

Journal of Administrative
and Economic Sciences



مجلة العلوم الإدارية
والاقتصادية

التحرير المالي وكفاءة الأسواق المالية بالتطبيق على سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية

د/ صادق عبد الله سعيد أبو طالب

استاذ مساعد الاسواق المالية والتمويل الدولي

قسم العلوم المالية والمصرفية

كلية العلوم الإدارية - جامعة تعز - اليمن

د/ فهمي محمد أحمد الصلوي

استاذ مساعد الاحصاء ونظم المعلومات

قسم نظم المعلومات - كلية العلوم الإدارية - جامعة تعز - اليمن

التحرير المالي وكفاءة الأسواق المالية بالتطبيق على سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية

د/ صادق عبد الله سعيد أبو طالب

أستاذ مساعد الأسواق المالية والتمويل الدولي

قسم العلوم المالية والمصرفية - كلية العلوم الإدارية - جامعة تعز - اليمن

د/ فهمي محمد أحمد الصلوي

أستاذ مساعد الإحصاء ونظم المعلومات

قسم نظم المعلومات - كلية العلوم الإدارية - جامعة تعز - اليمن

ملخص

هدف البحث لقياس أثر التحرير المالي على كفاءة سوق الأوراق المالية السعودي في الفترة من 2010-2026م، وقد تم اختبار البحث على فرضية علاقة كفاءة أسواق الأوراق المالية بالانفتاح المالي، من خلال فرضية علاقة مؤشر سوق الأوراق المالية السعودي بعوائد الأسهم ومدى عشوائية هذه العوائد قبل وبعد التحرير، اعتمدت الدراسة على سلسلة البيانات التاريخية اليومية لمؤشر سوق تداول TASI خلال الفترة من 9 يناير 2010 وحتى 9 يوليو 2026 بمجموع 4135 مفردة، تم انشاء متغيرات وهمية تعبر عن فترات ومراحل تحرير السوق كالتالي: الفترة الأولى من 2010 حتى منتصف 2015 قبل دخول المستثمر الأجنبي، الفترة الثانية من بدء التحرير يونيو (2015) إطلاق برنامج المستثمر الأجنبي المؤهل QFI لأول مرة، الفترة الثالثة الاندماج العالمي 2018 - 2019 الانضمام الفعلي لمؤشرات الأسواق الناشئة، الفترة الرابعة التحرير الكامل فبراير 2026 وفتح السوق أمام جميع المستثمرين الأجانب والأفراد مباشرة، وقد استخدمت اختبارات ونماذج إحصائية متعددة كالاختبارات الوصفية لبيانات السوق ومن ثم اختبار التغيرات الهيكلية لسلسلة عوائد المؤشر للسوق السعودية باستخدام اختبار Chow واختبار Wald لاختبارات التغيرات الهيكلية للسوق، وكذلك اختبار KPSS لاختبار استقرار عوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI)، بالإضافة إلى اختبار $Variance Ratio$

((VR)) لاختبار فرضية السير العشوائي لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI)، وكذلك نموذج (GARCH(1,1)) لقياس أثر مراحل التحرير المالي على متوسط العوائد وتقلباتها، وأخيرًا سيستخدم نموذج نموذج (EGARCH(1,1)) لقياس أثر التحرير المالي وعدم تماثل التقلبات في السوق المالية السعودي، وقد أظهرت أهم نتائج الدراسة أن التحرير المالي في المملكة العربية السعودية أسهم في تعزيز كفاءة السوق المالية بصورة تدريجية دون أن يؤدي إلى زعزعة استقرارها في المراحل الأخيرة، وعدم تحقق السير العشوائي الكامل، كما إن التحرير المالي تحسين النضج المؤسسي للسوق تدريجيًا وتراكميًا، ولم يصل إلى مستوى القضاء الكامل على جميع مظاهر عدم الكفاءة، وهو ما يتفق مع الأدبيات التي ترى أن كفاءة الأسواق عملية ديناميكية تتطور مع تعمق الإصلاحات المالية وزيادة نضج المؤسسات وآليات التسعير.

الكلمات المفتاحية: التحرير المالي، كفاءة الأسواق المالية، سوق الأوراق المالية، المملكة العربية السعودية.

Financial liberalization and the efficiency of financial markets By applying this to the stock market in the Kingdom of Saudi Arabia

Dr. Sadiq Abdullah Saeed Abu Talib

Assistant Professor of Financial Markets and International Finance
Department of Financial and Banking Sciences
Faculty of Administrative Sciences - Taiz University – Yemen

Dr. Fahmi Mohammed Ahmed Al-Salawi

Assistant Professor, of Statistics and Information Systems
Department of Data Sciences and Information Technology - Taiz University –
Yemen

Abstract

The research aimed to measure the impact of financial liberalization on the efficiency of the Saudi stock market during the period 2010- 2026 The research tested the hypothesis of the relationship between the efficiency of stock markets and financial openness, through the hypothesis of the relationship between the Saudi stock market index and stock returns, and the extent of the randomness of these returns before and after liberalization. The study relied on the daily historical data of the Tadawul stock market index. The period from TASIF rom January 7, 2012, to July 7, 2014, totaling 2013, dummy variables were created to represent the periods and phases of market liberalization as follows: the first period from 2012 until mid-2013, prior to the entry of foreign investors; the second period from the start of liberalization in June 2013, when the Qualified Foreign Investor (QFI) program was implemented. For the first time, the third period of global integration QFI 2006-2007: The formal inclusion of Saudi Arabia in emerging market indices, fourth period: full liberalization in February 2004, opening the market directly to all foreign and individual investors. Multiple statistical tests and models were used, including descriptive tests of market data and then quantitative tests of the index returns for the Saudi market using the [test name missing].The KPSS test is used to test marketer changes, as well as the Wald test and the Chow test. Saudi Stock Exchange Index returns remain stable. Variance Ratio (VR) (in addition to the TASI test) To test the random walk hypothesis of returns on the Saudi stock market index (To measure the impact

of financial liberalization phases on average returns and their fluctuations, the GARCH model and the TASI (1,1) model will be used. model) To measure the impact of financial liberalization and the asymmetry of fluctuations in the Saudi financial market, (EGARCH)^{1,1} The most important results of the study indicate that financial liberalization in the Kingdom of Saudi Arabia has contributed to enhancing the efficiency of the financial market gradually without leading to its instability in the later stages, and without achieving complete random progress. Financial liberalization has also gradually and cumulatively improved the institutional maturity of the market, and has not reached the level of completely eliminating all manifestations of inefficiency. This is consistent with the literature that considers market efficiency to be a dynamic process that develops with the deepening of financial reforms and the increase in the maturity of institutions and pricing mechanisms.

Keywords: Financial Liberalization, Financial Market Efficiency, Stock Market, Saudi Arabia.

مقدمة:

شهد الجزء الثاني من عقد الثمانينات موجة لم يسبق لها مثيل من إلغاء القيود التنظيمية في العديد من الأسواق المالية الصاعدة Emerging Capital Markets، وذلك بالسماح بدخول الاستثمارات الأجنبية Foreign Investment إلى هذه الأسواق تمشيًا مع تيار التحرير المالي* financial liberalization التي تتلخص، بسهولة تدفق رأس المال بين البلدان عبر الحدود، وقد دعم هذا التوجه من قبل صندوق النقد الدولي، على افتراض أن التحرير المالي يعمل على تحقيق معدلات عالية في النمو الاقتصادي، كما تستفيد منها جميع القطاعات الاقتصادية (Fama, 1970, 1991). ولا يوجد اتفاق أو رؤية محددة حول آثار التحرير المالي وفوائده وتكاليفه على الدول النامية، إلا أن هناك من يرى أن تدفقات رأس المال تعمل على الاستقرار المالي العالمي. لقد تسارع التحرير الاقتصادي في العالم، وتضاعفت سرعة انتقال رأس المال عبر العالم في ظل هذه التحولات الدولية نحو اقتصاد السوق، بحيث أصبحت الأموال تنتقل عبر الأسواق المالية بسرعة هائلة وصلت إلى 3 و1 تريليون دولار في اليوم الواحد في، حين أن الصادرات العالمية السنوية لم تتعدى واحد تريليون دولار في السنة (جمعي 2007)، الأمر الذي فرض على الدول وخاصة النامية منها أن تضع معايير جديدة للإدارة الاقتصادية.

ولذلك فقد سعت هذه الدول تدفعها رغبة المؤسسات المالية الدولية لوضع برامج للإصلاحات الاقتصادية والمالية والإدارية، وكان القاسم المشترك لهذه البرامج، التثبيت، التكيف الهيكلي، الانفتاح على الأسواق العالمية، وإعطاء الدور الأكبر للقطاع الخاص لقيادة عملية التنمية الاقتصادية، وتلعب الأسواق المالية الدور الأساسي في تخصيص الموارد الاقتصادية وتعكس بشكل دقيق الأسعار الحقيقية للثروة.

ومن هذا المنطلق تبرز أهمية كفاءة الأسواق المالية Financial Markets Efficiency حيث يرى البعض أنه كلما كانت الأسواق المالية كفؤة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها، ومن ثم توطيد الاستقرار الاقتصادي (Capasso, 2006).

* يقصد بالتحرير المالي في هذه الدراسة فتح الأسواق المالية للاستثمارات الأجنبية.

ويدور مفهوم الكفاءة في الفكر الاقتصادي، حول أولاً: مفهوم الكفاءة التخصيصية Allocative Efficiency وهي مقدرتها على توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر تقضياً بالنسبة للمجتمع، ويعكس هذا التفضيل ربحية هذه المجالات. وثانياً: الكفاءة التسعيرية، أو الخارجية، Price or Efficiency External. والمقصود بها كفاءة السوق في تسعير الأوراق المالية المتداولة فيها، وبما يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأوراق الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التوازن بين العرض والطلب، وثالثاً: الكفاءة التشغيلية، أو الداخلية، Operational or Internal Efficiency وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة تعاملات عالية.

وقد قامت معظم الدول النامية ومنها المملكة العربية السعودية بإنشاء سوق للأوراق المالية (تداول) بصورة رسمية عام 2003م، بحيث تلعب دوراً مهماً في التنمية الاقتصادية، وكذا استخدامها كآلية لتجميع الموارد المالية العامة والخاصة سواء محلية أو أجنبية، فالأسواق المالية تعد حلقة وصل بين القطاعات التي تقوم بالإدخار ولديها طاقات تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تنفق على السيولة لتمويل الاستثمارات.

مشكلة الدراسة:

لقد أصبحت السوق السعودية أكبر الأسواق في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، إلا أنها ظلت معلقة أمام الاستثمارات الأجنبية حتى عام 2007م حيث فتحت الجهات الرقابية في السوق الباب للاستثمارات المؤسسية الأجنبية، كما عملت على تحسين البنية التنظيمية للسوق كما انضمت إلى المؤشرات العالمية مثل مؤشر (SAP) لزيادة الثقة بالسوق السعودية، خاصة بعد أن أصبحت أحد أعضاء تطوير القطاع المالي في المملكة، حيث صنفت ضمن أكبر عشر بورصات في العالم بقيمة سوقية بلغت 2406 مليار دولار أمريكي عام 2019م بنسبة تزيد بـ 309% إلى الناتج المحلي الإجمالي، وبذلك أصبحت جاذبة للاستثمارات المؤسسية الأجنبية، على اعتبار أن هذه الاستثمارات تعمل على استقرار الأسواق، كما تحسن من كفاءتها لما تحمله من خبرات.

ومما تقدم يمكن تلخيص مشكلة الدراسة في الإجابة على السؤال التالي: ما أثر

التحرير المالي على كفاءة السوق السعودية للأوراق المالية؟

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى:

- 1- قياس كفاءة سوق الأوراق المالية السعودي.
- 2- قياس أثر التحرير المالي على كفاءة سوق الأوراق المالية السعودي.

فروض الدراسة:

تقوم الدراسة على اختبار الفرضيتين التاليتين:

- 1- الفرضية الأولى: أن سوق السعودية للأوراق المالية غير كفؤة في ظل القيود على الاستثمارات الأجنبية.
- 2- الفرضية الثانية: أن السوق السعودية للأوراق المالية غير كفؤة في ظل التحرير المالي.

أهمية أدراسة:

تعددت الدراسات التي تناولت كفاءة الأسواق المالية من أوجه مختلفة، فمن استقراء بعض الدراسات العربية والأجنبية التي تهتم بكفاءة الأسواق المالية في الاقتصاديات الناشئة، تبين منها ما تطرق إلى قياس الكفاءة لمعرفة هل الأسواق كفؤة أم لا، مثل (Dahil, 1999, 2000) تناول في الدراسة الأولى قياس كفاءة بعض أسواق الخليج (عمان، السعودية، البحرين، الكويت) لمعرفة سلوك الأسعار في هذه الأسواق، كما تناول في الدراسة الثانية كفاءة بعض الأسواق العربية لمعرفة ارتباط تقلبات العوائد بالآزمات، حيث أظهرت انخفاض الاستجابة للآزمات. فيما تناولت دراسة (عبيد، 1989) قياس كفاءة السوق المصرية، باستخدام الارتباط التسلسلي، وإبداء مقترحات لغرض التطوير، وتم قياس السير العشوائي لأسعار الأسهم الكويتية (اسيري، 2007) وأثبتت هذه الدراسة عشوائية أسعار الأسهم الكويتية، أي أنها تتمتع بالشكل الضعيف للكفاءة، كما تناولت دراسة (Alen, 2004) الكفاءة واستقرار البنوك والأسواق، ناقش فيها قضية الاندماجيات في دول الاتحاد الأوروبي، باعتبار أن الكفاءة لها خواص توزيع المخاطر، والتزويد بالمعلومات. أما دراسة (Katas, 2006) فقد ناقشت رد فعل الأسواق المالية للأحداث المتطرفة، واختبر فيها السوق التركية باستخدام فرضية السوق الكفاء (EMH)، وسلوك الأسعار، وأثبتت هذه الدراسة تأثر السوق التركية بالأحداث

السياسية. كما أن هناك نوع من الدراسات تناولت الأزمات المالية وكفاءة الأسواق المالية، مثل دراسة (LIM, Brooks & Kim, 2007)، والتي طبقت على عدد من الأسواق الآسيوية، باستخدام الارتباط الثنائي، وقد استنتجت هذه الدراسة تفاوت الأسواق المالية الآسيوية من حيث تأثرها بالأزمات. وتناولت دراسة (Saadi, & G andhi, 2006)، الاختبار اللاتية لفروض عدم ثبات الأسواق الصاعدة، بالتطبيق على السوق التونسية، أما أثر التحرير المالي على كفاءة أسواق الأوراق المالية فهناك أبحاث تناولت التحرير المالي وكفاءة سوق الأسهم قياس الآثار الحدية للحكومة في الأسواق الناشئة (Avaaz Angove, and Muhamad Shujaat, 2018)، وقد استنتج أن للتحرير المالي تأثير على كفاءة الأسواق بشرط وجود تطور مؤسسي، وفي دراسة (Wee-Yeap & Lau, 2016) تناولت التحرير المالي وكفاءة سوق الأسهم: تحليل السببية في الأسواق الناشئة، في الزمن القصير الطويل والطويل، من خلال علاقة سببية غرانجر والارتباط المشترك بالتركيز على كفاءة المعلومات، فوجدت أن هناك علاقة سلبية بين التحرير وكفاءة الأسواق قيد الدراسة في الزمن القصير وعلاقة إيجابية في الزمن الطويل، كما تناول بحث (Maria Ulici, 2011)، التحرير المالي وكفاءة الأسواق المالية في بعض دول شرق أوروبا والتي أسواقها تتمتع بالكفاءة الضعيفة، ووجد أن التحرير المالي يجعل الدول أكثر حساسية لبعض الاضطرابات الاقتصادية والسياسية، وفي دراسة ل (Berenger Aymen & Brouhaha Adel, 2013) التحرير المالي وكفاءة أسواق الأسهم: أدلة جديدة من الأسواق الناشئة، لثلاثة عشر اقتصاد، تناولت تقييم أثر التحرير المالي على كفاءة المعلومات في الأسواق، ووجد أن التحرير لا يحسن الكفاءة فحسب بل يقلل من احتمالية حدوث الأزمات، وأن التحرير المالي يعتمد على تحسين الخصائص الداخلية للسوق، والكثير من الدراسات التي تناولت موضوع أثر التحرير المالية على كفاءة أسواق الأوراق المالية، كدراسة (Shahzad Sadia & Audi Mars, 2025) و (Peter Anyolite & Duncan Elly, 2024).

وفي ضوء ما سبق تتضح أهمية الدراسة الحالية بتناولها لكفاءة سوق الأوراق المالية السعودية في ظل التحرير المالي، وقياس أثر هذا التحرير على كفاءة الأسواق المالية على اعتبار أن هذا النوع من الدراسات لم يجرى على هذه السوق سوى دراسة وحسب علم الباحث أجريت على السوق

السعودية في الجزائر في الفترة من (1998-2015) أي السنة التي فتحت بها أبواب السوق للاستثمارات الأجنبية، بينما تأخذ هذه الدراسة الفترة من (2010-2026م)، ويكون من المفيد معرفة أثر دخول الاستثمارات الأجنبية إلى سوق الأوراق المالية السعودية، لما تحمله من خبرات فنية وتكنولوجية أصيلة في هذا المجال، ولغرض خلق سوق كفؤة على اعتبار أن أغلب الاستثمارات في هذه الأسواق استثمارات فردية.

منهجية الدراسة:

تعتمد الدراسة الحالية على المنهج الوصفي التحليلي، فبعد الإطار المفاهيمي لموضوع التحرير المالي والكفاءة، سوف يتم الاعتماد على سلسلة البيانات التاريخية اليومية لمؤشر سوق الأوراق المالية السعودية للفترة من 2010-2026م، كما سيتم تقسيمها إلى أربع فترات الفترة الأولى من 2010-2015 أي قبل التحرير والفترة الثانية بداية التحرير 1015م، والفترة الثالثة 2018-2019م عند الانضمام إلى المؤشرات العالمية، والفترة الرابعة فبراير 2026م عند فتح السوق للاستثمارات الأجنبية المؤسسية والفردية، وسوف يتم استخدام مجموعة من الاختبارات والنماذج الإحصائية، حيث سيتم عمل الاختبارات الوصفية لبيانات السوق ومن ثم اختبار التغيرات الهيكلية لسلسلة عوائد المؤشر للسوق السعودية باستخدام اختبار باستخدام اختبار Chow واختبار Wald لاختبارات التغيرات الهيكلية للسوق، وكذلك اختبار KPSS لاختبار استقرار عوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI)، بالإضافة إلى اختبار (Variance Ratio (VR) لاختبار فرضية السير العشوائي لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI)، وكذلك نموذج (1, 1) GARCH) لقياس أثر مراحل التحرير المالي على متوسط العوائد وتقلباتها، وأخيرًا سيستخدم نموذج EGARCH (1,1) لقياس أثر التحرير المالي وعدم تماثل التقلبات في السوق المالية السعودي.

محتويات الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة سوف يتم تناول البحث في ثلاث نقاط تتناول النقطة الأولى التحرير المالي والتطور المؤسسي والبنية التحتية للأسواق، وفي النقطة الثانية تركيز البحث على مفهوم الكفاءة في أسواق الأوراق المالية، بينما تركّز النقطة الثالثة على التحليل القياسي لمعرفة أثر التحرير المالي على كفاءة سوق الأوراق المالية السعودي.

مقدمة:

إن التحرير المالي يزيد من النمو الاقتصادي، ومنطقيًا أن التحرير المالي يزيد من الدخل وبالتالي يقلل من الفقر، وهناك من يرى أن التحرير المالي له آثار غير مرغوبة نتيجة لعدم تماثل المعلومات، ولذا نرى Fray يرى أن القمع المالي في الدول النامية وتقنين الائتمان اللاحق يؤدي إلى زيادة توزيع الدخل وزيادة التركيز الصناعي (Fray, 1995, 104)، إلا أن التحرير المالي وما يتبعه من تحرير الأسواق والائتمان يحسن توزيع الدخل، ومن المتوقع أن تحدث حزمة التحرير المالي تغييرات اقتصادية ومؤسسية تصبح أكثر تعقيدًا على الظروف المعيشية للفقراء كقناة من قنوات التأثير على النمو، كما أثبتت الدراسات أن لتحرير المالي قنوات تأثير تتمثل بالآزمات المالية وقنوات الوصول إلى الائتمان، ما أن للتحرير المالي أثر على كفاءة أسواق الأوراق المالية، وعليه سيتم تناول هذا الموضوع بالنقاط التالية.

أولاً: التحرير المالي:

إن التحرير المالي والاقتصادي في عصر العولمة كرس إلغاء القيود التنظيمية في الأسواق الصاعدة والسماح لدخول الاستثمارات الأجنبية، قد جعلت من هذه الأسواق أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب لعوائدها المرتفعة، وزاد الطلب في هذه الأسواق أثناء العقد الأخير من تسعينيات القرن المنصرم بين 40-50%، وكان هذا المعيار للكثير من الاقتصادات الصاعدة، حيث زاد التدفق الرأسمالي الخاص إلى هذه الأسواق إلى ثمان مرات، وذلك يعكس تغييرات هيكلية أساسية رفعت من ثقة المستثمرين، زاد من ذلك السماح للأجانب شراء أسهم المؤسسات العامة، لكن العديد من الباحثين الذين ركزوا على سلوك السوق فيما يخص عدم ثبات العوائد بالإضافة إلى تكامل مع الأسواق المالية قد خرجوا بنتائج متباينة من أبحاثهم، فمنها ما وجدت أن التحرير قد حسن من كفاءة الأسواق المالية انظر (Liu & Eckbo, 1993; Kem & Singal, 2000) وآخرون، استخدموا نفس المنهجية وأظهرت النتائج أن التحرير المالي لم يحسن من كفاءة الأسواق المالية، انظر (Kawakatsu & morey, 1993)، وهذا يعطينا فكرة عن أن التباين في الإصلاحات الاقتصادية والإجراءات المتبعة بين البلدان، وكذلك الوضع الاقتصادي التي تنطلق منه هذه الإصلاحات.

وهنا يثار سؤال ما إذا كان التحرير الخارجي للاقتصاد والاندماج مع العالم من خلال تحرير العملة والأسعار والأسواق المالية والانخراط بالتمويل الدولي وتحرير البنوك المحلية بتحرير السياسة النقدية وفك القيود على التدفقات الدولية لرأس المال من وإلى الدولة تعمل على تعزيز السيولة في السوق المالية ومن ثم التسريع من النمو الاقتصادي (Ross, Levine, 2000, 3)، هنا ترى بعض الآراء عكس ذلك ومنهم بول كريجان Paul Krugman الذي يرى أن التكامل الاقتصادي الدولي من غير المرجح أن يكون محركاً رئيسياً للنمو الاقتصادي وقد توصل إلى هذا الاستنتاج بعد أن وجد أن رأس المال غير مهم للنمو الاقتصادي، وإن التدفقات الكبيرة لرأس المال الدولي من البلدان الغنية إلى الدول الفقيرة لم يحدث أي تغيير (Krugman Paul, 1993, 13).

وبناءً على الرأي السابق يمكن القول إن إنه لا يتفق مع الحجة الاقتصادية التقليدية التي ترى أن التكامل المالي الدولي يعمل على نمو الدول النامية في الأجل الطويل، بل يرى أنه على المدى الطويل يمكن أن يكون هذا النمو محبطاً للدول النامية، ولو أن هذا الرأي متشائم إلى حد بعيد.

وفي الحقيقة أن هناك دلائل تشير الدلائل النظرية إلى أن النظم المالية المحلية تمارس قدرًا كبيرًا من التأثير السببي على النمو الاقتصادي من خلال تعزيز الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج المحلية، وكذلك إن تحرير القيود المحلية على رأس المال الدولي والبنوك الأجنبية تعمل على تعزيز أداء النظام المالي المحلي (Ross, Levine, 2000, 5)، غير أن السؤال المهم هو هل تعزز العولمة المالية والتحرير الاقتصادي كفاءة أسواق الأسهم في الاقتصادات الناشئة والنامية؟، فهناك من الأبحاث التي ناقشت هذا الموضوع وأظهرت الأدلة التجريبية على أن هناك عيوب تشوب تكامل الأسواق المالية من حيث التنوع الدولي، وهناك من الأدلة ما تشير إلى أن التكامل المالي الدولي يمكن أن يعطي الأسواق فرص عمل المريحة على المستوى الدولي وتحقيق الأرباح (Yuhn, K.H, 1997, 108).

إن الإصلاحات المؤسسية التي تتطلبها عملية التحرير المالي والاندماج والتكامل المالي الدولي التدرج وأيضًا التوقيت الملائم والمتوازي مع وجود رأس مال محلي يستوعب عملية التحول ووجود كوادر مؤهلة واستراتيجيات الواضحة لدى صانعي السياسة الاقتصادية، وهنا يتفق الكثير من

الاقتصاديين على أن الإصلاحات المالية وتحرير الأسواق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية في غير وقتها المناسب قد أسفرت عن نتائج مخيبة للآمال وفشلت في تحقيق التوقعات منها في بعض الدول النامية، وأن الفئة الأكثر ضرراً من هذا الانفتاح كانت فئة الفقراء، بالإضافة إلى أن كثير من الدول قد حدث فيها أزمات مالية (Philip Arestis, 2004, 2)، من خلال قنوات التأثير التي يحدثها التحرير المالي في الدول النامية وتلك التي في حالة انتقال.

وفي ظل الاحتياج الدائم لدول الأطراف (الدول النامية) لدول المركز (الدول المتقدمة) إلى التمويل بأبعاده المختلفة عملت هذه الدول على فتح أسواقها فيما يسمى الانفتاح الاقتصادي، ووضع برامج للإصلاح الاقتصادي والمالي والإداري، وتوجه القطاع العام إلى الشراكة مع القطاع الخاص من أجل تقليل تكاليف الخدمة المدنية وتحسين جودتها، على اعتبار أن ذلك يؤدي إلى تحسين رفاهية المجتمعات، وقد أقدمت الدول المتقدمة على هذه الإصلاحات في بداية الثمانينات من القرن المنصرم مثل الدول الأنجلو سكسونية (إنجلترا، كندا، الولايات المتحدة الأمريكية، نيوزيلندا)، مستفيدة من نظرية القمع المالي لـ (Mckinnon and Shaw) عام 1973م.

وقد فرضت هذه البرامج على الدول النامية في بداية الثمانينات من القرن المنصرم من قبل المنظمات الدولية بعد أزمة ديون الدول النامية، التي كانت تمارس سياسة القمع المالي والذي يعني كما عرفه ما كينون وشو (Mckinnon and Shaw) على أنها "انعكاس لتدخل الحكومة الشديد في المجال الاقتصادي وخاصة في المجال المالي، ويظهر هذا التدخل من خلال التشريعات والقوانين والتي تخص نشاط الجهاز المصرفي والتي تؤدي إلى الحد من حريته" (ما كينون، شو، 1996م).

إن فرض القيود على دخول مؤسسات مالية محلية جديدة ومنع المؤسسات الأجنبية من الدخول إلى السوق المحلية، جعل الأصول المالية المحلية أقل جاذبية عن غيرها من الأصول الأجنبية، وهذا أدى إلى هروب رؤوس الأموال المحلية من الدول النامية إلى الخارج، في مقابل ملكية الحكومة للمؤسسات المالية والتحكم بتوجيه الائتمان، كل ذلك أدى إلى تراجع المنافسة بين المؤسسات المالية، وافتقار القطاع المالي للتنوع في الأدوات

المالية، كما شجعت هذه السياسات على تزايد حجم القطاع المالي غير الرسمي (شابون وفاء، 2016م، 44-50)، وعليه فإن الدول النامية ظلت باستمرار تعاني من العجز في الموارد المالية اللازمة للنمو الاقتصادي لضعف الادخارات المحلية.

فالتحرير المالي يعمل على تحفيز التطور المالي وزيادة المنافسة بين المؤسسات المالية مما يرفع من كفاءتها في جذب الموارد المالية وتخصيصها التخصيص الأمثل، بمعنى آخر يعمل التحرير المالي على تحفيز التنمية المالية وهذا أهم شروط التحرير المالي (Gold Smith, King & Levine, Klein & Olivei, 1999)، وآخرون، والحقيقة أن التحرير المالي يعمل على تطوير النظام المالي، فقد وجد العديد من الباحثين أن سياسة التحرير المالي تؤثر إيجابيًا على التنمية الاقتصادية من خلال: آليات أولًا: تطوير الجهاز المصرفي والمؤسسات المالية الأخرى من حيث الكفاءة والفعالية، الثاني: تدفع المؤسسات الاقتصادية إلى جذب رؤوس الأموال من الخارج، الثالث: تخفيض المشاكل المتعلقة بعدم تناظر المعلومات، وحوكمة الشركات.

وقد ناقشت الأبحاث آلية تحرير الأسواق المالية في الدول النامية، وقد اجمع الباحثين على أن هناك ارتباط قوي بين التحرير المالي وانخفاض تكلفة رأس المال، من خلال تدفق رؤوس الأموال الدولية، وكذلك توزيع المخاطر وتشجيع الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة، والأسهم والديون من خلال تكامل الأسواق المجزأة، وفي المقابل تسمح للمواطنين بشراء الأسهم والسندات الأجنبية حيث تعمل على تكامل الأسواق وبالتالي تحكم الأصول العالمية نفس المخاطر ونفس العوائد المتوقعة (David T. Tswamuno*, Scott Pardee**, and Phanindra V. Wunnavu, 2007, 74).

إن تحرير التدفقات الرأس مالية الدولية تعمل على تساوي سعر المخاطرة في جميع الأسواق وهنا من يجزم (Henry, 2004)، أن فتح الدول النامية أسواقها المالية أمام المستثمرين الأجانب يعمل على انخفاض عائدات توزيع الأرباح حوالي 240 نقطة أساس، ويزيد معدل نمو الانتاج بمتوسط 1.1 نقطة سنوياً، ويرتفع معدل نمو الانتاج لكل عامل بمقدار 2.3 نقطة مئوية في السنة، ووجد (Levine and Zervos, 1996) أن التحرير المالي يؤدي إلى زيادة السيولة في البورصات مما يؤدي إلى تطور السوق الاساسي مثل المستثمرين، كما يناقش Harvey and Lundblad,

2004 إن التحرير المالي يجعل المستثمرين الأجانب يمارسوا الضغط على المؤسسات المحلية من أجل الالتزام بالمعايير الدولية التي تعمل على تحسين حوكمة الشركات المحلية، وتقلل التجزؤ بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، وهذا يعني زيادة كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية.

وفي الجانب الآخر هناك من المعارضين للتحرير المالي حيث يرون أن التحرير المالي يزيد من هجمات المضاربين الأجانب وبالتالي يزيد من تعرض البلدان النامية للصدمات الدولية وهروب رأس المال، كما حدث في الأزمة الآسيوية عام 1997م، ففي الثمانينات وأوائل التسعينات من القرن المنصرم ساد الاعتقاد بأن الاستثمارات الأجنبية في شكل أسهم وسندات متداولة في الأسواق المحلية كانت طويلة الأجل بطبيعتها، ورغم ذلك كان هناك هروب كبير لرأس المال من الأسواق الناشئة، كما أن التحرير المالي يعمل على تزايد الأزمات المالية مثلاً الأزمة في المكسيك في التسعينيات من القرن المنصرم، وفي الحقيقة قد يحقق التحرير المالي الازدهار في فترات لكنه يؤدي إلى انهيار أكبر في الأسواق الناشئة، ويقول (Stieglitz, 1994) أن التحرير المالي يوطن عدم تماثل المعلومات في أسواق المعاملات المالية في البلدان النامية عكس مثيلاتها في الدول المتقدمة التي لديها القدرة على تجميع المعلومات ذات الصلة بالمعاملات المالية وبالتالي يمكنهم ضمان تدفق رأس المال حيث تتجاوز الإنتاجية الحدية لرأس المال تكلفة الفرصة البديلة (David T. Tswamuno, 2007, 76).

أن التحرير المالي كما يرى بعض أنصار المعلومات غير الكاملة أمثال استجلت Stieglitz يعزز من المنافسة في الأسواق المالية وبالتالي يقلل من حوافز السلوك التحوي لهذه المؤسسات، ويزيد المخاطر على النظام المالي إلى حد كبير - كما سبق الإشارة لذلك - فمشكلة التمويل في الدول النامية اعمق وأكبر ومتعدد الأوجه نتيجة لسيادة المعلومات غير الكاملة في الأسواق المالية، والتي تعد من مميزات الأسواق غير الكفوءة، وذلك نتيجة لطبيعة الملكية العامة المؤسسات المالية، وتشوه الإشارات التي ترسلها السياسات النقدية خاصة أسعار الفائدة، نتيجة لعدم تماثل المعلومات في هذه الأسواق، ونتيجة لطبيعة الضعف في تطور الأسواق المالية من الناحية المالية والتنظيمية وضعف

معايير الثقة في الدول النامية فإن التحرير المالي قد يؤدي إلى عواقب سلبية غير مقصودة.

ثانيًا: كفاءة الأسواق المالية وعلاقتها بالتحرير المالي:

يدور معنى كفاءة الأسواق المالية حول مقدرة السوق على استيعاب كافة المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق وهضمها وإعادة فرزها بشكل تغيرات سعرية (حسن 2005): ولذلك تعرف السوق الكفاء بأنها تلك السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المتاحة بالكامل (Fama, 1970) - المعلومات التاريخية، الجارية، الخاصة - بحيث لا يمكن لأي من المتعاملين استغلال أي معلومة أتاحت له بصورة خاصة في تحقيق أرباح غير عادية، لأن المعلومات - سارة أو غير سارة - ترد في إي وقت وفي نمط عشوائي ولا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه الأسعار في السوق (هندي، 1997).

وتوجد هناك ثلاث صيغ لكفاءة السوق المالية كما عرفها (Fama, 1970)، وهي:

- فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، The Weak Form Efficient Market Hypothesis وتقضي هذه الفرضية بأن المعلومات في السوق هي المعلومات التاريخية عن أداء الأسهم وأداء الشركات فقط، لهذا لا يستطيع المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية من خلال المعلومات التاريخية.
- فرضية السوق متوسط القوة: The Semi-Strong Efficient Market Hypothesis، وهي السوق التي تتاح فيها المعلومات التاريخية والحالية، وبالتالي فإن هذه المعلومات تنعكس بسرعة في سعر الورقة المالية.
- فرضية السوق القوي (Strong Efficient Market Hypothesis) وهي تلك السوق التي تنعكس فيها كافة المعلومات، التاريخية، الحالية، والمعلومات الخاصة، بحيث لا يستطيع المتعاملين فيها تحقيق أرباح غير عادية باستغلال أي معلومة خاصة أتاحت لهم، وتحقيق أرباح على حساب الآخرين.

وتقوم نظرية الكفاءة في الأسواق المالية على وجود متغيرات هامة ورئيسية، هي العدالة، التنافسية، والمستثمر الرشيد الباحث عن الربح، ولأن الأسواق المالية الصاعدة تتسم بعوائدها المرتفعة

فقد منح المستثمرون فرصة كبيرة للدخول إلى الأسواق المالية الصاعدة وأمكنهم الاستثمار فيها لأن معظم هذه الأسواق لها جاذبية، وذلك لارتفاع أداء العوائد بشكل كبير مما زاد من تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة (Laopodis, 2004)، وبناء على هذه الكفاءة يمكن أن تحقق أسواق الأوراق المالية مجموعة من الأهداف منها تعبئة الموارد المالية سواء المحلية أو الأجنبية، والتخصيص الأمثل لهذه الموارد وتكاليف منخفضة، وهذا ما يعمل على زيادة معدلات إنتاجية رأس المال مما يعزز نمو الشركات والمؤسسات المختلفة.

إن أسواق الأوراق المالية تختلف في قدرتها على تخصيص الموارد المالية إلى الاستخدامات الأكثر كفاءة بناءً على مستوى نجاحها وكفاءتها التي تتمتع بها، وعليه فإن أسواق الأوراق المالية الناجحة والكفؤة يجب أن تتوفر لها البيئة المناسبة لذلك مثل أولاً: الواقع الاقتصادي للدولة ومدى تقدمه، أيضاً متوسطات الدخل والانفاق الاستثماري، ومعدلات الادخار، ووجود مؤسسات مالية قوية، كذلك مدى انفتاح الاقتصاد المحلي على العالم الخارجي، ثانياً: يجب أن تتوفر البيئة التشريعية والقانونية ورقابية تعمل على إرساء الثقة بالسوق من حيث الشفافية والافصاح وسرعة التنفيذ، ثالثاً: وجود سلطات إشرافية وتنظيمية ونظم إنذار مبكر لحماية السوق من المتلاعبين به مثل المضاربات الضارة التي تضر بالمستثمرين، وأخيراً يجب توفر إطار محاسبي قانوني وتدقيق محايد لأنه المصدر الأول للمعلومات الأساسية في أسواق الأوراق المالية، وذلك لتجنب الأزمات التي تعصف بالأسواق بين الحين والآخر نتيجة لإفلاس بعض الشركات المقيدة في الأسواق والتي تفتقد لمعايير الشفافية والافصاح.

وهنا يثار السؤال عن كفاءة الأسواق المالية الكلية ومتى تكون سوق الأوراق المالية كفؤة وفعالة، ويجيب يرى فأما Fama أن فرضية التبادل الأمن للأسهم جيدة للأسواق المالية الفعالة ويعرف السوق الفعالة "بأنه السوق الذي يوجد فيه عدد كبير من العوامل المنطقية لتعظيم الربح، والتنافس النشط مع كل محاولة للتنبؤ بالقيم السوقية المستقبلية للأوراق المالية الفردية، بحيث تكون المعلومات الحالية مهمة ومتاحة تقريباً لجميع المشاركين" (Eugene F. Fama, 1965, 77).

كما يعرف Eugene F. Fama السوق الكفو "بأنه السوق التي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية الفعلية وفي أي وقت المعلومات المستندة على الأحداث السابقة والحالية لكل المتعاملين"، وفي حالة يرى أن السوق الكفو ستكون فيها الأسعار الفعلية للأوراق المالية تقديرًا جيدًا لقيمتها الجوهرية، عندها لا يمكن تحديد القيمة الجوهرية للأسهم بالضبط وسيحدث دائمًا اختلاف بين المتعاملين في السوق حول القيمة الجوهرية للسهم وسوف يظهر تناقض بين الأسعار الفعلية والقيم الجوهرية، ففي السوق الكفو ستكون تصرفات المتعاملين وتخميناتهم للأسعار الفعلية للأسهم تدور عشوائيًا حول القيمة الجوهرية لها، وسوف يقوم المستثمرين المحترفين بالتنبؤ بشكل أفضل بمسار الأسعار الفعلية حول القيم الجوهرية للأسهم، لكن سرعان ما يعود عدم اليقين بشأن القيم الفعلية مجرد دخول معلومات جديدة حول السهم، سواء كانت هذه المعلومات إيجابية أو سلبية، فقد تأتي معلومات عن نجاح البحث والتطوير الحالي للمشروع أو تغيير في الإدارة، زيادة الإنتاج الصناعي، أو أي معلومات من المحتمل أن تؤثر على آفاق الشركة، وفي السوق الكفو في المتوسط ستؤثر بشكل كامل هذه المعلومات الجديدة على القيم الجوهرية للأسهم والتي تنعكس لحظيًا في الأسعار الفعلية وعند ذلك يسود الغموض وعدم اليقين المحيط بالمعلومات الجديدة، ويجري التعديل الفوري للأسعار في السوق.

وترتبط كفاءة تخصيص الموارد المالية في أسواق الأوراق المالية في الدول النامية بالتحرير المالي، وتؤدي إلى حصول المستثمرين على عوائد مرتفعة على استثماراتهم، كما يقلل التباين في هوامش العوائد المتوقعة في السوق، كما وجدت دراسة كلاين وليفي 2008 باستخدام مقطع عرضي لكل من الدول النامية والدول المتقدمة أن تحرير حساب رأس المال أثرًا كبيرًا على العمق المالي لأسواق الأوراق المالية وكذلك على النمو الاقتصادي، وإعادة ما تفرز السوق الكفو المعلومات المتاحة على شكل تغيرات سعرية تعبر عن حقيقة النشاط الاقتصادي.

وفي الحقيقة أن الأسواق المالية في الدول النامية ظلت تعاني الكثير من الضعف كما ذكر سابقًا، مما أفقدها القدرة على القيام بدورها في دعم التنمية الاقتصادية لهذه الدول، وفي العقدين الأخيرين من القرن المنصرم سادت موجة من الإصلاحات

الاقتصادية كان أهمها إصلاح القطاع المالي وتحريره من القيود التي كانت مفروضة عليه، إلا أن انفتاح الأسواق المالية للدول النامية وتلك التي تمر بمرحلة انتقال والانفتاح على العالم الخارجي من خلال تحريرها من القيود الداخلية التي كنت مفروضة عليها وكذلك تحريرها خارجيًا من خلال تحرير حساب رأس المال لا زالت أغلب هذه الأسواق تواجه العديد من التحديات التي تكبدها الكثير من التكاليف نتيجة تعرضها لأزمات مالية حادة ومستمرة نتيجة لضعف البنى التحتية لهذه الأسواق، هذا الأمر أثار الأسئلة حول جدوى التحرير المالي الذي طال الأسواق المالية في الدول النامية بالنسبة لتنمية القطاع المالي لهذه الدول ورفع كفاءته وانعكاس ذلك على التنمية الاقتصادية طويلة الأجل.

ونتيجة لمجموعة الإصلاحات المالية والاقتصادية وتحسين البنية التحتية المالية والاطر التنظيمية للأسواق المالية زادت معدلات نمو الكثير من أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة، حيث زاد نشاطها وزادت عوائدها واصبحت أكثر جذبًا للاستثمارات الأجنبية بفضل التحرير المالي الذي فتح أسواق هذه الدول للمستثمرين الأجانب، والذين في العادة يسعون لتعظيم أرباحهم في هذه الأسواق التي تتمتع بمعد عوائد على الاستثمار أعلى من معدل العوائد في أسواق الدول المتقدمة، وفي هذه الأسواق يقوم المستثمرون على تقييم استثماراتهم بناءً على بعدين هما، العوائد - والمخاطر، وبالرغم أن الأسواق المالية الناشئة ترتفع فيها المخاطر إلا أن عوائدها مرتفعة تعوض عن مخاطرها، وهنا يمكن القول أن الأسواق المالية التي تتمتع ببيئة مستقرة اقتصاديًا وسياسيًا واجتماعيًا، وتمتلك الهياكل التنظيمية والقانونية والتشريعية سريعة النفاذ تظفر بنصيب ملائم من الاستثمارات الأجنبية الأمر الذي يعزز من عمقها المالي ورفع كفاءتها وبذلك سوف تعمل هذه الأسواق على تخصيص الموارد المالية إلى المجالات الأكثر إنتاجية وكفاءة.

لقد عملت الدول الناشئة أو تلك التي في مرحلة انتقال على تطوير مؤسساتها المالية بمفهومها الواسع والذي يعني مكان عرفته اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا والتابعة للمم المتحدة (اسكوا) "على أنه عملية تتجسد في تحقيق تحسينات كمية ونوعية في تقديم الخدمات المالية بشكل كفؤ"، وهذا يعني إلى جانب تحسين السياسة النقدية في

إطار النظام المالي يتضمن التنظيم والرقابة والتنافسية والانفتاح المالي وتنوع الأدوات والمنتجات المالية، وذلك لتلبية طلبات المستثمرين عارضي رؤوس الأموال ليس من المدخرات الحلية فقط وإنما من المدخرات الأجنبية التي ترغب في اقتناء الأسهم والسندات المحلية لتغطية النقص الحاصل في الموارد المالية المحلية اللازمة للاستثمار، ومن جهة أخرى السماح للمستثمرين المحليين شراء الأسهم والسندات الأجنبية، وبذلك يكون التكامل المالي الدولي.

إن التطور المالي يعد أهم شروط التحرير المالي الذي تقوم به الدول النامية وتلك التي تمر بمرحلة انتقال، حيث يعمل هذا التحرير على توسيع وتعميق التدفقات المالية الدولية والمعلومات في سوق عالمي متكامل، من خلال خلق استقرار اقتصادي كلي، نظام رقابي وإشرافي على القطاع المصرفي، بالإضافة إلى التدرج في الانفتاح المالي حتى لا يعاني القطاع المالي المحلي صدمات خارجية تفقده القدرة على التكيف مع التحرر الاقتصادي ويأتي بنتائج عكسية للاقتصاد، إذا النظام المالي المتطور يقوم بوظيفة تعبئة المدخرات والتمويل بما ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية طويلة الأجل، ولذلك يرى الكثير من الاقتصاديين أمثال (Levine King and) إن التطور المالي أساس التحرير المالي.

وبناءً على ما سبق فإن هناك الكثير من الدراسات التي تناولت تأثير التحرير المالي على أسواق الأوراق المالية وقد وجدت أن لها أثر إيجابي على تكلفة رأس المال، حيث تعمل على تقليل تكلفة رأس المال من خلال توزيع المخاطر بين الوسطاء الماليين المحليين والأجانب، كما أن لتحرير حساب رأس المال أثر إيجابي على الاستثمار (Periklis Gogas, 2009, 51)، كما أن التحرير المالي يؤدي إلى تغيرات مهمة في القطاع المالي وينعكس على الاقتصاد الحقيقي، فانفتاح الأسواق المالية على العالم الخارجي من المحتمل أن تكون فوائده أكبر من المخاطر المتصورة مما يجعل الأسواق أكثر كفاءة في تخصيص الموارد المالية التخصيص الأمثل، وزيادة إنتاجية رأس المال (Henry, P. B, 2000, 53).

وبمراجعة الأدب الذي تناول العلاقة بين التحرير المالي والتنمية المالية أكدت بعض الأبحاث أن هناك علاقة ذات اتجاه واحد من التحرير المالي إلى التنمية المالية أمثال (Prasad, Rogoff, Wei and Kose, 2003)، الذي قاموا بدراسة على بعض أسواق الدول النامية لمعرفة التأثير المحتمل للتحرير المالي على النمو الاقتصادي في هذه الدول وقد أظهرت النتائج أن التحرير المالي تؤثر إيجابيًا على النمو الاقتصادي عبر قنوات مباشرة وغير مباشرة، وأبحاث أخرى (Daved T. Tswamuno, Scott Pardee. 2007) تناولت التحرير المالي والنمو الاقتصادي في جنوب أفريقيا فوجدت أنه بعد التحرير ساد نوع من عدم اليقين من جانب المستثمرين الأجانب بسبب عدم وجود إطار اقتصادي كلي جيد عمل على زيادة تقلب تدفقات رأس المال الأجنبي ولكن كان لاستثمارات المحفظة الأجنبية وزيادة حجم الأعمال أثر إيجابي على النمو الاقتصادي، وخرجت بنتيجة أن التحرير المالي ضروري ولكنة غير كاف للنمو الاقتصادي، وفي دراسة (ريعة محمد، 2010)، قام بدراسة التحرر المالي والنمو الاقتصادي في ثلاثة عشر دولة عربية باستخدام مجموعة من مؤشرات الانفتاح الاقتصادي وباستخدام بعض النماذج لبيانات السلاسل الزمنية لاختبار تجانس، وقام باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) مع بيانات مقطعية (Pooled, Data)، وأظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر واضح للتحرير المالي على النمو الاقتصادي في الدول قيد الدراسة، نتيجة لضعف الأسواق العربية وإن التحرر الاقتصادي في الدول العربية لا يزال في مراحله الأولى، وفي دراسة أخرى لـ (Alessandra Bonfiglioli, 2005) حول آثار التحرير المالي الدولي وأزمات البنوك على الاستثمار والانتاجية في عينة من 93 دولة للفترة من 1975-1999م وقد قدم دليلًا عمليًا أن التحرير المالي يحفز نمو الانتاجية ويؤثر بشكل هامشي على تراكم رأس المال، وتدل على أن تقارب الانتاجية بين الدول لا يتأثر بالتحرير المالي.

وفي دراسة (Nikiforos T. Laopodis, 2004) لأثر التحرير المالي على كفاءة الأسواق المالية وقد أجريت الدراسة على سوق أثينا للأوراق المالية بحثت في ما إذا كانت جهود التحرير المالي لها آثار على كفاءة سوق أثينا للأوراق المالية من خلال اختبار التغيير الهيكلي وتكامل السوق لاختبار الكفاءة الضعيفة لسوق أثينا، وخرجت بنتائج أهمها أن السوق كانت عند الكفاءة الضعيفة قبل التحرير، وأنه بعد التحرير كان المستثمرين والمحللين الأجانب يسترشدون على بالغالب

بالأساسيات، ويرى بعض الباحثين (Galindo, Micco and Ordoñez, 2002) أن التحرير المالي يؤثر إيجابياً على تطوير النظام المالي من خلال ثلاث آليات هي 15(2002) "أولاً: تطور النظام المالي والجهاز المصرفي الداخلي من ناحية الحجم والكفاءة والفعالية، ثانياً: اندفاع المؤسسات الاقتصادية إلى جلب رؤوس الأموال من الخارج، ثالثاً: تخفيض من المشاكل المرتبطة بحوكمة الشركات.

وهناك رأي يرى أن التطور المالي وتحسين البنى المؤسسية والتنظيمية للأسواق المالية شرط أساسي لنجاح سياسة التحرير المالي في تحقيق النمو الاقتصادي، وقد قام كل من (Klein and Olivei, 1999) باختبار عينة مكونة من 95 لمعرفة ما إذا كان التحرير المالي يؤثر على النمو الاقتصادي، وكانت النتيجة التي توصلوا إليها هي أن التأثير الإيجابي للتحرير الاقتصادي على النمو الاقتصادي يكون فقط في الدول التي تمتلك نظام مالي متطور.

تُعد أسواق الأوراق المالية مؤشراً جيداً للنشاط الاقتصادي، ومصدراً جديداً للتمويل والاستثمار، وقد أظهرت معظم أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات الصاعدة جاذبية نجمت عن أداء العوائد الكبيرة، فمثلاً زاد الطلب على الأسهم العادية في العديد من الاقتصاديات الصاعدة من 40-50% وتوسعت هذه الأسواق من ست إلى ثمان مرات سنوياً (Nikiforos T. Laopodis, 2004)، مما رفع من ثقة المستثمرين نتيجة للعوائد التي تعكس تغييرات هيكلية أساسية فيها، بالرغم من أن تميز الأسواق الصاعدة بالتقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم. كما أن الأسواق المالية في هذه الدول كثيراً ما تعاني من الفقاعات السعرية، وذلك دليل على أن هناك تلاعبات في الأسعار، الأمر الذي ينعكس على العوائد وتكاليف الاستثمار ومستوى كفاءة هذه الأسواق.

وتعتبر الأسواق المالية العربية من الأسواق الأقل نمواً مقارنة بالأسواق الناشئة الأخرى في آسيا وأمريكا اللاتينية، من حيث البنى التحتية والتنظيمية من جهة وضعف الشركات المقيدة في هذه الأسواق باستثناء بعض الشركات في سوق تداول في المملكة العربية السعودية، وذلك نتيجة لطبيعة الملكية السائدة في الدول العربية حيث تمتلك الحكومات الشركات والمؤسسات المالية الكبرى مقارنة بشركات القطاع الخاص والتي تسود فيها الشركات العائلية، كذلك النظم الاقتصادية التي كانت متبعة إلى عهد قريب في

الدول العربية التي كانت تعتمد على التخطيط الاقتصادي، وتتكلم بالدرجة الأولى على القطاع المصرفي في عملية التمويل وفي الوقت نفسه كانت تمارس بعض القيود الكمية والنوعية على هذا القطاع الأمر الذي خفض من كفاءته في حشد الموارد اللازمة لتمويل الاستثمارات المخططة.

ويجب الإشارة هنا إن الكثير من الدول قامت بالكثير من التعديلات واستحداث تشريعات جديدة بهدف تخفيض تكلفة المعاملات في الأسواق المالية وذلك لتشجيع الاستثمار فيها، كما عملت هذه الدول سواء كانت متقدمة أو ناشئة على تقليل القيود المفروضة على الأوراق المالية الصادر في أسواقها وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية، وقد أحدثت تغيير إيجابي في المناخ الاستثمار في أسواق تلك الدول، كما أن تبسيط معايير التقييم المتعلقة بإصدار السندات في الأسواق المتقدمة مثل اليابان والولايات المتحدة الأمريكية والتي تسمح لمصدري الأوراق المالية الأجانب طرق أسهل للوصول إلى هذه الأسواق وتسجيل كل الأوراق المصدرة، الأمر الذي ترتب عليه زيادة استثمارات في الأسواق المالية الناشئة.

ثالثاً: الدراسة القياسية

مقدمه:

اعتمدت الدراسة على سلسلة البيانات التاريخية اليومية لمؤشر سوق تداول TASI خلال الفترة من 9 يناير 2010 وحتى 9 يوليو 2026 بمجموع 4135 مفردة، إذ تم معالجة الفجوات واحتساب العوائد اليومية بالصيغة $r = \log(P_t/P_{t-1})$ حيث تعبر P عن سعر الإقفال اليومي r عن العائد اليومي كما تم إنشاء متغيرات وهمية تعبر عن فترات ومراحل تحرير السوق كالتالي:

الفترة الأولى (الأساس المغلق نسبياً): من 2010 حتى منتصف 2015 (قبل دخول المستثمر الأجنبي المؤهل).

الفترة الثانية (بدء التحرير يونيو 2015) إطلاق برنامج المستثمر الأجنبي المؤهل QFI لأول مرة.

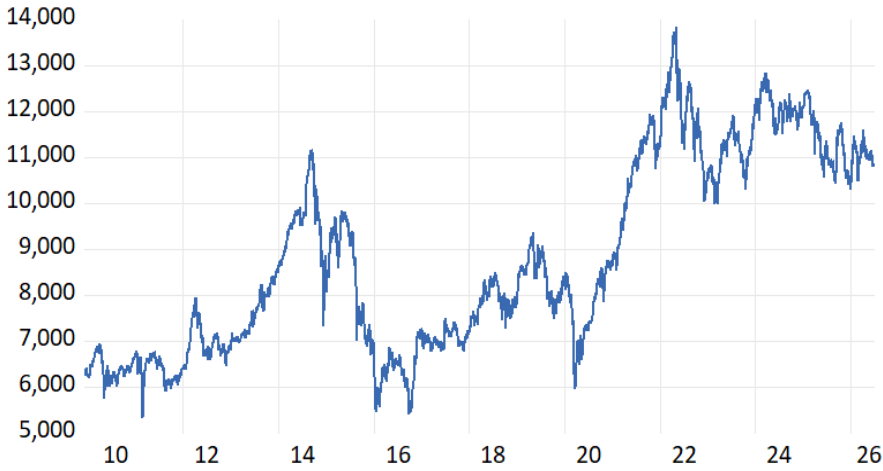
الفترة الثالثة (الاندماج العالمي) 2019 - 2018: الانضمام الفعلي لمؤشرات MSCI و FTSE

Russell للأسواق الناشئة وإطلاق مؤشر (MT30).

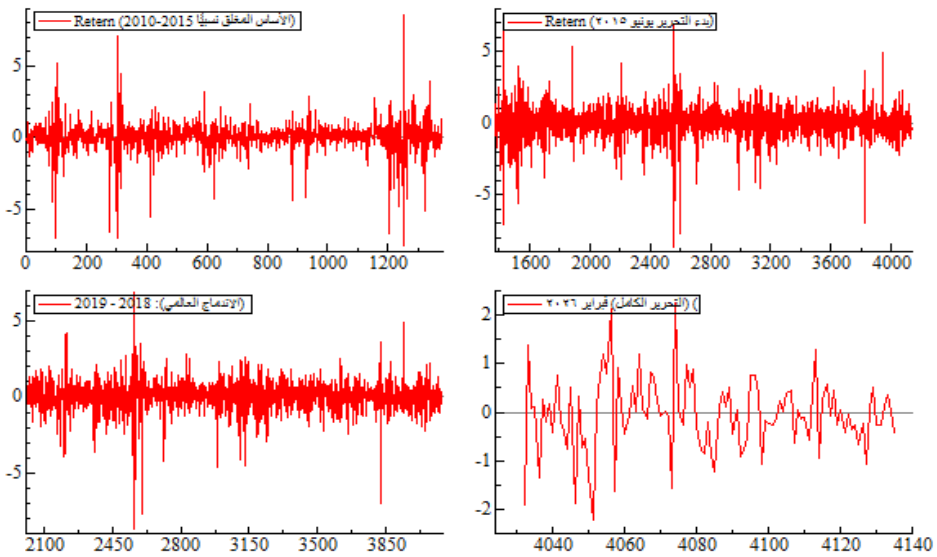
الفترة الرابعة (التحرير الكامل) فبراير (2026) الإلغاء التاريخي لقيود برنامج QFI وفتح السوق أمام جميع المستثمرين الأجانب والأفراد مباشرة.
الإحصاءات الوصفية

الفترة الرابعة	الفترة الثالثة	الفترة الثانية	الفترة الأولى	الفترة كاملة	
01/02/2026	01/01/2018	14/6/2015	09/01/2010	2010-2026	
-0.050	0.019	0.004	0.031	0.013	Mean
-0.013	0.051	0.047	0.069	0.052	Median
2.24	6.83	7.12	8.55	8.55	Maximum
-2.20	-8.68	-8.68	-7.55	-8.68	Minimum
0.76	0.95	1.02	1.05	1.03	Std. Dev.
-0.06	-1.18	-0.96	-0.98	-0.97	Skewness
4.08	15.22	13.20	18.04	14.93	Kurtosis
5.107011	13693.12	12370.06	13194.1	25142.59	Jarque-Bera
0.078	0.000	0.000	0.000	0.000	Prob
4.76	59.93	29.32	42.46	128.94	Q-stat
0.906	0.000	0.001	0.000	0.000	Prob
4.195	7.877	15.851	1.350	9.392	LM-stat
0.041	0.005	0.000	0.245	0.002	Prob
104	2123	2757	1377	4134	Observations

تشير النتائج بصورة عامة إلى أن الخصائص الإحصائية لعوائد مؤشر TASI شهدت تحولاً تدريجياً بالتزامن مع مراحل التحرير المالي. فقد اتسمت الفترات الأولى بارتفاع التقلبات، وعدم طبيعية التوزيع، ووجود ارتباط ذاتي واضح، وهي خصائص تعكس محدودية الكفاءة وضعف نضج السوق نسبياً. وفي المقابل، أظهرت مرحلة التحرير الكامل مؤشرات إيجابية تمثلت في انخفاض التقلبات، واقترب توزيع العوائد من التوزيع الطبيعي، واختفاء الارتباط الذاتي، بما يتوافق مع الفرضية النظرية التي ترى أن التحرير المالي، إلى جانب تعميق السوق وزيادة انفتاحه على المستثمرين المحليين والأجانب، يساهم في تعزيز كفاءة السوق المالية. ومع ذلك، فإن استمرار وجود أثر ARCH يشير إلى أن التقلبات المشروطة لا تزال سمة قائمة.



The Saudi Stock Exchange (Tadawul), 2010-2026



اختبارات التغيرات الهيكلية (Structural Change Tests).

يعرض الجدول التالي نتائج اختبارات الكشف عن التغيرات الهيكلية في سلسلة عوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI) عند نقاط التحول التي تمثل المراحل الرئيسية للتحرير المالي، وذلك باستخدام اختبار Chow واختبار Wald بصيغتيه لاختبار الاستقرار الهيكلي واختبار القيود المشتركة.

Tests for structural change and joint significance				
	Wald test ^c	Wald test ^b	Chow test ^a	
بدء التحرير	(0.000) 13.969	(0.762) 0.543	(0.762) 0.544	14/06/2015
الاندماج العالمي	(0.002) 12.736	(0.942) 0.120	(0.942) 0.120	01/01/2018
التحرير الكامل	(0.777) 0.504	(0.460) 1.57	(0.460) 1.57	01/02/2026
a. The null hypothesis is structurally stable.				
b. p-values in parentheses.				
c. test for joint restriction.				

تشير نتائج اختبار Chow إلى عدم وجود دليل إحصائي كافٍ لرفض فرضية الاستقرار الهيكلي عند جميع نقاط التحول المدروسة، حيث بلغت قيم الاحتمال (0.762)، و(0.942)، و(0.460) لكل من مراحل بدء التحرير، والاندماج العالمي، والتحرير الكامل على التوالي، وهي جميعها أكبر من مستوى المعنوية (5%). وتؤكد نتائج اختبار Wald الخاصة بالاستقرار الهيكلي النتيجة نفسها، إذ جاءت قيم الاحتمال مطابقة تقريبًا لاختبار Chow، مما يشير إلى أن سلسلة العوائد احتفظت ببنيتها الإحصائية العامة رغم التغيرات المؤسسية والتنظيمية التي شهدتها الوقوفين المقابل، تكشف نتائج اختبار Wald للقيود المشتركة (Joint Restriction Test) عن صورة أكثر دقة لطبيعة هذه التحولات. فقد أظهرت النتائج وجود فروق معنوية عند مرحلتي بدء التحرير والاندماج العالمي، حيث بلغت قيم الاحتمال (0.000) و(0.002) على التوالي، بما يشير إلى أن هذه المرحلتين ارتبطتا بتغيرات معنوية في مجموعة المعلومات محل الاختبار، رغم عدم وصول هذه التغيرات إلى مستوى الانكسار الهيكلي الكامل الذي يقيسه اختبار (Chow) ويعني ذلك أن التحرير المالي بدأ يؤثر تدريجيًا في ديناميكية العوائد وسلوكها الإحصائي، دون أن يؤدي إلى تغير جذري في البنية الأساسية للسلسلة الزمنية. أما خلال مرحلة التحرير الكامل، فلم تظهر نتائج اختبار القيود المشتركة أي دلالة إحصائية (Prob = 0.777)، وهو ما يدل على أن هذه المرحلة لم تضيف تغيرات جديدة ذات أثر معنوي مقارنة بالمرحلة السابقة. ويمكن تفسير ذلك بأن السوق كان قد استوعب بالفعل معظم آثار الإصلاحات خلال مرحلتي بدء التحرير والاندماج العالمي، وأصبحت خصائص العوائد أكثر استقرارًا مع اكتمال عملية التحرير المالي.

تشير هذه النتائج مجتمعة إلى أن التحرير المالي في السوق المالية السعودية اتخذ مسارًا تطوريًا تدريجيًا أكثر منه مسارًا قائمًا على الانقطاعات الهيكلية المفاجئة. فبينما تؤكد اختبارات الاستقرار الهيكلي استمرار البنية العامة للسلسلة الزمنية عبر جميع المراحل، تكشف اختبارات القيود المشتركة عن وجود تعديلات معنوية في بعض خصائص العوائد خلال المراحل المفصلية للإصلاح، ولا سيما عند بدء فتح السوق أمام المستثمرين الأجانب ثم خلال مرحلة الاندماج في المؤشرات والأسواق

العالمية. وتتوافق هذه النتيجة مع الأدبيات الحديثة في كفاءة الأسواق المالية، التي تشير إلى أن أثر التحرير المالي غالباً ما يظهر من خلال تحسن تدريجي في آليات التسعير، وزيادة سرعة انتقال المعلومات، وتغير ديناميكية التقلبات، أكثر من ظهوره في صورة انكسارات هيكلية حادة في متوسط العوائد أو معلمات السلسلة الزمنية. وعليه، فإن نتائج هذا الجدول تدعم فكرة أن تطور كفاءة السوق السعودي كان عملية تراكمية رافقت مراحل التحرير المختلفة، وليس تحولاً مفاجئاً ارتبط بتاريخ تنظيمي واحد، وهو ما يمنح نتائج الدراسة قدراً أكبر من الاتساق مع طبيعة الإصلاحات المالية التي نُفذت على مراحل خلال الفترة (2010-2026).

اختبار KPSS لاستقراره عوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI).

يعرض الجدول التالي نتائج اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) لاستقراره عوائد مؤشر السوق المالية السعودية قبل وبعد كل مرحلة من مراحل التحرير المالي، وذلك في نموذجين: الأول يتضمن ثابتاً فقط (Constant)، والثاني يتضمن ثابتاً واتجاهاً خطياً (Linear Trend)، مع استخدام رتب إبطاء (Lag Orders) تتراوح بين (0-10). وتتميز منهجية اختبار KPSS بأن فرضيته الصفرية تفترض استقراره السلسلة الزمنية، الأمر الذي يجعله مكملاً لاختبارات جذر الوحدة التقليدية مثل ADF و PP، ويعزز موثوقية الحكم على خصائص السلسلة الزمنية.

KPSS tests: Null Hypothesis: Return is stationary												
1/2/2026				1/1/2018				14/6/2015				
بعد		قبل		بعد		قبل		بعد		قبل		Lag order
Tre-	Con-	Tre-	Con-	Tre-	Con-	Tre-	Con-	Tre-	Con-	Tre-	Con-	
0.079	0.078	0.049	0.049	0.059	0.155	0.074	0.113	0.161	0.184	0.039	0.065	0
0.083	0.082	0.044	0.044	0.053	0.140	0.067	0.102	0.146	0.166	0.035	0.058	1
0.079	0.078	0.043	0.043	0.052	0.137	0.065	0.099	0.142	0.162	0.034	0.057	2
0.077	0.076	0.042	0.042	0.050	0.133	0.063	0.096	0.135	0.154	0.034	0.057	3
0.076	0.075	0.041	0.041	0.049	0.129	0.063	0.095	0.131	0.149	0.035	0.058	4
0.079	0.079	0.040	0.040	0.047	0.125	0.062	0.094	0.126	0.144	0.034	0.058	5
0.082	0.081	0.040	0.039	0.047	0.123	0.061	0.093	0.124	0.141	0.035	0.058	6
0.085	0.084	0.040	0.039	0.047	0.123	0.061	0.094	0.123	0.140	0.036	0.059	7
0.087	0.086	0.040	0.040	0.047	0.123	0.062	0.094	0.122	0.139	0.036	0.061	8
0.087	0.086	0.040	0.040	0.047	0.123	0.062	0.094	0.122	0.138	0.037	0.062	9
0.087	0.086	0.040	0.039	0.047	0.122	0.062	0.094	0.121	0.138	0.037	0.062	10
Test critical values:					10%: 0.347 5%: 0.463 1%: 0.739							
Constant												
Test critical values:					10%: 0.119 5%: 0.146 1%: 0.216							
Linear Trend												

تؤكد نتائج اختبار KPSS أن سلسلة عوائد مؤشر TASI كانت مستقرة إحصائياً خلال جميع مراحل التحرير المالي، سواء قبل أو بعد كل نقطة تحول رئيسية، وفي كلا النموذجين (الثابت، والثابت مع الاتجاه). وتمثل هذه النتيجة دليلاً مهماً على أن التحرير المالي لم يؤثر في خاصية

الاستقرار للسلسلة الزمنية. كما أن توافق هذه النتائج مع اختبارات الاستقرار الأخرى يعزز من قوة الأدلة على أن التغيرات المرتبطة بالتحرير المالي انعكست بصورة أكبر على ديناميكية السوق وكفاءته أكثر من انعكاسها على استقراره العوائد نفسها.

اختبار **Variance Ratio (VR)** لفرضية السير العشوائي لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI):

يعرض الجدول التالي نتائج اختبار **Variance Ratio (VR)** والذي يُعد من أكثر الاختبارات شيوعاً في تقييم فرضية السير العشوائي (Martingale/Random Walk)، وذلك من خلال مقارنة تباين العوائد عبر آفاق زمنية مختلفة (2، 4، و 8 أيام) قبل وبعد كل مرحلة من مراحل التحرير المالي. وتتمثل فرضية العدم في أن العوائد تتبع عملية Martingale، أي أن الأسعار تعكس المعلومات المتاحة بصورة فورية، ولا يمكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية اعتماداً على العوائد السابقة، وهو ما يمثل أحد أهم مرتكزات الكفاءة في صورتها الضعيفة.

Variance-ratio tests: Null Hypothesis: Return is a martingale							
8		4		2		lag	
بعد	قبل	بعد	قبل	بعد	قبل		
0.139	0.15	0.279	0.293	0.566	0.579	VR	14/06/2015
(-15.27)	(-10.63)	(-20.22)	(-13.98)	(-22.76)	(-15.59)	R_s (q)	
(-6.81)	(-4.91)	(-8.09)	(-5.69)	(-8.47)	(-5.88)	R_s *(q)	
0.143	0.143	0.278	0.289	0.577	0.566	VR	01/01/2018
(-13.34)	(-12.96)	(-17.77)	(-16.99)	(-19.50)	(-19.43)	R_s (q)	
(-5.87)	(-6.04)	(-7.11)	(-6.98)	(-7.12)	(-7.49)	R_s *(q)	
0.136	0.143	0.254	0.284	0.47	0.572	VR	01/02/2026
(-2.98)	(-18.36)	(-4.06)	(-24.25)	(-5.40)	(-27.16)	R_s (q)	
(-2.62)	(-8.27)	(-3.08)	(-9.74)	(-3.51)	(-10.13)	R_s *(q)	
R_s (q): homoscedasticity-consistent (robust) Z-statistics							
R_s *(q): heteroscedasticity-consistent (robust) Z-statistics							

تشير نتائج اختبار **Variance Ratio** إلى رفض فرضية السير العشوائي لعوائد مؤشر TASI خلال جميع مراحل الدراسة، بما يدل على استمرار وجود اعتماد زمني قصير الأجل في العوائد وعدم تحقق الكفاءة الضعيفة بصورة كاملة. إلا أن المقارنة بين مراحل التحرير المالي تكشف عن تحسن تدريجي في سلوك السوق، تمثل في انخفاض قوة الانحراف عن فرضية السير العشوائي خلال مرحلة التحرير الكامل مقارنة بالمراحل السابقة. ويشير ذلك إلى أن التحرير المالي أسهم في تعزيز كفاءة

السوق بصورة تدريجية من خلال تقليص فرص التنبؤ بالعوائد، وإن كانت بعض مظاهر عدم الكفاءة لا تزال قائمة.

نتائج نموذج $GARCH(1,1)$ لقياس أثر مراحل التحرير المالي على متوسط العوائد وتقلباتها: يعرض هذا الجدول نتائج تقدير نموذج $GARCH(1,1)$ باستخدام متغيرات وهمية (Dummy Variables) تمثل نقاط التحول المرتبطة بمراحل التحرير المالي، بهدف اختبار ما إذا كانت هذه المراحل قد أحدثت تغيراً معنوياً في متوسط العوائد (Mean Equation) أو تباينها الشرطي (Variance Equation)، إلى جانب تحليل ديناميكية التقلبات واستمراريتها في السوق المالية السعودية.

GARCH model results			
1/2/2026	1/1/2018	14/6/2015	
0.061*** (0.013)	0.071*** (0.019)	0.098*** (0.022)	Cst (M)
-0.135** (0.065)	-0.028 (0.026)	-0.064** (0.027)	dummy (M)
0.048*** (0.013)	0.054** (0.018)	0.054** (0.019)	Cst (V)
-0.023 (0.015)	-0.010 (0.013)	-0.011 (0.015)	dummy (V)
0.170*** (0.027)	0.171*** (0.027)	0.174*** (0.027)	ARCH (Alpha1)
0.797*** (0.027)	0.795*** (0.027)	0.795*** (0.026)	GARCH (Beta1)
0.97	0.97	0.97	Alpha [1]+Beta[1]:
-5324.61	-5325.00	-5322.14	Log Likelihood
-1.1566	-1.1283	-1.1097	residual skewness
8.0280	7.6697	7.5034	residual kurtosis
12023	11010	10546	Jarque-Bera:
105.578	108.992	109.77	Q-stat:
2.105	2.12	2.11	
2.5789	2.5791	2.5771	Akaike
*p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01			
Standard errors in parentheses			

تكشف النتائج أن التحرير المالي لم يحدث تحولاً جوهرياً في آلية تكوين التقلبات الشرطية في السوق المالية السعودية، وإنما اقتصر أثره المباشر على متوسط العوائد في بعض المراحل الانتقالية. وفي المقابل، ظلت ديناميكية التقلبات محكومة بخصائص داخلية مستقرة تتمثل في استمرار ظاهرة تجمع التقلبات (Volatility Clustering) وارتفاع درجة استمرارية الصدمات، ومن منظور كفاءة الأسواق، تشير هذه النتائج إلى أن التحرير المالي لم يؤدِّ إلى زيادة التقلبات بصورة هيكلية، وهو مؤشر إيجابي يعكس قدرة السوق السعودي على استيعاب الإصلاحات التنظيمية دون خلق حالة من عدم الاستقرار المالي. كما أن عدم معنوية المتغيرات الوهمية في معادلة التباين يدعم النتائج السابقة لاختبارات التغيرات الهيكلية، والتي أوضحت أن الإصلاحات اتسمت بالطابع التدريجي أكثر من كونها أحدثت انقطاعات مفاجئة في السلوك الإحصائي للعوائد.

وبشكل عام تشير نتائج نموذج GARCH (1,1) إلى أن السوق المالية السعودية احتفظت ببنية مستقرة للتقلبات عبر مختلف مراحل التحرير المالي، مع استمرار وجود ظاهرة تجمع التقلبات وارتفاع درجة استمرارية الصدمات ($\alpha + \beta \approx 0.97$) كما تبين أن التحرير المالي كان له تأثير محدود على متوسط العوائد في بعض المراحل، بينما لم يكن له أثر معنوي على التباين الشرطي للعوائد. وتدعم هذه النتائج الرؤية التي مفادها أن برامج التحرير المالي عززت تطور السوق دون أن تؤدي إلى زيادة المخاطر النظامية أو إحداث تغيرات هيكلية في ديناميكية التقلبات، وهو ما يعكس نضجاً مؤسسياً متزايداً في السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة.

نتائج نموذج EGARCH (1,1) لقياس أثر التحرير المالي وعدم تماثل التقلبات في السوق المالية السعودية

EGARCH model results			
	1/2/2026	1/1/2018	14/6/2015
Cst(M)	0.048*** (0.012)	0.045** (0.013)	0.068*** (0.018)
dummy (M)	-0.154** (0.075)	-0.003 (0.022)	-0.042* (0.023)
AR(1)	0.145*** (0.013)	0.146*** (0.016)	0.145*** (0.016)
Cst(V)	-0.479***	-0.504***	-0.738***

(0.095)	(0.119)	(0.145)	
0.132	0.065	0.408**	dummy (V)
(0.473)	(0.151)	(0.163)	
-0.063	-0.052	-0.038	ARCH(Alpha1)
(0.117)	(0.119)	(0.122)	
0.951***	0.950***	0.947***	GARCH(Beta1)
(0.009)	(0.009)	(0.010)	
-0.140***	-0.138***	-0.137***	EGARCH (Theta1)
(0.017)	(0.017)	(0.017)	
0.225***	0.225***	0.221***	EGARCH (Theta2)
(0.026)	(0.026)	(0.026)	
-4897.81	-4899.76	-4896.37	Log Likelihood
-0.928	-0.936	-0.977	residual skewness
8.156	8.211	8.627	residual kurtosis
12051	12217	13477	Jarque-Bera
20.002	20.24	20.32	
2.407	2.365	2.199	Q-stat
2.374	2.375	2.374	Akaike

*p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01

Standard errors in parentheses

Q-stat on Standardized Residuals, Squared Standardized Residuals

يعرض هذا الجدول نتائج تقدير نموذج (1,1) (EGARCH)، والذي يُعد من النماذج المتقدمة في تحليل تقلبات الأسواق المالية، إذ لا يقتصر على قياس استمرارية التقلبات فحسب، بل يسمح أيضاً باختبار عدم تماثل أثر الصدمات (Asymmetric Volatility أو Leverage Effect)، أي التحقق مما إذا كانت الأخبار السلبية تؤثر في تقلبات السوق بدرجة تختلف عن الأخبار الإيجابية. ويكتسب هذا النموذج أهمية خاصة في سياق الدراسة الحالية، لأنه يوضح ما إذا كانت مراحل التحرير المالي قد غيّرت ليس فقط مستوى التقلبات، وإنما أيضاً طريقة استجابة السوق للصدمات.

تكشف النتائج أن التحرير المالي لم يغيّر فقط مستوى العوائد، بل كشف أيضاً عن الطبيعة غير المتماثلة لاستجابة السوق للصدمات. فقد ارتبطت بداية التحرير بزيادة مؤقتة في التقلبات، بينما لم تستمر هذه الزيادة خلال المراحل اللاحقة، مما يعكس نجاح السوق في التكيف مع الإصلاحات المؤسسية. وفي المقابل، ظل أثر الرافعة المالية حاضراً عبر جميع المراحل، بما يدل على أن استجابة المستثمرين للأخبار السلبية بقيت أقوى من

استجاباتهم للأخبار الإيجابية حتى مع تطور السوق وزيادة انفتاحه. ومن منظور كفاءة الأسواق المالية، تشير هذه النتائج إلى أن تحسن الكفاءة لا يعني اختفاء عدم تماثل التقلبات، وإنما يعني أن السوق أصبح أكثر قدرة على استيعاب المعلومات الجديدة دون أن تتحول الصدمات المؤقتة إلى حالة دائمة من عدم الاستقرار. كما أن ثبات معاملات عدم التماثل عبر جميع مراحل التحرير يوحي بأن هذه الخاصية تمثل سمة سلوكية وهيكلية للسوق أكثر من كونها نتيجة مباشرة للإصلاحات التنظيمية.

وبشكل عام تؤكد نتائج نموذج EGARCH (1,1) أن تقلبات السوق المالية السعودية تتسم بدرجة مرتفعة من الاستمرارية وعدم التماثل، حيث تؤثر الأخبار السلبية في التقلبات المستقبلية بدرجة تفوق تأثير الأخبار الإيجابية، وهو ما يثبت وجود أثر الرافعة المالية بصورة مستقرة عبر جميع مراحل التحرير المالي. كما تشير النتائج إلى أن بداية التحرير ارتبطت بزيادة مؤقتة في التقلبات، بينما لم تظهر هذه الزيادة خلال مرحلتي الاندماج العالمي والتحرير الكامل، وهو ما يعكس قدرة السوق على التكيف التدريجي مع الإصلاحات. وإضافة إلى ذلك، فإن الأداء الإحصائي الأفضل لنموذج EGARCH مقارنةً بـ GARCH يؤكد أن مراعاة عدم تماثل التقلبات توفر وصفًا أكثر دقة لسلوك عوائد مؤشر TASI، الأمر الذي يعزز الاعتماد على هذا النموذج في تفسير أثر التحرير المالي في ديناميكية المخاطر وكفاءة السوق المالية السعودية.

الخلاصة العامة للنتائج:

أظهرت نتائج التحليل القياسي لعوائد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI) خلال الفترة الممتدة من يناير 2010 إلى يوليو 2026 أن التحرير المالي ارتبط بتحويلات تدريجية في خصائص السوق المالية، إلا أن هذه التحويلات لم تكن على هيئة انقطاعات هيكلية حادة، وإنما جاءت في صورة تطور تراكمي في ديناميكية العوائد والتقلبات، بما يتوافق مع الطبيعة المرحلية للإصلاحات المالية التي شهدتها السوق السعودي. أوضحت الإحصاءات الوصفية أن عوائد السوق اتسمت، خلال معظم فترة الدراسة، بارتفاع درجة التقلب، وعدم تماثل التوزيع، ووجود ذيول سمكية، وهي خصائص شائعة في الأسواق المالية. ومع ذلك، كشفت مرحلة التحرير الكامل عن مؤشرات تحسن نسبي تمثلت في

انخفاض التقلبات، واقترب توزيع العوائد من التوزيع الطبيعي، وتراجع نطاق التذبذب مقارنة بالمراحل السابقة، بما يعكس تطوراً في البيئة الاستثمارية وزيادة نضج السوق.

وأكدت اختبارات التغيرات الهيكلية أن مراحل التحرير المالي لم تؤدي إلى حدوث انكسارات هيكلية جوهرية في السلسلة الزمنية للعوائد، في حين أشارت اختبارات القيود المشتركة إلى وجود تغيرات معنوية في بعض معلمات النموذج خلال مرحلتي بدء التحرير والاندماج العالمي، وهو ما يدل على أن الإصلاحات المالية أثرت في سلوك العوائد بصورة تدريجية دون الإخلال بالاستقرار العام للسوق. كما بينت نتائج اختبار KPSS أن عوائد السوق بقيت مستقرة إحصائياً قبل وبعد جميع مراحل التحرير المالي، الأمر الذي يشير إلى أن الإصلاحات التنظيمية لم تؤثر في خاصية الاستقرار، وإنما انعكس أثرها في الجوانب الديناميكية للعوائد والتقلبات. وتدعم هذه النتيجة سلامة استخدام النماذج القياسية المعتمدة في الدراسة. وفيما يتعلق بكفاءة السوق، أوضحت نتائج اختبار Variance Ratio رفض فرضية السير العشوائي خلال جميع مراحل الدراسة، بما يشير إلى استمرار وجود اعتماد زمني قصير الأجل في العوائد وعدم تحقق الكفاءة الضعيفة بصورة كاملة. إلا أن النتائج كشفت في الوقت نفسه عن انخفاض تدريجي في درجة هذا الاعتماد مع تقدم مراحل التحرير المالي، ولا سيما خلال مرحلة التحرير الكامل، وهو ما يعكس تحسناً تدريجياً في كفاءة السوق وقدرته على استيعاب المعلومات الجديدة.

وأظهرت نتائج نموذج $GARCH(1,1)$ أن التقلبات في السوق المالية السعودية تتسم بدرجة مرتفعة من الاستمرارية، حيث بلغ مجموع معاملي ARCH و GARCH نحو (0.97)، بما يعكس استمرار تأثير الصدمات لفترات زمنية طويلة. وفي المقابل، لم يكن لمراحل التحرير المالي أثر معنوي مباشر في التباين الشرطي للعوائد، مما يدل على أن الإصلاحات لم تؤدي إلى زيادة المخاطر النظامية أو إحداث تغيرات هيكلية في ديناميكية التقلبات. ومن ناحية أخرى، قدم نموذج EG $(1,1)$ ARCH أدلة إضافية على أن تقلبات السوق تتسم بعدم التماثل، حيث تبين أن الأخبار السلبية تؤثر في التقلبات المستقبلية بدرجة أكبر من الأخبار الإيجابية، وهو ما يؤكد وجود أثر الرافعة المالية (Leverage Effect) بصورة مستقرة عبر مختلف مراحل التحرير المالي.

كما أظهرت النتائج أن بداية التحرير المالي ارتبطت بزيادة مؤقتة في التقلبات، إلا أن هذا الأثر تراجع في المراحل اللاحقة، مما يعكس قدرة السوق على التكيف التدريجي مع الإصلاحات المؤسسية والتنظيمية.

نتائج البحث

- 1- تشير النتائج إلى أن التحرير المالي في المملكة العربية السعودية أسهم في تعزيز كفاءة السوق المالية بصورة تدريجية دون أن يؤدي إلى زعزعة استقرارها، فقد انعكس أثر الإصلاحات في تحسن بعض خصائص العوائد، وانخفاض التقلبات في المرحلة الأخيرة، وتراجع الاعتماد الزمني، مع المحافظة على استقرار السلسلة الزمنية واستمرار السيطرة على المخاطر.
- 2- ومع ذلك، فإن استمرار وجود بعض مظاهر عدم الكفاءة، مثل عدم تحقق السير العشوائي الكامل واستمرار ظاهرة تجمع التقلبات وأثر الرافعة المالية، يشير إلى أن السوق لا يزال يحتفظ ببعض السمات السلوكية التي تميز الأسواق المالية، رغم ما تحقق من تقدم واضح في مسار التحرير المالي والاندماج مع الأسواق العالمية.
- 3- أن فرضية الدراسة تحظى بدعم جزئي؛ إذ إن التحرير المالي كان عاملاً مهماً في تحسين كفاءة السوق المالية السعودية وتعزيز نضجها المؤسسي، إلا أن هذا التحسن جاء تدريجياً وتراكمياً، ولم يصل إلى مستوى القضاء الكامل على جميع مظاهر عدم الكفاءة أو جميع مصادر التقلب في السوق، وهو ما يتفق مع الأدبيات التي ترى أن كفاءة الأسواق عملية ديناميكية تتطور مع تعمق الإصلاحات المالية وزيادة نضج المؤسسات وآليات التسعير.

مراجع

المراجع العربية:

- أسيري، بتول قاسم، "قياس كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية"، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد 14، عدد2، مايو 2007.
- الجزيري، خيرى علي "كفاءة الأسواق المالية: قياس وتحليل زمني لكفاءة سوق المال المصري"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، جامعة القاهرة، 1996م.

الجزيري، خيرى علي، "كفاءة الأسواق المالية: بحث في الأسس النظرية مع التطبيق على سوق الأوراق المالية بجمهورية مصر العربية"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، جامعة القاهرة، العدد الثالث والأربعون، السنة الواحد والثلاثون، سنة 1991م.

جمعي، عماري، "العولمة المالية وأثرها على الدول النامية"، مجلة علوم إنسانية، مجلة الكترونية محكمة، العدد 33، السنة الرابعة، ربيع، 2007.

حبش، وائل مجمد، "انهيار مؤشر الأسهم في سوق الأسهم السعودية"، المجلة الاقتصادية الدولية، الرياض، 2007/12/16م.

حسن، إيهاب إبراهيم، "دور كفاءة سوق المال في تخصيص ونمو الاستثمارات في مصر دراسة مقارنة مع الولايات المتحدة الأمريكية"، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة عين شمس، 2000م.

رونالد ماكينون، "النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد: أحكام السيطرة عند التحول إلى اقتصاديات السوق"، ترجمة صليب بطرس ويعاد الطنبولي، الجمعية المصرية للنشر والمعرفة والثقافة العالمية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 1996م.

عبيد، سعيد توفيق، "درجة كفاءة سوق الأوراق المالية وإمكانية التطوير دراسة تطبيقية على بورصة الأوراق المالية بالقاهرة"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد الثامن والثلاثون، السنة التاسعة والعشرون، سنة 1989م.

هندي، منير إبراهيم، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997م.

المراجع الأجنبية:

- Aktas. Huseyin, "The Stock Market Reaction to Extreme Events: The Evidence from Turkey", International Research Journal of Financial and Economics, Issue, 6 (2006).
- Alessandra Bonfiglioli, "How Does Financial Liberalization Affect Economic Growth?", Seminar Paper No, 736, Institute for International Economic Studies, Stockholm University, May 2005.
- Allen, Franklin, "The Financial and Stability of Banks and Markets", National Bank of Belgium, May. 2004.

- Arestis, Philip; Nissanke, Machiko; Stein, Howard, "Finance and development: institutional and policy alternatives to financial liberalization", Working Paper, No. 377, 2003, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Capasso Salvatore, "Stock Market Development and Economic Growth: A Matter of Information Dynamic," Centre for Studies in Economics and Finance – University of Salerno. Italy, Working Paper, No. 166. 2006.
- Dahel. Riad, "**The Behavior of Stock Prices in the GCC Markets**," Journal of Development & Economic Policies, Vol2- No. 1-Dec 1999.
- David T. Tswamuno*, Scott Pardee**, and Phanindra V. Wunnava," Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience ", International Journal of Applied Economics, 4(2), September 2007, 75-89.
- David T. Tswamuno, Scott Pardee, to other," Financial Liberalization and Economic Growth: Lessons from the South African Experience", International Journal of Applied Economics, 4(2), September 2007,75-89.
- Eugene F. Fama, "Random Walks in Stock Market Prices", Financial Analysts Journal, Janary-February 1965.
- Fama F. Eugene," **Efficient of Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work**", Journal of Finance, XXV (2), May, 1970.
- Fama F. Eugene"**Efficient Capital Markets: II**," The Journal of Finance . VOL. XLVI, No. 5. December, 1991.
- Fernandez. Viviana," **Stock Market Turmoil Worldwide Effects of Middle East Conflicts**," Emerging Markets Finance and Trade, vol. 43, no. 3, May–June 2007.
- Henry, P. 2004. Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth. Working Paper No.: 9488. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Henry, P. B, "Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices", The Journal of Finance, 2000, 55, 529-564.

- Kawakatsu, H., & Morey, M. R. (1999). Financial liberalization and stock market efficiency: An empirical examination of nine emerging market countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 9, 353–371.
- Kim, E. H., & Singal, V. (2000a). Stock market openings: Experience of emerging economies. *Journal of Business*, 73(1), 25–66.
- Kim, E. H., & Singal, V. (2000b). The fear of globalizing capital markets. *Emerging Markets Review*, 1, 183–198.
- Krugman Paul, “International Finance and Economic Development”, Issues and Experience Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press, 1993.
- Levine, R. and S. Zervos. 1996. “Stock Market Development and Long-Run Growth,” *World Bank Economic Review*, 10(2), 323-339.
- Lim K. Ping, Brooks Robert. & Kim Jae,” **Financial Crisis and Stock Market Efficiency: Empirical Evidence from Asian Countries,**” *International Review of Financial Analysis*, XX, (2007).
- market efficiency: Evidence from the Athens Stock Exchange”, * *Global Finance Journal* 15 (2004) CT 06430, USA Accepted 1 June 2004.
- Nikiforos T. Laopodis,” Financial market liberalization and stock
- Norman Loayza and Romain Ranciere (2004), Financial development, financial fragility and growth, UPF Working Paper 855, September 2004.
- Periklis Gogas, “Does Financial Market Liberalization Increase the Degree of Market Efficiency? The Case of the Athens Stock Exchange” *International Review of Financial Analysis*, 18, 2009, 50-57.
- Philip Arestis, “Financial Liberalization and Poverty: Channels of Influence” The Levy Economics Institute, Working Paper No. 411, July, 2004.
- Riad Dahel, “**Volatility of Returns in Arab Stock Markets,**” *Arab Research Economic*, Vol. 20 – 2000.
- Robert G. King and Ross Levine (1993 a), Finance and growth: Schumpeter may be right, Working Papers WPS 1083, Policy Research, Financial Policy and Systems, Country Economics Department, The World Bank, February 1993.

- Ross, Levine,” International Financial Liberalization and Economic Growth”, Review of International Economics, Acceptance Date: August18, 2000.
- Saadi. Samir. and Gandhi. Devindwr,” **Testing for Nonlinearity & Modeling Volatility in Emerging Capital Markets: The Case of Tunisia**,” International Journal of Theoretical and Applied Finance, Vol. 9, No. 7 (2006).
- Yuhn, K.H, “Financial Integration and Market Efficiency: Some International Evidence from Counteraction Tests”, International Economic Journal, 11(2).