

استخدام نموذج ARDL في تحليل أثر التحرير المالي في أداء سوق الإمارات للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٦-٢٠١٩

أ.د. سعيد علي محمد العبيدي
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الأنبار
Saeed60ali@gmail.com

م.د. عبدالرزاق إبراهيم شبيب
كلية جنت العراق الجامعة
الجامعات الأهلية
bdalrzaqa278@gmail.com

المستخلص:

استطاع الاقتصاد الامارات ومن خلال اتباع بعض السياسات المالية التحريرية من توفير المناخ الاستثماري وتشجيع القطاع الخاص واعادة هيكلة السوق المالي الاماراتي بشكل يواكب التطورات التي تشهدها الساحة الاقتصادية، ومنذ عقود اتبع الامارات عدة برامج اصلاح اقتصادي ساهمت بشكل فعال في التأثير في أداء سوق الامارات للأوراق المالية، وقد هدف البحث الى معرفة وتحديد أثر التحرير المالي في أداء سوق الامارات للأوراق المالية باستخدام بيانات ربع سنوية لسلسلة زمنية ممتدة (2006-2019). وقد استخدم الباحثان منهج التكامل المشترك وتطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذو فترات الابطاء الموزعة (ARDL) بعد اجراء اختبارات الاستقرار كاختبار ديكي-فولر الموسع واختبار فيليبس بيرون للتأكد من سكون السلسلة الزمنية وظهرت النتائج القياسية للبحث ان هناك اثراً ايجابياً لمؤشرات التحرير المالي في مؤشرات سوق الامارات للأوراق المالية خلال مدة البحث.

الكلمات المفتاحية: التحرير المالي، الاسواق المالية.

Using the ARDL model to analyze the impact of financial liberalization on the performance of the Emirates Stock Exchange for the period 2006-2019

Dr. Abdul Razzaq I. Shabib
Jannat Al-Iraq Private college for humanities
Privet of Universities

Prof. Dr. Saeed A. Mohammed Al-Obeidi
College of Administration and Economics
University of Anbar

Abstract:

The UAE economy was able, through following some liberal financial policies, to provide the investment climate, encourage the private sector, and restructure the UAE financial market in a way that keeps pace with developments in the economic scene. For decades, the UAE has pursued several economic reform programs that have contributed effectively to influencing the performance of the Emirates Stock Exchange. The research aimed to know and determine the impact of financial liberalization on the performance of the Emirates Stock Exchange using quarterly data for an extended time series (2006-2019). The researchers used the method of joint integration and the application of the self-regression model with distributed slowdown periods (ARDL) after performing stability tests such as the extended Dicky-Fuller test and Phelps Peron test to ensure the stability of the time series and the standard results of the research

showed that there is a positive impact of financial liberalization indicators in the Emirates Stock Exchange indicators Finance during the search period.

Keyword: financial Liberalization, stock market.

المقدمة

ان التطورات الاقتصادية السريعة التي شهدتها العالم في العقود الاخيرة من القرن العشرين وما ترتب عليها من تطورات اقتصادية ومالية كبيرة جعلت الاقتصادات العالمية متداخلة فيما بينها. على وفق ذلك ادركت الكثير من دول العالم بما فيها الدول النامية ومنها الامارات، ان سياسات الكبح المالي لم تعد تواكب التطورات الاقتصادية العالمية كما انها لم تحقق الاهداف التي سعت وتسعى الى تحقيقها مما ينبغي معه اعادة هيكلة قطاعها المالي والمصرفي وقد بدأت باتخاذ سلسلة من الإجراءات والإصلاحات المتعلقة بالتكيف مع تلك المستجدات وذلك من اجل جعل القطاع المالي والمصرفي اكثر مرونة وفاعلية وقدرة تنافسية بالشكل الذي يفضي الى رفع كفاءة في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو تطوير القطاع الخاص الوطني لا سيما تلك القطاعات السلعية الأكثر قدرة على رفع معدلات النمو الاقتصادي في ظل الاعتماد على سياسة التحرير المالي.

مشكلة البحث: ان التدفقات المالية الداخلة والخارجة الناتجة عن تحرير حركة رأس المال لها انعكاسات مختلفة على الاقتصاد الكلي وعلى السوق المالية للاقتصاد، وان هذه الاثار تختلف من اقتصاد الى اخر وحتى داخل الاقتصاد الواحد فقد تباينت الآراء حول طبيعة تلك الانعكاسات فمنهم من يرى بان لها اثار سلبية فيما يرى الآخرون ان اثارها ايجابية وان هذا الاختلاف هو محور مشكلة البحث.

اهمية البحث: ان التحرير المالي في الامارات قد يساهم في منح دور أكبر للجهاز المصرفي في العملية الاقتصادية وفك الارتباط بينة وبين تبعيته للمالية العامة وزيادة قدرته على جمع المدخرات لصالح الاقتصاد الوطني يستوجب بالضرورة بحث امكانية تطوير السوق المالية وطبيعة الدور الذي يمكن ان يلعبه الجهاز المصرفي في العملية الاقتصادية وما هو الدور الذي يمكن ان يلعبه الاصلاح المصرفي في ظل التحرير المالي.

فرضية البحث: ينطلق البحث من فرضية مفادها ان التحرير المالي والمصرفي في الامارات له دور كبير في التأثير في اداء سوق الامارات للأوراق المالية من خلال دوره في تعبئة المدخرات وجذب رؤوس الاموال وزيادة القدرات التنافسية واستعمال التقنيات الحديثة في السوق المالي.

هدف البحث: يهدف البحث الى:

١. مدى امكانية التحرير المالي في ظل الاصلاح المصرفي التأثير ايجابيا على مؤشرات السوق المالية، ومدى مساهمته في تطوير ورفع كفاءة السوق المالية في الامارات ومدى امكانية تحرير سعر الفائدة في تعبئة المدخرات الوطنية.

٢. استخدام نماذج الانحدار الذاتي ذو فترات الابطاء الموزعة (ARDL).

منهج البحث: استخدم الباحثان المنهج الاستنباطي في التحليل الاقتصادي للوصول الى النتائج المتحققة.

الادبيات السابقة: دراسة (Mamoghli and A. Trabels) التي تناول فيها أثر التحرير المالي بالتطور المالي، دراسة تطبيقية على الاقتصاد التونسي، وهدفت الدراسة الى قياس وتحليل أثر التحرير المالي في تطوير النظام المالي والمصرفي في تونس ومدى مساهمة ذلك في نقل الاقتصاد

التونسي من الاقتصاد المغلق الى الاقتصاد المفتوح على العالم الخارجي وتوصل البحث الى وجود علاقة ديناميكية موجبة بين التحرير المالي وتطور الانظمة المالية التي تسيطر عليها البنوك التجارية في الاقتصاد التونسي.

اما دراسة (Azeez, Bolanle A) فقد تناول الباحث تأثير التحرير المالي في اداء سوق رأس المال في نيجيريا. اذ هدف البحث الى قياس وتحديد تأثير التحرير المالي في الودائع والائتمان المصرفي في سوق رأس المال النيجيري، وتوصل البحث الى ان انعكاسات التحرير المالي على الودائع والائتمان لها دور كبير ولكن لم يكن له أثر على فائضها الصافي.

في حين تناولت دراسة (Abdullahi D. Ahmed) أثر سياسات التحرير المالي في تعزيز مؤشر العمق المالي والنمو الاقتصادي لمجموعة من دول افريقيا. فقد هدفت الدراسة الى معرفة تأثير التحرير المالي على العمق المالي والنقدي، وتناولت بيانات (٢١) دولة افريقية خلال المدة (١٩٨١-٢٠٠٩) وتوصلت الدراسة الى ان التحرير المالي يؤثر سلباً في الاجل القصير بينما يعد له تأثير ايجابي في الاجل البعيد على النمو الاقتصادي والعمق المالي.

اما دراسة (Waliullah) التي تناول فيها دور سياسات التحرير المالي في مؤشر اسعار الاسهم للمدة ١٩٧١-٢٠٠٥، دراسة تطبيقية على الاقتصاد الباكستاني، وتوصلت الدراسة الى جملة من النتائج كان اهمها ان الناتج المحلي الاجمالي يعد أكبر محدد ايجابي لأداء سوق الاسهم الباكستاني في المدى الطويل والقصير، في حين ان التضخم يعد عامل سلبي في المدى الطويل وهذا يعني ان سوق الاوراق المالية حساسة ومتقلبة للتحرير المالي في الاقتصادات الناشئة.

المبحث الاول: الإطار النظري والمفاهيمي لسياسات التحرير المالي

يعد موضوع التحرير المالي من المواضيع الحديثة نسبياً التي اخذت حيزاً في الادبيات الاقتصادية منذ مدة ليست بالبعيدة فمع بداية النصف الثاني من القرن الحادي والعشرين وبالتحديد عام 1971 عندما تخلت الولايات المتحدة الامريكية عن قاعدة الذهب وانهيار نظام بروتون وودز لوحظ ان اغلب الدول التي تحاول النهوض بالواقع الاقتصادي ومحاولتها التخلص من العجز الدائم في موازين مدفوعاتها وتحريك عجلة التنمية الاقتصادية قد سلكت عدة اتجاهات في سياساتها كتحرير اسعار الفائدة واسعار الصرف وتوسيع أنشطة البنوك وانشاء وتطوير الاسواق المالية والتي يطلق عليها بسياسات التحرير المالي. (وان لهذه السياسات تأثير كبير على كافة المؤسسات المالية العاملة في الاقتصاد اذ ان ازالة القيود او التخفيف من واطنتها سوف يمكن الاطراف المتعاملة في تلك المؤسسات من الحصول على مزايا ومنافع لم تكن موجودة في ظل سياسات الكبت المالي، والتي يقصد بها تلك الإجراءات والقرارات التي تسعى للتضييق على النظام المالي من خلال)، (الجميل، ٢٠١١: ٤٧):

- ❖ تحديد اسعار الفائدة الدائنة والمدينة إدارياً.
- ❖ فرض رسوم وضرائب على النشاط المصرفي.
- ❖ استخدام ادوات السياسة النقدية المباشرة في التأثير على النشاط الاقتصادي.
- ❖ فرض قيود على حرية الدخول إلى القطاع المالي والمصرفي بشكل عام.
- ❖ إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبعائد منخفض (Waliullah, 2010: 79).

أولاً. **سياسات التحرير المالي:** يمثل التحرير المالي الهدف الأساس لأي نظام مالي حديث ولأركانها الأساسية المتمثلة بالركائز الثلاث (صندوق النقد الدولي IFM، البنك الدولي للإنشاء والتعمير ومنظمة التجارة العالمية WTO) إذ أن سياسات التحرير المالي ترتبط ارتباطاً قوياً بمبادئ الفكر الرأسمالي الهادف إلى الحد من تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي والتحول التدريجي من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق.

١. **مفهوم سياسات التحرير المالي:** عرف التحرير المالي بأنه الحل الأمثل للخروج من حالة الكبح المالي وهو الوسيلة الفعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية (فخري وقادر، ٢٠١٦: ٣٦٨). كما عرفه بكونه مجموعة من الإجراءات التي تعمل من أجل إلغاء القيود المفروضة على القطاع المالي والمصرفي كتحرير معدلات الفائدة ونزع القيود التي تفرض على حساب رأس المال من أجل إصلاح القطاع المالي الداخلي والخارجي للدولة (Mnif, 2013: 18). وعرف عملية إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركة رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل في انتقالها عبر الحدود الوطنية ومنح السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان توزيع وتخصيص الموارد المالية وتحديد أسعار العمليات المالية طبقاً لقوى العرض والطلب (E. Scheow, R. Mckinnon).

ثانياً. **أهمية سياسات التحرير المالي:** تنبع أهمية أي سياسة اقتصادية تنتجها الدولة من خلال الدور المفترض أن تؤديه تلك السياسة، أن التحرر المالي عملية ضرورية في ظل إدارة كتلة نقدي قابل للزيادة بالشكل الذي ولد ضغوط تضخمية على الاقتصاديات في ظل نهج للسياسات النقدية خاضعة للسياسة المالية للدولة لا سيما لسد العجز في ميزانية العامة. كما أن ضرورة تحديث القطاع المصرفي للتكيف مع هذا الانتقال باتجاه اقتصاد السوق من جهة وللتكيف مع التطورات الحديثة التي رافقت الأسواق المالية والأدوات المالية في ظل العولمة المالية. فضلاً عن إحداث تغييرات هيكلية في الاقتصاد على وفق اعتماد البنية السوق كبديل عن المركزية مما ينبغي معه الاعتماد على حوافز السوق وآلياته لإصلاح بنية الاقتصاد من أجل الاندماج بالاقتصاد الدولي في ظل العولمة التي سادت في جميع القطاعات الاقتصادية. (Kunt, Ms and Detragiache, 1998: 30).

كما أن إزالة التدخل الحكومي في النظام المالي يجعل الأطراف المتعاملة في القطاع المالي تحصل على كافة المعلومات المطلوبة بكل شفافية ومصداقية وهذا ما يجعلهم يبنون قراراتهم على قدر أكبر من الدقة واليقين. فضلاً عن ذلك فإن سياسات التحرير المالي تلزم القطاع المالي بالقيام بالعديد من الإصلاحات الضرورية وهذا سوف يرفع من كفاءة القطاع المالي من خلال إدخال الأساليب الحديثة في الإدارة والتعامل الإلكتروني وغيرها من التحسينات وذلك من خلال تشجيعه للمنافسة فيما بين البنوك فتتخفض تكلفة الوساطة المالية ويساهم كذلك في التخصيص الأمثل للموارد المالية الأمر الذي يساعد على توجيه القروض نحو المجالات الأكثر إنتاجية (Ghosh, 2002: 35).

ثالثاً. **مستويات تطبيق سياسات التحرير المالي:** أن تطبيق سياسات التحرير المالي يتخذ مستويين أحدهما داخلي والآخر خارجي وكما (Waliullah, 2010: 79).

١. **المستوى الداخلي وتتضمن:**

أ. تحرير الائتمان والتخلص من أساليب تخصيصه لجهة معينة أو قطاع معين (Adikari, 2012: 178).

ب. العمل على تحقيق الرقابة المناسبة على العمل المصرفي بأساليب جديدة غير مباشرة (Westermann and elt, 2006: 17).

٢. المستوى الخارجي وتتضمن:

- أ. تحرير اسعار الصرف وذلك باعتماد سياسة صرف مرنة ومتغيرة ومنسجمة مع تغيرات قوى السوق ومقاربة سعر الصرف الاسمي مع الحقيقي.
- ب. حرية انتقال رؤوس الاموال من اقتصاد الى اخر دون وجود قيود تحد من انتقالها، وكذلك السماح للشركات الاجنبية والمصارف بالدخول والخروج من السوق.
- ج. فتح اسواق الاوراق المالية وتخفيف القيود المفروضة عليها وهذا من شأنه زيادة كفاءة الاسواق المالية.

رابعاً. مؤشرات التحرير المالي: اختلف الاقتصاديون في تحديد نوعية وعدد المؤشرات المالية التي يمكن استخدامها لقياس درجة التحرير المالي، سنتطرق إلى أبرز ما تداول منها في أبحاث الاقتصاديين وخصوصاً تلك المدرجة في الدراسات التجريبية فيما يلي (Khalid and Ariff, 2000: 181):

١. العمق النقدي "M2/GDP": ويطلق عليه أيضاً مؤشر عرض النقود أو درجة نقدية الاقتصاد، والذي يمثل مجموع الكتلة النقدية (الودائع لأجل، والودائع الجارية والنقود السائلة) نسبة للناتج المحلي الاجمالي (GDP)، ويرى (مكينون) أنه كلما انخفضت النسبة يمكن أن تترجم بمثابة مؤشر للكبح المالي، وارتفاع هذه النسبة يعبر عن دور كبير للوساطة المالية ومن ثم درجة اعلى من التحرير المالي.

٢. نسبة الائتمان الموجه للقطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي: يقيس هذا المؤشر مدى مساهمة البنوك المحلية في منح قروض وتسهيلات للقطاع الخاص، حيث أنه كلما زادت نسبة القروض التي يستفيد منها القطاع الخاص بالنسبة للناتج المحلي الاجمالي، فإن هذا يدل على تطور النظام المصرفي خصوصاً بدوره في جمع المعلومات، ومراقبة المديرين، وتنويع المخاطر، فضلاً عن تعبئة الادخار، وتسهيل عمليات التبادل بأكثر فاعلية، مما يزيد من مساهمته في عملية النمو الاقتصادي (Lars Jonung, 2009: 29).

٣. ودائع القطاع الخاص كنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي: يعبر هذا المؤشر عن تطور الثقافة المصرفية للأفراد ومن ثمّ فانه كلما تطورت سياسات التحرير المالي وتم تطبيقها على نطاق واسع فان ذلك سيساهم في تطوير ودائع القطاع الخاص لان القيود ستزال على الية عمل القطاع المصرفي مما يعطي المجال للقطاع الخاص في تعاملاته المصرفية (أدريس، ٢٠١٧: ٥٥).

خامساً. اتجاهات سياسات التحرير المالي: ان سياسات التحرير المالي لم تأتي من قبيل الصدفة وانما جاءت نتيجة لحقبة زمنية شهدتها اغلب الدول خلال عقدي الستينات والسبعينات من القرن العشرين اذ سادت في تلك المرحلة مشاكل على الصعيد الداخلي والخارجي ما دفعها الى تبني سياسات انفتاحية جديدة تأخذ على عاتقها العبور بالاقتصاد الى بر الامان من خلال تبني آليات تحرير النظم المالية ومؤسساتها وادواتها، وتتمحور الاتجاهات العامة لتلك السياسات فيما يأتي:

١. **الخصخصة:** ان عملية الخصخصة تمثل مصدراً لتمويل النشاط الاقتصادي فعملية بيع المشاريع الحكومية يقابلها عملية شراء لتلك المشاريع من قبل الافراد والشركات الدولية ومن ثم فان ذلك

يمثل مصدراً جيداً لتمويل الموازنة العامة للدولة فضلاً عن تخفيض عجز الموازنة (الجميل، ٢٠١١: ٥١).

٢. **الاستثمارات الأجنبية:** يعد الاستثمار أحد أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في الاقتصادات؛ بسبب الدور المهم الذي تقوم به في تحسين الطاقات الإنتاجية وتوسيعها والمحافظة على القائم منها، فضلاً عن الزيادة في المخزون السلعي، وبناءً على ذلك فإن أغلب الدول النامية لجأت إلى الاستفادة من مزايا الاستثمارات الأجنبية بكل أشكالها الحقيقية والمالية بالرغم من الانعكاسات السلبية في بعض الأحيان (الجميل، ٢٠١١: ٢٤٥).

٣. **إعادة هيكلة السوق المالية وانفتاحها:** وقد تبلور اتجاه إزالة القيود المفروضة على الأنشطة المالية للمؤسسات المالية الوطنية والأجنبية على المستوى العالمي في إطار الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات (GATS)، التي تمخضت عن جولة أورغواي لتحرير التجارة العالمية عام (١٩٩٤). إذ تهدف هذه الاتفاقية إلى خفض أو إزالة الآثار السلبية للتدابير الحكومية على تجارة الخدمات المالية وضمان وصولها بشكل سريع دون أية قيود إلى الأسواق الخارجية. وقد ركزت الاتفاقية على تحسين أحكام وشروط إمكانية الوصول إلى الأسواق وضمان المعاملة غير التمييزية للموردين الأجانب للخدمات المالية. إذ تضمنت اتفاقاً لتحرير الخدمات المالية مثل أنواع التأمين والخدمات المرتبطة به، والخدمات التقليدية للمصارف مثل قبول الودائع والاقرض وغيرها، وأعمال أسواق المال والتعاملات بالأدوات المالية الحديثة، وتجارة الأوراق المالية والكمبيالات وشهادات الإيداع بالصرف الأجنبي وإصدار أنواع الأصول المالية جميعها، كذلك إدارة محافظ الأوراق المالية وأشكال إدارة الاستثمار جميعها، وتوفير ونقل المعلومات المالية ومعالجة البيانات (العاني، ٢٠٠٩: ٥٨).

٤. **القطاع الخاص:** يعد القطاع الخاص أحد الأطراف الرئيسية الفاعلة في التأثير في مسيرة النشاط الاقتصادي وتماشياً مع توجهات سياسات التحرير المالي وباعتبار القطاع الخاص أحد اتجاهات تلك السياسات فإن بقاء القطاع الخاص دون إجراء تعديلات جوهرية في قانون الملكية والحق في التوسع في المشاريع الاستثمارية سينعكس سلباً على نتائج التحرير المالي (Springler, 2006: 25) و(درويش، ٢٠٠٨: ٢٤٢).

٥. **استقرار أسعار الصرف:** أيضاً من الاتجاهات التي تسلكها الدول النامية في سبيل تطبيق سياسات التحرير المالي هو تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف ومنع حدوث التقلبات الكبيرة فيه مع القبول ببعض التذبذبات حول المعدل الطبيعي. إذ يتأثر المستثمر الأجنبي ورؤوس أمواله بمدى استقرار أسعار الصرف وبذلك يوجه أمواله نحو الأسواق التي تتمتع باستقرار في أسعار صرفها والعزوف عن الاستثمار في الأسواق التي تشهد تقلبات كبيرة في أسعار الصرف (Loots, 2003: 237).

سادساً. إيجابيات التحرير المالي: يمكن الإشارة إلى أهم الجوانب الإيجابية لسياسة التحرير المالي وكما يأتي (الشكرجي وآخرون، ٢٠٠٨: ١٨٣):

١. تقود سياسات التحرير المالي إلى إنشاء بيئة حرة للمؤسسات المالية ومن ثمّ ستعزز من تنافسيتها وتحسن من أدائها وجودة خدماتها.

٢. فضلاً عن ذلك فإن حالة التنافس الشديد بين المؤسسات سوف تنعكس إيجاباً على تنوع الخدمات المالية وأسعارها ومن ثمّ ستزداد مساحة المستفيدين من تلك الخدمات إذ أن الاستثمار الجديد يعتمد

على وساطة الجهاز المصرفي بدلالة العلاقة بين سعر الفائدة والوساطة التمويلية من ناحية وبين الوساطة التمويلية والنمو الاقتصادي من ناحية أخرى.
ولكي تنعكس تلك الآثار الايجابية على الاقتصاد الكلي لابد ان تسير وفقاً لمراحل معينة وهذه المراحل ما يلي:

- ❖ تحقيق الاستقرار الاقتصادي وهذا يتضمن استقرار الأسعار لان هناك علاقة ما بين الاستقرار الاقتصادي ونمو خدمات القطاع المالي لذا إنَّ على البلدان الساعية لتطبيق برامج التحرير المالي من اعتماد سياسة اقتصادية مناسبة مشجعة لنمو القطاع المالي وتشريع قوانين قوية وشفافة وایجاد نظام اشرافي ورقابي قوي. وهذا ما اطلق عليه Caldor بالمرجع السحري (العيسى، ٢٠٠٦: ١٠٩).
- ❖ انشاء قطاع مالي كفؤ قادر على تحمل نتائج سياسات التحرير، اذ ان وجود القطاع المالي غير الكفوء في ظل الحد من التدخل الحكومي سيؤدي الى شيوع الفوضى في الاداء المالي.
- ❖ طالما ان التحرير المالي سينجم عنه تزايد في الملكية الفردية فأن الإطار القانوني والسياسي لابد من تعديله وبشكل يحفظ حقوق الأفراد في الملكية.
- ❖ المرحلة الاله من بين هذه المراحل ان اجراءات التحرير المالي يجب ان يكون على شكل متسلسل وتطبيقها يكون تدريجياً وليس دفعة واحدة، لان تطبيق سياسات التحرير المالي الشامل دفعة واحدة يقود الى تعثر مصرفي ويسهل من عملية انتقال الازمات المالية عبر الأسواق المالية وهذا ما حصل في الأرجنتين (١٩٩٨) وتركيا (٢٠٠١).

المبحث الثاني: اتجاهات سياسات الاصلاح والتحرير المالي في الامارات للمدة

٢٠١٩-٢٠٠٦

قبل الدخول في التطورات الاقتصادية لدولة الامارات العربية المتحدة لابد من إعطاء نظرة عامة عن تلك الدولة.

تشكلت دولة الامارات العربية في الثاني من كانون الأول عام (١٩٧١) من فدرالية مكونة من سبع أمارات هي (أبو ظبي، دبي، الشارقة، والفجيرة، ورأس الخيمة، وأم القيوين، وعجمان) وتبلغ المساحة الكلية لدولة الامارات (6,83) ألف كم²، يبلغ عدد سكانها نحو (4,4) مليون نسمة (78%) منهم من الوافدين العرب والأجانب والمتبقي تشكل نسبة السكان المحليين البالغة (22%) وتشكل العاصمة أبو ظبي وحدها نحو (87%) من اجمالي مساحة الدولة ويسكنها (40%) من عدد السكان، وتشكل دبي (5%) من اجمالي مساحة الدولة ويسكنها (30%) من اجمالي عدد السكان والمتبقي (8%) من المساحة الكلية تمثل المساحة الخاصة بالإمارات الخمس المتبقية، وأصغرها مساحة إمارة عجمان التي تبلغ مساحتها (250) كم² (مرزوك وعبد الرزاق، ٢٠١٥: ٣٤).

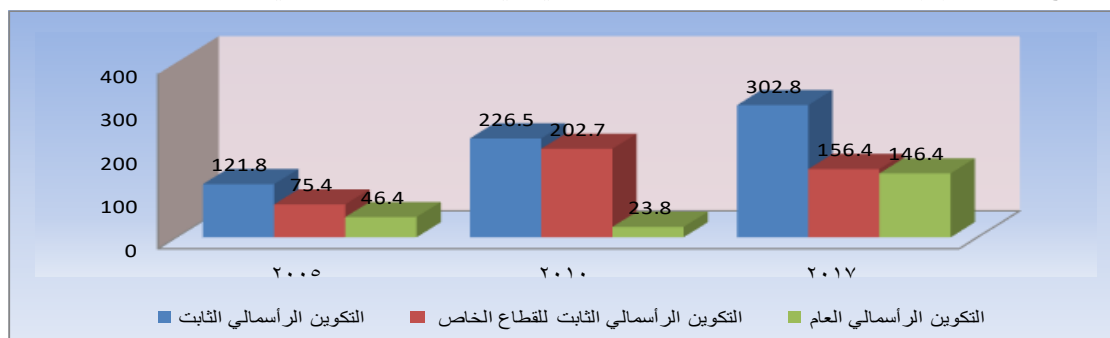
وقد خطت دولة الإمارات خطوات كبيرة في مجال التنمية الاقتصادية والاجتماعية منتهجة نظام اقتصاد السوق وسياسة الحرية الاقتصادية واتسمت هذه السياسية بالمرونة العالية. وان السياسات الاقتصادية التي أقرتها الإمارات سواء على الصعيد الداخلي المتمثلة في سياسات التجارة الداخلية والاستثمار وحرية حركة انسيابية رؤوس الأموال والأيدي العاملة والتمويل، أو على الصعيد الخارجي كضمان الاستثمارات الاجنبية وتحويلها دون أي معوقات وحرية التجارة الخارجية إنما جاءت مكفولة بموجب القوانين والأعراف والتقاليد الاقتصادية.

وكانت هذه السياسات منسجمة إلى حد كبير بل ومتسقة مع السياسات الاقتصادية في الدول المتقدمة ومواكبة لها، كما أن غاية الدولة من تلك السياسات هي الترجمة الحقيقية للتوجه نحو القطاع الخاص والحرية الاقتصادية على الصعيد الداخلي والمرونة العالية على الصعيد الخارجي باتباع سياسات الباب المفتوح ونتج عن تلك السياسات أن أصبح السوق المحلي من الأسواق الاستثمارية المهمة في دول العالم، وجعلت من دولة الإمارات منطقة لجذب الاستثمارات الدولية، واتخذت العديد من الشركات العالمية من الإمارات مركزاً إقليمياً لها، لاسيما على نطاق الخليج ومنطقة الشرق الأوسط، خاصة وأن هناك مقومات ومزايا تتمثل في بنى تحتية على مستوى عالمي للخدمات المالية والمصرفية، وشبكة اتصالات عالمية وشبكة مواصلات وموانئ جوية وبحرية وبرية ترتبط بمختلف دول العالم وتسهل انسيابية الحركة والتجارة بين الإمارات ودول العالم (حسين، ٢٠١٤: ١١٠). فضلاً عما تقدم فإن دولة الإمارات العربية المتحدة تتميز باستقرار سياسي وعلاقات خارجية متميزة ومتوازنة مع استقرار اجتماعي ووعي تنموي على صعيد المواطنين مما عزز في إيجاد مناخ اقتصادي متميز وقر العديد من الفرص الاستثمارية المتاحة للقطاع الخاص.

أولاً. القطاع الخاص الإماراتي: أن السياسة الاقتصادية التي تطبقها دولة الإمارات تتكفل بإيجاد مناخاً استثمارياً مناسباً للقطاع الخاص، بسبب التسهيلات التي تقدمها له من تشريعات تنظيمية وبنية هيكلية تسهل القيام بكافة الأنشطة الإنتاجية والخدمية (حسين وعبد القادر، ٢٠١٧: ١٦٤). فضلاً عن ذلك الميزات الأخرى التي يمنحها الاقتصاد الوطني والمتمثلة فيما يلي (وزارة الاقتصاد الإماراتية، التقرير السنوي، ٢٠١٤):

١. عدم فرض أي نوع من الضرائب على الأرباح أو الدخل.
٢. عدم وجود قيود على التحويلات.
٣. ضائلة نسب الضرائب الجمركية على الواردات.
٤. عدم وجود ضرائب على الصادرات وإعادة التصدير.
٥. وجود نظام مصرفي متكامل وحديث.

هذا فضلاً عن العديد من التشريعات والتسهيلات الأخرى التي تواكب متطلبات التحرير المالي والاقتصادي على المستوى العالمي ومن ثم مهدت الطريق أمام القطاع الخاص للقيام بدوره الكامل في دعم الاقتصاد الوطني والمساهمة بشكل فعال ورئيسي في عملية التنمية الاقتصادية. ويوضح الشكل (١) تطور مسيرة التكوين الرأسمالي في الاقتصاد الإماراتي خلال مدة الدراسة.



الشكل (١): التكوين الرأسمالي الثابت (العام والخاص) في الإمارات العربية المتحدة للمدة ٢٠١٧-٢٠٠٥

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على وزارة الاقتصاد الاماراتية، التقرير السنوي، سنوات مختارة.

يتضح من الشكل (١) ان السياسات الاقتصادية الناجحة والتي تركز على الحرية الاقتصادية والاقتصاد المفتوح الداعم لتفعيل دور القطاع الخاص قد ساهم في زيادة الاستثمارات فقد حقق التكوين الرأسمالي الثابت في دولة الامارات العربية تزايداً ملحوظاً خلال المدة المحصورة بين عامي (2004-2017) فمن خلال البيانات المتحققة نلاحظ ان التكوين الرأسمالي ينقسم الى تكوين رأسمالي عام وتكوين رأسمالي خاص ومن ثَمَّ فان التكوين الرأسمالي العام أخذ بالتراجع بين عامي (2005) الى (2010) اذ سجل ما قيمته (46425) مليون درهم في عام (2005) اي ما يشكل (38%) من اجمالي التكوين الرأسمالي ثم انخفضت مساهمته الى (10,5%) من اجمالي التكوين الرأسمالي بعد ان سجل ما قيمته (23845) مليون درهم في عام (2010)، ثم ارتفع التكوين الرأسمالي العام في عام (2017) ليصل الى (146463) مليون درهم ليسهم بنسبة (48,3%) من اجمالي التكوين الرأسمالي.

اما التكوين الرأسمالي الخاص فقد حقق هو الآخر نمواً متزايداً خلال المدة (2005) الى (2010) فقد نمت بمعدل (168,8%) اذ ارتفع من (75496) مليون درهم مشكلاً ما نسبته (62%) من اجمالي التكوين الرأسمالي ليبلغ ما قيمته (202734) مليون درهم عام (2010) ليشكل ما نسبته (89,5%) من اجمالي التكوين الرأسمالي ثم انخفض خلال المدة (2010) الى (2017) ليصل الى (156495) مليون درهم ليشكل ما نسبته (51,7%) من اجمالي التكوين الرأسمالي، الا ان هذا الانخفاض واكبه زيادة في التكوين العام ليعوض النقص الحاصل في التكوين الرأسمالي الخاص ليحقق التكوين الرأسمالي الثابت نمواً يصل الى (33,6%) على الرغم من الانخفاض البالغ (22,8%) في التكوين الرأسمالي الخاص.

ثانياً. القطاع المالي في الامارات: ان وجود جهاز مصرفي قوي وأسواق مالية كبيرة لتداول الأوراق المالية بدبي وأبو ظبي وتفعيل مبادرة الاقتصاد الاسلامي بدبي أسهم في دعم نمو القطاع المالي بالدولة، ومثلت البورصات وأسواق المال منذ إنشائها داعماً للاقتصاد ووظفت طاقاتها في مختلف القطاعات مثل: الأوراق المالية والذهب والسلع المتعددة وغيرها، وتمكنت من جذب العديد من الاستثمارات الوطنية والإقليمية والأجنبية وقد بلغ متوسط معدل النمو السنوي للقطاع خلال الفترة (2001-2015) بنحو (14,5%) وتطورت نسبة مساهمته في الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية من (5,3%) عام (2001) إلى (9,8%) عام (2015)، وعلى الرغم من أن الأسواق المالية بالدولة تأثرت بتبعات الأزمات المالية العالمية إلا أنها تمكنت من المحافظة على تماسكها وقدرتها على استقطاب الاستثمارات الأجنبية وارتفاع مستويات السيولة خاصة بعد استقرارها مع العام (2012)، ويمكن القول أن وضع البورصات وأسواق المال المحلية حالياً مبشر ويدعو للتفاؤل لحصول سوق أبو ظبي للأوراق المالية على عضوية الاتحاد العالمي للبورصات مما يعزز موقع السوق على الساحة الدولية ويزيد جاذبيته للاستثمارات المؤسساتية والصناديق العالمية، كما أنها خطوة مهمة لإبراز الإمكانيات والقدرات التشريعية والتنظيمية التي يتمتع بها السوق بين البورصات الأعضاء في الاتحاد، واتحاد البورصات العالمية جهة مرجعية للمعايير المتعلقة بالبورصات العالمية ويضم أكبر تجمع للبورصات في العالم بعدد (5726) بورصة عالمية، من أهمها بورصة نيويورك بور نكست وناسداك، ولندن، وطوكيو وألمانيا وغيرها (وزارة الاقتصاد الاماراتية، التقرير السنوي، ٢٠١٦).

ثالثاً. السوق المالية في الامارات العربية المتحدة: وفي عقد السبعينات ومع ارتفاع أسعار النفط وانتعاش كافة أوجه النشاط الاقتصادي ووجود فوائض مالية كبيرة فقد تم تأسيس العديد من المصارف والشركات المساهمة من قبل الحكومات المحلية او افراد مؤسسين او اسر الا ان ذلك لم يوسع من حركة تداول الأسهم وبقيت في حدود ضيقة ولم تمارس أنشطة الوساطة المالية إذ تعد غالبية اسهم الشركات مغلقة لا يتم طرحها للاكتتاب العام او يتم الاحتفاظ بها لفترات طويلة ومن ثم التركز في ملكية الأسهم، وفي نهاية السبعينيات واول الثمانينيات قام مستثمرون من الكويت بتأسيس شركات مساهمة خليجية مقرها الإمارات والبحرين تأسست معظمها في المدة (١٩٧٩-١٩٨١) نظراً لضيق السوق الكويتية وعدم استيعاب رؤوس الأموال المحلية وتدخل الحكومة الكويتية بوقف تأسيس شركات مساهمة جديدة وبسبب عدم اعتراف حكومة الكويت بشرعية الشركات المساهمة الخليجية فقد تم ادراجها في السوق غير الرسمي (الموازي) وهو ما يعرف (بسوق المناخ) وما صاحب ذلك من مضاربات شديدة على اسهم الشركات الخليجية وعملية الاكتتاب المصحوبة بدعاية واشاعات لم تكن دقيقة فضلاً عن اسباب اخرى كانت لها دوراً بارزاً في ازمة الكويت عام (١٩٨٢) إذ كان لهذه الأزمة اثار سلبية مباشرة وغير مباشرة على المستثمرين ومن ثمَّ على سوق الأوراق المالية بدولة الإمارات لكونها تعد مركزاً لتأسيس عدد كبير من تلك الشركات (وزارة الاقتصاد الاماراتية، التقرير السنوي، ٢٠٠٠).

وفي عام (١٩٨٢) قام المصرف المركزي الإماراتي بتكليف مؤسسة التمويل الدولية من اجل دراسة امكانية انشاء سوق رسمية للأوراق المالية في الإمارات وبعد اجراء الدراسات اللازمة أعدت مؤسسة التمويل الدولية تقريراً توصي به بأن الظروف مهيأة لإنشاء بورصة الأوراق المالية في الإمارات، ولغرض تنفيذ توصيات تقرير مؤسسة التمويل الدولية وصندوق النقد الدولي انشئت اللجنة التأسيسية العليا من اجل اعداد قانون انشاء سوق الأوراق المالية وتم اعداد القانون ورفعته الى مجلس الوزراء عام (١٩٨٣) لكن لم تتخذ اية اجراءات لإصدار هذا القانون، وخلال عقد الثمانينات تم تأسيس ثلاثة مكاتب وساطة مالية اثنان في أبي ظبي والآخر في الشارقة.

وصدر القانون الاتحادي رقم (٨) لسنة (١٩٨٤) بشأن الشركات التجارية لكن دون تطبيق فعلي حتى عقد التسعينات وذلك ناجم عن الركود في تلك المدة وحاجة العديد من المساهمين الى السيولة وبدأت الأسهم تنتقل الى ايدي كبار التجار لتدخل ضمن محافظتهم الاستثمارية. وكانت اماره ابو ظبي تضم ثلاث شركات ومراكز تقوم بأعمال الوساطة والمتاجرة في الأوراق المالية لصالحها ولصالح بعض العملاء من المستثمرين وهذه الشركات والمراكز هي (الجبلي، ١٩٩١: ٥-٦):

١. دائرة التعامل بالأسهم المحلية في مصرف ابو ظبي الوطني.

٢. مركز الإمارات التجاري.

٣. الشركة الوطنية للاستثمار والأوراق المالية (نسكوروب).

وأنشئ سوق الإمارات للأوراق المالية عام (١٩٨٦) إذ أصدر البنك المركزي قراره بشأن نظام وسطاء بيع وشراء الأسهم والسندات بالدولة، وفي (٢٠٠٠/٢/١) تأسست هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع بموجب القانون الاتحادي رقم (٢٠٠٠/٤) للإشراف على النشاط السوقي للأوراق المالية والسلع مما يشجع الاستثمار فيهما، وقد تم إنشاء الهيئة من قبل الحكومة الاتحادية للفصل بين السلطة الإشرافية والسلطة التنفيذية للتداول على الأوراق المالية، فضلاً عن ذلك انشاء هيئة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحات الرقابية

والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، ومن أهم فوائد قيام سوق الأوراق المالية ما يأتي (يونس وشاني، ٢٠١٧: ٥٥):

رابعاً. **اسواق الاوراق المالية في الامارات العربية المتحدة:** بعد كل ما تقدم ونظراً لأهمية وجود سوق مالية منظمة بدولة الإمارات وخلال بداية الألفية الثالثة تم انشاء عدة اسواق مالية، اذ قامت الحكومة بوضع الأطر القانونية والمؤسسية والتنظيمية التي تحكم اعمالها والقواعد التي تنظم اصدار وتداول الأوراق المالية بما يتفق مع المعايير الدولية فقد صدر القانون الاتحادي رقم (٤) لسنة (٢٠٠٠) تم بموجبه انشاء هيئة عامه تسمى هيئة الأوراق المالية والسلع تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية والتنفيذية اللازمة لممارسة مهامها، وهي ملحقة بوزارة الاقتصاد والتجارة ومقرها العاصمة ابو ظبي ولها ان تنشئ فروعاً أو مكاتب تابعة لها لمباشرة مهام الاشراف والرقابة على السوق، وفيما يأتي اهم اسواق الاوراق المالية في الامارات (هيئة الامارات للأوراق المالية والسلع في الامارات، التقرير السنوي، ٢٠١٠):

١. **سوق دبي المالي:** تأسس سوق دبي المالي كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية مستقلة، تعمل كسوق ثانوي تتداول الأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة والسندات التي تصدرها الحكومة الاتحادية، أو أي من الحكومات المحلية والهيئات والمؤسسات العامة في الدولة وكذلك للوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار المحلية أو أية أدوات مالية أخرى محلية أو غير محلية يقبلها السوق، وقد تم افتتاح السوق بتاريخ (٢٦/٣/٢٠٠٠) وتتمثل اهداف السوق بما يأتي (سوق دبي للأوراق المالية، التقرير السنوي، ٢٠١٠):

أ. خلق سوق استثماري للأوراق يحقق المصلحة للاقتصاد القومي.
ب. تنظيم بيع وشراء الأوراق المالية بما يضمن حماية المستثمرين من الممارسات غير السليمة.
ج. التيسير والسرعة في تسهيل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب من خلال ترسيخ اسس التعامل السليم والعادل بين مختلف فئات المستثمرين.
د. عملية تنظيم ونقل ملكية الأوراق المالية من خلال ادارة الإيداع والتقصا والتسوية.

٢. **سوق أبي ظبي للأوراق المالية:** تم تأسيس سوق أبي ظبي للأوراق المالية طبقاً للقانون رقم (٣/٢٠٠٠) الصادر عن المجلس التنفيذي، كمؤسسات حكومية عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وبالصلاحيات الرقابية التنفيذية لممارسة مهامها وفقاً لأحكام وقوانين تضمن الشفافية وسلامة التداول وقد تم افتتاح السوق بتاريخ ١/١١/٢٠٠٠ (سوق ابو ظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي، ٢٠١٠). والهدف من إنشاء السوق هو تحقيق الأغراض الآتية:
أ. إتاحة الفرصة لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

ب. أحكام الرقابة على التداول في الأوراق المالية بما يكفل ويضمن سلامة التصرفات والإجراءات.
ج. تنمية الوعي الاستثماري عن طريق اجراء الدراسات وتقديم التوصيات بما يكفل توجيه المدخرات الى القطاعات الإنتاجية.
د. العمل على ضمان الاستقرار المالي والاقتصادي.
هـ. تطوير وترشيد التعامل بما يكفل توفير السيولة واستقرار اسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق.

٣. بورصة دبي العالمية: تم افتتاح بورصة دبي العالمية (دايفكس):

Dubai International Financial Exchange: DIFX

في (2005/9/26) بمركز دبي العالمي إذ تهدف البورصة الى جذب المستثمرين والشركات الإقليمية والعالمية، وان تصبح واحدة من ابرز البورصات العالمية لتداول الأوراق المالية التقليدية والاسلامية والسندات والمشتقات والصناديق الاستثمارية. وتسعى بورصة دبي (دايفكس) الى استقطاب المؤسسات المصدرة للأوراق المالية من كافة انحاء العالم ولاسيما من منطقة دول مجلس التعاون الخليجي وبقية انحاء الشرق الأوسط وإفريقيا ووسط اسيا وشبه القارة الهندية ليشكلوا قاعدة قوية التنوع وغير خاضعة لتأثير دولة بعينها، وتعد هذه البورصة تحدياً رئيساً للأسواق المالية الإقليمية لتطوير نفسها والارتقاء بمستوى الأداء، إذ تقوم باستقطاب الاستثمارات الإقليمية والدولية وعدداً من شركات الوساطة العالمية ومصارف الاستثمار وتكتسب بورصة دبي العالمية خصوصيتها وتميزها في المنطقة لكونها تخضع تنظيمياً إلى سلطة دبي للخدمات المالية التي تعمل وفق قوانين تنسجم مع افضل المعايير العالمية.

خامساً. انعكاس سياسات التحرير المالي على اداء مؤشرات الاقتصاد الاماراتي للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٧: حصلت الإمارات على المركز الأول بين الدول ذات الاقتصادات الناشئة، وذلك من حيث بيئة الأعمال وجاذبية الاستثمار، بحسب تقرير مؤشر أجيليتي اللوجستي للأسواق الناشئة لعام (٢٠١٥) كما احتلت المركز السادس للخدمات اللوجستية من بين (٤٥) دولة يشملها التقرير عبر مؤشره، الذي يرصد سنوياً أبرز البيانات الاقتصادية لهذه الاقتصادات الناشئة (الجبوري، ٢٠١٠: ١٥٦).

هذا المؤشر يصدر للعام السادس على التوالي ويُصنف الأسواق الناشئة قياساً إلى حجمها وظروف أداء الأعمال فيها والبنى التحتية، وغيرها من العوامل التي تجذب الاستثمارات من جانب شركات الخدمات اللوجستية وشركات الشحن الجوي والبري ووكلاء الشحن وشركات التوزيع (المرزوك وعلي، ٢٠١٨: ١٤).

١. بعض المؤشرات الاقتصادية في ظل سياسات التحرير المالي: ادت سياسات التحرير المالي المتبعة في الاقتصاد الاماراتي الى وضع معيار الافصاح للشركات العاملة فيها وهو معيار من (١ الى ١٠) وكلما اقتربت الشركة من ١٠ ذلك يعني انها تحقق مستويات اعلى من الافصاح، وكما موضح في الجدول (١).

الجدول (١): بعض المؤشرات الاقتصادية للاقتصاد الاماراتي للمدة ٢٠٠٦-٢٠١٩

السنوات	معدل التضخم %	افصاح الشركات	تراكم رأس المال مليون درهم	التراكم الى Gdp	عدد السكان ألف نسمة	شركات الاستثمار المالي
2006	5.4	4	81,255	18,68	4,579	10
2007	6.2	4	103,587	18,37	5,242	13
2008	6.7	4	1,854	17,57	6,044	11
2009	8.4	4	2,657	23,57	6,894	19
2010	12.2	4	2,667	22,37	7,666	18
2011	1.5	4	2,909	28,91	8,270	20

السنوات	معدل التضخم %	افصاح الشركات	تراكم رأس المال مليون درهم	التراكم الى Gdp	عدد السكان ألف نسمة	شركات الاستثمار المالي
2012	0.87	4	2,630	24,72	8,672	21
2013	0.87	4	2,627	21,46	8,900	23
201٤	0.66	4	2,655	20,83	9,006	23
201٥	1.1	6	2,504	18,24	9,070	30
201٦	2.3	10	2,776	19,60	9,154	29
201٧	4	10	2,896	23,41	9,269	38
201٨	1.6	10	3,152	24,46	9,400	39
201٩	1.9	10	3,171	22,98	9,523	41

المصدر: مصرف الامارات العربية المتحدة، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.

يلاحظ من الجدول (١) ان الإمارات شهدت خلال المدة (2006-2010) تضخماً زاحفاً بدأ بسبب مشكلة في بعض القطاعات على غرار قطاع الإسكان وقد يبدأ ربما بإعاقة النمو الاقتصادي إذا ما استمر. غير أنه ونظراً إلى التباطؤ العالمي الذي يعود إلى أزمة الاعتماد والتغير في أسعار النفط، شهدت الإمارات تباطؤ في نسبة النمو في قطاع الإيجار ومن ثمّ تراجعت نسبة التضخم بشكل بسيط في العام (2011).

وعلى الرغم من ارتفاع معدل التضخم في الامارات عام (2015) إلى (1,1%) عن مستواه في عام (2014) البالغ (0,7%) حيث بلغ متوسط الرقم القياسي لأسعار المستهلك على مستوى الدولة للعام (2015) ما مقداره (118,07) مقارنة ب (116,78) بالعام، (2014) إلا أن هذا المعدل يعد نموذجياً ويساعد في جذب الاستثمارات طويلة الاجل التي تسهم في رفع معدل النمو الاقتصادي، ويظهر ذلك بوضوح في ارتفاع مؤشر الاسواق المالية وزيادة معدلات الاقراض من جراء خفض تكلفة المشروعات ويعزى سبب الارتفاع الى ويأتي هذا الارتفاع بين العاملين نتيجة ارتفاع معظم المجموعات الرئيسية المكونة لسلة المستهلك حيث ارتفعت اسعار المشروبات الكحولية والتبغ بنسبة (14,25%) والتعليم بنسبة (5,38%) والأغذية والمشروبات غير الكحولية بنسبة (2,69%) والمطاعم والفنادق بنسبة (1,94%) وخدمات النقل بنسبة (1,0%) والتجهيزات والمعدات المنزلية بنسبة (0,93%) والترويج والثقافة بنسبة (0,87%) وخدمات الصحة بنسبة (0,39%) والسكن بنسبة (0,26%). والملابس الاحذية بنسبة (0,25%) وبالمقابل انخفضت مجموعة السلع والخدمات المتنوعة بنسبة (0,22%) والاتصالات بنسبة (0,23%) (الجبوري، ٢٠١٠: ١٥٦).

٢. الاستثمار الأجنبي المباشر في الامارات العربية المتحدة في ظل التحرير المالي: وظّفت دولة الإمارات إمكانياتها الضخمة، وهيأت المناخ المناسب لجذب الاستثمارات الأجنبية بشقيها المباشر وغير المباشر، مما جعلها من أكثر الدول المستقبلية لهذه الاستثمارات، حيث بلغ إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى دولة الإمارات العربية المتحدة نحو (14,5) مليار درهم في العام (2010) أي ما يشكل نحو (8,4%) من إجمالي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول العربية، لتحتل المرتبة الخامسة بين الدول العربية من حيث حجم تدفقات الاستثمارات

الأجنبية المباشرة الواردة إليها، كما حققت بالاستثمارات الوطنية في الخارج نمواً ملحوظاً خلال الأعوام الأربعين الماضية وأصبحت أكثر تنوعاً وتوسعاً. ويعد جهاز أبي ظبي للاستثمار من أهم وأكبر خمسة صناديق سيادية في العالم، وتتوزع استثمارات جهاز أبي ظبي للاستثمار في الأصول التقليدية وغير التقليدية، وتلعب دوراً مهماً مع نظيراتها من استثمارات الصناديق السيادية في دعم نمو الاقتصاد العالمي والحفاظ على استقراره، وفي السياق ذاته، استطاعت الدولة التعامل باقتدار مع الأزمة المالية العالمية عام (2008) وما تبعها من تداعيات سلبية، فقد تراجعت معظم اقتصادات العالم بصورة كبيرة في ظل هذه الأزمة وما تبعها من مشكلات، سواء تعلق الأمر بالديون السيادية لبعض الدول، ومنها الدول الصناعية الكبرى، أم الالتزامات المالية التي أرهقت كاهل معظم الشركات العالمية، وقادت إلى تراجع ملحوظ في حجم الاستثمارات الخارجية مع ارتفاع درجة المخاطرة.

وقد شهد الاستثمار الأجنبي المباشر تطوراً كبيراً في الامارات العربية المتحدة، حيث زاد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر عامًا بعد عام، وذلك لجهود الامارات الدائمة والمتميزة لتوفير البيئة الاستثمارية المناسبة من خلال تقديم عديد من الخدمات التي تم التطرق إليها سابقاً، ويوضح الشكل أدناه تطور تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الامارات العربية المتحدة خلال المدة (2006-2019).

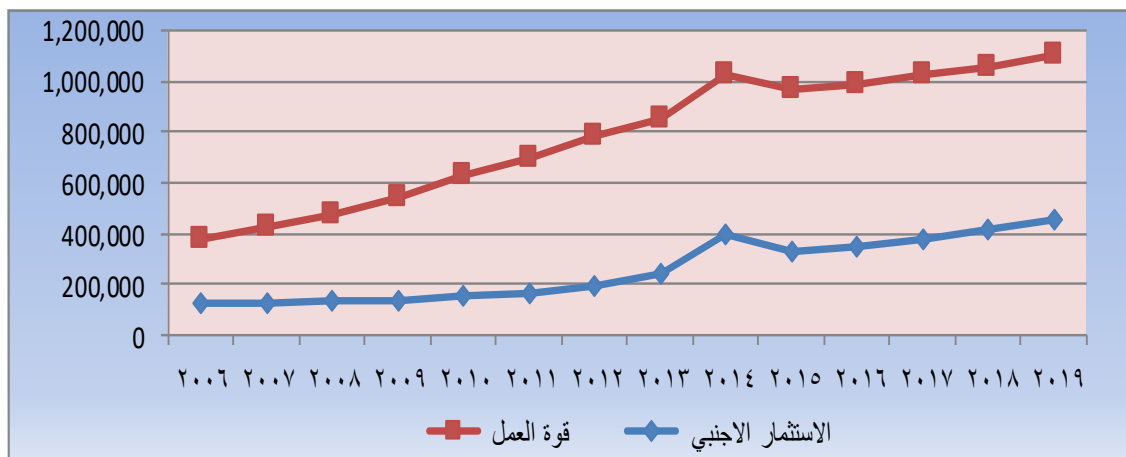
الجدول (٢): علاقة الاستثمار الاجنبي والقوى العاملة في الاقتصاد الاماراتي للمدة 2006-2019

السنوات	قوة العمل (نسمة)	الاستثمار الأجنبي (مليون درهم)
2006	2541423	125322
2007	2928896	128,424
2008	3430362	130,434
2009	4054528	134.023
2010	4731781	153.55
2011	5360469	161.603
2012	5891852	192.812
2013	6149579	240.28
2014	6286325	393.394
2015	6339424	329,466
2016	6367992	350,357
2017	6414735	381,155
2018	6415833	412,653
2019	6447142	453,873

المصدر: البنك المركزي الاردني، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.

ويلاحظ من الجدول (٢) مدى ارتباط تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر مع قوة العمل في الامارات العربية المتحدة خلال الفترة المحددة، إذ أنّ زيادة وجود الشركات المتعددة الجنسيات، ساهمت على تقليل حدة البطالة في عام (2006-2019) بشكل كبير.

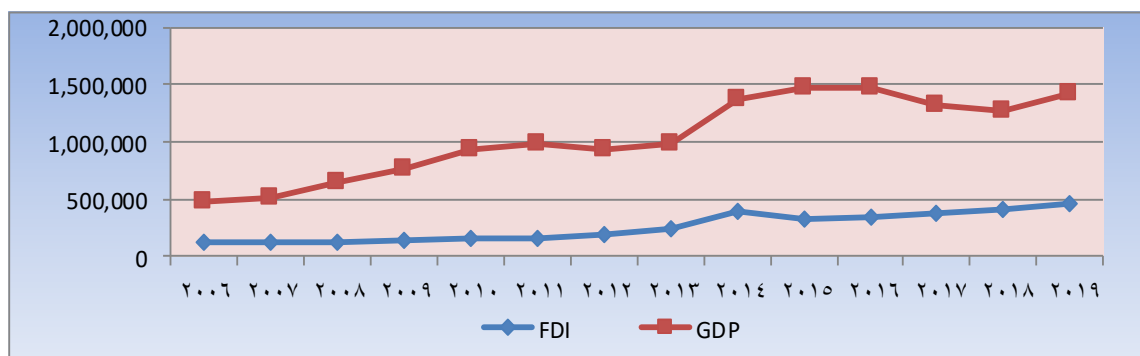
وأيضًا تسعى الامارات العربية المتحدة من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر إلى المساهمة في تخفيض حدة البطالة، إذ أنّ وجود الشركات المتعددة الجنسيات يساعد على زيادة فرص العمل، كما له دور كبير في تأهيل وتطوير العمالة الوطنية، مما يجعلهم قادرين على المنافسة في السوق المحلي والعالمي، ويوضح الشكل (٢) ارتباط تطور الاستثمار الأجنبي المباشر مع قوة العمل في الامارات العربية المتحدة.



الشكل (٢): علاقة الاستثمار الاجنبي بحجم القوى العاملة في الامارات للمدة ٢٠١٩-٢٠٠٦

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول (٢)

ويُلاحظ من خلال الجدول (٢) أنّ الاستثمار الأجنبي المباشر تطور بشكل ملحوظ وكبير، إذ أنّ التقدم الكبير الذي حقّقه الامارات العربية المتحدة خلال تلك السنوات، أدّى وبشكل ملحوظ إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي إليها، ممّا جعلها الواجهة الأولى للمستثمرين الأجانب، إذ يتضح لدينا من خلال الجدول السابق، أنّ في عام (2007) بلغ مجموع الاستثمار الأجنبي المباشر (127424) مليون درهم، حيث قفز بعد ذلك ليصل إلى (192812) مليون درهم في عام (2012). ويدل زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال المدة المحددة، على أنّ الامارات استطاعت أن تحافظ على جاذبيتها، كما استمرت في تقديم الخدمات المميزة التي تُشكل عامل جذب رئيسي في تدفق الاستثمارات، وضح مزيد من رأس المال في مشاريع كبرى، ممّا عاد ذلك بالنفع على الناتج المحلي الإجمالي، وأدّى إلى ارتفاعه وتوسعى الامارات العربية المتحدة إلى جذب الاستثمار الأجنبي المباشر وذلك لنقل وتوطين التكنولوجيا الحديثة إلى الدولة (نجمة والمزروعى، ٢٠١٣: ٢٢) فالإمارات العربية المتحدة مُدركة بأن النمو الاقتصادي أصبح مرتبطاً بشكل كبير بالتكنولوجيا الحديثة والتقدم المعرفي في البلد، كما تُدرك الامارات أهمية جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في تنويع القاعدة الإنتاجية، وزيادة الناتج المحلي الإجمالي، إذ إنّ زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في الامارات العربية المتحدة، يؤدي إلى زيادة الناتج المحلي، بالتالي تحسين مستوى رفاهية الشعب الاماراتي، ويوضح الشكل (٣) علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر بالناتج المحلي الإجمالي في الامارات العربية المتحدة خلال الفترة (2006-2019).



الشكل (٣): علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر بالنتائج المحلي الإجمالي الإماراتي
للمدة ٢٠١٩-٢٠٠٦

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدولين (١) و(٢).
اذ يتبين من الشكل (٣) أنَّ الاستثمار الأجنبي المباشر في الامارات العربية المتحدة يرتبط بعلاقه طردية مع الناتج المحلي الإجمالي، إذ أنَّ ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة (2008-2019)، أدَّى إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي.
وذكرت منظمة (الاونكتاد) في تقرير لها عن الاستثمارات الدولية للعام (٢٠١٢) إن دولة الإمارات تبوّأت المرتبة العاشرة عالمياً بين الوجهات الواعدة للمستثمرين والثانية عربياً في استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة ويأتي هذا التصنيف المقدم لدولة الامارات في جذب الاستثمارات بعد أن هيأت بنيتها التحتية والتشريعية لترسيخ جاذبيتها للاستثمار الأجنبي المباشر فضلاً عن الاستقرار الذي تنعم به والنمو المتواصل للاقتصاد الوطني الذي من المرجح أن يزيد على (4%) هذا العام الأمر الذي يضع الدولة في صدارة الوجهات الاستثمارية المفضلة للمستثمرين في المنطقة، وقدرت (أونكتاد) إجمالي الاستثمارات الأجنبية المباشرة التراكمية في الإمارات خلال الفترة من (2006) وحتى (2011) بنحو (212,8) مليار درهم، فيما بلغ مجموع الاستثمارات المصدر من الدولة إلى الخارج خلال الفترة ذاتها، بنحو (177) مليار درهم وبلغ متوسط التدفق السنوي للاستثمار الأجنبي المباشر بالدولة (676) مليار درهم خلال الفترة من (1995) إلى (2005) فيما استقطبت الإمارات استثمارات أجنبية مباشرة خلال العام (2011) بقيمة (28,14) مليار درهم مقارنة مع (192812) مليار درهم في العام (2010) بنمو (39,4%) وتعزيزاً لدورها في جذب الاستثمارات الأجنبية نظمت دولة الإمارات ملتقى الاستثمار العالمي في أول مايو (2013) في دبي، البيانات والإحصاءات والأرقام تشير إلى أنَّ الاستثمار الأجنبي المباشر ظل محتفظاً بصلابته ومكانته حتى خلال الأزمة المالية العالمية، مما حفز العديد من الاقتصاديات الساعية إلى الخروج من هذه الأزمة على النظر إليه كأولوية أساسية لاستقطاب التدفقات المالية، فضلاً على أنَّ العام (2012) شهد تحركات للتدفقات الاستثمارية المباشرة بلغت (853) مليار درهم، تم توجيه أكثر من (52%) منها للدول النامية، ومن المتوقع أن ترتفع تلك التدفقات إلى (395) مليار درهم في العام (2013) نتيجة للتحسن في البنية الاقتصادية الكلية الدولية.

وإن جهود الدولة أثمرت في تحقيق نجاحات مبهرة في مجال جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، بعد أن تبوّأت مراكز متقدمة عالمياً على مؤشرات قياس تدفقات الاستثمار الأجنبي كماً

ونوعاً، حيث تعد الثانية عربياً والثالثة إقليمياً كأفضل الوجهات لاستقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، أما على المستوى النوعي، فإنها تأتي في المرتبة التاسعة عالمياً على مؤشر جذب نوعية المشروعات ذات القيمة المضافة المرتفعة والكثافة المعرفية.

أما في عام (2017) فقد احتلت الامارات المرتبة الثانية على مستوى الشرق الاوسط اذ بلغ اجمالي حصتها من تدفق الاستثمار الاجنبي ما يقارب (10,334) مليار دولار مشكلاً ما نسبته (23,3%) من اجمالي التدفقات الى المنطقة اذ ارتفع بمقدار (750) مليون دولار عن عام (2016) اي بنسبة (7,8%) (مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي، ٢٠١٧: ٤٠).

سادساً. انعكاس سياسات التحرير المالي في اداء سوق الامارات للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٧: لقد كان لسياسات التحرير المالي والاقتصادي المتبعة في الاقتصاد الاماراتي المبني على الحرية الاقتصادية واقتصاد السوق المفتوح دوراً فاعلاً في تنشيط الاداء العام لسوق الامارات للأوراق المالية فالقوانين الاقتصادية المشجعة للاستثمار الاجنبي قد حققت نجاحاً باهراً في زيادة عدد الشركات الاجنبية العاملة في السوق الاماراتي ومن ثَمَّ انعكس ذلك على عدد الشركات المدرجة في السوق المالي الاماراتي مما ادى الى زيادة التعاملات المالية وارتفاع حجم التداول والمضاربات في الاسهم ومن ثَمَّ ارتفعت قيمة التداول بأضعاف حجم التداول خلال المدة 2006-2019 والجدول (٣) يبين دور سياسات التحرير المالي في المؤشرات المالية لسوق الامارات المالية.

الجدول (٣): مؤشرات سوق الامارات للأوراق المالية للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٧

السنوات	عدد الشركات	حجم التداول مليون دينار	GDP مليون درهم	قيمة التداول مليون درهم	نسبة الى GDP	القيمة السوقية مليون درهم	عدد الصفقات (صفقة)	المؤشر العام للسوق
2006	73	6,069,276	478.152	66,786	13,9	305,803	299,280	3,251.57
2007	89	33,811,933	506,834	509,868	100,5	839,683	2,300,450	6,839.97
2008	106	50,939,871	643,525	418,149	64,9	514,697	3,138,749	4,031.01
2009	120	157,318,141	758,124	554,333	73,1	824,629	3,354,617	6,016.21
2010	130	126,439,280	934,353	537,134	57,4	363,872	3,257,450	2,552.23
2011	133	148,297,352	977,329	243,489	23,9	404,702	2,728,965	2,771.56
2012	129	56,003,360	942,498	103,804	11	385,429	1,158,505	2,655.32
2013	128	40,995,866	981,758	56,819	5,7	346,135	728,097	2,341.42
2014	123	56,858,376	1,367.34	70,705	5,1	379,062	880,087	2,561.21
2015	120	178,682,361	1,477.63	244,504	16,5	646,270	1,894,030	4,313.56
2016	125	217,846,384	1,466,985	525,935	35,8	728,475	2,573,482	4,849.49
2017	128	125,643,490	1.314.937	209,436	15,9	439,442	2,024,421	4,279.84
2018	132	135,453,522	1.280.068	214,542	16,7	344,098	1,940,324	4,123.48
2019	133	138,095,432	1.422.215	243,234	17,1	493,559	2,203,213	4,384.29

المصدر: مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي، التقرير السنوي، سنوات مختلفة.

يلاحظ من الجدول (٣) ان المؤشر العام لسوق الامارات شهد تراجعاً بنسبة (41%) متأثراً بتراجع اسعار اسهم معظم الشركات المدرجة في مختلف القطاعات على الرغم من الاداء الايجابي لمعظم الشركات المدرجة فقد سجل قطاع البنوك تراجعاً بنسبة (40,9%) ومؤشر قطاع الخدمات

(37,3%) ومؤشر قطاع الصناعة بنسبة (57,7%) ومؤشر قطاع التأمين بنسبة (35,4%) ليصل الى (4031,01) نقطة. ثم انخفض المؤشر العام ليصل الى (2552,23) نقطة عام (2010) اي بانخفاض يبلغ (57,5%) عما سجله عام (2009). ثم حافظ على هذا المستوى خلال المدة (2010-2014) ليصل الى (4313,56) نقطة عام (2015) اي بمعدل نمو يصل الى (62,8%) عما كان عليه لعام (2014)، ثم تراجع المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الإمارات المالي بنسبة (6,55%) خلال (2017) مقارنة بالعام (2016) وأغلق السوق عند (4279,81) نقطة في آخر جلسة تداول بالعام (2017)، وكان أداء سوق أبي ظبي للأوراق المالية الأفضل نسبياً بين أسواق دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية في عام (2015) بناء على تقرير صندوق النقد العربي حيث سجل مؤشر السوق انخفاضا بلغت نسبته (5,6%) خلال العام (2015)، فيما بلغت حصة تعاملات الأجانب لدى سوقي دبي وأبوظبي أعلاها بين الأسواق العربية اذ بلغ صافي الاستثمار الاجنبي ما يقارب (5923892) مليون درهم لهذا العام (هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠١٥: ٨٨).

اما قيمة التداول في السوق فقد ارتفعت قيمة التداول من (66786) مليون درهم اي ما يشكل (13,9%) من الناتج المحلي الاجمالي بنهاية عام (2006) لتصل الى (506834) مليون درهم بنهاية عام (2007) ليشكل ما نسبته (100,5%) من الناتج المحلي الاجمالي، ثم استمر على هذا المنوال لتصل عام (2011) الى (243489) مليون درهم متأثراً بالأزمة المالية العالمية لعام (2010) ليشكل ما نسبته (23,9%) من الناتج المحلي الاجمالي، اي بانخفاض مقداره (134,5%) عما كان عليه في عام (2010) وقد يعزى الى خروج الاستثمار الاجنبي بسبب حاجة المحافظ الأجنبية والمستثمرين الأجانب (غير الخليجيين) للسيولة لتغطية خسائرهم في أسواق المال في أميركا وأوروبا، ثم استمر هذا الانخفاض طيلة مدة الاحداث السياسية والامنية المضطربة التي تشهدها المنطقة خلال المدة (2009-2014) وكذلك بسبب انخفاض الاستثمار الاجنبي في حدود (54) مليون درهم في (2012) تحت وقع بعض الأنباء المالية المتعلقة بديون عدد من الشركات الإماراتية، لتعاود الارتفاع نهاية عام (2016) لتصل الى (525935) مليون درهم اي ما يعادل (35,8%) من الناتج المحلي الاجمالي بارتفاع مقداره (115,1%) عما كان عليه نهاية عام (2015) وقد يعزى هذا الارتفاع الى القرار الذي اتخذه سوق ابو ظبي الذي يتيح للمستثمرين من المؤسسات الأجنبية بتملك أسهم في الشركات الكبرى المدرجة في السوق المالي، ليجدد انخفاضه مجدداً ليصل الى (243234) مليون درهم عام (2019) بمعدل تغير بلغ (53,7%) ليشكل ما نسبته (17,1%) من الناتج المحلي الاجمالي.

كما ويلاحظ من الجدول (٣) ان عدد الشركات في عام (2006) بلغ (53) شركة، ثم تمت الموافقة على ادراج (36) شركة ليصل عدد الشركات عام (2007) الى (89) شركة اي بمعدل نمو بلغ (67,9%) عما كان عليه لعام (2006) وكان لسياسات التحرير المالي المشجعة على الاستثمار الاجنبي دوراً في زيادة عدد الشركات الاجنبية اذ وصلت مساهمة الشركات الاجنبية ما يقارب (8%) من اجمالي الشركات المدرجة في السوق، ثم واصل ادراج الشركات بالارتفاع ليصل عام (2008) الى (106) شركة منها (10) شركات اجنبية مدرجة في هذا العام وهي (8) شركات كويتية وشركة بحرينية وشركة قطرية ليصل عدد الشركات الاجنبية الى (17) شركة مدرجة في سوق الامارات، ثم ارتفع إدراج الشركات مجدداً بعد ادراج (10) شركات مساهمة

عامة جديدة في سوق الإمارات منها (6) شركات أجنبية، ليرتفع بذلك عدد الشركات المدرجة من (120) شركة في نهاية العام (2009) إلى (130) شركة مع نهاية عام (2010).
وقد شهد عدد الشركات المدرجة ارتفاعاً، حيث زاد عددها من (125) شركة في نهاية عام (2016) إلى (128) شركة مدرجة مع نهاية (2017)، وذلك بعد أن تم إدراج شركتين مساهمتين عامتين تابعتين لقطاع العقار وشركة واحدة مساهمة خاصة محلية تابعة لقطاع الاستثمار والخدمات المالية.

أما فيما يخص القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق فقد شهد السوق المالي تحسناً شاملاً في أسعار أسهم الشركات المدرجة إذ ارتفعت القيمة السوقية لاسهم (63) من أصل (89) شركة مدرجة وانخفضت القيمة السوقية لاسهم (19) شركة وثبتت القيمة السوقية لـ (6) شركات لتبلغ (305803) مليون درهم خلال عام (2006)، ثم ارتفعت في عام (2007) لتصل إلى (514697) مليون درهم أي معدل نمو بلغ (68,3%) عما كان عليه في عام (2006). ثم ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المحلية المدرجة في السوق ما يقارب الـ (385467) مليون درهم نهاية عام (2012) بتراجع قدره (4,76%) مقارنة (404702) مليون درهم نهاية عام (2011). أما في عام (2017) فقد بلغت القيمة السوقية لأسهم الشركات المحلية المدرجة في السوق ما يقارب الـ (693) مليار درهم بانخفاض وقدره (4,73%) مقارنة بـ (728438) مليون درهم نهاية عام (2017).

المبحث الرابع: تقدير أثر التحرير المالي في أداء سوق الإمارات للأوراق المالية

أولاً. اختبار سكون السلسلة الزمنية لسلسلة الاقتصاد الإماراتي: سيتم تطبيق منهج التكامل المشترك من خلال نموذج (ARDL) وسيتم إجراء اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (P.P) لتوضيح مدى سكون السلسلة الزمنية للمتغيرات المستخدمة في النموذج وكما مبين في الجدول التالي:

الجدول (٤): نتائج (ADF) الموسع لسكون سلسلة متغيرات الاقتصاد الإماراتي

Test	Vari.	With Constant		With Constant & Trend		With Constant & Trend		Sign.
		t-statistic	prob.	t-statistic	prob.	t-statistic	prob.	
ADF	DI	-0.9611	0.761	-1.3578	0.8625	0.3346	0.7786	No.
	CG	-1.4242	0.5641	-2.6755	0.2505	-0.150	0.6272	No.
	MG	-2.2398	0.185	-3.8334	0.022	0.0608	0.6581	N0
	ST	-5.0555	0.001	-5.1773	0.0005	-0.6266	0.4416	No
	TG	-1.4385	0.5563	-3.1444	0.1066	0.3456	0.7814	No.
	DG	-1.6401	0.4556	-1.486	0.8226	0.1593	0.7285	No.

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews).

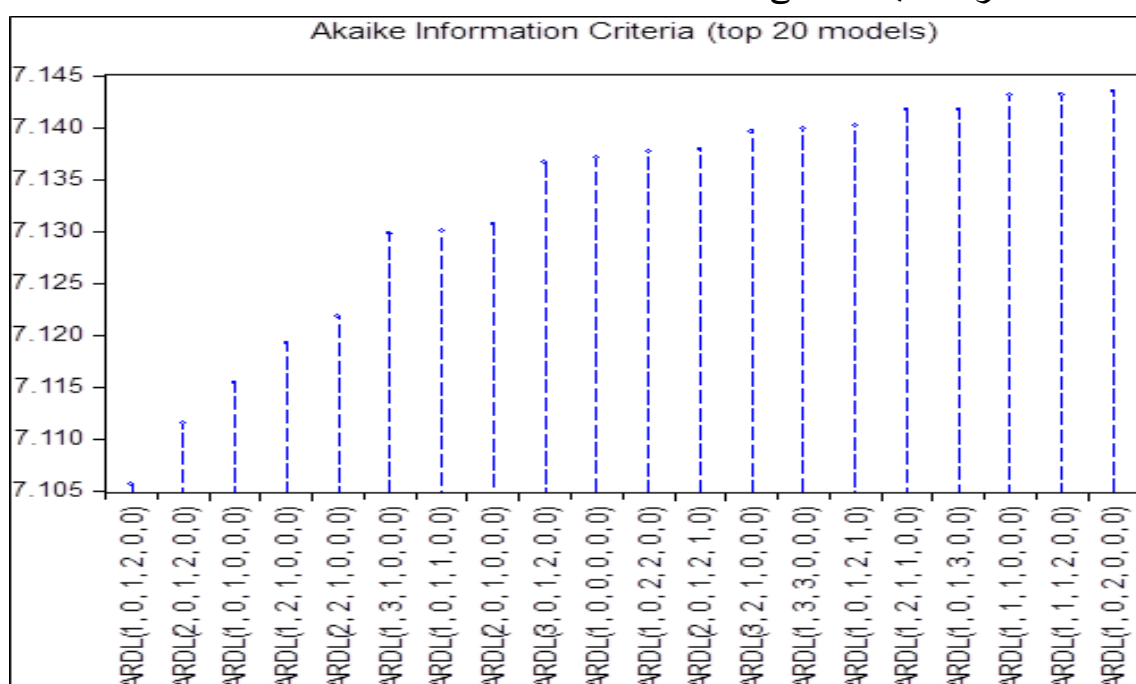
بعد إجراء اختبار سكون للسلسلة الزمنية تبين ان السلسلة الزمنية غير مستقرة في المستوى الأصلي، لذا سيتم اخذ الفروق الاولى (جذر الوحدة) للسلسلة حتى تكون مستقرة وكما يأتي:

الجدول (٥): نتائج اختبار الفروق الاولى (جذر الوحدة) لسلسلة متغيرات الاقتصاد الاماراتي

Test	Variable	With Constant		With Constant & Trend		With Constant & Trend		Sign.
		t-statistic	prob.	t-statistic	prob.	t-statistic	prob.	
ADF	D(DI)	-6.0848	0	-6.0251	0	-6.1	0	***
	D(CG)	-9.4531	0	-9.3606	0	-9.4445	0	***
	D(MG)	-7.2833	0	-7.2508	0	-7.2195	0	***
	D(ST)	-7.5182	0	-7.4398	0	-7.5887	0	***
	D(TG)	-10.194	0	-10.112	0	-10.173	0	***
	D(DG)	-6.087	0	-7.1233	0	-8.1535	0	***

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews).

بعد اخذ الفرق الاول لها السلسلة الزمنية صبحت السلسلة خالية من جذر الوحدة ومستقرة من الدرجة الاولى (I_1) حسب اختبار ديكي-فولر المطور (ADF) واختبار فيليبس بيرون (P.P)، وبذلك يمكننا الان تطبيق نموذج الانحدار الذاتي ذو الابطاء الموزعة (ARDL).
ثانياً. تقدير نموذج الانحدار الذاتي ذو فترات الابطاء الموزعة (ARDL): أصبح بالإمكان تطبيق منهج (ARDL) لاختبار التكامل المشترك (منهج اختبار الحدود) لاسيما وان النموذج ملائم جداً مع عينة البحث البالغة (56) مشاهدة.
أ. اختيار فترات الابطاء المثلى حسب طريقة (Akaike information Criteria: AIC). ويوضح الشكل ادناه فترات الابطاء المثلى:



الشكل (٤): نتائج فترات الابطاء المثلى حسب طريقة (AIC) للاقتصاد الاماراتي

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews).

يتبين ان أفضل نموذج لفترات الابطاء حسب طريقة (AIC) هو (1,0,1,2,0,0). وكما موضح في الجدول (٦).

الجدول (٦): تحديد فترات الابطاء المثلى لنموذج ARDL للاقتصاد الاماراتي

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
0	9.901266	0.082064	0.812542	DI(-1)
0.483	0.707527	0.207837	0.14705	DG
0.4668	-0.73414	0.917382	-0.67349	CG
0.0603	-1.92826	0.37038	-0.71419	CG(-1)
0.1932	1.321453	0.146535	0.193639	MG
0.6775	0.418617	0.125833	0.052676	MG(-1)
0.1576	1.437799	0.092494	0.132988	MG(-2)
0.5478	0.605763	0.237985	0.144162	ST
0.4702	0.728461	0.420205	0.306103	TG
0.2599	-1.14129	15.67636	-17.8913	C
R-squared	0.959533	Mean dependent var	88.3725	
Adjusted R-squared	0.951256	S.D. dependent var	35.41779	
S.E. of regression	7.819582	Akaike info criterion	7.116715	
Sum squared resid	2690.418	Schwarz criterion	7.485046	
Log likelihood	-182.151	Hannan-Quinn criter.	7.258766	
F-statistic	115.922	Durbin-Watson stat	1.815509	
Prob (F-statistic)	0			

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews).

الجدول السابق يبين ان (R^2) البالغ ما قيمته (0.958) وهذا يعني ان النموذج يفسر ما نسبته (95%) من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لسوق الامارات للأوراق المالية، و(5%) يعود الى عوامل عديدة اخرى لم يتضمنها النموذج، وبحسب اختبار (F) فان قيمة الاحتمالية البالغة (٠) وهي اقل من (5%) ومعامل الارجاع بلغ (-15.4933) وهذا يعني معنوية النموذج المستخدم في تقدير العلاقة.

ثالثاً. تحليل نتائج اختبار الحدود للعلاقة بين المتغيرات في الاقتصاد الاماراتي: يتم حساب احصائية (F) من أجل التحقق من وجود علاقة توازنه في الاجل الطويل بين المتغيرات المستقلة المعبرة عن التحرير المالي والمتغير التابع، فإذا كانت قيمة احصائية (F) المحسوبة أكبر من الحد الاعلى للقيم الحرجة فأنا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، اما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة فأنا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، والجدول (٧) يوضح نتائج اختبار الحدود لنموذج (ARDL).

الجدول (٧): نتائج اختبار الحدود لنموذج ARDL

T- test	Value	K
F- test	3.852605	5
Critical value		
Significance	I ₀ Bound	I ₁ Bound
10%	2.26	3.35
5%	2.62	3.79
2.5%	2.96	4.18
1%	3.41	4.68

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews).
ان النتائج تظهر أن القيمة المحسوبة لإحصائية (F) تساوي (٣,٨٥٢) وهي أكبر من قيمة (F) الحرجة عند حدها الأعلى عند مستوى (5%) وهي تساوي (3.79) مما يعني وجود علاقة، أي وجود توازن طويل الأجل المتغيرات المستقلة المعبرة عن التحرير المالي والمؤشر العام لسوق الامارات للأوراق المالية، ومن ثمَّ وجود علاقة تكامل مشترك بينهما خلال مدة الدراسة.
رابعاً. اختبار جودة النموذج للاقتصاد الاماراتي: قبل اعتماد نموذج (١,٢,١,٠,٠,٠,٠) (ARDL) في تقدير الاثار القصيرة والطويلة الاجل ينبغي التأكد من جودة أداء النموذج، وذلك من خلال استخدام الاختبارات الآتية:

أ. اختبار ثبات تباين حدود الخطأ (ARCH): تم اختبار (ARCH) وكانت نتائج الاختبار الاتي:
الجدول (٨): نتائج اختبار شرط ثبات تباين حدود الخطأ (تجانس التباين)

Hetero skedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.034656	Prob. F(1,51)	0.8531
Obs*R-squared	0.035991	Prob. Chi-Square(1)	0.8495

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews).
بعد تطبيق الاختبار تبين ان قيمة الاحتمالية (0.8531) وهي اكبر من (2.5%) وهذا يشير الى ان النموذج معنوي وخالي من مشكلة تجانس التباين.
ب. اختبار استقلال الحدود (عدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل): نلجأ إلى اختبار (Breusch Godfrey Serial Correlation LM): للارتباط الذاتي. وبعد اجراء الاختبار كانت النتائج كالآتي:

الجدول (٩): نتائج اختبار (Breusch -Godfrey Serial Correlation LM) لاستقلال الحدود

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	0.149631	Prob. F(2,42)	0.8615
Obs*R-squared	0.382044	Prob. Chi-Square(2)	0.8261

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي (Eviews).
بما ان نتائج الاختبارات اثبتت سلامة وجودة النموذج المستخدم وهذا ما يتبين من خلال احتمالية (F) المحتسبة البالغة (0.861) وهي أكبر من قيمتها الجدولية عند (1%) مما يعني معنوية النموذج، يتم الان تحليل نتائج المعلمات القصيرة والطويلة الاجل وكما يأتي:

خامساً. تحليل نتائج تقدير معلمات الأجل القصير والأجل الطويل ومعلمة تصحيح الخطأ في الاقتصاد الإماراتي: بعد التأكد من وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات ينبغي الآن الحصول على المقدرات الطويلة والقصيرة الأجل لمعلمات النموذج المقدر ومعلمة تصحيح الخطأ، والجدول (١٠) يوضح ذلك:

الجدول (١٠): نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل والأجل القصير ومعلمة تصحيح الخطأ.

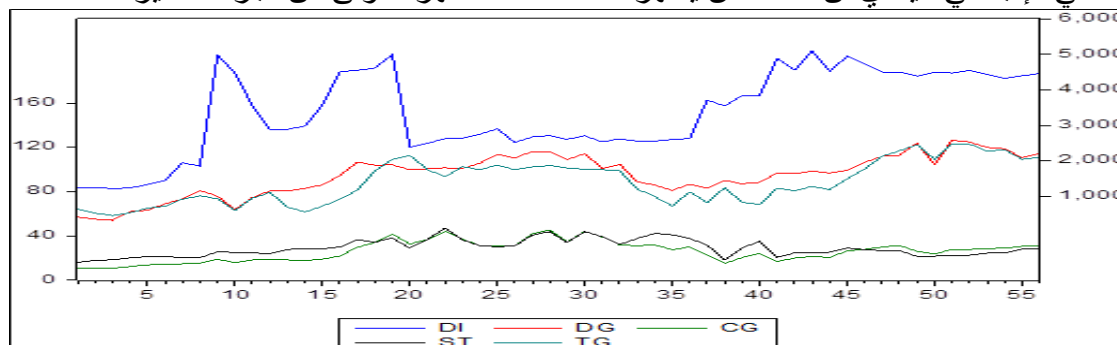
Counteracting Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(DG)	6.5347	17.29638	0.377807	0.7073
D(CG)	-18.0958	78.64546	-0.23009	0.0019
D(MG)	23.44994	11.60801	2.020152	0.0091
D(ST)	28.17865	73.5807	0.382963	0.7035
D(TG)	-3.15806	28.23962	-0.11183	0.9114
CointEq(-1)	-0.34169	0.093574	-3.65159	0.0007
Cointeq=DI - (19.1244*DG -165.0454*CG + 68.6286*MG + 82.4676* ST -9.2424*TG -579.0965)				
Long Run Coefficients				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DG	19.12445	51.01831	0.374855	0.7095
CG	-165.045	229.8814	-0.71796	0.4763
MG	68.62859	34.13	2.010799	0.0051
ST	82.46762	211.5467	0.389832	0.6984
TG	-9.24236	83.32342	-0.11092	0.9122
C	-579.097	5494.901	-0.10539	0.9165

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews).

تشير نتائج القياسية الى وجود علاقة توازنية قصيرة الأجل بين التحرير المالي وأداء سوق الامارات للأوراق المالية باستخدام المؤشر العام للسوق (DI) وهذا ما تؤكدته درجة الاحتمالية بلغت الصفر ومعلمة التصحيح البالغة (-0.3416) والتي تعبر عن سرعة التكيف بين الأجل القصير والأجل الطويل، وهذا يعني ان القيمة المطلقة لمعامل تصحيح الخطأ البالغة (0.34) عند مستوى معنوية اقل من (0.01%) والتي تعني ان 34% من الاخطاء الحاصلة في المؤشر العام لسوق الامارات لثلاثة أشهر سابقة تم معالجتها في الربع الحالي وان الوصول الى حالة التوازن يتم خلال ثمانية أشهر اي ان التكيف في النموذج كان سريعاً نسبياً.

في الأجل القصير نلاحظ ان هناك علاقات توازنية بين المتغيرات الداخلة في الدراسة مع المؤشر العام للسوق فكانت هناك علاقة توازنية بين درجة نقدية الاقتصاد (MG) والانتماء الممنوح للقطاع الخاص كنسبة الى الناتج المحلي الإجمالي (CG) من جهة والمؤشر العام للسوق من جهة اخرى. في حين انعدمت تلك العلاقة بين نسبة الائتمان الممنوح الى الناتج المحلي الإجمالي (TG) وإجمالي الودائع كنسبة الى الناتج المحلي الإجمالي (DG) من جهة وبين المؤشر العام للسوق (DI) من جهة اخرى.

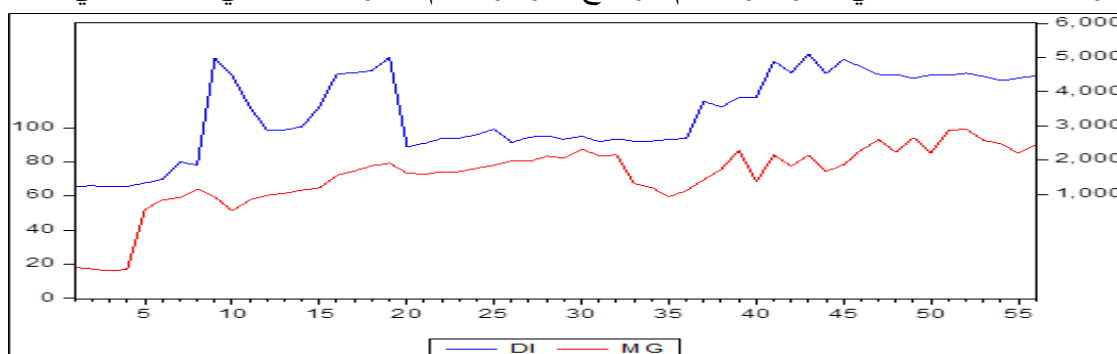
في حين كانت هناك علاقة توازنه بين درجة نقدية الاقتصاد (MG) والائتمان الممنوح للقطاع الخاص كنسبة الى الناتج المحلي الإجمالي (CG) التي تمثل سياسات التحرير المالي في الامارات العربية المتحدة والمتغير التابع المؤشر العام للسوق (DI) المعبر عن سوق الامارات للأوراق المالية خلال المدة (2004-2017) حتى وان كانت الاستجابة بطيئة نسبياً وهذا مقبول من الناحية الاقتصادية لاسيما وان فترة الدراسة تم تقسيمها الى بيانات ربع سنوية ومن ثمَّ فان الأجل القصير الذي قد يصل الى سنة هو في الواقع يأخذ اربع فترات ابطاء. ومن ثمَّ فإن المؤشر العام لسوق الامارات للأوراق المالية يتأثر بالتغيرات الحاصلة بالائتمان الممنوح كنسبة الى الناتج المحلي الإجمالي أنياً اي ان الانعكاس يظهر خلال الثلاثة أشهر الاولى من اجراء التغير.



الشكل (٥): العلاقة التوازنية لمؤشرات التحرير المالي والمؤشر العام لسوق الامارات للأوراق المالية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الملحق الاحصائي (٣).

اما على الأجل الطويل فان العلاقة موجودة بين درجة نقدية الاقتصاد (MG) والمتغير التابع (DI) فدرجة نقدية الاقتصاد كمؤشر للعمق المالي (MG) تربطها بعلاقة طردية طويلة الأجل مع المؤشر العام لسوق الامارات للأوراق المالية فعند زيادة (MG) بنسبة (1%) فيقود الى ارتفاع مؤشر السوق الاماراتي بـ (102.0252) نقطة وهذا يعني ان هناك تأثير كبير لعرض النقد على الأداء الاقتصادي بشكل عام وعلى مؤشر السوق المالي بشكل خاص، فزيادة عرض النقد بمقدار معين وبفعل المضاعف النقدي ستنعكس تلك الزيادة على الاقتصاد الكلي بشكل عام وعلى سوق الاوراق المالية الاماراتية بشكل خاص فعندما يزداد عرض النقد في ظل ثبات الاستقرار الاقتصادي للبلد ستنحسن السيولة المالية لدى الافراد والمؤسسات ومن ثمَّ ستزداد نسبة ما يوجه نحو التعاملات المالية في السوق ومن ثمَّ ارتفاع المؤشر العام له، وكما مبين في الشكل الآتي.



شكل (٦): العلاقة التوازنية الطويلة الأجل بين مؤشر العمق المالي والمؤشر العام لسوق الامارات للأوراق المالية

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الملحق الاحصائي (٣).

الخاتمة:

أولاً. الاستنتاجات:

١. توصل الباحثان الى اثبات الفرضية الأساسية للبحث والتي تشير الى تأثير سوق الامارات بسياسات التحرير المالي المتبعة في الامارات وهذا يعبر عن التطور المالي واستخدام الادوات المالية المتطورة والمستوى الجيد لكفاءة السوق كونه يستجيب للتطورات المالية والاقتصادية التي يشهدها الاقتصاد الاماراتي.
٢. نجحت سياسات التحرير المالي المطبقة في الامارات في تطوير القطاع المصرفي وهذا يتبين من عدد المصارف الاهلية العاملة في الامارات وبالأخص المصارف الاجنبية.
٣. السياسة النقدية في الامارات في ظل تطبيق اجراءات التحرير المالي قدمت نموذجاً رائعاً في ادارتها للسلطة النقدية إذ نجحت في توفير الاستقرار المالي والنقدي بالتعاون مع القطاع المصرفي.
٤. اشارت النتائج القياسية الى وجود علاقة تكاملية طويلة الاجل بين المتغيرات المستقلة والمؤشر العام لسوق الامارات المالية، وان المتغيرات المستقلة تفسر 34% من التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للسوق.

ثانياً. التوصيات:

١. ضرورة العمل على تحقيق كفاءة سوق الامارات للاوراق المالية عند المستوى القوي، حتى يصبح قادر على التفاعل الآني ومواجهة التطورات الحاصلة في المتغيرات المستقلة.
٢. تشجيع المصارف الخاصة بمنح الائتمان بضمانات مقدمة من الحكومة المركزية.
٣. تعزيز التعاون المشترك فيما بين السلطة النقدية والسياسة المالية من اجل ديمومة الاستقرار النقدية والمالي في الاقتصاد.
٤. محاربة مخاطر السمعة التي تمس السلطة النقدية وذلك من خلال تشريع قانون يجرم الشائعات، لاسيما وان التعامل المالي حساس جداً لسمعة المؤسسات المالية مما يؤثر على السحب المفاجئ للودائع.

المصادر

أولاً. المصادر العربية:

١. ابراهيم الجعلي، (١٩٩١)، امكانية انشاء سوق الأوراق المالية في الإمارات العربية المتحدة، بحث مقدم الى ندوة دور القطاع المصرفي في دعم الاقتصاد الوطني، نظمتها غرفة تجارة وصناعة ابو ظبي المنعقدة في ابو ظبي.
٢. الامارات العربية المتحدة، سوق ابو ظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي، ٢٠٠٤-٢٠١٧.
٣. الامارات العربية المتحدة، سوق دبي للأوراق المالية، التقرير السنوي، ٢٠٠٤-٢٠١٧.
٤. الامارات العربية المتحدة، مصرف الامارات العربية المتحدة المركزي، التقرير السنوي، ٢٠٠٤-٢٠١٧.
٥. الامارات العربية المتحدة، هيئة الاوراق المالية والسلع، التقرير السنوي ١٩٩٨-٢٠١٧.
٦. الامارات العربية المتحدة، وزارة الاقتصاد، التقرير السنوي، ٢٠٠٠-٢٠١٧.
٧. بنال، احمد حسين، (٢٠١٥)، العلاقة بين سوق الصرف وسوق الاوراق المالية في العراق، دراسة قياسية، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، ع ١٤.
٨. التقرير الاقتصادي العربي الموحد ٢٠٠٤.

٩. الجميل، سرمد كوكب، (٢٠١١)، التمويل الدولي المدخل في الهياكل والعمليات والادوات، الدار النموذجية للطباعة والنشر، ط١، صيدا، لبنان.
١٠. الجنابي، نبيل مهدي كاظم والشيباوي، امل شاكر كنكون، (٢٠١٧)، دور المصارف التجارية في تفعيل نشاط سوق الامارات للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، مجلد ١٩، عدد ٢.
١١. حسين، عبد الرزاق حمد وعبد القادر، حنين رضوان، (٢٠١٧)، واقع الاقتصاد الاماراتي في ظل التنمية المستدامة دراسة تحليلية للمدة (٢٠٠١-٢٠١٦)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، مجلد ٣، عدد ٣٩.
١٢. حسين، معاوية احمد، (٢٠١٤)، الاستثمار الاجنبي المباشر وأثره على النمو والتكامل الاقتصادي بمجلس التعاون لدول الخليج العربية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والادارة، مجلد ٢٨، عدد ٢.
١٣. درويش، حسين ديكان، (٢٠٠٨)، أثر سياسات الإصلاح الاقتصادي في رفع مقدرة الاقتصاد العراقي، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، مجلد ١٠، عدد ١.
١٤. العبيدي، سري سامي عبد الرزاق، (٢٠٠٩)، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر في تنمية التجارة الخارجية لدول جنوب شرق آسيا (ماليزيا حالة دراسية للمدة (١٩٩٠-٢٠٠٧)، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
١٥. علي، وسام حسين، (٢٠١٣)، أثر التضخم على اداء سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٥-٢٠١١) باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، ع ١٠.
١٦. فخري، سامر محمد وقادر، أسو بهاء الدين، (٢٠١٦)، الربحية المصرفية في ظل التحول من سياسة الكبح المالي الى سياسة التحرير المالي في العراق للمدة (١٩٩٨-٢٠١١)، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، م ١٢، ع ٣٤.
١٧. فهد، نصر حمود مزنان، (٢٠٠٩)، أثر السياسات الاقتصادية في اداء المصارف التجارية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
١٨. مرزوك، عاطف لافي، وعبد الرزاق، مصطفى رفيق، (٢٠١٥)، الفوائض والسياسة النفطية في الامارات العربية المتحدة والعراق، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، مجلد ١٠، العدد ٣٣.
١٩. نجمة، الياس والمزروع، علي سيف علي، (٢٠١٣)، أثر الانفاق العام على الناتج المحلي الاجمالي دراسة تطبيقية على دولة الامارات العربية المتحدة خلال السنوات (١٩٩٠-٢٠٠٩)، مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٨، العدد ١.
٢٠. يونس، عدنان حسين وشأني، سلام كاظم، (٢٠١٧)، دور الاحتياطات الدولية في نمو الناتج المحلي الاجمالي-الامارات حالة دراسية للمدة ١٩٨٨-٢٠١٤، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، مجلد ١٤، العدد ١.

ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Abdullahi D. Ahmed, (2013), Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment, journal homepage: www.elsevier.com/locate/ecmod.
2. Adikari, A.M.P., (2012), Financial Liberalization Index for Sri Lanka, Journal of Social Sciences-Sri Lanka.

3. Alimi, R. Santos, (2014), ARDL Bounds Testing Approach to Cointegration: A Reexamination of Augmented Fisher Hypotheses In An Open Economy, Asian Journal of Economic Modelling, Vol. 2, No. 2.
4. Arif mohamed, Ahwed. M. Khalid, (2000), Liberalization, Growth, and the Asian Financial Crisis. Edward Elgar Publishing. .
5. Azeez, Bolanle A, (2012), Effect of Financial Liberalization on the Performance of Informal Capital Market, Research Journal of Finance and Accounting, Vol 3, No 6.
6. B. N. Ghosh, (2002), Global Financial Crises and Reforms: Cases and Caveats, Routledge.
7. Evans, Trevor, (2014), the impact of financial liberalisation on income inequality, International Journal of Labour Research, vol. 6, no. 1.
8. Khalil, Saed and Dombrecht, Michel, (2011), The Autoregressive Distributed Lag Approach to Co-integration Testing: Application to OPT Inflation, Palestine Monetary Authority.
9. Lars Jonung, (2009), Lessons for China from financial liberalization in Scandinavia, Economic Papers 383. © European Communities.
10. Mahamarn, Vasana, (2010), financial liberalization in Thailand: Impact on the Growth and Volatility of foreign investment in stock market and the stock market, Master Program in Economic Growth, LUND University.
11. Mnif, Afef Trabelsi, (2013), The Effects of Financial Liberalization on Stock Market Cycles:Structural Time Series Models, Global Journal of Management and Business Research Interdisciplinary, Volume 13.
12. Ms. Enrica Detragiache, Asli Demirgüç-Kunt, (1998), Financial Liberalization and Financial Fragility, International Monetary Fund
13. Nkoro, Emeka and Uko, Aham Kelvin, (2016), Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration technique: application and interpretation, Journal of Statistical and Econometric Methods, vol.5, no.4.
14. Rad, Abbas Alavi and Eslami, Mohammad Reza, (2012), Long run and Short run effects of Monetary and Exchange Variables on Stock Prices in Iran, International Journal of Economics and Finance Studies, Vol 4, No 1.
15. Safav, Bijan and Ali Yousef, (2017), Examining the Effect of Financial Liberalization on the performance of stock market, International Journal of Development and Economic Sustainability, Vol.5, No.5.
16. Springler, Elisabeth, (2006), Financial Liberalization, Stock Markets and Growth in Economies with Underdeveloped Financial Markets, European Political Economy Review, Vol. 3, No. 2.
17. Thoa, Do Thi and Hua, Zhang Jian, (2016), ARDL Bounds Testing Approach to Cointegration: Relationship International Trade Policy Reform and Foreign Trade in Vietnam, International Journal of Economics and Finance; Vol. 8, No. 8.
18. Waliullah, (2010), Financial Liberalization and Stock Market Behaviour in an Emerging Market- A Case Study of Pakistan, International Journal of Business and Social Science, Vol. 1 No. 3.
19. Westermann, Frank and elt, (2006), decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth, IMF Research Departmen.