار دولار بنمو 3.2 %، غير أنها في نهاية المطاف تأثرت بسبب الانكماش العالمي المتزايد، وأدى ذلك إلى تراجع الطلب على النفط وانخفاض الأسعار، وفي الأشهر الأخيرة من عام 2008 شعرت الإمارات العربية المتحدة هي الأخرى بالهزات التي ترددت أصدائها في الاقتصاديات الدولية (pub.iaea., 2012)، والتي أدت إلى انخفاض النمو في عام 2009 بشكل حاد عن السنوات السابقة تحول إلى مستوى سلبي، بحيث بلغ الناتج المحلي الإجمالي 278.36 مليار دولار بانخفاض (- 5.2 %)، ويعود ذلك بشكل أساسي إلى انخفاض التجارة بنسبة 8 %، قطاع المحروقات (النفط والغاز الطبيعي) بنسبة 8.5 %، قطاع العقارات بنسبة 13.2 %، وقطاع الصناعات التحويلية بنسبة 14.1 %، وفي عام 2010 بدأ التعافي حيث تجاوز الناتج المحلي الإجمالي 282.82 مليار دولار بنمو قدره 1.6 %، شمل بشكل كبير القطاعات خارج المحروقات (قطاع العقارات، البناء، التجارة، التصنيع)، حيث عكفت الدولة على تنويع اقتصادها من خلال خفض النسبة المئوية الإجمالية لمساهمة المواد الهيدروكربونية في الناتج المحلي الإجمالي، وذلك من خلال زيادة الاستثمار في قطاعات؛ البتروكيماويات، المعادن، الطيران، الأدوية، التكنولوجيا الحيوية، السياحة، الرعاية الصحية، النقل، التجارة، التعليم، الإعلام، وخدمات الاتصالات، وفي عام 2011 تعزز التعافي بشكل أكبر حيث نما الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة بنسبة 6.9 % ما قيمته 302.41 مليار دولار، بسبب نمو الناتج المحلي الإجمالي لقطاع المحروقات بنسبة 6.6 %، ونمو الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات بنسبة 4.5 %، واصل نمو الناتج المحلي الإجمالي للدولة خلال العام 2012 بنسبة 4.8 % ليصل إلى 316.86 مليار دولار، واستمر التعافي الاقتصادي في عام 2013 مع نمو الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة بنسبة كبيرة 5.1 %، يعزى إلى تسارع نمو الناتج المحلي الإجمالي خارج قطاع المحروقات ليصل إلى 5.4 %، وفي المقابل، أدى تباطؤ

نمو إنتاج النفط وانخفاض الصادرات إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي المحروقات بنسبة 4.0%، وكانت قوة القطاع خارج المحروقات مدفوعة بانتعاش النشاط العقاري والقوة المستمرة في قطاعات التجارة والسياحة والنقل، ومساهمة الأنشطة الاستثمارية، كما قدم تحسن الطلب الخارجي دفعة مهمة للانتعاش الاقتصادي في دولة الإمارات العربية المتحدة، ليرتفع إجمالي الصادرات وإعادة التصدير من السلع بنسبة 8.3% بسبب زيادة صادرات المحروقات بنسبة 2.5% وزيادة الصادرات خارج المحروقات بنسبة 11.9%، ظل اقتصاد دولة الإمارات العربية المتحدة على أرض صلبة في عام 2014، استمر التوسع الاقتصادي في دولة الإمارات العربية المتحدة بوتيرة قوية في عام 2014 بنسبة 4.2%، وكانت هذه الوتيرة أبطأ من عام 2013، يفسر هذا التباطؤ لاستقرار إنتاج قطاع المحروقات، وقد تجلى ذلك في توسعه بنسبة 0.1%.

في عام 2015 انخفض متوسط أسعار النفط بنحو 48% مقارنة بعام 2014، مما أدى إلى انخفاض كبير في إيرادات المحروقات، كما أدى تباطؤ الاقتصاد الصيني، الشريك التجاري الرئيسي لدولة الإمارات العربية المتحدة، إلى تفاقم الصدمة السلبية الناجمة عن أسعار النفط، غير أن التنوع المرتفع نسبياً لاقتصاد الإمارات العربية المتحدة جعله أقل عرضة لمثل هذه التقلبات، وفي دليل على تنوع هيكل الصادرات، ساهم صافي الصادرات بشكل متزايد في النمو الاقتصادي مما خلق صورة نمو متوازنة، إلى جانب الطلب المحلي، وقد زادت مساهمة صافي الصادرات من السلع والخدمات في الناتج المحلي الإجمالي تدريجياً مع مرور الوقت من 6.5% في عام 2010، لتصل إلى حوالي 20% في عام 2014، بالإضافة إلى ذلك، تعمق النظام المالي بشكل كبير في السنوات الأخيرة زاد من المرونة وتعزيز النمو الاقتصادي خارج المحروقات، وقد عززت هذه التطورات المالية الاستقرار المالي لأنها سمحت بوجود قطاع مالي أعمق وأكثر سيولة بأدوات متنوعة تساعد على تخفيف تأثير الصدمات، فقد نما إجمالي الناتج المحلي بنسبة 6.8% في عام 2015، مع تسجيل تباطؤ نمو الناتج المحلي الإجمالي المحروقات ليصل إلى معدل نمو قدره 3.7% مقابل 5.5% في عام 2014، كما أن اتجاه الدولة نحو تبني سياسات مالية معاكسة للدورة الاقتصادية حفز النمو الاقتصادي، وساعد على ذلك متانة اقتصاد الدولة وتوافر الفوائض والاحتياطيات المالية المتراكمة لديها، والتي أتاحت رغم تراجع الموارد من قطاع المحروقات، تزايد وتباطؤ نمو الناتج المحلي الإجمالي قليلاً في عام 2016 إلى 5.6%، بلغ الناتج المحلي الإجمالي 380.86 مليار دولار بعد أن كان 370.27 مليار دولار في عام 2015، حافظ اقتصاد الدولة في عام 2017 على معدلات موجبة بالأسعار الثابتة مع نمو ضعيف بلغ 0.7%، نتيجة نمو الأداء الاقتصادي للدولة بوجه عام اعتماداً على النمو في الموارد النفطية الناتجة عن ارتفاع أسعار النفط العالمية من ناحية والنمو في القطاعات غير النفطية من ناحية أخرى، بلغ نمو الناتج المحلي للقطاعات خارج المحروقات بالأسعار الثابتة 2.5% مقارنة بسنة 2016، وواصل نمو الناتج المحلي الإجمالي بمعدلات موجبة سنة 2018 و 2019 بلغ فيها الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة 398.9 مليار دولار و 403.93 مليار دولار بمعدلات نمو 1.3% و 1.1% على التوالي، ووفقاً للتوزيع القطاعي للناتج المحلي حيث تم تحقيق ذلك من خلال

زيادة إيرادات القطاعات غير النفطية مثل ضريبة القيمة المضافة والضريبة الانتقائية، إضافة إلى ضريبة الشركات بحلول 2018، فقد استحوذت القطاعات المتنوعة خارج المحروقات سنة 2018 و سنة 2019 على 70 % و 70.2 % من الناتج المحلي.

أما في سنة 2020 في ظل الاغلاق الاقتصادي لمواجهة الجائحة والحد من تفشي فيروس كوفيد19، فقد سجل الناتج المحلي الإجمالي لدولة الإمارات العربية المتحدة ركودا بمعدل (-5 %) وجاء هذا التراجع نتيجة انكماش الناتج خارج المحروقات بمعدل (-6.2 %)، وانكماش ناتج المحروقات بمعدل (-6 %)، حيث بلغ الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة 383.34 مليار دولار، استحوذت القطاعات المتنوعة خارج المحروقات 70.9 % من الناتج الحقيقي، بينما بلغت نسبة مساهمة قطاع المحروقات على 29.1 %، وقد ساهمت القطاعات خارج المحروقات بالنسبة الأكبر من الانكماش في الناتج المحلي الإجمالي، في نهاية سنة 2021 ارتفع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 3.9 % بالأسعار الثابتة، بزيادة في الناتج المحلي الإجمالي قدرها 15.01 مليار دولار عن سنة 2020، انخفضت مساهمة الصناعات الاستخراجية (قطاع المحروقات) في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة من 28.7 % في 2020 سنة إلى 27.4 %، استمر نمو الاقتصاد في دولة الإمارات العربية المتحدة سنة 2022 بعد التعافي التام من الأزمة الصحية العالمية بوتيرة متسارعة وبمعدل أكبر بلغ 7.4 %، وهو أعلى معدل نمو محقق خلال فترة الدراسة، دعم من ارتفاع أسعار النفط، واستمرار تعافي القطاعات الأخرى خارج المحروقات خاصة قطاع الخدمات.

– **رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي:** تعتمد دولة الإمارات المتحدة في تقدير نفقاتها الضرورية لتلبية الحاجات العامة والإيرادات اللازمة لتغطية هذه النفقات على الميزانية الاتحادية (العامة)¹، وهي البرنامج المالي للحكومة الاتحادية المستخدمة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية للإمارات السبع على حد سواء، ويتم ذلك من خلال التوزيع الأمثل والاستخدام الفعال للموارد في إطار الاستراتيجية الاتحادية بشأن الإنفاق التقديري من قبل الجهات الاتحادية للسنة المالية المقبلة، شريطة أن يكون توازن بين الإيرادات والنفقات، (mof.gov.ae, 2023) ووفقا للنظام الفعال الذي تنتهجه دولة الإمارات العربية في إعداد ميزانيتها العامة، فقد وفقت إلى حد بعيد في بلوغ الأهداف المسطرة وذلك بتحقيق أداء مالي جيد، يظهر هذا جليا من خلال قيم مؤشر رصيد الميزانية (فائض/ عجز) إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة، فعلى العموم استطاعت الإمارات من تحقيق فوائض في ميزانياتها العامة باستثناء العجوزات المسجلة في سنة 2009، ومن سنة 2015 إلى 2017، وسنة 2018، وسنة 2020، حيث يرجع العجز المسجل في الموازنة العامة لدولة الإمارات المتحدة سنة 2009 والبالغ (-6.13 %) من الناتج المحلي الإجمالي حسب بيانات الصادرة عن صندوق النقد الدولي، بسبب تضرر دبي بأزمة ديون الشركات في 2009 مع استمرارها في تنفيذ مشاريع ضخمة للبنية التحتية،

¹ لكل إمارة في دولة الإمارات ميزانية خاصة بها تتعلق بالإيرادات المحلية والمصروفات المحلية، وهناك ميزانية اتحادية لدولة الإمارات (تتعلق بالإيرادات الاتحادية والنفقات الاتحادية).

وتلقيها دفعات مالية كحزمة إنقاذ بعشرة مليارات دولار على الأقل من أبوظبي باعتبارها الغنية بالنفط، والتي تشكل نحو 78 % من إجمالي إنفاق دولة الإمارات، (alarabiya, 2023)، وبسبب الطفرة النفطية لسنة 2014 تأثرت كغيرها من الدول المصدرة للنفط بتراجع أسعار النفط عالمياً، لتسجل عجزاً في الميزانية العامة بلغ (-6.56 %) من الناتج المحلي الإجمالي، يرجع ذلك إلى زيادة الإنفاق العام، ولهبوط إيرادات الصادرات من المحروقات التي تبلغ نحو ثلاث (3) ملايين برميل، واستمرار حكومة الدولة في نهجها الخاص بالإنفاق في ظل أسعار النفط المنخفضة، استمر العجز في الميزانية العامة لسنة 2016 و سنة 2017 لكن بمعدلات متناقصة بلغت (-3.05 %) و (-0.16 %) من الناتج المحلي الإجمالي على التوالي، وهذا نتيجة الإصلاحات الهيكلية التي تبنتها من خلال استثمار الفوائض من قطاع المحروقات في الاقتصاد خارج المحروقات، وعلى وجه الخصوص، نجحت الإمارات في تنمية المركزين المالي والعقاري في دبي، ومركزي شركات الطيران الدولية في دبي وأبو ظبي، والسياحة الرياضية في عدد من الإمارات الأخرى، وكذلك الصناعات الخفيفة، وخدمات النقل وتجارة التجزئة، (albankaldawli, 2023) وفي ظل تداعيات الأزمة الصحية سنة 2020 وانخفاض أسعار النفط سجلت ميزانية الاتحاد عجزاً بلغ (-2.47 %) من الناتج المحلي الإجمالي، بعد الفوائض المحققة سنتي 2018 و 2019 البالغ 3.77 % و 2.59 % من الناتج المحلي على التوالي، وتلجأ الإمارات في تمويل العجز في ميزانيتها العامة إلى التحويلات المالية من الكيانات المرتبطة بالحكومة وصناديق الثروة السيادية، إلى جانب إصدارات ديون الحكومة الاتحادية ضمن محافظ ديون متنوعة. ونتيجة لتمتع الدول وامتلاكها كافة الأدوات لمواصلة الكفاءات المالية والتنفيذية، حيث كانت من ضمن الدول الأسرع تعافياً في سنة 2021 واستمرت عليه سنة 2022، بتحقيقها فوائض بلغت 4.03 % و 9 % من الناتج المحلي الإجمالي على التوالي.

- **رصيد الحساب الجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي:** سجل رصيد الحساب الجاري في موازين المدفوعات لدولة الإمارات العربية المتحدة للفترة من 2008 إلى 2022 فوائض تباينت من سنة إلى أخرى تبعاً للمتغيرات الاقتصادية الإقليمية أو العالمية الواقعة وتداعياتها، سواء تلك المتعلقة بالأزمة المالية، أو الطفرة النفطية (وما خلفته من آثار على خاصة على موازين الدول المصدرة للنفط)، أو الأزمة الصحية وأزمة الكساد الاقتصادي المصاحبة لها، حيث سجلت أدنى معدلات لرصيد الحساب الجاري من إجمالي الناتج المحلي في كل من السنوات 2009، 2010، 2015، 2016، و 2020 على التوالي؛ 3.1 %، 4.2 %، 4.7 %، 3.6 %، 6 %، مقارنة بالسنوات السابقة لها، ويرجع الأمر بالدرجة الأولى للتغيرات التي طرأت على أسعار النفط باعتبار أن النسبة الأكبر من إيرادات الدولة متأتية من صادرات قطاع المحروقات، وما ساهم في تمكين الإمارات من المحافظة على ميزان تجاري يتمتع بفوائض، وإن قلت في بعض السنوات لسياستها المنتهجة بإقامة صناعات خاصة بالتصدير خاصة التي تتوفر لها المواد الأولية بالدولة، وذلك من خلال استراتيجية واضحة بالاهتمام بالصادرات خارج المحروقات والترويج للسلع المحلية، والتي ساهمت في رفع حصة الصادرات، يرجع الانخفاض في رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات للإمارات العربية من 23.3 مليار دولار سنة 2008 إلى

8.2 مليار دولار سنة 2009، إلى انخفاض قيمة الصادرات من السلع والخدمات بالأسعار الثابتة من 229.37 مليار دولار سنة 2008 إلى 219.51 دولار سنة 2009، فضلا عن انخفاض حصيلة دخل الاستثمار المحول من الخارج بواسطة مختلف المؤسسات الاستثمارية، كما انخفضت تحويلات العاملين إلى الخارج بنحو 4.6% خلال سنة 2009، وكننتيجة لارتفاع أسعار النفط سنة 2010 عرف رصيد الحساب الجاري ارتفاعا طفيفا نتيجة لارتفاع الفائض في الميزان التجاري، حيث ارتفعت قيمة الصادرات من السلع والخدمات بنسبة 6.28% عن سنة 2009، كما انخفضت الواردات من السلع والخدمات بنسبة (-20.28%) بعد أن بلغت 231.35 مليار دولار سنة 2009، كما انخفض دخل الاستثمار المحول من الخارج من 9.3 مليار دولار سنة 2009 إلى 10 مليار في 2010، (IMF, 2011, p. 26) بينما ارتفعت تحويلات العاملين إلى الخارج من 11.4 مليار دولار إلى 10.2 مليار دولار في نفس الفترة، نتيجة لذلك ارتفع الفائض في رصيد الحساب الجاري لميزان المدفوعات إلى 12.20 مليار دولار، واصل رصيد الحساب الجاري في تسجيل فوائض بوتيرة متزايدة إلى غاية سنة 2014 حيث انخفض الرصيد فيها عن سنة 2013 بنحو 20.5 مليار دولار. (IMF, 2016, p. 28)

وبانخفاض أسعار النفط في سنة 2015 سجل فائض الحساب الجاري انخفاضا كبيرا بنحو 67.95% ليبلغ 17.46 مليار دولار (ما يعادل 4.7% من الناتج المحلي الإجمالي) مقارنة بـ 54.48 مليار دولار سنة 2014 (ما يعادل 13.2% من الناتج المحلي الإجمالي)، وذلك نتيجة انخفاض الصادرات الهيدروكربونية (39.48%) ويعزى ذلك إلى انخفاض النفط الخام الذي تشكل 76.9% من إجمالي الصادرات الهيدروكربونية، وقد تم تعويض ذلك الانخفاض جزئيا بارتفاع حجم الصادرات خارج المحروقات بـ 3.48%، (IMF, 2016, p. 28) وانكمش فائض الحساب الجاري بشكل أكبر في عام 2016 بسبب انخفاض عائدات تصدير المحروقات، في حين ظلت الصادرات خارج المحروقات مستقرة، فقد أدى انخفاض صادرات المحروقات واستمرار الواردات القوية إلى انخفاض فائض الحساب الجاري إلى 3.6% من إجمالي الناتج المحلي من 4.7% في عام 2015، كما أسهم العمل على خفض إنتاج النفط حسب الاتفاق المتوصل إليه بين أعضاء منظمة أوبك (OPEC) في نهاية سنة 2016، لخفض و تعديل كميات الإنتاج لاستعادة التوازن في سوق النفط العالمية، في إحداث انتعاش أسعار النفط العالمية، بلغت الزيادة في الأسعار بنحو 28.6% بعد أن كان سعر البرميل الواحد 40.76 دولار سنة 2015، وقد أدى هذا إلى زيادة تطور حجم الإيرادات النفطية لدولة الإمارات العربية المتحدة، ومع ارتفاع إيرادات قطاع المحروقات إلى جانب ارتفاع الصادرات خارج المحروقات بنسبة 3% وبقاء الواردات ثابتة، تضاعف فائض الحساب الجاري تقريبا عن سنة 2016 ليصل إلى 7% من إجمالي الناتج المحلي في 2017، كما صاحب الارتفاع في فائض الميزان التجاري المرتبط بشكل أساسي بتطورات أسعار النفط وتحسن النشاط الاقتصادي، ارتفاعا في دخل الاستثمار وانخفاض عجز ميزان الخدمات إلى (-1.3 مليار دولار) بعد أن بلغ (-4.9 مليار دولار) سنة 2016، هذا على الرغم من

العجز الكبير في التحويلات البالغ (-41.2 مليار دولار)، استمر سنة 2018 تحسن الفائض في الحساب الجاري سنة 2018 ليلغ 9.7% من الناتج المحلي الإجمالي، وذلك لزيادة الإيرادات من صادرات قطاع المحروقات وخارج المحروقات، حيث بلغت الزيادة في رصيد الميزان التجاري 27.53 % سنة 2018 بعد أن قدر 67.2 مليار دولار سنة 2017، مع تسجيل ميزان الخدمات فواض قدرت بـ 0.3 مليار دولار.

في سنة 2019 انخفض فائض الحساب الجاري إلى 8.9 % حيث سجل رصيد ميزان الحساب الجاري تراجعاً في الفوائض بـ (5.2 مليار دولار) عن سنة 2018، نتيجة انخفاض صادرات قطاع المحروقات، رغم الزيادة في حجم الصادرات من القطاعات الأخرى خارج المحروقات بنسبة 1.07 % عن سنة 2018، استمرار ميزان الخدمات في تسجيل الفائض، مع ارتفاع العجز في التحويلات والمقدر بـ (-47.3 مليار دولار)، و في عام 2020 انخفض فائض الحساب الجاري بنحو 2.9 نقاط مئوية إلى 6 % من الناتج المحلي الإجمالي، استجابة لانخفاض أسعار النفط وانخفاض إنتاج النفط بموجب اتفاق أوبك. وانخفضت قيمة إعادة التصدير مع الواردات، مما يعكس ضعف الطلب العالمي، بسبب الانغلاق والركود الاقتصادي، وفي سنتي 2021 و 2022 استجابة لارتفاع أسعار النفط بعد التعافي التدريجي من الأزمة المالية والاقتصادية، ونتيجة للأوضاع الجيوسياسية (الحرب الروسية-الأوكرانية)، تحسنت وضعية الحساب الجاري وارتفعت الفوائض على التوالي بنسبة 11.6 % و 11.7 % من الناتج المحلي الإجمالي، ليرتفع رصيد الحساب الجاري من 48 مليار دولار في سنة 2021 إلى 59.2 مليار دولار سنة 2022، حيث استمر ارتفاع الفائض في الميزان التجاري لزيادة حجم الصادرات من قطاع المحروقات، والصادرات خارج المحروقات، مع الزيادة في حجم الواردات، كما سجل ارتفاع الفائض في ميزان الخدمات، مع استمرار العجز في التحويلات و التي بلغت (-53.6 مليار دولار) سنة 2021، و (-56 مليار دولار) في سنة 2022.

– **مؤشر نصيب الفرد من الدخل الإجمالي:** يدل التصنيف الجيد للمؤشر على أن نصيب الفرد من الدخل الإجمالي في دولة الإمارات طيلة فترة الدراسة مرتفع رغم تذبذب القيم،¹ ووفق أحدث بيانات صادرة عن البنك الدولي لسنة 2023، رسخت دولة الإمارات العربية المتحدة مكانتها ضمن تصنيف الاقتصادات ذات الدخل المرتفع، إذ احتلت المرتبة الـ 7 عالمياً، بعد أن كانت في المرتبة الـ 13 في سنة 2022. (aletihad, 2023)، أعلى قيمة بلغها نصيب الفرد من الدخل الإجمالي بالأسعار الثابتة خلال الفترة المدروسة كانت سنة 2022 قدرت بـ 45320.60 دولار أمريكي، وأدنى قيمة له سجلت سنة 2010 بلغت 33340.10 دولار أمريكي. (albankaldawli, 2023)

¹ من العوامل التي تؤثر على مستوى نصيب الفرد من إجمالي الدخل المحلي؛ النمو الاقتصادي، التضخم، أسعار الصرف، والنمو السكاني، أو بسبب المراجعة المتعلقة بتحسين الأساليب والبيانات الخاصة بنظام التقييم.

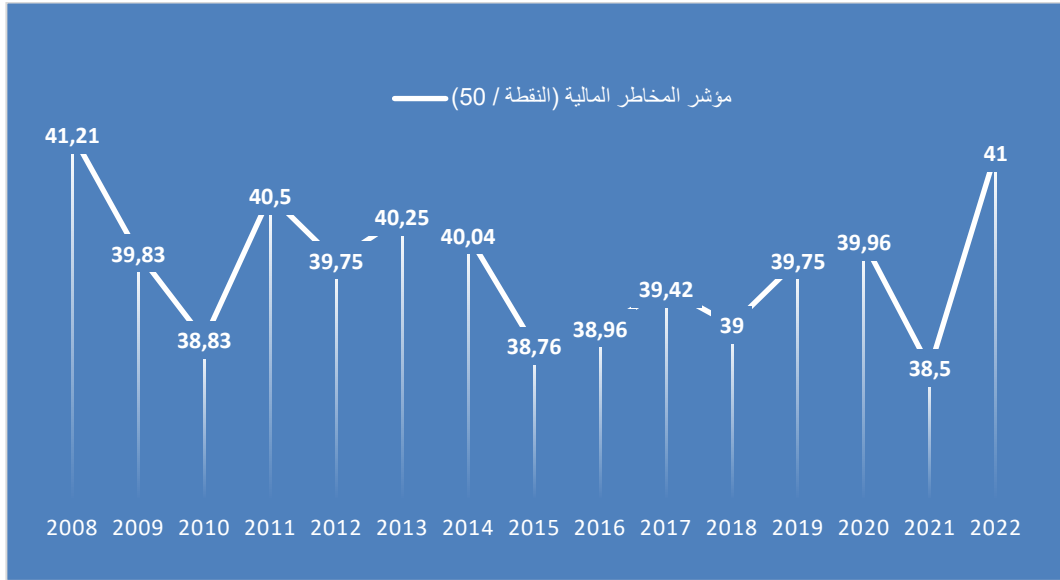
- **مؤشر التضخم:** تشير قيم المؤشر على العموم إلى انخفاض معدلات التضخم في الإمارات العربية بعد أن سجل أعلى معدل له سنة 2008 بلغ 12.3 %، والذي يعزى إلى ارتفاع أسعار السلع الغذائية، أسعار الوقود، وزيادة حجم النشاط الاقتصادي والطلب المحلي، (صندوق النقد العربي، 2011) في سنة 2009، ومن سنة 2019 إلى 2020 عرفت هذه السنوات تضخم سالب، حيث رمت الأزمة المالية في سنة 2009 أثقالها على ثاني أكبر اقتصاد في العالم العربي بسبب التشابك المالي مع دول الغرب في مسائل القروض والأصول الهالكة (العقارات) متسببة في انكماش مؤقت، وذلك نتيجة التراجع في الأسعار في الفئة الخاصة باستهلاك الأسر والتي تمثل 39 % من سلة التضخم، وتشمل الإيجارات إلى جانب تكلفة الطاقة، أدى هبوط أسعار العقار والإيجارات إلى تضخم سالب بلغ (- 4.7 %) كحركة تصحيحية لأسعار هذه الأخير بعد ارتفاعها سنة 2008، ليعاود النمو بوتيرة متباطئة وبصفة معتدلة خلال الفترة 2010 إلى 2018 في حدود 0.9 % و 3.1 %، باستثناء سنة 2015 ارتفع التضخم إلى 4.1 %، يرجع تضاعف حجم التضخم بعد أن كان 2.3 % في عام 2014 إلى ارتفاع أسعار معظم المجموعات السلعية داخل سلة المستهلك، وبصورة أكبر عن أسعار إيجارات السكنات، وفي سنة 2019 إلى غاية 2021 دخل من جديد معدل التضخم في دولة الإمارات النطاق السالب بسبب تراجع النشاط الاقتصادي وتراجع الائتمان، وسجل انخفاض معدل التضخم انكماشاً في الأسعار مدفوعاً بالانخفاض النسبي في أسعار مجموعة السلع والخدمات ذات الأهمية النسبية في سلة المستهلك، ليرتفع من جديد معدل التضخم في الإمارات كغيرها من اقتصاديات العالم سنة 2022 ليصل إلى 4.8 % بعد أن كان (- 1.2 %) في سنة 2021، حيث عرفت أسعار المواد الغذائية تضخماً بسبب المخاوف المتزايدة من توقف الإمدادات بسبب الصراع الروسي الأوكراني، إذ تمثل الصادرات من روسيا وأوكرانيا 30 % من تجارة القمح العالمية.

المطلب الثالث: تحليل المخاطر المالية في الإمارات العربية المتحدة للفترة 2008-2022

عرف مؤشر المخاطر المالية لدولة الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة 2008 إلى 2022 تذبذباً ملحوظاً، غير أن قيم المؤشر انحصرت ضمن فئة المخاطر المنخفضة، وهو ما يظهره الشكل (11.3)، سجلت أعلى نقاط تصنيفية للمؤشر سنة 2008 بلغت 41.21 نقطة، وأدنى تصنيف بلغ 38.5 نقطة سنة 2021، من خلال تتبع سلوك المؤشر حدثت الانخفاضات الكبيرة التي عرفها المؤشر جراء تداعيات الهزات أو الأزمات الإقليمية أو العالمية، حيث شهد المؤشر انخفاضاً ملحوظاً سنتي 2009 و 2010 بعد أزمة الرهون العقارية، سنة 2012 بعد أحداث ما سمي بالربيع العربي، سنة 2015 بعد انهيار أسعار النفط، وسنة 2021 بعد جائحة كورونا، ويرجع الانخفاض في مؤشر المخاطر المالية إلى تراجع في متغيرات اقتصادية ومالية رئيسية يعتمد عليها في بناء أو تفسير تطور المؤشر؛ كالاحتياجات الرسمية للدولة، التي تحرص الإمارات على وجودها وابقائها كافية، حيث تسعى في ميزانياتها وتركز على نقطتين رئيسيتين؛ تحقيق الأهداف المسطرة ووضع الاحتياطي الكافي بما يحقق استدامة الدولة في المستقبل، بالإضافة إلى الإبقاء على استقرار سعر الصرف،

تسيير الدين الخارجي وخدمة الدين الخارجي، فضلا عن وضعية ميزان المدفوعات وكذا رصيد الميزان التجاري، حيث تظهر هذه المتغيرات الوضعية المالية العامة للدولة، ومدى صلابة وقدرة الدولة على مواجهة الأزمات التي قد تتعرض لها خاصة المالية والاقتصادية منها.

شكل رقم (11.3) تطور مؤشر المخاطر المالية في الإمارات العربية خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على قاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG)

يتبين من الجدول (10.3) أن المؤشرات الفرعية للمخاطر المالية خاصة مؤشر استقرار سعر الصرف، ومؤشر نسبة خدمة الدين إلى إجمالي الصادرات من السلع والخدمات عرفت استقرارا نوعيا لبلوغها النقطة التصنيفية الكاملة، دلالة على أن الإمارات العربية قادرة على تحمل ديونها الخارجية ولا تواجه صعوبة في سدادها، وأن صادراتها كافية لسداد تكاليف هذه الديون، كما عرفت عملتها في سلة العملات استقرارا، حيث بلغت قيمة الدرهم الإماراتي مقابل الدولار الأمريكي طيلة فترة الدراسة (6.725 درهم / دولار أمريكي)، (albankaldawli, 2023) تبين قيم هذه المؤشرات أن مخاطر هذه المتغيرات منخفضة جدا في دولة الإمارات، وعلى نفس المنوال عرف مؤشر نسبة رصيد الحساب الجاري إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات لدولة الإمارات مخاطر منخفضة مستقرة نسبيا، إذ يقدم هذا المؤشر لمحة عن صحة اقتصاد الدولة واستدامته في السوق العالمية من خلال تحديد العلاقة التوازنية بين الحساب الجاري للدولة وأرباحه الكلية من الصادرات، تأرجحت قيم المؤشر بين 12.50 و14.25 كأدنى وأعلى نقطة، مما يدل على أن أرباح الصادرات لدولة الإمارات تشكل الجزء الأكبر من فائض الحساب الجاري في ميزان المدفوعات، يمكن أن يكون ذلك مؤشرا على تمتع الإمارات بوضع خارجي قوي، باختصار ما يعزز هذا التصور رصيد ميزان مدفوعات الدولة، الذي حقق فوائض خلال الفترة المدروسة باستثناء سنة 2008 و2009، سنة 2016، وسنة 2020، حيث بلغت قيم العجز (-46.37)، (-6.13)، (-7.08) و (-3.58) مليار دولار على التوالي، ويرجع العجز في

ميزان المدفوعات خلال هذه السنوات إلى ارتفاع العجز في الحساب المالي¹ مقارنة بالفوائض المحققة في الحساب الجاري، (centralbank.ae, 2009,2017,2021)

أما فيما يتعلق بمؤشر نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي خلال الفترة 2008-2022، الذي يعمل على تقييم الاستدانة الخارجية للبلدان، وتحديد مدى استقرار اقتصادها ومخاطرها المالية، عرف هذا الأخير تذبذبا في القيم تأرجحت في حدود 4.38 نقاط و6 نقاط، وهي قيم متوسطة في العموم تنم عن وجود مخاطر معتدلة بخصوص الاستدانة الخارجية للإمارات، فرغم أن هذه الأخيرة تعد صاحبة أكبر رصيد من حيث صناديق الثروة السيادية بين دول العربية، ما يغنيها عن الاقتراض من الخارج كون هذه الصناديق يفترض أن تكون مصدرا للأرباح، إلا أن الإمارات تحتل المراتب الأولى من بين الدول العربية فيما يخص الديون الخارجية، بحيث تضم الإمارات العربية المتحدة 7 أمارات، إلا أن كل امارة لها خصوصية مالية تجعل من ذلك الاتحاد وكأنه ليس كيانا واحدا، ففي الوقت الذي تمتلك فيه أبوظبي رصيد هائل يفوق 700 مليار دولار في صندوق الثروة السيادية، فإن دبي تعاني من تقادم ديونها الخارجية، ما يجعلها أحد أسباب ارتفاع المديونية الخارجية للإمارات. (gulfhouse, 2017)

وبخصوص المؤشر الفرعي للمخاطر المالية عدد الأشهر من الواردات التي تغطيها الاحتياطات الرسمية للدولة تظهر قيمه خلال فترة الدراسة تذبذبا خلال الفترة المدروسة، على الأغلب تأرجحت بين قيم فئة المخاطر المتوسطة، اذ يتضح من خلال الجدول (10.3) أن الاحتياطات الرسمية لدولة الإمارات العربية المتحدة عرفت تطورا وزيادات معتبرة انعكس في زيادة عدد أشهر تغطية الاحتياطات للواردات وهو أحد معايير كفاية احتياطات الصرف الأجنبي، حيث ارتفعت عدد أشهر تغطية الواردات من حوالي 2.2 شهر سنة 2008 واستمرت بالارتفاع إلى أن بلغت حوالي 6.1 شهرا سنة 2020، وهو يفوق المستوى الأمثل (03 أشهر) مما يشير إلى قدرة الاقتصاد على تحقيق استقرار سعر الصرف والحد من التعرض للتقلبات والقدرة على امتصاص الازمات الخارجية (بلقاسم، 2009، صفحة 49)، ازدياد الثقة في اقتصاد الدولة ومدى قدرته على الوفاء بالالتزامات والديون الخارجية.

¹ يتتبع الحساب المالي في ميزان المدفوعات بشقيه (حساب رأس المال ومؤسسات القطاع العام) تدفقات الاستثمارات الطويلة الأجل، كالاستثمارات المباشرة والأوراق المالية.

جدول رقم (10.3) تطور مؤشرات الوضع المالي الخارجي ومؤشرات المخاطر المالية في الإمارات للفترة 2000-2020

مؤشرات المخاطر المالية (نقطة)					متغيرات اقتصادية كلية				السنوات
عدد الأشهر من الواردات التي تغطيها الاحتياطات الرسمية للدولة / 5	نسبة خدمة الدين إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات / 10	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي / 10	نسبة رصيد ميزان الحساب الجاري إلى إجمالي صادرات السلع والخدمات / 15	استقرار سعر الصرف / 10	احتياطات الصرف بعدد أشهر الاستيراد	احتياطات الخارجية الرسمية (مليار دولار)	نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي	رصيد ميزان المدفوعات (مليار دولار)	
1.29	10	5.67	14.25	10.00	2.2	31.73	51.32	46.37-	2008
1.17	10	5.67	13.00	10.00	2.9	36.12	59.72	6.13-	2009
1.50	10	4.83	12.50	10.00	3.1	42.81	52.78	3.32	2010
1.50	10	5.00	14.00	10.00	3.2	47.30	49.20	4.53	2011
1.75	9.50	5.50	13.00	10.00	3.2	57.08	48.25	9.9	2012
2.00	9.00	6.00	13.25	10.00	3.4	68.56	48.29	5.77	2013
1.54	9.00	6.00	13.50	10.00	3.6	70.19	51.37	9.09	2014
1.50	9.00	5.63	12.75	10.00	4.1	76.80	65.27	15.31	2015
1.96	9.92	4.58	12.50	10.00	4.3	85.12	68.81	7.08-	2016
2.00	10	4.92	12.50	10.00	4.6	95.06	72.54	9.93	2017
1.75	10	4.75	12.50	10.00	5.1	99.19	70.14	3.53	2018
2.50	10	4.75	12.50	10.00	5.9	113.93	81.10	9.64	2019
3.00	10	4.38	12.50	10.00	6.1	106.70	110.40	3.58-	2020

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي وقاعدة بيانات الدليل الدولي لمخاطر البلد

المطلب الرابع: تحليل نشاط ومؤشرات بورصات الأوراق المالية في الإمارات للفترة 2008-2022

عرفت الإمارات العربية المتحدة نهضة وتجربة متميزة مع الأسواق المالية الحديثة يحتذى بها في مجال المال والأعمال، فكانت أول نقلة نوعية للدولة في مسيرة القطاع والتحول من الأسواق المالية غير الرسمية إلى الأسواق المالية الرسمية سنة 2000، أين تم تأسيس هيئة الأوراق المالية والسلع (CSA)¹ وهي سلطة اتحادية،

¹ تأسست هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية سنة 2000 مقرها امارة أبوظبي، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، لها كافة الصلاحيات التنفيذية، الإشرافية والرقابية اللازمة وفقا لأحكام القانون في الإمارات ولأنظمة الصادرة، تعمل على منح التراخيص وتطوير المنظومة التشريعية المتكاملة للأسواق المالية وأسواق عقود السلع بالدولة.

مهمتها تعنى بالتنظيم والإشراف على سوق رأس المال (البورصات) وكذا التنظيمات والمؤسسات الاستثمارية الأخرى بالدولة، وهذا وفق أفضل الممارسات العالمية والمعايير الدولية من مبادئ الإفصاح والشفافية، والحوكمة المؤسسية، يعمل تحت نطاق الهيئة سوقان رئيسيان للأوراق المالية؛ بورصة دبي وبورصة أبوظبي.

أولاً/ لمحة عن نشأة بورصات الأوراق المالية في الإمارات (بورصتي دبي و أبوظبي)

1. بورصة دبي: تعرف بسوق دبي المالي أنشأت بموجب المرسوم (14) الصادر سنة 2000، تعد أول سوق مالي تأسس في الإمارات العربية المتحدة، تخضع بورصة دبي لتنظيم إلى هيئة الأوراق المالية والسلع في الإمارات العربية، يعتبر أحداً أهم الأسواق المالية في دبي، وأهم البورصات في دولة الإمارات العربية المتحدة إلى جانب بورصة أبوظبي للأوراق المالية، تحولت بورصة دبي في عام 2007 إلى أول بورصة يتم طرح أسهمها للاكتتاب العام في الشرق الأوسط (20% من الأسهم) لتصبح بذلك شركة مساهمة عامة، كما أنها تعتبر البورصة الأولى عالمياً المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وأحكامها.

تقوم بورصة دبي على مجموعة كبيرة من الأدوات المالية وفئات الأصول¹، تتكامل بورصة دبي مع بورصة ناسداك بهدف تقديم مجموعة واسعة من فئات الأصول، وتسهيل للمستثمرين الوصول إلى الأسهم المدرجة في البورصتين عن طريق رقم تعريف واحد للمستثمر، وبهدف الوصول إلى المستثمرين حول العالم في سبيل توفير السيولة وتنشيط حركة التداول وتوسيع قاعدة المستثمرين، في نهاية سنة 2022 أصبحت تضم أكثر من مليون مستثمر محلي ودولي من 212 دولة، تقبل بإدراج جميع فئات الشركات من مختلف القطاعات ومن مختلف أرجاء العالم، تتبنى أفضل الممارسات الدولية، تتوفر على الأنظمة اللازمة لتلبية الاحتياجات المتنامية للمستثمرين شركات وأفراد، كما توفر فرص للتداول خارج المقصورة (OTC) بعمولات متعددة، باختصار هي بورصة متعددة المنصات لزيادة رأس المال والإدراج عبر مجموعة من الأوراق وفئات الأصول، تتيح للشركات المحلية والدولية فرصة الإدراج المزدوج، ضمن بيئة سلسلة معززة بتقنيات وتكنولوجيا متطورة ومبتكرة، تمكن الأفراد والشركات من تنمية الاستثمارات وتسريع وتيرة نمو ثروتهم بصورة مستدامة، ومن تم المساهمة الفعالة في تمكين التنمية الاقتصادية بدولة الإمارات العربية المتحدة. (dfm.ae, 2023)

تمتلك بورصة دبي مؤشرات تم تصميمها لتمثيل أداء الشركات المدرجة فيها، ولتزيد شركاء السوق بمجموعة متكاملة من المؤشرات على الأداء العام للبورصة، وهي كالتالي: (dfm.ae, 2023)

أ. المؤشر العام لبورصة دبي (DFMGI): هو المؤشر الحقيقي لقياس أسهم بورصة دبي، يهدف لقياس أداء الشركات المدرجة في البورصة، تم إنشاؤه بتاريخ 31 ديسمبر 2003، وإطلاقه رسمياً بتاريخ

¹ تضم الأدوات المالية: الأسهم، السندات، الصكوك الإسلامية، العقود المستقبلية (تشمل العقود المستقبلية للمؤشرات، العقود المستقبلية للأسهم الفردية، العقود المستقبلية للنفط)، أما فئات الأصول المالية تضم: صناديق الاستثمار العقاري، صناديق الاستثمار وصناديق المؤشرات المتداولة، الأصول الرقمية.

04 ديسمبر 2006، يتم احتسابه وفق القيمة السوقية المرجحة، تخضع فيه الأسهم الكبرى المدرجة في البورصة لأوزان مقيدة بنسبة مئوية من وزن الأسهم الإجمالي، مع إعادة التوزيع بالتساوي الوزن الفائض على كافة الأسهم المدرجة تحت هذا القيد.

ب. المؤشر الإسلامي لبورصة دبي (سوق دبي المالي) (DFMSI) : باعتبار بورصة دبي أول سوق مالي متوافق مع الشريعة الإسلامية عالمياً، وفي سياق تعزيز الجهود الرامية إلى ترسيخ مكانة دبي الرائدة عالمياً كعاصمة للاقتصاد الإسلامي، تم إطلاق المؤشر الإسلامي لبورصة دبي رسمياً بتاريخ 02 أكتوبر 2019، يعتبر المؤشر أداة معيارية ترصد أداء أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مما يوفر ويسهل للمتعاملين اتخاذ قرارات التداول فيها، إذ يسهم ويعزز جهود جذب الاستثمارات المالية الإسلامية إلى البورصة.

ج. مؤشرات قطاعات بورصة دبي: هي مؤشرات فرعية للمؤشر العام لبورصة دبي، يتم إعدادها بناء على المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) Global¹ يتم إنشاء مؤشرات القطاعات من قبل شركات مؤهلة للإدراج في المؤشر العام بورصة دبي.

د. مؤشر الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية والبيئية (UAEESGI): يعتبر مؤشر الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية والبيئية (ESG) جديداً²، تم إنشاؤه لتتبع أفضل الشركات المدرجة المستدامة أداءً في الإمارات العربية المتحدة التي تلي متطلبات معايير الأهلية (البيئية، الاجتماعية، الحوكمة)، يتم ترجيح مكونات المؤشر من خلال درجة المعايير الثلاث، يتم احتسابه من قبل الموزد العالمي للمؤشرات س أند بي داو جونز (S&P DJI) كوكيل حساب لمجموعة مختارة من مؤشرات بورصة دبي. إذ يقيس مؤشر (UAEESGI) أداء أفضل 20 شركة مدرجة بالسوق، والتي تلي الحد الأدنى من عامل أهلية السيولة المحدد في معايير الأهلية.

2. بورصة أبوظبي للأوراق المالية: تأسست بورصة أبوظبي للأوراق المالية في 16 نوفمبر 2000 بموجب القانون المحلي رقم (3) الصادر سنة 2000، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، فضلاً عن كافة الصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، بتاريخ 17 مارس 2020 تم تحويلها سنة 2020 إلى شركة مساهمة عامة بعد أن كانت مؤسسة عامة استناداً للقانون (8) لتصبح بورصة أبوظبي

¹ تم تطوير معيار (GICS) من قبل الشركتين العالميتين المتخصصةتين في مجال المعلومات المالية S&P و MSCI، يعتمد المعيار على نظام قياسي متكامل لتصنيف قطاعات الأسواق المالية، مما يساهم في رفع مستوى شفافية وكفاءة العمليات الاستثمارية.

² يطلق عليها مصطلح (الاستثمار المستدام)، وهي المعايير الثلاث الرئيسية لقياس الاستدامة والتأثير للاستثمار في الشركات، تكمن أهمية المعيار بشكل أساسي في تعزيز استدامة الأعمال في الشركات والمنشآت التجارية خاصة في أوقات الأزمات،

للأوراق المالية تابعة لإحدى الشركات القابضة الكبرى في المنطقة القابضة (ADQ) ¹، تخضع بورصة أبوظبي للأوراق المالية مثلها مثل بورصة دبي تنظيمياً إلى ترخيص ورقابة هيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية، يتم فيها تداول الأسهم الصادرة عن الشركات المساهمة العامة، والسندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات، والصناديق الاستثمارية المتداولة في البورصة، الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى أدوات مالية أخرى معتمدة من هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات.

تهدف بورصة أبوظبي للأوراق المالية إلى خلق فرص من خلال بيئة استثمارية مثالية للأموال والمدخرات في الأوراق المالية، من أجل دعم الاقتصاد الوطني والاستقرار المالي والسعي لتطوير الوعي الاستثماري لدى الجمهور، من أجل ضمان استمرارية استثمار المدخرات في مختلف القطاعات خاصة الإنتاجية منها، مع تطوير أساليب التداول من أجل تعزيز السيولة واستقرار أسعار جميع الأوراق المالية المدرجة في البورصة، كما يهدف بشكل رئيسي إلى ضمان شفافية السوق، العدالة وجودة الخدمة، وذلك بتزويد تعامله بأحدث الخدمات والمنتجات المبتكرة، والأكثر تقدماً وفق أحدث الممارسات الدولية المتبعة، مع وضع أفضل التقنيات، النظم واللوائح، لمساعدة الشركات المدرجة على الحصول على التمويل والنمو، من خلال إصدار الأوراق المالية وإدراجها في البورصة، تتضمن بورصة أبو ظبي للأوراق المالية سوقين: (adx.ae, 2023)

- **سوق رئيسي:** يتم فيه البيع والشراء الفعلي للأوراق المالية التي تم طرحها من طرف الشركات في السوق الأولية.

- **سوق ثانوي:** هو سوق موازي يعد جزءاً من البنية التحتية لبورصة أبوظبي للأوراق المالية الرئيسي، مخصص لتداول الأوراق المالية للشركات الخاصة، بناء على أساسيات كالعرض والطلب والبيانات المالية، وغيرها من المعلومات و البيانات.

سعيها منها لتلبية احتياجات المؤسساتيين الدوليين لجأت بورصة أبوظبي للأوراق المالية إلى إبرام عقد تعاون مع شركة (FTSE Russell) ² لتطوير مؤشرات معيارية ذات علامة تجارية مشتركة، دخل العقد حيز التنفيذ اعتباراً من 10 جانفي 2022، لتصبح هذه الأخيرة مسؤولة عن المؤشر العام والمؤشرات القطاعية المشتركة في بورصة أبوظبي للأوراق المالية، تحتوي حالياً سلسلة مؤشرات فوتسي بورصة أبو ظبي للأوراق المالية (مجموعة مؤشرات الأسهم للشركات المدرجة في البورصة) على: (adx.ae, 2023)

¹ شركة استثمارية تمتلك محفظة واسعة من الشركات الكبرى العاملة في قطاعات رئيسية تهدف إلى تسريع عملية تحول الإمارة إلى اقتصاد قائم على المعرفة

² هي شركة تابعة لمجموعة بورصة لندن للأوراق المالية تقوم بإنتاج، إدارة، منح تراخيص، وتسويق مؤشرات البورصة. ستند مؤشرات (FTSE Russell) إلى القواعد الأساسية لإدارة المؤشرات وتتبع أفضل الممارسات الدولية في تصميم المؤشر، بنائه، صيانته، وإدارته.

- مؤشر عام (FTSE ADX)؛
- مؤشر (FTSE ADX Sector): يضم 10 مؤشرات قطاعية مبنية على المعيار المرجعي لتصنيف مجالات العمل (ICB) ¹.
- مؤشر (FTSE ADX 15): صمم لتتبع أداء كبرى الشركات المدرجة في بورصة أبوظبي للأوراق المالية و الأكثر سيولة، وهو مؤهل لإنشاء منتجات المؤشرات كالمشتقات وصناديق المؤشرات المتداولة.
- مؤشر سوق النمو (FADGMI): صمم لتتبع أداء أسعار الأسهم المدرجة في سوق نمو، يتيح عملية المقارنة القطاعية، بالتالي دعم اتخاذ القرارات المناسبة من قبل المستثمرين.
- مؤشر (FTSE ADX ESG): في خطوة هامة لتعزيز ممارسات الاستثمار المستدام في المنطقة، والممارسات التجارية المستدامة بين الشركات المدرجة التي تتبنى ممارسات قوية في مجالات الاستدامة البيئية والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة المؤسسية، وربط المستثمرين بها، أطلقت بورصة أبوظبي للأوراق المالية مؤشر للمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة في 28 نوفمبر 2023. (adx.ae, 2023).

ثانيا/ تحليل مؤشرات تطور بورصات الأوراق المالية في الإمارات للفترة 2008-2022

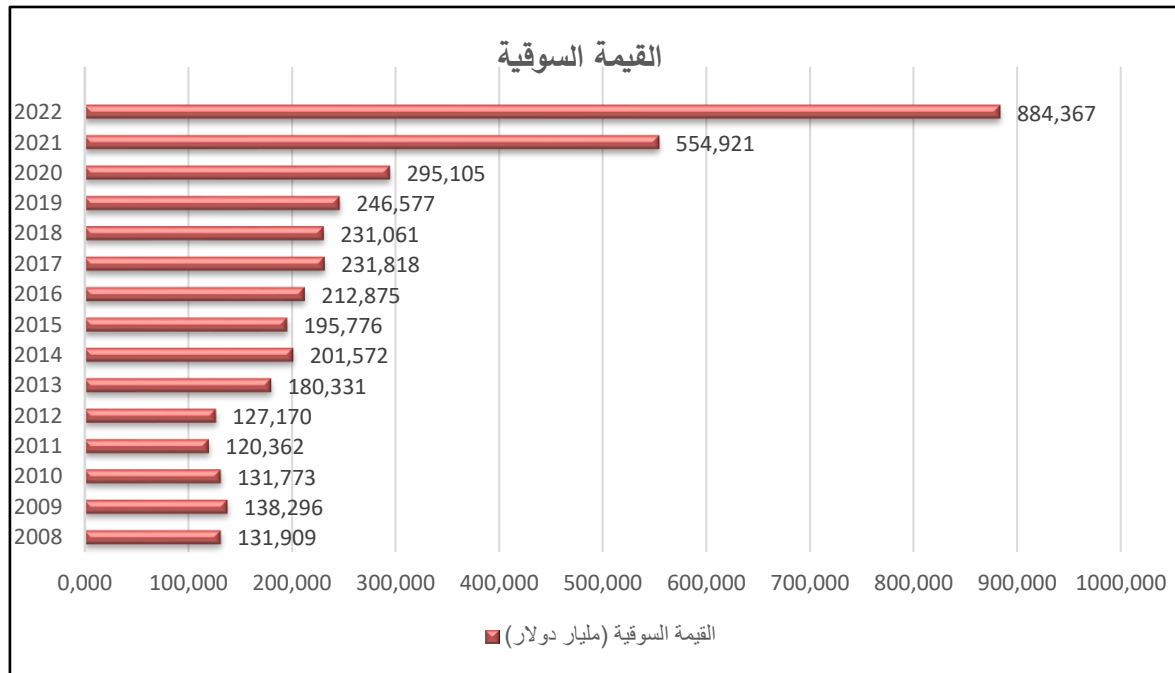
1. مؤشر حجم السوق: يتم قياس حجم بورصة الأوراق المالية للإمارات العربية المتحدة من خلال مؤشر القيمة السوقية لبورصة دبي وبورصة أبوظبي للأوراق المالية، وكذا عدد الشركات المدرجة فيها.
 - أ. تطور مؤشر القيمة السوقية: وفقا لإحصائيات الصندوق النقد العربي يظهر الشكل (12.3) أن القيمة السوقية (الرسملة البورصية) لبورصات الأوراق المالية في الإمارات خلال الفترة 2008-2022، عرفت تطورا ملحوظا مع وجود بعض التذبذبات في فترات معينة، وهو أمر متوقع نتيجة لاضطرابات سياسية أو أزمات اقتصادية، شهدتها تلك الفترات كان لها تأثير على بعض المتغيرات المالية والاقتصادية الكلية، قد تنعكس سلبا على القيمة السوقية أو مؤشرات بورصية أخرى، ويرجح التحسن في هذه المؤشرات البورصية إلى انتعاج إصلاحات اقتصادية، وتحسين البيئة المؤسسية والتنظيمية بهدف تنشيط الأسواق المالية وتعميقها، بعد التعافي النسبي من الانهيار الكبير الذي عرفته مؤشرات البورصة بما فيها الرسملة البورصية سنة 2008 تأثرا بالأزمة المالية العالمية، التي عرفت تراجعا حادا بمعدل (-40.13%) بعد أن بلغت سنة 2007 ما يقارب 259.61 مليار دولار، سجلت أدنى قيمة سوقية لأسهم الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية للإمارات سنة 2011 قدرت بـ 120.362 مليار دولار، بلغت حينها الرسملة البورصية في بورصة دبي وبورصة أبوظبي 49.033 و 71.329 مليار دولار على التوالي (صندوق النقد العربي، 2011، صفحة 71 و74)، وهي أدنى قيم مسجلة في البورصتين للفترة المدروسة نظرا لتراجع القيمة السوقية لأسهم بعض الشركات المدرجة في

¹ معيار تصنيف الصناعة (ICB) عبارة عن منهجية تصنيف شاملة وشفافة، قائم على قواعد تعتمد على الأبحاث واتجاهات السوق المصممة لدعم حلول الاستثمار.

بورصات الأوراق المالية في الإمارات، حيث تعتمد البورصات في احتساب القيمة السوقية للشركات المدرجة على منهجية الأسهم الحرة المتاحة للتداول (سعر السهم ضربه في عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول في البورصة) فهي بذلك تعكس نشاط البورصة (dfm.ae, 2023) ، تزامن هذا التدني في القيمة السوقية والأحداث السياسية التي شهدتها المنطقة وبعض البلدان العربية والمرتبطة بتظاهرات ما سمي بالربيع العربي، خاصة وأن البورصات في مختلف العالم لم تتعاف بصورة كافية من الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، التي أدت إلى استمرار تدني الثقة في هذه البورصات بما فيها بورصتي دبي وأبوظبي، ودفع العديد من المستثمرين بإعادة هيكله محافظهم الاستثمارية نحو أصول مادية ومالية أكثر أمانا، أحدث هذا موجات من البيع أدت بالانخفاض الملموس للقيمة السوقية للشركات المدرجة بها، إلى جانب انخفاض في قيمة مؤشرات العامة.

أما أعلى قيمة سوقية سجلتها البورصتين كانت سنة 2022، بلغت 884.367 مليار دولار، منها 158.6 مليار دولار في بورصة دبي، و725.676 مليار دولار ببورصة أبوظبي للأوراق المالية (صندوق النقد العربي، 2022، صفحة 31 و33)، كما عرفت الفترة 2019-2022 تطورا ملحوظا في القيمة السوقية لبورصات الأوراق المالية في الإمارات العربية تزامنت من بداية جائحة كورونا والركود الاقتصادي، مما شكل تحديا استثنائيا في قطاع البورصات مرفقا بجهود وانجازات كللت بقرارات من طرف الهيئات المختصة، أسهمت في دعم البنية التشريعية للسوق المالي، انعكست إيجابا وبشكل متميز على أداء بورصتي دبي وأبوظبي سنتي 2021 و2022، بفضل الأداء القوي للشركات المدرجة والتحسين المستمر الذي شهده الاقتصاد الإماراتي المحقق من القطاعات الاقتصادية الرئيسية كالخدمات والسياحة.

شكل (12.3) تطور القيمة السوقية لبورصات الأوراق المالية في الإمارات خلال الفترة 2008-2022



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يبين الجدول (11.3) مؤشر أهمية ومدى مساهمة القيمة السوقية الإجمالية لبورصتي دبي وأبوظبي في الناتج المحلي للإمارات وبالتالي الاقتصاد الوطني، كما يتضح أن القيم التي بلغها معدل القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية بالإمارات إلى الناتج المحلي أو ما يصطلح عليه بمؤشر بافيت¹ من سنة 2008 إلى سنة 2014 باستثناء سنة 2009 أقل من 50 %، أي أن الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية الإماراتية مقومة أقل بكثير من قيمتها الحقيقية (مقارنة بمتوسط تسعيرها التاريخي)، في حين أن قيم المؤشر من سنة 2015 إلى سنة 2019 لم تتجاوز 75 %، أي أن أسعار الأسهم المتداولة في السوق أقل بقليل من متوسط تسعيرها المرجعي (سعرها يكاد يصل حدود متوسط السعر التاريخي) (KIS Vietnam, 2022)، بداية من سنة 2020 ما لبث أن بدأ مؤشر بافيت في الارتفاع، ليصبح بذلك السوق مقوم بشكل بسيط أكثر من قيمته الحقيقية، ليستمر المؤشر في الارتفاع سنة 2021 وسنة 2022 متجاوزا بذلك نسبة 100 %، إشارة في ذلك إلى مبالغة في تقييم السوق (في أغلب مثل هذه الحالات تكاد تصبح الأسهم باهظة الثمن)، مبدئياً في هذه الحالة يعبر المؤشر على أن حجم سوق الأوراق المالية في الإمارات من حيث حجم الاقتصاد ينمو بشكل أسرع من الاقتصاد الفعلي، فقد يكون الأمر إشارة إلى فقاعة، غير أنه بالرجوع إلى أهم التطورات التي شهدتها بورصات الأوراق المالية بالإمارات في هاته الفترة تبين أنه تم إدراج عدد لا بأس به من الشركات تنوعت بين شركات مساهمة عامة حكومية ومساهمة خاصة (13 شركة سنة 2021، و 8 شركات سنة 2022) بالإضافة إلى قيام عدد من شركات المساهمة العامة بزيادة رؤوس أموالها إما عن طريق؛ طرح أسهم جديدة، تحويل من الاحتياطي العام، تحويل سندات أو ديون إلى أسهم، إصدار سندات إلزامية التحويل إلى أسهم، بالإضافة حالات الاستحواذ والإدماج.

جدول رقم (11.3) تطور معدل الرسملة البورصية لسوق الأوراق المالية في الإمارات للفترة 2008-2022

الوحدة: مليار دولار

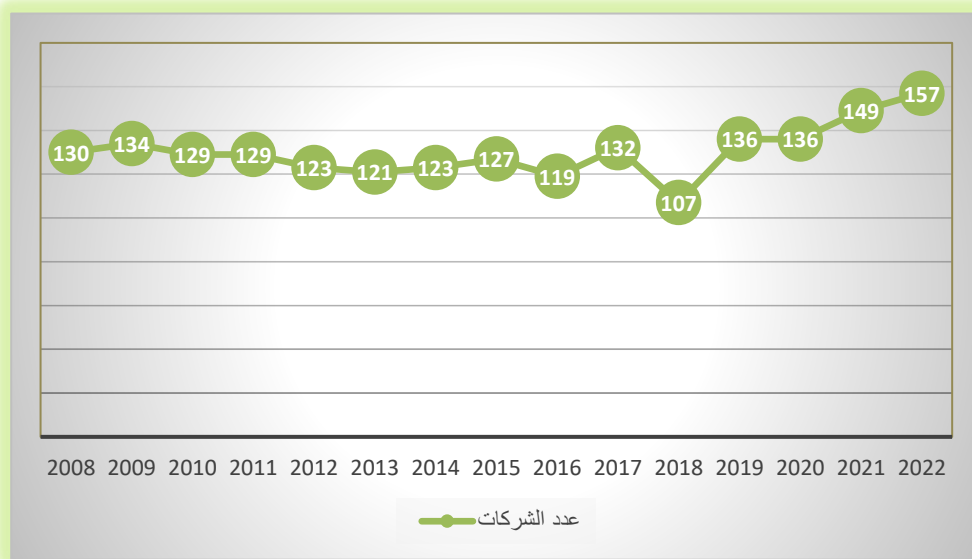
السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB بالدولار	315.47	253.55	300.19	360.83	384.61	400.22	414.11	370.28
المؤشر %	41.81	54.54	43.89	33.36	33.06	45.06	48.68	52.87
السنوات	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
PIB بالدولار	369.26	390.52	427.05	418	349.47	415.18	507.06	
المؤشر %	57.65	59.36	54.11	58.99	84.44	133.66	174.51	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات البنك الدولي وصندوق النقد العربي

¹ يعد مؤشر بافيت أحد مؤشرات الشائعة نسبياً لقياس معنويات السوق إلى جانب مؤشرات أخرى، المرتبطة بظروف السوق وما يمكن توقعه في المستقبل، ليس بالضرورة كأداة مرتبطة بفرص بيع وشراء الأصل المالي، إنما يمكن استخدامه على المدى الطويل للتنبؤ بما إذا كانت الأسهم مبالغ فيها أم لا.

ب. عدد الشركات المدرجة: إن العدد المعتبر والمنتامي للشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية بالإمارات كمؤشر مرافق لمؤشر القيمة السوقية لدلالة واضحة عن حجم هذه السوق وعمقها ومدى امتثالها لقانون العرض والطلب، وكذا الأطر التنظيمية والقوانين المتعلقة بشروط الإدراج في السوق، ويتضح هذا جليا من خلال التذبذب في عدد الشركات المدرجة في السوق خلال الفترة 2008-2022 حسب الشكل (13.3)، تتوزع هذه الشركات والبالغ عددها 157 شركة، إذ تشكل فيها شركات المساهمة المملوكة بالكامل للحكومة ضعفي عدد شركات المساهمة غير الحكومية، بواقع 75 شركة مدرجة في بورصة دبي بعد إعادة الهيكلة القطاعية نهاية سنة 2022 على 8 قطاعات رئيسية بعد أن كانت 9 قطاعات رئيسية بداية من 2011، وقبلها أربع قطاعات في سنة 2008 (التأمين، البنوك، الخدمات، والصناعة بنسب تمثيل متفاوتة)، تتمثل القطاعات الثمانية في؛ قطاع الصناعة تم دمج فيه قطاع النقل، القطاع المالي دمج فيه كل من قطاع البنوك، التأمين، الاستثمار، والخدمات المالية، العقارات، الاتصالات، السلع الاستهلاكية، مع استحداث ثلاث قطاعات جديدة، وهي؛ المرافق العامة، المواد الأساسية، والخدمات الاستهلاكية، وعدد 82 شركة مدرجة في بورصة أبوظبي موزعة على 10 قطاعات تتمثل في؛ القطاع المالي، الاتصالات، الطاقة، العقار، الصناعة، السلع الاستهلاكية، مع استحداث قطاع الرعاية الصحية، المواد الاستهلاكية، الخدمات الاستهلاكية، وقطاع المرافق (صندوق النقد العربي، 2022)، مع الإشارة أن عدد الشركات المدرجة في بورصة أبوظبي فاق عدد الشركات المدرجة في بورصة دبي خلال أغلب سنوات الفترة المدروسة، باستثناء سنتي 2008 و 2009 أين تعادلا في عدد الإدراج، وتفوق بورصة دبي عن بورصة دبي في عدد الشركات المتداول أسهمها في كل من سنة 2010، سنة 2016 و سنة 2018.

شكل (13.3) تطور عدد الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية في الإمارات خلال الفترة 2008-2022

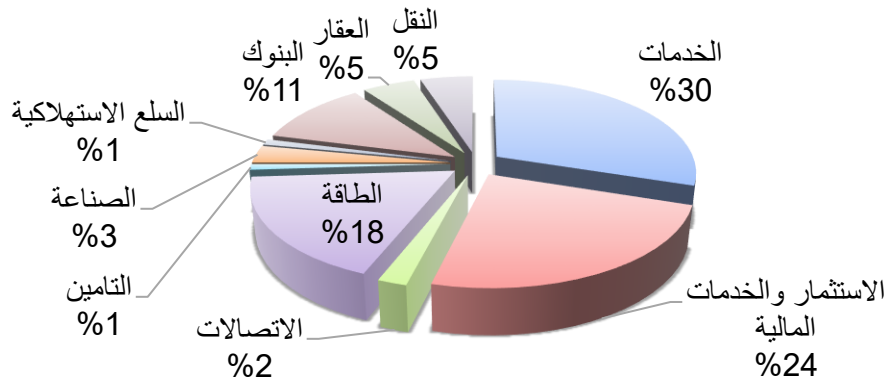


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات صندوق النقد العربي

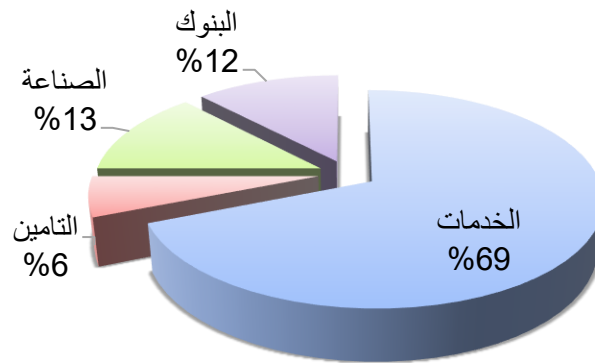
تتمركز أكبر نسبة لرؤوس الأموال للشركات المدرجة في بورصات الإمارات للأوراق المالية في قطاع الخدمات (30%)، قطاع الاستثمار والخدمات المالية (24%)، قطاع الطاقة (18%)، قطاع البنوك (11%)، قطاع العقار وقطاع النقل (5%) لكل منهما، قطاع الصناعة (3%)، وقطاع التأمين والسلع الاستهلاكية (1%) لكل منهما، (هيئة الأوراق المالية والسلع، 2022، صفحة 40)، يلخص الشكل (14.3) جهود دولة الإمارات في تنويع اقتصادها بالانتقال من الاعتماد على إيرادات القطاع الطاقوي في الناتج المحلي الإجمالي، إلى إسهام مختلف القطاعات الأخرى، ويتضح هذا جليا من خلال تطور عدد الشركات المدرجة في بورصات الأوراق المالية وتنوع مؤشرات القطاعات في بورصات الأوراق المالية بعد أن كانت أربع (4) قطاعات سنة 2008 لتصبح عشر (10) قطاعات سنة 2022.

شكل (14.3): نسبة رؤوس الأموال للشركات المدرجة في بورصات الإمارات العربي لسنتي 2008 و2022

نسبة رؤوس الأموال للشركات المدرجة حسب القطاعات لسنة 2022



نسبة رؤوس الأموال للشركات المدرجة حسب القطاعات لسنة 2008



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات هيئة الأوراق المالية والسلع

2. تطور مؤشر السيولة: شهد مؤشر السيولة في بورصات الأوراق المالية للإمارات جملة من التطورات خلال الفترة 2008-2022 وفيما يلي ملخص لأهم هذه التطورات: حسب ما تم عرضه في الجدول (12.3) والشكل (15.3).

أ. حجم التداول: على خلفية الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، شهد سوق الأوراق المالية الإماراتي ببورصتيه أبوظبي ودبي، كباقي البورصات الناشئة تقلبات حادة أدت إلى خسارة في إجمالي القيمة السوقية كنتيجة لهبوط وانخفاض في حجم التداول، حيث تراجع السوق بنسبة بلغت نحو (-3.2%)، كما بلغت الأسهم المتداولة خلال عام 2008 نحو 126.42 مليار سهم مسجلة انخفاض بنحو (-19.65%) عن سنة 2007، يرجع هذا التدهور المسجل في حجم التداول لتأثر السوق بالأخص بورصة دبي بشكل مباشر بخروج الاستثمارات بسبب عدم اليقين الذي ساد لدى جمهور المستثمرين، ونظرتهم إلى بورصات الأوراق المالية وتوقعاتهم المستقبلية، حيث تراجع صافي الاستثمار الأجنبي بنحو (-152.63%) مسجلا رصيذا سلبيا بلغ (-3.127 مليار دولار)، تجاوزت بذلك أحجام مبيعات الأجانب مشترياتهم، بلغت نسبة تداول الأجانب في البورصتين مجتمعتين 32.18%، سجلت أعلى نسبة في بورصة دبي (هيئة الأوراق المالية والسلع، 2008، صفحة 23)، كما تأثرت البورصتين بتباطؤ النشاط الاقتصادي والاستثماري، مما أثر على أداء وربحية الشركات المدرجة في السوق، وظلت بورصات الأوراق المالية يعاني من شح السيولة إلى غاية سنة 2011، الأمر الذي انعكس سلبا على أدائها من حيث حجم التداول في عدد الأسهم المتداولة وأسعار الأسهم على حد سواء، والتي عرفت تراجعا مستمرا، تأثرا بحالة عدم الثقة لدى جمهور المستثمرين التي واصلت هيمنتها على السوق ببورصتيه دبي وأبوظبي كباقي البورصات على مستوى العالم، ونتيجة لهذه الظروف، سجل أدنى حجم تداول سنة 2011 بلغ 15.706 مليار دولار بمعدل تراجع (-40%) مع إجمالي أسهم تداول بلغ 41.56 مليار سهم، وهو أدنى عدد أسهم تم تداوله طيلة الفترة (من سنة 2008 إلى سنة 2022)، رغم هذه المستويات المتدنية ابتداء من سنة 2011 بدأت تلوح بوادر استعادة السوق لنشاطه وديناميكيته، وذلك بعد تراجع حجم التداول لأقل من 50% بعد أن كان تراجعته بنحو (-62.02%) سنة 2010، وقبلها بمعدل (-54.86%) سنة 2009، كما شهدت البورصات في الإمارات تداولات إيجابية من طرف المستثمرين الأجانب بلغ صافي الاستثمار الأجنبي المباشر فيها 61.11 مليون دولار بمعدل تداول إجمالي 41.37%.

شهدت الفترة من سنة 2012 إلى 2014 نشاط وديناميكية عالية لبورصات الأوراق المالية في الإمارات، في سنة 2012 بدأت مستويات السيولة تعرف تحسنا، انعكست إيجابا على أسعار الأسهم المتداولة لأكثر من نصف الشركات المدرجة، مع تسجيل سحب إدراج 5 شركات مساهمة عامة من البورصة خلال العام، لتبلغ القيمة الإجمالية المتداولة للأسهم 19.267 مليار دولار بارتفاع نسبته 22.67% عن السنة التي سبقتها. كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى ما يقارب 56.79 مليار سهم في نفس المدة، (هيئة الأوراق المالية والسلع، 2012، الصفحات 6-7)، أما عام 2013 عرف تميزا بعد قرار ترقيتها إلى مصف البورصات الناشئة بعد

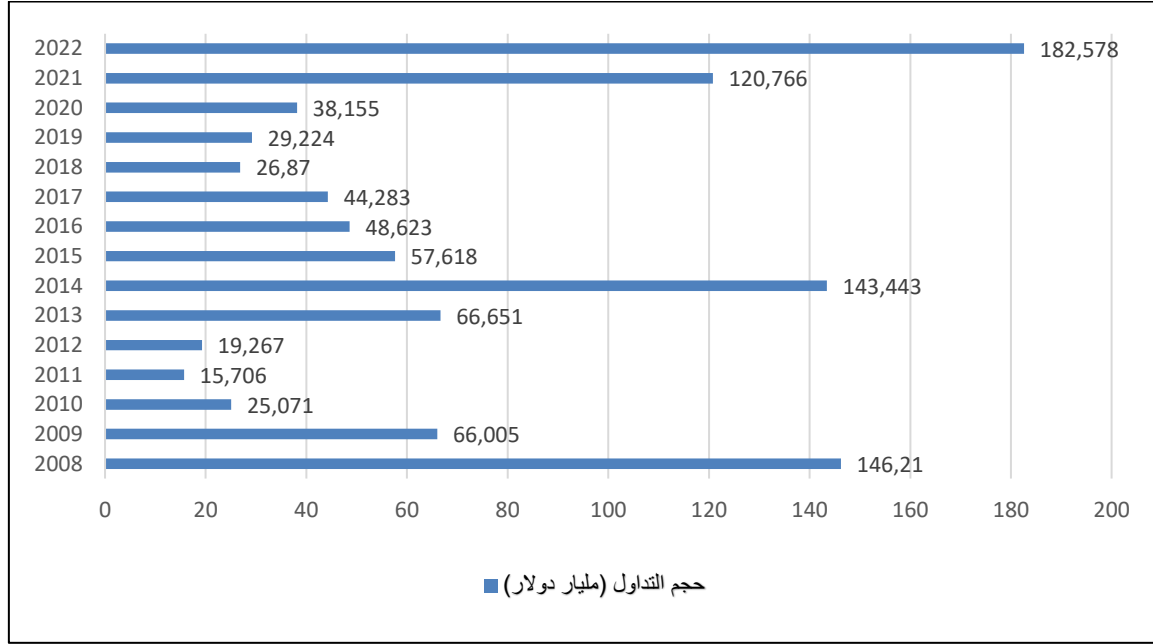
أن ارتفع سقف الملكية الأجنبية إلى 41.45 %، وهذا يعد مرضيا ويعكس ثقة المستثمرين الأجانب في السوق الإماراتي، خلال سنة 2013 بلغ إجمالي حجم التداول في السوق ككل حوالي 178.8 مليار سهم بقيمة 245.93 مليار دولار تقريبا، بلغت نسبة الارتفاع في حجم التداول 214.84 %، وفيما يتعلق بالقيمة المتداولة بلغت نسبة الارتفاع 245.93 %، واصلت البورصات الأوراق المالية في الإمارات في التحسن في عام 2014، حقق الاستثمار الأجنبي فيها تحسنا للسنة الثانية متجاوزا ضعف ما تم تحقيقه في سنة 2013، ساهم في ذلك تعديل القوانين والأنظمة خاصة المتعلقة منها بالتداول، التسوية والمقاص، وذلك تعزيزا لمكانة السوق في الأسواق العالمية (صندوق النقد العربي، 2015، صفحة 156)، حيث بلغ صافي الاستثمار الأجنبي 2.312 مليار دولار، بعد أن قدر بـ 1.008 مليار دولار، بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال عام 2014 ما يقارب 143.443 مليار دولار، في حين وصل عدد الأسهم المتداولة في الارتفاع إلى 219.03 مليار سهم تقريبا، 160.03 سهم منها تم تداوله في بورصة دبي لوحدتها بقيمة تداول بلغت أكثر من 103.870 مليار دولار.

أما الفترة من سنة 2015 إلى سنة 2018 عرفت تراجعا لمؤشر حجم التداول في بورصات الأوراق المالية للإمارات بشكل ملحوظ سنة 2015، بنحو (-59.83 %)، (-15.61 %)، (-8.93 %)، (-39.32 %) على التوالي، وذلك من حيث القيمة المتداولة، ومن حيث عدد الأسهم شهدت البورصتين في نفس الفترة انخفاضات بلغ عدد الأسهم المتداولة في السوق 126.05 مليار سهم بمعدل تراجع (-42.45 %) عن سنة 2014، مع استثناء سنة 2016 من هذه الفترة، حيث عرفت تحسنا طفيفا من حيث عدد الأسهم المتداولة عن سنة 2015 بمعدل (5.57 %)، أما فيما تبقى من الفترة تواصل حجم التداول من حيث الأسهم المتداول بالتراجع بنحو (-18.09 %) و(-40.72 %) على التوالي، يعود سبب هذا التراجع في مؤشر حجم التداول كانعكاس للانخفاض المسجل في معدل نمو السيولة المحلية في ظل انخفاض العائدات النفطية بسبب تراجع أسعار النفط العالمية، إضافة إلى أزمة الديون السيادية اليونانية وتأثيرها على الأسواق العالمية خاصة الناشئة، كما تأثرت بورصات الأوراق المالية للإمارات كباقي البورصات العربية بقرار البنك الشعبي الصيني بتخفيض سعر صرف "الليوان الصيني"، إلى جانب التراجع الحاد في مؤشرات بورصات الأوراق المالية الصينية، مما أدى إلى خلق هلع وارتباك في أوساط المستثمرين الأجانب، انعكس سلبا على قيمة صافي الاستثمار الأجنبي في السوق، بانخفاض بلغ 698 مليون دولار مقارنة بسنة 2014، حيث تراجع بنحو (-30.19 %)، يشار أن بورصة دبي سجلت انخفاضا في صافي الاستثمار الأجنبي بلغ 33.8 مليون دولار سنة 2015 في حين بلغ 1.335 مليار دولار سنة 2014، أما بورصة أبوظبي شهدت ارتفاعا كبيرا في قيمة صافي الاستثمار الأجنبي كنتيجة للقرار الذي تم إصداره سنة 2015، يتيح للمستثمرين من الشركات الأجنبية وغير المقيمين في الدولة تملك أسهم الشركات الكبرى المدرجة في البورصة، كما أن للتوترات الجيوسياسية وعدم الاستقرار في بعض البلدان العربية والمجاورة كان لها تأثير على تراجع أحجام التداول وهذا رغم التحسن

النسبي في أسعار النفط العالمي وتحسن معدل النمو الاقتصادي سنة 2016 واستمراره خلال سنة 2017، والذي يعزى إلى التراجع الملموس في حجم السيولة خاصة في بورصة دبي، واستمر هذا الشح في السيولة إلى غاية عام 2018.

خلال الفترة 2019 إلى 2022 عرفت سوق الأوراق المالية الإماراتية ارتفاعا في أحجام التداول، لتعكس بذلك الشح الذي عانت منه في السنوات السابقة، يعزى الارتفاع في عام 2019 بشكل أساسي إلى تحسن مستوى السيولة في بورصة أبوظبي حيث ارتفعت القيمة المتداولة الإجمالية بمعدل 8.76 %، مع تسجيل تراجع في عدد الأسهم المتداول في كلتا البورصتين بنحو (-17.13 %)، كما شهد صافي الاستثمار الأجنبي ارتفاع من 141 مليون دولار في عام 2018 إلى 3.415 مليار دولار في عام 2019، ارتفعت قيم التداولات في عام 2020 للسنة الثانية على التوالي، سجلت نموا إجماليا بمعدل 30.56 % حيث سجلت بورصة دبي ارتفاعا في القيمة المتداولة قدره 4.504 مليار و دولار، و بورصة أبوظبي ارتفعت القيمة المتداولة عن سنة 2019 بمقدار 4.427 مليار دولار، فيما يتعلق بتعاملات الأجانب فقد كان للتداعيات الاقتصادية الناتجة عن جائحة كورونا دورا في تراجع قيمة تداول المستثمرين الأجانب، مما أثر سلبا على صافي الاستثمار الأجنبي لتجاوز أحجام المبيعات أحجام المشتريات بفارق 365.1 مليون دولار، ابتداء من سنة 2021 استطاع سوق الأوراق المالية الإماراتية في ظل انحسار المخاوف المرتبطة بالتداعيات الاقتصادية للجائحة نتيجة التخفيف من القيود المفروضة للتخفيف والحد من انتشار الجائحة، بالإضافة إلى ارتفاع متوسط أسعار النفط العالمية، من استعادة ثقة المستثمرين، الأمر الذي أثر إيجابا على تدفق الاستثمار الأجنبي وارتفاع حجم التداول حيث بلغ في بورصة دبي وأبوظبي مجتمعين سنة 2021 و سنة 2022 ما مقداره 4.672 و 7.788 مليار دولار على التوالي، أما إجمالي القيمة المتداولة في ظل استمرار تحسن السيولة في السوق المالي فقد عرف ارتفاعا ملموسا بمعدل 216.51 % و 51.18 % على التوالي، وقد ساهم في ارتفاعها إدراج وبدء التداول على أسهم عدد من الشركات الضخمة و الكبرى التي تم إدراجها في بورصة أبوظبي، حيث ارتفعت القيمة المتداول فيها سنتي 2021 و 2022 بمعدل 407.40 % و 56.71 % ما يقابله 100.541 و 157.565 مليار دولار على التوالي، في نفس السياق شهدت بورصة دبي تحسنا في القيمة المتداولة حيث بلغت 20.225 مليار دولار بمعدل ارتفاع 10.28 % عن سنة 2019، و في سنة 2022 بلغت 25.013 مليار دولار، غير أن الحجم المتداول من حيث عدد الأسهم فقد جاء معاكسا للقيمة المتداولة، فقد سجلت بورصة دبي تراجعا لسنتين على التوالي بعد التحسن الذي سجلته سنة 2020، في حين استمر التحسن في عدد الأسهم المتداولة في بورصة أبوظبي للسبب الذي ذكرناه، ولأسباب التي ذكرت سابقا، ساهمت في جعل بورصات الإمارات للأوراق المالية يسجل تطورا إيجابيا في مؤشر حجم التداول خلال الفترة 2019-2022.

شكل (15.3) تطور حجم التداول في بورصات الأوراق المالية في الإمارات خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

جدول (12.3) تطور حجم التداول في بورصات الأوراق المالية في الإمارات للفترة (2022-2008)

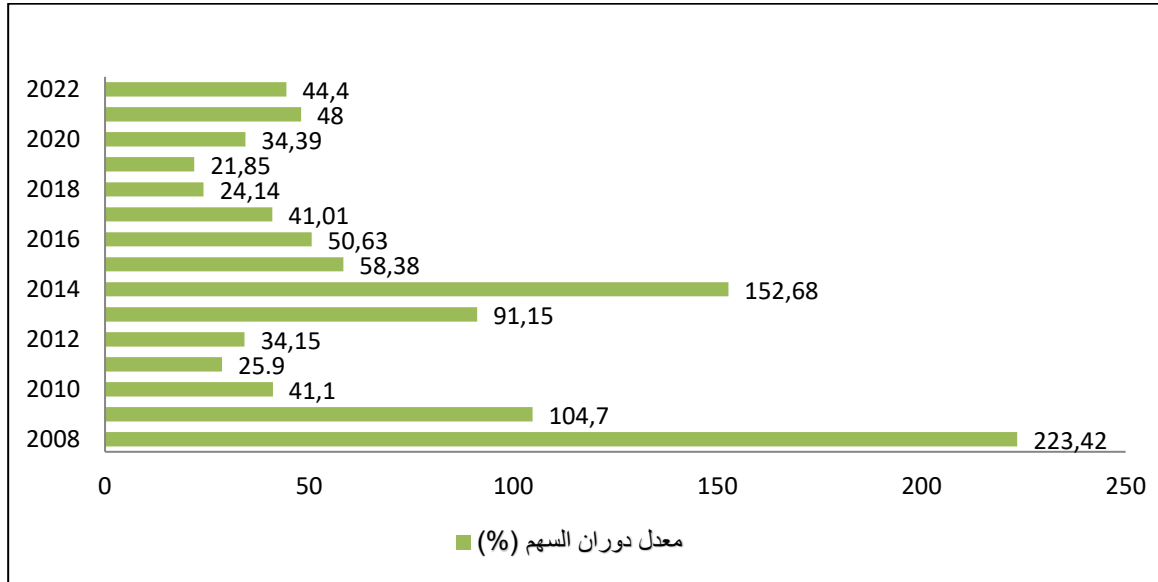
الوحدات: مليار دولار / مليار سهم

القيمة المتداولة في سوق الإمارات للأوراق المالية			عدد الأسهم المتداولة في سوق الإمارات للأوراق المالية			السنوات
الإجمالي	بورصة أبوظبي	بورصة دبي	الإجمالي	بورصة أبوظبي	بورصة دبي	
146.21	63.114	83.096	126.42	49.91	76.51	2008
66.005	18.766	47.239	147.25	36.57	110.68	2009
25.071	8.996	16.075	52.57	19.20	33.56	2010
15.706	6.970	8.736	41.56	16.40	25.16	2011
19.267	6.038	13.229	56.79	16.33	40.46	2012
66.651	23.123	43.528	178.8	51.62	127.18	2013
143.443	39.573	103.870	219.03	58.50	160.53	2014
57.618	16.400	41.218	126.05	27.82	98.23	2015
48.623	13.333	35.290	133.07	29.48	103.59	2016
44.283	13.048	31.235	109	26.84	82.15	2017
26.870	10.772	16.098	64.61	20.00	44.61	2018
29.224	15.388	13.836	53.34	15.51	37.93	2019
38.155	19.815	18.340	85.51	21.83	63.68	2020
120.766	100.541	20.225	112.19	60.71	51.48	2021
182.578	157.565	25.013	63.54	100.464	38.53	2022

المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات صندوق النقد العربي، وهيئة الأوراق المالية للإمارات

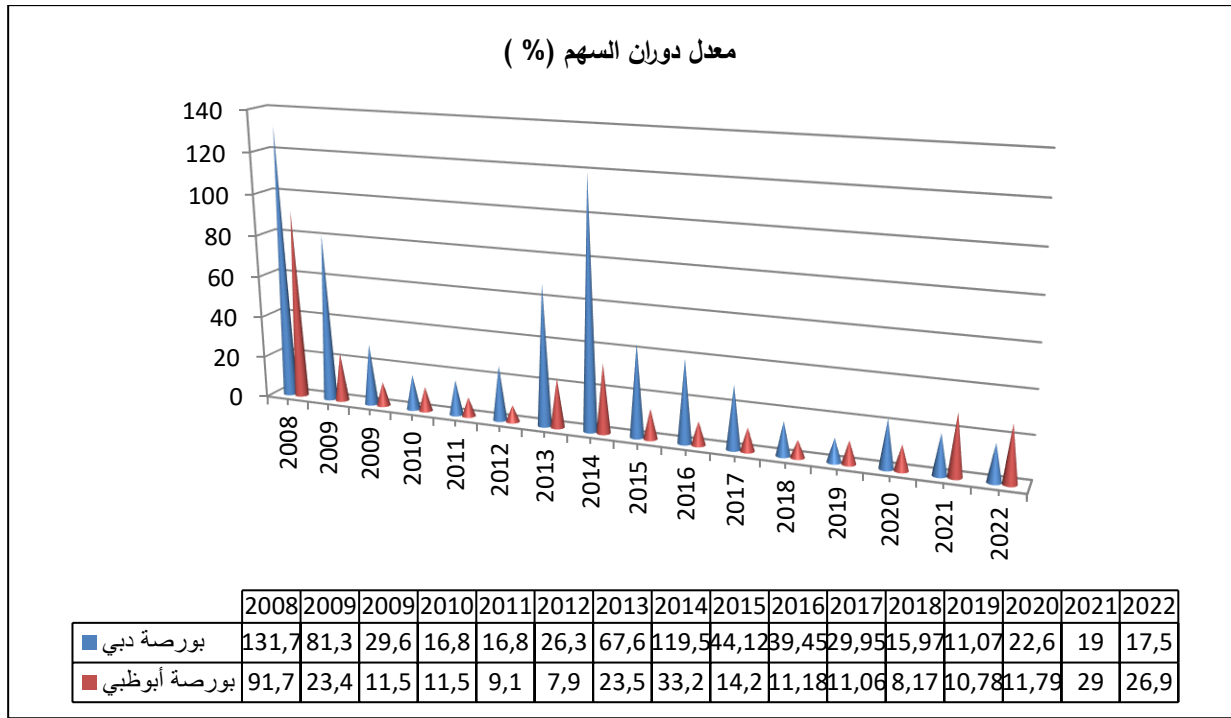
ج. **معدل دوران السهم:** يعتبر معدل دوران الأسهم معيارا ذو أهمية بالغة كغيره من المؤشرات البورصية، يأخذه المستثمر المحلي وحتى الأجنبي في الحسبان قبل اتخاذ قرار الاستثمار وتداول الأسهم، لاعتباره أحد معايير المفاضلة بين الأسهم المدرجة في بورصة ما، وفيما بين البورصات الأخرى، إذ يدل تطور معدلات دوران السهم في بورصات الأوراق المالية في الإمارات حسب الشكلين (16.3) و(17.3) على مدى توافر أو شح السيولة في البورصة، وبالتالي عمق السوق (البورصة) من عدمه، إذ تشير قيم معدل دوران السهم على مدى تذبذب السيولة في بورصتي دبي وبورصة أبوظبي والتفاوت فيما بينهما مع ملاحظة أخذ نفس الاتجاهات والمسار في أغلب للفترة المدروسة، فعلى العموم تشير قيم مؤشر معدل دوران الأسهم على أن البورصات عانت في فترات محددة من شح السيولة نجم عن عدة عوامل وأزمات أثرت على المؤشر كباقي المؤشرات البورصية التي تم التطرق لها و تحليلها، كما عرف المؤشر تحسناات ساهم فيها تحسن أسعار النفط، فضلا عن الإجراءات التصحيحية، الرقابية، الاحترازية، والتنظيمية، التي اتخذتها السلطات لتحسين وتطوير قطاع المال والأعمال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، إذ شهد سوق الأوراق المالية في الإمارات ككل خلال الفترة 2008-2022 فترتي فتور تلتها فترتي ازدهار، أولها من سنة 2008 إلى 2011، والثانية من سنة 2015 إلى سنة 2019، بالإضافة لسنة 2022، مع تفوق معدل دوران الأسهم في بورصة دبي عن بورصة أبوظبي في معظم الفترات باستثناء سنة 2021 و سنة 2020 رغم الانخفاضات التي سجلتها بسيطة كانت أم حادة.

الشكل (16.3) تطور معدل دوران السهم في بورصات الأوراق المالية للإمارات للفترة (2008-2022)



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

الشكل (17.3) تطور معدل دوران السهم في بورصة دبي وبورصة أبوظبي للفترة (2008-2022)



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

بخصوص بورصات الأوراق المالية في الإمارات ككل، سجل أعلى معدل دوران الأسهم سنة 2008 بمعدل 223 %، غير أن أعلى معدل ارتفاع عرفه معدل دوران الأسهم كان سنة 2013 بمعدل تغير بلغ 166.91 % منتقلا من معدل دوران 34.15 % سنة 2012 إلى معدل 91.15 %، أما أدنى معدل دوران الأسهم دل على تباطؤ نشاط السوق سجل سنة 2019 بلغ 21.85 %، في حين أعلى تراجع عرفه معدل دوران الأسهم في سوق الأوراق المالية للإمارات سجل سنة 2015 بمعدل 61.76 %، حيث تراجع معدل دوران الأسهم من 152.68 % سنة 2014 إلى 58.38 %، أما بخصوص البورصات فرادى فقد سجل أعلى معدل دوران الأسهم ببورصة دبي سنة 2008 بمعدل 131.7 %، مع تسجيل أعلى نسبة ارتفاع في المعدل سجلت سنة 2013 بلغت 157.03 % منتقلا من 26.3 % سنة 2012 إلى معدل دوران 67.6 %، أما أدنى معدل دوران للأسهم سجل سنة 2019 بلغ 11.07 %، في حين أعلى معدل تراجع دوران الأسهم في بورصة دبي كان سنة 2009 بنحو 63.59 % ليبلغ 81.3 % بعد أن سجل 131.7 % سنة 2008، وعن بورصة أبوظبي أعلى معدل دوران للأسهم سجلته البورصة بلغ 91.75 % سنة 2008، أما أعلى نسبة ارتفاع للمعدل سجلت سنة 2013، حيث ارتفع معدل دوران الأسهم من 7.85 % سنة 2012 (وهو أدنى معدل دوران للأسهم خلال الفترة ككل) إلى 23.45 %، وعن أكبر نسبة تراجع للمعدل فقد سجلت سنة 2009 بنحو 74.49 % عن سنة 2008.

3. تطور مؤشر الأسعار (الأداء العام) لبورصات الأوراق المالية في الإمارات

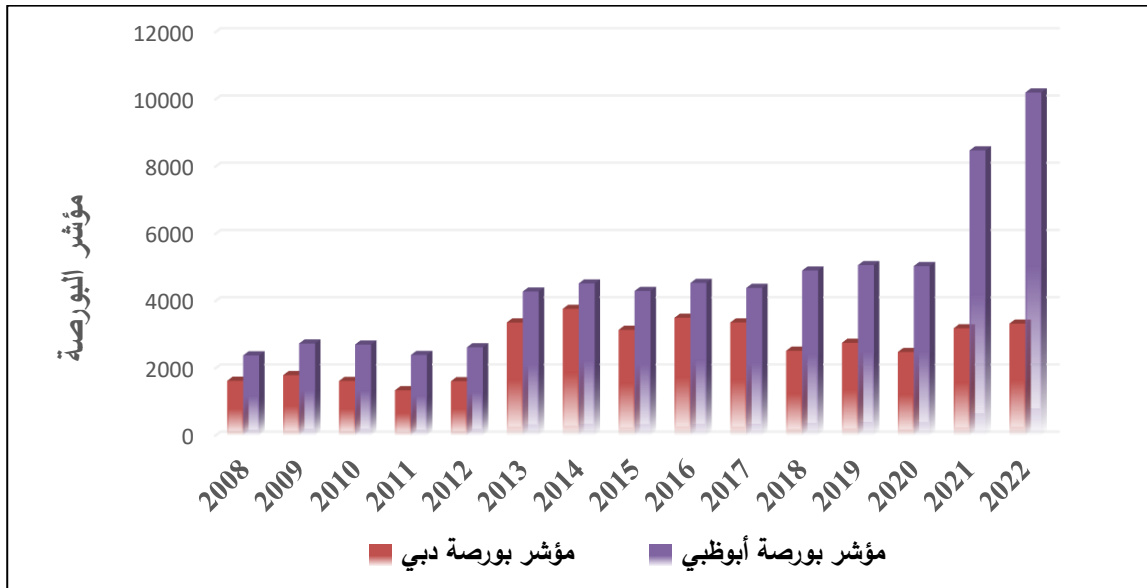
شهد مؤشر الأداء العام لبورصات الأوراق المالية في الإمارات (بورصتي دبي وأبوظبي)، أو كما يعرف بمؤشر الأسعار كغيره من المؤشرات البورصية الأخرى؛ حجم السوق، ومؤشر السيولة، تطورات تأرجحت بين الارتفاع والتراجع اختلفت قيمها من سنة إلى أخرى خلال الفترة 2008-2022، يلخصها الجدول التالي:

جدول (13.3) تطور مؤشر الأسعار في بورصة دبي وبورصة أبوظبي للفترة (2008-2022)

بورصة أبوظبي		بورصة دبي		السنوات
التغير %	مؤشر البورصة (نقطة)	التغير %	مؤشر البورصة (نقطة)	
-	2390	-	1636,3	2008
14,80	2743,6	10,22	1803,6	2009
-1,18	2711,1	-9,60	1630,5	2010
-11,40	2402,3	-17	1353,4	2011
9,52	2630,9	20	1622,5	2012
63,07	4290,3	107.69	3369.8	2013
5,56	4528,9	12	3774	2014
-4,89	4307,3	-16,51	3151	2015
5,55	4546,4	11,42	3510,9	2016
-3,26	4398,4	-4,01	3370,1	2017
11,75	4915,1	-24,93	2529,8	2018
3,27	5075,8	9,29	2764,9	2019
-0,60	5045,3	-9,87	2492	2020
68,24	8488,4	28,25	3195,9	2021
20,30	10211,1	4,39	3336,1	2022

المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

شكل (18.3) تطور مؤشر الاسعار في بورصة دبي وبورصة أبوظبي خلال الفترة (2008-2022)



المصدر: إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

بالنظر لمؤشر البورصتين من الجدول (13.3) والشكل (18.3) يظهر الأداء الجيد لبورصة أبوظبي مقارنة ببورصة دبي من جهة، ومن جهة أخرى التذبذب الكبير لمؤشر بورصة دبي مقارنة بمؤشر بورصة أبوظبي تأثراً بمختلف الأزمات العالمية والإقليمية التي شهدتها المنطقة العربية خلال فترة الدراسة، إضافة إلى مدى ارتباط سوق الأوراق المالية في الإمارات العربية بالأسواق العالمية خاصة بورصة دبي، وذلك بعد الهبوط الحاد لمؤشرات الأداء العام لبورصتي دبي وأبوظبي (-72%) و(-47%) على التوالي سنة 2008 تأثراً بتداعيات الأزمة المالية العالمية، (صندوق النقد العربي، 2008، صفحة 54 و58) ليعرف سوق الأوراق المالية الإماراتي بعدها تعافياً سنة 2009، غير أن التراجع المسجل في مؤشر بورصة سنة 2010 بنسبة (-9.60%) عند مستوى 1630,5 نقطة، يعود لأسباب تنظيمية اعتمدت من خلالها البورصة على قواعد جديدة للمؤشر،¹ لتضمن البورصة من خلالها تحقيق أعلى تمثيل ممكن للأسهم النشطة لتعكس بصورة أفضل حركة نشاط البورصة، (dfm.ae, 2010, p. 24)، إلا أن التحسن في مؤشر سوق الأوراق المالية لم يستمر طويلاً، لتشهد هاته البورصات اضطرابات جديدة متأثرة بالأحداث السياسية وتداعياتها التي شهدتها الدول العربية (ثورات الربيع العربي)، وكذا تداعيات أزمة المديونية الأوروبية التي خلفتها الأزمة المالية العالمية وما تبعها من شح السيولة في الأسواق المالية، فقد تراجع مؤشر كل من بورصة دبي بنسبة (-9.60%) عند مستوى 1630.5 نقطة، وتراجع المؤشر بنسبة (-11.40%) عند مستوى 2402.3 نقطة بالنسبة لبورصة أبوظبي التي تعد أعلى نسبة تراجع شهدتها المؤشر خلال فترة الدراسة، ليتحسن بعد ذلك أداء مؤشر البورصتين لثلاث سنوات متتالية ابتداء من سنة 2012، وقد حقق مؤشر بورصة دبي أعلى مستوياته سنة 2013 بنسبة ارتفاع بلغت 107.69%، ليتم الإغلاق نهاية السنة عند مستوى 3369.8 نقطة، مع تراجع هذا الأداء الإيجابي للمؤشر سنة 2014 في البورصتين على حد سواء، والذي لم يلبث سنة 2015 إلى أن سجل أداء سلبياً له، بحيث تراجع مؤشر بورصة دبي بشكل أكبر عن بورصة أبوظبي بنسبة (-16.51%) و(-4.89%) على التوالي، ويرجع هذا بشكل أساسي إلى انهيار أسعار النفط العالمية سنة 2014 إلى ما دون 50 دولار للبرميل، بالإضافة إلى تداعيات الأزمة اليونانية، والتراجع الحاد في مؤشرات أسعار بورصات الأوراق المالية الصينية في زيادة تقلبات الأسعار، أدت هذه الأحداث إلى حدوث ارتباك وتقليل مستويات الثقة لدى المتعاملين في البورصات العربية، وبعد الأداء الإيجابي للبورصتين سنة 2016 ونسبة الارتفاع الأعلى التي حققتها بورصة دبي عن بورصة أبوظبي (11.42%) و(5.55%) على التوالي، تراجع أداء البورصتين بمعدلات سنة 2017 بنسبة أقل في بورصة أبوظبي عن بورصة دبي (-3.26%) و(-4.01%) على التوالي.

¹ حدد عدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول والمدرجة في المؤشر عند 20% للشركات الأقل تداولاً، مما يسهم في الحد من انعكاسات تحركات تلك الأسهم على المؤشر صعوداً وهبوطاً، وتخفيض الحد الأقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 20% بعد أن كان 25%، وهذا للحد من تأثير أسهم الشركات مرتفعة القيمة السوقية على المؤشر ولتحقيق التوازن مع أسهم الشركات الأخرى.

أما فيما تبقى من فترة الدراسة ظهر جليا تباين الأداء في بورصات الأوراق المالية بالإمارات بين بورصة أبوظبي وبورصة دبي، إذ سجل مؤشر بورصة دبي أعلى نسبة تراجع له خلال فترة الدراسة ككل سنة 2018 بنحو (-24.93%) ليتم الإغلاق في نهاية السنة على 2529.8 نقطة، وكان هذا الأداء السلبي للمؤشر مدفوعا بالتراجع في القيمة السوقية والمؤشرات الفرعية لقطاعات (العقار، الصناعة، والخدمات المالية)، أما الأداء الإيجابي لمؤشر بورصة أبوظبي خلال سنة 2018، والذي شهد تزايدا بمعدل (11.73%) ليلبلغ 4915.1 نقطة، جاء مدفوعا بالانتعاش النسبي في أسعار النفط العالمية والإصلاحات المالية العامة، بالإضافة إلى الإجراءات التنظيمية والتدابير الاقتصادية التحفيزية. (الإمارات العربية المتحدة، وزارة الاقتصاد، 2019، صفحة 49)، وبعد التحسن في أداء المؤشر العام للبورصتين سنة 2019 تراجع هذا الأداء سنة 2020، حيث انخفض مؤشر بورصة أبوظبي بنحو (-0.60%) ليلبلغ 5045.3 نقطة، بينما تراجع أداء مؤشر بورصة دبي بنسبة أكبر (-9.87%) حيث بلغ 2492 نقطة، ليعكس بذلك الأثر السلبي لجائحة كورونا على سوق الأوراق المالية في الإمارات، وبعد التعافي من الأزمة الصحية سنة 2021 ارتفع مؤشر البورصتين بشكل ملحوظ حيث اعتبرت هذه السنة سنة التميز في أداء بورصة أبوظبي لبلوغها أعلى ارتفاع يشهده المؤشر طيلة فترة الدراسة وذلك بنسبة (68.24%) ليلبلغ 8488,4 نقطة، غير أن أعلى قيمة سجلها مؤشر كانت نهاية سنة 2022، حيث تم الإغلاق على 10211,1 نقطة، ويرجع ذلك بشكل رئيسي للإدراجات الجديدة التي عرفتها بورصة أبوظبي، وفي المقابل ارتفع مؤشر بورصة دبي في سنة 2021 بمعدل 28.25%، وفي سنة 2022 بنسبة 4.39% فقط.

خلاصة الفصل

استخلصنا من خلال هذا الفصل أن تصنيفات مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية، والمالية تتباين بين دولتي الجزائر والإمارات العربية بالتباين والاختلاف بين البلدين في الهياكل الاقتصادية، والتوجهات السياسية والاقتصادية، الأحداث، والعوامل، المعتمد عليها كمعايير في عملية تقييم هذه المخاطر، وتختلف هذه التقييمات من سنة إلى أخرى في البلد الواحد باختلاف السياسات والاستراتيجيات المنتهجة، وتطور الظروف والأحداث السائدة في البلد في الفترة التي تم تقييمها، ومن أهم الأسباب التي قد أدت إلى هذا التباين:

- الأمن والاستقرار السياسي: تتأثر مخاطر السياسة في الجزائر والإمارات بالظروف الأمنية والسياسية الداخلية والإقليمية، وتختلف بناء على الظروف والتحديات التي تواجه كل دولة، إلى جانب طبيعة الحكم في كل دولة، فنظام الحكم في الإمارات العربية المتحدة هو نظام ملكي فدرالي دستوري، ساهم في جعلها واحدة من أكثر الدول استقراراً في المنطقة، فهي تتمتع بظروف أمنية جيدة نسبياً، يعزى هذا الاستقرار النسبي إلى الجهود الحكومية القوية في مكافحة التطرف وتعزيز الأمن الوطني، ومع ذلك فإن التوترات الإقليمية مثل النزاعات المحيطة بالمنطقة العربية (الخليج العربي) قد تثير مخاوف أمنية وتؤثر على الاستقرار في المنطقة، بينما نظام الحكم في الجزائر جمهوري برلماني حيث يتمتع البرلمان والحكومة بدور مهم في تشكيل السياسات واتخاذ القرارات، كما أن الجزائر تواجه تحديات أمنية وسياسية، مثل تأثير التوترات الداخلية والاضطرابات السياسية على استقرارها الداخلي، على الرغم من جهود الحكومة لتحسين الأمن ومكافحة الإرهاب، إلا أن الوضع الأمني قد يستمر في التأثير على الاستقرار السياسي والاقتصادي في الجزائر.

- الاقتصاد، التنوع الاقتصادي، والهيكلة الاقتصادية: تعتمد كل من الجزائر والإمارات بشكل رئيسي على النفط والغاز الطبيعي كمورد رئيسي للدخل الوطني، تتنوع الاقتصادات في الجزائر بشكل أساسي بين قطاع؛ الطاقة، الصناعة (بما فيها الصناعة البتروكيمياوية)، الزراعة (الإنتاج الزراعي، والخدمات الزراعية)، بالمقابل تتميز الإمارات بتنوع اقتصادي أوسع، حيث تشمل قطاع الطاقة، الصناعات التحويلية، السياحة، الخدمات اللوجستية، إلى جانب الخدمات المالية، بينما يلعب قطاع النفط والغاز دوراً حيوياً في الاقتصاد الجزائري، إذ يشكل الجزء الأكبر من الصادرات ويعتبر مصدراً رئيسياً للإيرادات والصادرات، فإن القطاع النفطي يشكل جزءاً كبيراً من الناتج المحلي الإجمالي في الإمارات العربية، ويساهم بشكل كبير في تنوع الاقتصاد وتحقيق الاستقرار المالي.

- السياسات الاقتصادية والمالية، التوجهات الاستراتيجية والتطوير الاقتصادي: قد يكون هناك اختلاف في توجهات السياسات الاقتصادية والمالية والتنمية، والجهود الحكومية بين دولتي الجزائر والإمارات فيما يتعلق بالتطوير الاقتصادي، تعزيز الاستثمار، وخلق فرص العمل، كما قد تختلف رؤيتهما للتنمية الاقتصادية والاستراتيجيات المتبعة لتحقيقها، وهو ما يؤدي إلى اختلاف في التنوع الاقتصادي، والجهود المبذولة لتعزيز

الاقتصاديات، فالإمارات تعرف بتبنيها نهجا اقتصاديا وسياسات استثمارية مفتوحة، تعتمد بشكل كبير على القطاع الخاص كمحرك أساسي للاقتصاد الإماراتي، كما تشجع على الاستثمارات الوطنية والأجنبية، زيادة الأعمال والابتكار، سعيا منها لتحسين بيئة الأعمال، بينما السياسات في الجزائر أكثر تحكما وتدخلا، مما قد يثير بعض المخاوف لدى المستثمرين الأجانب، إذ يلعب القطاع العام دورا هاما في الاقتصاد، يتمثل هذا في سيطرة الحكومة على قطاعات مختلفة خاصة الحيوية منها، إذ لا يتمتع القطاع الخاص في الجزائر بنفس القوة والتأثير مقارنة بالقطاع العام، وذلك بسبب التحديات والقيود التي تواجهها الشركات الخاصة في بعض الأحيان بسبب بعض القوانين والعقبات البيروقراطية.

- البنية التحتية والتطور التكنولوجي: تمتلك دولة الإمارات العربية بنية تحتية متكاملة ومتطورة تكنولوجيا بما في ذلك البنية التحتية اللوجستية الداعمة للاقتصاد بشكل كبير، مما يشكل لديها مخاطر مختلفة مثل مخاطر الاعتماد الكبير على التكنولوجيا وتحديات السوق العالمية، بينما البنية التحتية في الجزائر أقل تطورا، مما يزيد من مخاطر الاستثمار والتجارة فيها.

وبخصوص أداء بورصة الجزائر وبورصات الأوراق المالية في الإمارات الممثلة في بورصتي دبي وأبوظبي، فمن خلال تتبع تطور نشاطها وأداءها خلال الفترة 2008-2022 استخلصنا أن مؤشرات البورصة تأثرت بعوامل رئيسية تشابه البعض منها في قوة ومنحى التأثير، واختلف البعض الآخر، ومن بين هذه العوامل:

- تأثر المؤشرات البورصية في كل من بورصات الأوراق المالية في الإمارات وبورصة الجزائر بالتطورات الاقتصادية العالمية وتداعياتها خلال الفترة 2008-2020 بما في ذلك الأزمة المالية العالمية في عام 2008 وتأثيراتها السلبية، كما تأثرت بتقلبات أسعار النفط لاعتبارها عاملا رئيسيا يؤثر على الثقة في الاقتصاد وأداء الشركات.

- تأثرت المؤشرات البورصية في بورصات الأوراق المالية في الإمارات بسبب مخاوف المستثمرين نتيجة الأحداث الجيوسياسية والتوترات في المنطقة، مما أدى إلى تراجع الثقة لدى المستثمرين في السوق.

- التفاوت في تأثير جائحة كوفيد-19 على مؤشرات بورصة الجزائر ومؤشرات بورصات الأوراق المالية في الإمارات بين سنة 2019 و2020، يرجح أن يكون لعدة أسباب نذكر منها تباين في هيكل الاقتصاد، التدابير الاحترازية، السياسات والتدخلات الحكومية المختلفة.

- تأثر أداء بورصات الأوراق المالية في الإمارات وبورصة الجزائر بالسياسات الحكومية، التشريعات التنظيمية، والتشريعات المالية، بما في ذلك السياسات الضريبية والسياسات الاستثمارية (سلبا أو إيجابا).

- مساهمة تطور السياسات والإصلاحات الاقتصادية خلال هذه الفترة في تحسين مؤشرات البورصة، كالتيغير في السياسات الحكومية والإصلاحات الاقتصادية والاستثمارات الحكومية خاصة في القطاعات الرئيسية

بالنسبة للجزائر، أما بالنسبة لدولة الإمارات العربية إطلاق مبادرات ومشاريع تنموية كبرى مثل مشروعات المدن الاقتصادية والسياحية مثل مدينة دبي للاستثمار الحر ومشروعات الطاقة المتجددة.

- التطورات التكنولوجية والابتكارية: شهدت بورصات الأوراق المالية في الإمارات خلال الفترة تطورات تقنية وابتكارية في مجال التكنولوجيا المالية والخدمات المصرفية الرقمية، أثر بشكل كبير على أداء ونشاط بورصتي دبي وأبوظبي، في حين أثر تحسين البنية التحتية للتداول الإلكتروني في بورصة الجزائر بشكل مباشر على سرعة التداول.

- تأثرت مؤشرات بورصات الأوراق المالية في الإمارات في هذه الفترة بمدى الجاذبية الكبيرة لدولة الإمارات العربية كوجهة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهو ما افتقرت إليه بورصة الجزائر بسبب قيود أو تحديات على الاستثمارات الأجنبية (تنظيمية كانت أو تحفيزية) مما يؤثر على تدفق رؤوس الأموال إلى البورصة.

كما نستخلص أن التراجع الحاصل في أداء مؤشرات بورصات الأوراق المالية في الإمارات (بورصتي دبي وأبوظبي) خلال الفترة 2008-2022 لم تكن لأسباب داخلية متعلقة بسياسات وتدابير إجرائية، بقدر ما كانت لأسباب خارجية تسببت فيها أزمات عالمية وإقليمية، بعكس الجزائر فقد ارتبط الأداء الضعيف لبورصة الجزائر بعوامل داخلية متعلقة بضعف البنية التحتية، الوعاء التشريعي والتنظيمي، بالإضافة إلى التطورات السياسية والأمنية الداخلية بدرجة أكبر من تأثير الأزمات والأحداث العالمية والإقليمية.

الفصل الرابع

قياس أثر مخاطر البلد على
أداء بورصتي الجزائر وديبي
للفترة 2008-2022

تمهيد:

خصص هذا الفصل لإجراء نمذجة قياسية لأثر مخاطر البلد على أداء بورصة الجزائر وبورصة دبي وذلك خلال الفترة الممتدة (من الثلاثي الأول 2008 إلى الثلاثي الرابع 2022)، بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنه غير الخطية (NARDL)، لاعتباره من النماذج الأكثر ملائمة ومتغيرات الدراسة وكذا أبحاث القياس الاقتصادي الحديثة، مع الاعتماد ومراعاة المعايير الاقتصادية المحددة انطلاقاً من النظريات الاقتصادية ومعايير القياس الاقتصادي، بهدف اختبار مدى الثقة الإحصائية في تقدير معلمات النموذج وجودته.

تم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث يشتمل المبحثين الأول والثاني على عرض الأداة المعتمدة في الدراسة، وهي نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنه غير الخطية، أما المبحث الثاني يضم دراسة إحصائية ووصفية للبيانات المعتمدة بالنسبة لدولة الجزائر وبورصتها، ودولة الإمارات العربية المتحدة (فيما يتعلق ببيانات مخاطر البلد)، مع اختيار بورصة دبي (فيما يتعلق ببيانات المؤشر العام لأداء البورصة)، في حين أن المبحثين الثالث والرابع اشتملا على الاختبارات التشخيصية لنموذجي الدراسة، والتي تمثل المرحلة الأولى في عملية النمذجة القياسية من خلال تحديد استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات كل نموذج من النموذجين الخاصين بالدولتين والبورصتين محل الدراسة، بالإضافة إلى اختبار العلاقة التوازنية في الأجل الطويل بين المخاطر الاقتصادية، السياسية، المالية ومؤشر البورصة في كل دولة من الدولتين سالفتي الذكر، أما المرحلة الأخيرة، فسيتم التركيز فيها على تحليل العلاقة الديناميكية بين المخاطر سألقة الذكر ومؤشرات البورصة للجزائر ودبي، من خلال دراسة تأثير كل نوع من أنواع المخاطر على مؤشر البورصة في الأجلين القصير والطويل، بالإضافة إلى تحليل استجابة مؤشر البورصة للصدمات التنبؤية المحتملة في مؤشرات المخاطر الثلاث.

المبحث الأول: أدوات الدراسة - نموذج NARDL**المبحث الثاني: دراسة إحصائية وصفية للبيانات المعتمدة في الدراسة****المبحث الثالث: الاختبارات التشخيصية (اختبارات الاستقرار، اختبارات التكامل المشترك).****المبحث الرابع: محاولة بناء نماذج لقياس تأثير المخاطر (السياسية، الاقتصادية، والمالية) على مؤشر بورصة الجزائر وبورصة دبي.**

المبحث الأول: أدوات الدراسة

تعتبر نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية غير الخطية نماذج (NARDL) هو اختصار لـ (Nonlinear Autoregressive Distributed Lag) أحد أدوات التحليل الاقتصادي والإحصائي الحديثة التي تلعب دورا متزايد الأهمية في فهم وتحليل العلاقات الديناميكية بين المتغيرات الاقتصادية عبر الزمن، يعتمد هذا النوع من النماذج على توسيع الإطار التحليلي لنماذج الانتقال الخطي (ARDL)، ليتماشى مع البيانات غير المتناظرة التي تظهر تغيرات متفاوتة في السلوك الزمني للمتغيرات، تتيح نماذج (NARDL) للباحثين والمحللين تحليل الظواهر الاقتصادية والاجتماعية التي تعكس تغيرات غير منتظمة ومفاجئة في البيانات، مما يجعلها مفيدة لفهم وتفسير تأثيرات أحداث غير متوقعة (صددمات) أو سياسات جديدة على المتغيرات الرئيسية، يمكن استخدام نماذج (NARDL) لتحليل العلاقات بين متغيرات متعددة وتحليل تأثير التغيرات الهيكلية والاقتصادية على هذه العلاقات عبر الزمن، لنماذج (NARDL) العديد من المزايا التي تجعل منها أداة تحليلية مفيدة، بما في ذلك القدرة على تحليل التأثيرات الثنائية أو التناظرية والعكسية بين المتغيرات، وتحليل التغيرات المفاجئة في السلوك الزمني، إضافة إلى ذلك يمكن استخدام هذه النماذج للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للمتغيرات باستخدام البيانات التاريخية.

نحاول في هذا المبحث عرض أهم المفاهيم والأسس لنماذج (NARDL) وكيفية تطبيقها بشكل فعال، بالإضافة الى تسليط الضوء على إمكانيات هذه النماذج في تحليل البيانات الاقتصادية.

المطلب الأول: مدخل للسلاسل الزمنية واختبارات جذر الوحدة

تمثل السلاسل الزمنية جزءا أساسيا من تحليل البيانات، حيث تحمل معلومات حول التغيرات عبر الزمن، فتوفير مدخل فعال لفهم هذه السلاسل، واختبار جذر الوحدة يعتبر أمرا بالغ الأهمية، سيتم في هذا المطلب عرض مفاهيم السلاسل الزمنية، والأساليب المستخدمة لاختبار الاستقرار في هذه البيانات من خلال اختبارات جذر الوحدة أو اختبارات جذر الوحدة الهيكلية.

أولا/ تحليل السلاسل الزمنية

يُعتبر تحليل السلاسل الزمنية من أهم الأدوات التحليلية في مجال الإحصاء وعلم الاقتصاد، تُستخدم هذه الأدوات لفحص سلوك البيانات المتسلسلة مع مرور الوقت، سواء أكانت هذه البيانات تمثل تطورات اقتصادية، مالية، اجتماعية، أو غيرها، يساعد تحليل السلاسل الزمنية في فهم الاتجاهات والأنماط والتقلبات في البيانات، مما يساهم في اتخاذ القرارات الأكثر دقة.

1. **تعريف السلاسل الزمنية:** تعرف السلاسل الزمنية بأنها " مجموعة من المشاهدات عن ظاهرة ما في أوقات محددة، وفي المعتاد على فترات متساوية، أو بمعنى آخر عبارة عن قيم أو مقادير هذه الظاهرة في سلسلة تواريخ متتابعة مثل أشهر أو أيام أو سنوات، وفي العادة تكون الفترات بين التواريخ المتتالية متساوية. (العتوم و العاروري، 1995، صفحة 295)، الغرض من التحليل ودراسة السلاسل الزمنية هو: (فليف و فتحي، 2016، صفحة 201)

- فهم ونمذجة للظاهرة المشاهدة.
 - التنبؤ بمستقبل ظاهرة ما اعتمادا على البيانات إحصائية مأخوذة من الماضي.
 - اكتشاف الدورات أو الفترات التي تتكرر فيها حالة معينة.
 - تمكننا دراسة السلاسل الزمنية من اكتشاف الحالات الاقتصادية الاستثنائية (كساد، تضخم....) وتوقع حدوثها انطلاقا من تحليل الماضي.
 - التحكم بالظاهرة إن أمكن.
- يمكن تمثيل السلسلة الزمنية ببيانيا بتعيين أزواج مرتبة (الزمن، قيمة الظاهرة) في المستوى البياني، ثم توصيل تلك النقاط، ويسمى المنحنى الناتج بالمنحنى التاريخي للسلسلة الزمنية.

2. **مركبات السلاسل الزمنية:** الظواهر الاقتصادية بشكل عام تكون خاضعة لعدة عوامل في آن واحد وهي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر، وتحدث في هذه الظواهر تغيرات متعددة، يصطلح على هذه العوامل تسمية مركبات السلسلة الزمنية أو العناصر المكونة لها، وهي تفيد في تحديد سلوكها في الماضي والمستقبل وقد ذكر الإحصائيين أربع مركبات أساسية هي (شرابي، 2000، صفحة 127):

- **مركبة الاتجاه العام (Trend):** تعبر عن تطور متغير ما عبر الزمن (المديين المتوسط والطويل)، سواء أكان هذا التطور ذو ميل موجب أو سالب، ويكون تغيرها إما ذو نمط تحديدي (في شكل خط يميل إلى الاستقامة)، أو ذو نمط عشوائي (في شكل خط متموج ومتذبذب)، ويرمز لها بالحرف "T".

- **المركبة الفصلية (Seasonality):** هي المتغيرات التي تظهر في الفصول، قد تكون الفصول ربع سنوية، شهرية أو أسبوعية، ويرمز لها بالحرف "S"، وهي تتكرر على مجال زمني متساوي وعلى شكل ثابت نوعا ما، وهي ناتجة عن تأثير عوامل خارجية منتظمة على متغيرات السلاسل الزمنية.

- **المركبة الدورية (Cyclic Patterns):** تتعكس هذه الظاهرة في السلاسل الزمنية طويلة الأمد التي تبرز أثر الانتقال في الأحوال الاقتصادية، مثلا من حالة الكساد إلى حالة الانتعاش أو الراج ثم الركود وهكذا دواليك، عموما تمثل تأثير عوامل خارجية على السلسلة الزمنية بشكل منتظم نوعا ما، وهذه الظاهرة تختلف عن الفصلية في أنها تحدث في مجال سنين فأكثر ويرمز لها بالحرف "C".

– المركبة العشوائية (Residual): وهي تجمع كل مالم يؤخذ بعين الاعتبار في مركبة الاتجاه العام والمركبتين الفصلية والدورية، فهي ناتجة عن تغيرات غير منتظمة وغير متوقعة (في المدى القصير)، هذه التقلبات تفترض تباين ضعيف وأمل رياضي معدوم ويرمز لها بالرمز "R".

يمكن أن نجد قانونا لتكرر هذه الظاهرة، كما يمكن أن يتعلق الأمر بظواهر عشوائية بآتم معنى الكلمة، أي لا يوجد قانون يفسرها.

ثانيا/ استقرارية السلاسل الزمنية واختبارات جذر الوحدة

تعتمد فكرة استقرارية السلاسل الزمنية على تحليل خصائص السلاسل الزمنية، وبالتحديد البحث عن وجود الجذور الأحادية (التغيرات المستمرة والمببأة عبر الزمن)، تُستخدم اختبارات جذر الوحدة لتحديد ما إذا كانت السلسلة الزمنية تعاني من عدم الاستقرار، حيث يكون لديها توجه طويل الأجل نحو قيمة معينة، وهذا يمكن أن يؤثر بشكل كبير على تحليلاتنا وتوقعاتنا. (Box-Steffensmeier, Freeman, Hitt, & Pevehouse, 2014, p. 23)

يعتبر اختبار استقرارية السلاسل الزمنية في الدراسات القياسية التي تعتمد على بيانات السلاسل الزمنية، مهما جدا لتقادي الاستنتاجات والتحليلات المضللة والمزيفة، وهناك العديد من الاختبارات التي تكشف عن خواص السلاسل الزمنية، لعل أهمها وأوسعها انتشارا اختبار ديكي فولار المطور Fuller Dickey ADF Augmented، واختبار فيليبس-بيرون Perron-Phillips واختبار Kpss، حيث تكشف لنا هذه الاختبارات عن استقرارية السلاسل الزمنية وتحديد رتبة تكاملها (Phillips & Perron, 1988, p. 338)، ويمكن توضيحها كما يلي:

1. اختبارات ديكي فولار: لدراسة استقرارية السلسلة الزمنية نستعمل اختبارات الجذور الأحادية لديكي فولار، والتي لا تعمل على الكشف عن مركبة الاتجاه العام فقط، بل تعمل على تحديد الطرق المناسبة لجعل السلسلة مستقرة.

1.1 اختبارات ديكي فولار البسيط (DF): لقد عرف اختبار جذر الوحدة من قبل ديكي فولار Dickey (DF) (Fuller and سنة 1979)، يسمح هذا الاختبار بتوضيح استقرار السلسلة الزمنية من عدمها، وذلك بتحديد مركبة الاتجاه العام سواء أكانت تحديدية أو عشوائية، (Dickey & Fuller., 1979, p. 429)، ويقترح ديكي فولار اختبار الفرضيات التالية: (Phillips & Xiao, 1998, pp. 426-429)

- فرضية العدم: السلسلة الزمنية تحتوي على جذر وحدة وهي غير مستقرة ($\phi=1$).
- الفرضية البديلة: السلسلة الزمنية لا تحتوي على جذر وحدة وهي مستقرة. ($\phi<1$).

ولاختبار هذه الفرضية نقوم بتقدير النماذج الثلاثة التالية باستعمال طريقة المربعات الصغرى:

- النموذج الأول: نموذج (AR 1) $X_t = \phi X_{t-1} + \varepsilon_t$
- النموذج الثاني: نموذج (AR 1) مع ثابت $X_t = \phi X_{t-1} + c + \varepsilon_t$
- النموذج الثالث: نموذج (AR 1) مع مركبة الاتجاه العام $X_t = \phi X_{t-1} + bt + c + \varepsilon$

حيث تعني فرضية العدم أن كثير الحدود يحتوي على جذر أحادي والمتغير X_t له مسلك عشوائي، وبالتالي (AR 1) ليس نموذج مستقر، بينما الفرضية البديلة فتعني أنه مستقر.

2.1 اختبارات ديكي فولار الموسع، Fuller-Dickey Augmented 1981 (ADF)

ليكن لدينا النموذج من الشكل: $AR(p): A(B)X_t = \varepsilon_t$

حيث: $A_m(B)U_t = \varepsilon_t ; \varepsilon_t \rightarrow N(0, \delta_\varepsilon^2)$

فإذا كان (\emptyset) يمثل أكبر جذر لكثير الحدود $A(B)$ فإنه يكتب على الشكل التالي:

$$A(B) = (1 - \phi B)(1 - \alpha_1 B - \alpha_2 B^2 - \dots - \alpha_{\phi-1} B^{\phi-1})$$

$$\Delta X_t = pX_{t-1} + \sum_{j=2}^{\phi} \phi_j \Delta X_{t-j+1} + \varepsilon_t / (p = \phi - 1)$$

وبإدخال ثابت ومركبة الاتجاه العام في العلاقة السابقة نتحصل على النماذج الثلاثة، وهذا بعد تقديرها بواسطة طريقة المربعات الصغرى (OLS):

$$\Delta X_t = pX_{t-1} + \sum_{j=2}^{\phi} \phi_j \Delta X_{T-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (4) \text{ النموذج}$$

$$\Delta X_t = bt + pX_{t-1} + \sum_{j=2}^{\phi} \phi_j \Delta X_{T-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (5) \text{ النموذج}$$

$$\Delta X_t = C + bt + pX_{t-1} + \sum_{j=2}^{\phi} \phi_j \Delta X_{T-j+1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (6) \text{ النموذج}$$

توزيعات قوانين نماذج (ADF) هي نفسها الخاصة بنماذج (DF)، وبالتالي يمكننا الرجوع إلى نفس الجدول للحصول على القيم النظرية للإحصائيات المحسوبة. (Arltová & Fedorová, 2016, pp. 48-49)

3.1 اختبار فيليبس وبيرون (Perron et Phillips 1988)

يقوم هذا الاختبار على التصحيح اللامعلمي لإحصائية Dickey-Fuller، وذلك من أجل تجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية، مع الأخذ في الحسبان إلغاء التحيزات الناجمة عن المميزات الخاصة بالتنبؤات العشوائية، (Wang & Tomek, 2007, p. 877) ويتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع مراحل هي:

- تقدير معلمات النماذج الثالثة لاختبار (ADF)

$$\Delta X_t = pX_{t-1} + \sum_{j=2}^{\phi} \phi_j \Delta X_{T-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_t = bt + pX_{t-1} + \sum_{j=2}^{\phi} \phi_j \Delta X_{T-j+1} + \varepsilon_t$$

$$\Delta X_t = C + bt + pX_{t-1} + \sum_{j=2}^{\phi} \phi_j \Delta X_{T-j+1} + \varepsilon_t$$

- تقدير التباين قصير الأجل، وهو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية:

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_t^2 \text{ حيث } \hat{\varepsilon}_t^2 \text{ تمثل البواقي}$$

- حساب المعامل المصحح s_1^2 ، والذي يسمى بالتباين طويل الأجل بالعلاقة التالية:

$$s_1^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{\varepsilon}_t^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{T} \sum_{t=i+1}^T \hat{\varepsilon}_t \hat{\varepsilon}_{t-i}$$

لكن قبل ذلك لابد من تحديد التأخيرات l ، والذي يعطى بالعلاقة التالية:

$$l \approx 4 \left(\frac{T}{100}\right)^{2/9}$$

- حساب إحصائية Phillips-Perron وذلك استنادا للعلاقة التالية:

$$t_{\hat{\phi}}^* = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\phi} - 1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}}} + \frac{T(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\phi}}}{\sqrt{k}}$$

والتي تصبح مساوية للواحد ما إذا كانت الأخطاء تمثل تشويشا أبيض، وبعد حساب إحصائية PP تتم مقارنتها مع القيمة المستخرجة من جدول ماك كينون Mackinnon (Phillips & Perron, 1988, pp. 341-343)

ثالثا/ اختبارات جذر الوحدة الهيكلية

بجانب اختبار جذر الوحدة الكلاسيكي، ظهر مفهوم جذر الوحدة الهيكلية أو الهيكلية الزمني، والذي يأخذ بعين الاعتبار الهياكل المختلفة للبيانات المتسلسلة، يهدف هذا الاختبار إلى اكتشاف جذور الوحدة التي قد تكون موجودة في الهياكل الزمنية المختلفة، مثل الانقطاعات الهيكلية أو التغييرات في الاتجاه العام.

1. تعريف اختبارات جذر الوحدة الهيكلية

اختبار جذر الوحدة الهيكلية (Structural Unit Root Test) هو نوع من اختبارات جذر الوحدة التي تأخذ في الاعتبار الاختلافات الهيكلية أو التغيرات الهيكلية في السلاسل الزمنية، يهدف هذا النوع من الاختبارات إلى اكتشاف جذر الوحدة في السلاسل الزمنية التي تمر بتغيرات هيكلية معينة في فترات معينة مما يمكن أن يؤثر على استقرارية السلسلة.

2. طرق اختبار جذر الوحدة الهيكلية

تتباين طرق اختبار جذر الوحدة الهيكلية بحسب السياق والبيانات المحددة، وفيما يلي بعض الطرق الشائعة:

- اختبارات جذر الوحدة بوجود تغير هيكلية (Structural Break Test): هذا النوع من الاختبارات يهدف إلى اكتشاف استقرارية السلسلة الزمنية مع وجود تغير هيكلية واحد فقط، قد يكون هذا التغير داخلي أو خارجي، كاختبار (Zivot & Andrews) و اختبارات (Perron & Vogelsang).
- اختبار الانحدار بوجود عدة انكسارات هيكلية (Multiple Breaks Test): يستخدم لاكتشاف الاستقرارية بوجود عدة انكسارات هيكلية في السلسلة الزمنية لفترات مختلفة اختبار . (Glynn, Perera, & Reetu, 2007, p. 8)

3. اختبارات جذر الوحدة في حالة وجود الانكسار الهيكلية

من أهم اختبار جذر الوحدة في حالة وجود الانكسار الهيكلية:

- اختبار جذر الوحدة لـ (Perron): اقترح كل من (Perron and Vogelsang (1992) و (Perron (1997) فئة من الاختبارات الإحصائية التي تسمح بوجود نوعين من الانكسارات الهيكلية، الأول يسمح بوجود (AO) Additive Outliers أي تحولات سريعة في الميل، أما الثاني فيسمح بوجود تحولات تدريجية في الميل والذي يعرف بـ (IO) Innovation Outliers، يسمح هذا الأخير بالانكسار في كل من الثابت والميل، ويفترض في كمال النموذجين عدم وجود انكسار تحت الفرضية الصفرية لجذر الوحدة. (Perron, 1997, p. 462)

يمكن كتابة النموذج العام للانحدار التلقائي الموسع المقترح من طرف Perron(1997) على النحو التالي:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \phi_i \Delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^q \delta_i \Delta y_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث:

- Δy : التغيير في القيمة في الزمن (الفارق الزمني الأول).
- α : الثابت.
- β : معامل الانحدار على الزمن.
- γ : معامل الانحدار على القيمة السابقة.
- ϕ_i و δ_i : معاملات الانحدار للتأخيرات الزمنية في الفروقات.

عند اختبار وجود جذر الوحدة مع وجود انكسار هيكلي باستخدام اختبار Perron 1997 ، يتم توسيع النموذج ليشمل معامل إضافي يمثل الانكسار الهيكلي، يمكن تعبير النموذج كالتالي:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \phi_i \Delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^q \delta_i \Delta y_{t-1} + \sigma D_i + \varepsilon_t$$

- σ : معامل الانكسار الهيكلي.
- D_i : متغير انكسار هيكلي، وهو يأخذ قيمة 1 إذا كان هناك انكسار في الوقت (t) ويأخذ قيمة 0 إذا لم يكن هناك انكسار.

عند تطبيق هذا الاختبار يتم تقدير المعاملات باستخدام تقنيات الانحدار التقليدية، وتُحسب الإحصائيات المعنية لاختبار الفرضيات، يتم مقارنة قيمة اختبار ADF للاختبار العادي وقيمة اختبار ADF للاختبار مع الانكسار الهيكلي بأخذ الانكسار الهيكلي في الاعتبار، إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من قيم الحدود الجدولية (بالقيم المطلقة)، يمكن رفض فرضية عدم وجود جذر وحدة، وبالتالي وجود جذر وحدة في السلسلة الزمنية. وإذا كان هناك انكسار هيكلي وتم قبول الفرضية، يمكن الاستنتاج بأن الانكسار لم يؤثر على وجود جذر الوحدة. (Glynn, Perera, & Reetu, 2007, pp. 68-69)

– اختبار **Andrews and Zivot (1992)**: تهدف خطوات الاختبار إلى تقسيم السلسلة الزمنية إلى فترتين؛ فترة قبل وجود التغيير الهيكلي وفترة بعد وجود التغيير، يعتمد نجاح الاختبار على تقدير نموذج تسلسل ذاتي من الدرجة الأولى لكل جزء من الفترات:

- للفترة قبل التغيير: يأخذ النموذج الشكل: $y_t = \phi_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$
- للفترة بعد التغيير: يأخذ النموذج الشكل: $Y_2 = \phi_2 y_{t-2} + \varepsilon_t$

حيث:

- y_t : القيمة في الزمن t .
- ϕ_1 و ϕ_2 : معاملات التأخير.
- ε_t : الخطأ في الزمن t .

باستخدام هذه المعادلات، يُطبق اختبار ديكي-فولر على كل جزء من الفترات باستخدام النموذج المقدر، الهدف من ذلك هو فحص ما إذا كانت معاملات التأخير ϕ_1 و ϕ_2 تختلف عن القيمة المرجحة 1 بشكل إحصائي معنوي، في حال تم رفض فرضية جذر الوحدة في أحد الجزئين، يُستخدم اختبار تجاوز الحد لتحديد وقت وجود التغيير الهيكلي.

يستخدم Andrews and Zivot نموذج (OI) لنموذج الانحدار التلقائي الموسع بدل نموذج (AO) الذي استخدمه Perron، ويكتب على الشكل:

$$\Delta y_t = \alpha + \beta t + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=1}^q \delta_i \Delta y_{t-1} + \sigma D_i + \theta DU_t + \varepsilon_t$$

حيث: DU_t متغير وهمي يمثل تغيرا في القاطع.

إذا تم رفض فرضية جذر الوحدة (عدم الاستقرار) في أحد الجزئين، يُستخدم اختبار تجاوز الحد لتحديد وقت وجود التغيير الهيكلي، يتضمن هذا الاختبار حساب إحصائية محددة تُقارن مع قيمة حرجة محددة، إذا تجاوزت الإحصائية الحد المحدد، يتم استنتاج وجود تغيير هيكلي. (Zivot & Andrews, 1992, pp. 259-260)

المطلب الثاني: نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)

نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) هو نموذج إحصائي يُستخدم لتحليل العلاقة بين متغير استجابة ومجموعة من المتغيرات المستقلة، المصطلح "الفجوات الزمنية الموزعة" يشير إلى تضمين البيانات المتسلسلة بشكل غير متساوي في الزمن، أي أن هناك فجوات زمنية متفاوتة بين القيم المختلفة، هذا يمكن أن ينطبق على البيانات التي تتضمن توجهات غير منتظمة أو غير دورية. (Kuma, 2018, p. 6)

يسمح نموذج ARDL بتحليل العلاقات بين المتغيرات المستقلة ومتغير الاستجابة على المدى الطويل والقصير، النموذج يمكن أن يتضمن متغيرات ذات تغير زمني (فجوة زمنية) ومتغيرات ثابتة، مما يسمح بتحليل تأثيرات الفجوات الزمنية الموزعة والعوامل الثابتة في النموذج. (Pesaran & Shin, 1995, p. 8)

أولا/ الصيغة العامة لنموذج ARDL

عند بناء النماذج القياسية يجب الأخذ بعين الاعتبار ديناميكية الزمن في التأثيرات المتبادلة بين المتغيرات الاقتصادية، حيث أن بعض المتغيرات ترتبط بمتغيرات أخرى في نفس الفترة الزمنية (النماذج الساكنة)، وفي أغلب الحالات ترتبط بقيم ماضية لبعض المتغيرات (النماذج الديناميكية)، وتعتبر هذه الأخير أكثر كفاءة من الناحيتين الاقتصادية والقياسية، بناء على ما يقتضيه الواقع في ما يخص انتقال الآثار من المتغيرات المفسرة إلى التابع والعكس، حيث تحدث الاستجابة عادة بعد فجوة زمنية محددة. (شيخي، 2011، الصفحات 127-

129)

ويأخذ نموذج (ARDL(p,q)) في الشكل المبسط الصيغة التالية:

$$\Delta LY_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{T-1} + \beta_2 Y_{T-2} + \dots + \beta_p Y_{T-p} + \alpha_1 X_{T-1} + \alpha_2 X_{T-2} + \dots + \alpha_q Y_{T-q} + \dots + \varepsilon_T$$

حيث يمثل:

- (ε_T) : يمثل حد الخطأ العشوائي.
- β_0 : تمثل ثابت التقدير.
- (p, q) تمثل التأخيرات في كل من المتغير التابع والمستقل.

النموذج السابق هو نموذج انحدار ذاتي على اعتبار أن المتغير التابع مفسر بقيمه السابقة، والقيم السابقة في المتغير المستقل، وبشكل عام فنموذج ARDL يضم $(k+1)$ من المتغيرات، المتغير التابع نفسه بابطاءاته المختلفة بالإضافة إلى الابطاءات في k من المتغيرات المفسرة، وتكون الصيغة العامة لنموذج $(ARDL(p, q_1, q_2, \dots, q_k))$ في شكله الأساسي على النحو التالي:

$$\Delta Y_t = c + \beta_0 + \beta_1 Y_{T-1} + \beta_2 X_{T-1} + \dots + \beta_K X_{t-1} + \sum_{i=1}^m \alpha_0 \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=0}^{q_1} \alpha_1 \Delta X_{1t-1} + \sum_{i=0}^{q_2} \alpha_2 \Delta X_{2t-1} + \sum_{i=0}^{q_k} \alpha_K \Delta X_{Kt-1} + \varepsilon_T$$

– Δy : (الفارق الزمني الأول).

– c : الثابت.

– P : يمثل فترة الابطاء للمتغير التابع.

– q_1, q_2, \dots, q_k : فترات الابطاء للمتغيرات المفسرة.

– α و β : معاملات الانحدار في الأجلين القصير والطويل.

– (ε_T) : يمثل حد الخطأ العشوائي.

ثانيا/ مزايا استخدام منهجية ARDL

يتميز نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL، مقارنة بغيره من أساليب التكامل المشترك التقليدية بالعديد من الخصائص، ويقدم جملة من المزايا والمنافع للباحثين، ويمكن اختصار أهمها فيما يلي:

- على عكس تقنيات التكامل المشترك التقليدية الأخرى، لا تتطلب طريقة ARDL الافتراض المقيد بأن السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات قيد الدراسة تتكامل في نفس الدرجة، إذ يمكن بغض النظر عما إذا كانت المتغيرات متكاملة عند المستوى أو من الدرجة الأولى أو مزيج من الاثنين كما أسلفنا الذكر؛
- في حين أن تقنيات التكامل المشترك الأخرى حساسة لحجم العينة، فإن اختيار طريقة ARDL يكون أكثر قوة نسبيا في العينات الصغيرة أو المحدودة، ويعطي نتائج أفضل في الدراسات التي تستخدم من 30 إلى 80 مشاهدة؛

- في حين أن طرق التكامل المشترك التقليدية يمكن أن تقدر العلاقات قصيرة وطويلة الأجل في سياق نظام أو مجموعة من المعادلات، يمكن لطريقة ARDL تقدير المدى القصير والطويل الأجل في وقت واحد، وبطريقة سهلة التطبيق والتفسير في الإطار القائم على المعادلة الواحدة؛
- يستخدم نموذج ARDL إطار نمذجة من العام إلى الخاص من خلال أخذ عدد كافي من فترات الإبطاء للحصول على عملية توليد البيانات، وهو يقدر عدد (L+1) من الانحدارات بغرض الحصول على طول فترة الإبطاء المثلّي لكل متغير، حيث L هي أقصى فترة إبطاء يمكن أن تستخدم، و k هو عدد المتغيرات الداخلة في النموذج، يتم تحديد نموذج على أساس معايير مختلفة مثل، AIC، SC، و H-Q؛
- خلافا لأساليب التكامل المشترك التقليدية، في نموذج ARDL يمكن تقدير علاقة التكامل المشترك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية بمجرد تحديد ترتيب تأخر النموذج، ويمكن أيضا من تمثيل نموذج تصحيح الخطأ، وهذا النموذج لتصحيح الخطأ يمكن من تقدير العلاقة على المدى الطويل، ويضم في نفس الوقت التعديلات من الأجل القصير إلى الأجل الطويل دون فقدان المعلومات على المدى الطويل. (Afzal, Malik, Butt, & Fatima, 2013, p. 25)

ثالثا/ التكامل المشترك وفق منهج الحدود:

يمكن كتابة النموذج الأساسي في إطار اختبار الحدود للارتباط اللاخطي للتأخر الزمني الموزع هي نماذج تصحيح الخطأ غير المقيدة من خلال العبارة التالية:

$$\Delta LY_t = a_0 + a_1 t + \sum_{i=1}^m \alpha_{2i} \Delta LY_{t-1} + \sum_{i=0}^n \alpha_{3i} \Delta LX_{t-1} + \alpha_4 \Delta LY_{t-1} + \alpha_5 \Delta LX_{t-1} + \mu_{1t} \dots 01$$

حيث: (Δ) هي عامل الفرق الأولى، في حين يرمز μ إلى مركب الخطأ، والذي يجب أن يكون ضجيجاً أبيضاً، أو بعبارة أخرى، يمثل بواقي التقدير المفترض أن يكون (مستقلاً تسلسلياً، ذو انحراف متجانس وموزع بشكل طبيعي)، جميع معاملات α غير صفرية، وكذلك a_4 سالب (ما يمثل سرعة التعديل أو قوة الجذب نحو التوازن)، المعاملات α_{2i} و α_{3i} تمثل معاملات الديناميكيات القصيرة الأجل، بينما تمثل α_4 و α_5 معاملات الديناميكيات الطويلة الأجل في العلاقة بين متغيرات النموذج؛ a_0 تمثل ثابت التقدير في حين تمثل μ_{1t} ضجيجاً أبيضاً.

رابعا/ اختبارات جودة النموذج المقدر وفق منهجية ARDL

قبل الاعتماد على مصداقية النموذج المقدر وفق منهجية ARDL من أجل تحديد الآثار الطويلة والقصيرة الأجل للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، يجب التحقق من جودة هذا النموذج وكفاءته من الناحية القياسية وفقاً للاختبارات التالية:

1. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي: من أجل اختبار فرضية العدم التي تفترض أن سلسلة البواقي ذات توزيع طبيعي نقوم بحساب إحصائية جاك بيرا (J-B) التي تتبع توزيع $\chi^2_{1-\alpha}$.

2. اختبار تجانس تباين البواقي (ARCH Test Heteroskedasticity): يوجد عدة اختبارات للكشف عن تجانس تباين البواقي لعل أهمها اختبار ARCH الذي يقوم على الفرضيات التالية:

- فرضية ثبات التباين الشرطي لأخطاء التي مفادها: $\theta_0 = \theta_1 = \dots = \theta_q = 0$

- فرضية عدم ثبات التباين الشرطي للأخطاء التي مفادها: $\theta_0 \neq \theta_1 \neq \dots \neq \theta_q \neq 0$

تسمح نماذج ARCH بنمذجة المتغيرات الاقتصادية التي تحتوي على تباين شرطي غير ثابت للأخطاء العشوائية، حيث أن التطاير الشرطي الذي يعبر في الغالب عن المخاطرة غير ثابت، ويتم إجراء هذا الاختبار وفقا للخطوات التالية:

- تقدير النموذج العام $Y = aX + \varepsilon$ بطريقة المربعات الصغرى العادية ثم حساب مربعات البواقي ε_t^2 .
- تقدير المعادلة التالية:

$$\hat{\varepsilon}_t^2 = \theta_0 + \theta_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \dots + \theta_q \varepsilon_{t-q}^2 + U_t$$

مع حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة ε_t^2 .

ويعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاغرنج، حيث إذا كانت إحصائية هذا المضاعف $LM = (n - q) R^2$ ، يتبع توزيع χ^2 بدرجة حرية q . (شيخي، 2011، صفحة 116)

3. اختبار الارتباط التسلسلي بين البواقي (Godfrey Breush): يسمح هذا الاختبار باكتشاف الارتباط الذاتي في البواقي من الدرجة p أكبر من الواحد، وهو الاختبار الأنسب في حالة وجود متغيرات متأخرة زمنياً، يعتمد هذا الاختبار على تقدير طريقة المربعات الصغرى (MCO) للنموذج التالي:

$$\varepsilon_t = \alpha_1 X_{1t} + \alpha_2 X_{2t} \dots \dots \alpha_q X_{qt} + p_1 \varepsilon_{t-1} + p_2 \varepsilon_{t-2} + \dots \dots + p_p \varepsilon_{t-p} + \mu_t$$

ونختبر فرضية العدم H_0 التالية: $p_1 = p_2 = \dots = p_p = 0$

توجد مشكلة الارتباط التسلسلي بين بواقي النموذج من الدرجة p أكبر من الواحد في حالة رفض فرضية العدم، وعليه اختبار الفرضية H_0 يستوجب الاعتماد على اختبار فيشر لتتحقق من انعدام المعلمات p_i ، أو استخدام إحصائية LM والتي تتبع توزيع χ^2 بدرجة حرية p ، فإذا كانت إحصائية $LM = (n) R^2$ أكبر من χ^2_p نقبل فرضية استقلالية الأخطاء. (طالب س.، 2017، صفحة 168)

المطلب الثالث: مميزات نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة غير الخطية (NARDL)

يعتبر أسلوب NARDL توسيعاً أو تعميماً للتقدير الخطي لأسلوب الانحدار الذاتي ذو الفجوات المبطة للتكامل المشترك ARDL، بحيث يأخذ بعين الاعتبار احتمالية اللاخطية في تأثير المتغير التابع، سواء في الأجل القصير أو الطويل، أسلوب NARDL، كما في ARDL يقوم بالكشف عن التأثيرات القصيرة والطويلة الأجل في معادلة واحدة، وكذلك لا يحتاج بالضرورة إلى سلاسل زمنية طويلة مقارنة بأسلوب التكامل المشترك غير خطي (MTAR or TAR) بالإضافة إلى مرونته في استخدام المتغيرات المتكاملة من الرتبة I(0) أو I(1)، بمعنى سواء كانت المتغيرات مستقرة في المستوى أو الفرق الأول أو المزيج بينهما. (المصباح، 2018، صفحة 8)

تعتمد منهجية NARDL على تقدير علاقة عدم تماثل المعلمات في الأجل الطويل وفق العلاقة التالية:

$$Y_t = \beta^+ X_t^+ + \beta^- X_t^- + \mu_t$$

حيث X متغير تم تقسيمها إلى X^+ و X^- وهي عبارة عن عمليات المجموع الجزئي للقيم الموجبة والقيم السالبة كما يلي:

$$X_t^+ = \sum_{j=i}^t \Delta X_j^+ = \sum_{j=1}^t \max(\Delta X_j, 0) \quad ; \quad X_t^- = \sum_{j=1}^t \Delta X_j^- = \sum_{j=1}^t \min(\Delta X_j, 0)$$

تم تطبيق هذه المنهجية في دراسة التكامل المشترك غير المتماثل باستخدام مجموع جزئي من قبل Schorderet (2001) في دراسته لعلاقة البطالة بالإنتاج وفق منهجية NARDL (Shin, Yu, & Greenwood- Nimmo, p. 7)، قام Shin et Yu and Greenwood (2014) بدمج العلاقة الأولى في نموذج ARDL (1999) و Pesaran et Shin (2001) و Pesaran et Al (2001) وعليه نحصل على نموذج NARDL: (Taner & Mesut, 2018, p. 588)

$$\Delta Y_t = a_0 + \rho Y_{t-1} + \theta^+ X_{t-1}^+ + \theta^- X_{t-1}^- + \sum_{i=1}^{p-1} \varphi_i \Delta Y_{t-1} + \sum_{i=0}^q (\pi_j^+ \Delta X_{t-1}^+ + \pi_j^- \Delta X_{t-1}^-) + e_t \dots \dots ()$$

حيث: θ^+ ، θ^- ، ρ تمثل المعلمات في الأجل الطويل، و π_j^+ ، π_j^- ، φ_i المعلمات في الأجل القصير.

بعد تقدير نموذج NARDL يتم اختبار وجود التكامل المشترك بين المتغيرات باستخدام اختبار فيشر F-test، تحت فرضية:

(فرضية العدم): (عدم وجود تكامل) $H_0: \rho = \theta^- = \theta^+ = 0$

(الفرضية البديلة): (وجود التكامل) $H_1: \rho \neq \theta^- \neq \theta^+ \neq 0$

يتم مقارنة F الإحصائية بالقيمتين الحرجتين لاختبار الحدود التي وضعها (Pesaran et Al (2001)، وإذا كانت إحصائية F أعلى من القيمة الحرجة العليا نرفض فرضية العدم، ونقبل الفرضية البديلة أي وجود تكامل بين المتغيرات. (Kisswani & Elian , 2017, p. 7)

ويتميز أسلوب NARDL باختبار إضافي هو اختبار التماثل في الأجل الطويل حيث تختبر الفرضية الصفرية باستخدام اختبار Wald test أيضا: (المصباح، 2018، الصفحات 10-11)

$$\left(\beta^+ = -\frac{\theta^+}{\rho} \right) = \left(\beta^- = -\frac{\theta^-}{\rho} \right)$$

مقابل الفرضية البديلة التي تنص على عدم تماثل العلاقة بين المتغيرين محل الدراسة كما يلي:

$$\left(\beta^+ = -\frac{\theta^+}{\rho} \right) \neq \left(\beta^- = -\frac{\theta^-}{\rho} \right)$$

ويمكن باستعمال اختبار Wald-test إيجاد اختبار التماثل للمعاملات في الأجل القصير وفق الفرضية العدمية: (Taner & Mesut, 2018, p. 588)

$$H_0: \sum_{j=1}^r \tau_{2j} = \sum_{j=1}^r \tau_{3j}$$

المبحث الثاني: التحليل الإحصائي والوصفي للبيانات المعتمدة في الدراسة

المطلب الأول: منهجية الدراسة

تم الاعتماد على نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية (NARDL)، والتي توفر إمكانية تتبع وتحليل أثر الصدمات في المتغيرات المفسرة لأي نموذج قياسي سواء الموجبة أو السالبة وانتقالها إلى المتغير أو المتغيرات التابعة، وهو الأمر الذي يشكل أكبر قصور في النماذج الخطية التي تفترض تناظرية العلاقة الخطية بين المتغيرات الاقتصادية، وهو أمر بعيد عن الواقع في أغلب الأحيان، وبالتالي فنماذج (NARDL) تتيح قياس أثر كل من المخاطر الاقتصادية، المالية، والسياسية، على مؤشر بورصة الجزائر وبورصة دبي، وهذا في الاتجاهين الموجب والسالب، وبعبارة أخرى فإن هذا النموذج يتيح قياس زيادة قيمة مؤشرات المخاطر الثلاث على مؤشر البورصة في كل دولة من جهة بالإضافة إلى قياس تأثير تراجع قيمة

مؤشرات المخاطر الثلاث على مؤشر البورصة من جهة ثانية، الأمر الذي يمكننا من الوصول الى نتائج موضوعية وأكثر دقة مقارنة باستخدام النماذج الخطية، بالإضافة إلى إمكانيات أوسع لتحليل نتائج الدراسة القياسية وفق هذه المنهجية.

ونظرا لحجم موضوع الدراسة والذي يشتمل على حالتين مستقلتين وهما (بورصة الجزائر وبورصة دبي)، الأمر الذي يتطلب تطبيق نموذجين منفصلين لقياس تأثير المخاطر المختلفة على مؤشر البورصة لكل من الجزائر ودبي على حدة، وبالتالي سيتم تقدير نموذجين قياسييين مستقلين كما أسلفنا الذكر.

أولا/ متغيرات الدراسة ومصدر البيانات

أساسا المتغيرات المعتمدة في الدراسة تم تحديدها بناء على الأدبيات التطبيقية التي تناولت موضوع الدراسة، بالإضافة إلى معيار مدى توفر البيانات خلال فترة الدراسة، فضلا على أن اختيار مؤشرات مخاطر البلد الخاصة بتصنيف الدليل الدولي لمخاطر البلد المنشورة عن مجموعة الخطر السياسي خلافا للمؤشرات التصنيفية المعتمدة من الجهات التقييمية والتصنيفات الأخرى (الهيئات والمنظمات الدولية، مكاتب الخبرة) لاعتبارات أهمها؛ أن الدليل يعتمد في تقييم مخاطر البلد على نظام التصنيف بالاعتماد على طريقة المتوسط المرجح (أكثر شمولية و توازنا)، ويندرج هذا الأسلوب ضمن تقنيات المقارنة، إذ يشمل الدليل العديد من دول العالم من اقتصاديات مختلفة (في حدود 141 دولة)، مما يمكن مستخدميه من قابلية المقارنة بين الدول التي يشملها الدليل، كما يسمح الدليل بتقييم مخاطر البلد في إطار عام (أي تقييم المخاطر السياسية، الاقتصادية، المالية، وكذا المؤشر المركب لهذه المخاطر الثلاث).

تتألف بيانات الدراسة من السلاسل الزمنية الربع سنوية لكل من؛ المؤشر العام للبورصتين المدروستين الجزائر ودبي يرمز له ب (IND)، المؤشرات الثلاث لمخاطر البلد؛ المخاطر السياسية (PR)، المخاطر الاقتصادية (ER)، والمخاطر المالية (FR)، وهذا لكل من دولة الجزائر ودولة الإمارات العربية المتحدة، ويمتد النطاق الزمني للبيانات المستخدمة في الاختبارات من الربع الأول لسنة 2008 إلى الربع الرابع لسنة 2022، وقد تم استيفاء البيانات التاريخية لمؤشر بورصة الجزائر من الموقع الرسمي للبورصة (<https://www.sgbv.dz>)، أما بورصة دبي تم الحصول على بياناتها من موقع هيئة صندوق النقد العربي (<https://www.amf.org.ae>) لعدم توفر بيانات السنوات الأولى من الدراسة في الموقع الرسمي للبورصة، في حين تم الحصول على بيانات مؤشرات مخاطر البلد عن الدليل الدولي لمخاطر البلد (ICRG) من الجهة الرسمية الصادرة عنها وهي مجموعة الخطر السياسي (PRS)¹، ولتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطة غير الخطية (NARDL) وما يتضمنه من اختبارات باستخدام البرنامج الإحصائي القياسي Eviews.12

¹ للاطلاع أكثر على المنهجية المستخدمة لحساب مؤشر مخاطر البلد، أنظر الموقع (<https://www.prsgroup.com>)

ثانيا/ توصيف نماذج الدراسة

تم الاعتماد في توصيف النموذج محل البحث على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع المخاطر الاقتصادية، المالية، والسياسية، وانتقالها الى مؤشرات البورصة بشكل كلي أو جزئي، أو تلك التي يكون فيها للمتغير التابع علاقة بأسعار الأسهم (بطريقة مباشرة أو غير مباشرة)، ومن أهم الدراسات التي تم الاعتماد عليها في تحديد المتغيرات المدرجة في الدراسة موضحة في الجدول التالي:

جدول رقم (1.4): الدراسات السابقة المعتمدة في تحديد متغيرات الدراسة

الدراسة	العنوان	المتغيرات
دراسة نصر (2020)	"دراسة مخاطر الدولة وأثرها على العوائد المستقبلية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر"	- المتغير التابع: العائد الحقيقي للأسهم المتداولة في بورصة مصر. - المتغيرات المستقلة: مخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية، والمالية).
Masrizal et al (2020)	The Effect of Country Risk " and Macroeconomic on Jakarta " Islamic Index	- المتغير التابع: مؤشر بورصة جاكرتا الاسلامي - المتغيرات المستقلة: مخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية، والمالية). سعر الصرف، أسعار النفط، ومؤشر الإنتاج الصناعي
دراسة حيدر (2018)	"أثر المخاطرة المالية القطرية في عائد ومخاطرة الاسهم العادية دراسة تحليلية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"	- المتغير التابع: العائد الفعلي للأسهم المصارف العراقية عينة الدراسة - المتغيرات المستقلة: المخاطر المالية
Kara & Karabiyik, (2015)	"The effect of country risk on stock prices an application in Borsa Istanbul"	- المتغير التابع: مؤشر بورصة اسطنبول - المتغيرات المستقلة: مخاطر البلد (الاقتصادية، المالية، السياسية)

<p>• النموذج الثاني من الدراسة</p> <p>- المتغير التابع: الاستثمار الأجنبي غير المباشر</p> <p>المتغيرات المستقلة: المخاطر السياسية، المخاطر المالية، المخاطر الاقتصادية، مركب مخاطر البلد، العائد على مؤشر بورصة عمان الإجمالي، حجم التداول، متوسط السعر إلى الإيراد الربحي في بورصة عمان.</p>	<p>"أثر مخاطر الدولة على الاستثمار الأجنبي والاستثمار الأجنبي الغير مباشر - دراسة تحليلية للفترة من 1996-2006"</p>	<p>دراسة عبد الله (2007)</p>
<p>- المتغير التابع: تقلبات عوائد سوق الأوراق المالية (دول MENA وOAF)</p> <p>- المتغيرات المستقلة: مخاطر البلد (السياسية، المالية، الاقتصادية)</p>	<p>"A Momentum Threshold Model of Stock Prices and Country Risk Ratings Evidence from BRICS Countries"</p>	<p>Liu et al, (2013)</p>

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسات السابقة

بعد الاطلاع على الأدبيات التطبيقية سواءً العربية أو الأجنبية التي تناولت موضوع الدراسة، قمنا بمحاولة توصيف مجموعة من النماذج القياسية التي تتلاءم وخصوصيات الاقتصاديات محل الدراسة؛

$$\begin{aligned}
 LNIND = & f(LNFR ; LNER ; LNPR)d(LNIND_t) \alpha + \beta_0 LNIND_{t-1} + \\
 & \left(\beta_1^+ LNFR_{t-1}^+ + \beta_2^- LNFR_{t-1}^- \right) + \left(\beta_3^+ LNER_{t-1}^+ + \beta_4^- LNER_{t-1}^- \right) + \\
 & \left(\beta_5^+ LNPR_{t-1}^+ + \beta_6^- LNPR_{t-1}^- \right) + \sum_{t=1}^p (\gamma_n * \Delta LNIND_{t-j}) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi_n^+ * \Delta LNFR_{t-j}^+) + \\
 & \sum_{t=0}^{q1} (\pi_n^- * \Delta LNFR_{t-j}^-) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi_n^+ * \Delta LNER_{t-j}^+) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi_n^- * \Delta LNER_{t-j}^-) + \\
 & \sum_{t=0}^{q1} (\pi_n^+ * \Delta LNPR_{t-j}^+) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi_n^- * \Delta LNPR_{t-j}^-) + \mu_t
 \end{aligned}$$

حيث:

- (α) يمثل القاطع أو ثابت التقدير،

- (ρ) يمثل معامل تصحيح الخطأ.

- وتمثل كل من؛ $(\beta_3^+ LNER^+_{t-1} + \beta_4^- LNER^-_{t-1})$ ؛ $(\beta_1^+ LNFR^+_{t-1} + \beta_2^- LNFR^-_{t-1})$ ؛ $(\beta_5^+ LNPR^+_{t-1} + \beta_6^- LNPR^-_{t-1})$ الصدمات الموجبة والسالبة في الأجل الطويل في المتغيرات المستقلة.

في حين يمثل كل من:

$$\sum_{t=0}^{q1} (\pi^+_n * \Delta LNFR^+_{t-j}) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi^-_n * \Delta LNFR^-_{t-j}) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi^+_n * \Delta LNER^+_{t-j}) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi^-_n * \Delta LNER^-_{t-j}) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi^+_n * \Delta LNPR^+_{t-j}) + \sum_{t=0}^{q1} (\pi^-_n * \Delta LNPR^-_{t-j}))$$

الصدمات الموجبة والسالبة في الأجل القصير في المتغيرات المفسرة.

- $(j; 1, \dots, n)$ درجة تأخير النموذج.

- $(t : 1 \dots T)$ يمثل الزمن.

- μ_t تمثل حد الخطأ العشوائي والذي يعتبر تشويشا أيضا.

المطلب الثاني: الدراسة الأولية والتمهيدية للبيانات (التحليل الوصفي لبيانات متغيرات الدراسة)

نقوم في هذا المطلب بإجراء دراسة وصفية تحليلية لبيانات متغيرات الدراسة سواء المتعلقة بمخاطر البلد لدولتي الجزائر والإمارات العربية المتحدة، أو تلك التي تخص بورصتها، بورصة الجزائر وبورصة دبي، وهذا لفهم سلوك هذه السلاسل وفهم التغيرات الحاصلة فيها.

أولا/ حالة بورصة الجزائر

نعمل على إجراء دراسة وصفية تحليلية للبيانات، للتعرف على قيم الاحصاءات الوصفية للمتغيرات التي تستخدم في النموذج القياسي والمتمثلة في مقاييس النزعة المركزية ومقاييس التشتت، لفهم السلوك ووصف التقلبات الحاصلة في هذه السلاسل الزمنية.

جدول (2.4). الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة (حالة بورصة الجزائر)

	المؤشر	المخاطر السياسية	المخاطر الاقتصادية	المخاطر المالية
	IND	PR	ER	FR
Mean	1404.923	56.64263	33.75210	45.26212
Median	1293.219	56.01985	35.54505	46.43895
Mximum	3113.500	62.30896	44.86931	49.14924
Minimum	992.2240	51.50000	21.63000	40.35190
Std. Dev	395.5635	2.923502	6.149989	3.250915
Skewness	2.217280	0.388639	-0.081067	-0.205503
Kurtosis	8.999958	2.310580	1.985860	1.664126
Jarque-Bera	139.1620	2.698655	2.636921	7.360153
Probability	0.000000	0.259415	0.267547	0.025221
Observation	60	60	60	60

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

بالاعتماد على قيم الإحصاءات الوصفية المبينة في الجدول (1-3) وبالإستعانة بالأشكال البيانية المرفقة لتطور قيم المتغيرات، نخلص إلى ما يلي:

- بالنسبة لمؤشر البورصة (IND) يتبين من قيم المتغير "Index" أن مؤشر البورصة كان محصورا بين القيمتين 992.224 نقطة و 3113.5 نقطة سجلت خلال الربعين الأول والثاني لسنة 2008، والربع الأخير لسنة 2022 على التوالي، بمتوسط قدر بـ 1404.923 نقطة، وبقيمة مرتفعة للانحراف المعياري بلغت 395.561، مما يدل على وجود تذبذب ملحوظ في مؤشر البورصة خلال فترة الدراسة، تشير القيم الموجبة لمعامل الالتواء (Skewness) المتعلقة بمؤشر البورصة إلى التواء التوزيع (المنحنى) نحو اليمين دلالة على احتمال زيادة تحسن أداء مؤشر البورصة (أي تحسن وتيرة نشاط بورصة الجزائر، فقد تعرف أسعار الأسهم المتداولة في المستقبل ارتفاعا، أو زيادة حجم التداول)، كما يلاحظ أن توزيع قيم مؤشر البورصة أخذ شكلا متطاولا، مما يفسر مشكلة سماكة الذيل، حيث فاق معامل التقلطح (Kurtosis) قيمة الثلاثة التي تقابل التوزيع الطبيعي، أي أن قيم مؤشر بورصة الجزائر خلال فترة الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهو ما تؤكد احتمالية اختبار (Jarque-Bera) الأقل من (0.05)، ويمثل الشكل البياني أدناه التذبذب الملحوظ الذي عرفه مؤشر البورصة خلال فترة الدراسة.

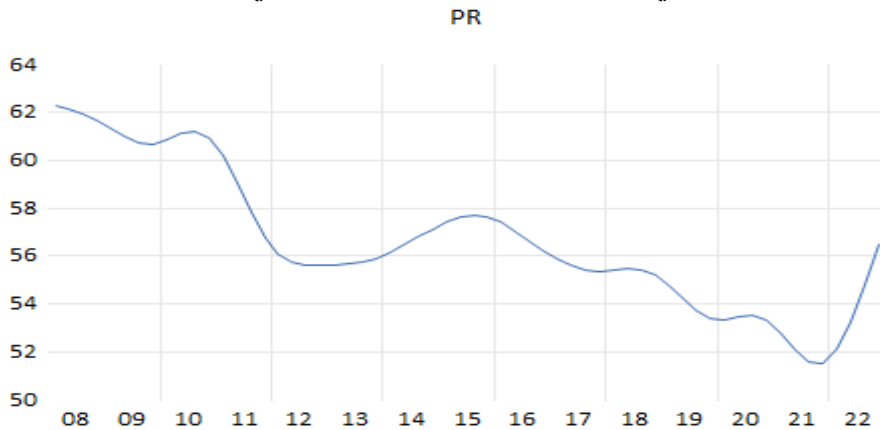
شكل رقم (4-1): التمثيل البياني لتطور مؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

- بالنسبة لمؤشر المخاطر السياسية (PR) : تبين قيم المتغير "PR" أن مؤشر تصنيف مخاطر السياسية في الجزائر كان محصورا بين أقل قيمة 51.50 نقطة سجلت في الربع الرابع من سنة 2021، وأعلى قيمة 62.309 نقطة سجلت في الربع الأول من سنة 2008، بمتوسط بلغ 56.643 نقطة، وبانحراف معياري قدره (2.924) وهو ما يعطينا تشتت ضعيف في قيم السلسلة، مع اتخاذها تفرطح بسيط في الشكل واتباعها التوزيع الطبيعي، وهذا ما أكدته قيمة (Kurtosis) واحتمالية اختبار (Jarque-Bera) التي كانت أكبر من (0.05) والمقدرتان على التوالي (2.698) و (2.310) أما قيمة (Skewness) الموجبة والمنخفضة فدللت على التواء شكل توزيع المخاطر السياسية (PR) إلى اليمين مشيرا إلى احتمالية بداية تحسن الظروف السياسية بالجزائر ويبين الشكل البياني الآتي التغيرات التي عرفها المؤشر خلال فترة الدراسة.

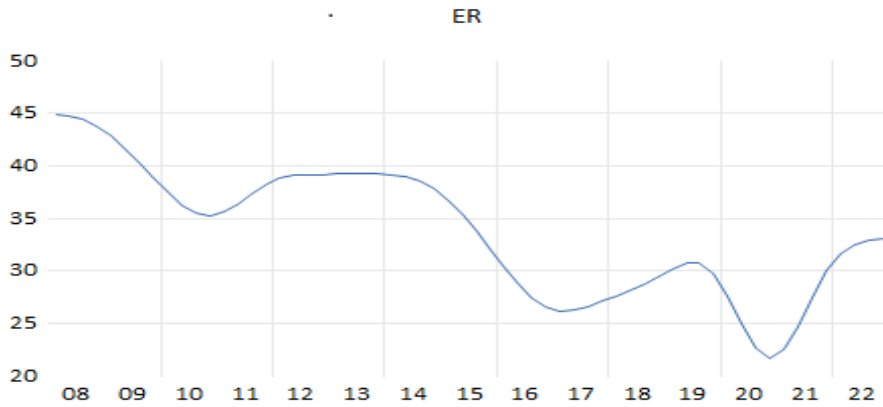
شكل رقم (3-2): التمثيل البياني لتطور مؤشر المخاطر السياسية في الجزائر خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

بالنسبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية (ER) : يتضح من قيم المتغير (ER) أن مؤشر المخاطر الاقتصادية في الجزائر سجل أدنى قيمة له 21.63 نقطة خلال فترة الدراسة في الربع الرابع من سنة 2020، في حين عرف أعلاه مستوياته في الربع الأول من سنة 2008 بقيمة بلغت 44.869 نقطة، وبمتوسط قدر بـ 33.752 نقطة، وبانحراف معياري بلغ (6.149)، وهوما يبين لنا تشتت متوسط في قيم السلسلة، واتخاذها شكل متفرطح حسب معامل (Kurtosis) ، وتوزيعها توزيعا طبيعيا حسب احتمالية (Jarque-Bera) الأكبر من (0.05)، وبالنظر للقيمة السالبة لمعامل (Skewness) الممثلة في (-0.081)، يتضح لنا أن شكل توزيع المخاطر الاقتصادية ملتوي نحو اليسار إشارة إلى انخفاض قيمة المؤشر في الفترة الأخيرة وهذا ما تم تأكيده من خلال أدنى قيمة للمؤشر التي سجلت في الربع الأخير من سنة 2020، غير أن قيمة المعامل التي اقتربت من الصفر تشير إلى بداية تحسن المؤشر واحتمالية الاستمرار على نفس الوتيرة مستقبلا، بالنظر لقيمة المعامل المنخفضة، يوضح لنا الشكل أدناه التغيرات الحاصلة في المؤشر خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (3-4): التمثيل البياني لتطور مؤشر المخاطر الاقتصادية في الجزائر خلال الفترة 2008-2022

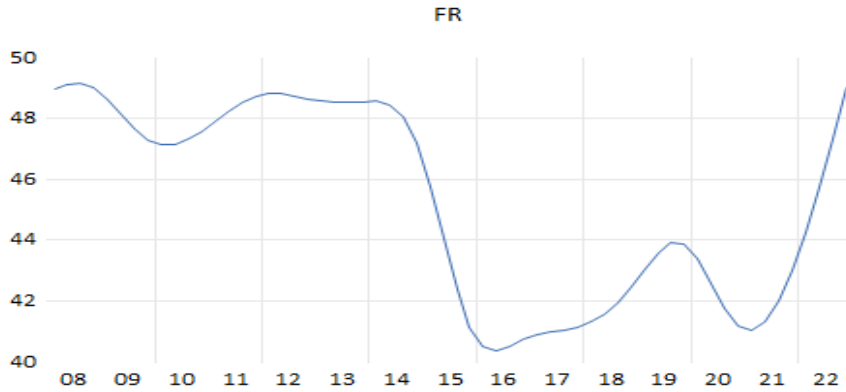


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

- بالنسبة لمؤشر المخاطر المالية (FR) : تبين لنا قيم المتغير (FR) أن مؤشر المخاطر المالية في الجزائر سجل أقل قيمة له خلال الربع الثاني من سنة 2016 بقيمة قدرت بـ 40.352 نقطة، وأعلى قيمة عرفها المؤشر سجلت في الربع الثالث من سنة 2008 وقد بلغت 49.149 نقطة، قدر متوسط قيم المؤشر بـ 45.262 نقطة، مع تسجيل انحراف معياري بـ (3.251)، مما يدل على تشتت ضعيف في قيم السلسلة، أي أن مؤشر المخاطر الاقتصادية أقل تذبذبا في الجزائر خلال الفترة المدروسة، حيث اتخذت القيم بذلك شكل متفرطح حسب معامل (Kurtosis) المقدر بـ (1.334) ، غير أنها لم تتوزع توزيعا طبيعيا حسب قيمة اختبار (Jarque-Bera) الصغيرة (7.360)، وما زادت تأكيده احتمالية الاختبار الأقل من (0.05)، وبالنظر لقيمة معامل (Skewness) السالبة المقدر بـ (-0.205) يتبين لنا أن شكل توزيع المخاطر المالية ملتوي نحو اليسار مشيرا

إلى أن مؤشر المخاطر عرف انخفاضا في قيمه، نرجحها للظروف التي مرت بها الجزائر بعد جائحة كورونا بعد شبه الانغلاق الذي عرفه العالم في تعاملاته التجارية التي أثرت على الموارد المالية، غير أن المؤشر قد يعرف تحسنا مستقبلا بالنظر لقيمة المعامل المنخفضة، ويساعد الشكل التالي في فهم التغيرات الحاصلة في المؤشر خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (4.4): التمثيل البياني لتطور مؤشر المخاطر المالية في الجزائر خلال الفترة 2008-2021



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

يتبين من خلال التمثيلات البيانية لبيانات متغيرات الدراسة خلال الفترة المدروسة وجود ديناميكية متشابهة، أي وجو اتجاه عام متزايد لمستويات مؤشر بورصة الجزائر (IND)، واتجاه عام متناقص لمؤشرات المخاطر السياسية (PR)، المخاطر الاقتصادية (ER)، المخاطر المالية (FR).

ثانيا/ حالة بورصة دبي

يستعرض الجدول (2.4) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التي تخص حالة بورصة دبي

جدول (3.4): الخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة (حالة بورصة دبي)

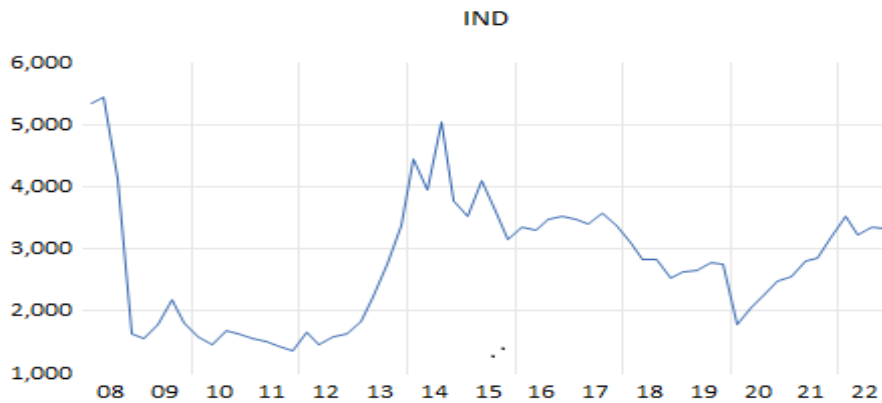
	المؤشر	المخاطر السياسية	المخاطر الاقتصادية	المخاطر المالية
	IND	PR	ER	FR
Mean	2786.882	77.14208	43.46806	39.73209
Median	2795.850	77.51993	43.52057	39.70060
Mximum	5443.800	79.33834	48.51160	42.29097
Minimum	1353.400	74.80497	33.63000	38.50000
Std. Dev	1017.392	1.397512	3.796890	0.820719
Skewness	0.512283	0.011250	-0.662861	0.914868
Kurtosis	2.840306	1.697436	2.905631	3.810094
Jarque-Bera	2.688091	4.242949	4.416110	10.01047
Probability	0.260789	0.119855	0.109914	0.006703
Observation	60	60	60	60

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12

نستخلص من قيم الإحصاءات الوصفية المبينة في الجدول (2.4) وبالاستعانة بالأشكال البيانية المرفقة لتطور البيانات التي تخص بورصة دبي، ما يلي:

- بالنسبة لمؤشر البورصة (IND): انحصرت قيم مؤشر بورصة دبي خلال فترة الدراسة بين أدنى قيمة له سجلت خلال الربع الرابع من سنة 2011 إذ بلغت 1353.4 نقطة، صادف وأن عرفت بعض الدول العربية في هذه الفترة ما يسمى بالربيع العربي، من توترات داخلية واحتجاجات عارمة، غير أن دولة الإمارات العربية المتحدة لم تشهد هذه الأحداث لاتخاذ حكومة الدولة إجراءات لمنع وقوع هذه الاحتجاجات أو الاضطرابات كبيرة داخل حدودها، ويعود انخفاض مؤشر البورصة لانخفاض حجم التداول في هذه الفترة، نرجح أنه نتيجة لخطوة احترازية اتخذها المستثمرون ببورصة دبي خوفا لانهايار أسعار الأسهم وتجنباً لتكبدهم خسائر في استثماراتهم في الأصول المالية نتيجة للأحداث الواقعة في دول الجوار وإمكانية انتقالها للإمارات، وبلغت أعلى قيمة للمؤشر 5443.8 نقطة خلال الربع الثاني من سنة 2008، بالرغم من أن هذه السنة عرفت الأزمة المالية العالمية وما يعرف بأزمة الرهون العقارية التي انتقلت عداها للعديد من الدول، كما قدر متوسط قيم المؤشر بـ 2786.882، وبقيمة انحراف معياري بلغت 1017.392، وهي قيمة مرتفعة جداً، دلالة على وجود تذبذب واضح في مؤشر البورصة خلال الفترة المدروسة، وتشير قيم معامل الالتواء (Skewness) الموجبة إلى التواء المنحني نحو اليمين دلالة على بداية تحسن أداء مؤشر البورصة (مع إمكانية استمراره مستقبلاً، وأن اقتراب قيمة Kurtosis من القيمة ثلاثة التي تقابل التوزيع الطبيعي، يشير إلى تمركز القيم حول المتوسط، وهو ما تؤكد احتمالية اختبار (Jarque-Bera) الأكبر من (0.05)، يوضح الشكل البياني التالي تقلبات مؤشر البورصة خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (4-5): التمثيل البياني لتطور مؤشر بورصة دبي خلال الفترة 2008-2022

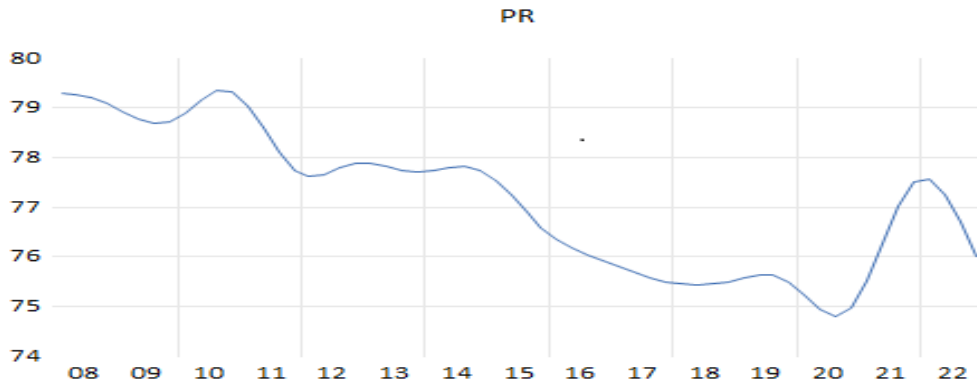


المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

- بالنسبة لمؤشر المخاطر السياسية (PR) : يتبين من قيم مؤشر تصنيف مخاطر السياسية لدولة الإمارات أنها انحصرت خلال فترة الدراسة بين 74.805 نقطة و 79.520 نقطة، والتي سجلت خلال الربع الرابع من سنة 2020 والربع الثالث من سنة 2010 على التوالي، يرجع الانخفاض في مؤشر المخاطر السياسية لدولة الإمارات إلى تراجع طفيف في بعض المؤشرات الفرعية؛ استقرار الحكومة، الظروف الاجتماعية، ملف الاستثمار، وهي عوامل متوقعة التأثير بالإجراءات و القرارات التي اتخذتها حكومة الدولة بسبب الأزمة الصحية التي اجتاحت العالم وكانت في أوجها سنة 2020، كما بلغ متوسط قيم المؤشر 77.142 نقطة، مع انحراف معياري صغير يشير إلى وجود تشتت ضعيف في قيم السلسلة متخذة شكل متفرطح بسيط، موزعة توزيعاً طبيعياً بالنظر لقيمة (Kurtosis) واحتمالية اختبار (Jarque-Bera) التي كانت أكبر من (0.05)، كما تبين قيمة (Skewness) الموجبة على التواء شكل توزيع المخاطر السياسية (PR) إلى اليمين دلالة على العوامل والظروف السياسية المستقرة بدولة الإمارات بدلالة أن قيم المؤشر طيلة فترة الدراسة كانت ضمن مجال المخاطر المنخفضة، وهذا يبينه الشكل البياني التالي.

شكل رقم (4-6): التمثيل البياني لتطور المخاطر السياسية في الإمارات العربية

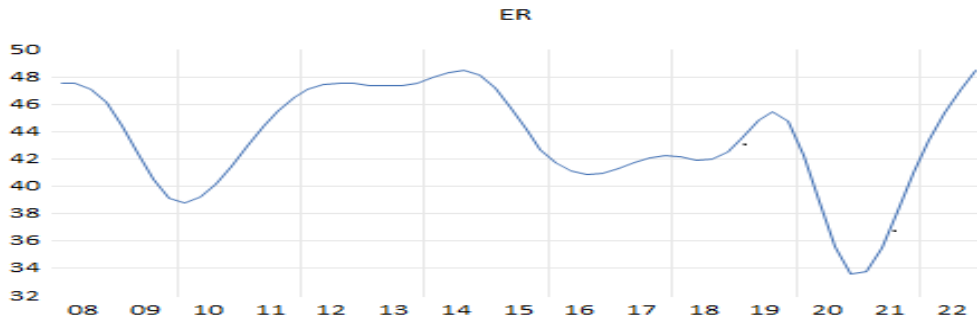
خلال الفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

- بالنسبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية (ER) : سجلت قيم تصنيف المخاطر الاقتصادية في دولة الإمارات خلال فترة المدروسة أدنى قيمة لها 33.63 نقطة خلال الربع الرابع من سنة 2020، في حين سجلت أعلى قيمة تصنيف في الربع الثالث من سنة 2014 بقيمة بلغت 44.869 نقطة، وبمتوسط بلغ 33.752 نقطة، وبانحراف معياري قدر بـ 3.796، وهو ما يبين وجود تشتت متوسط في قيم السلسلة، كما أنه من خلال تفحص معامل (Kurtosis) واحتمالية (Jarque-Bera) فإن قيم المؤشر تتوزع توزيعاً طبيعياً، حيث قدرت هذه المعاملات على التوالي 2.905 و 0.109 (أكبر من المعنوية 0.05)، أما قيمة معامل (Skewness) السالبة، تشير إلى التواء شكل توزيع المخاطر الاقتصادية نحو اليسار إشارة إلى انخفاض قيمة المؤشر، نرجح هذا بشكل كبير لتداعيات والتبعات المترتبة عن الأزمة الصحية لسنة 2020.

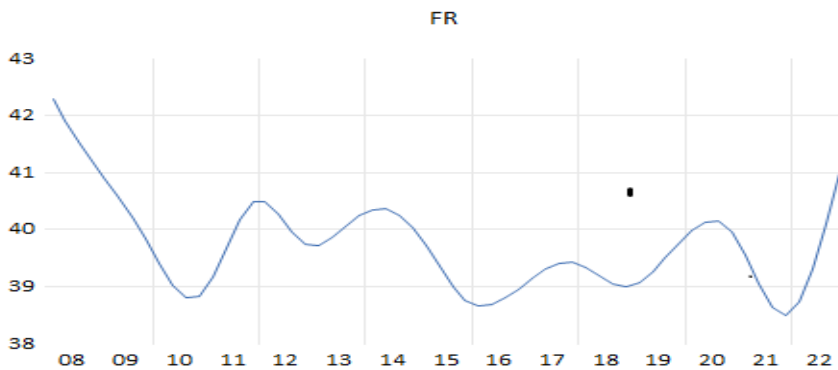
شكل رقم (7.4): التمثيل البياني لتطور المخاطر الاقتصادية في الإمارات العربية
للفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

- بالنسبة لمؤشر المخاطر المالية (FR) : تبين لنا قيم مؤشر المخاطر المالية في دولة الإمارات سجلت أدنى قيمة 38.50 نقطة خلال الربع الأول من سنة 2008 (مزامنة مع الأزمة المالية سنة 2008)، أما أعلى قيمة بلغها المؤشر سجلت خلال الربع الرابع من سنة 2021 بقيمة قدرت بـ 42.29 نقطة، إذ قدر متوسط قيم تصنيف المخاطر المالية بـ 39.73 نقطة، مع تسجيل انحراف معياري صغير جدا يقترب من الصفر، مما يشير إلى أن مؤشر المخاطر المالية أقل تذبذبا في الإمارات خلال الفترة من 2008 إلى 2022، وحسب القيمة 3.81 لمعامل (Kurtosis) فإن قيم المؤشر اتخذت شكلا متطاولا، كما أنها لم تتبع التوزيع الطبيعي وهو ما أكدته احتمالية اختبار (Jarque-Bera) الأقل من المعنوية 0.05 والمقدرة بـ 0.006، وبالنظر للقيمة الموجبة لمعامل (Skewness) والمقدرة بـ 0.915 يتبين أن شكل توزيع المخاطر المالية ملتوي نحو اليمين، أي أن تصنيف المخاطر المالية في الإمارات عرف تحسنا بعد الانخفاض الذي سجله سنة 2021 وإمكانية استمرار التحسن، إن لم تطرأ عوامل وأسباب تعيق هذا التحسن بالنظر للمؤهلات والبنى التحتية التي تتميز بها الدولة والتي ساهمت وتسهم في المواصلة في تحسين وإرساء الاستقرار المالي في الإمارات، يساعد الشكل التالي في بيان تطورات مؤشر المخاطر المالية للإمارات خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (4-8): التمثيل البياني لتطور المخاطر المالية في الإمارات العربية للفترة 2008-2022



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 12

المبحث الثالث: الاختبارات التشخيصية

سيتم محاولة تشخيص البيانات الخاصة بالنموذجين المقترحين من خلال هذه الدراسة بعد إدخال اللوغاريتم عليها، وذلك لتحويل المتغيرات ذات القيم الكبيرة إلى متغيرات بقيم أصغر وهذا لتقليل الاختلافات بين المتغيرات ذات القيم الكبيرة، ولتقليل حدة التغيرات في البيانات، وحتى يتسنى لنا تحديد ما إذا كانت تتطابق والشروط والافتراضات المطلوبة في نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة بشكل عام، والنماذج غير الخطية منها بشكل خاص، وتتمثل هذه الافتراضات أو الشروط في درجة استقرارية متغيرات كل نموذج من النموذجين المقترحين، حيث أن نماذج (NARDL) تفترض أن تكون سلاسل زمنية لمتغيرات النماذج المعتمدة وفق هذه المنهجية متكاملة عند الدرجة (0) أو الدرجة (1) أو أن تكون مزيجا بينهما، بالإضافة إلى أن نماذج (NARDL) تشترط وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل من المتغيرات المفسرة نحو المتغير التابع في النموذج المقدر وفق هذه المنهجية، وتأسيسا عليه فإن الاختبارات التشخيصية تعتبر أهم مرحلة في عملية النمذجة القياسية وفق المنهجية المعتمدة في هذه الدراسة، حيث سيتم من خلال هذا المبحث محاولة اختبار درجة استقرار كل متغير من متغيرات الدراسة في كل نموذج على حدة، بالإضافة إلى اختبار توازنية العلاقة في الأجل الطويل لحالتي الجزائر (بورصة الجزائر)، الإمارات العربية المتحدة (بورصة دبي)، وذلك بالاعتماد على منهج الحدود بالإضافة إلى تطابق شروط معامل تصحيح الخطأ في كل نموذج من النموذجين، ليستوجب بعد ذلك تحديد العلاقة بين المتغير التابع (مؤشر البورصة) والمتغيرات المستقلة (مؤشرات المخاطر، السياسية، المالية، الاقتصادية) لكل حالة من حالات الدراسة (بورصة الجزائر، وبورصة دبي) انطلاقا مما تلميه النظرية الاقتصادية وما توصلت إليه الدراسات السابقة، حيث تساعد التوقعات القبلية لإشارات معلمات النموذج في مرحلة ما بعد التقدير في اختبار المدلول الاقتصادي لهذه المعلمات، وذلك بمقارنتها مع التوقعات المسبقة من حيث طبيعة الإشارات، بعد اختبار فرضيات التالية:

1. يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر السياسية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.
2. يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر السياسية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.
3. يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر الاقتصادية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.
4. يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر الاقتصادية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.
5. يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر المالية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.
6. يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر المالية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.
7. يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر السياسية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.
8. يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر السياسية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.
9. يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر الاقتصادية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.
10. يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر الاقتصادية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.

11. يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر المالية للإمارات العربية مؤشر بورصة دبي.
12. يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر المالية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.

المطلب الأول: دراسة استقرارية المتغيرات

في هذه المرحلة سيتم محاولة تحديد الدرجة التي تستقر بها السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، وكما تم الإشارة مسبقا حول الأهمية البالغة التي تعنى بها استقرارية السلاسل الزمنية في تحديد المنهجية، أو النموذج القياسي الذي يمكن من خلاله قياس الأثر ودراسة العلاقات المتشابكة بين متغيرات الاقتصاد الكلي بشكل عام، فنماذج (NARDL) تفترض أن السلاسل الزمنية لمتغيرات أي نموذج تكون مستقرة عند المستوى أو الفرق الأول، أو أن تكون مزيجا بين المستوى والفرق الأول، ووجود أي متغير متكامل من الدرجة الثانية يعني إلغاء إمكانية استخدام هذا النموذج في التقدير وفق منهجيته.

وبالتالي تعتبر اختبارات الاستقرارية من أبرز الأدوات المستخدمة في تشخيص المنهجية القياسية التي تتوافق وخصائص بيانات كل نموذج بشكل عام، وتمتاز أي سلسلة زمنية بخاصية الاستقرار في حالة عدم احتوائها على جذر أحادي (UNIT ROOT)، ومن أبرز الاختبارات الشائعة الاستخدام في الأدبيات التطبيقية في الكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية اختبارين شائعي الاستخدام وهما:

- (ADF): اختبار ديكي فولر المطور.
- (PP): اختبار فيليبس وبيرون.

ويعتمد الاختبارين عن نفس الفرضيات:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 : \text{عدم استقرارية السلسلة الزمنية (وجود جذر أحادي)} \\ H_1 : \text{السلسلة الزمنية المستقرة (عدم وجود جذر أحادي)} \end{array} \right.$$

يتبع هذان الاختبارين توزيع (Mackinnon 1996)، ويتم الحكم على نتائج الاختبارين بمقارنة القيم المحسوبة لهما مع القيم الجدولية عند مستوى الدلالة (5%)، ويمكن الاستدلال على النتيجة أيضا في النماذج الثلاث على الاختبارين بالاعتماد على القيم الاحتمالية، حيث تكون السلسلة الزمنية لأي متغير مستقرة إذا كانت القيم الاحتمالية للاختبار أقل من القيمة الحرجة (0.05).

نتائج الاختبارات (ADF ; PP) في النماذج الثلاث الخاصة بهذه الاختبارات (في وجود قاطع وفي وجود قاطع واتجاه عام، عدم وجود قاطع واتجاه عام)، وذلك عند المستوى الفرق الأول موضحة في الجداول الموالية:

أولاً/ اختبار استقرارية متغيرات الدراسة عند المستوى:

فيما يلي اختبارات الاستقرارية النموذجين الأول والثاني عند المستوى (I_0) لمؤشر البورصة ومؤشرات المخاطر؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية، بالنسبة للنموذجين الأول والثاني موضحة من خلال الجداول الآتية:

1. حالة بورصة الجزائر:

يبين الجدول الموالي نتائج اختبارات الاستقرارية بالنسبة لبورصة الجزائر وفقا لاختباري (ADF – PP) عند المستوى:

جدول رقم (4.4): اختبارات الاستقرارية عند المستوى (بورصة الجزائر)

اختبار (PP)				
النتيجة	الاحتمال	القيمة المحسوبة	نموذج الاختبار	المتغيرات
غير مستقرة	0.9998	2.0043	حد ثابت	مؤشر البورصة (LNIND)
	0.9998	0.3808	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.9914	2.1256	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.3147	-1.9344	حد ثابت	المخاطر السياسية (LNPR)
	0.8096	-1.5252	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.3498	-0.8354	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.3550	-1.8463	حد ثابت	المخاطر الاقتصادية (LNER)
	0.7034	-1.7768	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.4202	-0.6756	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.5118	-1.5297	حد ثابت	المخاطر المالية (LNFR)
	0.9689	-0.6916	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.6701	-0.0258	بدون حد ثابت واتجاه عام	

اختبار (ADF)				
النتيجة	الاحتمال	القيمة المحسوبة	نموذج الاختبار	المتغيرات
غير مستقرة	0.9999	2.0743	حد ثابت	مؤشر البورصة (LNIND)
	0.9995	0.6539	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.9963	2.4579	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.1112	--2.5448	حد ثابت	المخاطر السياسية (LNPR)
	0.8597	-1.3638	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.6311	-0.1383	بدون حد ثابت واتجاه عام	

غير مستقرة	0.4525	-1.6563	حد ثابت	المخاطر الاقتصادية (LNER)
	0.0738*	-3.3181	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.1838	-1.2752	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.5975	-1.3537	حد ثابت	المخاطر المالية (LNFR)
	0.9943	-0.0581	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.7628	0.2783	بدون حد ثابت واتجاه عام	

- ملاحظة: (*) لها معنوية إحصائية عند 10 %

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (أنظر الملحق 1)

بلغت القيم الإحصائية لـ (t-Statistic) الخاصة باختبار PP لمتغير (LNIND) في النماذج الثلاث (في وجود قاطع، في وجود قاطع واتجاه عام، وعدم وجود قاطع واتجاه عام) على التوالي $T_{Stat} = (2.0043, 0.3808, 2.1256)$ ، وهي كلها أقل من القيمة الجدولية عند مستوى المعنوية 5 %، على اعتبار أن القيم الاحتمالية الخاصة بها على التوالي بلغت $Prob_{STAT} = (0.99, 0.99, 0.99)$ وهي كلها أكبر من القيمة الحرجة 0.05، بالتالي يمكن الحكم جزما بعدم استقرارية هذا المتغير عند المستوى، ونفس النتيجة تم التوصل إليها بناء على اختبار (ADF)، حيث بلغت القيم الإحصائية لهذا الاختبار بالنسبة للمتغير سالف الذكر في نماذج الثلاث (في وجود قاطع، وجود قاطع واتجاه عام، عدم وجود قاطع واتجاه عام) على الترتيب $T_{STAT} = 2.07; 0.65; 2.45$ ، وقد بلغت القيمة الاحتمالية لهذه الإحصاءات على حد سواء (0.99) وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة لاختبار (ADF) والتي تنص على أن السلسلة الزمنية للمتغير (LNIND) غير متكاملة أو غير مستقرة عند المستوى.

نفس النتيجة تم التوصل إليها بالنسبة لمتغير؛ مؤشر المخاطر السياسية (LNPR) ومؤشر المخاطر المالية (LNFR) والمخاطر الاقتصادية (LNER)، حيث أن القيم الإحصائية لستودنت بالنسبة للنماذج الثلاث لاختباري (ADF – PP) أقل تماما بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى الدلالة تساوي أو تقل عن (5%)، حيث أن القيم الاحتمالية المرتبطة بالقيم الإحصائية المحسوبة للاختبارين وفي مختلف النماذج الخاصة بهما بالنسبة للمتغيرات السالفة الذكر أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي المتغيرات؛ المخاطر السياسية، المخاطر الاقتصادية، والمخاطر المالية غير مستقرة أيضا عند المستوى (I_0) ويظهر أن عدم الاستقرارية من النوع (DS).

2. حالة بورصة دبي:

فيما يأتي نتائج اختبارات الاستقرارية بالنسبة لبورصة دبي وفقا لاختباري (ADF – PP) عند المستوى:

جدول رقم (5.4): اختبارات الاستقرار عند المستوى (بورصة دبي)

اختبار (PP)				
المتغيرات	نموذج الاختبار	القيمة المحسوبة	الاحتمال	النتيجة
مؤشر البورصة (LNIND)	حد ثابت	-2.4993	0.1208	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	-3.0254	0.1343	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	-0.4318	0.5280	
المخاطر السياسية (LNPR)	حد ثابت	-1.5189	0.5172	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	-1.9139	0.6348	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	-1.0148	0.2755	
المخاطر الاقتصادية (LNER)	حد ثابت	-2.3697	0.1546	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	-2.2006	0.4803	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	-0.0111	0.6750	
المخاطر المالية (LNFR)	حد ثابت	-3.1349	0.0293**	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	-2.5565	0.3012	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	-0.3290	0.5626	

اختبار (ADF)				
المتغيرات	نموذج الاختبار	القيمة المحسوبة	الاحتمال	النتيجة
مؤشر البورصة (LNIND)	حد ثابت	-2.3649	0.1559	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	-3.0254	0.1343	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	-0.4478	0.5166	
المخاطر السياسية (LNPR)	حد ثابت	-1.6635	0.4434	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	-2.8844	0.1758	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	-1.7861	0.0706*	
المخاطر الاقتصادية (LNER)	حد ثابت	-1.5322	0.5095	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	-3.8716	0.0198**	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	-0.0174	0.6723	
المخاطر المالية (LNFR)	حد ثابت	-1.2246	0.6571	غير مستقرة
	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	1.0644	0.9999	
	بدون حد ثابت واتجاه عام	1.1092	0.9286	

- ملاحظة: (*) لها معنوية إحصائية عند 10%، (**) لها معنوية إحصائية عند 5%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (أنظر الملاحق 2)

بشكل عام ومن خلال نتائج اختبار (ADF - PP) يمكن الحكم بعدم استقرارية جميع المتغيرات الخاصة بالنموذج الثاني من هذه الدراسة عند المستوى، وذلك في النماذج الثلاث للاختبارين (في وجود قاطع، وجود قاطع واتجاه عام وفي عدم وجود قاطع واتجاه عام)، حيث تجاوزت القيم الاحتمالية لاختباري فيليبس بيرون وديكي فيلر الخاصة بكل متغيرات النموذج الثاني القيمة الاحتمالية الحرجة (0.05)، وبالتالي تم قبول فرضية العدم بالنسبة لكل المتغيرات في كل نماذج الاختبارين، والتي تنص على احتواء هذه الأخيرة على جذر أحادي، أي أن كل المؤشرات بالنسبة لبورصة دبي أيضا غير مستقرة وتظهر عدم استقرارية من النوع (DS)، باستثناء أن اختبار (ADF) أظهر أن السلسلة الزمنية لمتغير مؤشر المخاطر الاقتصادية مستقر عند المستوى وفي النموذج الثالث للاختبار، على اعتبار أن القيمة الإحصائية للاختبار في النموذج الثالث بلغت ($T_{stat} = -3.87$) وهي أكبر بالقيم المطلقة من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى الدلالة (0.01)، وأن القيم الاحتمالية لهذا الأخير أقل من القيمة الحرجة (0.05)؛ بشكل عام يمكن اعتبار هذا المؤشر الأخير غير متكامل عند المستوى بناء على اختبار PP من جهة، بالإضافة إلى عدم استقراره في نموذجين من نماذج اختبار (ADF).

ثانيا/ اختبارات الاستقرارية عند الفرق الأول

نظرا لأن كل متغيرات الدراسة في حالتها النموذجين الأول والثاني غير مستقرة عند المستوى في النماذج الثلاث لاختبارات (ADF - PP)، فهي بالتالي تظهر عدم استقرارية ذات سيرورة عشوائية من النوع DS، وللحصول على سلاسل زمنية مستقرة يجب إجراء الفروق على كل متغيرات الدراسة وإعادة الاختبار مرة ثانية.

بعد إجراء الفروقات الأولى لمتغيرات الدراسة وإعادة الاختبار بالاعتماد على نفس الاختبارات

(ADF-PP) تم التوصل إلى النتائج التالية:

1. حالة بورصة الجزائر:

جدول رقم (6.4): اختبارات استقرارية عند الفرق الأول (بورصة الجزائر)

اختبار (PP)				
النتيجة	الاحتمال	القيمة المحسوبة	نموذج الاختبار	المتغيرات
مستقرة	0.0000***	-6.7559	حد ثابت	مؤشر البورصة d(LNIND)
	0.0000***	-7.0969	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0000***	-6.2591	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.5438	-1.4656	حد ثابت	المخاطر السياسية d(LNPR)
	0.0929	-1.7246	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0929	-1.6507	بدون حد ثابت واتجاه عام	

غير مستقرة	0.0640*	-2.8031	حد ثابت	المخاطر الاقتصادية d(LNER)
	0.1755	-2.8830	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0060***	-2.7919	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.3887	-1.7757	حد ثابت	المخاطر المالية d(LNFR)
	0.5509	-2.0704	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0663*	-1.8162	بدون حد ثابت واتجاه عام	

اختبار (ADF)				
النتيجة	الاحتمال	القيمة المحسوبة	نموذج الاختبار	المتغيرات
مستقرة	0.0000***	-6.6093	حد ثابت	مؤشر البورصة d(LNIND)
	0.0000***	-6.9896	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0000***	-6.0411	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.9675	0.1663	حد ثابت	المخاطر السياسية d(LNPR)
	0.9875	-0.3274	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.3471	-0.8395	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.0324**	-3.1057	حد ثابت	المخاطر الاقتصادية d(LNER)
	0.1094	-3.1353	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0025***	-3.1019	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.9468	-0.0686	حد ثابت	المخاطر المالية d(LNFR)
	0.9691	-0.6766	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.5744	-0.2947	بدون حد ثابت واتجاه عام	

- ملاحظة: (*) لها معنوية إحصائية عند 10%، (**) لها معنوية إحصائية عند 5%، (***) لها معنوية إحصائية عند 1%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (أنظر الملاحق 1)

بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى يمكن رفض فرضية العدم لاختباري (ADF-PP) بالنسبة للسلسلة الزمنية الخاصة بالفروقات الأولى لمؤشر البورصة d(LNIND) في النماذج الثلاث للاختبارين (في وجود قاطع واتجاه عام، في وجود قاطع، عدم وجود قاطع واتجاه عام)، على اعتبار أن القيم الجدولية بالنسبة لاختباري (ADF-PP) في كل النماذج أقل من القيم المحسوبة لكل نماذج الاختبارين، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال القيم الاحتمالية التي لم تتجاوز القيمة الحرجة (0.05) بالنسبة للمتغير محل المناقشة في النماذج الثلاث للاختبارين، أي أن متغير مؤشر البورصة متكامل من الدرجة الأولى (I_1) فيما يخص النموذج الأول الخاص ببورصة الجزائر.

بالنسبة للفروقات الأولى لمتغيري المخاطر السياسية والمخاطر المالية $d(LNFR) - d(LNPR)$ فقد أظهرت نتائج اختباري (ADF-PP) عدم استقرارية المؤشرين سالفين الذكر عند الفرق الأول أيضا، حيث أن القيم الإحصائية للاختبارين في نماذجهما الثلاث أقل تماما بالقيم المطلقة من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة يساوي أو يقل عن (5%)، على اعتبار أن القيم الاحتمالية المرتبطة بهذه القيم الإحصائية كلها أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وعليه يمكن الحكم بأن مؤشري المخاطر السياسية والمخاطر المالية بعد إجراء الفروقات الأولى غير مستقرين بناء على اختباري (ADF-PP).

فيما يخص الفروقات الأولى لمتغير المخاطر الاقتصادية، فقد بلغت القيم الإحصائية لاختبار (PP) في النماذج وجود (قاطع، وجود قاطع واتجاه عام، عدم وجود قاطع واتجاه عام) على الترتيب $(T_{STAT} = -2.80; -2.88; -2.79)$ بقيم احتمالية بلغت على الترتيب أيضا (0.06; 0.17; 0.00) بناء عليه فإن نتائج اختبار (PP) بالنسبة لمتغير $d(LNER)$ أظهرت عدم استقراريته في النموذجين الثاني والثالث (وجود قاطع، وجود قاطع واتجاه عام)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بإحصائية ستودنت للنموذجين سالفين الذكر أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، في المقابل فإن النموذج الأول والذي لا يحتوي على قاطع واتجاه عام أظهر نتيجة مخالفة حيث أن قيمة إحصائية ستودنت بالنسبة لهذا النموذج بلغت (0.00) وهي أقل تماما من القيمة الحرجة، من جهة أخرى وبناء على نتائج اختبار (ADF) فقد تم التوصل إلى نفس النتائج تقريبا باستثناء وحيد أن اختبار (ADF) أظهر أن متغير $d(LNER)$ مستقر في النموذج الثاني أيضا لهذا الاختبار (وجود قاطع)، حيث بلغت القيمة الإحصائية لستودنت بالنسبة لهذا النموذج $(T_{STAT} = -3.10)$ بقيمة احتمالية (0.03) وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبشكل عام يمكن اعتبار هذا المتغير أيضا غير متكامل من الدرجة الأولى، لأنه غير مستقر في نموذجين من أصل ثلاث نماذج بناء على اختبار (PP) وفي نموذج وحيد بناء على اختبار (ADF).

2. حالة بورصة دبي:

جدول رقم (7.4): اختبار استقرارية عند الفرق الأول حالة (بورصة دبي)

اختبار (PP)				
النتيجة	الاحتمال	القيمة المحسوبة	نموذج الاختبار	المتغيرات
مستقرة	0.0000***	-6.5293	حد ثابت	مؤشر البورصة $d(LNIND)$
	0.0000***	-6.6522	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0000***	-6.5737	بدون حد ثابت واتجاه عام	

غير مستقرة	0.0561*	-2.8625	حد ثابت	المخاطر السياسية d(LNPR)
	0.2111	-2.7781	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0065***	-2.7655	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.0658*	-2.7911	حد ثابت	المخاطر الاقتصادية d(LNER)
	0.1808	--2.8663	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0058***	-2.8051	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.1761	-2.2979	حد ثابت	المخاطر المالية d(LNFR)
	0.2897	-2.5823	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0172**	-2.3969	بدون حد ثابت واتجاه عام	

اختبار (ADF)				
النتيجة	الاحتمال	القيمة المحسوبة	نموذج الاختبار	المتغيرات
مستقرة	0.0000***	-6.5538	حد ثابت	مؤشر البورصة d(LNIND)
	0.0000***	-6.6669	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0000***	-6.5992	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.6651	-1.2045	حد ثابت	المخاطر السياسية d(LNPR)
	0.8380	-1.4338	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.2681	-1.0315	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.0395**	-3.0220	حد ثابت	المخاطر الاقتصادية d(LNER)
	0.1764	-2.8830	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.0024***	-3.1190	بدون حد ثابت واتجاه عام	
غير مستقرة	0.9466	-0.0712	حد ثابت	المخاطر المالية d(LNFR)
	0.9670	-0.7034	يتضمن حد ثابت واتجاهها عاما	
	0.5918	-0.2476	بدون حد ثابت واتجاه عام	

- ملاحظة: (*) لها معنوية إحصائية عند 10%، (**) لها معنوية إحصائية عند 5%، (***) لها معنوية إحصائية عند 1%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (أنظر الملاحق 2)

بعد إجراء الفروقات من الدرجة الأولى يمكن رفض فرضية العدم لاختباري (ADF-PP) بالنسبة للسلسلة الزمنية الخاصة بالفروقات الأولى لمؤشر البورصة d(LNIND) في النماذج الثلاث للاختبارين (في وجود قاطع واتجاه عام، في وجود قاطع، عدم وجود قاطع واتجاه عام)، على اعتبار أن القيم الجدولية بالنسبة لاختباري (ADF-PP) في كل النماذج أقل من القيم المحسوبة لكل نماذج الاختبارين، ويمكن الاستدلال على ذلك من خلال القيم الاحتمالية التي لم تتجاوز القيمة الحرجة (0.05) بالنسبة للمتغير محل المناقشة في النماذج الثلاث

للاختبارين، أي أن متغير مؤشر البورصة متكامل من الدرجة الأولى (I_1) في ما يخص النموذج الأول الخاص ببورصة دبي.

بالنسبة للفروقات الأولى لمتغير المخاطر الاقتصادية $d(LNER)$ فقد بلغت القيم الإحصائية لتستودنت الخاصة باختبار (PP) لهذا المؤشر في النماذج الثلاث للاختبار $(T_{STAT} = -2.79; -2.86; -2.80)$ تقابلها قيم احتمالية $(0.06; 0.18; 0.00)$ ، وبالتالي بناء على هذا الاختبار فمؤشر المخاطر الاقتصادية غير مستقر في النموذجين الثاني والثالث للاختبار ومستقر في النموذج الأول منه، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية لإحصائية ستودنت بالنسبة لهذا النموذج الأخير أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) ، نفس النتائج تقريبا تم التوصل إليها بناء على اختبار (ADF)، باستثناء أن هذا الاختبار أظهر أن الفروقات الأولى في متغير المخاطر الاقتصادية مستقر في النموذج الثاني للاختبار (ADF)، حيث بلغت قيمة إحصائية ستودنت بالنسبة لهذا النموذج $(T_{STAT} = -3.02)$ بقيمة احتمالية (0.04) وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) ، وبالتالي قبول الفرضية البديلة للاختبار ستودنت بالنسبة لهذا النموذج، بشكل عام يمكن اعتبار هذا المتغير أيضا غير متكامل من الدرجة الأولى في النموذج الثاني لعدم استقراره في النموذجين الأول والثاني للاختبار (PP) بالإضافة إلى النموذج الثالث للاختبار (ADF).

بلغت القيم الإحصائية لتستودنت بالنسبة لمتغير المخاطر المالية في الفروقات الأولى $d(LNFR)$ في النموذج الخاص ببورصة دبي، وفي النماذج الثلاث للاختبار كما هي موضحة في الجدول أعلاه $(T_{STAT} = -2.29; -2.58; -2.39)$ بقيم احتمالية على التوالي $(0.17; 0.28; 0.01)$ ، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة للاختبار (PP)، وخاصة لمؤشر المخاطر المالية بعد إجراء الفروقات الأولى وذلك في النموذج الأول للاختبار والذي لا يحتوي على قاطع واتجاه عام، في حين تم قبول الفرضية الصفرية بالنسبة لنموذجين الثاني والثالث، أما نتائج اختبار (ADF) فقد أظهرت أن متغير المخاطر المالية في الفروقات الأولى غير مستقر في النماذج الثلاث لهذا الاختبار، حيث أن القيم الاحتمالية لإحصائية ستودنت في النماذج الثلاث كما هي موضحة في الجدول أعلاه بلغت على الترتيب $(0.94; 0.96; 0.59)$ ، وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) ، وبالتالي يعتبر متغير المخاطر المالية في الفروقات الأولى غير متكامل من الدرجة الأولى أيضا بناء على اختبائي (ADF-PP).

فيما يخص متغير المخاطر السياسية بعد إجراء الفروقات الأولى لحالة بورصة دبي، فتظهر نتائج اختبار (ADF-PP) عدم استقرارية هذا المتغير للنماذج الثلاث في الاختبارين، حيث أن القيم الاحتمالية لإحصائية ستودنت بالنسبة لهذا المؤشر وفي النماذج الثلاث للاختبارين أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05) ، وبالتالي يمكن قبول جزما الفرضية الصفرية للاختبارين، والتي تنص على عدم استقرار هذا المتغير عند الفرق الأول.

ثالثاً/ اختبارات الاستقرار مع وجود فاصل هيكلية:

تبقى نتائج اختبارات الاستقرار الكلاسيكية والتي أكدت أن مؤشرات المخاطر السياسية، الاقتصادية، والمالية، غير متكاملة عند الدرجة الأولى، غير كافية وغير دقيقة فيما يتعلق بتحليل سيرورة السلاسل الزمنية للمخاطر الثلاث، على اعتبار أن اختبارات الكلاسيكية تتسم بالتحيز الكبير لقبول الفرضية الصفرية وعدم استقرارية المتغيرات، فهي لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الهيكلية والانكسارات المشاهدة في السلاسل الزمنية، وقدم تم تطوير مجموعة من اختبارات الاستقرار تأخذ بعيد الاعتبار وجود نقاط انكسار في السلاسل الزمنية، من بينها (Zivot-Andrews - Bai-Perron – Perron Unit Root Test - Lee Strazicich LM unit root test) من بينها (Unit Root Test)، وغيرها من الاختبارات التي تأخذ بعين الاعتبار نقاط الانكسار، وبالتالي تتجنب التحيز الناجم عن وجود هذه النقاط، وبالنظر إلى الملحقين (3 و4) فيظهر بشكل واضح وجود نقاط انكسار في السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، بالتالي من المحتمل أن تكون عدم استقرارية هذه المتغيرات عند الفرق الأول تعود بالدرجة الأولى إلى وجود نقاط انكسار بها، وهو ما سيتم اعتماده في المرحلة الموالية من خلال تطبيق اختبار (Zivot-Andrews Unit Root Test) على سلاسل الفروقات الأولى في مؤشرات المخاطر الاقتصادية، المالية والسياسية، ويعتبر هذا الاختبار من بين أكثر الاختبارات استخداماً في الأدبيات التطبيقية في حالة وجود نقاط انكسار بالسلاسل الزمنية، ونتائج الاختبار بالنسبة للنموذج الأول والثاني المعتمدين في الدراسة موضحة من خلال الجداول الموالية.

1. بورصة الجزائر:

جدول رقم (8.4): اختبارات الاستقرار في وجود نقاط الانكسار (بورصة الجزائر)

اختبار جدرالوحدة – (Zivot-Andrews)					
Null Hypothesis: DLNER has a unit root with a structural			Null Hypothesis: DLNFR has a unit root with a structural		
Break in the intercept			Break in the intercept		
Chosen break point : 2014Q4			Chosen break point : 2014Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *	Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-4.901271	003761		-4.441490	0.000422
Break in both the intercept and trend			Break in both the intercept and trend		
Chosen break point : 2015Q1			Chosen break point : 2014Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *	Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-4.541546	023095		-5.015791	0.003526
Zivot-Andrews Unit Root Test			Zivot-Andrews Unit Root Test		
Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural			Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural		
Break in the intercept			Break in both the intercept and trend		
Chosen break point : 2018Q2			Chosen break point : 2020Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *	Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-2.778867	0.03379		-3.467573	0.002279

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بناء على النتائج الموضحة في الجدول أعلاه يمكن تسجيل النتائج التالية:

في ما يخص متغير المخاطر الاقتصادية في الفروقات الأولى في المخاطر الاقتصادية (DLNER)، يظهر أن هذا المتغير مستقر عند الفرق الأول بناء على اختبار (Zivot-Andrews) في نموذجي هذا الاختبار (في وجود قاطع، وجود قاطع واتجاه عام)، حيث بلغت القيم الإحصائية للاختبار في النموذجين سالف الذكر على الترتيب $(T_{STAT} = -4.90; -4.54)$ تقابلها قيم احتمالية قدرت بـ $(0.00; 0.02)$ وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05) ، وبناء عليه يمكن قبول الفرضية البديلة للاختبار، والتي تنص على أن متغير المخاطر الاقتصادية في الفروقات الأولى في متكامل من الدرجة الأولى، وهو عكس ما تم التوصل إليه بناء على اختبائي الجيل الأول (ADF-PP).

بلغت القيم الإحصائية للاختبار (Zivot-Andrews) الخاص بمتغير الفروقات الأولى في مؤشر المخاطر المالية في نموذجيه (وجود قاطع، وجود قاطع واتجاه عام) على الترتيب $(T_{STAT} = 4.44; 5.01)$ وهي أكبر تماما من القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة (5%) ، على اعتبار أن القيم الاحتمالية المرتبطة بهذه الإحصاءات أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) ، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة للاختبار والتي تنص على استقرار متغير الفروقات الأولى للمخاطر المالية بالنسبة لحالة بورصة الجزائر عند الفرق الأول.

كما بلغت القيم الإحصائية للاختبار (Zivot-Andrews) بالنسبة لمتغير المخاطر السياسية في النموذجين الأول والثاني لهذا الاختبار على الترتيب $(T_{STAT} = 2.77; 3.46)$ ، وهي أكبر تماما من القيم الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة (5%) ، على اعتبار أن القيم الاحتمالية المرتبطة بهذه الأخيرة أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) ، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة للاختبار، والتي تنص على استقرار متغير المخاطر السياسية في الفروقات الأولى في وجود انكسارات هيكلية.

2. بورصة دبي

جدول رقم (9.4): اختبارات الاستقرار في وجود نقاط الانكسار (بورصة دبي)

Zivot-Andrews Unit Root Test			Zivot-Andrews Unit Root Test		
Null Hypothesis: DLNER has a unit root with a structural			Null Hypothesis: DLNFR has a unit root with a structural		
Break in the intercept			Break in the intercept		
Chosen break point : 2014Q4			Chosen break point : 2014Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *	Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-3.926350	0.023758		-3.423786	0.025362
Break in both the intercept and trend			Break in both the intercept and trend		
Chosen break point : 2019Q4			Chosen break point : 2020Q3		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *	Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-3.903580	0.014226		-3.319865	0.031364

Zivot-Andrews Unit Root Test			Zivot-Andrews Unit Root Test		
Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural			Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural		
Break in the intercept			Break in both the intercept and trend		
Chosen break point : 2020Q2			Chosen break point : 2020Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *	Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-5.310601	0.000495		-4.247907	1.66E-07

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

وقد تم التوصل إلى نفس النتائج الخاصة بورصة الجزائر في بورصة دبي، أيضا فيما يتعلق بدراسة الاستقرار في وجود تغيرات هيكلية في السلاسل الزمنية محل الدراسة، حيث أن متغيرات المخاطر الاقتصادية (DLNER) والمخاطر السياسية (DLNPR) والمخاطر المالية (DLNFR) في الفروقات الأولى متكاملة من الدرجة الأولى بناء على اختبار (Zivot-Andrews)، وهو ما يناقض النتائج المتوصل إليها بناء على اختبارات الجيل الأول أيضا لحالة بورصة دبي.

وبالتالي يمكن الحكم نهائيا باستقرار متغيرات الدراسة لحالتي (بورصة الجزائر وبورصة دبي) عند الفرق الأول وذلك لوجود انكسارات هيكلية في هذه السلاسل الزمنية، وهو ما أكده اختبار (Zivot-Andrews)، وبالتالي فإن النتائج التي تم التوصل إليها بناء على اختبارات الاستقرار من الجيل الأول متحيزة إلى قبول الفرضية الصفرية، التي نصت على عدم استقرار مؤشرات المخاطر؛ السياسية، الاقتصادية والمالية، وكننتيجة عامة فكل المتغيرات المدرجة في الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى.

من خلال نتائج استقرار السلاسل الزمنية التي أظهرت أن كل متغيرات الدراسة متكاملة من الدرجة الأولى (I_1)، الأمر الذي يتيح حسب (Pessiran and Shin ; 2001) إمكانية وجود علاقة تكامل مشتركة بين متغيرات الدراسة؛ مؤشر البورصة، مؤشر المخاطر السياسية، مؤشر المخاطر الاقتصادية، ومؤشر المخاطر المالية، وبعبارة أخرى احتمال وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين المتغيرات المدرجة في كل نموذج من نماذج الدراسة، كما يمكن أن نستخلص أيضا من خلال الاختبارات الاستقرارية بشكل أولي إمكانية تطبيق نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية، فمن أهم فرضياته أن تكون السلسلة الزمنية لمتغيرات أي نموذج مستقرة عند المستوى أو الفرق الأول أو مزيج بينهما، وبالتالي سيتم تطبيق نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية بعد التأكد من وجود علاقات التكامل المشترك في كل نموذج على حدة بالاعتماد على اختبار الحدود.

المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك

من أهم الافتراضات تطبيق نماذج NARDL وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وهو ما سيتم التحقق منه من خلال اختبار الحدود، والتحقق من شروط معلمة تصحيح الخطأ، وقبل الخوض في تطبيق اختبارات التكامل المشترك يجب أولا تحديد درجة التأخير المثلى لكل من

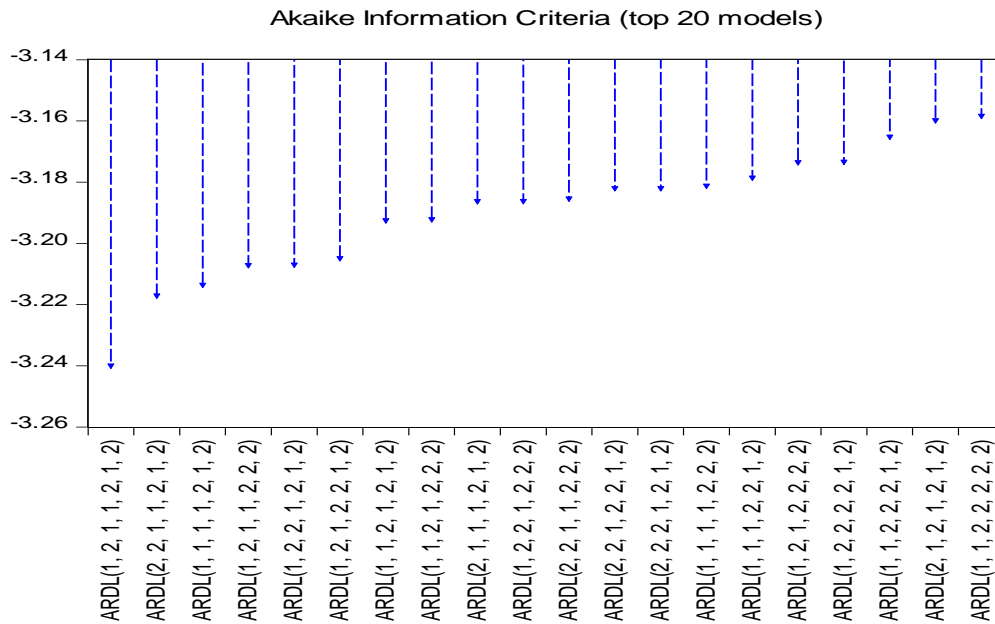
المتغير التابع (مؤشر البورصة) والمتغيرات المفسرة له (مخاطر البلد الرئيسية الثلاث)، حيث يتم تحديد درجة التأخير المثلى لكل متغيرات نموذجي الدراسة بناء على أقل قيمة لمعيار (AIC)، أين يتم تقدير مجموعة من النماذج القياسية والمفاضلة بينها بناء على المعيار سالف الذكر، وفيما يلي سيتم اختبار توازنية العلاقة في الأجل الطويل، وتحديد درجة التأخير المثلى لنموذجي الدراسة والخاصين بكل بورصة على حدة، وهو ما توضحه الأشكال والجدول الموالية:

أولا/ اختبار التكامل المشترك للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

1. اختبار فترة الإبطاء المثلى

بعد إجراء اختبار (AIC) لاختيار فترة الإبطاء المثلى كانت النتائج كما في الجدول الآتي:

شكل رقم (9.4): قيمة معيار (AIC) لأفضل 20 نموذج مقدر (حالة بورصة الجزائر)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

إن تحديد درجة تأخير كل متغير من متغيرات الدراسة بالنسبة لنموذج الدراسة يتم بطريقة أوتوماتيكية، والتي توفرها الإصدارات الحديثة من البرامج القياسية بالاعتماد على تصغير قيم معايير المفاضلة، وفي حالة النموذج الذي بين أيدينا فقد تم تأخير المتغير التابع بفترة زمنية واحدة، أما المتغيرات المفسرة والمتمثلة في كل من القيم الموجبة والسالبة لمؤشرات المخاطر؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية، فقد تم تأخيرها وفق (2,1,1;2,1,2) كما هي مرتبة من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (10.4): اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية ARDL للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Dependent Variable: D(LNIND)				
Selected Model: ARDL (1, 2, 1, 1, 2, 1, 2)				
Included observations : 57				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNPR_POS)	-15.38031	5.470512	-2.811494	0.0076
D(LNPR_POS (-1))	12.82983	8.054672	1.592843	0.1191
D(LNPR_NEG)	-10.45898	2.695008	-3.880872	0.0004
D(LNFR_POS)	5.143368	3.185724	1.614505	0.1143
D(LNFR_NEG)	8.596866	2.589846	3.319451	0.0019
D(LNFR_NEG (-1))	-10.44150	2.585575	-4.038365	0.0002
D(LNER_POS)	-3.596827	0.998869	-3.600901	0.0009
D(LNER_NEG)	-3.739277	1.088120	-3.436458	0.0014
D(LNER_NEG (-1))	4.060753	1.268285	3.201767	0.0027
Coint Eq (-1)	-0.746546	0.108667	-5.870037	0.0000
معادلة الأجل الطويل				
$EC = LNIND - (3.7316*LNPR_POS + 0.6786*LNPR_NEG - 3.3113 *LNFR_POS + 4.4676*LNFR_NEG + 1.6087*LNER_POS - 2.0377 *LNER_NEG)$				
معاملات الأجل الطويل				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNPR_POS	3.731643	3.691337	1.010919	0.3181
LNPR_NEG	0.678599	0.812746	0.834945	0.4087
LNFR_POS	-3.311260	1.802904	-1.836626	0.0737
LNFR_NEG	4.467583	1.167043	3.828121	0.0004
LNER_POS	1.608688	0.709609	2.267007	0.0289
LNER_NEG	-2.037742	0.450603	-4.522259	0.0001
C	5.106178	0.883990	5.776287	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (أنظر الملحق 7)

كما أسلفنا الذكر سابقا، فإن اختبار العلاقة التوازنية في الأجل الطويل من المخاطر المختلفة باتجاه مؤشر البورصة للنموذجين محل الدراسة بشكل عام يعتمد على معيارين أساسيين؛ أولهما تتوفر شروط الخاصة بمعامل تصحيح الخطأ المتمثلة في ساليبيته، بالإضافة إلى دلالاته من الناحية الإحصائية هذا من جهة، بالإضافة إلى الشرط الثاني والمتمثل في اختبار الحدود، حيث يجب أن تكون القيمة الإحصائية لهذا الاختبار أكبر تماما من الحد الأعلى للاختبار، حتى نقبل افتراض وجود العلاقة التوازنية في الأجل الطويل وهو ما

يوضحه الجدول أعلاه، وما يتم مناقشته فيما يلي:

2. معامل تصحيح الخطأ

بلغت قيمة معامل تصحيح الخطأ (-0.746546) أي أنه يحقق الشرط الكافي (سالبية معامل تصحيح الخطأ) والتي تمثل قوة الجذب نحو التوازن من الأجل القصير إلى الأجل الطويل بين متغيرات النموذج محل الدراسة، كما أنه يحقق الشرط الكافي باعتباره دال من الناحية الإحصائية لأن القيمة الاحتمالية لاختبار ستودنت الخاصة بمعلمة تصحيح الخطأ $Prop - T_{Stat} = 0.000$ وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05)، ووحدة الزمن التي يحتاجها معامل تصحيح الخطأ لتصحيح انحرافات الأجل القصير وبالتالي بلوغ التوازن في الأجل الطويل هي $\frac{1}{0.74} = 1.35$ وبالتقريب فصل و 31 يوم.

3. منهج اختبار الحدود (Bonds Testing approach)

جدول رقم (11.4): اختبار الحدود للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Actual Sample Size	57		Finite Sample: n=60	
F-statistic	5.863032	10%	2.253	3.436
k	6	5%	2.643	3.939
		1%	3.531	5.081
t-Bounds Test				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-5.766219	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بلغت قيمة إحصائية ($F_{stat} = 5.86$) وهي أكبر من القيمتين الجدوليتين الدنيا والعليا المعدل من طرف (Pessiran And Shin) على التوالي (2.64 ; 3.39) عند مستوى الدلالة 5%، وبالتالي يمكن الجزم بوجود علاقة توازنية في الأجل الطويل من المتغيرات المفسرة (المخاطر السياسية، المخاطر الاقتصادية، المخاطر المالية) باتجاه المتغير التابع (مؤشر البورصة) للجزائر، وهذا بناء على نتائج اختبار الحدود (Bond test)

وقد تم التوصل إلى نفس النتائج تقريبا بالنسبة لإحصائية ستودنت، حيث بلغت القيمة الإحصائية لاختبار الحدود وفقا لهذه الإحصاءات ($T_{STAT} = -5.76$)، وهي أكبر تماما من القيم العليا والدنيا المجدولة المقابلة لها

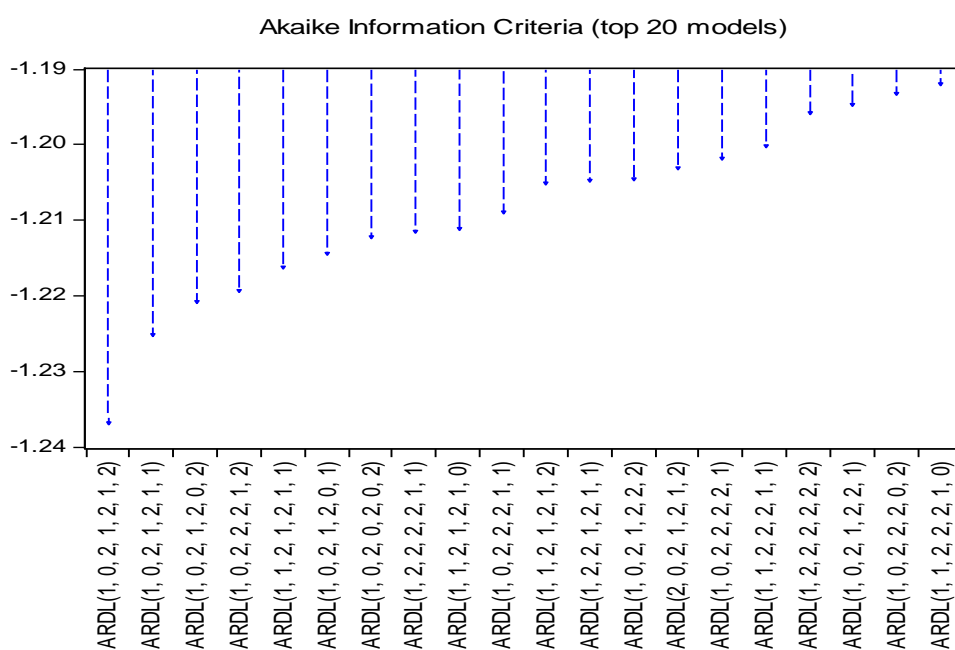
بالقيم المطلقة عند مستوى الدلالة (5%) التي بلغت على الترتيب (-2.86 ; -4.38)، وبالتالي يمكن الجزم قطعاً بوجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشرات المخاطر الثلاث ومؤشر البورصة في (الجزائر).

ثانياً/ اختبار التكامل المشترك للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

1. اختبار فترة الإبطاء المثلى

بنفس المنهجية المتبعة سابقاً سيتم اختبار توازنية العلاقة من مؤشرات المخاطر السياسية والاقتصادية والمالية بالنسبة للنموذج الثاني والخاص ببورصة دبي، حيث سيتم التحقق من شروط معامل تصحيح الخطأ بالنسبة لهذا النموذج بالإضافة إلى التأكد من نتائج اختبار الحدود، وقبل ذلك تم إجراء اختبار الخاص بتحديد درجة التأخير والمفاضلة بين النماذج، بناءً على قيمة معيار (AIC) للنموذج الخاص بحالة بورصة دبي، وفق لأدنى قيمة لهذه المعايير وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (10.4): قيمة معيار (AIC) لأفضل 20 نموذج مقدر (بورصة دبي)



المصدر: من إعداد اطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

يوافق تأخير المتغير التابع بفترة زمنية واحدة، في حين تم تأخير المتغيرات المفسرة كما هي مرتبة في الجدول أدناه كما يلي (0,2,1,2,1,2)، بعد تحديد درجة التأخير المثلى تم تقدير معادلة الأجل الطويل والقصير لنموذج الدراسة وكذا معامل تصحيح الخطأ من خلال النتائج الموضحة أدناه:

جدول رقم (12.4): اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية ARDL للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

ARDL Cointegrating And Long Run Form				
Dependent Variable: D(LNIND)				
Selected Model: ARDL (1, 2, 1, 1, 2, 1, 2)				
Included observations : 57				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LNFR_NEG)	-35.21881	12.73173	-2.766225	0.0085
D(LNFR_NEG(-1))	54.26893	14.07853	3.854730	0.0004
D(LNER_POS)	-4.294422	2.556033	-1.680112	0.1005
D(LNER_NEG)	6.464292	2.195276	2.944637	0.0053
D(LNER_NEG(-1))	-13.63421	3.035757	-4.491205	0.0001
D(LNPR_POS)	59.60044	25.52959	2.334563	0.0245
D(LNPR_NEG)	52.33839	21.29122	2.458215	0.0183
D(LNPR_NEG(-1))	-27.70760	19.78776	-1.400239	0.1690
Coint Eq(-1)	-0.648816	0.071777	-9.039264	0.0000
معادلة الأجل الطويل				
EC = LNIND - (32.7364*LNFR_POS - 22.9909*LNFR_NEG - 15.2539 *LNER_POS + 9.3032*LNER_NEG + 147.4724*LNPR_POS - 5.7493 *LNPR_NEG)				
معاملات الأجل الطويل				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNFR_POS	32.73645	7.657418	4.275128	0.0001
LNFR_NEG	-22.99087	3.491919	-6.584021	0.0000
LNER_POS	-15.25386	2.028830	-7.518551	0.0000
LNER_NEG	9.303221	1.263157	7.365053	0.0000
LNPR_POS	147.4724	18.10959	8.143332	0.0000
LNPR_NEG	-5.749297	10.65093	-0.539793	0.5923
C	4.671445	0.680885	6.860845	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (انظر الملحق 8)

كما أسلفنا الذكر، سيتم اختبار العلاقة التوازنية في الأجل الطويل بين مؤشرات المخاطر الثلاث ومؤشر البورصة، بالاعتماد على كل من شروط معامل تصحيح الخطأ واختبار الحدود.

2. معامل تصحيح الخطأ:

بلغت قيمة معامل تصحيح الخطأ (-0.648816) أي أنه يحقق الشرط الكافي (سالبية معامل تصحيح الخطأ) والتي تمثل قوة الجذب نحو التوازن من الأجل القصير إلى الأجل الطويل بين متغيرات النموذج محل

الدراسة، كما أنه يحقق الشرط الكافي باعتباره دال من الناحية الإحصائية لأن القيمة الاحتمالية لاختبار ستودنت الخاصة بمعلمة تصحيح الخطأ $Prop - T_{stat} = 0.000$ ، وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05)، ووحدة الزمن التي يحتاجها معامل تصحيح الخطأ لتصحيح انحرافات الأجل القصير وبالتالي بلوغ التوازن في الأجل الطويل هي $\frac{1}{0.64} = 1.56$ وبالتقريب فصل و 50 يوم.

3. منهج اختبار الحدود (Bonds Testing approach)

جدول رقم (13.4): اختبار الحدود (حالة بورصة دبي)

F-Bounds Test				
Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Actual Sample Size	57		Finite Sample: n=60	
F-statistic	10.18249	10%	2.253	3.436
k	6	5%	2.643	3.939
		1%	3.531	5.081
		1%	3.15	4.43
t-Bounds Test				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-7.210553	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بلغت قيمة إحصائية ($F_{stat} = 10.18249$) ، وهي أكبر من القيمتين الجدوليتين الدنيا والعليا المعدل من طرف (Pessiran And Shin) على التوالي (2.64 ; 3.93) عند مستوى الدلالة 5%، وبالتالي يمكن الجزم وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين مؤشرات المخاطر المختلفة ومؤشر بورصة دبي خلال فترة الدراسة وهذا بناءً على نتائج اختبار الحدود (Bond test).

نفس النتائج أيضا تم التوصل إليها بالاعتماد على إحصائية (ستودنت) الخاصة باختبار الحدود، حيث بلغت القيمة الإحصائية ($T_{STAT} = -7.21$) ، وهي دالة من الناحية الإحصائية عن مستوى دلالة (5%)، على اعتبار أنها أكبر بالقيم المطلقة من القيمة الجدولية العليا المقابلة لها عند نفس مستوى الدلالة والتي بلغت (-2.86 ; -4.38)، وهو الأمر الذي يؤكد توازنية العلاقة في الأجل الطويل بين مؤشرات المخاطر المختلفة ومؤشر البورصة في دبي.

المبحث الرابع: محاولة بناء نماذج لقياس أثر مخاطر البلد على أداء بورصتي الجزائر ودبي

في هذا المبحث سيتم تقدير نموذجين مستقلين وفق منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطننة وغير خطية (NARDL)، سيتم التركيز من خلال هذا الجزء من الدراسة على محاولة تقدير النموذج الأول لقياس تأثير مؤشرات مخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية، والمالية) للجزائر على مؤشر البورصة في الجزائر، ومحاولة تقدير النموذج الثاني لقياس تأثير مؤشرات مخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية، والمالية) للإمارات العربية على مؤشر البورصة في دبي، ثم تحليل النتائج المتوصل إليها من النواحي الإحصائية والقياسية والاقتصادية.

المطلب الأول: تقدير النموذج الديناميكي غير الخطي لأثر مخاطر البلد على مؤشر بورصة الجزائر

سيتم تقدير النموذج الديناميكي الأول باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، والتحقق من كفاءة هذا النموذج المقدر من الناحية الإحصائية والناحية القياسية (اختبارات مشاكل القياس والاستقرار الهيكلي للنموذج)، وذلك بهدف التأكد من دقة ومدى موثوقية النتائج المتوصل إليها، للاعتماد عليها في عملية التحليل الاقتصادي.

أولا/ التحليل الإحصائي، القياسي والاقتصادي للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

جدول رقم (14.4): المؤشرات الإحصائية لتقدير نموذج NARDL (حالة بورصة الجزائر)

R-squared	0.976055
Adjusted R-squared	0.966477
S.E. of regression	0.042421
Sum squared resid	0.071983
Log likelihood	109.3403
F-statistic	101.9046
Prob(F-statistic)	0.000000
Durbin-Watson stat	2.210154

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (انظر الملحق 5)

1. التحليل الإحصائي للنموذج:

في هذه المرحلة سيتم اختبار المعنوية الجزئية للمعاملات المقدرتها الخاصة بالنموذج الأول، بالإضافة إلى التحقق من المعنوية الكلية لهذا النموذج بشكل إجمالي، وكذا قدرته التفسيرية.

1.1 المعنوية الكلية للنموذج:

نقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن النموذج معنوي بشكل كلي على اعتبار أن القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر $Prop-stat = 0.00$ وهي أقل من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن القيمة المحسوبة لهذا الاختبار أكبر تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة أقل أو يساوي (5%)، وبالتالي تم قبول الفرضية البديلة لها، والتي تنص على المعنوية الكلية لهذا النموذج المقدر.

2.1 المعنوية الجزئية للنموذج:

بناء على النتائج الموضحة في الجدول (10.4)، فإن القيم الاحتمالية لأجل المعلمات المرتبطة بالمتغيرات المفسرة في النموذج الأول من هذه الدراسة وبتأثيراتها المختلفة أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05) عند مستوى معنوية (5%)، وبالتالي فإن جل المتغيرات المفسرة المدرجة في نموذج الدراسة سواء تعلق الأمر بالتغيرات الموجبة أو السالبة في كل من المخاطر الاقتصادية والمالية بتأثيرات حسب كل متغير دال، تؤثر فعليا على المتغير التابع ومؤشر البورصة للجزائر، مع وجود استثناءات بسيطة ويتعلق الأمر بالمعلمة المرتبطة بمتغير المخاطر السياسية بإبطاء فترتين زمنيتين، أين بلغت قيمة إحصائية ستودنت المرتبطة بالمعلمة الخاصة بهذا المتغير ($T_{STAT} = -1.59$) بقيمة احتمالية تساوي إلى (0.11)، وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي فإن هذه المعلمة لا تؤثر على المتغير التابع، ويظهر من خلال النتائج الموضحة في (الملحق 5) أن المعلمة المرتبطة بالقيم الموجبة في متغير المخاطر المالية دون إبطاء غير دالة أيضا من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة (5%)، أين بلغت قيمة إحصائية ستودنت المرتبطة بالمعلمة سالفة الذكر ($T_{STAT} = 1.61$)، وهي أقل تماما من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بها تساوي (0.11)، وهي أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، وبشكل عام فإن غالبية المتغيرات المفسرة سواء القيم الموجبة أو السالبة منها دالة من الناحية الإحصائية في التأثير على المتغير التابع في النموذج الأول.

3.1 جودة التوفيق:

بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2=0.97$) وهي قيمة مرتفعة تؤكد قدرة كل من المخاطر السياسية والاقتصادية وكذا المالية على تفسير التغيرات في المتغير التابع (مؤشر البورصة) بصورة جد مقبولة، حيث أن المخاطر الثلاث تفسر ما نسبته (97%) من التغيرات في مؤشر البورصة في الجزائر، والنسبة الباقية (3%) فهي تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ولكنها مدرجة بهامش الخطأ.

2. التحليل القياسي

الهدف من هذه الاختبارات هو التأكد من خلو نماذج الدراسة من مختلف مشاكل القياس، والتي تتسبب في الحصول على مقدرات زائفة ومتحيزة لمعاملات النماذج، وبالتالي الوصول الى نتائج مضللة، بالإضافة إلى

التحقق من الاستقرار الهيكلي لنماذج (NARDL) المقدر باستخدام اختبار (CUSUM و CUSUMQ)، ونتائج هذه الاختبارات ملخصة في الجداول والأشكال التالية:

جدول رقم (15.4): ملخص لاختبارات مشاكل القياس الكلاسيكية الخاصة بالنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

النموذج	نوع الاختبار	الاختبار	القيمة الإحصائية	القيمة الاحتمالية
الفرعي الأول	الارتباط الذاتي بين الأخطاء	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:	2.182379	0.1396
	عدم ثبات التباين	Heteroskedasticity Test: ARCH	0.004437	0.9489
	التوزيع الطبيعي للبواقي	Jarque-Berra	9.8874	0.0071
	ملائمة الشكل الدالي	Ramsey Reset Test	0.222205	0.6400

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

ترتكز الاختبارات المبينة في الجدول أعلاه على فرضيات متشابهة إلى حد ما، حيث أن فرضية العدم تنص على عدم وجود المشكلة سواء مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء أو عدم ثبات تباينات الأخطاء خلال فترة الدراسة، أو أن بواقي تقدير كل نموذج تتبع التوزيع الطبيعي، ومن الملاحظ من خلال الجدول السابق أن القيم الاحتمالية لاختباري عدم ثبات التباين (Heteroskedasticity Test: ARCH) واختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) بلغت على التوالي (0.94، 0.48) وهي أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي قبول فرضية العدم بالنسبة للاختبارين سالف الذكر، أي يمكن القول بأن النماذج المقدره محل الدراسة لا تعاني من مشكلتي الارتباط الذاتي بين الأخطاء وعدم ثبات التباين.

- بالنسبة لاختبار ملائمة الشكل الدالي فقد بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (Ramsey Reset Test) قيمة (0.22) وهي غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذا الاختبار أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي قبول الفرضية الصفرية لهذا الاختبار والتي تنص على أن الشكل الدالي المعتمد في نموذج الدراسة الأول ملائم قياسيا لهذا النموذج من ناحية الشكل لنموذج الدراسة، من جهة أخرى بلغت القيمة الإحصائية (J-Berra stat = 9.8874) وهي دالة من الناحية الإحصائية، وبالتالي يمكن رفض فرضية العدم التي تنص على أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، وحسب ما هو معروف في الأدبيات التطبيقية فوجود ثلاث اختبارات تظهر نتائج إيجابية من أصل أربعة اختبارات تمكن الباحث من اعتماد النموذج واعتباره صالحا في عملية التحليل الاقتصادي بشكل عام.

- أما للكشف عن وجود مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة نستعين باختبار أو قاعدة (Kline)، حيث يعتمد هذا الاختبار على مقارنة قيمة معامل التحديد (R^2) مع مربع معامل الارتباط البسيط بين أي متغيرين مستقلين في الدالة المقدره، في حالة كانت قيمة معامل التحديد (R^2) أكبر

من مربع معامل الارتباط البسيط بين أي متغيرين مستقلين، يعني هذا عدم وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة في الدالة المقدره، والعكس صحيح، كما نستعين أيضا باختبار أو معامل تضخم التباين (VIF) بين المتغيرات المستقلة، تشير القاعدة العامة لهذا الاختبار على أنه إذا كانت قيمة ($VIF > 10$) فإن ذلك يعني وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات، (Michael H, Christopher J, John , & William , 2005, p. 409) ما يميز هذا الاختبار أنه يعزز وقد يكمل الاختبار السابق، لوجود حالات يكشف فيها اختبار (VIF) عن وجود مشكلة التعدد الخطي في حين قاعدة (Kline) لا تكشف عنها. (Victor & Bolívar, 2023, p. 56) ، وعليه يتضح من خلال المصفوفة الواردة في الجدول (15.4) أن مربع أكبر قيمة لمعامل الارتباط البسيط بين أي متغيرين مستقلين في الدالة المقدره بلغت (0.894)، وهي أصغر من قيمة معامل التحديد (R^2) والبالغة (0.976)، أي أن ($R^2 > r^2_{xixj}$)، يعني هذا عدم وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة (مخاطر البلد؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية) في الدالة المقدره.

جدول رقم (16.4): مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة (حالة بورصة الجزائر)

	LNPR	LNER	LNFR
LNFR	1	0.689042	0.531658
LNFR	0.689042	1	0.894306
LNFR	0.531658	0.894306	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS.12

كما تؤكد نتائج معاملات تباين التضخم للمتغيرات المستقلة للنموذج الخاص بحالة (بورصة الجزائر) الظاهرة في الجدول (17.4) عدم وجود مشكلة التعدد الخطي، حيث كانت قيم (VIF) المحسوبة كلها أقل من 10.

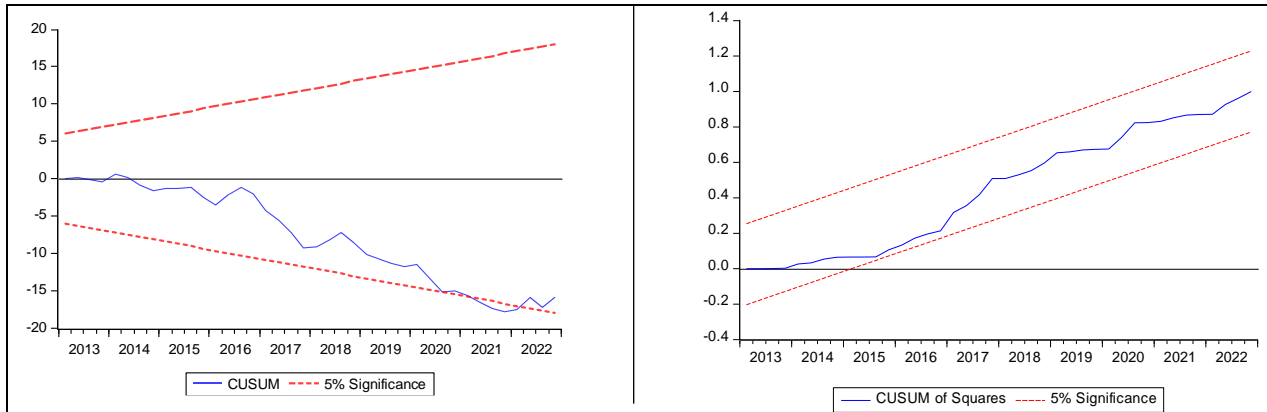
جدول رقم (17.4): قيم معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة (حالة بورصة الجزائر)

المتغيرات المستقلة	قيمة (VIF)
المخاطر السياسية (LNPR)	2.043
المخاطر الاقتصادية (LNER)	7.319
المخاطر المالية (LNFR)	5.359

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS.12

- بالنسبة لاختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج الدراسة فقد تم الاعتماد على اختبار مربعات المجموع التراكمي وهو الموضح من خلال الشكل أدناه:

شكل رقم (11.4): نتائج اختبارات CUSUM وCUSUMQ الخاصة بالنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

يظهر من الشكل أعلاه، أن المجموع التراكمي للبواقي المعاودة CUSUM، أي القيم التجميعية (بالخط الأزرق) تقع داخل مجالات الثقة (الخط الأحمر)، وبالتالي مقدرات نموذج الدراسة تمتاز بالاستقرار خلال فترة الدراسة عند حدود معنوية 5%، أما بالنسبة للمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة CUSUMSQ (بالخط الأزرق)، فهو يقطع أحد خطي مجالات الثقة (الخط الأحمر)، لكن سرعان ما يعود ويستقر داخل مجالات الثقة عند مستوى معنوية 5%، منه ومن خلال هذان الاختباران نقول أن هنالك استقرار وانسجام في النموذج بين نتائج الأجل القصير ونتائج الأجل الطويل، وبالتالي لا يوجد مظهر لأي تغيير هيكل في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة، وبعبارة أخرى توجد معادلة واحدة لهذا النموذج خلال فترة الدراسة.

3. التحليل الاقتصادي

سيتم التركيز في عملية التحليل الاقتصادي على معادلة التكامل المشترك والموضح في الجدول (10.4)، وذلك بهدف تحديد وتحليل استجابة المتغير التابع (مؤشر البورصة) للتغيرات الموجبة والسالبة لكل من مؤشر؛ المخاطر السياسية، الاقتصادية، والمالية، في الأجلين الطويل والقصير.

3.1 في الأجل القصير

– تشير الإشارة السالبة للمعلمة المرتبطة بالتغيرات الموجبة في المخاطر السياسية (LNPR_POS)، إلى الأثر السلبي لهذا الأخير على مؤشر بورصة الجزائر، وبالتالي فإن زيادة قيمة المؤشر المبطن بفترة واحدة وتراجع المخاطر السياسية يؤدي إلى تراجع قيمة مؤشر البورصة للجزائر، وذلك بمرونة جد مرتفعة حيث أن تراجع المخاطر السياسية نتيجة لزيادة قيمة المؤشر الخاص بها بنسبة (100%) يؤدي الى تراجع مؤشر البورصة بمرونة مرتفعة تصل إلى (15,38%)، ليتلاشى بعدها هذا التأثير للمؤشر المبطن بفترتين، قد تبدو في البداية هذه الظاهرة من المفاهيم المتناقضة، إلا أنه يمكن تفسير ذلك من خلال العديد من العوامل الاقتصادية وحتى المالية، ففي العديد من الحالات التي يتمتع فيها البلد بمخاطر سياسية منخفضة واستقرار

سياسي يلجأ فيه المستثمرين إلى استكشاف قنوات استثمارية أخرى، كالاستثمار في العقارات، السلع، وحتى الاستثمار في الشركات الناشئة، وهو ما يحدث بالضبط في الجزائر في الآونة الأخيرة، ومع وجود السوق الموازية للصرف (السكوار)، فضلا عن الجانب الديني (الوازع الديني) لدى معظم الجزائريين الذي يحول بينهم وبين الاستثمار في البورصة، تجنباً لكل ما يتعارض والشريعة الإسلامية (الفائدة الربوية)، إذ يقودهم هذا إلى الاستثمار في قنوات أخرى غير البورصة.

- تشير الإشارة السالبة للمعلمة المرتبطة بالتغيرات السالبة لنفس المتغير (LNPR_NEG)، إلى الأثر السلبي لتراجع قيمة المؤشر نتيجة لزيادة المخاطر السياسية على مؤشر البورصة للجزائر، حيث أن تراجع قيمة المؤشر في الجزائر بنسبة (100%)، يؤدي إلى تراجع قيمة مؤشر البورصة لها بنسبة لا تتجاوز (10.45%) ويمكن تفسير ذلك؛ على أن انخفاض قيمة مؤشر المخاطر السياسية نتيجة لانخفاض أحد أو مجموعة من مؤشرات الفرعية له/ لها دلالتها وتأثيره/ها من الناحية الاقتصادية، وهو ما كان عليه الحال بالنسبة للجزائر، حيث أن من أسباب تراجع مؤشر المخاطر السياسية هو تراجع كل من مؤشر؛ استقرار الحكومة، خريطة الاستثمار، التوترات الداخلية، وهي عوامل لها تأثير على اللوائح التشريعية، والقوانين التنظيمية المتعلقة بالاستثمار المباشر وغير المباشر، لعدم ثباتها، حيث الكثير من هذه القوانين والتنظيمات باتت تنظيرية لا تطبيقية، نتيجة للتغيرات المتكررة والمستمرة في الطواقم الحكومية وما تحمله الحقائق الوزارية من خطط ورؤى استراتيجية، إلى جانب هذا التوترات الداخلية التي من شأنها أن تبتث الخوف والهلع في نفوس المستثمرين والمتعاملين في البورصة تجعل منهم أشد حذراً في تداولاتهم، تحسباً لأي طارئ سياسي قد يؤدي إلى عرقلة مصالحهم (خاصة المتعلقة بالسيولة).

- تشير الإشارة الموجبة للمعلمة المرتبطة بالتغيرات السالبة في مؤشر المخاطر المالية (LNFR_NEG)، إلى الأثر الإيجابي لتراجع قيمة المؤشر الخاص بالمخاطر المالية على مؤشر البورصة في الجزائر، تراجع قيمة المؤشر بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة قيمة مؤشر بورصة الجزائر بنسبة تتجاوز (8.59%)، ويمكن تفسير هذه النتيجة لواحد من الأسباب التي أدت إلي تراجع مؤشر المخاطر المالية في الجزائر، ألا وهو مؤشر سعر الصرف، فبالنسبة للشركات التي تعتمد على الصادرات أو لديها إيرادات كبيرة من خارج البلاد (مثالها في حالة بورصة الجزائر شركة صيدال و شركة بيوفارم) اللتان تتشيطان في القطاع الصيدلاني، فإن انخفاض قيمة العملة يمكن أن يؤدي إلى تحسين قيمة هذه الشركات عند تحويل الأرباح إلى العملات الوطنية، ما يجعل هناك إقبال للتداول على أسهمها بالتالي رفع قيمتها، فينعكس هذا إيجاباً على مؤشر البورصة، كذلك بالنسبة للشركات التي تنشط في القطاع السياحي (كشركة التسيير الفندقي الأوراسي المدرجة في البورصة)، فإن انخفاض قيمة العملة يمكن أن يجعل الوجهات السياحية في البلاد أكثر جاذبية للسياح الأجانب، مما يسهم في تحسين الأداء المالي لهذه الشركات ويؤثر إيجابياً على مؤشر البورصة، يتحول هذا الأثر لمؤشر المخاطر

المالية بالتغيرات السالبة على مؤشر البورصة للجزائر من الإيجاب إلى السلب بالإبطاء بفترة زمنية واحدة، حيث أن المعلمة المرتبطة بنفس المتغير المبطن بفترتين زمنيتين، إشارتها سالبة وبمرونة أعلى من المرونة المسجلة بالنسبة لنفس المتغير مع إبطاء فترة زمنية واحدة، حيث تجاوزت هذه المرونة (10,44%)، يمكن تفسير هذا إلى أن استمرار تدني قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، يؤثر هذا بشكل مباشر على الشركات التي تعتمد على استيراد المواد الخام أو المكونات الخاصة بها، حيث يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى زيادة تكلفة هذه المواد وبالتالي تقليل الأرباح، مما يؤثر على تقييم أسهمها، وإذا كان هذا الانخفاض في قيمة العملة مصحوبا بارتفاع في معدلات التضخم، فإن ذلك قد يؤدي إلى تقليل القدرة الشرائية للمستهلكين والشركات (المستثمرين والمتعاملين في البورصة)، مما يؤثر على الأرباح ومنه تقييم أسهم هذه الشركات وبالتالي التأثير على أداء مؤشر البورصة، وعلى المستوى الكلي يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة العملة إلى فقدان الثقة في الاقتصاد، إذ ينعكس هذا سلبا على أداء البورصة.

- فيما يخص مؤشر المخاطر الاقتصادية بالتغيرات الموجبة والسالبة (LNER_POS و LNER_NEG)، فقد أظهرت نتائج التقدير له أنه يؤثر بشكل سلبي على مؤشر البورصة بالجزائر، وذلك في حالة زيادة قيمة مؤشر أو تراجع قيمته، وبالتالي فإن تراجع حجم المخاطر الاقتصادية نتيجة لارتفاع قيمة المؤشر تؤثر بشكل سلبي على مؤشر البورصة في الجزائر، وذلك بمرونة تقدر بـ (3.59%)، فهناك عدة عوامل قد تؤدي إلى انخفاض مؤشر البورصة رغم انخفاض مخاطر البلد الاقتصادية، وهذا لأسباب ترتبط بتوقعات المستثمرين حول الاقتصاد بشكل عام أو حول أداء البورصة بشكل خاص، وحتى لو كانت المخاطر الاقتصادية منخفضة يظل المستثمرون غير متأكدين بشأن الظروف الاقتصادية السائدة، أو يتوقعون تطورات سلبية أخرى، وقد يعود سبب انخفاض مؤشر البورصة حتى مع انخفاض المخاطر الاقتصادية، لمخاوف اقتصادية عامة بشأن الاقتصاد العالمي أو قطاعات معينة تؤدي إلى تراجع الثقة لدى المستثمرين.

في المقابل فإن زيادة المخاطر الاقتصادية نتيجة لتراجع قيمة المؤشر تؤثر أيضا بشكل سلبي على المؤشر البورصة للجزائر وبمرونة تتراوح (-3.73%) بإبطاء فترة زمنية واحدة، وتؤثر بشكل إيجابي بمرونة (4.06%) بعد إبطاء المؤشر بفترتين زمنيتين، حيث أن المخاطر مرتبطة بالتغيرات الحاصلة في؛ التضخم، نصيب الفرد من الدخل الإجمالي، والعجز في الميزانية العامة للدولة على سبيل الذكر لا الحصر، فهي تؤثر بشكل سلبي ومباشر على مؤشرات أداء البورصة، فالتضخم يجعل انخفاض قيمة النقود والاستثمار في الأصول المالية كالأسهم تفقد قيمتها، كما قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج والخدمات، يؤثر هذا على الأرباح الصافية للشركات، إذا لم تتمكن هذه الأخيرة من تحويل هذه التكاليف إلى زيادة في الأسعار، ليتسبب هذا في انخفاض القيمة السوقية لها، كما أن للتضخم تأثير على سعر الفائدة في حالة لجوء البنك المركزي للتصدي للتضخم من خلال رفع أسعار الفائدة، فهذه السياسة تزيد جاذبية السندات والأصول ذات العائد الثابت على حساب

الأسهم التي تقل جاذبيتها كخيار استثماري، ومن أحد المخاطر الفرعية للمخاطر الاقتصادية التي قد يؤثر سلبا على مؤشر البورصة ألا وهو العجز في الميزانية العامة للدولة، الذي يتسبب في فرض إما زيادة في الضرائب أو فرض سياسات نقشفية، وهو ما قد يؤثر على الشركات والمستثمرين فيؤدي إلى تراجع في أداء البورصة، أما لانخفاض نصيب الفرد من الدخل الإجمالي له تأثير سلبي على مؤشر البورصة، نتيجة تقليل إمكانية المستثمرين للاستثمار في البورصة (لعدم امتلاكهم فائض من الأموال، أو مدخرات يمكن توجيهها للاستثمار)، كما يتسبب الانخفاض في نصيب الفرد من الدخل الإجمالي إلى انخفاض الطلب على منتجات الشركات وخدماتهم، فقد يتراجع أداءهم المالي مما يؤدي إلى تراجع في أسعار الأسهم في البورصة، وبخصوص التأثير الإيجابي لمؤشر المخاطر الاقتصادية بالقيمة السالبة والمبطن بفترتين، يرجح أنه يعود إلى توقعات المستثمرين الإيجابية حول الأداء المالي للشركات و تحسنه، حيث يتعامل المستثمرين بفعالية مع تلك المخاطر، واستعدادهم لتحملها بهدف تحقيق عوائد أعلى.

2.3 في الأجل الطويل:

- بالنسبة للمخاطر السياسية، فقد أظهرت نتائج التقدير في الأجل الطويل عدم وجود أي أثر لكل من التغيرات الموجبة والسالبة في المخاطر السياسية (LNPR_POS و LNPR_NEG) على مؤشر البورصة للجزائر في الأجل الطويل، حيث أن المعلومات المرتبطة بالتغيرات الموجبة والسالبة في مؤشر المخاطر السياسية لا تؤثر من الناحية الإحصائية على مؤشر البورصة للجزائر، بما أن بورصة الجزائر للأسف هي خارج التصنيف لم ترق أن تكون حتى ضمن البورصات الحدودية، بحيث لازالت غير منفتحة على المستثمرين الأجانب، رغم صدور القوانين التي تسمح بذلك، ليقصر التداول على الأسهم في بورصة الجزائر على المستثمرين المحليين، ففي الغالب وعلى العموم تتفاوت درجة التأثير بين المستثمرين المحليين والمستثمرين الأجانب، بحيث يتأثر المستثمرون المحليون في أغلب الحالات بالتقلبات في المشهد السياسي، فيكونون أكثر تعرضا للتأثيرات النفسية بسبب التفاعل الأكبر مع الأخبار المحلية والقضايا السياسية، فتراجع مستويات الثقة لديهم بسبب عدم اليقين السياسي، وسرعان ما يزول هذا التأثير باتضح الرؤية أو زوال العارض (مع الإشارة إلى أن المشهد السياسي في الجزائر خلال فترة الدراسة صنفت مخاطره بالمتوسطة، قيم التصنيف كانت جد متقاربة، باستثناء الفترة من 2008 إلى 2010 التي كانت فيها المخاطر منخفضة)، في حين أن المستثمرين الأجانب لديهم حس تجاه السياسة العالمية، فهم أكثر استجابة للتطورات العالمية والتداولات العالمية التي قد تؤثر على قراراتهم الاستثمارية خاصة في البورصات الناشئة محل اهتماماتهم كونها مصدرا للربح وللمخاطرة في آن واحد، ولعل هذه الأسباب الجوهرية المرجحة لعدم وجود تأثير للمخاطر السياسية بالتغيرات الموجبة أو السالبة على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل الطويل.

- بالنسبة لمؤشر المخاطر المالية بالتغيرات الموجبة (LNFR_POS)، أظهرت نتائج التقدير عدم وجود تأثير لهذا الأخير على مؤشر البورصة في الجزائر في الأجل الطويل، أما بالنسبة لنفس المتغير بالتغيرات السالبة (LNFR_POS)، فقد كان لها تأثير إيجابي على مؤشر بورصة الجزائر، حيث تراجعت قيمة المؤشر وبالتالي

زيادة المخاطر المالية يؤدي إلى ارتفاع مؤشر بورصة الجزائر، وذلك بمرور تقدر ب(4,46%)، فعمل تمتع الجزائر بتصنيف متقدم لمؤشر المخاطر المالية ضمن فئة المخاطر المنخفضة، وذلك لتمتعها بمركز مالي خارجي قوي (خاصة مع مديونية جد منخفضة) عزز لدى المستثمرين الردود السريعة على التطورات المالية التي قد تحدث، وجعلهم يركزون أكثر على توقعات السوق، نمو الشركات، وفرص الاستثمار الطويلة الأجل، هذا ما أدى إلى عدم وجود تأثير سلبي لانخفاض قيمة مؤشر المخاطر المالية (ارتفاع المخاطر المالية) على مؤشر البورصة في الأجل الطويل.

بالنسبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية بالتغيرات الموجبة (LNER_POS)، أي زيادة قيمة المؤشر (تراجع المخاطر الاقتصادية) يؤثر بشكل إيجابي على مؤشر بورصة الجزائر، حيث أن زيادة قيمة المؤشر بنسبة (100%) تؤدي إلى زيادة مؤشر بورصة الجزائر بنسبة تتجاوز (1.60%)، في المقابل فإن نفس المتغير بالتغيرات السالبة (LNER_NEG)، يؤثر بشكل سلبي على مؤشر البورصة في الجزائر، حيث أن تراجع قيمة المؤشر بنسبة (100%)، تؤدي إلى تراجع مؤشر البورصة في الجزائر بنسبة تتجاوز (2,03%)، إن استمرار انخفاض أو ارتفاع المخاطر الاقتصادية لفترات طويلة يؤثر إيجابا أو سلبا على نفسية المستثمرين حسب الحالة، عندما تنخفض المخاطر الاقتصادية تكون لدى المستثمرين توقعات إيجابية بشأن المستقبل الاقتصادي، والشعور بأن البيئة الاقتصادية أكثر استقرارا وأقل تقلبا، يشجعهم على الاستثمار وزيادة الاستثمار في الأسهم في الأجل الطويل، هذا يسهم في الرفع من مؤشر البورصة، والعكس يؤدي ارتفاع المخاطر الاقتصادية إلى تباطؤ في النمو الاقتصادي، مما يؤثر على أرباح الشركات وقيمة أسهمها وبالتالي، يمكن أن يتسبب هذا في انخفاض مؤشر البورصة في الأجل الطويل، كما قد يزيد ارتفاع المخاطر الاقتصادية من القلق والتوتر بين المستثمرين، يدفعهم هذا إلى تفضيلهم التخلص من المخاطر والبحث عن استثمارات أقل مخاطرة، وهذا يؤثر على مؤشر البورصة.

ثانيا/ اختبار العلاقة التناظرية وتحليل أثر الصدمات في النموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

بعد التأكد من تحقق فرضيات نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطنة غير الخطية في نموذج الدراسة لحالة الجزائر، وخلوها من مختلف مشاكل القياس، بالإضافة إلى استقرار المعلمات المقدره لهذا النموذج، وللحصول على فهم شامل ومتقدم للتأثيرات الموجبة والسالبة للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، سيتم في هذه المرحلة اختبار العلاقة التناظرية (أو عدم التماثل) في الأجلين القصير والطويل، وتحليل أثر الصدمات المحتملة في كل من المخاطر؛ السياسية، الاقتصادية والمالية، وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر، وذلك في الفترات المستقبلية (15 فترة زمنية). باستخدام اختبار Wald والرجوع للتمثيل البياني للصدمات (Multiplier Graph)، مع الأخذ في الحسبان أن لكل أداة لها خصائصها (نقاط قوة وضعف).

1.1 اختبار التناظرية (عدم التماثل)

يتم اختبار عدم التماثل للصددمات الموجبة والسالبة في الأجلين القصير والطويل للمعلومات المقدرة بالاستعانة باختبار (wald)، حيث يركز الاختبار على الفروقات الإحصائية بين معاملات الصدمات الموجبة والسالبة، معتمدا على فرضيات على أساسها تفسر نتائج الاختبار.

1.1 اختبار عدم التماثل في الأجل القصير

تكون صياغة فرضيات اختبار عدم التماثل في الأجل القصير كالتالي:

- الفرضية الصفرية (العدم): الصدمات الموجبة والسالبة للمخاطر (السياسية، او الاقتصادية، أو المالية) لها تأثير متماثل على مؤشر البورصة في الأجل القصير؛

$$H_0: \sum_{j=1}^r \tau_{2j} = \sum_{j=1}^r \tau_{3j}$$

- الفرضية البديلة: الصدمات الموجبة والسالبة للمخاطر (السياسية، او الاقتصادية، أو المالية) لها تأثير غير متماثل على مؤشر البورصة في الأجل القصير؛

$$H_0: \sum_{j=1}^r \tau_{2j} \neq \sum_{j=1}^r \tau_{3j}$$

يوضح الجدول الموالي نتائج هذا الاختبار.

جدول (18.4): نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل القصير للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

Prob			DF			Value			المتغيرات
t_stat	Fstat	χ^2	t_stat	F_stat	χ^2	t_stat	F_stat	χ^2	
0.0005	0.0005	0.0001	1	(1.40)	40	-3.8042	14.2675	14.2675	LNPR
0.0005	0.0005	0.0002				-3.7772	14.2676	14.2676	LNFR
0.0911	0.0911	0.0834				1.7314	2.9978	2.9978	LNER

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية لكل من إحصائية (t)، إحصائية (F) و (χ^2) بالنسبة للمخاطر السياسية والمالية، أقل من مستوى المعنوية 1%، حيث بلغت احتمالية (F_{stat}) للمعلومات المقدرة لكل من المخاطر السياسية، والمالية $0.005 > 0.01$ ، ومنه نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تماثل ونقبل الفرضية البديلة، بعبارة أخرى فإن للصددمات الموجبة والسالبة للمخاطر؛ السياسية، والمالية، تأثير غير متماثل على مؤشر البورصة في الجزائر، في حين نلاحظ أن القيم الاحتمالية لكل من إحصائية (t)، إحصائية (F) و (χ^2) بالنسبة للمخاطر الاقتصادية أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تماثل، وبالتالي فإن للصددمات الموجبة والسالبة للمخاطر الاقتصادية تأثير متماثل على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل القصير.

3.1 اختبار عدم التماثل في الأجل الطويل

يمكن صياغة فرضية عدم التماثل في الأجل الطويل كالتالي:

- الفرضية الصفرية (العدم): الصدمات الموجبة والسالبة لمؤشرات مخاطر البلد الثلاث لها تأثير متماثل على مؤشر البورصة في الجزائر في الأجل الطويل؛

$$H_0: \alpha_3 = \alpha_4$$

- الفرضية البديلة: الصدمات الموجبة والسالبة لمؤشرات مخاطر البلد الثلاث لها تأثير غير متماثل على مؤشر البورصة في الجزائر في الأجل الطويل؛

$$H_1: \alpha_3 \neq \alpha_4$$

الجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

جدول (19.4): نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل الطويل للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

Prob		DF		Value		المتغيرات
χ^2	F stat	χ^2	F stat	χ^2	F stat	
0.0066	0.0113	2	(2.40)	10.0506	5.0253	المخاطر السياسية (LNPR)
0.0003	0.0012			16.0277	8.0138	المخاطر المالية (LNFR)
0.0033	0.0066			11.4119	5.7059	المخاطر الاقتصادية (LNER)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية لكل من إحصائية (t) ، إحصائية (F) و (χ^2) بالنسبة للمخاطر الثلاث كلها أقل من مستوى المعنوية 5%، حيث بلغت احتمالية (F_{stat}) للمعاملات المقدرة للمخاطر السياسية، المالية، والاقتصادية، على التوالي 0.0113 ، 0.0012 ، 0.006 ، وهي أقل من المعنوية 0.05، ومنه نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تماثل ونقبل الفرضية البديلة، بعبارة أخرى فإن للصدمات الموجبة والسالبة للمخاطر السياسية، والمالية، والاقتصادية تأثير غير متماثل على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل الطويل.

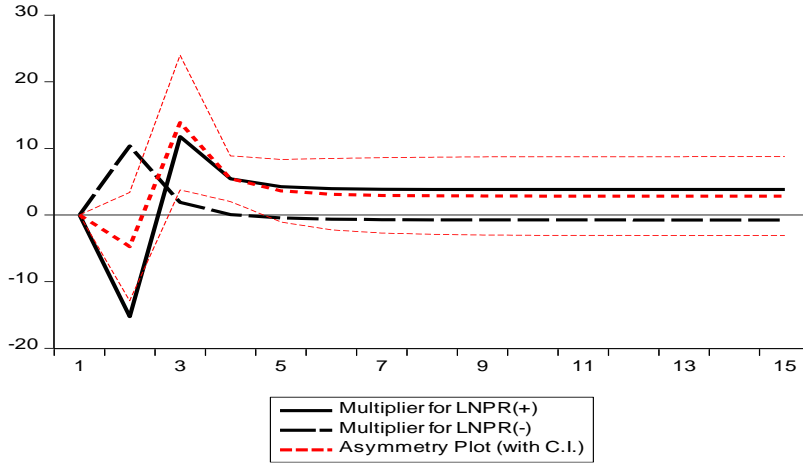
2. التمثيل البياني للصدمات (Multiplier graph) وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر

يعتمد (Multiplier graph) على التصور وفهم التأثير الديناميكي والتغيرات الزمنية للصدمات الموجبة والسالبة في المخاطر السياسية، والاقتصادية والمالية على مؤشر البورصة، أي يعطي صورة عن كيفية تطور الصدمات زمنياً.

1.2 الصدمات في المخاطر السياسية وانتقالها إلى مؤشر البورصة الجزائرية

من الجدير بالذكر أن الصدمات السياسية تحتاج إلى مدة زمنية معينة لتسجيل أثرها على المتغير التابع، وبالتالي لا نلاحظ الأثر بشكل آني في المتغير التابع، حيث يظهر الأثر مع منتصف الفصل الأول لحدوث الصدمة.

شكل رقم (12.4): الصدمات في المخاطر السياسية وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بإحداث صدمة سالبة على مؤشر المخاطر السياسية نلاحظ وجود استجابة موجبة لمؤشر بورصة الجزائر وذلك في الأجل القصير أي خلال الفصل الثاني، لينتهي تأثير هذه الصدمة خلال الفصل الثالث أين تراجع قيمة مؤشر بورصة الجزائر إلى الاستقرار عند القيمة التي كانت عليها وقت إحداث الصدمة، ويستمر هذا الاستقرار في الأجلين المتوسط والطويل (حتى نهاية فترة دراسة الصدمة).

في المقابل فإن الصدمات الموجبة في نفس المتغير لها تأثير متباين على مؤشر بورصة الجزائر، حيث تم تسجيل استجابة عكسية في مؤشر البورصة خلال الأجل القصير من منتصف الفصل الأول وحتى منتصف الفصل الثاني، أين تراجع قيمة المؤشر بنسبة تتجاوز (15%) خلال الفترة سالفة الذكر، ليتحول هذا التأثير من السلب إلى الايجاب خلال الفصل الثالث، أين ارتفعت قيمة مؤشر بورصة الجزائر بشكل حاد خلال هذه الفترة وسجلت قيمة موجبة، حيث بلغت القيمة العليا لاستجابة مؤشر البورصة نتيجة للصدمة الموجبة في مؤشر المخاطر السياسية ما يقارب (12%)، في الأجلين المتوسط والطويل يتجه مؤشر بورصة الجزائر للاستقرار في نفس القيمة تقريبا والتي تقارب (5%) وهذا حتى الأجل الطويل أي فترة نهاية دراسة الصدمة.

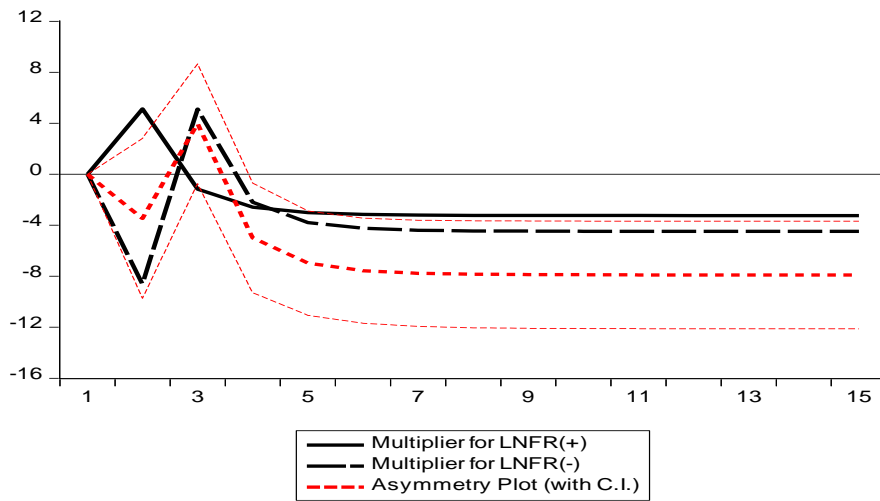
بالرجوع إلى الشكل السابق، يظهر بشكل واضح عدم تناظرية التأثير المفروض من المخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر، بحيث أن استجابة المتغير التابع لكل من الصدمات الموجبة والسالبة كانت

عكسية في الأجل القصير (قبل الفصل الثالث)، لينعدم تأثير الصدمة السالبة في الأجلين المتوسط والطويل، بالمقابل بقي تأثير الصدمة الموجبة متواصلا بشكل إيجابي على مؤشر البورصة في الأجلين المتوسط والطويل.

3.2 الصدمات في مؤشر المخاطر المالية وانتقالها الى مؤشر بورصة الجزائر

ينتقل أثر الصدمات المالية إلى المتغير التابع (المؤشر العام لبورصة الجزائر) مع منتصف الفصل الأول لحدوث الصدمة، وهو ما يظهره الشكل التالي:

شكل رقم (13.4): الصدمات في مؤشر المخاطر المالية وانتقالها الى مؤشر بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بإحداث صدمة موجبة على المخاطر المالية في الجزائر نلاحظ وجود استجابة طردية لمؤشر بورصة الجزائر نتيجة لهذه الصدمة، وذلك بشكل حاد ومتسارع في الأجل القصير أي منتصف الفصل الأول والثاني، حيث سجلت أعلى قيمة لمؤشر بورصة الجزائر خلال الفترة السالفة الذكر والتي تجاوزت (4%)، في المقابل وبعد هذه الفترة نلاحظ أن مؤشر البورصة عرف تراجعاً أكثر حدة من الذي سجله في الفترة الأولى وذلك خلال الفصل الثالث وحتى الفصل الرابع، ليسجل بذلك قيمة سالبة تقل عن النسبة (4%) ويستقر عند نفس القيمة في الأجلين المتوسط والطويل.

بإحداث صدمة سالبة على متغير المخاطر المالية، نلاحظ وجود استجابة حادة وعكسية في مؤشر بورصة الجزائر، وذلك خلال منتصف الفصل الأولى وحتى منتصف الفصل الثاني، أين تراجع قيمة المؤشر بصورة حادة لتبلغ (-8%) خلال هذه الفترة، بعدها عرفت قيمة المؤشر زيادة دراماتيكية وحادة خلال الفصل الثالث، أين ارتفعت لتسجل قيمة موجبة قصوى خلال نفس الفترة والتي تفوق (4%) تقريبا، ثم يتجه مؤشر

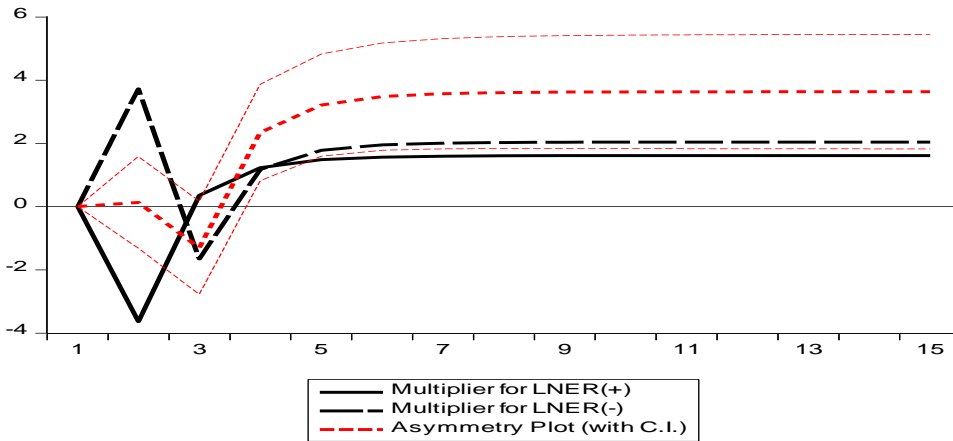
البورصة للانخفاض مرة ثانية وبشكل مباشر بعد ذلك ليسجل قيما سالبة قدرت بـ(-4.2%)، ويستمر عند نفس هذا المستوى وذلك في الأجلين المتوسط والطويل من فترة دراسة الصدمة.

فيما يخص التناظرية في تأثير كل من الصدمات الموجبة والسالبة للمخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر، يظهر أيضا عدم وجود تناظرية واضحة في هذا الأثر على المتغير التابع، ففي الأجل القصير أو خلال الفصلين الأول والثاني نلاحظ أن تأثير الصدمات السالبة على مؤشر البورصة كان أكثر حدة من تأثير الصدمات الموجبة، ليتحول تأثير كل من الصدمات الموجبة والسالبة إلى تأثير عكسي على مؤشر بورصة الجزائر وذلك في الأجلين المتوسط والطويل.

3.2 الصدمات في مؤشر المخاطر الاقتصادية وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر

يظهر الشكل أدناه أن الصدمات في مؤشر المخاطر الاقتصادية تنتقل بداية من منتصف الفصل الأول إلى مؤشر بورصة الجزائر مثلها مثل الصدمات في مؤشر السياسية ومؤشر المخاطر المالية.

شكل رقم (14.4): الصدمات في مؤشر المخاطر الاقتصادية وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بالرجوع إلى الشكل السابق يظهر أن استجابة مؤشر بورصة الجزائر في الصدمة الموجبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية كانت عكسية، حيث نلاحظ أن مؤشر البورصة عرف تراجعاً حاداً وسريعاً كنتيجة لهذه الصدمة خلال الفترة بين منتصف الفصل الأول والفصل الثاني أين سجل أدنى قيمة له، والتي اقتربت من نسبة (-4%) خلال نفس الفترة، ليعاود بعد ذلك المؤشر الارتفاع بشكل أكثر حدة وسرعة نتيجة لهذه الصدمة، حيث سجل قيما موجبة خلال الفصل الثالث وحتى في الأجلين المتوسط والطويل، ليسجل بذلك قيما موجبة بلغت ذروتها في الفصل الخامس والتي اقتربت من القيمة (1.9%)، لينتهي أثر هذه الصدمة في الأجلين المتوسط والطويل مع استقرار عند نفس القيمة خلال الفترة المتبقية من دراسة الصدمة.

بالنسبة للصدمة السالبة لنفس المتغير فقد كان لها تأثير حاد وإيجابي وسريع في الأجل القصير، حيث ارتفع مؤشر بورصة الجزائر إلى نسبة تقترب من (4%) خلال الفترة من منتصف الفصل الأول وحتى منتصف الفصل الثاني، ليعاود بعد ذلك الانخفاض بعد تسجيل قيم سالبة خلال الفصل الثالث أين بلغت أدنى قيمة لهذا التراجع (-1.8%) تقريبا، ثم يعاود المؤشر الارتفاع أيضا بشكل أقل حدة من التذبذبات المسجلة سابقا، ويستقر عند نفس القيمة الموجبة والتي تجاوزت النسبة (2%) وذلك بالأجلين المتوسط والطويل لفترة دراسة الصدمة.

بالنسبة للتناظرية في التأثير لكل من الصدمات السالبة والموجبة في مؤشر المخاطر الاقتصادية فهي غير محققة، حيث أن استجابة مؤشر البورصة لكل من الصدمات الموجبة والسالبة في البداية كان عكسي أي أن الصدمات الموجبة أدت إلى تراجع مؤشر البورصة، في حين أن الصدمات السالبة أدت إلى زيادة هذا المؤشر وذلك قبل الفصل الثالث من فترة دراسة الصدمة، ليتحول بعد ذلك تأثير الصدمات الموجبة والسالبة في المخاطر الاقتصادية إلى الجانب الموجب.

قد يبدو هناك اختلاف في بعض النتائج بين اختبار Wald واستخدام Multiplier Graph، (نتائج الصدمات في المخاطر الاقتصادية) إلا أن لهذا الاختلاف تفسير يعود لأسباب تتعلق بطبيعة النموذج وتعقيد العلاقات الديناميكية، ومن الأسباب المحتملة:

- التعقيدات الديناميكية واللاخطية: فضلا عن كون اختبار Wald يركز على اختبار الفرضيات حول المعاملات في النموذج بشكل إجمالي، فإنه يختبر الفرق بين الصدمات الموجبة والسالبة في إطار خطي نسبيا، فقد لا يتمكن الاختبار من التقاط التأثيرات بشكل كامل إذا كانت العلاقات بين المتغيرات غير خطية (حالة نماذج الدراسة NARDL)، بينما Multiplier Graph كونه يعرض التأثيرات الديناميكية والزمنية بشكل مرئي، فهو يمكن من الكشف عن الأنماط غير الخطية التي قد لا تظهر بوضوح في النتائج الإحصائية لاختبار Wald.

- التأثيرات في الأجل الطويل مقابل الأجل القصير: يعتمد اختبار Wald على تحليل التغيرات في المعاملات في فترة زمنية محددة، فهو أكثر حساسية لتأثيرات الصدمات الموجبة والسالبة في الأجل القصير، بينما يكشف Multiplier Graph عن تأثيرات الصدمات في الأجل الطويل التي تحدث بمرور الزمن، فقد تظهر هذه التأثيرات بشكل مختلف عما يتم عرضه كدالة زمنية.

لهذا من المهم استخدام كلا الأدوات معا للحصول على فهم شامل لتأثيرات الصدمات الموجبة والسالبة.

المطلب الثاني: تقدير النموذج الديناميكي غير الخطي لأثر مخاطر البلد على مؤشر بورصة دبي.

باعتماد نفس المنهجية المتبعة في المبحث السابق سيتم قياس أثر كل من المخاطر؛ السياسية، الاقتصادية، والمالية، على مؤشر بورصة دبي خلال نفس فترة الدراسة المعتمدة سابقا والممتدة ما بين (2008-2022)، وذلك باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطئة غير الخطية، من خلال تقدير نموذج التقدير الديناميكي وفق درجات التأخير المعتمدة من خلال المنهجية المعتمدة سلفا في مرحلة المفاضلة حسب النماذج، وذلك تمهيدا لقياس جودة النموذج من الناحية القياسية وتحليل النتائج كمرحلة أخيرة.

أولا/ التحليل الإحصائي، القياسي والاقتصادي للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

يستدل على سلامة النموذج الثاني المقدر إحصائيا من خلال النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (20.4): المؤشرات الإحصائية لتقدير نموذج NARDL (حالة بورصة دبي)

R-squared	0.920679
Adjusted R-squared	0.891659
S.E. of regression	0.116100
Sum squared resid	0.552644
Log likelihood	51.24914
F-statistic	31.72567
Prob(F-statistic)	0.000000
Durbin-Watson stat	2.210585

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12 (انظر الملحق 6)

1. التحليل الإحصائي

بنفس الطريقة المنتهجة سلفا، سيتم اختبار كفاءة النموذج من الناحيتين الجزئية والكلية، والتحقق من جودة تقديره بناء على هذه النقطة.

1.1 المعنوية الكلية للنموذج:

بلغت القيمة الإحصائية لاختبار فيشر ($F_{STAT} = 31.71$)، وهي أكبر تماما بالقيم المطلقة من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى دلالة (5%)، على اعتبار أن القيمة الاحتمالية المرتبطة بهذه الاحصاءات تساوي (0.00)، وهي أقل تماما من القيمة الحرجة (0.05)، أي يمكن قبول الفرضية البديلة لهذا الاختبار، والتي تنص على أن النموذج كليا معنوي من الناحية الإحصائية.

2.1 المعنوية الجزئية

بالرجوع إلى الجدول السابق فيظهر أن غالبية المعلمات المقدر في النموذج الثاني من هذه الدراسة دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى الدلالة أقل عن (5%)، حيث أن القيم الاحتمالية المرتبطة بكل معلمة بغالبية المعلمات المدرجة بهذا النموذج، والتي تمثل الخيارات المختلفة لكل من المخاطر السياسية، الاقتصادية، والمالية، تقل تماما عن القيمة الحرجة (0.05)، وبالتالي يمكن قبول الفرضية البديلة لاختبار ستودنت بالنسبة لغالبية المعلمات المدرجة في هذا النموذج، والتي تنص على أنها دالة من الناحية الإحصائية، باستثناء وجود بعض المعلمات التي لم تظهر دالة من الناحية الإحصائية بناء على نتائج التقدير، ويتعلق الأمر بمؤشر القيم الموجبة في المخاطر الاقتصادية دون إبطاء فترة زمنية واحدة، حيث أن القيم الاحتمالية لإحصائية ستودنت بالنسبة للمعلمتين سالفتي الذكر بلغت على التوالي $(F_{STAT} = 0.10; 0.053)$ ، وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05)، أي أن هذه المعلمات غير دالة من الناحية الإحصائية، بالإضافة إلى أن المعلمتين المرتبطتين بالقيم الموجبة في مؤشر المخاطر السياسية بإبطاء فترة زمنية واحدة وكذا بالقيم السالبة في نفس المؤشر بإبطاء فترتين زمنيتين ظهرت غير دالة من الناحية الإحصائية، لأن القيم الاحتمالية المرتبطة بها أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05).

3.1 جودة التوفيق

بلغت قيمة معامل التحديد $(R^2 = 0.92)$ وهي قيمة جد مرتفعة تؤكد على قدرة كل من المخاطر السياسية والاقتصادية والمالية على تفسير التغيرات الحاصلة على مؤشر بورصة دبي بصورة جيدة ومقبولة من الناحية الإحصائية، حيث أن المخاطر الثلاث تساهم فيما نسبته (92%) من التغيرات في مؤشر بورصة دبي، والنسبة الباقية (8%) تعود إلى عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ولكنها مدرجة بهامش الخطأ.

2. التحليل القياسي

نهدف من خلال هذه الاختبارات إلى التأكد من فرضية عدم وجود مشاكل القياس الكلاسيكية الثلاث (الارتباط الذاتي للبقايا، عدم ثبات التباين، التوزيع الطبيعي للبقايا التقدير) في سيرورة (NARDL)، ثم التحقق من الاستقرار الهيكلي لنموذج (NARDL) باستخدام اختبارات (CUSUM و CUSUMQ)

جدول رقم (21.4): ملخص لاختبارات مشاكل القياس الكلاسيكية الخاصة بالنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

النموذج	نوع الاختبار	الاختبار	القيمة الإحصائية	القيمة الاحتمالية
الفرعي الأول	الارتباط الذاتي بين الأخطاء	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:	1.257116	0.2622
	عدم ثبات التباين	Heteroskedasticity Test: ARCH	0.123627	0.7251

0.5795	1.0303	Jarque-Bera	التوزيع الطبيعي للبقاقي
0.1355	2.321480	Ramsey RESET Test	ملائمة الشكل الدالي

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) وهي غير دالة من الناحية الإحصائية حيث أن القيمة الاحتمالية لها (0.2622)، أي أننا نقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقى التقدير، وقد أظهر اختبار (Heteroskedasticity Test: ARCH) أن تباين الأخطاء ثابت خلال كل فترة الدراسة لأن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار (0.7251) أكبر من القيمة الحرجة (0.05).

- فيما يخص إحصائية (Jarque-Bera) فقد بلغت قيمتها (1.0303) وكانت دالة من الناحية الإحصائية، لأن قيمتها الاحتمالية (0.5795) وهي أيضا أكبر من القيمة الحرجة (0.05)، بعبارة أخرى تتبع بواقى التقدير أيضا التوزيع الطبيعي.

- أما عن ملائمة الشكل الدالي للنموذج المعتمد في هذا الدراسة، فهو ملائم أي أننا نختار الفرضية الصفرية لاختبار (Ramsey RESET Test) على اعتبار أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار بلغت (0.1355) وهي أكبر تماما من القيمة الحرجة (0.05) أي أن القيمة المحسوبة له أقل بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولية المقابلة لها عند مستوى الدلالة يساوي أو يقل عن (5%).

- فيما يخص الكشف عن وجود مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة للدالة المقدره (حالة بورصة دبي)، يتضح من خلال المصفوفة الواردة في الجدول (15.4) أن مربع أكبر قيمة لمعامل الارتباط البسيط بين أي متغيرين مستقلين بلغت (0.459)، وهي أصغر من قيمة معامل التحديد (R^2) وبالباغة (0.921)، يعنى هذا عدم وجود مشكلة التعدد الخطي بين المتغيرات في الدالة المقدره حسب اختبار أو قاعدة Kline.

جدول رقم (22.4): مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين المتغيرات المستقلة (حالة بورصة دبي)

	LNPR	LNFR	LNFR
LNFR	1	0.375779	0.383380
LNFR	0.375779	1	0.459003
LNFR	0.383380	0.459003	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews.12

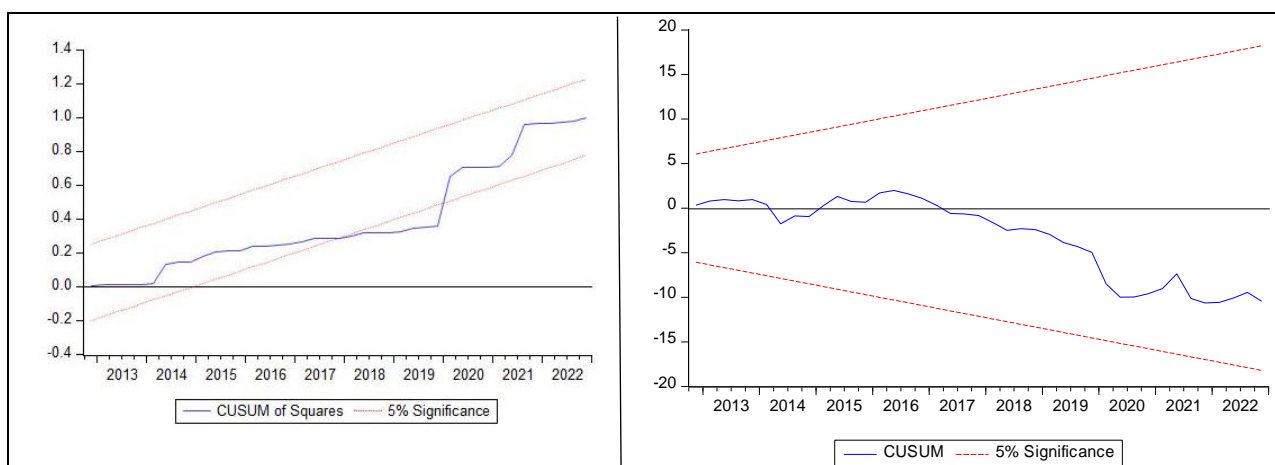
كما تؤكد نتائج معاملات تباين التضخم (VIF) للمتغيرات المستقلة للنموذج الخاص بحالة (بورصة دبي) عدم وجود مشكلة التعدد الخطي، إذا بلغت أعلى قيمة لمعامل (VIF) للمتغيرات المستقلة (1.356) وهي أقل من 10، حسب ما هو مبين في الجدول أدناه.

جدول رقم (23.4): قيم معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة (حالة بورصة دبي)

المتغيرات المستقلة	قيمة (VIF)
المخاطر السياسية (LNPR)	1.246
المخاطر الاقتصادية (LNER)	1.347
المخاطر المالية (LNFR)	1.356

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS.12

شكل رقم (15.4): نتائج اختبار المجموع التراكمي الخاصة بالنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.12

بالرجوع إلى الشكل أعلاه، الذي يظهر القيم التجميعية أي المجموع التراكمي للبواقي المعاودة CUSUM تقع داخل مجالات الثقة، بالتالي يمكن اعتبار مقدرات النموذج مستقرة تماما خلال فترة الدراسة عند حدود معنوية 5%، أما بالنسبة للمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة CUSUMSQ، فهو يقطع أحد خطي مجالات الثقة، لكن سرعان ما يعود ويستقر داخل مجالات الثقة.

وبناءً على ما تقدم فالنموذج محل الدراسة لا يعاني من أي مشكل من مشاكل القياس الكلاسيكية، وبالتالي فنتائج التقدير ذات جودة وكفاءة عاليتين ويمكن الاعتماد عليه في عملية التحليل الاقتصادي.

3. التحليل الاقتصادي للنموذج:

كما أسلفنا الذكر سابقا فإنه سيتم اعتماد معادلة التقدير التكامل المشترك في عملية التحليل الاقتصادي، على اعتبار أنها تعطي إمكانية تحليل تأثير المتغيرات المفسر للمتغير التابع في الأجلين الطويل والقصير.

1..3 في الأجل القصير:

بالرجوع الى الجدول رقم (12.4)، يظهر أن التغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر المالية (المعبر عن انخفاض المخاطر المالية في الإمارات العربية) يؤثر بشكل إيجابي على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير، حيث أن ارتفاع قيمة مؤشر المخاطر المالية بنسبة (100 %) تؤدي إلى ارتفاع مؤشر البورصة، وذلك بمرونة تتجاوز (21%) وهو ما يوافق النظرية الاقتصادية، حيث أن موقع دبي الاستراتيجي (تقاطع الطرق التجارية الرئيسية بين الشرق والغرب)، وامتلاكها بنية تحتية ومرافق بحرية وبرية متطورة، جعل منها مركزا للتجارة والنقل العالمي، ومركزا لإعادة التصدير والتوزيع، ضف إلى سعيها الدائم لتعزيز مناخ الأعمال الإيجابي، إذ تتبنى دولة الإمارات العربية بشكل عام وإمارة دبي بشكل خاص سياسات استثمارية، مفتوحة ومرنة، تشجع على الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في مختلف القطاعات والمجالات؛ كالسياحة، التجارة، العقارات، الخدمات المالية، التكنولوجيا والابتكار، فالتنوع القطاعي الاستثماري هذا جعل منها مركزا جذبا للاستثمار، حيث تساهم هذه المقومات في تحسين الأداء المالي للإمارة واعتبارها مصدرا للموارد المالية إلى جانب قطاع النفط والغاز، وللاتحاد ككل، وهو ما يقوي ويزيد من تقوية ودعم مركزها المالي الخارجي، وإضفاء استقرار مالي جاذب للاستثمار، وبالتالي تحسين أداء الشركات والرفع من قيمتها السوقية، وبالتالي الرفع من أداء البورصة.

في حين التغيرات السالبة لنفس المؤشر تؤثر بشكل سلبي على مؤشر البورصة السالفة الذكر، حيث أن تراجع قيمة المؤشر أي زيادة المخاطر المالية سيؤدي بالضرورة إلى تراجع مؤشر هذه البورصة، يؤدي تراجع قيمة مؤشر المخاطر المالية بنسبة (100 %) إلى تراجع مؤشر البورصة بنسبة تتجاوز (35%) بعد فترة إبطاء فترة زمنية واحدة، وهي مرونة جد مرتفعة تتوافق مع النظرية الاقتصادية، حيث تعكس حالة تسجيل خروج الاستثمارات من البورصة بسبب عدم اليقين لدى جمهور المستثمرين وتوقعاتهم المستقبلية حول البورصة، ولعل حالة تجاوز أحجام مبيعات المستثمرين خاصة الأجانب لمشترياتهم من الأوراق المالية عقب الأزمات المختلفة التي شهدتها فترة الدراسة، ليتحول هذا التأثير من السلب إلى الإيجاب بالإبطاء فترتين من الزمن، حيث أن المعلمة المرتبطة بمؤشر المخاطر المالية ظهرت موجبة وهي دالة من الناحية الإحصائية، في حين أن مرونة تأثير هذه الأخيرة قدرت ب (54.26%) نتيجة تظهر أنها غير متطابقة مع النظرية الاقتصادية، غير أن هذه النتيجة يمكن تفسيرها من خلال مساعي دولة الإمارات لتحقيق الاستقرار المالي وتعزيزه من خلال إجراء التحليلات الرقابية للمخاطر المحتملة وتحديد نقاط الضعف التي يواجهها النظام المالي في الدولة، وذلك عن طريق دائرة إدارة المخاطر على مستوى المصرف المركزي الإماراتي، التي من شأنها استعادة الثقة لدى

جمهور المستثمرين وتحسين أداء مؤشرات سوق الأوراق المالية، عن طريق إجراءات وسياسات نقدية فعالة (ضبط معدلات الفائدة، سياسات السيولة، سياسات الصرف).

– بالنسبة للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية، لم تظهر أي تأثير على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير، حيث أن المعلمة المرتبطة به غير دالة من الناحية الإحصائية.

بالمقابل فإن التغيرات السالبة في نفس المتغير أو المؤشر كان لها تأثير إيجابي على مؤشر هذه البورصة، وذلك بمرونة بلغت (6,46%) تظهر هذه النتيجة عدم التوافق مع النظرية الاقتصادية، إلا أنه يمكن تفسير عدم تسجيل تأثير سلبي على مؤشر البورصة رغم ارتفاع المخاطر الاقتصادية دلالة على صلابه الاقتصاد الإماراتي وتنوعه، ما يجعل منه غير سريع التأثر ومدى صموده عند وقوع الأزمات الاقتصادية، مع العلم أن مؤشر المخاطر الاقتصادية في دولة الإمارات العربية يتأرجح ضمن فئة المخاطر المنخفضة جدا، حتى وإن سجل انخفاضا في قيمة المؤشر أي زيادة المخاطر فإن تصنيف المخاطر يتراجع من الفئة المنخفضة جدا إلى المنخفضة)، وهو سبب رئيسي في عدم وجود تأثير سلبي على مؤشر البورصة، ليتحول هذا التأثير أيضا لمؤشر المخاطر الاقتصادية بقيمة السالبة إلى السلب بعد أن كان بالموجب بعد الابطاء بفترتين من الزمن وبمرونة أكبر مقارنة بنفس المتغير بإبطاء فترة زمنية واحدة، حيث بلغت مرونة تأثير انخفاض مؤشر المخاطر الاقتصادية (أي زيادة المخاطر الاقتصادية) على مؤشر البورصة قيمة سالبة تفوق (13%) وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية، إذ يشير استمرار ارتفاع المخاطر الاقتصادية، إلى تحول الانخفاض في قيمة المؤشر إلى وجود مخاطر اقتصادية مرتفعة فعليا (تراجع في الفئة التصنيفية للمخاطر)، قد تكون نتيجة انخفاض بعض مؤشرات المتغيرات الاقتصاد الكلي، مما يؤثر على توجهات المستثمرين في البورصات وعلى أدائها، وهو ما استنتجناه من خلال محاولة قياس تأثير هذه الأخيرة على أداء بورصة دبي، فقد يؤدي ارتفاع مخاطر البلد الاقتصادية نتيجة انخفاض النمو الاقتصادي أو في حالة انخفاض في مؤشر رصيد الميزانية إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى تأثير سلبي على أداء الشركات في بعض القطاعات الاقتصادية الحيوية؛ كالعقارات، السياحة والتجارة وتوقعات الأرباح فيها، مما يقلل من جاذبية أسهما في البورصة، يمكن أن ينعكس هذا بشكل مباشر على أداء بورصة إذا كانت هذه القطاعات تشكل جزءا كبيرا من البورصة هذا من جهة، ومن جهة أخرى غالبا ما تكون الاستثمارات حساسة للتغيرات النمو الاقتصادي، إذ يميل أغلب المستثمرين في حالة انخفاض النمو الاقتصادي إلى تقليل المخاطر بالتخلص من الأصول المالية العالية المخاطر كالأسهم ببيعها، وهو ما حدث بالفعل بعد الأزمة المالية العالمية سنة 2008، وبعد انهيار أسعار النفط العالمية سنة 2014، حيث شهدت البورصة تغيرا سلبيا في صافي الاستثمار الأجنبي، لتفوق بذلك إجمالي قيمة البيع للاستثمار الأجنبي عن قيمة إجمالي الشراء، كما سجل انخفاضا في القيمة المتداولة لمختلف القطاعات خاصة قطاعي البنوك والخدمات.

- بالنسبة لمخاطر السياسية، فإن التغيرات الموجبة لهذا المتغير (أي أن زيادة قيمة المؤشر وتراجع المخاطر السياسية) سيؤثر بشكل إيجابي على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير، حيث أن ارتفاع قيمة المؤشر بنسبة (100%) يؤدي إلى زيادة أو تحسن قيمة مؤشر هذه البورصة بنسبة تفوق (59.6%)، تتطابق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية، حيث أن استقرار البيئة السياسية التي تتمتع به دولة الإمارات العربية يساهم في زيادة النشاط الاقتصادي، و بالتالي تنمو الشركات وتحقق أرباحا أكبر مما ينعكس على أسعار الأسهم في البورصة، كما أن انخفاض مستوى المخاطر السياسية يعكس صورة إيجابية عن الإمارات العربية على الساحة الدولية، مما يجعلها وجهة استثمارية للمستثمرين الأجانب، هذا يزيد من تدفق رؤوس الأموال إلى بورصتها (بورصة دبي وبورصة أبوظبي).

- في الجهة المقابلة، للتغيرات السالبة لنفس المؤشر أيضا تأثير إيجابي عليه، وبمرونة أقل من المرونة المسجلة بالنسبة للقيم الموجبة في هذا المؤشر، حيث بلغت هذه المرونة (52.33%) في الأجل القصير، رغم أن هذه النتيجة تتنافى مع النظرية الاقتصادية، إلا أنها منطقية لكون دولة الإمارات تتمتع ببيئة سياسية مستقرة نسبيا، وما يزيد تأكيد هذا تصنيف المخاطر السياسية فيها طيلة فترة الدراسة بقي ضمن الفئة المنخفضة رغم تفاوت قيم المؤشر بين الفترات، وهو ما يفسر منحنى تأثير القيم السالبة والموجبة (تأثير إيجابي) مع اختلاف في قيم المرونة.

في الأجل الطويل

بالنسبة للأثار المفروضة في الأجل الطويل للنموذج المقدر حالة بورصة دبي، فإن النتائج المسجلة جاءت مختلفة في الغالب مع نتائج تقدير النموذج في الأجل القصير، إلا أن أغلبها جاء مطابق للنظرية الاقتصادية.

- بالنسبة للتغيرات الموجبة في المخاطر المالية، كان لها تأثير إيجابي على مؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل، بحيث إن زادت قيمة مؤشر المخاطر المالية أي تراجع المخاطر المالية بنسبة (100%) سيؤدي إلى مؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل بنسبة تفوق (32.7%) إذ تتوافق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية فبالإضافة إلى ما تم ذكره من عوامل مساعدة ومساهمة في تحسين الوضع المالي لدولة الإمارات العربية المتحدة ككل وإمارة دبي بصفة خاصة، المشجعة والمستقطبة للاستثمارات، وما لها من أثر إيجابي على مؤشر البورصة، فإن استمرارها في الأجل الطويل يزيد من ثقة المستثمرين للتداول في البورصة ويرفع من توقعاتهم المستقبلية، ويتضح هذا جليا من خلال زيادة مرونة المؤشر في الأجل الطويل عن الأجل القصير.

بالمقابل فإن للتغيرات السالبة في نفس المؤشر فقد كان لها تأثير سلبي على مؤشر بورصة دبي، حيث أن تراجع قيمة المؤشر أي زيادة المخاطر المالية بنسبة (100%) سيؤدي إلى تراجع مؤشر البورصة بنسبة تبلغ (22.99%) تتوافق هذه النتيجة أيضا مع النظرية الاقتصادية، إذ يفسر هذا على استمرار ارتفاع المخاطر

المالية لمدة أطول، يزيد من استمرار قلق المستثمرين حول وضعيات وأداء الشركات المستثمر في أصولها وانخفاض الأرباح المتأتية من الاستثمار في أصولها المالية، في حالة بقاء المخاطر المالية مرتفعة أو تزايدها مما ينعكس على أسعار الأسهم وأحجام التداول.

- فيما يخص المخاطر الاقتصادية فقد تم تسجيل استجابة عكسية بالنسبة لمؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل، حيث أدت إلى زيادة قيمة المؤشر، إن ارتفاع مؤشر المخاطر (تراجع المخاطر الاقتصادية) سيؤثر سلبا على قيمة المؤشر في الأجل الطويل وذلك بمرونة قدرها (15.25%)، في المقابل إن تراجع قيمة المؤشر (زيادة المخاطر الاقتصادية) سيؤدي إلى تحسن مؤشر بورصة دبي بنسبة أو مرونة تقدر بـ (9.30%)، وهي نتائج لا تتوافق مع النظرية الاقتصادية، إلا أن تأثير مؤشر بورصة دبي بالمخاطر الاقتصادية المرتفعة أو المنخفضة على المدى الطويل على الأغلب يرتبط بتوقعات المستثمرين المستقبلية، بشأن المتغيرات والعوامل الاقتصادية ومدى تأثيرها على العوائد الاستثمارية المستقبلية حتى في وجود أو عدم وجود مخاطر حالية، كما أن للتوجهات العالمية العامة كالتحسن في الشروط الاقتصادية العالمية بشكل عام، مثل ارتفاع أسعار السلع الأولية أو تحسن الأداء الاقتصادي للدول الرئيسية، في بعض الأحيان تأثير على أداء البورصات المحلية، على سبيل المثال، إذ شهدت الأسواق العالمية تحسنا على المدى الطويل رغم زيادة المخاطر الاقتصادية، فقد يكون لذلك تأثير إيجابي على مؤشر بورصة دبي، كما تجدر الإشارة إلى أن أداء البورصة يتأثر بعدة عوامل تتفاعل مع بعضها بطرق معقدة، على سبيل المثال قد يكون هناك تأثير إيجابي على الشركات المصدرة في حالة ارتفاع قيمة العملة المحلية على الرغم من زيادة المخاطر الاقتصادية.

- بالنسبة للمخاطر السياسية، فقد كان لها أكبر تأثير على مؤشر البورصة في دبي في الأجل الطويل، حيث أن زيادة قيمة المؤشر أي أن تراجع المخاطر السياسية بنسبة (100%) سيحسن أو سيرفع من قيمة المؤشر بمرونة تتجاوز (147%)، إذ تتوافق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية، أما بالنسبة لقيم المؤشر السالبة فلم يكن لها أي تأثير دال من الناحية الإحصائية على مؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل، حيث أن المعلمة المرتبطة بهذا المتغير غير دالة من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة (5%)، وهذا يرجع إلى ما تم ذكره آنفا أن دولة الإمارات العربية تتمتع باستقرار سياسي، وبيئة سياسية آمنة للاستثمار خاصة الاستثمارات الأجنبية، ولما تتمتع به من بيئة تشريعية تنظيمية محفزة، فضلا عن البيئة التحتية المتطورة والمتكاملة، سمح لها بتبوؤ ترتيبات متقدمة من بين 140 دولة شملها تصنيف الدليل الدولي لمخاطر البلد فيما يخص تصنيفات المخاطر السياسية، لتصبح بذلك من بين الدول التي المخاطر السياسية فيها منخفضة، وهو أحد الأسباب الرئيسية التي تجعل من مؤشرات البورصة في الأجل الطويل تتأثر إيجابا بقيم المؤشر الموجبة، ولا تتأثر بقيمة مؤشر المخاطر السياسية السالبة.

ثانيا/ اختبار العلاقة التناظرية وتحليل أثر الصدمات في النموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

1. اختبار التناظرية (عدم التماثل)

على نفس المنوال في النموذج الأول، يتم اختبار عدم التماثل للصدمات الموجبة والسالبة في الأجلين القصير والطويل للمعاملات المقدرة في النموذج الثاني، وذلك بالاستعانة باختبار (Wald) وبنفس صياغة الفرضيات.

1.1 اختبار عدم التماثل في الأجل القصير

يوضح الجدول الآتي نتائج هذا الاختبار.

جدول (24.4): نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل القصير للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

Prob			DF			Value			المتغيرات
t_stat	Fstat	χ^2	t_stat	F_stat	χ^2	t_stat	F_stat	χ^2	
0.0414	0.0414	0.0353	41	(1.41)	1	-2.1052	4.4318	4.4318	LNPR
0.0079	0.0079	0.0052				2.7926	7.7962	7.7962	LNFR
0.6259	0.6259	0.6232				-0.4912	0.2413	0.2413	LNER

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية لكل من إحصائية (t)، إحصائية (F) وإحصائية (χ^2) بالنسبة للمخاطر السياسية والمالية، أقل من مستوى المعنوية 1%، حيث بلغت احتمالية (F_{stat}) للمعاملات المقدرة لكل من المخاطر السياسية، والمالية 0.0414 و 0.0079 على التوالي، وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تماثل ونقبل الفرضية البديلة، أي أن للصدمات الموجبة والسالبة للمخاطر السياسية، والمالية لها تأثير غير متماثل على مؤشر بورصة دبي، أما بالنسبة للصدمات في المخاطر الاقتصادية فكانت القيم الاحتمالية لكل من إحصائية (t)، إحصائية (F) و (χ^2) أكبر من مستوى المعنوية 0.05، بالتالي نقبل الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تماثل، ومنه إن للصدمات الموجبة والسالبة للمخاطر الاقتصادية تأثير متماثل على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير.

2.1 اختبار عدم التماثل في الأجل الطويل

الجدول الآتي يوضح نتائج هذا الاختبار:

جدول (25.4): نتائج اختبار عدم التماثل في الأجل الطويل للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

Prob		DF		Value		المتغيرات
χ^2	F stat	χ^2	F stat	χ^2	F stat	
0.0117	0.0179	2	(2.41)	8.8942	4.4471	المخاطر السياسية (LNPR)
0.0064	0.0110			10.0896	5.0448	المخاطر المالية (LNFR)
0.0004	0.0013			15.7743	7.8871	المخاطر الاقتصادية (LNER)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

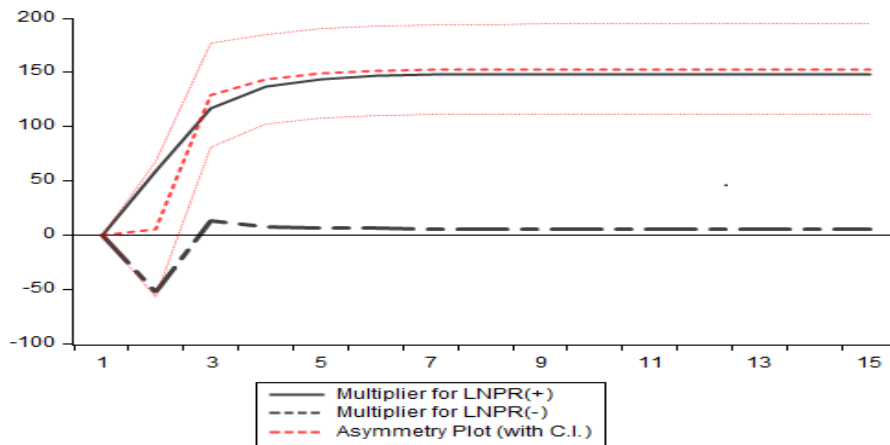
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيم الاحتمالية لكل من إحصائية (t)، إحصائية (F) و χ^2 بالنسبة للمخاطر الثلاث كلها أقل من مستوي المعنوية 5%، حيث بلغت احتمالية (F_{stat}) للمعاملات المقدرة للمخاطر السياسية، المالية والاقتصادية على التوالي؛ 0.0113، 0.012، 0.006 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05، ومنه نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على وجود تماثل ونقبل الفرضية البديلة، بعبارة أخرى فإن للصدمات الموجبة والسالبة للمخاطر السياسية، والمالية والاقتصادية تأثير غير متماثل على مؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل.

2. التمثيل البياني للصدمات (Multiplier graph) وانتقالها إلى مؤشر بورصة الجزائر

بنفس الطريقة في النموذج الأول، وتحليل أثر الصدمات الموجبة والسالبة المحتملة في مخاطر البلد؛ السياسية، الاقتصادية والمالية، وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي في الفترات المستقبلية (على مدى 15 فترة زمنية)، ولتحقق من تناظرية العلاقة بين كل متغير من متغيرات النموذج (مخاطر البلد) والمتغير التابع (مؤشر البورصة)، إلى جانب اختبار Wald، ستعين بـ Multiplier graph.

1.2 الصدمات في المخاطر السياسية وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي:

شكل رقم (16.4): الصدمات في المخاطر السياسية وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي



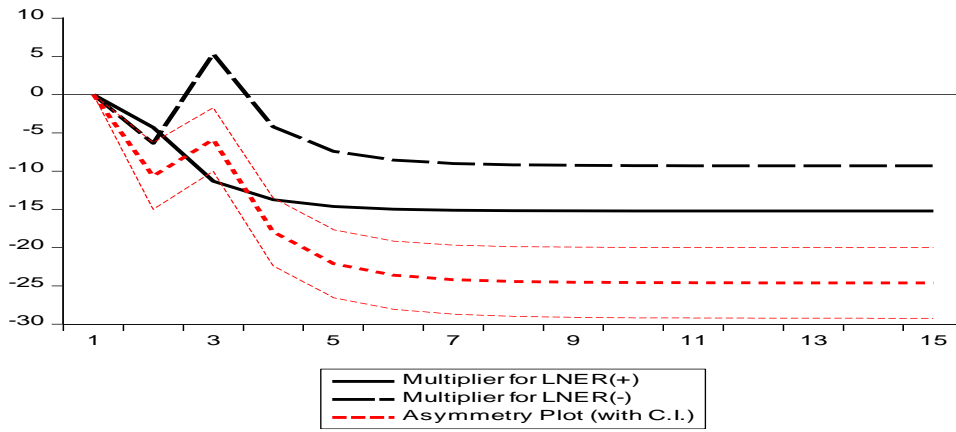
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بإحداث صدمة موجبة على مؤشر المخاطر السياسية نلاحظ وجود استجابة طردية قوية لمؤشر بورصة دبي وذلك في الأجل القصير بداية من منتصف الفصل الأول، يتضاعف هذا الأثر بشكل كبير في الأجل المتوسط ليقارب (147%) خلال هذه الفترة، ليستقر عند هذه القيمة في الأجل الطويل (حتى نهاية فترة دراسة الصدمة).

في المقابل فإن الصدمات السالبة في نفس المتغير لها تأثير متباين على مؤشر بورصة دبي، حيث تم تسجيل استجابة طردية في مؤشر البورصة خلال الأجل القصير من منتصف الفصل الأول وحتى منتصف الفصل الثاني، أين تراجعت قيمة المؤشر بنسبة تتجاوز (52%) خلال الفترة سألقة الذكر، ليتحول هذا التأثير من السلب إلى الايجاب خلال الفصل الثالث، أين ارتفعت قيمة مؤشر بورصة دبي بشكل حاد خلال هذه الفترة وسجلت قيمة موجبة، حيث بلغت القيمة العليا لاستجابة مؤشر البورصة نتيجة للصدمة السالبة في مؤشر المخاطر السياسية ما يقارب (27%) في الأجل المتوسط، أين سجل قيمة ثابتة بداية من منتصف الفصل الرابع بنسبة تقارب (5.7%)، لیتجه مؤشر بورصة دبي للاستقرار في نفس القيمة تقريبا وهذا حتى الأجل الطويل أي فترة نهاية دراسة الصدمة.

2.2 الصدمات في المخاطر الاقتصادية وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي:

شكل رقم (17.4): الصدمات في المخاطر الاقتصادية وانتقالها إلى مؤشر بورصة دبي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

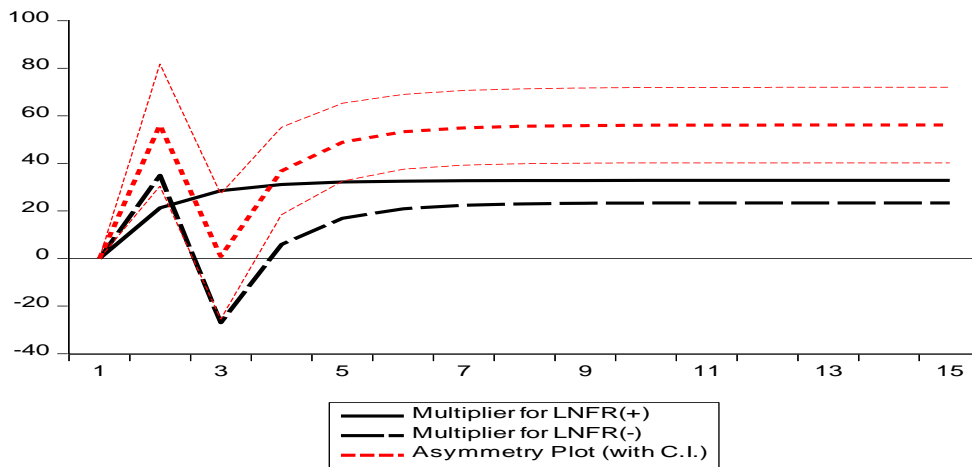
بإحداث صدمة موجبة على مؤشر المخاطر الاقتصادية نلاحظ وجود استجابة عكسية لمؤشر بورصة دبي كنتيجة للصدمة في مؤشر المخاطر الاقتصادية، حيث أن مؤشر البورصة سجل تراجعا مطردا من الأجل القصير وحتى الأجل المتوسط، مع ملاحظة أن الأثر كان أكثر حدة خلال الفترات الثلاث الأولى، ليتضاعف هذا في الأجل المتوسط ويبلغ قيمة (15%) خلال هذه الفترة، ثم يستقر عند نفس القيمة حتى نهاية فترة الدراسة (في الأجل الطويل)، وهو مؤشر على نهاية تأثير هذه الصدمة والذي كان فقط في الأجل المتوسط.

بالنسبة للصدمات السالبة في مؤشر المخاطر الاقتصادية، فإنه تسبب في تراجع مؤشر البورصة بشكل طفيف خلال الفصل الثاني، أين بلغ أدنى قيمة تجاوزت (5%)، ليعاود مؤشر بورصة دبي الارتفاع مع تسجيل قيم موجبة، أعظمها تم تسجيلها مع نهاية الفصل الثالث بنسبة (5%) بالتقريب، ثم عاود نفس المؤشر التراجع نحو القيم السالبة وذلك في الأجلين المتوسط والطويل، أين سجل قيمة ثابتة بعد الفصل الخامس من فترة دراسة الصدمة والتي تقارب (10%)، لتمثل هذه القيمة فترة نهاية تأثير هذه الصدمة ويستقر مؤشر بورصة دبي عند هذه القيمة خلال الأجل الطويل.

ومن خلال الشكل أعلاه، يظهر غياب التناظرية في استجابة مؤشر بورصة دبي للصدمات الموجبة والسالبة في مؤشر المخاطر الاقتصادية، في البداية أثرت كل من الصدمات الموجبة والسالبة بشكل عكسي على مؤشر البورصة وبدرجات متفاوتة، ليتحول في الأجل المتوسط تأثير الصدمات السالبة إلى الإيجاب مع استمرار التأثير العكسي للصدمات الموجبة، لينتهي تأثير الصدمتين في الأجل الطويل باستقراره في الجانب السالب.

3.2 الصدمات في مؤشر المخاطر المالية وانتقالها الى مؤشر بورصة دبي

شكل رقم (18.4): الصدمات في مؤشر المخاطر المالية وانتقالها الى مؤشر بورصة دبي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews.12

بإحداث صدمة موجبة في مؤشر المخاطر المالية، نلاحظ وجود استجابة طردية وقوية بالنسبة لمؤشر البورصة في الأجل القصير، ليرتفع هذا الأخير إلى أعلى مستوياته (خلال الفصول الثلاثة الأولى وحتى بداية الفصل الخامس) حيث بلغت قيمة الزيادة ما يفوق (30)، ويتجه مؤشر البورصة بعد ذلك نحو الاستقرار خلال الأجلين المتوسط والطويل أين ينتهي أثر الصدمة.

ومن جهة أخرى، أدت الصدمات السالبة في مؤشر المخاطر المالية إلى ارتفاع مؤشر بورصة دبي بشكل ملحوظ وسريع خلال الفصل الثاني، أين بلغت الزيادة ذروتها خلال نفس الفصل بقيمة (38% تقريبا)، ليتجه بعد ذلك مؤشر البورصة نحو التناقص بصورة دراماتيكية وأكثر حدة من الزيادة، كرد فعل للصدمة في

المرحلة الأولى، أين سجلت قيما سالبة تقارب (30%)، كما عرف المؤشر خلال الأجلين المتوسط والطويل استقرارا عند نفس القيمة (20%)، الأمر الذي يدل على نهاية أثر الصدمة.

يتضح جليا من الشكل أعلاه عدم وجود أي تناظرية في تأثير الصدمات الموجبة والسالبة بمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة دبي، حيث أن كل من الصدمات الموجبة والسالبة أدت إلى زيادة قيمة مؤشر البورصة في البداية وبدرجات متفاوتة، ليتحول هذا التأثير من الإيجاب إلى السلب بالنسبة للصدمة السالبة، ويبقى التأثير موجبا بالنسبة للصدمة الموجبة وذلك خلال الفترتين الثانية والثالثة من فترة دراسة الصدمة، أما في الأجلين المتوسط والطويل استجاب مؤشر البورصة بشكل إيجابي لكل من الصدمات الموجبة والسالبة في المخاطر المالية.

المطلب الثالث: مناقشة نتائج النموذجين، ومقارنتها ببعضها، وبالدراسات السابقة

بعد إجراء الدراسة القياسية للمتغيرات باستخدام النموذج الديناميكي غير الخطي (NARDL) لقياس الأثر وتحليل العلاقات القصيرة والطويلة الأجل لمؤشرات مخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية، والمالية) على المؤشر العام لبورصة الجزائر، وعلى المؤشر العام لبورصة دبي، من خلال تقدير نموذج قياسي خاص بكل حالة، وبعد تحليلنا للنتائج احصائيا واقتصاديا، سنقوم في هذا المطلب بمقارنة تلك النتائج فيما بينها ومع نتائج الدراسات السابقة، كما سنقوم بإثبات أو نفي صحة فرضيات الدراسة.

أولا/ مناقشة نتائج تقدير النموذجين في الأجلين القصير والطويل، ومقارنتها بين حالتي الدراسة (بورصة الجزائر وبورصة دبي)

1. مناقشة ومقارنة نتائج في الأجل القصير

- بالنسبة للمخاطر السياسية: تؤثر الصدمة الموجبة في المخاطر السياسية (انخفاض المخاطر) على مؤشر بورصة الجزائر سلبا، في حين تؤثر إيجابا على مؤشر بورصة دبي وبمرونة جد عالية (59.60%)، أما الصدمة السالبة في المخاطر السياسية (ارتفاع المخاطر) فإنها تؤثر سلبا على مؤشر بورصة الجزائر بمرونة أقل من تأثير السلبي للصدمة الموجبة (10.45% مقابل 15.38%)، في حين استجابة مؤشر بورصة دبي للصدمة السالبة غير سريعة ويتضح ذلك من خلال تباين في التأثير من إيجابي إلى سلبي.

- بالنسبة للمخاطر الاقتصادية: تؤثر الصدمة الموجبة في المخاطر الاقتصادية (انخفاض المخاطر) على مؤشر بورصة الجزائر سلبا (-3.59%)، أما على مؤشر بورصة دبي فلا يوجد لها تأثير، وعن الصدمة السالبة للمخاطر الاقتصادية (ارتفاع المخاطر) يوجد لها تأثير متباين وعكسي بين البورصتين على مؤشر البورصة وباستجابة غير سريعة، حيث تؤثر على مؤشر بورصة الجزائر سلبا ثم إيجابا بمرونة بلغت

(-3.73%) ثم (4.06%)، أما تأثير الصدمة السالبة للمخاطر على مؤشر بورصة دبي جاء ايجابا ثم يتبعه تأثير سلبي بمرونة أعلى أي (6.46%) ثم (-13.69%).

- بالنسبة للمخاطر المالية: لا يوجد تأثير للصدمة الموجبة في المخاطر المالية (انخفاض المخاطر) على مؤشر بورصة الجزائر، بينما تؤثر هذه الأخيرة تأثيرا إيجابيا على مؤشر بورصة دبي وبمرونة كبيرة بلغت (21.23%)، أما الصدمة السالبة فكان تأثيرها متباين وعكسي على مؤشر البورصتين، إذ تؤثر مخاطر المالية بالقيم السالبة إيجابا ثم سلبا بمرونة أعلى أي على التوالي (8.59%) ثم (-10.44%)، في حين كان تأثير المخاطر على مؤشر بورصة دبي متباين وعكسي و بمرونات كبيرة جدا، دلالة على استجابة المؤشر السريعة والقدرة على التعديل، إذ بلغت قدرة التأثير على التوالي (8.59%) ثم (-10.44%).

2. مناقشة ومقارنة النتائج في الأجل الطويل

- بالنسبة للمخاطر السياسية: لا يوجد تأثير للمخاطر السياسية بالصدمة الموجبة ولا بالصدمة السالبة على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل الطويل، أما على مؤشر بورصة دبي فكان التأثير إيجابيا بالصدمة الموجبة وبمرونة جد عالية بلغت (147%)، في حين لا يوجد تأثير للمخاطر السياسية بالصدمة السالبة على مؤشر بورصة دبي

- بالنسبة للمخاطر الاقتصادية: تؤثر الصدمة الموجبة في المخاطر الاقتصادية في الأجل الطويل على مؤشر بورصة الجزائر تأثيرا طرديا (إيجابيا) وبمرونة صغيرة بلغت (1.60%)، في حين تؤثر عكسيا على مؤشر بورصة دبي، إذ جاء التأثير سلبيا وبمرونة كبيرة بلغت (15.23%)، أما الصدمة السالبة فتؤثر على مؤشر الجزائر بالسلب وبمرونة صغيرة كذلك بلغت (2.37%)، غير أنه على مؤشر بورصة دبي تؤثر الصدمة السالبة للمخاطر الاقتصادية بالإيجاب وبمرونة أقل من تأثير الصدمة الموجبة حيث بلغت (9.30%).

- بالنسبة للمخاطر المالية: لا يوجد تأثير للمخاطر المالية بالصدمة الموجبة على مؤشر بورصة الجزائر، بينما للصدمة السالبة تأثير إيجابي بمرونة بلغت (4.46%)، أما عن بورصة دبي فإن كل من الصدمة الموجبة والصدمة السالبة تؤثران في الأجل الطويل تأثيرا طرديا على مؤشر البورصة وبمرونة كبيرة بلغت على التوالي (32.73%) و (22.89%).

ومنه يختلف تأثير كل من المخاطر السياسية، والمخاطر الاقتصادية، والمخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر عنه على مؤشر بورصة دبي، كما تختلف سرعة استجابة كل مؤشر منها للصدمة سواء الموجبة أو السالبة في المخاطر المذكورة في الأجلين القصير والطويل. مع تسجيل عدم وجود التماثل في التأثير في الأجلين القصير والطويل للصدمة الموجبة والسالبة على مؤشر البورصة في كلا النموذجين (حالة بورصة الجزائر وحالة بورصة دبي).

ثانيا/ مقارنة نتائج تقدير نموذجي الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة

1. مقارنة نتائج تقدير نموذج حالة بورصة الجزائر مع نتائج الدراسات السابقة

باعتبار أن الدراسات التي تم الاعتماد عليها في توصيف متغيرات الدراسة في كل من نموذجي الدراسة (حالة بورصة الجزائر وحالة بورصة دبي) اعتمدت في نتائجها على نماذج قياسية لا تؤخذ في الحسبان الصدمة السالبة لمتغيرات الدراسة، فإننا سنحاول مقارنة نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة في شطرها المتعلق بمتغيرات الدراسة بالصدمة الموجبة فقط، وبهذا نجد أنه:

- اتفقت نتائج الدراسة الحالية بوجود تأثير سلبي ومعنوي ينتقل من المخاطر السياسية إلى مؤشر بورصة الجزائر في الأجل القصير مع نتائج دراسة (Kara & Karabiyik, 2015)، دراسة (Masrizal, & al, (2020) كما اختلفت مع نتائج الدراسات السابقة في الأجل الطويل، بحيث أظهرت النتائج عدم وجود تأثير للمخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل الطويل خلافا لما أظهرته نتائج الدراسات السابقة.

- اتفقت نتائج الدراسة الحالية بوجود تأثير سلبي ومعنوي ينتقل من المخاطر الاقتصادية إلى المتغير التابع (مؤشر بورصة الجزائر) في الأجل القصير مع نتائج دراسة كل من (نصر، 2020)، (Kara & Karabiyik, (2015 و (Masrizal, & al, (2020)، كما اتفقت مع نتائج دراسة (Almahmoud, 2014) بوجود تأثير إيجابي ومعنوي للمخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل الطويل.

- لم تتفق نتائج الدراسة الحالية بعدم وجود تأثير للمخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر (المتغير التابع) في الأجلين القصير والطويل مع نتائج الدراسات السابقة، والتي دلت كل نتائج الدراسات السابقة على وجود تأثير للمخاطر المالية على المتغير التابع حسب كل دراسة مع تباين طبيعة التأثير من دراسة لأخرى.

2. مقارنة نتائج تقدير نموذج حالة بورصة دبي مع نتائج الدراسات السابقة

- اتفقت نتائج الدراسة الحالية بوجود تأثير إيجابي كبير ومعنوي ينتقل من المخاطر السياسية إلى مؤشر بورصة دبي في الأجلين القصير والطويل مع نتائج دراسة (نصر، 2020)، (عبد الله، 2007)، ودراسة (Almahmoud, 2014) مع وجود تباين في قوة التأثير.

- اتفقت نتائج الدراسة الحالية بوجود تأثير سلبي ومعنوي للمخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل مع نتائج دراسة (Kara & Karabiyik, 2015) ودراسة (Masrizal, & al, (2020) مع وجود اختلاف في قوة التأثير، كما اختلفت نتائج الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة، وذلك بعدم وجود تأثير للمخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير.

- اتفقت نتائج الدراسة الحالية بوجود تأثير إيجابي ومعنوي، ينتقل من المخاطر المالية إلى مؤشر بورصة دبي في الأجلين القصير والطويل مع نتائج دراسة كل من (نصر، 2020)، (كاظم، 2018)، (عبد الله، 2007)، (Masrizal, & al, (2020)، ودراسة (Almahmoud, 2014) مع وجود تباين في قوة التأثير.

ثالثاً/ نتائج اختبار الفرضيات:

بناءً على نتائج تقدير معالم النموذج الديناميكي للفجوات الزمنية الموزعة للانحدار الذاتي غير الخطي NARDL يمكن اختبار صحة فرضيات عدم الآتية:

- **الفرضية (1):** يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر السياسية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.

تبيّن من خلال الجدول رقم (10.4) عدم وجود أثر معنوي للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر السياسية على أداء المؤشر العام لبورصة الجزائر، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.3181) وهي أكبر من المعنوية 0.05، بالتالي نقبل فرضية عدم، لا يوجد تأثير للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر.

- **الفرضية (2):** يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر السياسية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.

تبيّن من خلال الجدول رقم (10.4) عدم وجود أثر معنوي للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.4087) وهي أكبر من المعنوية 0.05، بالتالي نقبل فرضية عدم، لا يوجد تأثير للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر.

- **الفرضية (3):** يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر الاقتصادية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.

تبيّن من خلال الجدول رقم (10.4) وجود تأثير معنوي إيجابي للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة الجزائر، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0289) وهي أقل من المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية عدم ونقبل بالفرضية البديلة بوجود تأثير للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة الجزائر.

- **الفرضية (4):** يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر الاقتصادية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر.

تبيّن من خلال الجدول رقم (10.4) وجود تأثير معنوي سلبي للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة الجزائر، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة 0.0001 وهي أقل من

المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل بالفرضية البديلة، بوجود تأثير للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة الجزائر.

- **الفرضية (5):** يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر المالية للجزائر على مؤشر بورصة الجزائر. تبين من خلال الجدول رقم (10.4) عدم وجود أثر معنوي للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0737) وهي أكبر من المعنوية 0.05، بالتالي نقبل الفرضية الصفرية، بعدم وجود تأثير للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر.

- **الفرضية (6):** يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر المالية للجزائر على أداء مؤشر بورصة الجزائر. تبين من خلال الجدول رقم (10.4) وجود تأثير معنوي إيجابي للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0004) وهي أقل من المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل بالفرضية البديلة بوجود تأثير للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر.

- **الفرضية (7):** يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر السياسية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.

تبين من خلال الجدول رقم (12.4) وجود تأثير معنوي إيجابي للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر السياسية على مؤشر بورصة دبي، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0000) وهي أقل من المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل بالفرضية البديلة بوجود تأثير للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر السياسية على مؤشر بورصة دبي.

- **الفرضية (8):** يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر السياسية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.

تبين من خلال الجدول رقم (12.4) عدم وجود أثر معنوي للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر السياسية على مؤشر بورصة دبي، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.5923) وهي أكبر من المعنوية 0.05، بالتالي نقبل فرضية العدم، بعدم وجود تأثير للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر السياسية على مؤشر بورصة دبي.

- **الفرضية (9):** يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر الاقتصادية للإمارات العربية على أداء مؤشر بورصة دبي.

تبيّن من خلال الجدول رقم (12.4) وجود تأثير معنوي سلبي للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة دبي، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0000) وهي أقل من المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل بالفرضية البديلة بوجود تأثير للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة دبي

- **الفرضية (10):** يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر الاقتصادية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.

تبيّن من خلال الجدول رقم (12.4) وجود تأثير معنوي إيجابي للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة دبي، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0000) وهي أقل من المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل بالفرضية البديلة بوجود تأثير للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة دبي.

- **الفرضية (11):** يوجد تأثير معنوي للتغير الموجب للمخاطر المالية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.

تبيّن من خلال الجدول رقم (12.4) وجود تأثير معنوي إيجابي للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة دبي، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0001) وهي أقل من المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل بالفرضية البديلة بوجود تأثير للتغيرات الموجبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة دبي.

- **الفرضية (12):** يوجد تأثير معنوي للتغير السالب للمخاطر المالية للإمارات العربية على مؤشر بورصة دبي.

تبيّن من خلال الجدول رقم (12.4) وجود تأثير معنوي سلبي للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة دبي، حيث بلغت القيمة الاحتمالية المقابلة للمعلمة (0.0000) وهي أقل من المعنوية 0.05، بالتالي نرفض فرضية العدم، ونقبل بالفرضية البديلة بوجود تأثير للتغيرات السالبة لمؤشر المخاطر المالية على مؤشر بورصة دبي.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل والذي تم تخصيصه للدراسة التطبيقية القياسية، قمنا بإبراز مدى تأثير مؤشر بورصة الجزائر وبورصة دبي بمخاطر البلد السياسية، الاقتصادية، والمالية) خلال الفترة 2008-2022 بتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبثثة غير الخطية (NARDL) وبالاعتماد على الدراسات السابقة، حيث أظهرت نتائج الدراسة القياسية توافق البعض منها مع النظرية الاقتصادية إلى حد ما واختلاف البعض الآخر.

أوضحت نتائج اختبار الاستقرار وجود انكسارات هيكلية في كلا نموذجي الدراسة (حالة بورصة الجزائر، وحالة بورصة دبي)، كما أن جميع المتغيرات التي تم أخذها بالصيغة اللوغاريتمية جاءت مستقرة أو متكاملة من الدرجة الأولى، وانطلاقاً من هذه النتائج تم تقدير نموذج قياسي لكل حالة من حالي الدراسة تعكس طبيعة العلاقة الموجودة بين المتغير التابع (مؤشر البورصة)، وباقي المتغيرات المستقلة (المخاطر السياسية، المخاطر الاقتصادية، والمخاطر المالية)، وذلك وفق منهجية NARDL، مرفقة بعدة اختبارات تشخيصية وإحصائية بغية التأكد من نتائج الدراسة القياسية والتي كانت كالتالي:

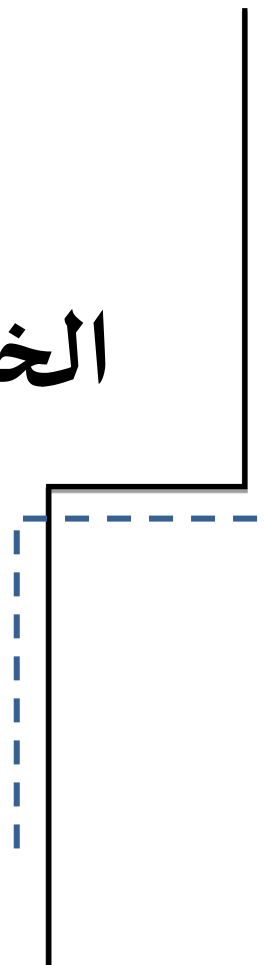
- أظهرت نتائج النموذج القياسي في حالة بورصة الجزائر، وجود علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة، بالنسبة لصدّات المخاطر السياسية الموجبة والسالبة فقد كان هناك تأثير غير متماثل لهذه الصدمات على مؤشر البورصة، حيث ظهرت علاقة عكسية معنوية بين المخاطر السياسية والمخاطر الاقتصادية بالصدمة الموجبة في الأجل القصير ومؤشر البورصة، مع عدم وجود تأثير معنوي للمخاطر المالية، وبالصدمة السالبة وفي الأجل القصير أظهرت النتائج وجود تأثير متباين للمخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر، مع وجود علاقة طردية مؤشّر المخاطر السياسية ومؤشّر البورصة، وفي الأجل الطويل أظهرت النتائج عدم وجود تأثير للمخاطر السياسية والمخاطر المالية بالصدمة الموجبة على مؤشر البورصة، وظهور علاقة طردية للمخاطر الاقتصادية ومؤشّر بورصة الجزائر، وبالنسبة للصدمة السالبة تباينت طبيعة العلاقة بالنسبة للمخاطر الاقتصادية فجاءت طردية، المخاطر المالية أظهرت علاقة عكسية مع عدم وجود تأثير للمخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل الطويل.

- في حالة بورصة دبي، أظهرت نتائج النموذج القياسي وجود علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة، بالنسبة لصدّات المخاطر السياسية الموجبة والسالبة، مع عدم تماثل في التأثير لهذه الصدمات على مؤشر البورصة، جاءت أغلب النتائج متوافقة مع النظرية الاقتصادية، حيث ظهرت علاقة طردية قوية بين المخاطر السياسية والمالية بالصدمة الموجبة في الأجلين القصير والطويل، مع عدم وجود تأثير للمخاطر الاقتصادية بالصدمة الموجبة في الأجل القصير، وتأثير سلبي لها على مؤشر البورصة في الأجل الطويل، أما المخاطر الثلاث بالصدمة السالبة كانت تأثيراتها متباينة على مؤشر البورصة في الأجل القصير، بالمقابل

في الأجل الطويل بحيث أظهرت النتائج عدم وجود تأثير للمخاطر السياسية على مؤشر البورصة، مع ظهور علاقة عكسية للمخاطر الاقتصادية، وعلاقة طردية للمخاطر المالية.

مما سبق يمكننا القول، أن الأحداث السياسية، العوامل الاقتصادية، والسياسات النقدية والمالية تؤثر على أداء ونشاط البورصة وعلى البيئة الاستثمارية بدرجات ومستويات مختلفة، يزيد تأثيرها أو يقل حسب درجة الانفتاح الدولي، المالي، والتجاري، بالإضافة إلى التطور التكنولوجي لكل دولة، ودرجة الوعي الاستثماري لدى أفراد المجتمع، فضلا عن ذلك نفسية المستثمرين وسلوكياتهم.

الخاتمة



❖ الخاتمة

تسببت عولمة الاقتصاد، والانفتاح المالي في احتدام المنافسة على المستوى الدولي، مما دفع بأرباب الأعمال والمستثمرين إلى العمل والبحث عن فرص الاستثمار والتنوع في الأسواق المالية خارج الحدود، وهو ما يعرضهم لمخاطر أكبر نسبيا من تلك الموجودة في السوق الوطنية، والناجمة من بيئة البلد المضيف للاستثمار والمرتبطة بالظروف الواقعة والعوامل المحيطة به، وفي مواجهة لعولمة الاقتصاد، ومع تتابع الأزمات بسبب توسع تحركات رأس المال على نطاق دولي واسع، يحتاج الوكلاء الاقتصاديون والماليون، لاختيارهم الاستثمار والنمو الخارجي بشكل خاص، إلى معلومات دقيقة عن تقييم الوضع الاقتصادي و ملامح المخاطر في البلدان المستهدفة.

تمثل الهدف من القيام بهذه الدراسة في معرفة مدى تأثير مخاطر البلد الثلاث؛ السياسية، الاقتصادية والمالية على أداء البورصة مع دراسة حالتي بورصة الجزائر ودبي خلال الفترة 2008-2022، أي تحليل وقياس استجابة مؤشر بورصة الجزائر للتغير في مؤشرات مخاطر البلد للجزائر، وكذلك استجابة مؤشر بورصة دبي للتغير في مؤشرات مخاطر البلد للإمارات العربية باستخدام نموذج NARDL، مع التركيز على تماثل أو عدم تماثل تأثير الصدمات الموجبة والسالبة لمؤشرات مخاطر البلد، وقد أظهرت نتائج الدراسة القياسية وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل بين مؤشر بورصة الجزائر والتغيرات الموجبة والسالبة التي تحدث في مؤشرات مخاطر البلد، وهو ما تم التوصل إليه كذلك مع مؤشر بورصة دبي، وأظهرت النتائج أيضا وجود علاقة غير متماثلة بينهما، أي بين مؤشر البورصتين محل الدراسة والصدمات الموجبة والسالبة في مؤشرات مخاطر البلد؛ السياسية، المالية، والاقتصادية، للجزائر والإمارات العربية،

فمن خلال نتائج التقدير يمكن الخروج بالنتائج التالية بالنسبة لحالة بورصة الجزائر:

- للتغير الموجب في المخاطر السياسية أثر عكسي ومعنوي على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل القصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر البورصة بالنسبة للصدمات الموجبة في المخاطر السياسية (-15.38%)، في حين لم يكن هناك أثر للصدمات الموجبة في المخاطر السياسية على مؤشر البورصة في الأجل الطويل.
- للتغير السالب في المخاطر السياسية أثر طردي ومعنوي على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل القصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر البورصة بالنسبة للصدمات السالبة في المخاطر السياسية (-10.45%)، مع عدم وجود أثر للصدمات السالبة في المخاطر السياسية على مؤشر البورصة في الأجل الطويل.

• وجود تأثير غير متماثل للصدمة في المخاطر السياسية على مؤشر بورصة الجزائر، فمن خلال اختبار عدم التماثل لـ (Wald) وكذلك من خلال ملاحظة (Multiplier graph) ومقارنة مرونة مؤشر البورصة بالنسبة للصدمة الموجبة والسالبة في المخاطر السياسية، نجد أن مؤشر بورصة الجزائر أكثر استجابة وحساسية للصدمة السالبة في المخاطر السياسية من استجابته للصدمة الموجبة.

– لا يوجد أثر معنوي للتغير الموجب في المخاطر المالية في الأجلين القصير والطويل على مؤشر بورصة الجزائر.

– للتغير السالب في المخاطر المالية أثر متباين ومعنوي على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل القصير، وعكسيا في الأجل الطويل حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر البورصة بالنسبة للصدمة السالبة في المخاطر المالية (4.46%) في الأجل الطويل

• وجود تأثير عكسي غير متماثل للصدمة في المخاطر المالية على مؤشر بورصة الجزائر، فمن خلال اختبار عدم التماثل لـ (Wald) وكذلك من خلال ملاحظة (Multiplier graph) ومقارنة مرونة مؤشر البورصة بالنسبة للصدمة الموجبة والسالبة في المخاطر المالية، نجد أن مؤشر بورصة الجزائر أكثر استجابة وحساسية للصدمة السالبة في المخاطر المالية، في حين لا توجد استجابة لمؤشر البورصة للصدمة الموجبة لنفس المتغير.

– للتغير الموجب في المخاطر الاقتصادية أثر عكسي ومعنوي على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل القصير، وأثر طردي ومعنوي على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل الطويل، حيث بلغت قيمة المرونة الجزئية للصدمة الموجبة في المخاطر الاقتصادية على مؤشر البورصة (-3.59%) في الأجل القصير و(1.60%) في الأجل الطويل.

– للتغير السالب في المخاطر الاقتصادية أثر متباين ومعنوي على مؤشر بورصة الجزائر في الأجل القصير، وأثر طردي ومعنوي في الأجل الطويل بمرونة جزئية بلغت (-2.03%).

• وجود تأثير طردي غير متماثل للصدمة في المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة الجزائر، فمن خلال اختبار عدم التماثل لـ (Wald) وكذلك من خلال ملاحظة (Multiplier graph) ومقارنة مرونة مؤشر البورصة بالنسبة للصدمة الموجبة والسالبة في المخاطر الاقتصادية، نجد أن مؤشر بورصة الجزائر أكثر استجابة وحساسية للصدمة السالبة في المخاطر الاقتصادية مقارنة بالصدمة الموجبة.

أما عن نتائج التقدير بالنسبة لحالة بورصة دبي، نستنتج أن:

– للتغير الموجب في المخاطر السياسية أثر طردي ومعنوي على مؤشر بورصة دبي في الأجلين الطويل والقصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر بورصة دبي بالنسبة للصدمة الموجبة في المخاطر السياسية (59.60%) في الأجل القصير، و(147.47%) في الأجل الطويل.

- للتغير السالب في المخاطر السياسية أثر طردي ومعنوي على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير، حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر البورصة بالنسبة للصدمات السالبة في المخاطر السياسية (52.33%)، في حين لا يوجد أثر للصدمات السالبة في المخاطر السياسية على مؤشر بورصة دبي في الأجل الطويل.
- وجود تأثير غير متماثل للصدمات في المخاطر السياسية على مؤشر بورصة دبي، فمن خلال اختبار عدم التماثل لـ (Wald) وكذلك من خلال ملاحظة (Multiplier graph) ومقارنة مرونة مؤشر البورصة بالنسبة للصدمات الموجبة والسالبة في المخاطر السياسية، نجد أن مؤشر بورصة دبي أكثر استجابة وحساسية للصدمات الموجبة في المخاطر السياسية.
- لا يوجد أثرا معنويا للصدمات الموجبة في المخاطر المالية في الأجل القصير على مؤشر بورصة دبي، مع وجود أثر معنوي عكسي للصدمات الموجبة لنفس المتغير في الأجل الطويل وبمرونة جزئية بلغت (32.73%).
- للتغير السالب في المخاطر المالية أثر متباين ومعنوي على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير، وأثر طردي ومعنوي في الأجل الطويل، حيث بلغت المرونة الجزئية لمؤشر البورصة بالنسبة للصدمات السالبة في المخاطر المالية (-22.99%) في الأجل الطويل.
- وجود تأثير عكسي غير متماثل للصدمات في المخاطر المالية على مؤشر بورصة دبي، فمن خلال اختبارات التناظرية، وبمقارنة مرونة مؤشر البورصة بالنسبة للصدمات الموجبة والسالبة في المخاطر المالية، نجد أن مؤشر بورصة دبي أكثر استجابة وحساسية للصدمات الموجبة من استجابته للصدمات السالبة في المخاطر المالية.
- للتغير الموجب في المخاطر الاقتصادية أثر عكسي ومعنوي على مؤشر بورصة دبي في الأجلين القصير والطويل، وبمرونة جزئية بلغت في الأجل القصير (-4.29%)، و(-15.25%) في الأجل الطويل.
- للصدمات السالبة في المخاطر الاقتصادية أثرا متباينا ومعنويا على مؤشر بورصة دبي في الأجل القصير، وأثر عكسي ومعنوي في الأجل الطويل، وبمرونة جزئية بلغت (9.30%).
- وجود تأثير طردي غير متماثل للصدمات في المخاطر الاقتصادية على مؤشر بورصة دبي، وهو ما بينه اختبار عدم التماثل لـ (Wald) وكذلك (Multiplier graph)، إذ بمقارنة مرونة مؤشر البورصة بالنسبة للصدمات الموجبة والسالبة في المخاطر الاقتصادية، نجد أن مؤشر بورصة دبي أكثر استجابة وحساسية للصدمات الموجبة في المخاطر الاقتصادية مقارنة بالصدمات السالبة.

❖ الاقتراحات

إن النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة في محاولة لقياس تأثير البيئة الاقتصادية، وكذا العوامل، والظروف المحيطة بالبلد، أو ما يطلق عليه المختصين الماليين بمؤشرات مخاطر البلد (السياسية، الاقتصادية والمالية)، وتحديد أي من هذه العوامل أكثر تأثيرا على أداء؛ مؤشر بورصة الجزائر، ومؤشر بورصة دبي،

حيث أظهرت هذه النتائج اختلافا وتفاوتا من حيث طبيعة العلاقة وقوة التأثير، فمن النتائج ما جاء متوافقا مع النظرية الاقتصادية ومنها ما كان معاكسا، إن عدم توافق بعض نتائج الدراسة مع النظرية الاقتصادية سواء في حالة بورصة الجزائر أو بورصة دبي لا يعنى أنها خاطئة أو مضللة، بقدر ما يشير هذا إلى أنه قد يكون لأحد المؤشرات قوة تأثير أكثر من المؤشرات الأخرى تختلف من بورصة لأخرى للأسباب التي تم ذكرها آنفا، كما قد يكون لتداخل عوامل أخرى لها قوة تأثير مباشرة، أو أكبر من مؤشرات مخاطر البلد؛ كالتقلبات في أسعار النفط (قطاع المحروقات وزن كبير في اقتصاد البلدين، الجزائر والإمارات العربية)، سلوكيات المستثمرين في إطار ما يسمى بالسلوكيات المالية، كما أن اختلاف النتائج بين حالتي الدراسة يعود لأسباب، يمكننا من خلالها الخروج بجملة من المقترحات لتفعيل وتحسين أداء بورصة الجزائر بالنظر للأداء المميز لبورصة دبي، والتي نوجزها فيما يلي:

- إن الاختلاف الجوهرى بين أداء بورصة الجزائر وبورصة دبي، يكمن أساسا في مدى التأثير والتأثر بالاقتصاد الوطني، حيث تتأثر وتؤثر بورصة دبي تأثيرا شاملا على الاقتصاد نتيجة الدور الكبير الذي أولته الدولة للقطاع المالي والمؤسسات المالية، إلى جانب الإصلاحات الهيكلية والتنوع الاقتصادي اللذين عمدت إليهما خاصة بعد الأزمة المالية (سنة 2008) وانهيار أسعار النفط (سنة 2014)، في حين تتأثر وتؤثر بورصة الجزائر تأثيرا ضعيفا وجزئيا على الاقتصاد لمحدوديتها من حيث عدد الشركات المدرجة، حجم التداول، وقلة تنوع الأدوات المالية، حيث أن الاقتصاد الجزائري يعتمد بشكل كبير على قطاع المحروقات، وليس للبورصة تأثير كبير على هذا القطاع، كما أن هذا التوجه في الاقتصاد جعل من الاستثمارات الأجنبية تركز بشكل كبير على الاستثمار المباشر في مجال المحروقات والمشاريع الحكومية الكبرى بدلا من الاستثمار في البورصة، لهذا الجزائر ملزمة بإجراء المزيد من الإصلاحات الهيكلية لتعزيز وتنمية القطاعات خارج المحروقات في سبيل تنوع اقتصادي جاذب للاستثمارات والمستثمرين، مع تحرير بعض القطاعات من القيود الحكومية، أي خصوصية بعض القطاعات والسماح بمزيد من الاستثمارات الأجنبية والخاصة، وتسهيل الولوج إلى السوق.

- القيام بإصلاحات قانونية، تبسيط الإجراءات الادارية، مع المزيد من المزايا التحفيزية (كالإعفاءات والتخفيضات الضريبية)، إضافة إلى تعزيز حماية حقوق المستثمرين، وذلك بمراجعة وتحديث قانون الاستثمار وقوانين السوق تماشيا مع المعايير الدولية لجعلها أكثر مرونة وجاذبية، يمكن لهذه الإصلاحات والإجراءات أن تلعب دورا محوريا في تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر، وأن تشكل خطوة مهمة لتشجيع الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى جانب الاستثمار المباشر، كون أن البيئة القانونية المستقرة والواضحة هي عنصر أساسي لجذب المستثمرين الأجانب، وبناء الثقة بينهم وبين الحكومة.

- تعزيز الشفافية وقواعد الحوكمة، وذلك بإلزام الشركات خاصة المدرجة في البورصة بالإفصاح الكامل عن البيانات المالية بشكل دوري، إلى جانب تعزيز قوانين مكافحة الفساد وضمان تطبيقها بشكل صارم، لحماية مصالح الأطراف من الممارسات الفاسدة.

- تطوير وتحسين البيئة التحتية التكنولوجية، وذلك بتحديث الأنظمة التقنية كأنظمة التداول لتكون أكثر سرعة وكفاءة، بما في ذلك منصات التداول الإلكترونية، حيث تتيح للمستثمرين الوصول بسهولة إلى المعلومات وتنفيذ الصفقات بشكل سلس وآمن، هذا إلى جانب تطوير المنتجات والخدمات المالية، وذلك بتنوع الأدوات المالية خاصة الصكوك الإسلامية، وتشجيع الابتكار في الخدمات المالية، وتطوير أدوات مالية جديدة تلبي احتياجات المستثمرين المختلفة، وتعمل على جذب مجموعة أوسع من المستثمرين (لاعتبار أن أغلب الجمهور في الجزائر يمنعهم الوازع الديني من الاستثمار في البورصة، خاصة في الأدوات المالية التقليدية (الأسهم والسندات)).

تحتاج هذه الاجراءات المقترحة، التنسيق الفعلي بين الجهات الوصية؛ الحكومية والمؤسسات المالية، ومصالح أخرى ذات الصلة، كضمان للتنفيذ الفعال لهذه السياسات والإجراءات، مع الاستفادة من التجارب الدولية الناجحة في مجال بورصات الأوراق المالية، كتجربة الإمارات العربية ممثلة في بورصة دبي، وتطبيق أفضل الممارسات المتبعة في الأسواق المالية العالمية.

❖ آفاق البحث

يمكن ذكر مجموعة من المواضيع كآفاق للبحث فيها كالتالي:

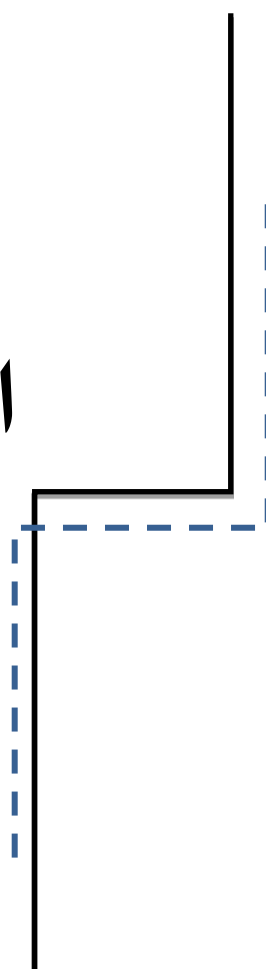
- قياس أثر البلد مخاطر البلد على أداء المؤشر العام والمؤشر الإسلامي في البورصة: الهدف من البحث تحديد أي واحد من مؤشرات مخاطر البلد؛ السياسية، أو المالية، أو الاقتصادية له تأثير على أداء مؤشر البورصة العام، وعلى أداء مؤشر البورصة الإسلامي، بغية تحديد طبيعة العلاقة بين المتغير التابع (مؤشر البورصة: المؤشر العام أو المؤشر الإسلامي)، والمتغيرات المستقلة (مخاطر البلد الرئيسية) في نموذجين مستقلين، والمقارنة بين النتائج.

- أثر مخاطر البلد على تقلبات عوائد الأسهم: الهدف من البحث تحديد أيهما أكثر قدرة في التأثير على عوائد الأسهم، مؤشرات مخاطر البلد منفصلة (السياسية، المالية، الاقتصادية)، أم مؤشرات مخاطر البلد مجتمعة (المؤشر المركب).

- قياس أثر مكونات مخاطر البلد على تقلبات عوائد الأسهم: الهدف من البحث تحديد أي واحد من المكونات الفرعية للمخاطر السياسية، أو المخاطر الاقتصادية، أو المخاطر المالية أكثر تأثيرا على عوائد الأسهم، مع دراسة حالتين منفصلتين (بورصتين من نفس التصنيف، ناشئة أو متقدمة) لتحديد إن كان تأثير مكونات أحد المخاطر الثلاثة نفسه في الحالتين المدروستين وبنفس القوة، أم هناك اختلاف.

- قياس أثر مخاطر البلد على مؤشرات القطاعات في البورصة: الهدف من البحث قياس تأثير مخاطر البلد الثلاث (السياسية، المالية، والاقتصادية) على مؤشرات القطاعات في البورصة، بغية تحديد أي من القطاعات تأثر أو تتأثر أسهم الشركات المكونة له بمخاطر البلد، وبالتالي تحديد أي من القطاعات أكثر جاذبية للاستثمار والعوائد مقارنة بالقطاعات الأخرى.

المصادر والمراجع



أولا/ المراجع باللغة العربية

❖ الكتب

1. ادريس, محمد .(2021). السياسة النقدية .سلسلة كتيبات تعريفية) . صندوق النقد العربي.
2. آل شبيب, دريد كامل .(2016). الاستثمار والتحليل الاستثماري .عمان - الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
3. الجميل, سرمد كوكب .(2018). المجل إلى الأسواق المالية .عمان- الأردن: دار الأكاديميون للنشر والتوزيع.
4. الخيكاني, نزار كاظم. والموسوي, حيدر يونس .(2015). السياسات الاقتصادية- الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي. الطبعة الثانية. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.
5. العتوم, شفيق. والعاروري, فتحي .(1995). الأساليب الإحصائية، الجزء 1 الطبعة الأولى. عمان، الأردن. دار المناهج للنشر والتوزيع.
6. الياور, علي عصام .(2019). أسعار صرف العملات (معالجة أزماتها من خلال التجارب الدولية. الطبعة الأولى .عمان- الأردن. دار الأيام للنشر والتوزيع
7. بن الضب, علي. وشيخي, محمد .(2017). الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية. الطبعة الأولى. عمان- الأردن. دار الحامد للنشر والتوزيع.
8. بن ساسي, إلياس. وقريشي, يوسف. وبن عبد الرحمان, ذهبية .(2019). التسيير المالي- الإدارة العامة (الجزء الأول) دروس وتطبيقات. الطبعة الثانية. عمان- الأردن. دار وائل للنشر والتوزيع.
9. حمداوي, الطاوس .(2017). الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر الطبعة الأولى. عمان- الأردن. دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع.
10. شرابي, عبد العزيز. (2000) طرق إحصائية للواقع الاقتصادي. الجزائر. ديوان المطبوعات الجامعية.
11. شمعون, شمعون .(1999). البورصة. الطبعة الثانية. دار هومة.
12. شيخي, محمد .(2011). طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات . الطبعة الأولى، عمان، الأردن. دار الحامد للنشر والتوزيع.
13. عباس, عباس .(2022). دار الأعمال الدولية-المدخل العام .عمان، الأردن. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
14. طالب, علاء فرحان. والموسوي, حيدر يونس. وحسن, محمد فائز .(2013). إدارة المؤسسات المالية - مدخل فكر معاصر .-عمان - الأردن: دار الأيام للنشر والتوزيع.

15. فليفيل, كامل و. فتحي, حمدان). 2016. (المبادئ الإحصائية للمهن التجارية. ط1. عمان-الأردن. دار المناهج للنشر والتوزيع.
16. كافي, مصطفى يوسف). (2009). بورصة الأوراق المالية. الطبعة الأولى. دمشق, سوريا. دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع.
17. مصيطفى, عبد اللطيف. وبن بوزيان, محمد). (2015). أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية. بيروت - لبنان. مكتبة حسن العصرية.
18. هندي, منير ابراهيم). (1993). الأوراق المالية وأسواق رأس المال. الاسكندرية. منشأة توزيع المعارف.
19. هندي, منير ابراهيم). (2006). الأوراق المالية وأسواق المال. الاسكندرية - مصر: منشأة توزيع المعارف.

❖ الرسائل والأطروحات

20. طالب, سومية. شهيناز). (2017). الأثر الديناميكي للنمو الاقتصادي على البطالة. أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي ليابس-سيدي بلعباس-الجزائر
21. ابن بوسحاقي, فتيحة). (2003). بورصة الجزائر - واقع وآفاق -.رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، فرع: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
22. الداوي, خيرة). (2012). تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة (2005 - 2009). مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة.
23. آل طعمة, حيدر حسين أحمد محمد). (2007). تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية (مصر جالة دراسية) للمدة (1991-2005). رسالة ماجستير (فير منشورة) في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد: قسم الاقتصاد، جامعة بغداد.
24. الحبابي, حمد علي). (2007). العوامل المؤثرة من سوقي عمان والدوحة الماليين - دراسة مقارنة .رسالة ماجستير (غير منشورة) في العلوم المالية والإدارية، تخصص التمويل - جامعة عمان العربية للدراسات العليا - الأردن.
25. الداوي, خيرة). (2012). تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية. ما بين الفترة (2005 - 2009). مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم

- علوم التسيير (غير منشورة)، تخصص، مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة.
26. الرفاعي، محمود فلاح محمد. (1999). أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (1997-1978). (رسالة ماجستير (غير منشورة) كلية الاقتصاد والعلوم الادارية. قسم الاقتصاد، جامعة آل البيت، الأردن.
27. العبادلة، سعيد. سفيان. (2013). دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية (1997-2011). رسالة ماجستير في اقتصاديات التنمية (غير منشورة). كلية التجارة بالجامعة الاسلامية بغزة.
28. اللوزي، أحمد. محمد. (2008). الحماية الجزائية لتداول الأوراق المالية في التشريع الأردني "جراسة مقارنة". أطروحة دكتوراه (غير منشورة) في القانون العام، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن.
29. السويطي، عيسى. أحمد محمود. (2011). أثر المتغيرات الرئيسية للاقتصاد على مؤشر بورصة عمان ومؤشر المصارف. أطروحة دكتوراه فلسفة (غير منشورة)، تخصص المصارف - جامعة العلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم المالية والادارية، عمان - الأردن.
30. برباش، عنتر. (2016). تأثر خطر البلد على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دول المغرب العربي، حالة: الجزائر - المغرب - تونس - دراسة تحليلية قياسية للفترة (2012-1990). أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية (غير منشورة). جامعة محمد بوضياف المسيلة.
31. بلحمري، خيرة. (2016). تحليل كفاءة الأسواق المالية العربية - دراسة قياسية لعدد من البورصات العربية (الكويت تونس وفلسطين خلال الفترة (2007-2014) أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية (غير منشورة) كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3.
32. بوردين، فهد خالد ابداج. (2017). المضاربة والتلاعب بالأسعار في سوق الأوراق المالية (دراسة قارنة. أطروحة دكتوراه (غير منشورة) في الحقوق، كلية الحقوق، قسم القانون التجاري والبحري، جامعة القاهرة.
33. بوذخيل، محمد الأمين. (2014). المعاملات المالية الدولية والمخاطر القطرية. أطروحة دكتوراه (غير منشورة) في التسيير الدولي للمؤسسات، تخصص مالية دولية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان.
34. بوكساني، رشيد. (2006). معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها. رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

35. حلوفي, سفيان. (2011). أثر العولمة المالية على أداء الأسواق المالية الناشئة - حالتها كوربا الجنوبية واندونسيا .-مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، تخصص التمويل الدولي والمؤسسات النقدية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة.
36. سراي, صالح. (2017). دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية- دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر .أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة مسيلة.
37. سيساني, ميدون. (2015). تحليل أثر المخاطر القطرية على جاذبية الاستثمارات الأجنبية المباشرة - دراسة قياسية: حالة الجزائر بين 1990 - 2012 .أطروحة دكتوراه (غير منشورة) تخصص علوم تجارية - استثمار وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون تيارت.
38. شراطي, بسمة عمران. (2011). أثر الساسة النقدية على نشاط سوق الأورق المالية- دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية للفترة (1978-2009). رسالة ماجستير في الاقتصاد قسم اقتصاديات المال والأعمال (غير منشورة). جامعة مؤتة، الأردن.
39. عبد الله, محمد "خيرى توفيق" حامد الشيخ. (2007). أثر مخاطر الدولة على الاستثمار الأجنبي والاستثمار الأجنبي الغير مباشر - دراسة تحليلية للفترة من 2006-1996 .أطروحة دكتوراه في تخصص الإدارة المالية (غير منشورة)، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن.
40. غانم, حنان. (2006). أثر الأزمة المالية الدولية في العائد والمخاطرة .أطروحة دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال (غير منشورة) كلية الإدارة والاقتصاد جامعة المستنصرية.
41. لعراب, سميا. (2018). اتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة .أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه علوم في مالية المؤسسات، (غير منشورة) قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3.
42. نصر, مصطفى قطب جاب الله. (2020). دراسة مخاطر الدولة وأثرها على العوائد المستقبلية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر .أطروحة دكتوراه (غير منشورة) في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
43. نعاس, صلاح الدين. (2018). قياس وتحليل تقلبات أسعار الأسهم في البورصات العربية دراسة نظرية وتطبيقية باستخدام نماذج GARCH. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم

التسيير تخصص دراسات مالية، (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية.

❖ المقالات والأوراق العلمية

44. الصائغ، نمير أمير. والخفاف، لينا خالد. (2019). العلاقة بين بعض مؤشرات الخطر القطري وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة لعينة من الدول النفطية وغير النفطية للمدة (1996-2016) دراسة تحليلية. مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية. 261-272، (11) 26،
45. آل طعمة، حيدر حسين. (2013). أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي. مجلة العلوم الاقتصادية والادارية. المجلد (3)، العدد (19). ص (363-381)
46. البطرني، رنا. (2021). أثر المتغيرات الاقتصادية في مؤشر سوق الأوراق المالية -دراسة تطبيقية -.المجلة المصرية للتنمية والتخطيط. المجلد (2)، العدد (29). ص (74-45)
47. الدبوسي، أحمد. مصطفى. (2020). الدور الرقابي لبورصة الأوراق المالية على سوق رأس المال وأثره في نمو السوق، دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي. مجلة جامعة الشارقة للعلوم القانونية، المجلد (1)، العدد (17). ص (496-537)
48. الدوسكي، ازاد أحمد سعدون. والوائل، سمير فخري نعمة. وحسين، عبد الرزاق عزيز. (2011). أثر السياستين المالية والنقدية على التضخم في الاقتصاد العراقي للمدة 2003- منتصف 2010 تحليل وقياس. مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية. المجلد (7)، العدد (23). ص (97-115)
49. الزيادات، علي. والخرابشة، فارس. (2013). أثر الأزمة المالية على الأسواق المالية العالمية "حالة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الأردني". مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية. المجلد (21)، العدد (1). ص (399-426)
50. الشكرجي، بشار نون. وتاج الدين، ميادة صلاح الدين. (2008). علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية. مجلة تنمية الرافين. العدد (30). ص (71-90).
51. المصباح، عماد الدين أحمد (2018). العوامل المؤثرة في الاستثمار في المملكة العربية السعودية. ورقة علمية مقدمة إلى مؤتمر الاستثمار والتمويل الصناعي في المملكة العربية السعودية، جامعة القصيم. بتاريخ 12 مارس 2018
52. بلقاسم، زايري. (2009). كفاية الاحتياطات الدولية في الاقتصاد الجزائري. مجلة اقتصاديات شمال افريقيا. المجلد (5)، العدد (7). ص (45-74)
53. بوهراوة، س. (2010). التلاعب في الأسواق المالية- عرض تحليلي نقدي. ورقة عمل مقدمة في الدورة العشرون للمجمع الفقهي الاسلامي، رابطة العالم الاسلامي المنعقدة في مكة المكرمة في الفترة 25-29 ديسمبر 2010.

54. دربال, أمينة. وبوزيان, محمد. ومحمد, عبد القادر. (2012). اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية "بطريقة التكامل المتزامن". مجلة جامعة الملك عبد العزيز, الاقتصاد والإدارة. المجلد (26), العدد (1). ص (303-345)
55. رحيم, محمد جمعة. ومحمود, إسلام محمد. (2018). العلاقة بين أسعار الأسهم السوقية وعوائدها-دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي للفترة (2003-2015). مجلة كلية المعارف الجامعة. المجلد (27), العدد (1). ص (541-564)
56. زايري, بلقاسم. والبشير, عبد الكريم. (2010). أثر المخاطر القطرية في الاستثمارات الأجنبية, حالة الجزائر (دراسة قياسية) الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية, المجلد (50), العدد (17). ص (56-33).
57. سعودي, عبد الصمد. وبن لحضر, مسعودة. (2020). دور السياسة النقدية في تفعيل أداء الأسواق المالية الناشئة- دراسة على السوق المالي الأردن. مجلة الحدث للدراسات المالية والاقتصادية. العدد (4). ص (70-57).
58. عبد الرسول, ياسر. عوض, (2020). جويلية. (الإفصاح والشفافية في مواجهة الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية. مصر المعاصرة, مجلة علمية محكمة ربع سنوية. المجلد (540), العدد (111). الرقم التسلسلي (1). ص (320-243).
57. عطية, محمود صالح. (2012). تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق. مجلة ديالي للبحوث الانسانية. العدد (54). ص (651-617)
58. علي, وسام حسين. (2013). أثر التضخم على أداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2011-2005) (باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ). (VECM) مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية. ص (77-95).
59. عمارة, أميرة محمد. (2022). عدم الاستقرار السياسي والنمو الاقتصادي في الدول النامية. مجلة دراسات. المجلد (23). العدد (4). ص (7-30).
60. فودوا, محمد. (2017). تقنيات السياسة النقدية الحديثة لمعالجة التضخم. مجلة الاقتصاد الجديد. المجلد (17). العدد (2). ص (103-116).
61. قبلان, حسين. (2011). مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير. العدد (11). ص (91-110).
62. قسورة, ناصر مصطفى. (2019). دراسة تحليلية للمخاطر القطرية المؤثرة في تدفق استثمارات شركات النفط الأجنبية إلى القطاع السوري. مجلة جامعة حماة. المجلد (11). العدد (2). ص (221-201).

63. كاظم, حيدر يونس. (2018). أثر المخاطرة المالية القطرية في عائد ومخاطرة الاسهم العادية دراسة تحليلية في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الإدارة والاقتصاد. العدد (116). ص (224-204).
64. مباني, محمد. (2020). احتياطات الصرف واستعمال صندوق ضبط الإيرادات في الجزائر خلال الفترة 2008-2018. مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية. المجلد (9). العدد (1). ص(246-227).
65. براق, علي عبد الوهاب محمد الغشم, . (2011). الأزمات التي تمر بها سوق الأوراق المالية . دراسات اقتصادية. المجلد (11). العدد (1). ص(76-51).
66. مسجت, فايزة حسن. (2020). تحليل أثر متغيرات السياسة النقدية في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2004-2017). مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، المجلد (14). العدد (56). ص (173-156).
67. مشعل, بشرى أسامة محمد علي. (2023). كفاءة أسواق رأس المال والممارسات الغير أخلاقية فيه. مجلة العلوم الإنسانية والطبيعية. المجلد (4). العدد (2). ص (213-191).

❖ التقارير العلمية

68. الإمارات العربية المتحدة، وزارة الاقتصاد. (2019). التقرير الاقتصادي السنوي - الإصدار السابع والعشرين.
69. بنك الجزائر. (2009). التقرير السنوي 2008، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
70. بنك الجزائر. (2010). التقرير السنوي 2009، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
71. بنك الجزائر. (2011). التقرير السنوي 2010، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
72. بنك الجزائر. (2012). التقرير السنوي 2011، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
73. بنك الجزائر. (2013). التقرير السنوي 2012، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
74. بنك الجزائر. (2014). التقرير السنوي 2013، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
75. بنك الجزائر. (2015). التقرير السنوي 2014، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
76. بنك الجزائر. (2016). التقرير السنوي 2015، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
77. بنك الجزائر. (2017). التقرير السنوي 2016، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
78. بنك الجزائر. (2018). التقرير السنوي 2017، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
79. بنك الجزائر. (2019). التقرير السنوي 2018، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
80. بنك الجزائر. (2020). التقرير السنوي 2019، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
81. بنك الجزائر. (2021). التقرير السنوي 2020، التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.

82. بنك الجزائر. (2022). التقرير السنوي 2021, التطور الاقتصادي والنقدي للجزائر.
83. صندوق النقد العربي. (2008). بيانات أسواق الأوراق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الرابع والخمسون.
84. صندوق النقد العربي. (2008). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد السادس والخمسون.
85. صندوق النقد العربي. (2009). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الثامن والخمسون.
86. صندوق النقد العربي. (2009). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد الستون.
87. صندوق النقد العربي. (2010). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الأول والثاني- العدد الواحد والستون.
88. صندوق النقد العربي. (2010). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد الثالث والستون.
89. صندوق النقد العربي. (2011). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الخامس والستون.
90. صندوق النقد العربي. (2011). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد التاسع والستون.
91. صندوق النقد العربي. (2012). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الواحد والسبعون.
92. صندوق النقد العربي. (2012). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد الواحد والسبعون.
93. صندوق النقد العربي. (2013). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الثالث والسبعون.
94. صندوق النقد العربي. (2013). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد الخامس والسبعون.
95. صندوق النقد العربي. (2014). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد السابع والسبعون.
96. صندوق النقد العربي.)
97. (2014). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد التاسع والسبعون.

98. صندوق النقد العربي. (2015). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الواحد والثمانون.
99. صندوق النقد العربي. (2015). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد الثالث والثمانون.
100. صندوق النقد العربي. (2016). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الخامس والثمانون.
101. صندوق النقد العربي. (2016). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد السابع والثمانون.
102. صندوق النقد العربي. (2017). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد السابع والثمانون.
103. صندوق النقد العربي. (2017). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد التاسع والثمانون.
104. صندوق النقد العربي. (2018). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الواحد والتسعون.
105. صندوق النقد العربي. (2018). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد الثالث والتسعون.
106. صندوق النقد العربي. (2019). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد الخامس والتسعون.
107. صندوق النقد العربي. (2019). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد السابع والتسعون.
108. صندوق النقد العربي. (2020). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد التاسع والتسعون.
109. صندوق النقد العربي. (2020). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد المائة وثلاث.
110. صندوق النقد العربي. (2021). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد المائة وخمسة.
111. صندوق النقد العربي. (2021). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد المائة وسبعة.
112. صندوق النقد العربي. (2022). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الثاني- العدد المائة وسبعة.

113. صندوق النقد العربي. (2022). أداء الأسواق المالية العربية. النشرة الفصلية- الربع الرابع- العدد المائة وواحد عشر.
114. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2008). التقرير السنوي
115. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2009). التقرير السنوي
116. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2010). التقرير السنوي
117. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2011). التقرير السنوي
118. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2012). التقرير السنوي
119. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2013). التقرير السنوي
120. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2014). التقرير السنوي
121. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2015). التقرير السنوي
122. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2016). التقرير السنوي
123. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2017). التقرير السنوي
124. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2018). التقرير السنوي
125. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2019). التقرير السنوي
126. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2020). التقرير السنوي
127. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2021). التقرير السنوي
128. هيئة الأوراق المالية والسلع. (2022). التقرير السنوي

❖ القوانين والتشريعات

129. الجريدة الرسمية. العدد 2. الصادرة بتاريخ 13 يناير 1988. القانون رقم 88-01 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 هـ.. الموافق لـ 12 يناير سنة 1988. المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية.
130. الجريدة الرسمية. العدد 2. الصادرة بتاريخ 12 يناير 1988. القانون رقم 88-03 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 هـ.. الموافق لـ 12 يناير سنة 1988. المتعلق بصناديق المساهمة.
131. الجريدة الرسمية. العدد 2. الصادرة بتاريخ 12 يناير 1988. القانون رقم 88-04 المؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 هـ.. الموافق لـ 12 يناير سنة 1988. والمتضمن القانون التجاري، ويحدد القواعد الخاصة المطبقة على المؤسسات العمومية الاقتصادية،
132. الجريدة الرسمية. العدد 26. الصادرة بتاريخ 1 يونيو 1991. المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المؤرخ في 14 ذو القعدة عام 1411 هـ الموافق لـ 28 مايو سنة 1991 المتضمن تنظيم المعاملات الخاصة بالقيم المنقولة.

133. الجريدة الرسمية. العدد 26. الصادرة بتاريخ 1 يونيو 1991. المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 14 ذو القعدة عام 1411 هـ الموافق لـ 28 مايو سنة 1991 يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها.
134. الجريدة الرسمية. العدد 26. الصادرة بتاريخ 1 يونيو 1991. المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 14 ذو القعدة عام 1411 هـ الموافق لـ 28 مايو سنة 1991 يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها.
135. الجريدة الرسمية. العدد 34. الصادرة بتاريخ 23 مايو 1993. المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 02 ذي الحجة عام 1413 هـ الموافق لـ 23 مايو سنة 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
136. الجريدة الرسمية. العدد 27. الصادرة بتاريخ 28 سبتمبر 1993. المرسوم التشريعي رقم 08-93 المؤرخ في 03 ذو القعدة عام 1413 هـ الموافق لـ 25 أبريل سنة 1993 يعدل ويتم الأمر 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن القانون التجاري.
137. الجريدة الرسمية. العدد 41. الصادرة بتاريخ 26 يونيو 1994. المرسوم التنفيذي رقم 94-175 المؤرخ في 12 محرم عام 1415 هـ الموافق لـ 22 يونيو سنة 1994 يتضمن تطبيق المواد 21 و22 و29 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
138. الجريدة الرسمية. العدد 41. الصادرة بتاريخ 26 يونيو 1994. المرسوم التنفيذي رقم 94-176 المؤرخ في 12 محرم عام 1415 هـ الموافق لـ 22 يونيو سنة 1994 يتضمن تطبيق المادة 61 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
139. الجريدة الرسمية. العدد 3. الصادرة بتاريخ 14 يناير 1996. الأمر رقم 96-10 مؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10 يناير سنة 1996 يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة،
140. الجريدة الرسمية. العدد 18. الصادرة بتاريخ 20 مارس 1996. المرسوم التنفيذي رقم 96-102 المؤرخ في 11 شوال عام 1416 هـ الموافق لـ 11 مارس سنة 1996 يتضمن تطبيق المادة 32 من المرسوم التشريعي رقم 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة،
141. الجريدة الرسمية. العدد 47. الصادرة بتاريخ 03 جمادي الثانية عام 1422 هـ الموافق 22 غشت سنة 2001 م. الأمر رقم 01-04 مؤرخ في أول جمادي الثانية عام 1422 هـ الموافق 20 غشت 2001، يتعلق بتنظيم المؤسسات العمومية الاقتصادية تنظيمها وتسييرها وخصصتها.
142. الجريدة الرسمية العدد 50. الصادرة بتاريخ 19 فبراير سنة 2003. القانون رقم 03-04 لمؤرخ في 17 فبراير سنة 2003، يعدل ويتم المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم.

143. الجريدة الرسمية. العدد 02. الصادرة بتاريخ 21 صفر عام 1433 هـ الموافق 15 جانفي 2012. القوانين العضوية رقم (04-12)، (05-12)، و(12-06) الصادرة بتاريخ 18 صفر عام 1433 هـ.
144. الجريدة الرسمية. العدد 41. الصادرة بتاريخ 15 يوليو 2012. قرار مؤرخ في 30 صفر عام 1433 الموافق 24 يناير سنة 2012، يتضمن التصديق على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر عام 1433 الموافق 12 يناير سنة 2012 الذي يعدل ويتم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب عام 1418.
145. الجريدة الرسمية. العدد 14. الصادرة بتاريخ 27 جمادى الأولى عام 1437 الموافق 07 مارس 2016. المادة 88 القانون (16-01) المؤرخ في 26 جمادى الأولى عام 1437 الموافق 6 مارس 2016 المتضمن التعديل الدستوري.
146. الجريدة الرسمية. العدد 29. الصادرة بتاريخ 06 رمضان عام 1442 هـ.. الموافق لـ 18 أبريل 2021. المرسوم الرئاسي رقم (21-139) المؤرخ في 29 شعبان عام 1432 هـ. الموافق لـ 12 أبريل سنة 2021.
147. الجريدة الرسمية. العدد 38. الصادرة بتاريخ 24 ربيع الأول عام 1443 هـ الموافق لـ 31 أكتوبر 2021. المرسوم الرئاسي رقم (21-146) المؤرخ في 20 ربيع الأول عام 1443 الموافق لـ 27 أكتوبر سنة 2021.

ثانيا/ المراجع باللغة الأجنبية

❖ Books

148. Bouchet, M. H., Clark, E., & Gros Lambert, B. (2003). Country Risk Assessment - A Guide to Global Investment Strategy (Vol. 2003). Chichester: Wiley.
149. Box-Steffensmeier, J., Freeman, J., Hitt, M., & Pevehouse, J. (2014). Time series analysis for the social sciences. Cambridge University Press.
150. Cambridge Dictionary. (2022). Retrieved from; <https://dictionary.cambridge.org>.
151. Cavusgil, S. et al. (2011). International Business- The New Realities. Pearson Australia.
152. Clark, E. (2018). Chapter 1 "Terminology and History of Country Risk.". Dans Evaluating Country Risks for International Investments: Tools, Techniques and Applications. (pp. 3-20). Available : <https://www.worldscientific.com>
153. Efferink, L. V., Kool, C., & Veen, T. V. (2003). Country risk analysis. NIBESVV.
154. Gaillard, N. (2020). Country risk - The Bane of foreign Investors. Switzerland AG: Springer Nature.
155. Michael H, Kutner; Christopher J, Nachtsheim; John, Neter; William, Li. (2005). Applied Linear. McGraw Hill. New York.
156. Ramady, M. (2014). Political, Economic and Financial Country Risk- Analysis of the Gulf Cooperation Council. Springer London.
157. Solberg, R. (2002). Country Risk analysis- A Handbook. Routledge
158. Toksöz, M. (2014). Guide to country risk. London: The economist in association with Prof Books. Ltd and Public Affairs.
159. Topsacalian, P. (1996). Les indices boursiers sur actions. Economica.

❖ **Thesis and Dissertations**

160. Ardjoune, O. (2009). Essai d'évaluation d'une des composantes du risque-pays : le risque financier. Memoire En vue de l'obtention du diplôme de magister en sciences économiques, (Option : Monnaie Finance & Globalisation). Faculté des sciences Economiques, de gestion, et commerciales, Université Abderrahmane Mira, Bejaia.
161. Demir, F. (2005). Three Essays on Financial Liberalization, Country Risk and Low Growth Traps In Argentina, Mexico And Turkey. Thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy in economics, University of Notre Dame, Indiana.
162. Dissou, Z. (2020). Predictive Impact of Country Risk Effects on The Net Foreign Direct Investment Inflow to The Economic Community of West African States Region. Thesis submitted for the Degree Doctor of Philosophy in Business Management, Capella University.
163. Gezahegn, S. (2021). Factors Affecting Stock Market Growth: In the Case of Ethiopia Stock Exchange. Masters of Art Degree in Business Administration, St. Mary's University, School of Graduate Studies, Addis Ababa, Ethiopia.
164. Hammache, S. (2019). L'impact du risque-pays sur les investissements directs étrangers dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (MENA). Thèse de Doctorat en science Economiques, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion. Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou.
165. Hositkulporn, P. (2013). The Factors Affecting Stock Market Volatility and Contagion: Thailand and South-East Asia Evidence. Thesis of Doctorate of Business Administration, School of Business Victoria University Melbourne.
166. Mouhoubi, N. (2007). Essai d'évaluation d'une des composantes du risque-pays : le risque économique. En vue de l'obtention du diplôme de Magister en Sciences Economiques Option : Monnaie, Finance & Globalisation. Département des sciences économiques, Université abderrahmane Mira de Bejaia
167. Mwalyar, C. (2010). the impact of information communication technology on stock returns and trading volumes for companies quoted at the Nairobi stock exchange. Master in Business Administration, University of Nairobi.
168. Svidersko, T. (2014). Country Risk Assessment in Economic Security and Sustainability Context. Doctoral Dissertation Social Sciences Economics. Vilnius Gediminas Technical University.
169. Singh, S. B. (2017). Three Essays on fiscal policy. Thesis submitted for the Degree of Doctor of Philosophy, faculty in business The City University of New York.

❖ **Articles and Scientific papers**

170. Arltová, M., & Fedorová, D. (2016). Selection of Unit Root Test on the Basis of Time Series Length and Value of AR (1) Parameter. Statistika: Statistic and Economy Journal, Vol 96(3), pp 47-64.
171. Beaulieu, M.-C., Cosset, J.-C., & Essaddam, N. (2005). The impact of political risk on the volatility of stock returns: The case of Canada. Journal of International Business Studies, Vol 36(6), pp 701-718. doi: 10.1057/palgrave.jibs.8400160
172. Carrion-i-Silvestre, J., & Sansó, A. (2006). Testing the Null of Cointegration with Structural Breaks. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Vol 68(5), pp 623-646.
173. Kara, E., & Karabiyik, L. (2015). The Effect of Country Risk On Stock Prices: An Application In Borsa Istanbul. Journal of Faculty of Economics & Administrative Sciences, Vol 20(1), pp 239-225.

174. Liu, T., Hammoudeh, S., & Thompson, M. (2013). A momentum threshold model of stock prices and country risk ratings: Evidence from BRICS countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol 27, pp 112-99. doi: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2013.07.013>
175. Masrizal, M., Miftahurrahman, M., Herianingrum, S., & Firmansah, Y. (2020). The effect of country risk and macroeconomic on jakarta Islamic index. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam*, vol 6(1), pp 174-151. doi : <https://doi.org/10.20473/jebis.v6i1.14707>
176. Montes, G., & Tiberto, B. P. (2012). Macroeconomic environment, country risk and stock market performance: Evidence for Brazil. *Economic Modelling*, Vol 29(5), pp 1678-1666. doi: 10.1016/j.econmod.2012.05.027
177. Suleman, T., Gupta, R., & Balcilar, M. (2017). Does Country Risks Predict Stock Returns and Volatility Evidence from A Nonparametric Approach. *Research in International Business and Finance*, Vol 42, pp 1195-1173. doi: 10.1016/j.ribaf.2017.07.055
178. Afzal, M., Malik, M. E., Butt, R., & Fatima, K. (2013). Openness, Inflation and Growth Relationships in Pakistan An Application of ARDL Bounds Testing Approach, *Pakistan Economic and Social Review*. Vol 51(01), pp13-53.
179. Albert, R. (1975, May). Exchange Risk, Political Risk, and Investor Demand for External Currency Deposits. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 7(2), pp 161-179.
180. Almahmoud, A. (2014). Country Risk Ratings and Stock Market Movements: Evidence from Emerging Economy. *International Journal of Economics and Finance*, Vol 6(10), pp 96-88. doi:10.5539/ijef.v6n10p88
181. Andrade, J., & Teles, V. k. (2006). An Empirical Model of the Brazilian Country Risk - An Extension of the Beta Country Risk Model. *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, Vol 38(11), pp 1271-1278.
182. Bass, B., McGregor, D., & Walters, J. (1977, December). Selecting Foreign Plant Sites: Economic, Social and Political Considerations. *The Academy of Management Journal*, Vol 20(4), pp 535-551.
183. Bernier, B. (1976). Zink, Dolph Warren, *The Political Risks for Multinational Enterprise in Developing Countries*, New York et Londres, Praeger Publishers, 1973, 186 p.. Études internationales. Vol 7(3). pp 486-487.
184. Bowles, J., & Peldez, C. (1995). Fuzzy logic prioritization of failures in a system failure mode, effects and criticality analysis. *Reliability Engineering and System Safety*, Vol 50, pp 20-21.
185. Desta, A. (1985). Assessing Political Risk in Less Developed Countries. *Journal of Business Strategy*, Vol 5(4), \$\$ 40-53.
186. Dickey, D. A., & Fuller., W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, Vol 74(366), pp 427-431.
187. Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1996). Expected returns and volatility in 135 countries. *Journal of Portfolio Management*, Vol 20(3), pp 46-58.
188. Federal Reserve Bank of New York. (1978, Spring). New Supervisory Approach to Foreign Lending. *FRBNY Quarterly Review*, Vol 3(1), pp. 1-6.
189. Glynn, J., Perera, N., & Reetu, V. (2007). Unit Root Tests and Structural Breaks. A Survey with Applications *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, Vol 3, pp 63-79.
190. Green, R. T., & Cunningham, W. H. (1975). The Determinants of U.S. Foreign Investment: An Empirical Examination. *Management International Review*, Vol 15(2/3), pp 113-120.

191. Guessoum, Y. (2004, Février). Evaluation du Risque Pays par les Agences de Rating : Transparence et Convergence des Méthodes. (CNRS – Université de la Méditerranée (Aix-Marseille II), p 1-34
192. Kaminsky, G., & Reinhart, C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *The American Economic Review*, Vol 89(03), pp 473-500.
193. Khalid M. Kisswani, Mohammad I. Elian, Exploring the nexus between Oil prices and sectoral stock prices: Nonlinear evidence from Kuwait stock exchange, *Cogent Economics and finance* (2017) Available: <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1286061>, p7. (s.d.).
194. Khoury, N., Martel, J. M., & Yourougou, P. (1994). multicriterion approach to country selection for global index funds. *Global Finance Journal*, 5(1), 17-3.
195. Kisswani, k., & Elian, M. (2017). Exploring the nexus between Oil prices and sectoral stock prices: Nonlinear evidence from Kuwait stock exchange. *Cogent Economics and finance*. Vol 5(1). Available: <https://doi.org/10.1080/23322039.2017.1286061>
196. Kobrin, S. J. (1979). Political risk: A review and reconsideration. *International Business Studies*, Vol 10(1), pp 67-90.
197. Kuma, J. (2018). Modélisation ARDL, Test de cointégration aux bornes et Approche de Toda-Yamamoto: éléments de théorie et pratique sur logiciels. Consulté le 29/08/2023, sur HALId: cel-01766214 <https://hal.science/cel-01766214>
198. Lloyd, B. (1974). The identification and assessment of political risk in the international environment. *Long Range Planning*, Vol 7(6), pp 24-32.
199. M. Kabir, H., Neal C. Maroney, M., Hassan, M.-S., & Ahmad, T. (2003). Country risk and volatility predictability, and diversification in the Middle East and Africa. *Economic Systems*, Vol 27(1), pp 82-63. doi:10.1016/S0939-3625(03)00017-7
200. Meldrum, D. H. (1999, July). Country risk and a quick look at latin america: how to analyze exchange risk, economic policy risk and institutional risk. *Business Economics*, Vol 34(3), pp 30-37.
201. Meldrum, D. H. (2000, January). Country Risk and Foreign Direct Investment. *Business Economics; Basingstoke*, Vol 35(1), pp 33-40.
202. Miller, K. D. (1992). A Framework For Integrated Risk Management In International Business. *Journal of International Business Studies*, Vol 23(2), pp 311-331.
203. Mshelia, J., & Anchor, J. (2018). Political risk assessment by multinational corporations in African market : A Nigerian Perspective. *Thunderbird International Business Review*, Vol 61(2), 1-11. doi: <https://doi.org/10.1002/tie.21964>
204. Parasuraman, N., & Ramudu, P. (2014). Price Weighted Vs. Value Weighted Index: A Comparative Analysis and Impact on Index Based Portfolio Performance. pp. 175-205. Available: <https://www.sdmimd.ac.in/SDMRCMS/articles/CRM2014/7.pdf>
205. Perron, P. (1997). L'estimation de modèles avec changements structurels multiples. *L'Actualité économique*, Vol 73(1-2-3), pp 457-505.
206. Pesaran, H., & Shin, Y. (1995). An Autoregressive Distributed Lag Modeling Approach to Co-integration Analysis. *Econometrics and Economic Theory in the 20st Century: The Ragnar Frisch Centennial Symposium*, p31. doi:10.1017/CCOL0521633230.011
207. Phillips, P., & Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, Vol 75(02), pp 225-346.
208. Phillips, P., & Xiao, Z. (1998). A Primer on Unit Root Testing. *Journal of Economic Surveys*, Vol 12(05), pp 423-470.
209. Pokorádi, L. (2002). Fuzzy logic-based risk assessment. *AARMS*, Vol 1(1), pp 7-63.
210. Reddy, L. D. (2012). Impact of inflation and GDP on stock market returne in India. *International Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences*, Vol 1(6), pp 136-120.

211. Roggi, O., Giannozzi, A., & Baglioni, T. (2017). Valuing emerging markets companies: New approaches to determine the effective exposure to country risk. *Research in International Business and Finance*, Vol 39(Part A), pp 567-553. doi: org/10.1016/j.ribaf.2016.07.028
212. Sari, R., Uzunkaya, M., & Hammoudeh, S. (2013). The Relationship Between Disaggregated Country Risk Ratings and Stock Market Movements: An ARDL Approach. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol 49(1), pp 16-4. doi: 10.2307/23437612
213. Shapiro, A. C. (1985, July). Currency Risk and Country Risk in International Banking. *The Journal Of Finance*, Vol 40(3), pp 881-891.
214. Shin, Y., Yu, B., & Greenwood-Nimmo, M. (2014). Modelling Asymmetric Cointegration and Dynamic Multipliers in a Nonlinear ARDL Framework (In: Sickles, R., Horrace, W. (eds) *Festschrift in Honor of Peter Schmidt*. Springer, New York, NY. https://doi.org/10.1007/978-1-4899-8008-3_9
215. Smith, C. N. (1971). Predicting the political environment of international business. *Long Range Planning*, Vol 4(1), pp 7-14.
216. Taner, T., & Mesut, K. (2018). Asymmetries in twin deficit hypothesis: Evidence from CEE countries,. *Journal of Economics*, Slovak Academy of Sciences, Vol 66(6), pp 580-597.
217. Victor , Morales-Oñate; Bolívar, Morales Oñate. (2023). MTest: a Bootstrap Test for Multicollinearity. *Revista Politécnica*. Vol 512). pp 53-62.
218. Wang , D., & Tomek, W. (2007). Commodity prices and unit root tests . *American Journal of Agricultural Economics*, Vol 89(4), pp 837-889.
219. Xu, K., Tang, L., Xie, M., Ho, S., & Zhu, M. (2002). Fuzzy asesment of FMEA for engine systems. *Reliability Engineering and System Safety*, Vol 75, pp 17-29.
220. Zhengtang, Z. (2011). Natural Catastrophe Risk, Insurance and Economic. *Energy Procedia*, Vol 5. pp 2340-2345.
221. Zivot, E., & Andrews, D. (1992). *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol 10(3), pp 251-270.

❖ **Scientific Paper and Reports**

222. Basu, S., Deepthi, D., & Reddy, J. (2011). Country Risk Analysis in Emerging Markets: The Indian. Working Paper N°: 326. Indian Institute of Management Bongalore
223. Cour des Comptes. (2001). La gestion des procédures publiques de la COFACE. Communication à la commission des finances, du controle budgetaire et des comptes economiques de la nation du senat. available: <https://www.ccomptes.fr/fr/documents/22846>
224. Federal Reserve Bank of New York. (1978, Spring). New Supervisory Approach to Foreign Lending. *FRBNY Quarterly Review*, Vol 3(1), pp. 1-6.
225. Fihri, H. F. (2022). Les indices de la Bourse de Casablanca -Statistiques et Indices. *ecole-bourse.ma*. avabile https://www.ecole-bourse.ma/sites/default/files/les_indices.pdf
226. Hautcoeur, P.-C. (2006). Why and how to measure stock market fluctuations? The early history of stock market indices, with special reference to the French case. Working paper N° 2006-10, halshs-00590522, HAL.
227. Hoti, S., & McAleer, M. (2002, 11). Country Risk Ratings: An International Comparison. Seminar Series; Perth: Department of Economics, University of Western Australia.
228. International Finance". *Economic and Social Survey of Asia and the Pacific, 2000*, United Nations. "Economic and financial monitoring and surveillance: Institute of International Finance". available: <https://www.unescap>.
229. Iqbal, K., Tsubota, K., Shonchoy, A., & Hoque, M. (201). Political Instability and Stock Market Returns: Evidence from Firm-level Panel data of Securities in Bangladesh. IDE

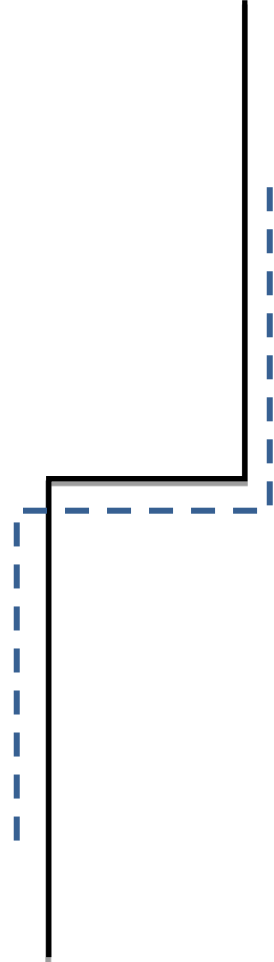
- Discussion Papers 712, Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (JETRO).
230. Iranzo, S. (2008). Devling Into Country. Documentos Ocasionales. N. ° 0802, Banco De España, Eurosistema, (E. BONCO DE ESPANA, Éd.)
231. Levy, J., & Yoon, E.(1996). Methods of Country Risk Assessment for International Market-Entry Decision. Institute for the Study of Business Markets , (Repport N° 11-1996)The Pennsylvania State University.
232. Nath, H. (2008, October). Country Risk Analysis: A Survey of the Quantitative Methods. SHSU Economics & Intl. Business Working Paper No. SHSU_ECO_WP08-04.
233. Rao, S. (2012). Country Risk Indices (Helpdesk Research Report). GSDRC. Available: <https://gsdrc.org/publications/country-risk-indices/>
234. Sottilotta, C. E. (2013). Political risk concepts definitions challenges. (L. G. working papers series, Éd.)
235. Taulbee '00, N. (2000). Economic Influences on the Stock Market. Rgsearchli J{onors Project. 77.Illinois Wesleyan University. Available: https://digitalcommons.iwu.edu/econ_honproj/77
236. Terrier, J.-L.. (2007). The Country Ranking Developed by Nord-Sud Export (BOX 9). The International Bank for Reconstruction and Development. The World Bank.
237. The Africa Competitiveness Report. (2017). Available: www.weforum.org.
238. unescap. (2000). "Economic and financial monitoring and surveillance: Institute of International Finance". Economic and Social Survey of Asia and the Pacific, United Nations
239. Wallich, H. C. (1977, March 23). Statement Before the Subcommittee on Financial Institutions Supervision, Regulation and Insurance, Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. Federal Reserve Bank of St. Louis.

❖ Websites

240. www.adx.ae
241. www.albankaldawli.org
242. www.alarabiya.net
243. www.aletihad.ae
244. www.bank-of-algeria.dz
245. www.beri.com
246. www.brainkart.com
247. www.coface.fr
248. www.cosob.org
249. www.dfm.ae
250. www.ebrd.com
251. www.eiu.com
252. www.ekn.se
253. www.euromoney.com
254. www.fitchsolutions.com
255. www.mof.gov.ae

256. www.gulfhouse.org
257. www.iif.com
258. www.imf.org
259. www.interieur.gov.dz
260. www.kisvn.vn
261. www.moodyanalytics.com
262. www.oecd.org
263. www.prsgroup.com
264. www.sgbv.dz
265. www.weforum.org

الملاحق



الملحق رقم (1): اختبارات جذر الوحدة (بورصة الجزائر) الملحق رقم (2): اختبارات جذر الوحدة (بورصة دبي)

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)					
<u>At Level</u>		LNFR	LNIND	LNPR	
With Const	t-Statistic	-2.3697	-3.1349	-2.4993	-1.5189
	Prob.	0.1546	0.0293	0.1208	0.5172
		n0	**	n0	n0
With Const	t-Statistic	-2.2006	-2.5565	-3.0254	-1.9139
	Prob.	0.4803	0.3012	0.1343	0.6348
		n0	n0	n0	n0
Without Co	t-Statistic	-0.0111	-0.3290	-0.4318	-1.0148
	Prob.	0.6750	0.5626	0.5230	0.2755
		n0	n0	n0	n0
<u>At First Difference</u>					
		d(LNFR)	d(LNIND)	d(LNPR)	
With Const	t-Statistic	-2.7911	-2.2979	-6.5293	-2.8625
	Prob.	0.0658	0.1761	0.0000	0.0561
		*	n0	***	*
With Const	t-Statistic	-2.8663	-2.5823	-6.6522	-2.7781
	Prob.	0.1808	0.2897	0.0000	0.2111
		n0	***	n0	n0
Without Co	t-Statistic	-2.8051	-2.3969	-6.5737	-2.7655
	Prob.	0.0058	0.0172	0.0000	0.0065
		***	**	***	***
UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)					
<u>At Level</u>		LNFR	LNIND	LNPR	
With Const	t-Statistic	-1.5322	-1.2246	-2.3649	-1.6635
	Prob.	0.5095	0.6571	0.1559	0.4434
		n0	n0	n0	n0
With Const	t-Statistic	-3.8716	1.0644	-3.0254	-2.8844
	Prob.	0.0198	0.9999	0.1343	0.1758
		**	n0	n0	n0
Without Co	t-Statistic	-0.0174	1.1092	-0.4478	-1.7861
	Prob.	0.6723	0.9286	0.5166	0.0706
		n0	n0	n0	*
<u>At First Difference</u>					
		d(LNFR)	d(LNIND)	d(LNPR)	
With Const	t-Statistic	-3.0220	-0.0712	-6.5538	-1.2045
	Prob.	0.0395	0.9466	0.0000	0.6651
		**	n0	***	n0
With Const	t-Statistic	-2.8830	-0.7034	-6.6669	-1.4338
	Prob.	0.1764	0.9670	0.0000	0.8380
		n0	n0	***	n0
Without Co	t-Statistic	-3.1190	-0.2476	-6.5992	-1.0315
	Prob.	0.0024	0.5918	0.0000	0.2681
		***	n0	***	n0

Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

This Result is The Out-Put of Program Has Developed By:
Dr. Imadeddin AlMosabbeh
College of Business and Economics
Qassim University-KSA

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)					
<u>At Level</u>		LNFR	LNIND	LNPR	
With Const	t-Statistic	-1.9344	-1.5297	-1.8463	2.0043
	Prob.	0.3147	0.5118	0.3550	0.9998
		n0	n0	n0	n0
With Const	t-Statistic	-1.5252	-0.6916	-1.7768	0.3808
	Prob.	0.8096	0.9689	0.7034	0.9986
		n0	n0	n0	n0
Without Co	t-Statistic	-0.8354	-0.0258	-0.6756	2.1256
	Prob.	0.3498	0.6701	0.4202	0.9914
		n0	n0	n0	n0
<u>At First Difference</u>					
		d(LNFR)	d(LNIND)	d(LNPR)	
With Const	t-Statistic	-1.4656	-1.7757	-2.8031	-6.7559
	Prob.	0.5438	0.3887	0.0640	0.0000
		n0	n0	*	***
With Const	t-Statistic	-1.7264	-2.0704	-2.8830	-7.0969
	Prob.	0.7268	0.5509	0.1755	0.0000
		n0	n0	n0	***
Without Co	t-Statistic	-1.6507	-1.8162	-2.7919	-6.2591
	Prob.	0.0929	0.0663	0.0060	0.0000
		*	*	***	***
UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)					
<u>At Level</u>		LNFR	LNIND	LNPR	
With Const	t-Statistic	-2.5448	-1.3537	-1.6463	2.0743
	Prob.	0.1112	0.5975	0.4525	0.9999
		n0	n0	n0	n0
With Const	t-Statistic	-1.3638	-0.0581	-3.3181	0.6539
	Prob.	0.8597	0.9943	0.0738	0.9995
		n0	n0	*	n0
Without Co	t-Statistic	-0.1383	0.2783	-1.2752	2.4579
	Prob.	0.6311	0.7628	0.1838	0.9963
		n0	n0	n0	n0
<u>At First Difference</u>					
		d(LNFR)	d(LNIND)	d(LNPR)	
With Const	t-Statistic	0.1663	-0.0686	-3.1057	-6.6093
	Prob.	0.9675	0.9468	0.0324	0.0000
		n0	n0	**	***
With Const	t-Statistic	-0.3274	-0.6766	-3.1353	-6.9896
	Prob.	0.9875	0.9691	0.1094	0.0000
		n0	n0	n0	***
Without Co	t-Statistic	-0.8395	-0.2947	-3.1019	-6.0411
	Prob.	0.3471	0.5744	0.0025	0.0000
		n0	n0	***	***

Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significant at the 1%
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

This Result is The Out-Put of Program Has Developed By:
Dr. Imadeddin AlMosabbeh
College of Business and Economics
Qassim University-KSA

الملحق رقم (3): اختبارات الاستقرار في وجود نقاط انكسار (حالة بورصة الجزائر)

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNER has a unit root with a structural break in both the intercept and trend Chosen lag length: 7 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2015Q1		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-4.541546	0.023095

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 18:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNER has a unit root with a structural break in the intercept Chosen lag length: 7 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2014Q4		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-4.901271	0.003761

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNFR has a unit root with a structural break in both the intercept and trend Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2014Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-5.015791	0.003526

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 18:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNFR has a unit root with a structural break in the intercept Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2014Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-4.441490	0.000422

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural break in both the intercept and trend Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2020Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-3.467573	0.002279

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural break in the intercept Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2018Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-2.778867	0.033793

الملحق رقم (4): اختبارات الاستقرار في وجود نقاط انكسار (حالة بورصة دبي)

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural break in both the intercept and trend Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2020Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-4.247907	1.66E-07

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNPR has a unit root with a structural break in the intercept Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2020Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-5.310601	0.000495

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNER has a unit root with a structural break in both the intercept and trend Chosen lag length: 7 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2019Q4		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-3.903580	0.014226

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNFR has a unit root with a structural break in the intercept Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2014Q2		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-3.423786	0.025362

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNFR has a unit root with a structural break in both the intercept and trend Chosen lag length: 8 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2020Q3		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-3.319865	0.031364

Zivot-Andrews Unit Root Test Date: 05/22/23 Time: 19:05 Sample: 2008Q1 2022Q4 Included observations: 60 Null Hypothesis: DLNER has a unit root with a structural break in the intercept Chosen lag length: 7 (maximum lags: 8) Chosen break point: 2014Q4		
Zivot-Andrews test statistic	t-Statistic	Prob. *
	-3.926350	0.023758

الملحق رقم (6): تقدير نموذج NARDL (بورصة دبي)

Dependent Variable: LNIND
Method: ARDL
Date: 05/21/23 Time: 15:55
Sample (adjusted): 2008Q4 2022Q4
Included observations: 57 after adjustments
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic): LNFR_POS LNFR_NEG
LNFR_POS LNFR_NEG LNER_POS LNPR_NEG

Fixed regressors: C
Number of models evaluated: 1458
Selected Model: ARDL(1, 0, 2, 1, 2, 1, 2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LNIND(-1)	0.351184	0.089981	3.902857	0.0003
LNFR_POS	21.23992	5.762479	3.685899	0.0007
LNFR_NEG	-35.21881	12.73173	-2.766225	0.0085
LNFR_NEG(-1)	74.57091	23.55159	3.166280	0.0029
LNFR_NEG(-2)	-54.26893	14.07853	-3.854730	0.0004
LNER_POS	-4.294422	2.556033	-1.680112	0.1005
LNER_POS(-1)	-5.602522	2.822246	-1.985129	0.0538
LNER_NEG	6.464292	2.195276	2.944637	0.0053
LNER_NEG(-1)	-14.06242	4.362010	-3.223840	0.0025
LNER_NEG(-2)	13.63421	3.035757	4.491205	0.0001
LNPR_POS	59.60044	25.52959	2.334563	0.0245
LNPR_POS(-1)	36.08196	24.58538	1.467618	0.1498
LNPR_NEG	52.33839	21.29122	2.458215	0.0183
LNPR_NEG(-1)	-83.77623	36.03288	-2.324994	0.0251
LNPR_NEG(-2)	27.70760	19.78776	1.400239	0.1690
C	4.671445	0.680885	6.860845	0.0000

R-squared 0.920679 Mean dependent var 7.831719
Adjusted R-squared 0.891659 S.D. dependent var 0.352723
S.E. of regression 0.116100 Akaike info criterion -1.236812
Sum squared resid 0.552644 Schwarz criterion -0.663324
Log likelihood 51.24914 Hannan-Quinn criter. -1.013935
F-statistic 31.72567 Durbin-Watson stat 2.210585
Prob(F-statistic) 0.000000

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الملحق رقم (5): تقدير نموذج NARDL (بورصة الجزائر)

Dependent Variable: LNIND
Method: ARDL
Date: 05/21/23 Time: 15:57
Sample (adjusted): 2008Q4 2022Q4
Included observations: 57 after adjustments
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (2 lags, automatic): LNPR_POS LNPR_NEG
LNFR_POS LNFR_NEG LNER_POS LNPR_NEG

Fixed regressors: C
Number of models evaluated: 1458
Selected Model: ARDL(1, 2, 1, 1, 2, 1, 2)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LNIND(-1)	0.253454	0.129469	1.957645	0.0573
LNPR_POS	-15.38031	5.470512	-2.811494	0.0076
LNPR_POS(-1)	30.99598	11.39558	2.720001	0.0096
LNPR_POS(-2)	-12.82983	8.054672	-1.592843	0.1191
LNPR_NEG	-10.45898	2.695008	-3.880872	0.0004
LNPR_NEG(-1)	10.96559	2.740650	4.001366	0.0003
LNFR_POS	5.143368	3.185724	1.614505	0.1143
LNFR_POS(-1)	-7.615376	2.793670	-2.725939	0.0095
LNFR_NEG	8.596866	2.589846	3.319451	0.0019
LNFR_NEG(-1)	-15.70311	4.373077	-3.590860	0.0009
LNFR_NEG(-2)	10.44150	2.585575	4.038365	0.0002
LNER_POS	-3.596827	0.998869	-3.600901	0.0009
LNER_POS(-1)	4.797786	1.419674	3.379499	0.0016
LNER_NEG	-3.739277	1.088120	-3.436458	0.0014
LNER_NEG(-1)	6.278762	1.990968	3.153622	0.0031
LNER_NEG(-2)	-4.060753	1.268285	-3.201767	0.0027
C	5.106178	0.883990	5.776287	0.0000

R-squared 0.976055 Mean dependent var 7.233395
Adjusted R-squared 0.966477 S.D. dependent var 0.231691
S.E. of regression 0.042421 Akaike info criterion -3.240012
Sum squared resid 0.071983 Schwarz criterion -2.630681
Log likelihood 109.3403 Hannan-Quinn criter. -3.003205
F-statistic 101.9046 Durbin-Watson stat 2.210154
Prob(F-statistic) 0.000000

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

الملحق رقم (7): التكامل المشترك واختبار الحدود للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(LNIND)
Selected Model: ARDL(1, 2, 1, 1, 2, 1, 2)
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend
Date: 06/28/23 Time: 16:06
Sample: 2008Q1 2022Q4
Included observations: 57

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.106178	0.883990	5.776287	0.0000
LNIND(-1)*	-0.746546	0.129469	-5.766219	0.0000
LNPR_POS(-1)	2.785843	2.789525	0.998580	0.3240
LNPR_NEG(-1)	0.506605	0.586890	0.863202	0.3932
LNFR_POS(-1)	-2.472008	1.361624	-1.815485	0.0770
LNFR_NEG(-1)	3.335256	0.973239	3.426965	0.0014
LNER_POS(-1)	1.200959	0.547665	2.192874	0.0342
LNER_NEG(-1)	-1.521268	0.364584	-4.172613	0.0002
D(LNPR_POS)	-15.38031	5.470512	-2.811494	0.0076
D(LNPR_POS(-1))	12.82983	8.054672	1.592843	0.1191
D(LNPR_NEG)	-10.45898	2.695008	-3.880872	0.0004
D(LNFR_POS)	5.143368	3.185724	1.614505	0.1143
D(LNFR_NEG)	8.596866	2.589846	3.319451	0.0019
D(LNFR_NEG(-1))	-10.44150	2.585575	-4.038365	0.0002
D(LNER_POS)	-3.596827	0.998869	-3.600901	0.0009
D(LNER_NEG)	-3.739277	1.088120	-3.436458	0.0014
D(LNER_NEG(-1))	4.060753	1.268285	3.201767	0.0027

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNPR_POS	3.731643	3.691337	1.010919	0.3181
LNPR_NEG	0.678599	0.812746	0.834945	0.4087
LNFR_POS	-3.311260	1.802904	-1.836526	0.0737
LNFR_NEG	4.467583	1.167043	3.828121	0.0004
LNER_POS	1.608688	0.709609	2.267007	0.0289
LNER_NEG	-2.037742	0.450603	-4.522259	0.0001

EC = LNIND - (3.7316*LNPR_POS + 0.6786*LNPR_NEG - 3.3113*LNFR_POS + 4.4676*LNFR_NEG + 1.6087*LNER_POS - 2.0377*LNER_NEG)

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	5.863032	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
Actual Sample Size	57	10%	2.253	3.436
		5%	2.643	3.939
		1%	3.531	5.081
		10%	2.27	3.486
		5%	2.676	3.999
		1%	3.636	5.169

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-5.766219	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

الملحق رقم (8): التكامل المشترك واختبار الحدود للنموذج الثاني (حالة بورصة دبي)

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(LNIND)
Selected Model: ARDL(1, 0, 2, 1, 2, 1, 2)
Case 3: Unrestricted Constant and No Trend
Date: 06/28/23 Time: 16:09
Sample: 2008Q1 2022Q4
Included observations: 57

Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.671445	0.680885	6.860845	0.0000
LNIND(-1)*	-0.648816	0.089981	-7.210553	0.0000
LNFR_POS**	21.23992	5.762479	3.685899	0.0007
LNFR_NEG(-1)	-14.91683	2.341879	-6.369600	0.0000
LNFR_POS(-1)	-9.896944	1.886382	-5.246522	0.0000
LNER_NEG(-1)	6.036074	1.040447	5.801426	0.0000
LNPR_POS(-1)	95.68240	16.34935	5.852367	0.0000
LNPR_NEG(-1)	-3.730234	7.026935	-0.530848	0.5984
D(LNFR_NEG)	-35.21881	12.73173	-2.766225	0.0085
D(LNFR_NEG(-1))	54.26893	14.07853	3.854730	0.0004
D(LNER_POS)	-4.294422	2.566033	-1.680112	0.1005
D(LNER_NEG)	6.464292	2.195276	2.944637	0.0053
D(LNER_NEG(-1))	-13.63421	3.035757	-4.491205	0.0001
D(LNPR_POS)	59.60044	25.52959	2.334563	0.0245
D(LNPR_NEG)	52.33839	21.29122	2.458215	0.0183
D(LNPR_NEG(-1))	-27.70760	19.78776	-1.400239	0.1690

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.
** Variable interpreted as Z = Z(-1) + D(Z).

Levels Equation Case 3: Unrestricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNFR_POS	32.73645	7.657418	4.275128	0.0001
LNFR_NEG	-22.99087	3.491919	-6.584021	0.0000
LNER_POS	-15.25386	2.028830	-7.518551	0.0000
LNER_NEG	9.303221	1.263157	7.365053	0.0000
LNPR_POS	147.4724	18.10959	8.143332	0.0000
LNPR_NEG	-5.749297	10.65093	-0.539793	0.5923

EC = LNIND - (32.7364*LNFR_POS - 22.9909*LNFR_NEG - 15.2539
*LNER_POS + 9.3032*LNER_NEG + 147.4724*LNPR_POS - 5.7493
*LNPR_NEG)

F-Bounds Test Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	10.18249	10%	2.12	3.23
k	6	5%	2.45	3.61
		2.5%	2.75	3.99
		1%	3.15	4.43
Finite Sample: n=60				
		10%	2.253	3.436
		5%	2.643	3.939
		1%	3.531	5.081
Finite Sample: n=55				
		10%	2.27	3.486
		5%	2.676	3.999
		1%	3.636	5.169

t-Bounds Test Null Hypothesis: No levels relationship				
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-7.210553	10%	-2.57	-4.04
		5%	-2.86	-4.38
		2.5%	-3.13	-4.66
		1%	-3.43	-4.99

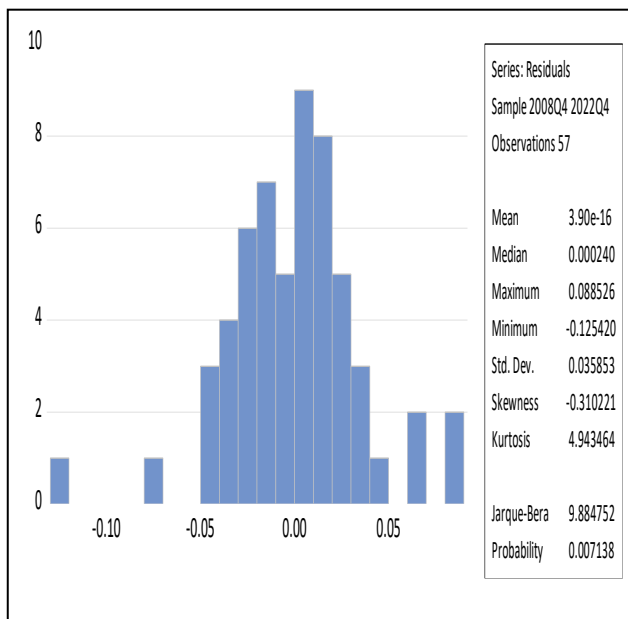
الملحق رقم (9) مشاكل القياس للنموذج الأول (حالة بورصة الجزائر)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	1.552654	Prob. F(1,39)	0.2202
Obs*R-squared	2.182379	Prob. Chi-Square(1)	0.1396

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: ARDL
Date: 06/28/23 Time: 16:11
Sample: 2008Q4 2022Q4
Included observations: 57
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNIND(-1)	0.215501	0.215509	0.999961	0.3235
LNPR_POS	0.655173	5.458491	0.120028	0.9051
LNPR_POS(-1)	-0.511160	11.32509	-0.045135	0.9642
LNPR_POS(-2)	-2.347460	8.218437	-0.285633	0.7767
LNPR_NEG	2.685165	3.436251	0.781423	0.4393
LNPR_NEG(-1)	-2.743231	3.500646	-0.783636	0.4380
LNFR_POS	0.321137	3.174421	0.101164	0.9199
LNFR_POS(-1)	0.117125	2.776161	0.042190	0.9666
LNFR_NEG	-2.731190	3.379376	-0.808194	0.4239
LNFR_NEG(-1)	4.069332	5.434009	0.748864	0.4584
LNFR_NEG(-2)	-2.404020	3.211901	-0.748473	0.4587
LNER_POS	0.536621	1.081483	0.496190	0.6225
LNER_POS(-1)	-0.842237	1.563611	-0.538649	0.5932
LNER_NEG	0.813730	1.262670	0.644452	0.5231
LNER_NEG(-1)	-1.195678	2.197888	-0.544012	0.5895
LNER_NEG(-2)	0.704094	1.380549	0.510010	0.6129
C	-1.479824	1.476888	-1.001988	0.3225
RESID(-1)	-0.347779	0.279104	-1.246055	0.2202



Ramsey RESET Test
Equation: NARDL
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: LNIND LNIND(-1) LNPR_POS LNPR_POS(-1) LNPR_POS(-2) LNPR_NEG LNPR_NEG(-1) LNFR_POS LNFR_POS(-1) LNFR_NEG LNFR_NEG(-1) LNFR_NEG(-2) LNER_POS LNER_POS(-1) LNER_NEG LNER_NEG(-1) LNER_NEG(-2) C

	Value	df	Probability
t-statistic	0.471386	39	0.6400
F-statistic	0.222205	(1, 39)	0.6400
Likelihood ratio	0.323840	1	0.5693

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.000408	1	0.000408
Restricted SSR	0.071983	40	0.001800
Unrestricted SSR	0.071575	39	0.001835

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	109.3403
Unrestricted LogL	109.5023

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.004279	Prob. F(1,54)	0.9481
Obs*R-squared	0.004437	Prob. Chi-Square(1)	0.9469

Test Equation:
Dependent Variable: RESID^2
Method: Least Squares
Date: 06/28/23 Time: 16:12
Sample (adjusted): 2009Q1 2022Q4
Included observations: 56 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001268	0.000385	3.290319	0.0018
RESID^2(-1)	0.008900	0.136062	0.065415	0.9481

R-squared 0.000079 Mean dependent var 0.001279
Adjusted R-squared -0.018438 S.D. dependent var 0.002550
S.E. of regression 0.002573 Akaike info criterion -9.052206
Sum squared resid 0.000358 Schwarz criterion -8.979872
Log likelihood 255.4618 Hannan-Quinn criter. -9.024162
F-statistic 0.004279 Durbin-Watson stat 2.000725
Prob(F-statistic) 0.948085

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.025308	(2, 40)	0.0113
Chi-square	10.05062	2	0.0066

Null Hypothesis: C(3)=C(4)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(3)	30.99598	11.39558
C(4)	-12.82983	8.054672

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	8.013868	(2, 40)	0.0012
Chi-square	16.02774	2	0.0003

Null Hypothesis: C(5)=C(6)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(5)	-10.45898	2.695008
C(6)	10.96559	2.740460

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.705945	(2, 40)	0.0066
Chi-square	11.41189	2	0.0033

Null Hypothesis: C(7)=C(8)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(7)	5.143368	3.185724
C(8)	-7.615376	2.793670

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-3.804283	40	0.0005
F-statistic	14.47257	(1, 40)	0.0005
Chi-square	14.47257	1	0.0001

Null Hypothesis: C(9)+C(10)=C(11)
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(9) + C(10) - C(11)	-17.54774	4.612627

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-3.777258	40	0.0005
F-statistic	14.26767	(1, 40)	0.0005
Chi-square	14.26767	1	0.0002

Null Hypothesis: C(12)=C(13)-C(14)
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(12) - C(13) + C(14)	-12.13389	3.212355

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	1.731433	40	0.0911
F-statistic	2.997861	(1, 40)	0.0911
Chi-square	2.997861	1	0.0834

Null Hypothesis: C(15)=C(16)+C(17)
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(15) - C(16) - C(17)	5.233337	3.022546

Restrictions are linear in coefficients.

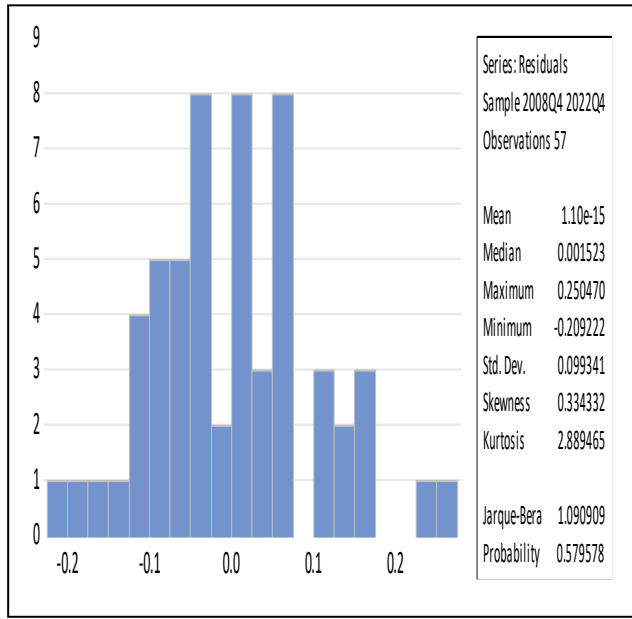
الملحق رقم (10) مشاكل القياس للنموذج الأول (حالة بورصة دبي)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag

F-statistic	0.902082	Prob. F(1,40)	0.3479
Obs*R-squared	1.257116	Prob. Chi-Square(1)	0.2622

Test Equation:
Dependent Variable: RESID
Method: ARDL
Date: 06/28/23 Time: 16:15
Sample: 2008Q4 2022Q4
Included observations: 57
Presample missing value lagged residuals set to zero.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LNIND(-1)	0.033861	0.096887	0.349490	0.7286
LNFR_POS	-1.066604	5.877652	-0.181468	0.8569
LNFR_NEG	0.271247	12.75016	0.021274	0.9831
LNFR_NEG(-1)	0.399015	23.58350	0.016919	0.9866
LNFR_NEG(-2)	-0.362810	14.10055	-0.025730	0.9796
LNFR_POS	0.062116	2.559927	0.024265	0.9808
LNFR_POS(-1)	0.308521	2.844232	0.108472	0.9142
LNFR_NEG	-0.277996	2.217306	-0.125376	0.9009
LNFR_NEG(-1)	0.503613	4.399300	0.114476	0.9094
LNFR_NEG(-2)	-0.395640	3.067801	-0.128965	0.8980
LNPR_POS	1.314058	25.59755	0.051335	0.9593
LNPR_POS(-1)	-4.048682	24.98118	-0.162069	0.8721
LNPR_NEG	-0.865867	21.33617	-0.040582	0.9678
LNPR_NEG(-1)	-0.060424	36.07604	-0.001675	0.9987
LNPR_NEG(-2)	1.190029	19.85101	0.059948	0.9525
C	-0.253431	0.732061	-0.346188	0.7310
RESID(-1)	-0.165652	0.174411	-0.949780	0.3479



Ramsey RESET Test
Equation: NARDL
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: LNIND LNIND(-1) LNFR_POS LNFR_NEG LNFR_NEG(-1) LNFR_NEG(-2) LNER_POS LNER_POS(-1) LNER_NEG LNER_NEG(-1) LNER_NEG(-2) LNPR_POS LNPR_POS(-1) LNPR_NEG LNPR_NEG(-1) LNPR_NEG(-2) C

	Value	df	Probability
t-statistic	1.523640	40	0.1355
F-statistic	2.321480	(1, 40)	0.1355
Likelihood ratio	3.215673	1	0.0729

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.030314	1	0.030314
Restricted SSR	0.552644	41	0.013479
Unrestricted SSR	0.522330	40	0.013058

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	51.24914
Unrestricted LogL	52.85698

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.119475	Prob. F(1,54)	0.7309
Obs*R-squared	0.123627	Prob. Chi-Square(1)	0.7251

Test Equation:
Dependent Variable: RESID*2
Method: Least Squares
Date: 06/28/23 Time: 16:14
Sample (adjusted): 2009Q1 2022Q4
Included observations: 56 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.008961	0.002232	4.014749	0.0002
RESID*2(-1)	0.046441	0.134359	0.345652	0.7309

R-squared	0.002208	Mean dependent var	0.009415
Adjusted R-squared	-0.016270	S.D. dependent var	0.013398
S.E. of regression	0.013506	Akaike info criterion	-5.736288
Sum squared resid	0.009850	Schwarz criterion	-5.663954
Log likelihood	162.6161	Hannan-Quinn criter.	-5.708244
F-statistic	0.119475	Durbin-Watson stat	1.960624
Prob(F-statistic)	0.730947		

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.044819	(2, 41)	0.0110
Chi-square	10.08964	2	0.0064

Null Hypothesis: C(3)=C(4)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(3)	-35.21881	12.73173
C(4)	74.57091	23.55159

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	7.887149	(2, 41)	0.0013
Chi-square	15.77430	2	0.0004

Null Hypothesis: C(5)=C(6)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(5)	-54.26893	14.07853
C(6)	-4.294422	2.556033

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	4.447127	(2, 41)	0.0179
Chi-square	8.894253	2	0.0117

Null Hypothesis: $C(7)=C(8)=0$
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(7)	-5.602522	2.822246
C(8)	6.464292	2.195276

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-0.491252	41	0.6259
F-statistic	0.241328	(1, 41)	0.6259
Chi-square	0.241328	1	0.6232

Null Hypothesis: $C(11)=C(12)+C(13)$
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(11) - C(12) - C(13)	-28.81991	58.66630

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: NARDL

Test Statistic	Value	df	Probability
t-statistic	-2.105193	41	0.0414
F-statistic	4.431836	(1, 41)	0.0414
Chi-square	4.431836	1	0.0353

Null Hypothesis: $C(14)=C(15)+C(16)$
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(14) - C(15) - C(16)	-116.1553	55.17561

Restrictions are linear in coefficients.