

# المحددات الاقتصادية الكلية لتطور أداء بورصة أوغندا للأوراق المالية

(٢)

د.

ملخص تنفيذي

نظراً لأهمية أسواق الأوراق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي، تسعى هذه الدراسة إلى البحث في العوامل الاقتصادية الكلية التي تؤدي إلى تطور أداء بورصة أوغندا للأوراق المالية، وهي واحدة من أسواق الأوراق المالية الأفريقية حديثة النشأة، خلال الفترة (2000 2015). وقد وتنقسم الدراسة إلى خمسة أقسام؛ حيث يبدأ القسم الأول بمقدمة للدراسة. ويستعرض القسم الثاني أهم الدراسات الإمبريقية التي تناولت المحددات الاقتصادية الكلية المؤثرة في تطوير أداء أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات الناشئة والنامية. في حين يستعرض القسم الثالث خصائص بورصة أوغندا للأوراق المالية منذ نشأتها وحتى عام 2015. ثم يأتي القسم الرابع الذي يستعرض توصيف نموذج "كالديرون - روسيل" المعدل، والبيانات المستخدمة، ونواتج التقدير. وأخيراً، يأتي القسم الخامس الذي يتضمن خاتمة الدراسة وأهم ما توصلت إليه من توصيات. وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير النموذج، تشير النتائج إلى أن تنمية القطاع المصرفي، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي من العوامل الاقتصادية التي من شأنها تطوير أداء سوق الأوراق المالية الأوغندية. كما تؤكد النتائج على ما جاءت به عدد من الدراسات الإمبريقية على البورصات الأفريقية حديثة النشأة بأن المتغيرات المتعلقة بمعدلات الادخار، والاستثمار الأجنبي، ومتوسط نصيب الفرد من الدخل، وسيولة السوق لا تزال تأثيرها محدوداً في تلك البورصات. وبناءً عليه، توصي الدراسة بأن تقوم الحكومة الأوغندية بتنفيذ سياسات اقتصادية تسرع من النمو الاقتصادي، وتحسين مناخ العمل بالشكل الذي يشجع على الادخار والاستثمار في الأسهم؛ وذلك من أجل تعزيز تنمية أسواق الأسهم لديها.

(\*) مدرس الاقتصاد \_ قسم السياسة والاقتصاد - كلية الدراسات الإفريقية العليا جامعة القاهرة ، عدد

٤٦، يوليو ٢٠١٩ ص ١ - ٣٢



---

الكلمات الدالة: المحددات الاقتصادية الكلية، بورصة الأوراق المالية، أوغندا.  
تصنيف JEL: E44, G15, C20.

## 1. مقدمة

تتسم سوق الأوراق المالية في أوغندا بحدائثة نشأتها وصغر حجمها. حيث تم تأسيس بورصة أوغندا للأوراق المالية (Uganda Stock Exchange (USE) في عام 1997، كواحدة من أحدث أسواق الأوراق المالية في شرق أفريقيا، وأصبحت تعمل في عام 1998 بتداول سندات المنشأة الوحيدة التي قامت بالتسجيل في البورصة في ذلك الوقت وهو "بنك التنمية لشرق أفريقيا". وفي ذلك الوقت كانت البورصة تشهد انتمام كمية محدودة من الصفقات أسبوعياً. ومنذ عام 1998 وحتى يوليو 2015، كانت تتم عملية التداول في البورصة يدوياً ثم تم التحول إلى نظام التداول الآلي منذ يوليو 2015 (Bulere, 2015).<sup>1</sup>

وتواجه USE العديد من التحديات؛ والتي تتمثل في محدودية عدد الشركات المسجلة، وانخفاض قيمة رأس المال السوقي. حيث تتخوف معظم الشركات العاملة بقطاع الأعمال الخاص المحلي في أوغندا من الإدراج في سوق الأوراق المالية لتمويل استثماراتها، وما يترتب عليه من فقد سيطرتها على إدارة تلك الشركات لصالح حملة الأسهم. ولذلك تفضل تلك الشركات الحصول على القروض المصرفية لتمويل استثماراتها بدلاً من الاعتماد على البورصة. كذلك لا تفضل الشركات متعددة الجنسيات إدراج أسهمها في بورصة أوغندا للأوراق المالية؛ حيث تفضل الاعتماد في تمويل استثماراتها من مواردها الذاتية (Bohnstedt et al, 2000).<sup>2</sup> وعلى الرغم من انخفاض الإدراج ورسملة السوق في USE، فإن معدل دوران الأسهم يشهد ارتفاعاً كبيراً، وكذلك معدلات العائد على تلك الأسهم مقارنةً بنظيره في البورصات الأفريقية جنوب الصحراء. فعلى سبيل المثال، بلغ معدل العائد على الأسهم في بورصة أوغندا للأوراق المالية حوالي 74% بين يناير ونوفمبر 2010 (Bulere, 2015).<sup>3</sup>

وقد عانى الاقتصاد الأوغندي من عدم استقرار معدل النمو الاقتصادي لفترات زمنية طويلة ومتلاحقة. حيث شهد معدل النمو الاقتصادي في أوغندا تقلباً شديداً خلال الخمسينيات من القرن العشرين. وفي الستينيات من القرن



العشرين، وبعد حصولها على الاستقلال، نجحت الحكومة الأوغندية في تحقيق معدلات نمو مرتفعة نتيجة لتبنيها استراتيجية تنمية قطاع الزراعة كقطاع قائد لعملية النمو الاقتصادي. وقد بلغت معدلات النمو في تلك الفترة حوالي 4,6% سنوياً. وخلال السبعينيات والثمانينيات من القرن العشرين، أثر عدم الاستقرار السياسي الذي شهدته أوغندا سلباً على الأداء الاقتصادي. حيث شهد الاقتصاد الأوغندي تراجع المدخرات، وهروب رأس المال البشري والمادي، وتحويل الإنفاق الحكومي من الأنشطة الإنتاجية إلى تمويل الحروب، وما ترتب على كل ذلك من انخفاض في مستويات الإنتاجية، وانخفاض قيمة الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 40%، وتدهور الرعاية الاجتماعية خلال الفترة (1971 - 1986) (Okidi et al, 2004).<sup>4</sup>

وعقب فترة الاضطرابات السياسية التي شهدتها أوغندا خلال الفترة (1971 - 1979)، شهدت استعادة للاستقرار السياسي والاقتصادي خلال الثمانينيات من القرن العشرين. حيث تبنت الحكومة الأوغندية حينذاك "برامج الانتعاش الاقتصادي"، والذي تلقت من خلاله دعم أجنبي كبير. وعلى الرغم من ذلك، فقد أدى اتباع سياسات نقدية ومالية توسعية، هذا إلى جانب الاضطرابات المدنية التي شهدتها الدولة في منتصف عام 1984، إلى حدوث تراجع في الأداء الاقتصادي الأوغندي. ولذلك، في مايو 1987 تبنت أوغندا "برنامج الانتعاش الاقتصادي" (Economic Recovery Program)، وقد صاحب ذلك تعهد القيادة السياسية بإجراء إصلاحات شاملة في أوغندا كشرط لحصولها على دعم مادي كبير من قبل المانحين الدوليين. وقد عقب ذلك اتباع الحكومة الأوغندية سلسلة من برامج التكيف الهيكلي (Structural Adjustment Programs) الموجهة بشكل رئيسي نحو تحفيز النمو بقيادة قطاع الأعمال الخاص. وقد ترتب على ذلك ارتفاع معدل النمو الاقتصادي؛ وذلك نتيجة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، ونمو دور القطاع الخاص في قطاعات الصناعة، والزراعة، والتجارة والفنادق (Bulere, 2015).<sup>5</sup>

ونتيجة لماسبق، تأسست بورصة أوغندا للأوراق المالية في عام 1997 كإلية لاستمرار النمو الاقتصادي ولدعم تمويل استثمارات القطاع الخاص

---

وضمان نموه. وقد تمثل الهدف الرئيسي منها في وجود آلية للحكومة الأوغندية لحشد المدخرات وتمويل الاستثمار في الأجل الطويل وتحسين فرص الشركات الصغيرة في الحصول على التمويل (Maghanga & Quisenberry, 2015)

6

ولقد أكدت العديد من الأدبيات النظرية على أهمية دور سوق الأوراق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي خاصة في الاقتصادات الناشئة والنامية. حيث يمكن لسوق الأوراق المالية توفير السيولة في الأسواق المالية، والحد من تكلفة تعبئة المدخرات، وتحسين إدارة الشركات والمنشآت الصناعية، وتعزيز تقاسم المخاطر على المستوى الدولي، ومن ثم تعزيز النمو الاقتصادي (Greenwood & Smith, 1997).<sup>7</sup>

ونظراً للفوائد الاقتصادية العديدة المترتبة على وجود أسواق الأوراق المالية وتطور أدائها، تتزايد عدد الدراسات التطبيقية التي تسعى لبناء نماذج قياسية لتحديد العوامل (المتغيرات) الاقتصادية الكلية التي تقف وراء تطوير أداء سوق الأوراق المالية. إلا أن معظم تلك الدراسات طبقت تلك النماذج على عينات/مجموعات من أسواق الأوراق المالية، باستخدام تحليل البيانات المقطعية عبر الزمن (Panel Data Analysis)؛ مما يؤدي إلى فقد كثير من المعلومات الخاصة بكل سوق من هذه الأسواق (Binder et al, 2005).<sup>8</sup> بالإضافة إلى ذلك، تركز معظم تلك الدراسات على تقييم العلاقة بين تطوير أداء أسواق الأوراق المالية ومحدداتها في المدى الطويل، وإغفال دراسة اتجاه العلاقة بينهما على المدى القصير (Hsiao et al, 2006).<sup>9</sup> ومن ثم، تتمثل إشكالية هذا البحث في كلٍ من النقطتين التاليتين:

محاولة التغلب على إغفال تحليل العلاقة بين تطوير أداء أسواق الأوراق المالية ومحدداتها في الأجل القصير.

تفادي القصور الذي ينتج عن استخدام تحليل البيانات المقطعية عبر الزمن، ويؤدي إلى فقد كثير من المعلومات الخاصة بكل سوق من أسواق الأوراق المالية.

وبناءً عليه، يهدف هذا البحث لتقييم العلاقة بين المحددات الاقتصادية الكلية وتطور أداء بورصة أوغندا للأوراق المالية خلال الفترة (2000-2015)، مستخدمةً في ذلك منهج التحليل القياسي. وتأتي أهمية هذا البحث من أنه لا تزال هناك ندرة في الدراسات الإمبريقية التي تدرس طبيعة هذه العلاقة في الدول الأفريقية بصفة عامة، وفي أوغندا بصفة خاصة. كما أن بورصة أوغندا للأوراق المالية لا تزال تعاني من العديد من التحديات الاقتصادية التي تؤثر على كفاءتها التشغيلية والتوظيفية. ومن ثم، يساهم التعرف على أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة في أداء تلك السوق على رسم السياسات الاقتصادية بالشكل الذي يحفز نمو تلك السوق ويعزز دورها في الاقتصاد الأوغندي. وقد تم تقسيم الدراسة إلى خمسة أقسام متضمنة المقدمة والخاتمة. حيث يستعرض القسم الثاني أهم الدراسات الإمبريقية التي تناولت المحددات الاقتصادية الكلية المؤثرة في تطوير أداء أسواق الأوراق المالية في الاقتصادات الناشئة والنامية، وأهم ما توصلت إليه من نتائج. في حين يستعرض القسم الثالث خصائص بورصة أوغندا للأوراق المالية (الخصائص التشغيلية والوظيفية) منذ نشأتها وحتى عام 2015. وأخيراً، يأتي القسم الرابع الذي يستعرض توصيف النموذج والبيانات المستخدمة، واختبارات ما قبل القياس ونتائج التقدير.

## 2. الدراسات السابقة

تشير العديد من الأدبيات النظرية إلى وجود ارتباط بين تطور سوق الأوراق المالية والعوامل الاقتصادية الكلية والمؤسسية في الاقتصادات التي تعمل بها تلك الأسواق. وقد أشارت هذه الأدبيات أن تلك العوامل الاقتصادية الكلية تتمثل في: التنمية الاقتصادية، وتطوير القطاع المصرفي، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، وتدفق رأس المال الخاص، والانفتاح التجاري. وفيما يتعلق بالعوامل المؤسسية، فهي تتمثل في: الحماية القانونية للمستثمرين، وحوكمة الشركات، وتحرير السوق المالية، وتكامل سوق الأوراق المالية. ولذلك، سعت العديد من الدراسات قياس أثر هذه العوامل الاقتصادية الكلية والمؤسسية، وتحديد أي منها للتأثير المعنوي في تطوير أسواق الأوراق المالية، وذلك من الناحية التطبيقية (Ho & Iyke, 2017)<sup>10</sup>. ومن ثم، يسعى هذا القسم

من الدراسة إلى استعراض الدراسات الإمبريقية التي تمت على الدول النامية، والاقتصادات (الأسواق) الناشئة من حيث: أهم المتغيرات التي تضمنها النموذج، طريقة التقدير، وأهم ما توصلت إليه من نتائج.

ففي دراسة (Tsauroi, 2018)<sup>11</sup>، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية المجمعة (Pooled Ordinary Least Squares)، تم قياس أثر عدد من محددات تطور سوق الأوراق المالية لمجموعة من الأسواق الناشئة خلال الفترة (1994 2014). وتشمل الأسواق الناشئة التي تمت دراستها في هذه الورقة كل من: الأرجنتين، والبرازيل، وكولومبيا، والمكسيك، وبيرو، وجمهورية التشيك، واليونان، وبولندا، والبرتغال، وروسيا، وتركيا، والصين، وهونغ كونغ، واندونيسيا، والهند، وماليزيا، والفلبين، وجمهورية كوريا، وتايلاند، وسنغافورة، وجنوب إفريقيا. وتتمثل العوامل الرئيسية التي تؤثر على تنمية سوق الأوراق المالية في كل من: الاستثمار الأجنبي المباشر، ومعدل النمو الاقتصادي، وتطور البنية التحتية، والمدخرات، ومعدل التضخم، والانفتاح التجاري، وأسعار الصرف، وتنمية القطاع المصرفي، وسيولة أسواق الأسهم. وقد أوضحت نتائج القياس أن للاستثمار الأجنبي المباشر، والمدخرات، والنمو الاقتصادي، والانفتاح التجاري، وأسعار الصرف، وتنمية القطاع المصرفي، وسيولة أسواق الأسهم، أثر إيجابي على تنمية أسواق الأوراق المالية في تلك الاقتصادات الناشئة.

وتبحث ورقة (Ho, 2019)<sup>12</sup> في المحددات الاقتصادية الكلية لتنمية سوق الأوراق المالية في دولة جنوب أفريقيا خلال الفترة من 1975 إلى 2015. وبالنظر إلى الدور الهام الذي تلعبه سوق الأسهم في جنوب أفريقيا وفي القارة الأفريقية ككل، تم استخدام مؤشري الرسملة السوقية ونسبة رأس المال السوقي لتنمية سوق الأوراق المالية في دولة جنوب أفريقيا. وبتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفتحات الزمنية الموزعة المبطة للنكامل المشترك (اختبار الحدود) المعروف بـ [Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Model]، تؤكد هذه الورقة على النتائج التي توصلت إليها دراسات أخرى بأن تنمية القطاع المصرفي، والنمو الاقتصادي يعززان من تنمية سوق الأوراق المالية، في حين

أن معدل التضخم، ومعدل الفائدة الحقيقي يؤثران سلباً في كلٍ من الأجلين القصير والطويل. بالإضافة إلى ذلك، تشير هذه الورقة إلى أن الانفتاح التجاري له تأثير سلبي على تنمية سوق الأوراق المالية في الأجل القصير؛ الأمر الذي يختلف عن نتائج العديد من الدراسات الأخرى.

وتبحث دراسة (Udoka et al, 2018)<sup>13</sup> في تأثير محددات الاقتصاد الكلي على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بنيجيريا. ولتحقيق هذا الهدف، تم جمع بيانات عن متغيرات الاقتصاد الكلي: كالناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف، ومعدل التضخم، وسعر الفائدة، ومؤشر أسعار الأسهم. وقد تم استخدام نموذج (ARDL) في تحليل تلك المحددات خلال الفترة (1986-2014). وكشفت نتائج التقدير عن عدم وجود علاقة طويلة الأجل بين محددات الاقتصاد الكلي وتحركات أسعار الأسهم في نيجيريا. كما تشير النتائج إلى أن كل من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم ليسا من المحددات الحاسمة لحركة أسعار الأسهم في نيجيريا في الأجل القصير، بينما يؤثر كل من سعر الصرف، وسعر الفائدة بشكل كبير في حركة أسعار الأسهم في نيجيريا في الأمد القصير. وتوصي الدراسة بضرورة قيام الحكومة النيجيرية بخلق بيئة عمل مواتية تشجع على الادخار والاستثمار في الأسهم، وإعداد سياسات اقتصادية ثابتة لتحفيز الاستثمار في سوق رأس المال.

وتشير دراسة (Thanh et al, 2016)<sup>14</sup>، إلى أن سوق الأسهم يعتبر قناة رئيسية لتعبئة رأس المال على المدى الطويل في الاقتصاد القومي لأية دولة، وأن محددات تطوير سوق الأوراق المالية في البلدان النامية لا تزال غير محددة. وتهدف هذه الورقة إلى التحقق من هذه المحددات في كلٍ من فيتنام ومجموعة من الدول النامية (حوالي 36 دولة) باستخدام طريقة العزوم المعممة (Generalized Method of Moments)، خلال الفترة من عام 2003 إلى 2014. وتشير النتائج الخاصة بمجموعة الدول النامية، أن كلاً من النمو الاقتصادي، والانتماء المحلي، وسيولة سوق الأوراق المالية، تُعد من العوامل الإيجابية التي تساهم في تطور سوق الأوراق المالية. كما أن العوامل المؤسسية، مثل سيادة القانون، لها آثار إيجابية كبيرة. وفيما يتعلق بتطور سوق الأوراق



المالية في فينتام، فإن تأثيرات عوامل الاقتصاد الكلي مثل النمو الاقتصادي، والاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر، والانتماء المحلي، وعرض النقود بمعناه الواسع، وسيولة أسواق الأوراق المالية، والتضخم، لها آثار سلبية كبيرة. في حين أن جميع المتغيرات المؤسسية، بما في ذلك مكافحة الفساد، وفعالية الحكومة، والاستقرار السياسي، والجودة التنظيمية، وسيادة القانون، هي عوامل ذات تأثير إيجابي. وهذا يعني أن العوامل المؤسسية لها أهمية بالغة في تعزيز الطلب على الأسهم وأداء أسواق الأسهم في فينتام.

وتبحث دراسة (Owiredu & Oppong, 2016)<sup>15</sup> في المحددات الاقتصادية الكلية لتنمية سوق الأوراق المالية في غانا للفترة (1992-2012). وباستخدام البيانات السنوية لكل من متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والادخار المحلي، والوساطة المالية، وسيولة سوق رأس المال، ومعدل التضخم (كمؤشر للاستقرار الاقتصادي)، وتدفقات رأس المال الخاص، ورأس المال السوقي (كمؤشر لتنمية سوق الأوراق المالية)، تم تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares Method). وتشير النتائج إلى أن سيولة سوق الأوراق المالية تؤثر إيجابياً (على عكس المحددات الأخرى، مثل: معدل التضخم، والدخل الحقيقي، والمدخرات المحلية، وتدفقات رأس المال الخاص) على تنمية سوق الأوراق المالية في غانا.

وتسعى دراسة (Bayar, 2016)<sup>16</sup> إلى تحديد العوامل الاقتصادية الكلية التي تؤثر في تنمية سوق الأوراق المالية في تركيا خلال الفترة (2005-2015)، وذلك باستخدام نموذج (ARDL). وقد استخدمت الدراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية التالية: معدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، وتنمية القطاع المصرفي، ودرجة الانفتاح التجاري، والاستثمارات الأجنبية المباشرة، وسيولة سوق الأوراق المالية، كأحد أهم العوامل المؤثرة في تنمية البورصة في تركيا. وقد توصلت الدراسة إلى أن كلاً من النمو الاقتصادي، وسيولة سوق الأسهم لها تأثير إيجابي على تنمية سوق الأوراق المالية في الأجل الطويل، في حين أن



التضخم له تأثير سلبي على تطور سوق الأوراق المالية في الأجلين القصير والطويل.

وفي دراسة (Msangi, 2015)<sup>17</sup>، تم البحث في أهم العوامل المؤثرة في تطوير سوق رأس المال في تنزانيا، وذلك خلال الفترة (1998-2012). وقد تم استخدام اختبار ارتباط بيرسون لتقييم العلاقة بين المتغيرات محل البحث. كذلك، استخدمت هذه الدراسة نموذج الانحدار المتعدد، والذي تم تقديره بطريقة المربعات الصغرى العادية. وقد أشارت نتائج التقدير إلى أن كلاً من الاستثمار المحلي، وتنمية القطاع المصرفي، والاستثمار الأجنبي المباشر، هي المحددات الهامة لتطوير سوق رأس المال في تنزانيا. ومع ذلك، وجدت الدراسة أنه لا توجد علاقة بين تطوير سوق رأس المال والسيولة في سوق الأسهم. ولذلك، أكدت الدراسة على ضرورة قيام الحكومة التنزانية بتنظيم القطاع المالي والسيطرة عليه من أجل تعزيز تطوير سوق رأس المال.

وتبحث ورقة (Jun et al, 2015)<sup>18</sup> في العوامل الاقتصادية الكلية التي تؤثر على تنمية سوق الأوراق المالية في الكامبيرون، مستخدمة في ذلك نموذج "كالديرون - روسيل" (Calderon-Rossell)<sup>19</sup>. وبتقدير النموذج من خلال طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين (Two-Stage Least Squares Method)، تشتير النتائج إلى أن سيولة سوق الأوراق المالية، والانفتاح المالي (التمثلان في الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات رؤوس الأموال الخاصة) من المحددات الهامة لتنمية البورصة في الكامبيرون. أيضاً، لا يزال معدل النمو الاقتصادي وتنمية القطاع المصرفي ليس لهما أثر إيجابي وكبير في تنمية سوق الأوراق المالية في الكامبيرون.

وتبحث دراسة (Samveg, 2012)<sup>20</sup> في تأثير عددٍ من محددات الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأوراق المالية الهندي باستخدام البيانات الشهرية خلال الفترة (يناير 1991 - ديسمبر 2011). وقد استخدمت الدراسة متغيرات الاقتصاد الكلي التالية: سعر الفائدة، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، ومؤشر الإنتاج الصناعي، والمعروض النقدي بمعناه الواسع، وسعر الذهب، وسعر

---

الفضة، وأسعار النفط. ومن خلال تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ [Vector Error Correction Model (VECM)]، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين الثمانية محددات للاقتصاد الكلي وأداء سوق الأوراق المالية الهندي. كذلك وجدت الدراسة أن لكلٍ من سعر الصرف، ومؤشر الإنتاج الصناعي، وأسعار النفط تأثيراً على أداء سوق الأوراق المالية في الهند في الأجلين القصير والطويل. وبناءً عليه، أوصت الدراسة بأهمية الحفاظ على الاستقرار في سعر صرف العملة المحلية من قبل البنك المركزي في الهند. كذلك، أكدت على ضرورة دعم نمو قطاع الصناعة من خلال وضع السياسات الاقتصادية المناسبة لذلك.

وأخيراً، تهدف دراسة (Khorshidi et al, 2010)<sup>21</sup> إلى تقييم وتحديد العوامل الفعالة في تنمية سوق الأوراق المالية في إيران، وذلك خلال الفترة (1991 2007). وقد استخدمت الورقة البحثية كلاً من الدخل، ومعدل الادخار، ومعدل الاستثمار، وتطور الوساطة المالية، وسيولة سوق الأوراق المالية، وعدم الاستقرار الاقتصادي الكلي (مقاساً بمعدل التضخم) كأحد أهم العوامل الاقتصادية الكلية التي يتم تقييمها. وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير النموذج، أشارت النتائج إلى أن الدخل يؤثر سلباً على تنمية سوق الأوراق المالية في إيران. بينما تؤثر كلٌّ من معدلات الادخار، والاستثمار، والوساطة المالية بشكل إيجابي على تنمية سوق الأوراق المالية هناك. وبناءً عليه، أوصت الدراسة بضرورة زيادة الحوافز على الاستثمار في سوق الأوراق المالية في إيران، والتوسع في برامج الخصخصة، بالتزامن مع تنمية دور الوسطاء الماليين في الاقتصاد القومي.

### 3. خصائص بورصة أوغندا للأوراق المالية

تهدف الأسواق المالية لإيجاد وسائل/أصول مالية للتمويل قصير وطويل الأجل. وتشتمل الأسواق المالية في أوغندا على: سوق الصرف الأجنبي، أسواق المشتقات المالية، سوق النقد وسوق رأس المال. وفيما يلي، سيتم استعراض أهم خصائص بورصة أوغندا للأوراق المالية من حيث: النشأة، والخصائص التشغيلية، والخصائص الوظيفية.

#### أولاً: النشأة

تُعد هذه البورصة واحدة من أحدث أسواق الأوراق المالية في أفريقيا، وقد تأسست في يونيو 1997 كشركة تضامن محدودة. وقد بدأت في العمل في يناير 1998 بشركة واحدة مسجلة وتداول سندات من بنك تنمية شرق أفريقيا، مع كمية محدودة من التداول في كل أسبوع. وتعمل USE تحت إشراف "هيئة سوق رأس المال" التي تقدم تقاريرها إلى "بنك أوغندا". وتُعد هذه البورصة المكان المركزي لتداول الأوراق المالية لجميع الشركات وكذلك لتنظيم أنشطة السماسرة. ومن خلال طرح أسهم للجمهور، يمكن للجمهور الاستثمار في هذه الأسهم، كما يمكن للشركات (الخاصة/الحكومية) الحصول التمويل اللازم للتوسع في استثماراتها وأنشطتها. وتتمتع بورصة أوغندا للأوراق المالية بعضوية في رابطة البورصات الأفريقية (African Stock Exchange Association). كذلك هناك تعاون بين بورصة أوغندا للأوراق المالية ونظيرتها في منطقة شرق أفريقيا؛ كبورصة نيروبي للأوراق المالية، وبورصة دار السلام للأوراق المالية، وبورصة رواندا للأوراق المالية. كما تسعى كل تلك البورصات للاندماج في بورصة إقليمية لمنطقة شرق أفريقيا كمحاولة لتحقيق التكامل المالي الكامل لجماعة شرق أفريقيا. وتطبق بورصة أوغندا للأوراق المالية القوانين واللوائح التي تنظم تداول الأوراق المالية في أوغندا والصادرة في عام 2003. ومن ثم، قد تلعب هذه البورصة دوراً هاماً في تمكين الشركات من زيادة رأس المال الخاص بها، وتسهيل عملية التداول في الأوراق المالية من قبل المستثمرين وإنفاذ اللوائح (USE, 2010)<sup>22</sup>.

## ثانياً: الخصائص التشغيلية

### 1. نظام التداول

تم استخدام نظام التداول اليدوي ببورصة أوغندا للأوراق المالية منذ افتتاحها، واستمر هذا النظام حتى منتصف عام 2015. وقد تم إدخال نظام التداول الآلي في 20 يوليو 2015، وذلك من أجل اللحاق ببورصات الأوراق المالية الأخرى في جميع أنحاء العالم. وتشهد البورصة حالياً تطوراً كبيراً بنظام العمل بها حيث يتم التداول عن طريق الإنترنت، وارتفع عدد ساعات العمل بالبورصة من ساعتين إلى 5 ساعات. وتسعى حكومة أوغندا إلى دعم تطوير نظم التداول في البورصة وذلك لتشجيع الشركات وقطاع الأعمال الخاص على الاعتماد على البورصة في الحصول على رأس المال. كما تسعى لتشجيع الجمهور لاستخدام مدخراتهم في البورصة من خلال استثمارها في الأسهم التداولية بـ USE. وتتوقع الحكومة من نظام التداول الآلي أن يساهم في تحسين أداء USE؛ حيث أنه أكثر كفاءة وأرخص وأسرع وأقل عرضة للأخطاء. كما أن نظام التداول الآلي من شأنه تحسين إمكانية الوصول إلى الصرف الأجنبي، ومن ثم سيسهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية. كما أنه يمكن العملاء من متابعة تنفيذ عمليات البيع والشراء وتغيير السماسرة باستخدام نفس الحساب (Maghanga & Quisenberry, 2015)<sup>23</sup>.

### 2. نظام المقاصة والتسوية

تستخدم بورصة أوغندا للأوراق المالية (مثل العديد من البورصات الأخرى) نظام الإيداع المركزي للمقاصة وتسوية المعاملات، وقد تم البدء بالعمل بهذا النظام في 18 فبراير 2010. وبالتعاون مع الأعضاء الآخرين في بورصة شرق إفريقيا للأوراق المالية (East African Stock Exchange)، تبنت بورصة الأوراق المالية بأوغندا إطاراً جديداً للإيداع المركزي كوسيلة للتغلب على التحديات التي واجهها المستثمرون المتعاملون على أسهم وسندات الشركات المقيدة بالبورصة المحلية والإقليمية (Cross-listing securities transactions). وتشهد بورصة أوغندا سرعة وكفاءة في تطبيق نظام التسوية

والمقاصدة مع اعتماد نظام التداول الآلي. حيث بلغت عدد أيام التسوية حالياً حوالي 3 أيام بعد أن كانت حوالي 5 أيام قبل إدخال النظام الآلي. أي سوف يستغرق الأمر فقط ثلاثة أيام عمل بعد شراء الأسهم ليتم تسويتها والحصول على الأسهم المتاحة للتداول في البورصة. وقد ترتب على هذا الأمر ارتفاع حجم التداول ومشاركة المستثمرين الأجانب في البورصة (Maghanga & Quisenberry, 2015).<sup>24</sup>

### 3. نظام العمل

توجد ثلاثة شرائح للشركات المساهمة في بورصة أوغندا للأوراق المالية (Bulere, 2015):<sup>25</sup>

- شريحة الاستثمار الرئيسية [The Main Investment Market Segment (MIMS): هذا بمثابة السوق الرئيسية للشركات الكبيرة التي تسعى للتوسع في الاستثمار وتمويل تلك الاستثمارات من خلال سوق الأوراق المالية. وحتى يتم تسجيل الشركات في الشريحة، فهي تحتاج إلى الحد الأدنى من صافي الأصول بقيمة 2 مليار شلن أوغندي ويكون قيمة حصتها من إجمالي أسهم الشركة 1 مليار شلن أوغندي كحد أدنى. وبسبب معايير الأهلية الصارمة، هناك عدد قليل من الشركات الملحقه بهذه الشريحة (16 شركة محلية وإقليمية/منطقة شرق أفريقيا).
- شريحة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت [The fixed Income Securities Market Segment (FISMS): وتقتصر هذه الشريحة من السوق على الشركات والمستثمرين الذين يرغبون في التجارة في الأصول ذات الدخل الثابت مثل سندات الشركات، والسندات الحكومية، والأسهم الممتازة. وكذلك الأدوات مالية الأخرى قصيرة الأجل مثل الأوراق التجارية، وأذون الخزانة. وهناك 39 سندا حكومياً و6 سندات للشركات مدرجة في هذه الفئة/الشريحة.
- شريحة الشركات التي تفقد عملية النمو [The Growth Enterprises Market Segment (GEMS): اعترافاً بدور المشروعات الصغيرة

---

والمتوسطة في دفع النمو الاقتصادي في أوغندا، خصصت USE شريحة يتم فيها طرح أسهم وسندات لتلك المشروعات. كان هذا لتوفير سوقاً لهذه الشركات لزيادة رأس المال. وقد ازدادت أهميته للشركات الصغيرة والمتوسطة بسبب خفض شروط ومعايير الأهلية للانضمام بالبورصة المفروضة عليها.

وفيما يتعلق بشركات السمسرة العاملة ببورصة أوغندا للأوراق المالية، خلافاً لغيرها من أسواق الأوراق المالية، يُسمح لـ 8 شركات بالعمل كمستثمرين ووسطاء/تجار ببورصة أوغندا للأوراق المالية ويُطلق عليهم وكلاء الإيداع المركزي للأوراق المالية (Bulere, 2015)<sup>26</sup>.

#### 4. نشر المعلومات

من أجل اتخاذ قرار استثماري جيد، يحتاج المرء إلى أن يكون مجهزاً بشكل جيد بكل المعلومات المتاحة عن الفرص الاستثمارية الممكنة. وتتصف أسواق الأوراق المالية بالكفاءة إذا كان من السهل الوصول إلى معلومات عن الاستثمارات المتاحة بسهولة. ومن المعلومات التي تهتم المستثمرين بالبورصة: معدلات النمو الاقتصادي، وأداء سوق الأسهم، أداء الشركة المسجلة، والسياسات الحكومية. وفي أوغندا، يمكن الحصول على المعلومات عن الاستثمار في أسهم الشركات المسجلة من مصادر مختلفة؛ مثل منشورات USE، وأبحاث السماسرة، وتقارير الشركات (Maghanga & Quisenberry, 2015)<sup>27</sup>.



## 5. القواعد واللوائح التنظيمية

تعمل "بورصة أوغندا للأوراق المالية" بموجب قواعد ولوائح جيدة والتي تنظم جميع عمليات التبادل، وفقاً لقواعد ولوائح التداول الصادرة في عام 2003، والتي شهدت بعض التعديلات في عام 2015. وتقتصر عضوية السماسرة / الوكلاء أو المستثمرين على من هم في حيازتهم ترخيص ساري المفعول صادر من السلطات الرقابية والإشرافية للموق، لتشغيله كوسيط/تاجر أو مستثمر (Bulere, 2015)<sup>28</sup>.

### ثالثاً: الخصائص الوظيفية

لا تزال بورصة أوغندا للأوراق المالية سوقاً ناشئة، إلا أنها تخطو خطوات جيدة في مجال تطوير أدائها<sup>29</sup>. ومن المؤشرات الرئيسية لقياس مدى تطور أداء أسواق الأوراق المالية في القيام بوظائفها، مؤشري حجم السوق، وسيولة السوق (Bulere, 2015)<sup>30</sup>.

#### 1. حجم السوق

يُقاس حجم السوق بكل من عدد الشركات المدرجة بالبورصة، ونسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي. ووفقاً لتعريف البنك الدولي، فإن عدد الشركات المدرجة يشمل فقط تلك الشركات المحلية والإقليمية المسجلة في البورصة، ومن ثم لا يشمل هذا المؤشر شركات وصناديق الاستثمار (Yartey, 2008)<sup>31</sup>. وقد بلغت عدد الشركات المسجلة في بورصة أوغندا للأوراق المالية حوالي 9 شركات محلية و 8 شركة إقليمية، وذلك بنهاية عام 2018<sup>32</sup>. وفيما يتعلق بمؤشر نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، فقد بلغت قيمة هذا المؤشر حوالي 0,4% في عام 2000، ثم استمر في الارتفاع ليصل إلى أكبر قيمة له خلال عام 2007 (بلغ حوالي 21,9%) ثم انخفض في أعقاب الأزمة المالية العالمية (حيث بلغ حوالي 14,2% في عام 2009)، ثم عاود في الارتفاع إلى أن بلغ حوالي 18,4% في عام 2015 (World Bank, 2019)<sup>33</sup>.



## 2. سيولة السوق

تُقاس سيولة السوق باستخدام المؤشرين التاليين: نسبة القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل الدوران. وقد بلغت نسبة قيمة الأسهم المتداولة في بورصة أوغندا للأوراق المالية من الناتج المحلي الإجمالي حوالي 0,06% في عام 2012. وتُعد هذه النسبة منخفضة للغاية إذا ما قورنت بنظيرتها في بورصة نيروبي للأوراق المالية، والتي بلغت حوالي 2% في عام 2012 (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2019)<sup>34</sup>. وفيما يتعلق بمعدل دوران الأسهم المتداولة ببورصة أوغندا للأوراق المالية، لا يزال هذا المؤشر منخفضاً للغاية إذا ما قورن بنظيره في البورصات الأخرى لدول شرق أفريقيا. فعلى سبيل المثال، بلغت قيمة هذا المؤشر في عام 2015 حوالي 0,2% في بورصة أوغندا للأوراق المالية مقارنةً بحوالي 4,6% في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وحوالي 6,4% في بورصة دار السلام للأوراق المالية، وحوالي 5,6% في بورصة رواندا للأوراق المالية (World Bank, 2019)<sup>35</sup>.

## 4. النموذج ونتائج القياس

أولاً: توصيف النموذج والبيانات المستخدمة وطرق معالجتها

قامت الدراسة بتقدير الشكل المُعدّل من نموذج "كالدبيرون - روسيل"<sup>36</sup>، والذي جاء في دراسة (Jun et al, 2015)<sup>37</sup>، وهو يتمثل في المعادلة التالية:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + \beta_4 X_{4t} + \beta_5 X_{5t} + \beta_6 X_{6t} + \varepsilon_t$$

حيث:

$Y_t$  هو المتغير التابع الذي يقيس تطور البورصة من خلال نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي في السنة  $t$ .

$X_{1t}$  هو معدل النمو للدخل الحقيقي للفرد.

$X_{27}$  نسبة عرض النقود بمعناه الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر عن تطور قطاع الوساطة المالية.

$X_{30}$  حجم الادخار المحلي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

$X_{41}$  معدل التضخم كمؤشر عن استقرار الاقتصاد الكلي.

$X_{53}$  نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر عن تدفق رؤوس الأموال الأجنبية الخاصة للاقتصاد المحلي.

$X_{66}$  نسبة قيمة الأوراق المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر عن سيولة البورصة.

$\epsilon_i$  الخطأ العشوائي.

وقد قامت الدراسة بجمع البيانات السنوية عن المتغيرات السابقة، وذلك خلال الفترة (2000 2015)، من قواعد البيانات الصادرة عن البنك الدولي لعام 2019، وهي: "مؤشرات التنمية الدولية" (World Development Indicators)<sup>38</sup>، و"التنمية المالية العالمية" (Global Financial Development)<sup>39</sup>. ونظراً لعدم توافر السلسلة الزمنية كاملة في حالة أوغندا للمتغير الخاص بنسبة إجمالي قيمة الأوراق المتداولة للناتج المحلي الإجمالي ( $X_{66}$ )، فقد تم استبداله بالمتغير الخاص بنسبة إجمالي قيمة الأوراق المتداولة إلى رسملة السوق (أي معدل الدوران) والذي يُعد مؤشر بديل لسيولة البورصة.

ثانياً: اختبارات ما قبل القياس وطريقة التقدير

لقد تم استخدام البرنامج الإحصائي EViews 10 لتقدير النموذج القياسي. ويوضح الجدول رقم (1) الإحصاءات الوصفية (كالوسط الحسابي،

---

والوسيط، والانحراف المعياري، ومعامل الاختلاف) للبيانات المتعلقة  
بالمغيرات التي يتضمنها النموذج. كما يوضح الجدول رقم (2) نتائج اختبار  
جذر الوحدة (Unit Root Test) والمعروف بـ "اختبار ديكي- فولر الموسع"  
[Augmented Dickey-Fuller (ADF)] لكل متغير من المتغيرات  
المتضمنة بالنموذج. ووفقاً لنتائج هذه الاختبار، نجد أن السلاسل الزمنية لكل  
المتغيرات المتضمنة بالنموذج تُعد مستقرة عند مستوياتها الأصلية؛ أي أنها  
متكاملة من الدرجة صفر (Integrated of Order Zero). وبناءً عليه، تم  
استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير الشكل المُعدّل من نموذج  
"كالديرون - روسيل".

جدول رقم (1): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النموذج

$X_6$	$X_5$	$X_4$	$X_3$	$X_2$	$X_1$	Y	
1.206250	4.085949	8.337643	11.61287	20.14072	22.93893	33.10.53125	الوسط الحسابي
0.350000	4.046148	5.684367	12.22320	20.20446	22.77282	26.13.75000	الوسيط
5.500000	6.479821	34.02147	18.06088	23.61768	7.01056	721.90000	أقل قيمة
0.100000	2.593888	3.169556	5.756085	16.09144	0.145857	0.400000	أعلى قيمة
1.527293	1.281647	9.148260	3.811808	2.293125	2.094880	9.094666	الانحراف المعياري
1.580046	0.512819	1.487379	0.078775	0.365906	0.294043	0.089397	الميل
4.784920	2.264897	5.063908	1.834290	2.260654	2.168209	1.189104	التفرطح
8.781414	1.061540	8.739270	0.922468	0.721454	0.691814	2.207542	إحصائية Jarque-Bera (J-B)
0.012392	0.588152	0.012656	0.630505	0.697169	0.707578	0.331618	(احتمالية J-B)
19.300000	65.37518	133.4023	185.8059	322.2516	47.02294	168.5000	المجموع
34.98937	24.63927	1255.360	217.9482	78.87636	65.82786	1240.694	مجموع مربع الانحرافات
16	16	16	16	16	16	16	عدد المتغيرات

جدول رقم (2) : نتائج اختبار "اختبار ديكي- فوللر الموسع" عند المستوى الأصلي للسلاسل الزمنية

القيم الجدولية MacKinnon لـ	القيم الإحصائية لـ (t)	السلسلة الزمنية
-2.681330	-3.049325*	Y
-2.681330	-3.130536*	X <sub>1</sub>
-2.681330	-3.353393*	X <sub>2</sub>
-2.713751	-3.717069*	X <sub>3</sub>
-3.959148	-4.714636**	X <sub>4</sub>
-2.681330	-2.811957*	X <sub>5</sub>
-2.681330	-2.989671*	X <sub>6</sub>

\*معنوية عند مستوى 10% حسب القيم الجدولية لـ MacKinnon.

\*\*معنوية عند مستوى 1% حسب القيم الجدولية لـ MacKinnon.

وللتأكد من جودة النموذج في عملية التقدير، تم تطبيق عدداً من اختبارات التشخيص (Diagnostic Tests) للنموذج [انظر الجدول رقم (3)]. حيث تشير قيمة إحصائية  $R^2$  للنموذج المقدر إلى أن حوالي 88,6% من التغير في حجم سوق الأوراق المالية في أوغندا يمكن تفسيره بالتطورات التي تلحق بالمتغيرات المستقلة؛ معدل النمو في الدخل الحقيقي للفرد، والادخار المحلي، ومعدل التضخم، ومعدل الدوران، وعرض النقود، والاستثمار الأجنبي المباشر. في حين أن حوالي 11,4% من التغير في حجم البورصة الأوغندية يتم تفسيره من قبل الخطأ العشوائي. كما تؤكد قيمة إحصائية F على معنوية النموذج من الناحية الإحصائية بمستوى ثقة 99%. كما تشير نتائج اختبار الارتباط التسلسلي للأخطاء العشوائية، المعروف بـ "اختبار بروش جودفري للارتباط التسلسلي" (Breusch-Godfrey Serial Correlation Test)، إلى أن البواقي خالية من مشكلة الارتباط التسلسلي. كما يشير اختبار عدم ثبات التباين للخطأ العشوائي، المعروف بـ "اختبار بروش باجان جودفري لعدم ثبات التباين" (Breusch-Pagan-Godfrey Heteroskedasticity test)، إلى أن البواقي مستقلة وموزعة توزيعاً متطابقاً (أي أن النموذج خالي من مشكلة

اختلاف التباين). وفيما يتعلق باختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي المعروف بـ "اختبار جارك بيرا" (Jarque-Bera (JB) Test)، توضح قيمة إحصاء JB إلى عدم رفض فرضية العدم بأن الخطأ العشوائي يتبع التوزيع الطبيعي [انظر الشكل البياني رقم (1)]. كما يشير اختبار مدى ملائمة توصيف النموذج المقدر من حيث الشكل الدالي لهذا النموذج والذي يُعرف بـ (Ramsey RESET) Test) إلى عدم رفض الفرض العدمي بصحة الشكل الدالي لهذا النموذج.

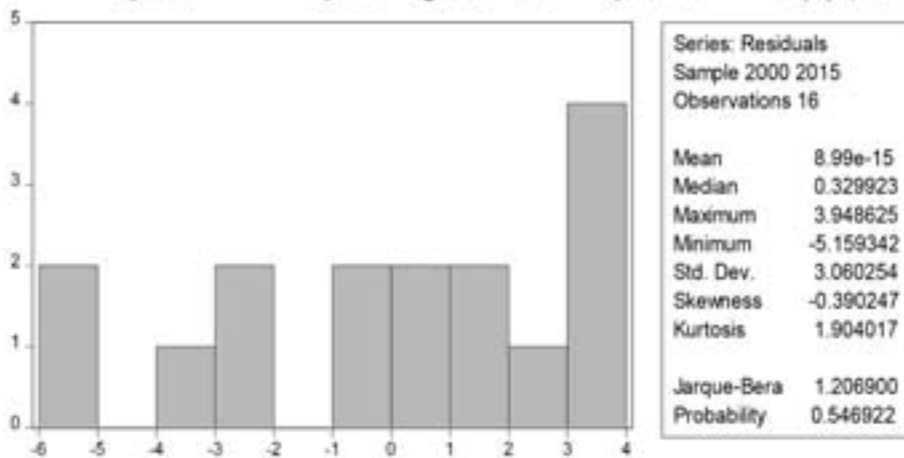
### جدول رقم (3)

#### نتائج اختبارات الفحص أو التشخيص للنموذج المقدر

الاختبار	قيمة الإحصاء	الاحتمالية P-Value
$R^2$	0.886775	—
F	11.74798	*0.000814
الاختبار التسلسلي	4.627703	**0.0989
اختبار عدم ثبات التباين	7.109870	**0.3108
اختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي	1.206900	**0.546922
اختبار مدى ملائمة توصيف النموذج	3.820195	**0.0864

\* معنوية عند مستوي 1%، \*\* غير معنوية عند مستوي 1%.

#### الشكل رقم (1) : الشكل البياني لاختبار التوزيع الطبيعي للخطأ العشوائي



وللتأكد من أن النموذج المقدر خالي من مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة (والتي تُعرف باسم مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity Problem)، تم تقدير عامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor) لكل متغير من المتغيرات المستقلة التي يضمها النموذج. ووفقاً لـ (Kleinbaum et al, 1988)<sup>40</sup>، إذا تجاوز عامل تضخم التباين لأي متغير من المتغيرات المستقلة القيمة 10، فإن هذا المتغير يُعد مسبباً لمشكلة التعدد الخطي. ووفقاً للجدول التالي، يمكن ملاحظة عدم وجود علاقة خطية قوية بين جميع المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج محل الدراسة.

الجدول رقم (4) : اختبار مشكلة التعدد الخطي

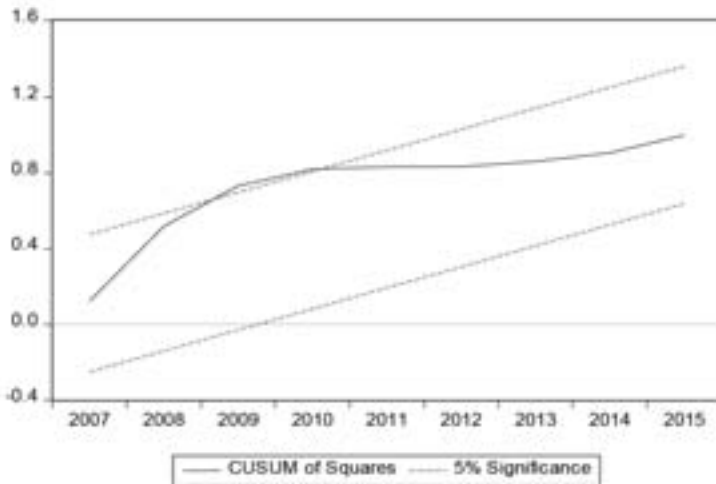
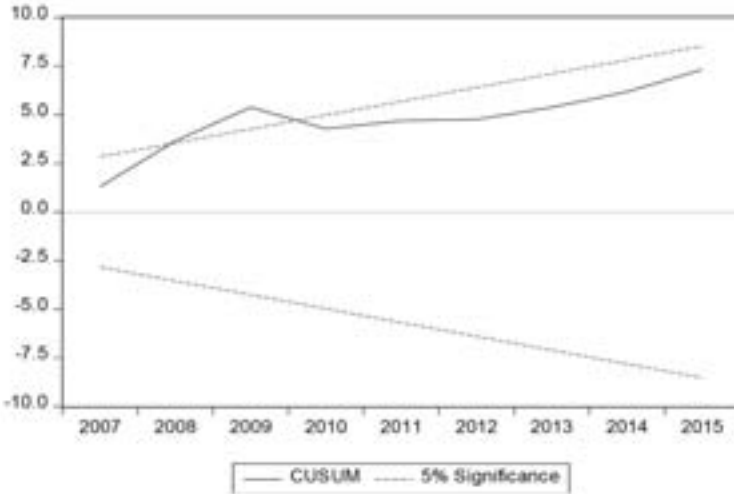
المتغير	عامل تضخم التباين
X <sub>1</sub>	3.839594
X <sub>2</sub>	3.855686
X <sub>3</sub>	4.484409
X <sub>4</sub>	1.542341
X <sub>5</sub>	2.913309
X <sub>6</sub>	3.706454

وللتحقق من تمتع معاملات النموذج المقدر بالاستقرار الهيكلي، يتم استخدام كلٍ من المجموع التراكمي للبواقي المعادة [Cumulative Sum of Recursive Residuals (CUSUM)] والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعادة [Cumulative Sum of Squares of Recursive Residuals (CUSUMQ)]. ويتضح من الشكل رقم (2) أن الشكل البياني لكلٍ من إحصاء CUSUM و CUSUMQ يقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% فيما عدا عامي 2009 وهو العام الذي أعقب حدوث الأزمة المالية العالمية. وهذا يدل على تمتع بورصة أوغندا للأوراق المالية باستقرار أدائها خلال الفترة (2000 2015)، باستثناء الفترة التي أعقبت الأزمة المالية العالمية إلا أنها نجحت في التغلب على التبعات السلبية لهذه الأزمة.



الشكل رقم (2)

الشكل البياني لإحصاء CUSUM و CUSUMQ



### ثالثاً: عرض النتائج القياسية وتفسيرها

ويتبين من الجدول رقم (5) بأن هناك علاقة معنوية من الناحية الإحصائية بين تطور أداء البورصة ( $Y_1$ ) وكلٍ من عرض النقود بمعناه الواسع ( $X_{21}$ )، ومعدل التضخم ( $X_{41}$ ). كما تشير إشارة معامل الانحدار للمتغير  $X_{21}$  على تأثير تطور أداء البورصة (مقاساً بحجم السوق) إيجاباً بعرض النقود بمعناه الواسع كمؤشر عن تطور أداء القطاع المصرفي الأوغندي. فكلما زادت نسبة المعروض النقدي بـ 1%، أدى ذلك إلى زيادة نسبة رسملة سوق الأوراق المالية الأوغندي من الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 2,07%. كذلك تشير إشارة معامل الانحدار للمتغير  $X_{41}$  إلى تأثير تطور أداء البورصة الأوغندية سلباً بمعدل التضخم كمؤشر عن الاستقرار الاقتصادي في أوغندا. فكلما زاد معدل التضخم بـ 1 نقطة مئوية، أدى ذلك إلى تراجع نسبة رسملة سوق الأوراق المالية من الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 0,29%. وهذا يتفق مع ما توصلت إليه عدد من الدراسات التطبيقية على بعض الدول الأفريقية، مثل: (Udoka et al, 2018)<sup>41</sup>، و (Owiredu & Oppong, 2016)<sup>42</sup>. حيث أكدت تلك الدراسات على أن تنمية القطاع المصرفي، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي يعززان من تنمية أسواق الأوراق المالية في كثير من الدول الأفريقية.

كما تشير النتائج إلى عدم وجود تأثير معنوي إحصائياً لكلٍ  $X_{31}$ ،  $X_{32}$ ،  $X_{41}$ ،  $X_{42}$  على تطور أداء بورصة أوغندا للأوراق المالية. ويمكن إرجاع عدم معنوية تأثير كلٍ من  $X_{31}$  و  $X_{32}$  إلى انخفاض دخول الأفراد في أوغندا، وما يترتب على ذلك من انخفاض معدل الادخار المحلي. ومن ثم، تتراجع مشاركة الأفراد في الطلب على الأوراق المالية المتداولة بالبورصة الأوغندية، وتقتصر المشاركة في هذا السوق على الشركات الكبيرة والمستثمرين المؤسسين. وفيما يتعلق بعدم معنوية تأثير المتغير  $X_{31}$ ، فيمكن تفسير ذلك بأن معظم المشروعات الأجنبية العاملة بأوغندا تعتمد على مواردها الذاتية في تمويل استثماراتها، وبالتالي فهي لا تلجأ إلى سوق الأوراق المالية لتمويل تلك الاستثمارات. وفيما يختص بمؤشر سيولة السوق،  $X_{41}$ ، نجد أن بورصة أوغندا للأوراق المالية من

انخفاض قيمة هذا المؤشر منذ نشأتها، وإذا ما قورنت بنظيرتها في دول شرق أفريقيا. ومن ثم، لا يُعد مؤشر سيولة البورصة من المحددات الحاسمة لتطور أداء بورصة الأوراق المالية في أوغندا. وبناء عليه، تؤكد هذه النتائج على ما جاء في دراستي (Msangi, 2015)<sup>43</sup>، و (Jun et al, 2015)<sup>44</sup> من أن المتغيرات المتعلقة بمعدلات الادخار، والاستثمار الأجنبي، ومتوسط نصيب الفرد من الدخل، وسيولة السوق لا تزال تأثيرها محدوداً في العديد من البورصات الأفريقية، وخاصةً حديث النشأة منها.

### جدول رقم (5)

نتائج تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية

الاحتمالية P-Value	قيمة معامل الانحدار	المتغير
0.0043	-46.05730	$\beta_0$
**0.9033	-0.119236	X <sub>1</sub>
*0.0419	2.070602	X <sub>2</sub>
**0.2058	0.772818	X <sub>3</sub>
*0.0606	-0.296928	X <sub>4</sub>
**0.3728	1.274049	X <sub>5</sub>
**0.3837	-1.177588	X <sub>6</sub>

\*معنوية عند مستوى 10%، \*\*غير معنوية عند مستوى 10%.

## 5. خاتمة

تؤكد العديد من النظريات الاقتصادية والدراسات الإمبريقية على الدور الحيوي الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي للدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء. ونظراً لهذه الأهمية، تزايدت عدد الدراسات التطبيقية التي تتناول العوامل التي تؤدي إلى تطور أداء هذه الأسواق. وقد تم تصنيف تلك العوامل إلى مجموعتين: **عوامل تتعلق بالاقتصاد الكلي، وعوامل مؤسسية.** وقد أشارت هذه الدراسات إلى أن من أبرز تلك العوامل الاقتصادية الكلية: التنمية الاقتصادية، وتطوير القطاع المصرفي، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، وتدفق رأس المال الخاص، والانفتاح التجاري.

وقد سعى هذا البحث إلى تقييم العلاقة بين عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية وتطور أداء سوق الأوراق المالية في أوغندا خلال الفترة (2000-2015)، وذلك باستخدام الشكل المُعدّل من نموذج "كالديرون - روسيل". وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في عملية التقدير، أظهرت النتائج أن تنمية القطاع المصرفي، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي من العوامل الاقتصادية التي من شأنها تطوير أداء سوق الأوراق المالية الأوغندية. كما أكدت النتائج على ما جاءت به عدد من الدراسات الإمبريقية على البورصات الأفريقية حديثة النشأة من أن المتغيرات المتعلقة بمعدلات الادخار، والاستثمار الأجنبي، ومتوسط نصيب الفرد من الدخل، وسيولة السوق لا تزال تأثيرها محدوداً في تطوير أداء تلك البورصات.

وبناءً عليه، يمكن أن تلعب بورصة الأوراق المالية دوراً بارزاً في رفع معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق أهداف التنمية المستدامة في أوغندا إذا نجحت الحكومة الأوغندية في تحقيق الأمور الثلاثة التالية:

- تنفيذ سياسات اقتصادية تسرع من النمو الاقتصادي، وترفع من متوسط نصيب الفرد من الدخل المحلي.
- إعداد سياسات اقتصادية ثابتة لتحفيز الادخار والاستثمار في سوق الأسهم.
- استمرار تطبيق البرامج الاقتصادية التي تعمل على تطوير قطاع الوساطة المالية من ناحية، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي من ناحية أخرى.

## قائمة المراجع

- <sup>1</sup> Bulere, Tumaini, **Stock Market Development and Economic Growth in Uganda: A Time Series Analysis for the Period (1998Q1-2012Q4)**, A Research Paper Presented in Partial Fulfilment of the Requirements for Obtaining the Degree of Master of Arts in Development Studies (Hague: Institute of Social Studies, 2015), pp.11-13.
- <sup>2</sup> Bohnstedt, A. et al, **Capital Market Development in Uganda-Private Sector Opinions on Listing**, Financial System Development Series, No. 2 (Kampala: Bank of Uganda, 2000), pp. 2-3.
- <sup>3</sup> Bulere, Tumaini, **op. cit.**, p. 14.
- <sup>4</sup> Okidi, John A. et al, **Operationalising Pro-Poor Growth: a Country Case Study on Uganda**, a Joint initiative of AFD, BMZ (GTZ, KfW Development Bank), DFID, and the World Bank, (Kampala: Economic Policy Research Centre, 2004), pp. 14-16.
- <sup>5</sup> Bulere, Tumaini, **op. cit.**, p. 32.
- <sup>6</sup> Maghanga, M. & W. Quisenberry, "The Role of Uganda Securities Exchange in the Economic Growth of Uganda: An Econometric Analysis", **International Journal of Econometrics and Financial Management**, Vol. 3, No. 3, 2015, pp. 131-135.
- <sup>7</sup> Greenwood, Jeremy & Bruce Smith, "Financial markets in development, and the development of financial markets", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol. 21, No.1, 1997, pp. 145-181.
- <sup>8</sup> Binder, Michael et al, "Estimation and Inference in Short Panel Vector Autoregressions with Unit Roots and Cointegration", **Econometric Theory**, Vol. 21, No. 4, 2005, pp. 795-837.
- <sup>9</sup> Hsiao, Cheng et al, "The Emerging Market Crisis and Stock Market Linkages: Further Evidence", **Journal of Applied Econometrics**, Vol. 21, No. 6, 2006, pp. 727-744.
- <sup>10</sup> Ho, Sin-Yu & Bernard Njindan Iyke, "Determinants of stock market development: a review of the literature", **Studies in Economics and Finance**, Vol. 34, No. 1, 2017, pp. 143-164.
- <sup>11</sup> Tsaourai, Kunofiwa, "What are the Determinants of Stock Market Development in Emerging Markets?", **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, Volume 22, Issue 2, 2018, pp. 1-11.
- <sup>12</sup> Ho, Sin-Yu, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in South Africa", **International Journal of Emerging Markets**, Vol. 14, No. 2, 2019, pp. 322-342.



---

<sup>13</sup> Udoka, Chris O. et al, "The Effect of Macroeconomic Determinants of Stock Price Movements in Nigeria", **International Journal of Research - Granthaalayah**, Vol.6, Issue 1, 2018, pp. 203-218.

<sup>14</sup> Thanh, Su Dinh et al, "Determinants of Stock Market Development: the Case of Developing Countries and Vietnam", **Journal of Economic Development**, Vol. 24, No. 1, 2016, pp. 32-53.

<sup>15</sup> Owiredu, Alexander & Moses Oppong, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Ghana", **International Finance and Banking**, 2016, Vol. 3, No. 2, pp. 33-48.

<sup>16</sup> Bayar, Yilmaz, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development: Evidence from Borsa Istanbul", **Financial Studies**, Vol. 20, No.1, 2016, pp. 69-89.

<sup>17</sup> Msangi, Penford Hashim, **The Determinants of Capital Market Development in Tanzania: The Case Study of Dar Es Salaam Stock Exchange**, a Dissertation Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree of Master of Business Administration (Finance) of the Open University of Tanzania, (Dar Es Salaam: the Open University of Tanzania, 2015), pp. 49-60.

<sup>18</sup> Jun, Zhou, et al, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development in Cameroon", **International Journal of Scientific and Research Publications**, Vol. 5, Issue 1, 2015, pp. 1-11.

<sup>19</sup> في عام 1991، تم بناء هذا النموذج من قبل Calderon Rossell ليعكس أهم محددات نمو سوق الأوراق المالية من الناحية النظرية.

<sup>20</sup> Patel, Samveg, "The effect of Macroeconomic Determinants on the Performance of the Indian Stock Market", **NMIMS Management Review**, Volume XXII, 2012, pp. 117-127.

<sup>21</sup> Khorshidi, Hadi Akbarzade et al, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development: Evidence of Iran", **International Journal of Decision Science**, Vol. 1, No. 2, 2010, pp. 135-144.

<sup>22</sup> Uganda Stock Exchange (USE), **USE Annual Report 2009**, (Kampala: USE, 2010), p. 14.

<sup>23</sup> Maghanga, M. & W. Quisenberry, **op. cit.**, pp. 136-139.

<sup>24</sup> **Idem.**

<sup>25</sup> Bulere, Tumaini, **op. cit.**, pp. 40-45.

<sup>26</sup> **Ibid.**, p. 56.

<sup>27</sup> Maghanga, M. & W. Quisenberry, **op. cit.**, pp. 139-141.

<sup>28</sup> Bulere, Tumaini, **op. cit.**, pp. 57-60.

<sup>29</sup> وفي 18 مايو 2017، تم وضع إطار قانوني جديد لـ"بورصة أو غندا للأوراق المالية" حيث تم تحويلها من "كيان حكومي" (Mutual Entity) إلى "شركة عامة محدودة بالأسهم" فيما يُعرف بـ"التحول إلى نظام ملكية المساهمين" أو "النمط غير التكافلي للبورصات" (Demutualization).

ويتمثل الهدف من وراء هذا القرار في تحسين حوكمة البورصة وجذب المزيد من الاستثمارين بالإضافة إلى زيادة عمق سوق رأس المال الأوغندي ورفع كفاءة البورصة من خلال استيفاء المعايير العالمية لكفاءة البورصات. وقد بلغ رأس مالها المصرح به مليار شلن أوغندي، ويتكون من 100 مليون سهم. وعند التأسيس بلغت قيمة رأس المال المنفوع حوالي 42 مليون شلن أوغندي. لمزيد من التفاصيل، انظر:

USE, **Uganda Securities Exchange Approves Demutualization**, (Kampala: USE, 2017), pp. 1-2.

<sup>30</sup> Bulere, Tumaini, *op. cit.*, pp. 57-60.

<sup>31</sup> Yartey, C. A., **The Determinants of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?** International Monetary Fund (IMF) Working Paper, No. 08/32, (Washington, DC: IMF, 2008), p. 10.

<sup>32</sup> Capital Markets Authority (CMA), **Listed Companies**, 2019, in: <https://cmauganda.co.ug/ug/smnu/23/Listed-Companies.html>, visited on: 28/01/2019.

<sup>33</sup> World Bank, **Global Financial Development**, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) (data retrieved on March 28, 2019).

<sup>34</sup> Federal Reserve Bank of St. Louis, **Stock Market Total Value Traded to GDP**, <https://fred.stlouisfed.org/series/DDDM02> (data retrieved on August 13, 2019).

<sup>35</sup> World Bank, **Global Financial Development**, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) (data retrieved on March 28, 2019).

<sup>36</sup> Calderon-Rossell, R. J., **The Structure and Evolution of World Stock Markets**, The First Annual Pacific Basin Finance Conference, (Taipei: National Chiao Tung University, 13-15 March), pp. 13-15.

<sup>37</sup> Jun, Zhou, et al, *op. cit.*, pp. 6-8.

<sup>38</sup> World Bank, **World Development Indicators**, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) (data retrieved on April 28, 2019).

<sup>39</sup> World Bank, **Global Financial Development**, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) (data retrieved on April 28, 2019).

<sup>40</sup> Kleinbaum, D.G. et al, **Applied Regression Analysis and Other Multivariate Methods**, 2<sup>nd</sup> Edition, (Boston: PWS- Kent Publishing Co., 1988), pp. 162-164.

<sup>41</sup> Udoka, Chris O. et al, *op. cit.*, pp. 212-216.

<sup>42</sup> Owiredu, Alexander & Moses Oppong, *op. cit.*, pp. 42-45.

<sup>43</sup> Msangi, Penford Hashim, *op. cit.*, pp. 49-60.

<sup>44</sup> Jun, Zhou, et al, *op. cit.*, pp. 9-11.