

## السوق المالية أداة للتحويل من القطاع العام إلى القطاع الخاص دراسة تطبيقية سوق مصر للأوراق المالية للمدة (2000-2015)

أ.د. توفيق عباس عبد عون المسعودي      الباحث فصول كاظم عبيد  
جامعة كربلاء / كلية الادارة والاقتصاد / قسم الاقتصاد

### الملخص

يعد التحويل من القطاع العام إلى القطاع الخاص أو ما يسمى بالخصخصة من أهم أدوات الإصلاح الاقتصادي المتبعة في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء وقد اختلفت اساليب الخصخصة وأشكالها مع اختلاف هذه الاساليب كثرت الانتقادات الموجهة إلى الخصخصة بحد ذاتها هذا من جانب و إلى الطرق التي تتم بها من جانب اخر ويعد أسلوب الخصخصة من خلال اسواق المالية إحدى طرق تحويل الملكية الاقل أنتقاداً على اعتبار انها تساهم في توسيع الملكية الشعبية. ولمعرفة دور الاسواق المالية في التحويل من القطاع العام إلى القطاع الخاص (الخصخصة) وتوضيح نوع العلاقة بين الاسواق المالية والخصخصة ، وقد تم الاستعانة بانموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) واختبار السببية (كرانجر) لاختبار العلاقة بين الاسواق المالية والخصخصة في مصر للمدة (2000-2015).

وتشير نتائج البحث على وجود متجة للتكامل المشترك بين مؤشرات الاسواق المالية والخصخصة باتجاه واحد كما انه توجد علاقة سببية احادية الاتجاه بين مؤشرات الاسواق المالية والخصخصة في مصر، حيث تتجه من سوق الاوراق المالية إلى القطاع الخاص يعود ذلك لتطور الاسواق المالية في مصر فهي تعد اكثر الاسواق المالية تطوراً على مستوى الدول العربية.

### Abstract

The transformation from the public sector to the private sector or the so-called privatization is one of the most important tools of economic reform adopted in developing and developed countries alike, and its methods and forms which had been differed, and with these methods, there had been a large number of criticisms of privatization itself, On the other hand, methods through the financial markets are one of the ways of transforming the less monopolistic property as it contributes to the expansion of popular property .To knowing the role of financial markets in privatization and to clarify the type of relationship between financial markets and privatization, the (ARDL) and the Gronger test were used to test the relationship between financial markets and privatization in Egypt for the duration (2000-2015).

The results of the research indicated that there is a reason for the joint integration of indicators of financial markets and privatization in one direction. also There is a

causal relationship between the indices of financial markets and privatization in Egypt, where the trend of the stock market to the private sector due to the development of financial markets in Egypt, it considers one of the most developed country in the Arab .homeland

## المقدمة

تزايد الاهتمام بالاسواق المالية ودورها في تفعيل الخصخصة او ما يسمى التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص او التحول نحو اقتصاد السوق ، لكون الاسواق المالية تعكس مستوى تطور اقتصاديات البلدان ومدى تقدمها. فقد جاءت نشأتها استجابة للتطور الحاصل في اقتصاديات البلدان ، وكذلك وظائفها الاقتصادية المهمة لاسيما في مرحلة الخصخصة من خلال تنفيذ برنامج الخصخصة ، فضلا عن التداخل بين العوامل والمتغيرات الاقتصادية المحلية والدولية.

إن أسهم الاتجاه الدولي نحو عولمة الاقتصاد واعتماد آليات السوق في إدارة الاقتصاد العالمي على وفق قوانين المنافسة وإزالة الحواجز أمام حركة رؤوس الأموال والتطور التقني المتسارع في مجال المعلومات والاتصالات ، مما ساهم في تزايد التدفقات المالية على المستوى الدولي ، وتنوع أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية مع تزايد حدة المنافسة على اجتذاب الموارد المالية المتاحة عالميا لخدمة الأهداف الاقتصادية الوطنية للدول ، واصبحت الاسواق المالية تتمتع بدرجة عالية من التطور في الدول المتقدمة اذ لها دور رئيسي في عملية الخصخصة حيث يعد هذا الموضوع محور اهتمام عالمي لذا فهو من أبرز سمات عقد التسعينات من خلال تبني العديد من الدول لسياسات تهدف إلى تشجيع نشاط القطاع الخاص بغض النظر عن الأيديولوجية السياسية التي تحكم النظام السياسي فضلا عن ذلك فإن برامج منظمي البنك وصندوق النقد الدوليين قد ركزت على موضوع الخصخصة وتقليص دور القطاع العام وفي مجال التكيف الهيكلي حيث أوضحت ضرورة تشجيع النشاطات التي يقوم بها القطاع الخاص بدلا من نشاطات القطاع العام الحكومي أو التعاوني. لذلك اتجهت في المدة الاخيرة العديد من الدول العالم إلى التخلي عن كثير من المؤسسات الاقتصادية العامة و اسنادها إلى القطاع الخاص وذلك اما لتحقيق اكبر قدر من الكفاءة أو لتقليل من المشروعات الخاسره.

## مشكلة البحث

تعاني عملية الخصخصة من عدم وجود تقييم حقيقي للأصول التي يتم تحويلها من القطاع العام إلى القطاع الخاص عند استخدام الطرق التقليدية في عملية التحول باستثناء السوق المالية .

## فرضية البحث

تعد السوق المالية أحد الآليات الفاعلة في عملية التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص كونها تعطي القيمة الحقيقية للأصل الذي يتم تحويله من القطاع العام إلى القطاع الخاص .

## اهمية البحث

تأتي اهمية البحث من كون ان الأسواق المالية تحصل على اهتمام خاص الحكومات في ظل الاقتصاديات المفتوحة أو تسير في طريق الانفتاح وذلك على اعتبار ان للسوق المالية لها تأثير ايجابي في تسهيل عملية التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص أي خدمة المخصصة بوجه عام.

## هدف البحث

يهدف البحث إلى :

- التعرف على الاسواق المالية و ادواتها ، فضلاً عن المخصصة و اهدافها و سياسات المخصصة .
- معرفة مبررات التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص (المخصصة).
- قياس وتحليل مدى إسهام الاسواق المالية في توسيع نشاط القطاع الخاص بين مؤشرات الاسواق المالية والمخصصة في مصر (2000-2015)

## منهجية البحث

وتم اتباع المنهج الوصفي لبيان دور الاسواق المالية في المخصصة (التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص) والمنهج الاحصائي التحليلي لقياس العلاقة بين مؤشرات الاسواق والمخصصة في مصر وذلك بالاعتماد على مصادر عديدة وفي حدود البيانات والمعلومات المتاحة ،اما الحدود الزمانية للبحث فتمثلت في المدة (2000 - 2015).

## هيكل البحث

تم تقسيم محاور البحث إلى ثلاث محاور يتضمن المحور الاول الاطار النظري للاسواق المالية والمخصصة في حين يتناول المحور الثاني نشأت وتطور الاسواق المالية والمخصصة في مصر والمحور الثالث جاء لقياس العلاقة بين مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية والمخصصة للمدة (2000-2015) في باستخدام النموذج القياسي .

## المحور الاول

### الاطار النظري للاسواق المالية والمخصصة

#### اولاً: الاطار النظري للاسواق المالية

- 1- مفهوم الاسواق المالية : " بأنها إطار يجمع المتعاملون بالأوراق المالية البائعون والمستثمرون وبغض النظر عن المكان الذي تم الجمع به أو الوسيلة شريطة توفر أجهزه اتصال فعالة لجميع المتعاملين في السوق مع ضرورة التعرف على الاسعار السائدة في لحظة زمنية واحده خاصة بكل ورقة مالية متداولة في السوق"<sup>1</sup> في حين يعرفها آخرون " بأنها سوق لتبادل الأدوات المالية بين الدائنين والمدينين أو البائعين والمستثمرين وفق أسعار معينة تحددها ظروف العرض والطلب في السوق نفسه "<sup>2</sup> وتعرف أيضا بأنها تلك الإلية التي من خلالها يتم تحويل الأموال من الاشخاص التي لديهم فائض في الاموال إلى الأشخاص الذين يعانون من عجز في الأموال<sup>3</sup>.

وهناك تعريف اخر للأسواق المالية " هي ملتقى المتعاملين والعمليات المالية التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية سواء كانت أسهم او سندات بمختلف أنواعها ".<sup>4</sup> وعُرفت أيضا بأنها " إي منظمة أو مؤسسة تقوم بجلب كل من البائعين والمشتريين لبعضهم البعض لبيع وشراء الأوراق المالية ".<sup>5</sup>

## 2- الادوات المتداولة في سوق النقد: نوجزها بالاتي :

يعرف سوق النقد على انه السوق التي تتداول فيها الأصول قصيرة الأجل يكون تاريخ استحقاقها لمدة أقل من سنة اذ أن الأوراق المالية المتداولة في سوق هي صكوك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد المبالغ التي سبق أن أقترضها طرف آخر مع الفوائد عند مدة الاستحقاق ويمكن لحاملها التخلص منها في أي وقت قبل مدة الاستحقاق<sup>6</sup> كما ان ادوات سوق النقد تتمثل فيما يلي :<sup>7</sup>

أ- **شهادات الأيداع** : هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تشهد فيها بأنه قد تم أيداع مبلغ معين لديها لمدة محددة تبدأ من تاريخ إصدار الشهادة وتنتهي بتاريخ استحقاقها وتحمل سعر فائدة محدد .  
ب- **الأوراق التجارية**: هي عبارة عن سندات قصيرة الأجل تصدرها الشركة من أجل الأقتراض وتباع من خلال تجار متخصصين ولكن بأشكال مختلفة .

وحتى تكون هذه الأوراق التجارية ذات نوعية عالية يجب أن تكون الشركة المصدرة لها ذات مركز ائتماني جيد مدعّمه بوجود سقف ائتماني عال ممنوح لها أحد البنوك وتكون مدة استحقاقها تتراوح بين شهرين إلى خمسة أشهر بفائدة قليلة.

ج- **القبولات المصرفية** : هي توقيع الشركة المستوردة على تعهد بدقه ضمان الدفع و يُختم التعهد بعبارة قبول في مكان معين على التعهد ، ولهذا الأجراء هدفين هما تعزيز قوة التعهد بأن يضاف قوة البنك المالي إلى القوة المالية للشركة المتعده ، فضلا عن كون التعهد أداة مالية قابلة للتداول في سوق النقد الثانوي.

د- **أدونات الخزينة** : وهي من الأدوات المالية القصيرة الاجل التي يتولى البنك المركزي إصدارها لحساب خزينة الدولة (وزارة المالية) في معظم دول العالم حيث تعتبر عديمة المخاطرة لذا فهي أكثر أدوات النقد سيولة وتداولاً .

هـ- **اتفاقيات إعادة الشراء** :تنطوي هذه الاتفاقية على بيع الأوراق المالية من طرف واحد إلى آخر مع تعهد لإعادة شراء الأوراق المالية في تاريخ محدد وبسعر معين .

و- **اليورو دولار** : لقد ازدادت ودائع الشركات الأمريكية بالدولار في بنوك غير أمريكية نتيجة زيادة المعاملات التجارية العالمية التي تقوم بها الشركات الأمريكية بالدولار خارج الولايات المتحدة الأمريكية وأطلقت على هذا النوع من الودائع شهادات الإيداع باليورو دولار حيث أن للقيود على أسعار الفائدة في أمريكا أثر في زيادة الودائع بالدولار طمعاً في الحصول على أسعار فائدة أعلى. فضلاً عن أن الشركات الأوروبية وغير الأمريكية تحصل على ائتمان صادراتها بالدولار بدلاً من قيامها بتحويل حصيلة صادراتها من دولارات إلى عملتها المحلية

## 3- الادوات المتداولة في سوق رأس المال :نوجزها بالاتي:

**سوق رأس المال** هو السوق الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية طويلة الأجل تكون غالباً أكثر من سنة وتعد من الأدوات المالية مرتفعه المخاطر.<sup>8</sup> كما ان ادوات سوق رأس المال تتمثل فيما يلي :

أ- **الاسهم** : وتتمثل بالأسهم ( shares ) التي تصدرها الشركات الإسهام لتمويل احتياجاتها طويلة الأجل وتتميز أسهم شهادات الملكية بأنها تخول صاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية و الحقيقية .<sup>9</sup> وتنقسم الاسهم بحسب حقوق التي تترتب عليها إلى قسمين :

• **الاسهم العادية** : تصدر المنشآت الأسهم العادية كمستند للملكية بقيمة اسمية محددة لتمويل نشاطها ويتمتع حامل السهم بحقوق في الحصول على نصيبه من الارباح التي توزعها المنشأة وله الحق في التصويت في الجمعية العمومية وفقاً لحصته ويتوقف أيضاً على حضوره فيها ولا يستطيع المستثمر استرداد قيمة السهم في المنشأة المحددة له و إنما عليه طرحه في السوق للبيع وقيمه السوقية ، كما أن المنشأة توزع العائد وفقاً لربحها إلا أنه لا يوجد التزام قانوني بحتمية التوزيع وتكون الأسهم العادية أكثرها مخاطره من الأوراق المالية الأخرى.<sup>10</sup>

• **الاسهم الممتازة** : تحمل الأسهم الممتازة بعض صفات الأسهم العادية وبعض السندات حيث للأسهم الممتازة نصيب محدد من الأرباح تحدد حدودها الدنيا وحدودها القصوى وبذلك فهي تشبه السندات وأنها تمثل حصة من الملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة فهي بذلك تشبه السهم العادي .<sup>11</sup>

ب- **السندات**: يعرف السند Bond بأنه اتفاق بين طرفين أحدهما يمثل المقرض والآخر المقترض ويقضي بأن يقدم الأول مقداراً محدداً من المال إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدوره بأعادة سداد أصل القرض والفوائد المستحقة عليه في تاريخ او تواريخ محدد مسبقاً .

ويعدّ السند ورقة مالية طويلة الأجل تصدر الحكومة أو الشركة من أجل توفير الأموال اللازمة لاستمرار أو تعزيز نشاط الشركة أو بهدف تنظيم النقد المتداول أو تأمين الأموال اللازمة لتغطية الأنفاق الحكومي.<sup>12</sup>

ج- **المشتقات** : هي عقود مالية تشق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل الأسهم وتستخدم المشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيير المتوقع في أسعار الأصول.<sup>13</sup> ومن أهم أنواع المشتقات هي :

1- **عقود الخيار** : عقد الخيار هو ذلك العقد الذي يعطي لحاملة الحق في أن يبيع أو يشتري كمية معينة من الأوراق المالية أو غيرها من السلع بسعر محدد خلال مدة زمنية معينة وله الحق كذلك في ان ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء.<sup>14</sup> و بالتالي يمنح المشتري هذا الحق مقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الخيار تدفع لمصدر الخيار ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع او شراء الأصل محل الاختبار سعر التنفيذ أو ممارسة اي شي .<sup>15</sup> ويوجد نوعين من حقوق الخيار هما :

• **خيار البيع (حق البيع)** : يتيح خيار البيع فرصه للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي يمتلكها<sup>16</sup> حيث يضمن للمستثمر (مشتري العقد) أن يقوم ببيع الأوراق المالية لمحرر الحق بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي طرأ على أسعار الأوراق المالية وذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر الحق.

ز- **خيار الشراء(حق الشراء)**: يتيح خيار الشراء فرصة للمستثمر للتحوط ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يزمع شرائها في المستقبل حيث يلزم ذلك الحق محرر خيار الشراء تنفيذ الاتفاق اذا ارتفعت أسعار

الأوراق المالية خلال مدة التعاقد عن السعر المتفق عليه ، وفي مقابل ذلك يحصل محرر الخيار على مكافأة عن كل ورقة مالية من المستثمر نظير تحمل مخاطر ارتفاع الأسعار في المستقبل .<sup>17</sup>

2- **العقود المستقبلية:** تعطي العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء او بيع قدر معين من اصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق وغالباً مايندر تسليم الأصل محل التعاقد و إنما تتم التسوية على اساس فروق الاسعار وتختلف العقود المستقبلية عن عقود الخيار في أن العقود المستقبلية لا بد ان تنفذ ، في حين عقود الخيار تعطي الحق في إلغاء العقد او تنفيذه كما أنه لا يجوز أسترداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة عقد الخيار ، بينما يسترد الهامش المبدئي عند تنفيذ العقد المستقبلي .<sup>18</sup>

3- **العقود الأجلية:** تعرف العقود الأجلية بانها عقد اتفاق بين طرفين على بيع او شراء اصل ما بسعر محدد وان التسليم والاستلام يكون في وقت لاحق<sup>19</sup>، و تشبة العقود الاجلة عقود الأستيراد والتصدير وهي عقود يتفق الطرفان على شروطها وفقاً لظروف العقد.<sup>20</sup>

4- **عقود التبديل أو المقايضة:** تتكون عمليات التبديل والمقايضة من عقد بين طرفين يتعهد بموجبة الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني الذي يتعهد بدورة بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ إلى الطرف الأول ،بعبارة أخرى هو عقد وافق من خلال الطرفان على تبادل اثنين من التدفقات النقدية مع ميزات مختلفة .<sup>21</sup> وتتعامل الأسواق بأربعة أنواع من عقود التبديل وهي (عقود تبديل العملات ،عقود تبديل أسعار الفائدة ، عقود تبديل السلع، عقود تبديل حقوق الملكية) وتعد عقود تبديل العملات وأسعار الفائدة الأكثر شيوعاً في الأسواق النقدية والمالية الدولية وخاصة بين المؤسسات المالية اذ نادراً مايتعامل الأفراد بها.<sup>22</sup>

## ثانياً: الاطار النظري للخصخصة

1- مفهوم الخصخصة: تعرف على انها " إستراتيجية دولية لتحويل عدد كبير من القطاعات الاقتصادية و الخدمات الاجتماعية التي لا ترتبط بالسياسة العليا للدولة في القطاع العام إلى القطاع الخاص فالدولة بالمفهوم الحديث تهتم بالأمر الكبير كالأمر السياسية و الادارية و الامنية والاجتماعية و التي يصعب على القطاع الخاص الاضطلاع بتأديتها أما الأمور التي يمكن للقطاع الخاص القيام بها فتترك مهام تأديتها لهذا القطاع وضمن الأطر القانونية التي تضعها الدولة " .<sup>23</sup>

و أيضا يمكن القول بأن الخصخصة " تحويل الاصول المملوكة للدولة إلى أصول يديرها القطاع الخاص ، أو بيعها بالكامل لتصبح ضمن الملكيات الخاصة " <sup>24</sup> وتعرف أيضاً بأنها عملية نقل الملكية العامة إلى الملكية الخاصة او نقل إدارة خدمات نشاط معين من الحكومة إلى القطاع الخاص .<sup>25</sup>

ومن خلال التعاريف السابقة يتبين بأن الخصخصة هي مجموعة من الاجراءات التي تؤدي إلى التحرر الاقتصادي والاعتماد الأكبر على آليات السوق ومبادرات القطاع الخاص و ومن خلال اجراء تحولات جوهرية في العلاقة بين القطاعين الخاص والعام في كثير من البلدان ، فضلاً عن المنافسة التي من خلالها يتم التوزيع الامثل للموارد وزيادة معدلات النمو الاقتصادي مما ساعد على تحقيق الاهداف الاقتصادية والاجتماعية .

2- أهداف الخصخصة : هنالك عدة أهداف و أنواع للخصخصة تدفع القطاع الخاص لتبني هذه العملية هي على النحو الآتي:

أ- رفع الكفاءة الاقتصادية وذلك من خلال تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد و عناصر الانتاج من أجل الوصول إلى الحجم الأمثل للانتاج والذي يتوافر فيه الجوده والسعر التنافسي ، والقطاع الخاص يأخذ في قراراته عنصر الربحية بعين الاعتبار وتحقيق أعلى عائد للحفاظ على بقاء نشاطه.<sup>26</sup>

ب- إتاحة الفرص للاستثمارات المحلية و العربية و الأجنبية من خلال خلق مناخ استثماري مناسب على النحو الذي يترتب عنه خلق فرص عمل جديدة نتيجة التوسعات المستقبلية للاستثمار وبالتالي رفع مستوى معيشة الفرد وتحقيق مستويات أعلى من الرفاهية نتيجة زيادة الأيرادات الناجمة من رفع كفاءة الأداء من ثم زيادة الأنتاج .<sup>27</sup>

ج- رفع مستوى الكفاءة الانتاجية للمرافق العامة الاقتصادية لأن أدارتها من خلال القطاع الخاص تعتمد على الاساليب والطرق المعمول بها في السوق و التي تتسم بمرونة أكبر كما أنها تخضع لقواعد المنافسة التي تؤدي إلى تحسين جودة الخدمات.<sup>28</sup>

د- إعادة توزيع الأدوار بين القطاع العام و القطاع الخاص و انسحاب الدولة تدريجياً من بعض النشاطات الاقتصادية وفسح المجال أمام المبادرات الخاصة عن طريق تشجيع الاستثمار الخاص.<sup>29</sup>

هـ- تخفيض أعباء الدولة من جراء نفقاتها على الوحدات الاقتصادية المملوكة للدولة و من ثم تقليل أعباء الموازنة العامة و المتمثلة في الأستنزاف المستمر للخزانة العامة في صورة دعم مستمر وامتيازات للمشروعات العامه غير الكفوءة .<sup>30</sup>

و- تحقيق العدالة الاجتماعية وفقاً لقواعد السوق الحر و التعامل الحر بين كل من أصحاب رؤوس الأموال و المقترضين و العمال و الموردّين و المستهلكين و كل قطاعات الدولة .<sup>31</sup>

ز- يرى البعض ان الخصخصة ربما تكون الوسيلة المناسبة لتحقيق مزيد من الحرية الشخصية و أيجاد الحافز الشخصي على الانتاج ، بالإضافة إلى ذلك نجد أن القطاع الخاص أكثر قدره على محاسبة العامل الذي يقصر في عمله .<sup>32</sup>

ح- أستثمار حصيلة بيع أصول مشروعات القطاع العام للنهوض بالمشروعات الأخرى لغرض بيعها ثم الأتفاق على خدمات متنوعة كالتعليم و الصحة فضلاً عن الاهتمام بالبنية الأساسية و الوحدات الأقتصادية ذات الأهمية الإستراتيجية أو سداد جزء من الدين العام .<sup>33</sup>

ط- زيادة المنافسة وتوسيع القاعدة الإنتاجية أن عملية زيادة الكفاءة تستند إلى نتيجتين متلازمين للخصخصة هما:<sup>34</sup>

### 5- زيادة المنافسة

في ظل المنافسة تتاح المنشآت الخاصة التي يتم خصصتها حرية الدخول و الخروج من السوق و الانتقال من نشاط لآخر لتحقيق الأرباح ما يتطلب تخفيض التكاليف و زيادة جودة السلع كشرط اساسي لبقائها في السوق التنافسي وبالتالي تحسين الكفاءة الاقتصادية وبيع الوحدات المنتجة لمنتجاتها عند الأسعار التوازنية بالسوق التنافسية تعد أقل الأسعار التي يرتضيها المنتجون والمستهلكون مع غياب تدخل الحكومة ، و أتباع المؤسسات الأسس الاقتصادية الكفؤة وخضوعها لضوابط عمل سوق المال في تدبيرها للتمويل و إيراداتها هذا بالأضافة إلى ربط الأجرور بالزيادة في الإنتاجية .

### 6- تغيير نمط حقوق الملكية :

من الوجهة الاقتصادية تعتبر عملية تغيير حقوق الملكية عاملاً محفزاً لزيادة الاستثمارات الخاصة فضلاً عن تكوين وتنمية الثروة مما يؤدي إلى المزيد من القدرة على التوسع في الاستثمار في الأنشطة المختلفة و المزيد من الثروة.

### 3- سياسات الخصخصة

أن عملية الخصخصة هي عملية تدريجية من أجل إحداث تغيرات جوهرية في أساليب تعبئة الموارد و إعادة توزيعها على النحو الذي يضمن متطلبات المجتمع على المدى القريب و البعيد ، أي هي تغيير في السياسات الاقتصادية تبدأ بتطبيق سياسات التثبيت من أجل إيجاد الحلول و المعالجات للأختلالات القصيرة الأجل التي يعاني منها البلد وتنتهي بسياسات التكيف الهيكلي من أجل معالجة الأختلالات العميقة في اقتصاد ذلك البلد<sup>35</sup> و تتكون هذه السياسات من :

أ- **برامج التثبيت الاقتصادي:** و هي سياسات قصيرة الأجل يقوم بصياغتها صندوق النقد الدولي و هي في مقدمة اهتماماته و تستند إجراءاتها إلى آراء المدرسة النيوكلاسيكية<sup>36</sup> من أجل الإسهام في معالجة الأختلالات الهيكلية على صعيد الاقتصاد الكلي سيما معالجة العجز في الموازنة العامة و العجز في ميزان المدفوعات و الحد من ارتفاع التضخم .بالإضافة إلى إزالة التشوهات السعرية لبعض السلع و الخدمات و تحرير أسعار الفائدة و تخفيض سعر الصرف.<sup>37</sup> لذلك تستخدم هذه البرامج السياسة المالية و النقدية من أجل تصحيح الأختلالات و تمهيداً لإعادة الاقتصاد المعني إلى وضع التوازن و لذلك يعد التثبيت الاقتصادي مرحلة مهمة إذا ما أريد لسياسة الإصلاح أن تكون ذات قواعد و أسس قوية و من ثم يصبح نقطة انطلاق لسياسة الإصلاح الاقتصادي<sup>38</sup>.

ب- **برامج التكيف الهيكلي:** و هي من أخصاص البنك الدولي للأنشاء والتعمير التي تتمثل بالأجراءات التي تهدف إلى إطلاق النمو على المدى الطويل ، من خلال إعادة هيكلية الأقتصاد باتجاه تحرير المبادلات الداخلية و الخارجية من القيود و التنظيمات المفروضة عليها ،<sup>39</sup> و من خلال هذه البرامج التي تتناول جانب العرض مستهدفة زيادة المنتج من السلع و الخدمات في الأمد الطويل حيث تهدف إلى إحداث تغيرات هيكلية في الأقتصاد عن طريق العمل بحرية التجارة و الشروع بعملية الخصخصة و تغيرات سعر الصرف باتجاه القيمة

الحقيقية وتحفيز الاستثمار الأجنبي<sup>40</sup>. ويتم تقسيم مثل هذه السياسات المتجهة نحو جانب العرض لمجموعتين:

41

7- السياسات المصممة لزيادة الناتج الجاري لتحسين الفعالية التي تستعمل فيها عناصر الإنتاج و تشمل هذه المجموعة التدابير اللازمة لتخفيض التشوّهات الناتجة عن الجمود في الأسعار و الأحتكارات و الضرائب و المساعدات و القيود التجارية .

8- السياسات التي تهدف إلى رفع نسبة نمو الناتج على المدى البعيد و تشمل الحث على الأذخار و الأستثمار الداخليين . من كل ما تقدم نستطيع القول أن برامج التثبيت الاقتصادي أو الأستقرار الاقتصادي تتضمن تغييرات مهمة و مؤثره في جانب العرض أما التكييف الهيكلي فيتضمن برامج تهدف إلى تحقيق تغييرات مهمة في جانب الطلب .

وتشير دراسات البنك الدولي إلى أن برامج التثبيت الاقتصادي تسبق في تطبيقها برامج التكييف الهيكلي أي أن سياسات جانب الطلب تسبق سياسات جانب العرض على أساس أن الأخيرة تستغرق وقتاً طويلاً حتى تظهر نتائجها ، بالإضافة إلى ذلك تهدف برامج الإصلاح الاقتصادي في المدى القصير إلى إعادة التوازن لميزان المدفوعات و ذلك من خلال الضغط على الطلب الداخلي و في المدى الطويل تهدف إلى تطوير العرض الداخلي للسلع و الخدمات و تحسين مستوى إدارة جهاز الإنتاج و الحد من هدر الموارد المتاحة و دعم القدرة التنافسية للإنتاج و لتحقيق هذه الأهداف لا بد من أن يشمل الإصلاح النظام المالي و النقدي و التجارة الخارجية سياسة الأسعار و الأجور النظام الضريبي و سياسات الاستثمار بالإضافة إلى دور الدولة في النشاط الاقتصادي<sup>42</sup>.

### ثالثاً : مبررات التحول من قطاع العام إلى القطاع الخاص من خلال الأسواق المالية

أن هذا التحويل يركز على مجموعة من أسس المبررات هي:<sup>43</sup>

#### 1- تحقيق مبدأ العدالة في التوزيع

فالعرض في البورصة عرض حر لا تميّز فيه لمكتب على آخر (في ما عدا بعض القواعد المحددة : كتفضيل صغار المكتتبين على غيرهم أو مواطني الدولة على الأجانب ، أو بيان نسب التوزيع عند حدوث فائض) وبالتالي لا تثار بشأنها أوجه النقد التي قبلت بخصوص بعض المؤسسات التي خصصت بالطرق الأخرى ، و التي تتسم بتفضيل مكتب على آخر لأعتبارات قد تكون سياسية .

#### 2- تساعد البورصة على تنمية مبدأ الإسهام الشعبية و العمالة

فنظراً للمناخ المحيط بالمؤسسة العمومية من حيث أنها تضم عدداً كبيراً من العاملين من ناحية ، و أنها تمثل ملكية الشعب من ناحية ثانية ، فإن تنمية مبدأ الإسهام الشعبية و العمالة يمثل أسترخاء للشعب و العمال معاً ، كما يمثل حماية السياسة تحويل الملكية ذاتها ، إذ أن تفكير الحكومة القادمة خاصة ذات التوجهات الاشتراكية في إدارة تأميم المؤسسات التي تم بيعها يظهر أكثر صعوبة إذ تم بيع هذه المؤسسات العمومية للشعب و العاملين فيها ، و تمثل البورصة منفذاً جيداً لتحقيق ذلك الهدف من حيث كونها طريقاً مفتوحاً لكافة طوائف المستثمرين بغير تحديد ، لذلك فهي تحقق هدف توسيع قاعدة الملكية بتكثيف الطلب المتولد عن القاعدة العريضة من المستثمرين .

#### 3- الحفاظ النسبي على قيمة الأصول

إذ يفضل العدد الكبير من المستثمرين المهتمين بالبورصة ، ويفضل تسهيل تطبيق مبدأ الإسهام الشعبية و العمالة التي تعتبر أحد خطوط الدفاع عن المؤسسات ضد إعادة تأميمها ، فإنه يتوقع حدوث إقبال على أسهم المؤسسات المراد تحويل ملكيتها هذا الإقبال ينبغي مراعاته حين تحديد سعر العرض.

## 4- تسهيل تحويل الملكية

فالبورصة نظم العديد من المتدخلين بدأ من القاعدة العريضة ، صغار المدخرين و أنتهاء بالمؤسسات الاستثمارية على أختلاف أنواعها و دون التفرقة بين رأس المال الوطني أو الأجنبي في حدود ما تسمح به القواعد من أكتتاب الأجانب و تحقيق الحد الأقصى من المدخرين التي يحتمل أن توجه للأكتتاب في الشركات ، و نظراً لشمولية و اتساع هذا الأسلوب فإنه يصلح لبيع المؤسسات العمومية ذات الحجم الكبير .

## 5- تنشيط سوق الأوراق المالية

لا شك ان اللجوء لقناة سوق الأوراق المالية لبيع المؤسسات العمومية بما يشتمل عليها من زيادة نسبة الأسهم المسجلة أو قيد أسهم جديدة لم تكن مسجلة ، يؤدي إلى التأثير على سوقي الأصدار و التداول .  
فبالنسبة لسوق الأصدار فأنها تؤثر عليها من جهتين الأولى تنشيط العرض أذ تغذي السوق بحصص ضخمة من الأسهم ترجع لضخامة رؤوس الأموال لهذه المؤسسات و الثاني تنشيط الطلب أذ أن إصدار تلك الأسهم من خلال السوق يؤدي إلى حدوث طلب إضافي من المستثمرين القدامى و وصول افواج جديدة من المستثمرين الراغبين في الأستثمار من تلك الأسهم و تنمية الطلب بهذه الصورة يرجع اساساً لما تتميز به تلك الأسهم من جاذبية خاصة بأعتبارها من الاسهم الجيدة إضافة إلى أصدارها بسعر ادنى .

## المحور الثاني

## نشأت وتطور الاسواق المالية والخصخصة مصر

## اولاً : نشأت سوق الأوراق المالية في مصر

ان نشأة سوق الاوراق المالية في مصر لم تكن دفعه واحدة بل كانت هناك عدة محاولات لإنشاء سوق لبيع وشراء الاوراق المالية في مصر فقد أنشأت أول سوق (غير رسمية) للأوراق المالية خلف (حديقة الأزكيكية) في القاهرة ، غير أن نشاطها كان ضعيفاً وغير منظم الأمر الذي أدى إلى إغلاقها ، بعدها قامت محاولات أخرى و اختير أحد الفنادق لهذا الغرض تلتها عدة محاولات كانت جميعها دون المستوى المطلوب.<sup>44</sup> لذلك تعتبر سوق المال في مصر من أقدم الاسواق المالية في الشرق الاوسط وفي العالم ، فقد أنشئت أكبر سوق للأوراق المالية في الاسكندرية عام 1883 ، كما أنشئت أكبر سوق للأوراق المالية في القاهرة عام 1890 ، وقد بلغ عدد الشركات الإسهام المسجلة بها عام 1900 نحو (230) شركة رأسمالها المدفوع حوالي (29) مليون جنية وقد تمت أول عمليات للتداول في سوق الأوراق المالية في مصر عام 1883 في بورصة الإسكندرية في عام 1890 في القاهرة ، كما صدر الأمر العالمي في 8 نوفمبر 1909 على أول لائحة للبورصات في مصر ، غير ان قيام الحرب العالمية الأولى عام 1914 أدى إلى إقفال السوق في يناير عام 1916 وأعيد فتحها ووضع لائحة جديدة لها عام 1933 و عدت تلك اللائحة عام 1940 وقد بلغ نشاط التعامل في السوق المالية المصرية ذروته في نهاية عام 1958 ، حيث بلغ التعامل اليومي حوالي (1.5) مليون جنية مصري كما بلغ عدد الشركات التي كانت مدرجة في البورصة في ذلك الوقت (925) شركة إسهام ، وفي عام 1958 بلغت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة في بورصتي القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية (66.7) مليون جنية مصري .<sup>45</sup>

وقد بدأت التطورات الفعلية في سوق الاوراق المالية في مصر بعد صدور القانون (95) لعام 1992 الخاص بسوق راس المال ، إذ أزال هذا القانون الكثير من العقبات في سوق التداول وأتاح كثير من الحريات المنظمة للتعامل في الاوراق المالية ، و أوجد للمصارف دوراً متميزاً بما يمكنها ان تؤدي دوراً فعالاً و حاسماً في تنشيط السوق وتحفيزه

و خاصةً بعد تأسيس صناديق الاستثمار التي ستدير من خلالها جزء من محفظة اوراقها المالية وكان لصدور القانون 95 لعام 1992 أثراً كبيراً في كفاءة اداء البورصة المصرية ، ولاسيما ان صدوره تزامن مع تطبيق برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية.

مما ادى إلى حالة نشاط كانت متوقعة خاصةً ان المدخرين والمستثمرين لديهم وعي استثماري حيث ظهر الإقبال على شراء أسهم الشركات المعروضة ،<sup>46</sup> كما شهد النصف الثاني من عام 1993 تكوين اتحادات للعاملين بشركات قطاع الاعمال العامة ويسمح لهم بامتلاك نسبة من أسهم الشركات المطروحة للبيع بنسبة (15%) المخصصة للعاملين<sup>47</sup> وقد شهدت بورصة مصر في عام 1997 العديد من الاجراءات لتطوير أعمال البورصة وحماية المستثمرين ومن أهمها إصدار التعليمات بشأن الأعمال المنظمة لإدارة بورصة القاهرة و الإسكندرية وشؤونها المالية ، وأستخدم نظام التداول الآلي و نشر المعلومات عن حركة التداول على نحو منتظم وعلى اساس يومي مع ربط البورصة المصرية بكبرى شركات الاتصال في العالم كما تم انضمام بورصة مصر إلى قاعدة معلومات أسواق المال العربية

وقد ساعد ذلك على تثبيت الاقتصاد المصري خلال هذه المرحلة وتخليصه من بعض الاختلالات الهيكلية كارتفاع معدلات التضخم وعجز الموازنة وعجز الحساب الجاري في ميزان المدفوعات و بالتالي خلق بيئة اقتصادية مستقرة كانت بمنزلة نقطة الانطلاق لإجراء تطوير شامل لسوق الأوراق المالية في مصر.<sup>48</sup>

### ثانياً: نشأت الخصخصة في مصر

ان عملية التحول من نظام الأقتصاد المخطط المركزي إلى أقتصاد السوق تعد عملية معقدة وتحتاج إلى جهود كبيرة الحكومات.<sup>49</sup> ألا ان الحكومة المصرية بدأت في تبني مثل هذه العمليات بالتعاون مع صندوق النقد و البنك الدوليين في عام 1990 ، وذلك لمواجهة تردي الأوضاع الاقتصادية التي شهدها الاقتصاد المصري في منتصف الثمانينات من القرن الماضي حيث بلغت المديونية الخارجية حوالي (49) مليار دولار مشكلاً ما نسبته (150%) من الناتج المحلي الاجمالي وارتفع عجز الموازنة العامة إلى اكثر من (30%) من الناتج المحلي الاجمالي ، كما ارتفع معدل التضخم إلى حوالي (20%) و انخفض مستوى الاحتياطات من العملات الاجنبية لتكفي تغطية ثلاثة أسابيع فقط من المستوردات<sup>50</sup> ، وفي نهاية الثمانينات بدت ملامح الضعف على معدلات النمو الاقتصادي المصري و بالتحديد في عام 1987.

أذ توقفت مصر عن دفع ديونها الخارجية ودخلت مع البنك الدولي برنامج تثبيت مدته 18 شهر و اعقبه جدولة ديونها و لم يحقق ذلك نتائج ايجابية ، وتوقفت مصر مرة ثانية عن سداد ديونها في عام 1991 مما ادى إلى دخولها في اتفاقية مع البنك الدولي مدتها ثلاث سنوات تمر بمرحلتين مرحلة سياسات التثبيت والأخرى برنامج سياسات التكييف الهيكلي والذي يهدف إلى تحول الاقتصاد المصري من اقتصاد شبة مركزي إلى اقتصاد قائم على اليات السوق<sup>51</sup>، وكان لتلك الاختلالات في الاقتصاد الكلي المصري اثار سيئة على الحياة الاقتصادية والاجتماعية ، أذ عرض تراكم الديون الخارجية مصداقيتها إلى الخطر ، ولغرض معالجة تلك المشاكل والاختلالات لجأت إلى صندوق النقد والبنك الدوليين عام 1991 وذلك من خلال تطبيقها لسياسات الاصلاح الاقتصادي وتحديد الخصخصة على امل ايجاد حلول لمعالجة ما تعانيه من مشاكل اقتصادية وذلك عن طريق هيكلة اقتصادها من الاساس بغية جعله يلائم نظام السوق الحرة المفتوحة للتنافس<sup>52</sup>. ويتمثل الهدف الرئيسي لبرنامج الخصخصة المصري في رفع كفاءة المشروعات المملوكة للدولة تخضع لقانون (203) لعام 1992 و تحويلها إلى كيانات اقتصادية رابحة و مستدامة النمو ونقل ملكيتها إلى القطاع الخاص<sup>53</sup>. كما ويعطي برنامج الخصخصة المصري

الأولوية لمؤسسات القطاع العام الصغيرة التي تحقق ربحاً ويقل فيها او ينعدم فائض القوى العاملة لتعجيل الخصخصة .

اذ ان هذه الشركات تستطيع اجتذاب الاستثمار الخاص وكذلك تقليل معارضة الجمهور للبرنامج بسبب محدودية تأثيره في القوى العاملة وتستند الخصخصة إلى السوق فهي تنفذ على نحو رئيسي من خلال سوق الأسهم ، وينطوي برنامج الخصخصة على عنصر اجتماعي غايته التقليل من تأثير السلبي في الاجل القصير ولا سيما على قطاعات السكان الفقيرة .ولذلك انشأت الحكومة في عام 1991 الصندوق الاجتماعي للتنمية لمساعدة الخريجين الجدد و العاطلين عن العمل بأنشاء مشاريع صغيرة ، وقد حشد هذا الصندوق منذ انشائه حوالي (5.2) مليون جنية مصري ، وفتح (33000) فرصة عمل إما الاهداف الفرعية لبرنامج الخصخصة فتتمثل في توسيع قاعدة الملكية بين المواطنين و زيادة حصص القطاع الخاص المؤهل وتشجيعه ودعمه من اجل تعظيم دورة في الاستثمار، وإصلاح اوضاع الشركات الخاسرة وتحويلها إلى كيانات رابحة ، إتاحة الفرصة للاتصال بالأسواق الخارجية والحصول على التكنولوجيا المتقدمة وجذب رؤوس الأموال للاستثمار ،تطوير وتحسين كفاءة الادارة للشركات التي لا تخضع حالياً للخصخصة وتحويلها إلى كيانات عالية الكفاءة لتستمر في اداء دورها الاجتماعي في مساندة الفئات محدودة الدخل التي تمثل ما نسبته (98%) من الشعب المصري ، تنشيط سوق المال كآلية لتوسيع قاعدة الملكية .

تشجيع الاستثمارات الخاصة المحلية والأجنبية على حد سواء لغرض الإسهام في ايجاد كيانات قوية <sup>54</sup>. هذا وقد تم في أ شباط عام 1993 إعادة تنظيم شركات القطاع العام البالغ عددها (314) شركة ، وأعيد إدراج الشركات التابعة تحت مظلة (17) شركة قابضة بدلاً من (27) شركة ونقرر تحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص بصورة جزئية او كلية .<sup>55</sup> وقد ركز برنامج الخصخصة منذ بدايته على طرح الشركات الربحية التي تحقق خسائر لاحقاً و تعتمد الحكومة إلى تجنب المغالاة في تسعير شركات القطاع العام و أصولها في المستقبل <sup>56</sup> بالإضافة إلى ذلك فان عدد الشركات التي تم خصصتها كلياً وجزئياً حتى عام 2013 (244) شركة وعدد الشركات التي تم بيع أكثر من (15%) من اسهمها (144) شركة ، اما نسبة الشركات التي تم خصصتها إلى اجمالي الشركات منذ بداية برنامج الخصخصة فبلغت (54%) في نفس العام.<sup>57</sup>

### المحور الثالث

#### قياس و تحليل العلاقة بين مؤشرات الاسواق المالية والخصخصة باستخدام النموذج القياسي

##### أولاً : توصيف متغيرات الانموذج

الأسواق المالية أحد الأدوات التي تؤثر على الخصخصة وسيتم الاستعانة بالأساليب القياسية لبيان دور واثـر الأسواق المالية على متغيرات الخصخصة أي(التحول من القطاع العام إلى الخاص) في مصر للمدة من (2000-2015) والاستفادة من تجربة هذه البلدان في العراق وذلك من خلال تحليل السلاسل الزمنية باستخدام اختبارات الاستقرارية و الأنموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) ،، ونموذج كرا نجر للسببية . و يمكن توصيف هذه المتغيرات المستخدمة في الدراسة المتغيرات التابعة الرئيسية هي { حجم تكوين رأس المال الثابت في القطاع الخاص (KS) ، القيمة المضافة في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص (V) ،الاجور والرواتب في الصناعات التحويلية للقطاع الخاص (W) } أما المتغيرات المستقلة هي {القيمة السوقية في الأسواق المالية (M) ، حجم التداول في الأسواق المالية (T) ، معدل دوران السهم (%) في الأسواق المالية (R) }.

## 1- اختبار استقرارية Stationarity المتغيرات

يعد شرط الأستقرار أساساً في دراسة وتحليل السلاسل الزمنية ، وإذا لم تكن السلاسل الزمنية مستقرة فإنه لن يتم الحصول على نتائج سليمة ومنطقيه وتعد السلسلة غير مستقرة اذا تحققت الشروط الآتية ( ثبات متوسط القيم عبر الزمن ، ثبات التباين عبر الزمن ، عدم وجود ارتباط ذاتي للقيم الزمنية المتتابعة للظاهره)<sup>58</sup> في حين الشروط الواجب توفرها في السلاسل الزمنية المستقرة هي ( ثبات متوسط القيم عبر الزمن ، ثبات التباين عبر الزمن أن يكون التباين المشترك (Covariance) بين أي قيمتين للمتغير نفسه معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التباين المشترك).<sup>59</sup> وهناك العديد من اختبارات تستخدم للكشف عن درجة تكامل السلسلة الزمنية ومدى استقراريته ومن أكثرها شيوعاً سيتم استخدامها في التحليل هو اختبار جذر الوحدة حيث يستخدم هذا الاختبار من اجل تجنب ظهور مشكلة الانحدار الزائف (Regression Spurious) والنتائج المظلمة ، ويوجد هناك عدد من الاختبارات التي يمكن استخدامها للتأكد من وجود او عدم وجود جذر الوحدة (The Unit Root Test) يمكن بواسطتها التعرف على استقرارية السلاسل الزمنية ودرجة تكاملها ومن هذه الاختبارات اختبار ديكي - فولر وهو اختبار يعود إلى ديفيد ديكي ووليام فولر وهو أفضل الاختبارات لمعرفة استقرارية السلاسل الزمنية ، وهو على نوعين :<sup>60</sup>

## أ- اختبار ديكي - فوللر (Dickey and Fuller) البسيط (D.F).

ويعتمد اختبار (D.F) البسيط على ثلاث معادلات بسيطة تفترض وجود سياق عشوائي من نمط انحدار ذاتي

من المرتبة (1) حسب المعادلات الآتية :-

$$\Delta X_t = \alpha_1 X_{t-1} + e_t \dots\dots\dots (1)$$

$$\Delta X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + e_t \dots\dots\dots (2)$$

$$\Delta X_t = \alpha_0 + \alpha_1 X_{t-1} + B_t + e_t \dots\dots\dots (3)$$

حيث ان :-

$$\Delta : \text{معامل الفروق الأولى ، أي } X_t - X_{t-1}$$

$e_t$  : الخطأ العشوائي .

## ب- اختبار ديكي - فوللر الموسع (ADF)

وهو الاختبار الذي طور ليشمل الانحدار الذاتي أكبر من (1) وهو المعتمد في تحليلنا لكونه أفضل الاختبارات

ويمكن إيجاده حسب الصيغة الآتية :-

من دون قاطع واتجاه عام .

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j+1} + U_t \dots\dots\dots (4)$$

بوجود قاطع فقط .

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j+1} + C + U_t \dots\dots\dots (5)$$

بوجود قاطع واتجاه عام .

$$\Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta Y_{t-j+1} + C + bt + U_t \dots\dots\dots (6)$$

وبعد إجراء اختبار (ADF) سنختبر الفرضيتين:

$$I_0: \lambda = 0$$

الأولى فرضية العدم

$$I_1: \lambda > 0$$

الثانية الفرضية البديلة

فإذا كانت قيمة  $t$  المحسوبة < من قيمتها الجدولية ، يمكن ان نرفض فرضية العدم ونقبل الفرض البديل وبالتالي تكون السلسلة خالية من جذر الوحدة و تكون مستقرة او ساكنة ، أما إذا كانت قيمة  $(t)$  المحسوبة > الجدولية نقبل فرضية العدم والسلسلة تكون غير مستقرة او غير ساكنة ، وسنقوم بأخذ الفروق الأولى فإذا حققت السلسلة الاستقرار فإن المتغير يعد متكاملًا من الدرجة الأولى ، أما إذا كانت غير مستقرة فيتم اخذ الفروق الثاني وهكذا حتى تستقر السلسلة.<sup>61</sup>

## 2- اختبار الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)

يعد انموذج (ARDL) احد اساليب النمذجة الديناميكية للتكامل المشترك التي شاع استعمالها في الاعوام الاخيرة اذ يقدم هذا الانموذج طريقة لإدخال المتغيرات المتباطئة زمنياً كمتغيرات مستقلة في الانموذج ، إذ طبق هذا الانموذج من لدن محمد هاشمي بيساران وشين (Pesaran and Shin 1999) وتم تطويره من لدن بيساران وآخرون في عام 2001 ومن مميزات هذا الانموذج انه لا يشترط ان تكون المتغيرات الداخلة في الانموذج متكاملة من الرتبة نفسها اذ يمكن استعماله اذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة صفر  $I(0)$  او متكاملة من الدرجة واحد  $I(1)$  او مزيج من كليهما على خلاف منهج التكامل المشترك لجوهانسن.

وكذلك يقدم هذا الانموذج مقدرات كفاءة وغير متحيزة لان الانموذج يكون خالياً من الارتباط الذاتي يستخدم هذا الانموذج حتى في العينات الصغيرة ، كذلك يقدم هذا الانموذج تحليلاً اقتصادياً للأجل القصير والطويل وفق انموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (Unrestricted Error Correction Model) (UECM) ويتم اختبار وجود علاقة طويلة الاجل فيما بين المتغيرات وفق منهج اختبار الحدود (Bound Tast Approach) عن طريق مقارنة قيمة اختبار  $F$ - Stat مع القيم الجدولية الخاصة المقدمة من لدن (Narayan 2005)، فإذا كانت قيمة  $F$ - Stat المحتسبة اكبر من الحد الاعلى للقيمة الحرجة فهنا يتم رفض فرضية العدم  $(H_0: b=0)$  وقبول الفرضية البديلة  $(H_1: b \neq 0)$  اي وجود علاقة تكامل طويلة الاجل بين المتغيرات ، اما اذا كانت القيمة المحتسبة تقع بين الحدود العليا والدنيا فالنتيجة تكون غير حاسمة، اما اذا كانت أقل من الحد الأدنى فهذا يعني عدم وجود علاقة طويلة الاجل.<sup>62</sup>

## 2- اختبار السببية (Causality Test)

أدخل Granger مفهوم السببية في الاقتصاد القياسي عام 1969<sup>63</sup>؛ لذا يستخدم نموذج كرانجر في اغلب دراسات السلاسل الزمنية ويطلق على العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية على ان التغير في القيمة الحالية والماضية لمتغير ما يسبب تغير في متغير آخر<sup>64</sup>. وطبقاً لمفهوم كرانجر ان المتغير  $(X)$  بسبب المتغير  $(Y)$  أذ كانت التغيرات السابقة في المتغير  $(X)$  بجانب التغيرات السابقة في المتغير  $(Y)$  نفسه ، تساعد في تفسير التغيرات الحالية في المتغير  $(Y)$  و لمعرفة ما اذا كان المتغير  $(Y)$  بسبب التغير في  $(X)$  يعاد استخدام الاختبار مع جعل المتغير  $(X)$  متغير تابعاً.<sup>65</sup> مما يعني وجود هنالك أربعة احتمالات لاتجاهات السببية هي :<sup>66</sup>

- المتغير  $X$  يسبب في  $Y$  والمتغير  $Y$  لا يسبب في  $X$ .
- ان المتغير  $X$  يسبب في  $Y$  و المتغير  $Y$  يسبب في  $X$ .
- المتغير  $X$  لا يسبب في  $Y$  والمتغير  $Y$  لا يسبب في  $X$ .
- المتغير  $X$  لا يسبب في  $Y$  والمتغير  $Y$  يسبب في  $X$ .

ويتم إجراء اختبار السببية لكرانجر من خلال علاقتين هما :

$$X_t = \sum_{i=1}^m a_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^n b_j Y_{t-j} + U_t$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^r c_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^s d_j X_{t-j} + V_t$$

ويتم تقدير المعادلتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) ويتطلب اختبار السببية من خلال اجراء

المتغير	المستوى			الفرق الاول		
	قاطع واتجاه عام	قاطع فقط	بدون قاطع واتجاه عام	قاطع واتجاه عام	قاطع فقط	بدون قاطع واتجاه عام
KS	-2.802715	0.371066	2.584744	-2.798520	-2.820120**	-1.755298*
M	-1.613893	-1.798843	-0.208626	-4.134836*	-4.077409*	-4.097847*
R	-1.926776	-1.971468	-1.467192	-3.589789**	-3.706746*	-3.856934*
T	-1.468148	-1.578532	-1.206478	-2.925006	-2.958016**	-3.078150*
V	-3.880656*	-0.502173	1.859994*			
W	-0.328611	1.885601	5.229603	-3.513054**	-3.139801*	-0.874136
1%	-4.800080	-3.959148	-2.728252	-4.800080	-4.004425	-2.740613
5%	-3.791172	-3.081002	-1.966270	-3.791172	-3.098896	-1.968430
10%	-3.342253	-2.681330	-1.605026	-3.342253	-2.690439	-1.604392

اختبار (F) للتعرف على معنوية معاملات القيم الحالية والسابقة، فإذا كانت (F) المحسوبة اقل من قيمة (F) الحرجة فيتم قبول فرضية العدم أي بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرين ، اما اذا كانت قيمة (F) المحسوبة اكبر من قيمة (F) الحرجة فيتم رفض فرضية العدم وقبول الفرض البديل بوجود علاقة سببية بين المتغيرين.<sup>67</sup>

## ثانياً: عرض وتحليل نتائج النموذج القياسي

تم استخدام البرنامج الإحصائي EViews 9 لتحليل المتغيرات الداخلة في الدراسة التي تضمنت {القيمة السوقية في الأسواق المالية (M)، حجم التداول في الأسواق المالية (T)، معدل دوران السهم (%) في الأسواق

المالية (R) ، حجم تكوين رأس المال الثابت في القطاع الخاص (KS)، القيمة المضافة في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص (V)، الاجور والرواتب في الصناعات التحويلية للقطاع الخاص (W)}.

### 1- اختبار استقرارية Stationarity المتغيرات

تم اجراء اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبار جذر الوحدة لديكي فولر الموسع (ADF) وبعد اجراء اختبار جذر الوحدة (ADF) الموسع حصلنا على النتائج الموضحة في الجدول (1).

#### الجدول (1): اختبار ديكي فولر الموسع لجذر الوحدة للمتغيرات الداخلية في الدراسة (مصر)

المصدر: الجدول من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج البرنامج الاحصائي .

\* تعني معنوي عند مستوى (5%) ، \*\* تعني معنوي عند مستوى (10%).

من الجدول أعلى نلاحظ ان جميع المتغيرات عدى (v) كانت غير مستقرة عند المستوى ، في حين كان (v) مستقر عند المستوى سواء بوجود قاطع او قاطع واتجاه عام بمستوى معنوية (5%) وسيكون متكامل من الدرجة (0) ثم اخذ الفرق الاول لبقية المتغيرات وقد استقر عند المستوى المعنوية (5%) و(10%) سواء بوجود قاطع او قاطع واتجاه عام وستكون هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة (1) اي خلوها من الانحدار الزائف .

2- تقدير الدالة باستعمال اختبار الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) الخطوة بعد اختبار استقرارية المتغيرات هي تقدير انموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL لدالة تكوين رأس المال الثابت في القطاع الخاص (KS) وبفترات ابطاء (2) وبعد اجراء عملية تقدير الانموذج حصلنا على النتائج الموضحة بالجدول (2)

جدول (2) نتائج انموذج ARDL لدالة تكوين رأس المال الثابت في القطاع الخاص

المتغير	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
_KS_(-1)	0.375199	0.034034	11.02438	0.0004
T	-0.154861	0.036650	-4.225355	0.0134
T(-1)	-0.098854	0.034022	-2.905617	0.0439
T(-2)	-0.143679	0.008270	-17.37369	0.0001
_M_	-0.058674	0.011612	-5.052856	0.0072
_M_(-1)	0.251858	0.015258	16.50692	0.0001
_M_(-2)	0.147204	0.010660	13.80871	0.0002
_R_	-0.131688	0.164829	-0.798939	0.4691
_R_(-1)	0.595048	0.170481	3.490410	0.0251
C	-16.32956	5.715754	-2.856939	0.0461
R-squared	0.999699	Adjusted R-squared	0.999022	
F-statistic	1476.243	Durbin-Watson stat	2.561040	

المصدر من اعداد الباحثه بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 Eviews.

نلاحظ من الجدول المذكور انفا الذي يوضح نتائج تقدير انموذج ARDL اذ كانت القدرة التفسيرية للانموذج المقدر ( $R^2=0.9996$ ) وكانت قيمة Adjusted R-squared (0.9990) اي ان المتغيرات المستقلة الداخلة في الانموذج المقدر تفسر 99% من التغيرات في المتغير التابع، وكذلك الانموذج معنوي اذ كانت قيمة F المحتسبة كبيرة (1476.243) وهي معنوية عند مستوى 5% اي ان الانموذج المقدر معنوي اي نرفض فرضية العدم ( $H_0: b=0$ ) ونقبل الفرضية البديلة ( $H_1: b \neq 0$ )

### 3- اختبار السببية لكرانجر (Granger Causality Test)

لأغراض تحليل ومعرفة مدى تأثير متغيرات الأسواق المالية على متغيرات القطاع الخاص تم استخدام اختبار السببية لكرانجر لبيان مدى وجود تأثير متبادل بين متغيرات الدراسة حيث كانت نتائج الاختبار كما في الجدول (3)

الجدول (3) اختبار السببية لكرانجر (مصر)

العلاقة	F. Statistic	F. Probability
M → KS	8.41852	0.0133
KS → M	0.05186	0.8237
R → KS	0.18596	0.6739
KS → R	0.08959	0.7698
T → KS	0.09285	0.0458
T KS →	0.29937	0.5943
KS → V	0.35781	0.0108
V → KS	0.74696	0.0044
W → KS	2.42176	0.0456
KS → W	1.19876	0.2951
R → M	0.18631	0.0237
M → R	3.35112	0.0021
T → M	0.17539	0.0028
T M →	2.51669	0.0386
V → M	0.21291	0.6527
→ V M	1.83367	0.2006
→ M W	0.08776	0.7721
M → W	0.43426	0.5223
T → R	4.22472	0.0423
R → T	2.72139	0.0249
→ R V	0.01689	0.8988
V R →	1.47385	0.2481
→ R W	0.25821	0.6206
W R →	1.08057	0.3191
T V →	0.01300	0.9111
V T →	0.21266	0.6529
T W →	0.20702	0.6572
W T →	0.93927	0.3516
→ V W	0.94882	0.0392
→ W V	1.99212	0.1835

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي.

- من خلال تحليل نتائج اختبار السببية يمكن توضيح اهم العلاقات و كالاتي :-
- وجود علاقة سببيه ذات تأثير باتجاه واحد من القيمة السوقية M إلى حجم تكوين راس المال الثابت في القطاع الخاص KS مع عدم وجود تأثير بالاتجاه المعاكس.
- عدم وجود سببية بين نسبة الدوران R وحجم تكوين راس المال الثابت في القطاع الخاص KS.

- وجود علاقة سببية باتجاه واحد من حجم التداول  $T$  إلى حجم تكوين راس المال الثابت في القطاع الخاص  $KS$  مع عدم وجود تأثير بالاتجاه المعاكس.
- عدم وجود علاقة سببية متبادل بين القيمة السوقية  $M$  من جهة وكل من  $V$  القيمة المضافة في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص والأجور والرواتب في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص  $W$ .
- عدم وجود علاقة سببية بين نسبة دوران الأسهم  $R$  من جهة وبين القيمة المضافة في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص  $V$  والأجور والرواتب في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص  $W$  من جهة أخرى .
- عدم وجود علاقة سببية بين حجم التداول  $T$  من جهة وبين كل من القيمة المضافة في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص  $V$  والأجور و الرواتب في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص  $W$  من جهة أخرى.
- وجود علاقة سببية ذات تأثير متبادلة بين كل متغيرات السوق المالية الثلاثة  $T, R, M$  .
- وجود علاقة سببية ذات تأثير مباشر بين حجم تكوين راس المال الثابت في القطاع الخاص  $KS$  و الأجور والرواتب في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص  $W$ .

و يلاحظ مما سبق ومن خلال ما جاء بعرض وتحليل نتائج النموذج القياسي ان الأسواق المالية لها تأثير فعال على بعض متغيرات الخصخصة باعتبار ان السوق المالي في مصر هو أكثر الأسواق المالية تطوراً على مستوى الدول العربية ويعد من الاسواق المالية الناشئة على مستوى العالم وذلك ان مصر قطعت أشواطاً متقدمة في عملية التحول من القطاع العام إلى القطاع الخاص (الخصخصة) وقد عملت هذه الشركات المخصصة على الانخراط في سوق الأوراق المالية من أجل تعميق وزيادة حركة التداول وتوسيع حجم النشاط الاقتصادي وزيادة الكفاءة.

### الاستنتاجات

- 1- ان الأهتمام المتزايد والموجه نحو الأسواق المالية في معظم دول العالم منبثقاً من دورها في زيادة تعبئة المدخرات والاستثمارات المحلية و الدولية وتوفير التمويل طويل الأجل ، الذي يساهم بشكل كبير في دعم برنامج الخصخصة لتتم بسلاسة وشفافية ، فالسوق المالية أداة متعددة الجوانب يمكنها ان تؤثر وتتأثر بما يجري بها في الوقت ذاته .
- 2- تعد الخصخصة إحدى المحاور الرئيسة للتكليف الهيكلي للاقتصاد وهي لم تكن مجرد بيع مؤسسات القطاع العام فقط وإنما دعم القطاع الخاص ليحل محل الحكومة في إدارة النشاط الاقتصادي وإحلال قوى السوق بدلا من القرارات الاداري و من ثم علاج ضعف الكفاءة الاقتصادية التي نجمت عن الملكية العامة و زيادة كفاءة تخصيص الموارد.
- 3- ان الخصخصة لا تعني مجرد بيع مؤسسات القطاع العام و انما يعني إحلال قوى السوق بدلا من القرار الاداري الامر الذي يترتب عنه تحقيق الكفاءة الاقتصادية والتخصص الامثل للموارد. كما إن التوسع في برنامج الخصخصة يتطلب وجود قطاع خاص قادر على تحمل المسؤولية في قيادة الاقتصاد المحلي وإدارته بما يضمن تحقيق الأهداف المتوخاة من الخصخصة ، وبالتالي فان اي برنامج للخصخصة يتطلب مراعاة معطياته الماضية والحالية استعدادا لحصد النتائج في المستقبل.
- 4- بينت نتائج اختبار الاستقرارية احتواء السلاسل الزمنية لمتغيرات سوق الاوراق المالية و متغيرات الخصخصة المتمثلة بمؤشرات القطاع الخاص في مصر على جذر الوحدة، كانت جميع المتغيرات غير مستقره عند المستوى ماعدى مؤشر القيمة المضافة استقر عند المستوى سواء بوجود قاطع او قاطع و اتجاه عام بمستوى معنوية (5%) وسيكون متكامل من الدرجه (0) ثم اخذ الفرق الاول لبقية المتغيرات وقد استقر عند المستوى المعنوية (5%)

( و(10%) سواء بوجود قطاع او قطاع واتجاه عام طبقا لاختبار ديكي- فولر الموسع مما يعني ستكون هذه المتغيرات متكاملة من الدرجة (1) اي خلوها من الانحدار الزائف .

5- افصح اختبار الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لدالة تكوين رأس المال الثابت في القطاع الخاص المقدر الى وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة فضلا عن العلاقة قصيرة الاجل.

6- بناء على نتائج اختبار السببية يتضح ان هناك علاقة سببية احادية الاتجاه بين بعض متغيرات الدراسة (القيمة السوقية وحجم التداول و معدل الدوران وحجم تكوين رأس المال الثابت في القطاع الخاص و والقيمة المضافة في الصناعات التحويلية في القطاع الخاص و الاجور والرواتب في نفس القطاع ) في مصر ، هذا يعني ان مؤشرات سوق الاوراق المالية تؤثر بمؤشرات القطاع الخاص وبالتالي من الممكن اعتبار الاسواق المالية اداة إسهام في تفعيل عملية الخصخصة.

### التوصيات

من خلال الاستنتاجات التي تقدمت يمكن وضع عدد من التوصايا المهمة التي تعود بفائدة على اقتصاد بلدنا العراق على اعتبار ان عملية الخصخصة في العراق اصبحت أمر لا بد منه إذ أنها وردت ضمن شروط الاتفاقيات التي وقعتها الدولة مع صندوق النقد والبنك الدوليين وإمكانية الاستفادة من إتباع هذه السياسة لرفد العراق برؤوس الأموال المهمة لدفع عملية الأعمار والبناء باتجاه الإمام بأساليب وطرق تؤدي إلى نجاح عملية الخصخصة وأهم هذه التوصايا هي :

1- ان قيام سوق مالية كفوءة يتطلب نهج فكري اقتصادي وتحديد اطار عمل لتلك السوق العمل من خلال منهج موضوعي لوظائف السوق بالشكل الذي يحقق اهداف اقتصادية تسهم في تنمية الاقتصاد ورفع معدلات النمو الاقتصادي ، فضلا عن ترسيخ المفهوم الواسع للسوق الذي يؤكد دوره الاقتصادي واسهامه في زيادة الناتج وتحسين مؤشرات الاقتصاد الكلي عبر أدائه الاقتصادي.

2- ضرورة ان تتميز الخصخصة بالشفافية بعيداً عن الغموض والتضليل ، وهذا قد يكون من الصعوبة تحقيقه إلا في حالة وجود سوق مالية تُعرف بنشاط متطور نسبياً يمتص الأصول المتداولة للمؤسسات العامة المراد خصصتها هذا إلى جانب إشاعة الملكية و تهيئة الرأي العام العراقي يعُد شرطاً مهماً نحو دفع المجتمع لتبني عملية الخصخصة.

3- ضرورة بناء منظومة متكاملة من الاطر القانونية والتشريعات لحماية حقوق المستثمرين فهناك ممارسات شاذة قد تعيق عمل هؤلاء المستثمرين كالاختكار والمضاربات غير المشروعه .

4- هنالك حاجة ماسة نحو دفع الخصخصة في حالة لو طبقت في العراق إلى ضرورة تنفيذها او تنفيذ الجزء الأكبر منها عبر الاسواق المالية لأنه تؤدي إلى توسيع عمل السوق عبر طرح المؤسسات العامة وتحويلها إلى أسهم متداولة يمكن للجميع المشاركة في ملكية هذه الأسهم ومن ثم فإن طرح هذه المؤسسات وتحويل ملكيتها إلى القطاع الخاص يسهم في تحقيق غايات عدة من أبرزها تعزيز السوق المالية ورفد السوق بألية تعمل على توسيعه وزيادة كفاءته من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة وتنوعها وفي الجانب الآخر النهوض بواقع هذه الشركات فضلاً عن تنوع بنية السوق وتعظيم الأهمية النسبية للقطاعات الصناعية ذات الميزة التنافسية وعدم الاقتصار على القطاعات الخدمية الذي تسود السوق ، بالإضافة إلى ذلك فإن زيادة نصيب القطاع الصناعي وتوفير الأموال اللازمة لانطلاقته سوف يعمل خلال المديتين المتوسط والطويل على تعزيز وتطوير عمل السوق المالية بزيادة رسمته على اعتبار ان الشركات الصناعية ذات كثافة رأسمالية عالية .

- 5- ضرورة التوجه نحو تطوير شبكة الاتصالات والمعلوماتية وتوسيعها داخل الأسواق المالية وبخاصة الاسواق الناشئة ، لأنها تعد العمود الفقري في خلق سوق مالية ناجحة ومستقرة.
- 6- من الممكن ان تكون النتائج التي توصل اليها البحث موضع اهتمام القائمين على شؤون سوق العراق المالي وذلك من اجل دعم الجوانب المرتبطة بكفاءة السوق ورفع مستوى الافصاح المالي ، وزيادة شفافية البيانات المالية الخاصة باداء الجهات المصدرة للأوراق المالية ، وبننتيجة زيادة جاذبية الاستثمار في السوق المالية العراقية في المستقبل وهذا يساهم في تعزيز عملية الخصخصة.

## مؤشرات الاسواق المالية المخصصة في مصر للمدة (2000-2015) مليار جنية

السنوات	القيمة السوقية (M)	حجم التداول (T)	نسبة معدل دوران (%) (R)	حجم تكوين رأس المال الثابت في القطاع الخاص (KS)	الأجور والرواتب الصناعات التحويلية في القطاع الخاص (W)	القيمة المضافة للصناعات التحويلية في القطاع الخاص (V)
2000	119.8	41.744	34.84	30.86	1.831	54.9
2001	111.3	24.658	22.15	32.23	1.679	60.6
2002	122.388	25.806	21.09	31.85	10.023	65.7
2003	171.922	26.36652	15.62	33.65	10.290	91.4
2004	233.887	42.33410	18.10	37.10	11.267	106.4
2005	456.278	57.877	12.68	46.42	12.313	135.2
2006	533.986	280.788	52.58	66.33	14.482	144.4
2007	768.276	363.355	47.29	97.30	16.389	159.1
2008	473.738	476.653	100.61	129.08	19.063	216.8
2009	499.613	449.457	89.96	113.99	21.149	168.8
2010	488.209	27.442	5.62	129.74	23.463	204.1
2011	293.615	28.023	9.54	141.68	27.823	264.1
2012	375.822	39.837	10.59	153.52	33.476	290.1
2013	426.810	37.951	8.89	145.71	41.395	282.6
2014	500.021	64.089	12.81	154.62	48.187	295.4
2015	429.808	53.260	12.39	190.95	52.093	303.5

## المصدر:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي، لسنوات (2000-2016)، ابو ضبي، صفحات متفرقة .
- صندوق النقد العربي، قاعدة البيانات الاقتصادية الإحصائية، ابو ضبي، لسنوات مختلفة، صفحات متفرقة .
- تم احتساب نسبة معدل الدوران (%) من قبل الباحثه بموجب المعادلة الآتية: أجمالي حجم التداول / أجمالي القيمة السوقية\*100
- البنك الدولي [www.albankaldawli.org](http://www.albankaldawli.org) .
- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، تقارير الإحصاءات الصناعية، لملاعوام (2000-2002)، صفحات متفرقة .
- الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء المصري، لملاعوام (2002-2016) . <http://www.capmas.gov.eg> .

## قائمة المصادر

- 1- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية الفرص والمخاطر، ط1، الميزان للطباعة والنشر، النجف الاشرف، 2013، ص61.
- 2- شقير نوري موسى وآخرون ، المؤسسات المالية : المحلية والدولية ، ط1، دار المسيرة ، عمان ، 2009، ص27.
- 3- Fredric s . Mishkin ,The Economic Of Money –Banking And Financial Market ,6<sup>th</sup> Edition, Addison- wesley ,Use, 2001,P 3.
- 4- قيصر عبد الكريم الهيتي ، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات) ، ط1، دار رسلان ، سوريا ، 2006، ص 203.
- 5- Peter Howells &Keith Bain ,economics of money ,banking and finance ,Addison Wesley long men, 1998, p19.
- 6- Peter S. Rose &Melon H. Marquis, Money and Capital Markets, 10th ed, McGraw–Hill, New York, 2008, p12.
- 7- للمزيد ينظر:-
- ماهر كنج شكري ومروان عوض ، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق) ، ط 1 ، دار الحامد للنشر ، عمان ، 2004 ، ص 71-75 .
- Anthony Saunders & Marcia Millon Cornett , Financial Markets And Institutions, 4<sup>th</sup> Edition , Published by Mc crow- Hill , Usa ,2001 , P130.
- شقيري نوري موسى و آخرون ، المؤسسات المالية : المحلية والدولية ، ط1، دار المسيرة ، عمان ، 2009، ص 33-38 .
- 8- دريد كامل ال شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، ط1 ، دار المسيره ، عمان ، 2012 ، ص 49.
- 9- عبد المنعم السيد علي و نزار سعدي الدين ، النقود والمصارف والأسواق المالية ، دار الحامد ، عمان ، 2003 ، ص 113
- 10- أيهاب الدسوقي ، النقود والبنوك والبورصة ، ط 2، دار النهضة العربية، القاهرة ، 2010 ، ص 174-175.
- 11- جميل سالم الزيدانين ، أساسيات في الجهاز المالي - المنظور العملي - ، ط 1، دار وائل ، عمان ، 1999، ص 223.
- 12- كنجو كنجو ، وآخرون ، الاسواق المالية ، منشورات جامعة حلب ، سوريا ، 2005، ص 100 .
- 13- Hannsjoerg Albrecher And Others , Introduction To Quantitative Methods For Financial Market, Springer Basel , New York ,2013, P19.
- 14- Anthony Saunders And Marcia Millon Cornett , Financial institutions Management – Arisk Management Approah , published by Mcgraw – Hill , New York , 2008 , P 728 .
- 15- عاطف وليم اندراوس ، الأسواق المالية ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالية ومتطلبات تطويرها، ط1، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2008، ص79-80.

- 16- منير أبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف للنشر، الاسكندرية، 1999 ، ص59.
- 17- عاطف وليم أندراوس ، مصدر سبق ذكره ، ص 80.
- 18- Jeff Madar , Financial Markets And Institutions, 3<sup>rd</sup> ed, west publishing , 1995, p312.
- 19- Srivastava ,Rajiv&Misra ,Anil ,financial management , new York ,oxford,2009,693.
- 20- أبيهاب الدسوقي ، مصدر سبق ذكره ، ص 185.
- 21- Jaksacvitanic And Fernan Dozapatero ,Economics And Mathematics Of Financial Markets ,America , 2004, p18.
- 22- ماهر كنج ومروان عوض ، مصدر سبق ذكره، ص 353.
- 23- عبد الجبار العبيدي و عامر سامي منير ، أطروحة التخصص و اتجاهاتها في العراق بعد عام 2003 ، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية ، ( المجلد 21 : العدد 84 ) ، 2015 ، ص 314 .
- 24- أحمد السيد النجار و آخرون ، التخصص و تحديات التنمية المستدامة في الأقطار العربية ، ط 1 ، مركز دراسات الوحدة العربية ، 2010 ، ص 23 .
- 25- Benjamin L. Varner, Government privatization History. Examples and, issues , Commission on Government Forecasting and Accountability Stratton office Building Springfield October2006 ,p1.
- 26- رعد زكي قاسم السعدي ، تأثير التخصص و الاستثمار الأجنبي المباشر في التغيرات الهيكلية القطاعية الاقتصادية المصري و المغربي للمدة 1985 - 2003 ، رسالة ماجستير في الاقتصاد مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة و الاقتصاد ، جامعة المستنصرية ، بغداد ، 2007 ، ص 27 .
- 27- شهاب حمد شيحان ، إشكالية التخصص و انعكاساتها في رفع كفاءة الاداء الاقتصادي ( دراسة تحليلية تطبيقية ) ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والأدارية ، ( المجلد 0 : العدد 2 ) ، 2008 ، ص 2 .
- 28- خالد طه عبد الكريم ، رؤية اقتصادية في موضوع التخصص ، مجلة ديالى للبحوث الإنسانية ، جامعة ديالى ، ( المجلد 0 : العدد 43 ) ، 2010 ، ص 158 .
- 29- فالح ابو عامرية ، التخصص وتأثيراتها الاقتصادية ، ط 1، دار اسامة ، عمان ، 2008 ، ص 18 .
- 30- سوسن احمد سعيد ، إمكانية الاختيار الامثل لطريقة تقييم الموجودات الثابتة للشركة العامة للمشروبات الغازية للمنطقة الشمالية في حالة تخصصتها ، مجلة تنمية الراقدين ، جامعة الموصل ، ( المجلد 31 : العدد 96 ) ، 2009 ، ص 27 .
- 31- صلاح عباس، التخصص المصطلح\_التطبيق ، الناشر شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2005، ص96.
- 32- عمر علي الدوري واحمد ضرار اسماعيل الشمري ، التخصص و بدائل التحول من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة ، مجلة المنصور ، كلية المنصور الأهلية ، ( المجلد 0 : 10 ) ، 2007 ، ص 4 .
- 33- عبد الرسول جابر المعموري ، العلاقة بين التخصص و البطالة في بعض الاقتصادات النامية للمدة (1990-2005 ) ، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد مقدمة إلى مجلس كلية الادارة والاقتصاد/جامعة المستنصرية، بغداد، 2008، ص 120 - 121.
- 34- عبدة محمد فاضل الربيعي، التخصص وأثارها على التنمية بالدول النامية، ط 1، مكتبة مدبولي، القاهرة، 2004، ص 129-130.

- 35- فالح أبو عامرية ، مصدر سبق ذكره ، ص 223 .
- 36- سالم توفيق النجفي ، سياسات التثبيت الاقتصادي و التكيف الهيكلي و اثرها في التكامل الاقتصادي العربي ، ط 1 ، بيت الحكمة ، بغداد ، 2002 ، ص 17 .
- 37- حسين احمد دخيل ، الأطر السياسية لاقتصاديات التحول دراسة مقارنة مع اشارة إلى العراق ، ط 1 ، دار السنهوري ، بغداد ، 2015 ، ص 68 .
- 38- ليلي عاشور حاجم سلطان الخزرجي ، القدرة التنافسية للصادرات العربية في ضل برامج الاصلاح الاقتصادي دول عربية مختارة ، اطروحة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد مقدمة إلى مجلس كلية الادارة الاقتصادية ، جامعة بغداد ، 2007 ، ص 17 .
- 39- مصطفى محمد العبد الله و آخرون ، الاصلاحات الاقتصادية و سياسات الخصصه في البلدان العربية ، مركز دراسات الوحدة العربية ، ط 1 ، بيروت ، 1999 ، ص 467 .
- 40- حسين احمد دخيل ، مصدر سبق ذكره ، ص 69 .
- 41- صالح ياسر حسن ، العلاقات الاقتصادية الدولية الابستومولوجيا - الانطولوجيا - الاكسيولوجيا ، دار الرواد المزدهرة ، بغداد ، 2006 ، ص 418 - 419 .
- 42- ليلي عاشور حاجم سلطان الخزرجي ، مصدر سبق ذكره ، ص 19 .
- 43- مختار حميد ، الخصخصة عن طريق الأسواق الأوراق المالية ( المبررات و شروط نجاح ) ، مجلة الباحث ، ( المجلد:0 العدد 7 ) ، 2010 ، ص 300 .
- 44- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص ، اسواق المال : بنوك تجارية وأسواق الأوراق المالية و تأمين وشركات استثمارية ، الدار الجامعة ، الإسكندرية ، 2000 ، ص 278 .
- 45- عبد الحكيم جمعة ، سوق الأوراق المالية وتأثيرها على التنمية الاقتصادية بمصر ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، 2012 ، ص 75-77 .
- 46- أيمن عبد المطلب محمد المولى ، تأثير السياسة النقدية في اداء اسواق رأس المال في مجموعة من الدول العربية للمدة 1997-2001 ، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة الموصل ، 2004 ، ص 47-48 .
- 47- عبد الحكيم جمعة ، مصدر سبق ذكره ، ص 85 .
- 48- للمزيد ينظر :-
- عاطف وليم أندرواس ، مصدر سبق ذكره ، ص 277 .
- الهيئة العامة للرقابة المالية ، اهم ملامح تطوير سوق المال المصري خلال خمسة عشر عاماً ، 2011 ، ص 2 .
- 49- منى قاسم ، الاصلاح الاقتصادي في مصر ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، 1997 ، ص 23 .
- 50- ابراهيم عواد المشاقبة ، اثر الخصخصة على ادارة تطوير المنتجات ، دار البازوري ، 2013 ، ص 92-93 .
- 51- المركز المصري للدراسات العامة ، دراسة مقارنة لاداء الاقتصاد قبل وبعد برنامج الخصخصة ، 2003 ، ص 65 .
- 52- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا ، دور الدولة في الاقتصاد المعولم ، ج 2 ، 1999-2000 ، ص 50 .

- 53 - احمد صقر عاشور،التحول إلى القطاع الخاص تجارب عربية في خصخصة المشروعات العامة ، المنظمة العربية للتنمية الادارية ، مصر ، 1996،ص147.
- 54 - أحمد وهاب ، تحليل وتقويم الآثار الاقتصادية والاجتماعية لسياسات الاصلاح الاقتصادي على التنمية البشرية في جمهورية مصر العربية ،مركز الدراسات المصري للسياسة العامة ، 2007، ص 196-197.
- 55 - علي كاظم هلال ،الآثار الاجتماعية والاقتصادية لسياسات الاصلاح الاقتصادي في مصر والعراق ، أطروحة في الاقتصاد مقدمة إلى مجلس كلية الاداره والاقتصاد ، جامعة البصرة ، 2012، ص78.
- 56 - هناء خير الدين وامل رفعت ، اداء في السياسة الاقتصادية : نحو توافق قومي حول برنامج الخصخصة في مصر ، المركز المصري للدراسات الاقتصادية ، العدد19 ، يوليو 2006 ، ص 1-2.
- 57 - مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار ،نشرة البيانات القومية لسنة 2014 ، مصر،2014، ص 72-73.
- 58 - أحمد حسين بتال ، العلاقة بين تقلبات سوق الصرف وسوق الاوراق المالية في العراق دراسة قياسية ، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية ، (المجلد 7؛ العدد 14)، 2015، ص 6.
- 59 - خضير عباس الوائلي ، أثر الصدمات الاقتصادية في بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في العراق للمدة 1980-2011 ، رسالة ماجستير قدمت لكلية الادارة والاقتصاد ، جامعة كربلاء ، 2012 ص 140 .
- 60 - للمزيد ينظر:-
- علي عمران حسين الطائي ،تحليل عوامل انتقال اثر سعر الصرف على المستوى العام للأسعار باستخدام نموذج السببية في بعض الدول العربية مع إشارة خاصة للعراق للمدة ( 1990 - 2011 ) ، رسالة ماجستير مقدمة إلى مجلس كلية الادارة والاقتصاد /جامعة الكوفة ، 2014 ، ص 101-102.
- عبد القادر محمد عبد القادر عطية،الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق،ط1، دار مكة المكرمة،2004،ص 654.
- عواطف رزوقي مزعل ، تطبيق منهجية جوهانسون - جوسيلوس في تقدير نماذج البيانات المقطعية ،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، (المجلد 0 ؛ العدد 38)، 2014، ص 317-318.
- 61 - حميد عبيد عبد و مأمون أحمد جبر، العلاقة السببية بين الأسعار والمساحات المزروعة وإنتاج الرز في العراق للمدة 1970-2008، مجلة الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية ، جامعة بابل، العدد 1، 2012 ، ص17.
- 62 - خضير عباس حسين الوائلي ، استعمال اسلوب ARDL في تقدير اثر سياسات الأقتصاد الكلي على بعض المتغيرات الاقتصادية في العراق ،اطروحة دكتوراه مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد جامعة كربلاء ، 2017، ص 106.
- 63 - عثمان نقار ومنذر العواد ، استخدام نماذج var في التنبؤ و دراسة العلاقة السببية بين أجمالي الناتج المحلي و أجمالي تكوين الرأسمالي في سورية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، (المجلد 28؛ العدد 2)،سوريا،2012،ص344.
- 64 - كامل كاظم علاوي و محمد غالي راهي ، مصدر سبق ذكره ، ص 225.
- 65 - قريب الله عبد المجيد عبد القادر ، العلاقة السببية بين التضخم وعرض النقد في السودان للمدة 1970-2013، مجلة جامعة القضايف للعلوم والأداب / جامعة طيبة ، العدد 4، 2015، ص 10.
- 66- Samuel Cameron, Econometrics, McGarw Hill, New York, 2005 , p385.
- 67 - للمزيد ينظر:-

- عبد الغني دادن وراضية كروش ،دراسة محددات تكامل أسواق الأوراق المالية حالة دول شمال أفريقيا(مصر ، تونس ، الجزائر ،المغرب) ،المجلة الجزائرية للعلومه والسياسات الاقتصادية ، العدد 6، 2015، ص 53.
- نبيل مهدي الجنابي ، وكريم سالم حسين ، العلاقة بين اسعار النفط الخام وسعر صرف الدولار بأستخدام التكامل المشترك وسببية (Granger)، مجلة الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية والإدارية والمالية، جامعة بابل،العدد1، 2011 ،ص 127.