مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: العوامل المؤثرة في تطور أسواق الأوراق المالية العربية
اسم الكاتب: أ.م.د. مفيد ذنون يونس
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3208
تاريخ الاسترداد: 2026/11/02 18:13 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

كلية الإدارة والاقتصاد -جامعة الموصل تنمية الرافدين العدد ٩٢ مجلد ٣٠ لسنة ٢٠٠٨
ص ص[٣٠٣ -٣١٣]

العوامل المؤثرة في تطور أسواق الأوراق المالية العربية

الدكتور مفيد ذنون يونس
أستاذ مساعد
كلية العلوم السياسية -جامعة الموصل
mufeedthanoon@yahoo.com

المستخلص

تم اعتماد نماذج متعددة لقياس تأثير المتغيرات الاقتصادية على تطور أسواق الأوراق المالية العربية. وذلك باستخدام بيانات تجميعية للسلسلة الزمنية والمقطع العرضي للفترة١٩٩٤-٢٠٠٢.

وقد وجد أيضاً أن كلا من الناتج الحقيقي، ونسبة الادخار ونسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص، ونسبة قيمة التداول، تفسر بشكل معنوي التغيرات الحاصلة في نسبة القيمة السوقية. في حين لم يظهر معدل التضخم، ونسبة الاستثمار، ونسبة عرض النقد تأثيراً إحصائياً مهماً في تفسير التغيرات الحاصلة في نسبة القيمة السوقية. وقد وجد أيضاً أن كلا من تطور أسواق الأوراق المالية وتطور الوساطة المصرفية مكملين لبعضهما وليسا متنافسين.

The Effective Factors in Developing the Arab Stock Markets

Mofeed Th. Younis (PhD)
Assistant Professor
College of Political Sciences
University of Mosul

Abstract

Various regression models have been used to estimate the effect of economic variables in stock markets development using pooled time series - cross sectional data from 1994-2002. It is found that gross domestic product, saving ratio, the ratio of domestic credit presented to private sector and value traded ratio were significantly explain market capitalization ratio. Whereas inflation rate,

تأريخ استلام البحث ٢٠٠٧/٨/١٥ تأريخ قبول النشر ٢٠٠٧/١١/١٥

investment ratio and money supply ratio don't explain market capitalization ratio. Also we found that stock market Development and financial intermediate development are complements rather than substitute.

المقدمة

يحتل القطاع المالي في عصرنا الراهن أهمية استثنائية في جميع دول العالم. ومؤشراته تعدّ انعكاساً لحالة الاقتصاد الكلي. وهناك اهتمام كبير من الدول في تطوير أسواقها المالية وتحريرها وجعلها أكثر شفافية، وانفتاحاً على الأسواق الأخرى، وتكاملاً مع بعضها البعض الخ، وذلك لمهمتها التمويلية، فضلاً عن المهام الأخرى المهمة التي تؤديها في عموم النشاط الاقتصادي، في ظل الإصلاحات الاقتصادية التي دأبت الكثير من الدول على الانخراط ضمنها في العقد الأخير من القرن العشرين وما تلاه.

إن الأدلة المستقاة من الدراسات التجريبية الحديثة تؤكد أن الأسواق المالية الواسعة والمنظمة بشكلٍ جيد يمكن أن تحفز النمو الاقتصادي، ومن هنا فإن النقاشات حول تسريع النمو الاقتصادي في الدول العربية ينبغي أن يتأخذ بنظر الاعتبار الدور الجوهري للأسواق المالية على نمو النشاط الاقتصادي.

وقد أولت العديد من الدول العربية اهتماماً متزايداً بتطوير أسواقها المالية من خلال إجراء تكييف واسع في بنية اقتصاداتها. وذلك انطلاقاً من فهم أن المتغيرات الاقتصادية تؤثر بشكلٍ فاعل في درجة تطور الأسواق المالية، ومن خلالها النمو الاقتصادي. إلاّ أن الأسواق المالية العربية ما زالت تخطو خطواتها الأولى نحو التطور والنمو، وذلك يبرز أهمية البحث في المتغيرات الاقتصادية الحاكمة لتطوير الأسواق المالية، لأن أي جهد حقيقي يتجه نحو تطوير الأسواق المالية ينبغي أن ينطلق من قاعدة معرفية للمتغيرات الاقتصادية الأساسية المؤثرة في تطور تلك الأسواق.

وتزودنا الأدبيات الاقتصادية برؤية واضحة حول اتجاه تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي والمتمثلة في الدخل الحقيقي، والادخار، والاستثمار، وتطور النظام المصرفي، وسيولة أسواق الأوراق المالية، ودرجة استقرارية الاقتصاد. ومن ثم فإن البحث سيعتمد فرضية تفيد أن هذه المتغيرات تؤثر إيجابياً في تطور الأسواق المالية.

إقتصر البحث على دراسة أهمية المتغيرات الاقتصادية في تفسير تطور أسواق الأوراق المالية في تسع دول عربية، وهي الدول المنضمة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي(*). وسبب هذا الاختيار هو أن البيانات الخاصة بهذه الدول يتم احتسابها على وفق منهجية واحدة قائمة على أساس قاعدة بيانات الصندوق.

(*) وهذه الدول هي: (الأردن، البحرين، السعودية، الكويت، المغرب، تونس، لبنان، عمان، مصر).

وقد اعتمد البحث منهج التحليل الكمي، وقد تمّ استخدام بيانات تجميعية للسلسلة الزمنية والمقطع العرضي (Pooled Time Series-Cross Sectional Data) للفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢ للدول المذكورة لتقدير مجموعة من النماذج القياسية المستعارة بتصرف عن بحث كارسيا (V.Garcia, *et al.*) (١٩٩٩) بالتطبيق على مجموعة الدول العربية المنضمة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في تطور أسواق الأوراق المالية

هناك اعتقاد راسخ بين الأكاديميين بأن الحالة الاقتصادية الكلية تترك بصمتها في تطور أسواق الأوراق المالية بطرائق متعددة منها حجم السوق، أو سيولته، أو نسبة الدوران، أو مدى تكامله مع الأسواق الأخرى، أو بشكل مؤسسي من خلال القواعد القانونية الحاكمة له كالتوجيه والمراقبة... وغيرها (Garcia, *et. al.*, 1999, 30). ولعل جذور الفكرة القائلة بانقياد أسواق الأوراق المالية لحالة الاقتصاد الكلية وللنمو الاقتصادي تعود إلى كتابات روبنسون في الخمسينات من القرن الماضي (انظر في ذلك: الدباغ، ٢٠٠٦، ٢٣-٢٤).

وسيعتمد هذا البحث على مقياس القيمة السوقية بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وقد بينت الدراسات التجريبية أن هذا المقياس أكثر دقة وشمولية في التعبير عن تطور سوق الأوراق المالية، فضلاً عن أنه أقل عشوائية من المقاييس الأخرى (Garcia, *et. al.*, 1999, 30).

أما المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في درجة تطور أسواق الأوراق المالية فهي تتمثل في الآتي:

أولاً. الدخل الحقيقي

يؤثر الدخل الحقيقي تأثيراً موجباً في حجم سوق الأوراق المالية، إذ يحفز الدخل الأعلى نمواً وتطوراً أسواق الأوراق المالية. ويجد هذا التأثير الموجب تفسيره في أن الدخل الأعلى عادةً ما يترافق مع حقوق ملكية محددة، وتعليم أفضل، وبيئة أعمال أحسن، ولذلك كله تأثير موجب في تطوير أسواق الأوراق المالية (Garcia, *et. al.*, 1999, 39). فضلاً عن أن توقعات النمو الايجابية تؤدي إلى توفر ظروف ومناخ استثماري أكثر ملاءمة، الأمر الذي يؤدي إلى تطور في أداء أسواق الاوراق المالية (جابر،١٩٨٩، ١٦٦). وقد تمّ اعتماد مقياس الناتج المحلي الإجمالي مقيماً بدولارات سنة ٢٠٠٠ لقياس مستوى الدخل الحقيقي.

ثانياً. الإدخار والاستثمار

من المعروف أن أسواق الأوراق المالية تتوسط بين المدخرين والمستثمرين. وإن المدخرات الأكبر تترافق عادةً مع تدفقات رأسمالية أكبر من خلال أسواق الأوراق المالية. فضلاً عن أن الطلب على أموال الاستثمار يجعل لأسواق الأوراق المالية دور أكبر. إن أسواق الأوراق المالية تؤدي دوراً مهماً في التوفيق بين ميل

المدخرين للاحتفاظ بالسيولة واحتياجات المنظمين للتمويل طويل الاجل (Naikumana,2001,2). وقد تمّ استخدام نسبة الادخار ونسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي بوصفها متغيرات مستقلة في معادلات الانحدار في هذا البحث.

ثالثاً. تطور الوساطة المالية

تبين الأدبيات والدراسات التجريبية وجود خلاف حول طبيعة العلاقة القائمة بين تطور أسواق الأوراق المالية وتطور الوساطة المالية. فما دام كلاهما يعمل في نطاق واحد يتمثل في تحويل المدخرات إلى استثمارات فإنهما قد يكونان بديلين أو متكاملين تمويليين لبعضهما البعض (Pagano, 1993, 916) .

فمن وجهة نظر الطلب على الأصول وعندما تكون الأسواق كاملة (Perfect Markets) لا تعتمد القيمة السوقية للأوراق المالية المصدرة على مصدر تمويل الشركة، ومن ثمّ فإن الشركات قد تلجأ إلى القطاع المصرفي أو إلى أسواق الأوراق المالية لتمويل رؤوس أموالها. إلاّ أن الواقع يظهر عدم وجود الأسواق الكاملة، فضلاً عن تشويه الحكومات لخيارات التمويل من خلال الضرائب، والدعم، والتوجيه. لذا يظهر فرق بين كلا نوعي التمويل.

أما من جانب عرض الأصول فالعلاقة في الأجل القصير تكون سالبة بسبب المفاضلة (Arbitrage) بين سعر الفائدة وعوائد أسواق الأوراق المالية. ولكن المستثمرين قد يرغبون في تنويع موجوداتهم المالية وتوزيع مدخراتهم بين القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية في الأجل الطويل. إن أسواق الأوراق المالية قد تكون بديلة أو مكملة لنشاط الوسطاء الماليين باختلاف الظروف الاقتصادية الحاكمة في كل بلد، ويرتبط هذا الأمر بدوافع المستثمرين على التمويل من خلال القروض أو من خلال طرح الأسهم (Garcia, *et. al.*, 1999, 40).

ولتقييم ما إذا كان لتطور الوساطة المالية تأثير معنوي في تطور أسواق الأوراق المالية سنعتمد متغير تطور الوساطة المالية في معادلة الانحدار، ويمكن قياس هذا المتغير بأحد المؤشرين الآتيين، الأول: هو الإئتمان المصرفي المقدم إلى القطاع الخاص بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المقياس يعبّر عن دور المصارف في تقديم التمويل إلى شركات القطاع الخاص. والثاني: هو نسبة عرض النقد بالمعنى الواسع M_2 من الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المقياس يعبّر عن حجم القطاع المصرفي نسبة إلى الاقتصاد ككل .

رابعاً. إستقرارية الاقتصاد الكلي

يعدّ استقرار الاقتصاد عاملاً مهماً لتطوير أسواق الأوراق المالية، فكلما كان الاقتصاد عرضة للتقلبات قلّ حافز الشركات والمدخرين للدخول إلى السوق. فضلاً عن ذلك فإن ربحية الشركات قد تتعرض إلى تحركات حادة بسبب التغيرات غير المتوقعة في السياسات الاقتصادية، كالسياسة النقدية، والسياسة المالية، وسياسات

سعر الصرف، والسياسة التجارية. لذا فإن مؤشر القيمة السوقية (Market Capitalization) سيتقلب كلما كان الاقتصاد أكثر تقلباً. وعادةً ما يستخدم معدل التضخم معياراً لقياس مدى استقرارية الاقتصاد (Garcia, *et.al*., 1999, 42-43)

ويتباين تأثير معدل التضخم على تطور أسواق الأوراق المالية بتباين تلك المعدلات. فعند معدلات التضخم المنخفضة لا يكون لمعدل التضخم تأثير يذكر في أداء أسواق الأوراق المالية. في حين يظهر التأثير السالب عند معدلات التضخم العالية، وذلك بسبب التشويه الذي تتركه معدلات التضخم على تدفق المعلومات وتأثير ذلك في تخصيص الموارد (Boyed, *et.al.*, 2001, 223). وقد تمّ قياس التضخم من خلال معدل التغير السنوي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك.

خامساً. سيولة سوق الأوراق المالية

تعرف السيولة بأنها درجة السهولة والسرعة التي يمكن أن تباع وتشترى بها الأوراق المالية. وتقوم أسواق الأوراق المالية بدورٍ مهم في زيادة سيولة الموجودات المالية، فالمشاريع ذات الربحية العالية تستلزم إيداع رؤوس الأموال لفترة زمنية طويلة، وهذا الأمر لا ينعكس سلباً على المستثمرين، إذ يتعرضون في هذه الحال بشدة إلى مخاطر السيولة والتخلف عن السداد، والمستثمرون عموماً لا يرغبون بتحمل هذه المخاطر. من هنا تبرز الأهمية الكبيرة لأسواق الأوراق المالية التي من دونها سيكون حجم الاستثمارات الموجهة إلى مشاريع الربحية العالية محدود جداً (Isaksson, 2000, 4-5).

بالمقابل تسمح أسواق الأوراق المالية السائلة للمستثمرين بإستبدال محافظهم الاستثمارية بسهولة وبكلفة أقل، مما يجعل الاستثمار أقل خطورة، وتسهل الاستثمار طويل الأجل والأكثر ربحية. لذا فأسواق الأوراق المالية الأكثر سيولة ستتمكن من توجيه قدر أكبر من المدخرات نحو الاستثمارات، ومن ثمّ ستزداد درجة تطور أسواق الأوراق المالية (Garcia, *et. al*., 1999, 42).

سيتم قياس سيولة سوق الأوراق المالية من خلال نسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة إلى حجم الاقتصاد، ومن شأن هذه النسبة أن تعبّر عن حجم السوق مقارنةً بالاقتصاد القومي.

أسواق الأوراق المالية العربية

تميزت السنوات الأخيرة ببروز اهتمام واضح وملموس من السلطات في الدول العربية لتطوير ورفع كفاءة قطاعاتها المالية والمصرفية. وقد شهدت أغلب تلك الدول توجهاً نحو إنشاء أسواق الأوراق المالية واهتماماً متزايداً بتطويرها، بوصفها إحدى المقومات الأساسية لقطاع مالي كفء يوفر التمويل بالصورة والآجال المطلوبة من جانب القطاع الخاص.

وقد انعكس الاهتمام بأسواق الأوراق المالية على أداء وأحجام هذه الأسواق. فقد ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المنضمة إلى قاعدة بيانات صندوق

النقد العربـي خـلال الفتـرة ١٩٩٤-٢٠٠٣ بنـسبة (٤٠١.٦%) بمتوسـط معـدل نمـو سنوي يبلغ (٤٠%) تقريباً لتبلغ في نهاية سنة ٢٠٠٣ بحدود (٣٦٤) مليار دولار.

أمـا قيمـة الأوراق الماليـة المتداولـة (Value Traded) فقد نمـت خـلال الفتـرة ١٩٩٤-٢٠٠٣ بنسبة (١١٠.٨%) بمعدل نمو سنوي بلـغ (٢١١%) لتبلـغ قيمتـه فـي نهاية سنة ٢٠٠٣ بحدود (٢٣٢) مليار دولار.

ويمكننا قياس حجم سوق الأوراق المالية من خلال نسبة قيمة الأوراق المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي. أما فاعلية السوق فيمكن التوصل إليها من خلال نسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة إلى القيمة السوقية، وهي النسبة التي يطلق عليها نسبة الدوران. وتظهر البيانات المتاحة تبايناً كبيراً في أحجام أسواق الأوراق المالية، فمنها ما هو صغير جداً مثل سوق بيروت للأوراق المالية الذي بلغ حجمه (١.٢%) من الناتج المحلي الإجمالي، في حين بلغ حجم سوق الأسهم السعودي (٨٩%) من الناتج المحلي الإجمالي.

وكذلك الأمر بالنسبة لفاعلية هذه الأسواق، فأقل الأسواق فاعلية كانت سوق المنامة للأوراق المالية التي بلغت فاعليتها (٤.٥%). في حين كانت سوق الكويت للأوراق المالية أكثرها فاعلية، إذ بلغت (١٨١.٥%).

وباستثناء سوق المنامة للأوراق المالية التي يتناسب فيها حجم السوق مع فاعليتها، فإن الأسواق الأخرى أظهرت تبايناً بين حجومها وكفاءتها. ففي الوقت الذي ظهرت فيه فاعلية أسواق عَمّان، والكويت، والدار البيضاء، وتونس، ومسقط، وبيروت، والقاهرة أكبر من حجمها. فإن سوق الأسهم السعودية كان حجمها أكبر من فاعليتها، وهذا ما توضحه بيانات الجدول ١.

الجدول ١
معدل حجم السوق وفاعليتها خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢

اسم السوق	حجم السوق	فاعلية السوق
سوق عمان للأوراق المالية	٨.٢	١١.٢
سوق المنامه للأوراق المالية	٤.٤	٤.٤
سوق الأسهم السعودية	٨٩.٠	٢٥.٥
سوق الكويت للأوراق المالية	٤١.٩	١٨١.٥
سوق الدار البيضاء للأوراق المالية	٣.١	٩.٩
سوق تونس للأوراق المالية	١.٩	١٣.٤
سوق مسقط للأوراق المالية	٦.٨	٢٣.٣
سوق بيروت للأوراق المالية	١.٢	٨.٩
سوق القاهره للأوراق المالية	١٧.٨	٢٢.٥

المصدر:
بالاستناد إلى بيانات صندوق النقد العربي المنشورة على الموقع www.amf.org.ae

متغيرات الاقتصاد الكلي في الدول العربية

يعطي الجدول ٢ ملخصاً عن متغيرات الاقتصاد الكلي للدول قيد البحث. فقد سبق وأن بيّنا أن أدبيات الاقتصاد الكلي تجد أن معدلات التضخم المنخفضة لا تؤثر معنوياً في أداء سوق الأوراق المالية. ولكن ارتفاع معدلات التضخم عن حدود معينة يترك تأثيراً سلبياً في تطور أسواق الأوراق المالية (Boyed, *et. al.*, 2001, 223). وقد تمّ تحديد العتبة (Thresholds) التي يبدأ عندها التأثير السلبي للتضخم في تطور أسواق الأوراق المالية على وفق تقديرات مختلفة، تقع في معدلات تضخم تتراوح بين (٧.٥%-٤٠%) (Boyed, *et. al.*, 2001, 235-236). ولكن معظم الدراسات التجريبية قد اعتمدت قيمة حرجة لمعدل التضخم عند ١٥%، وعدت أن معدل التضخم هذا هو العتبة التي تظهر بعدها التأثيرات السلبية للتضخم في تطور أسواق الأوراق المالية (Barnes, 2000,3).

إن البيانات المتاحة عن معدلات التضخم للدول قيد البحث للفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢ والتي يعكسها الجدول ٢ تبين أن معدلات التضخم منخفضة في مجموعة الدول هذه. إذ يتضح أن أدنى معدل للتضخم شهدته البحرين وبلغ (١.٧%) معدلاً سنوياً. في حين إن أعلى معدل كان في مصر، إذ بلغ المعدل السنوي للتضخم فيها خلال الفترة المذكورة آنفاً (٥.٣%). لذا نعتقد بأنه ليس لمعدل التضخم تأثير معنوي في تطور أسواق الأوراق المالية في الدول قيد البحث بسبب انخفاض معدلات التضخم فيها.

يتبين أيضاً أن نسب الادخار تقل عن نسب الاستثمار في الدول غير النفطية، في حين تزيد عنها في الدول النفطية وسبب ذلك هو الوفورات النفطية فيها. ومن ثم يتوقع أن تنشط أسواق الاوراق المالية فيها بسبب وفرة المدخرات التي يمكن لهذه الأسواق امتصاصها وتوظيفها.

وبرغم التباين في درجة تطور الجهاز المصرفي الذي تعكسه متغيرات نسبة عرض النقد ونسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص وكما توضحه بيانات الجدول ٢. إلاّ أن السمة العامة تظهر توسعاً في حجم نشاط الجهاز المصرفي، إذ وصلت نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص ٨٠% من الناتج المحلي الإجمالي في لبنان، وقد بلغت أدنى قيمة له في عمان ٣٦%. وبشكل عام فان هذه النسبة كانت أعلى في الدول غير النفطية مقارنة بالدول النفطية.

الجدول ٢
متوسط قيم متغيرات الاقتصاد الكلي للفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢

الدولة	الناتج المحلي الاجمالي (مليون دولار)	نسبة الادخار	نسبة الاستثمار	متوسط معدل التضخم	نسبة عرض النقد	نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص
الأردن	٧٩٧٦	٢	٢٥	٢.١	١٠٢	٧٤
البحرين	٧٣٥٩	٢٩	١٥	١.٧	٧٠	٥٩
السعودية	١٧٨٦٦٧	٣٢	١٩	٢.٧	٤٦	٥٦
الكويت	٣٥٥٦٧	٢٤	١٣	٢.٩	٨٤	٥٦
المغرب	٣٢٣٦٧	١٧	٢٢	١.٩	٧١	٥٠
تونس	١٧٦٣٣	٢٣	٢٥	٣.٦	٤٨	٦٧
عُمان	١٨٧٨٩	٢٨	١٥	١.٨	٣٢	٣٦
لبنان	١٦٦٤٣	٦-	٢٣	٣.٠	١٦٦	٨٠
مصر	٩١٦٥٦	١٢	١٨	٥.٣	٧٦	٥٠

المصدر:
بيانات صندوق النقد العربي المنشورة على الموقع www.amf.org.ae
بيانات البنك الدولي المنشورة على الموقع www.worldbank.org

التحليل والمناقشة

لقد تمّ تقدير خمس معادلات انحدار كان المتغير المعتمد فيها جميعاً هو نسبة القيمة السوقية من الناتج المحلي الإجمالي، وهو المتغير الذي يمثل تطور سوق الأوراق المالية. في حين إنفردت كل معادلة انحدار من المعادلات الخمس المذكورة بمجموعة من المتغيرات التفسيرية التي تمّ التعرض لها في الفقرات السابقة، وهي الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ونسبة الادخار من الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة وقيمة التداول من الناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقد بالمعنى الواسع M_2 بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم. وذلك باستخدام بيانات تجميعية للسلسلة الزمنية والمقطع العرضي (Time Series- Cross Sectional Data) للفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢، وقد بلغ عدد المشاهدات الكلية (٧٩) مشاهدة، وذلك بالاعتماد على البيانات المنشورة على موقع صندوق النقد العربي (www.amf.org.ae)، وكذلك بيانات البنك الدولي المنشورة على الموقع (www.worldbank.org).

الجدول ٣ يلخص نتائج انحدار نسبة القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية على المتغيرات الاقتصادية المحددة لها.

يظهر العمود (١) في الجدول ٣ يظهر نتائج انحدار نسبة القيمة السوقية للأسواق على كل من الناتج المحلي الإجمالي مقيماً بدولارات سنة ٢٠٠٠ وبوصفه نسبة الادخار من الناتج المحلي الإجمالي، وقيمة التداول بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وقد ظهر أن لجميع هذه المتغيرات التفسيرية تأثيراً إيجابياً في مقياس تطور أسواق الأوراق المالية. وقد تبين أن أكثر المتغيرات تأثيراً في تطور أسواق الأوراق المالية هو نسبة الادخار. وقد أظهرت النتائج أيضاً أن نسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص يؤثر بشكلٍ موجب في تطور أسواق الأوراق المالية، وهذه النتيجة ترجح فرضية أن كلاً من أسواق الأوراق المالية والجهاز المصرفي مكملين لبعضهما وليسا متنافسين.

العمود (٢) من الجدول ٣ يظهر تأثير نسبة الاستثمار بدلاً من نسبة الادخار، فضلاً عن الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص، ونسبة قيمة التداول من الناتج المحلي الإجمالي. وقد تبين أن نسبة الاستثمار لا تؤثر بشكلٍ معنوي في نسبة القيمة السوقية مع ظهور إشارة سالبة، وذلك يعود إلى أن الشركات تعتمد في تمويل مشاريعها الاستثمارية على المساهمات الشخصية، وسيادة نمط الشركات العائلية المغلقة في أغلب الدول العربية قيد البحث، وذلك رغبةً منها في عدم الخضوع إلى رقابة السلطات (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٨٢-١٨٣). وقد ظهر تأثير المتغيرات التفسيرية الأخرى موجباً ومعنوياً على المتغير المعتمد.

العمود (٣) يظهر تأثير عرض النقد بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي متغيراً ممثلاً لدرجة تطور الوساطة المالية، بدلاً من متغير نسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص الذي تمّ استخدامه في المعادلتين (١) و (٢). وقد أظهرت النتائج أن نسبة عرض النقد لم تؤثر بشكلٍ معنوي في نسبة القيمة السوقية، وذلك يجد تفسيره في الرأي الذي يطرحه دي كريكوريو وكوديتي (De Gregorio & Guidotti) في أن نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص هو المتغير الأكثر تمثيلاً لتطور الجهاز المصرفي مقارنةً بمتغير نسبة عرض النقد (أنظر في ذلك: Garcia, *et al*., 1999, 51).

في حين أظهرت المتغيرات التفسيرية الأخرى في المعادلة والمتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الادخار، ونسبة قيمة التداول من الناتج المحلي الإجمالي تأثيراً إحصائياً مهماً في نسبة القيمة السوقية.

في العمود (٤) تمّ استخدام متغير جديد هو معدل التضخم ممثلاً لدرجة استقرارية الاقتصاد، فضلاً عن المتغيرات الأربعة التي وضعت في العمود (١) ، وهي الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ونسبة الادخار، ونسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص، ونسبة قيمة التداول من الناتج المحلي الإجمالي. وفي الوقت الذي أظهرت المتغيرات التفسيرية الأساسية تأثيراً موجباً ومعنوياً على المتغير المعتمد،

إلاّ أن معدل التضخم لم يظهر تأثيراً موجباً من الناحية الإحصائية على نسبة القيمة السوقية. والسبب في ذلك يعود إلى أن معدلات التضخم في الدول محل البحث كانت منخفضة، وهي تقل عن مستوى العتبة المعتمد في البحوث التجريبية السابقة والبالغ ١٥%، وكما يظهر ذلك في الجدول ٢.

العمود (٥) يظهر أن نسبة الاستثمار لا تمارس تأثيراً معنوياً على المتغير المعتمد. في حين كانت نسبة الادخار أكثر قدرة على تفسير التغيرات في المتغير المعتمد. ويظهر ذلك من خلال مقارنة المعادلة (٥) بالمعادلات (١، ٣، ٤)، وتبين المعادلة أيضاً أن معدل التضخم لا يؤثر معنوياً في نسبة القيمة السوقية.

لقد بينت جميع المعادلات الخمس السابقة تأثيراً بسيطاً للناتج المحلي الإجمالي في نسبة القيمة السوقية، إذ لم يتجاوز التأثير (٠.٠٠١) في جميع الحالات.

مما تقدم يتضح أن كلاً من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ونسبة الادخار، ونسبة الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص (ممثلاً لتطور الوساطة المالية)، ونسبة قيمة التداول من الناتج المحلي الإجمالي (ممثلة لسيولة السوق)، تفسر بشكلٍ معنوي التغيرات الحاصلة في نسبة القيمة السوقية. في حين لم تظهر كل من استقرارية الاقتصاد مقاسة بمعدل التضخم، ونسبة الاستثمار، ونسبة عرض النقد تأثيراً إحصائياً مهماً في تفسير التغيرات الحاصلة في نسبة القيمة السوقية.

الجدول ٣
نتائج الانحدار

المتغيرات التفسيرية	١	٢	٣	٤	٥
الناتج المحلي الإجمالي بدولارات سنة ٢٠٠٠	٠.٠٠١ (٦.٣٢)	٠.٠٠١ (٥.٩٥)	٠.٠٠١ (٥.٤٩)	٠.٠٠١ (٦.٢)	٠.٠٠١ (٥.٨٣)
نسبة الادخار من الناتج المحلي الإجمالي	١.٦٤ (٣.٠٠)		١.٠٠ (١.٣٣)	١.٦٣ (٢.٩٧)	
الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي	١.٤٧ (٣.٢٩)	٠.٨١ (١.٨٦)		١.٤٩ (٣.٣١)	٠.٨٤ (١.٩١)
قيمة التداول بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي	١.٢ (٥.٠٥)	١.٣٨ (٥.٥٥)	١.٣٨ (٥.٥٤)	١.٢٢ (٥.٠٥)	١.٤ (٥.٥٦)
الاستثمار بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي		٠.٥٧- (٠.٤٧)			٠.٥٧- (٠.٤٧)
عرض النقد بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي		٠.١٦ (٠.٦٤)			
معدل التضخم				٠.٤٥ (٠.٥٥)	٠.٥٢ (٠.٦)
الثابت	١٠٣- (٣.١١)	٢٧- (٠.٩٧)	١٨- (٠.٥٧)	١٠٥- (٣.١٤)	٣٠- (١.٠٧)
R^2	٨٠.٤	٧٨.١	٧٧.٧	٨٠.٥	٧٨.٢

مضامين السياسة الاقتصادية

من خلال النتائج التجريبية التي تمّ التوصل إليها نجد ما يأتي:

١. ظهر أن لنسبة الادخار دوراً مهماً في تفسير التغيرات الحاصلة في تطور أسواق الأوراق المالية. وذلك يدعو إلى إتباع الإجراءات المناسبة لرفع نسبة الادخار.
٢. وجد أن الوساطة المالية مكملة لنشاط أسواق الأوراق المالية وليست منافسة لها. من هنا فإن الاهتمام بتطوير الجهاز المصرفي سيترك تأثيره الإيجابي في تطوير أسواق الأوراق المالية.
٣. بينت النتائج أن زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية يؤدي إلى تطور هذه الأسواق، الأمر الذي يدعو إلى تفعيل الوسائل اللازمة لرفع سيولة أسواق الأوراق المالية.
٤. توضح النتائج التأثير الموجب للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في تطور أسواق الأوراق المالية، من هنا فإن تنشيط الاقتصاد وتحريره سيسهم في تنشيط أسواق الأوراق المالية.
٥. لم يظهر للتضخم تأثيراً معنوياً على تطور أسواق الأوراق المالية، وذلك يسبب تدني معدلات التضخم في مجموعة الدول قيد البحث، وذلك يدعو حكومات تلك الدول إلى اعتماد السياسات اللازمة للحفاظ على معدلات منخفضة للتضخم.

المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية

١. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠.
٢. جابر، محمد صالح، ١٩٨٩، الاستثمار بالاوراق المالية،الاردن.
٣. الدباغ، مثنى عبد الرزاق، ٢٠٠٦، تأثير الاسواق المالية في النمو الاقتصادي لبلدان نامية مختارة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الموصل.

ثانياً- المراجع باللغة الأجنبية

1. Barnes, M., 2000, "Threshold Relationship Among Inflation, Financial Market Development and Growth", www.economics. adelaide.edu.au.
2. Boyd, J. & B. Champ, 2003, "Inflation and Financial Market Performance: What Have we Learned in the Last Ten Years?", www.bank of England.co.UK/qb.impact.pdf.
3. Boyd, J., R. Levine & B. Smith, 1996, "Inflation and Financial Market Performance", www.clevelan.dfedporg/research.workpaper.
4. Boyd, J., R. Levine & B. Smith, 2001, "The Impact of Inflation on Financial Sector Performance", Journal of Monetary Economics, 47.
5. Garicia, V., & Lin Liu, 1999, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development", Journal of Applied Economics, Vol. II, No. 1, May, 1999.
6. Isaksson, A.,2000, "Financial Market, Economic Growth and Poverty" ,www.sida.se/sida/articles/findev.pdf.
7. Naikumana, L., 2001,"Financial Markets and Economic Development in Africa", www.unix.oit.umass.edu/ndiku.
8. Pagano, M., 1993, "Financial Markets and Growth", European Economic Review, 37.

9. www.amf.org.ae
10. www.worldbank.org