مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لدول عربية مختارة للمدة (1982 – 2008)
اسم الكاتب: م. دينا أحمد عمر
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3407
تاريخ الاسترداد: 2026/11/02 20:55 +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 ١٠٧ مجلد ٣٤ لسنة ٢٠١٢
ص ص[٨٥-١٠١]

العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لدول عربية مختارة للمدة (١٩٨٢-٢٠٠٨)

دينا أحمد عمر
مدرس - المعهد التقني
نينوى
Dina_amor333@yahoo.com

المستخلص

يهدف البحث إلى بيان العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي في دول عربية مختارة باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2.S.L.S) لاختبار وتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرين، وقد أظهرت النتائج أن وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية ومعدل النمو الاقتصادي باستخدام أدوات عديدة كالسياسة المالية والسياسة النقدية، ومعدل التضخم، ومعدل سعر الفائدة، وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي، وبناءً على نتيجة اختبار السببية نستنتج أن التغيرات في النمو الاقتصادي تسهم في تفسير التغيرات في نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، كما تساعد التغيرات في نشاط الاستثمار في الأوراق المالية في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي، وعليه فإنه من المتوقع أن يؤدي نشاط الاستثمارات في الأوراق المالية في الدول العربية للفترة (١٩٨٢-٢٠٠٨) مع انفتاح أسواق المال المتوقع وعودة نشاط رؤوس الأموال الوطنية للاستثمار المالي والمحلي إلى الداخل وزيادة الاستثمارات الأجنبية دوراً في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، النمو الاقتصادي.

تأريخ استلام البحث ٢٠١٠/١٢/٢٠ تأريخ قبول النشر ٢٠١١/٢/٢٣

Relation between Investment Activity in Capitals Market and Economic Growth Rate in Selection Arabic Countries (1982-2008)

Dina A. Omar
Lecturer
Ninavah Technical Institution
Dina_amor333@yahoo.com

Abstract

The research aims to explain the relationship between investment activity in capitals market and economic growth rate in selected Arab countries. This was done by using method of least squares two stages to test and determine the direction of the relationship between two variables. The effects have shown that causative relationship of directions between investment activity in capitals market and economic growth by using many tools as financial and monetary policies, inflation rate, interest rate, exchange rate, gross domestic product, according to effect testing .The causative one concludes that changes in economic growth may participate to explain the investment activity of capitals markets. It also changes the investment activity in capitals market and participates to explain the economic growth. For this reason, it is expected that investment activity in capitals market in Arab countries (1982 - 2008) with opening the expected capitals market and local capitals. The resumption of expected capitals market, reactivity of local capitals to invest financially inside, increasing the foreign investments have the essential role in economic growth.

Keys words: investment activity in capitals Market, Economic Growth rate.

المقدمة

تعدّ أسواق الأوراق المالية أحد المرتكزات المهمة لنشاط القطاع المالي التي تسهم في تطور حركة الأموال والاستثمارات لتحقيق التنمية الاقتصادية المتواصلة أو المستدامة في الدولة. وتشير أدبيات النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية بوضوح إلى أن طبيعة العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي هي علاقة تربط الاتجاهين عن طريق أدوات عديدة كالسياسة المالية والسياسة النقدية، ومعدل التضخم، وسعر الفائدة، وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي.

ومع التطور السريع في حركة الأموال وتقدم وسائل الدفع وما تمثله من دور رئيس في النشاط الاقتصادي، أصبحت العلاقة بين نشاط الاستثمار في وسائل التمويل والنمو الاقتصادي محور اهتمام الكتاب والباحثين في كثير من الدراسات والأبحاث الاقتصادية في العقدين الأخيرين سواء في الجانب النظري أو التطبيقي.

فتشير بعض الدراسات إلى أن نشاط الاستثمار في الوسائط المالية يمكن أن يزيد معدل التراكم الرأسمالي وبالتالي يعزز فرص النمو الاقتصادي ،كما يؤكد بعض الاقتصاديين من جانب آخر على دور النمو الاقتصادي في تنشيط الاستثمار في الأوراق المالية لأن هذا النوع من الاستثمار يعد دالة موجبة في الثروة الحقيقية للدولة وتنميتها الاقتصادية، إن النمو في متوسط دخل الفرد يؤدي إلى نمو أسرع في الأصول المالية، وهذا يعني أن العلاقة تأتي من النمو الاقتصادي إلى نشاط الاستثمار في الأوراق المالية الذي

يعني تخصيص الأموال في مجالات مختلفة على نحو يؤدي إلى تعظيم المردودية الاقتصادية والمالية، كما أنه يؤدي دوراً ايجابياً في تعجيل التنمية، إلاّ أن المشكلة الأساسية التي تواجه التنمية تكمن في قصور معدلات الادخار بمختلف أنواعه عن معدلات الاستثمار، فتمويل التنمية يكمن في البحث عن مصادر الادخار والبحث عن الوسائل الكفيلة بتعبئة هذه المدخرات لأغراض التنمية، ولا يتم ذلك إلاّ عن طريق توفر هيكل متكامل من المؤسسات المالية والتنظيمات القادرة على التخطيط والتوجيه الجيد لهذه المدخرات لاغراض الاستثمار المنتج.

فالأسواق المالية مراكز تفاعل والتقاء لقوى الاستثمار المختلفة، كما أنها تعد أداة تمويلية فعالة في الدول المتقدمة لتمويل اقتصادها،أما في الدول النامية ومنها الدول العربية تعد الأسواق المالية مكاناً يلتقي فيه البائعون والمشترون لتداول الأدوات المالية والبدائل الاستثمارية المتميزة عن بعضها البعض من حيث العوائد التي تدرها والمخاطر المرتبطة بعدم تحققها، وعليه فعملية المفاضلة بين العائد المتوقع الحصول عليه والمخاطر المرتبطة بعدم تحققها. هي استثمارية بالغة الأهمية تنطوي على سلسلة من الدراسات والأبحاث تعرف بالاستثمار المالي.

مشكلة البحث

تتمثل في الإجابة على السؤال الآتي: هل أن نشاط الاستثمار في الأوراق المالية في الدول العربية يعدّ سبباً ايجابياً في تحقق النمو الاقتصادي؟ أم أنه ذو تأثير عكسي يؤدي إلى التراجع وعدم تحقيق التنمية بسبب الآثار السلبية التي يتركها نشاط الاستثمار في الأوراق المالية على اقتصاد السوق؟

هدف البحث

يهدف البحث إلى تحليل العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لعينة من الدول العربية المختارة بالاستعانة ببعض المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في قياس النمو الاقتصادي ومعرفة آثارها على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية.

فرضية البحث

تقوم على مفاده أن النشاط الاستثماري في الأوراق المالية يمارس تأثيراً فعالاً في معدلات النمو الاقتصادي للدول العربية المختارة (البحرين، الجزائر، مصر، الأردن، الكويت)

منهجية البحث

يعتمد البحث منهج التحليل الوصفي لأدبيات النظرية الاقتصادية والدراسات والأبحاث السابقة ذات العلاقة لاسيما التي أنجزت على أسواق المال في الدول المتقدمة، وفي الدول النامية ومنها الدول العربية عموماً التي تعد أن نشاط الاستثمار في الأوراق المالية تأثيره إيجابياً على التنمية الاقتصادية. وكذلك المنهج الكمي عن طريق استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2.S.LS) لتحديد اتجاه العلاقة بين نشاط

الاستثمار في الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي لعينة من الدول العربية المختارة للفترة (١٩٨٢-٢٠٠٨) من خلال الآتي:
أولاً- النشاطات الاستثمارية في الأسواق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.
ثانياً- الدراسات التجريبية السابقة حول النشاطات الاستثمارية في الأوراق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.
ثالثاً- الأنموذج القياسي المستخدم لتحديد العلاقة بين تطور نشاط الاستثمارات في سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لدول عربية مختارة.

أولاً- النشاطات الاستثمارية في الأسواق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور شركات ضخمة تتطلب توظيف رؤوس أموال كبيرة، وهي بذلك تواجه مشكلة الحصول على التمويل اللازم من جانب وارتفاع تكاليفه من جانب آخر، لذا اتجهت الشركات إلى طرائق جديدة لتمويل نشاطاتها المختلفة كطرح رأسمالها للاكتتاب العام، الذي هو تجميع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه الشركات.

يقوم هذا التمويل على أساس طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، وتتنوع من حيث العوائد وتواريخ الاستحقاق، وتعد الأسهم التي تمثل صكوك ملكية، والسندات التي هي حقوق مديونية من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في نشاط الاستثمار في الأوراق المالية الذي يقوم على الجمع بين البائعين والمشترين التي تعد ركناً من أركان السوق التمويلية، ومصدراً من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي.

وعليه فإن النشاطات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية تتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة منوعة من أدوات النشاط الاستثماري (Gylfason and Zoega, 2002, 18).

إن تعدد أدوات النشاط الاستثماري في الأوراق المالية والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لايتحقق إلاّ من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث، فضلاً عن شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب وقنوات الاتصال، ومجموعة القوانين المنظمة للاستثمار في الأوراق المالية على نحوٍ عام (Bradford and Long,1990,40).

إن الدراسات الاقتصادية تؤكد أن العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي تبادلية تربط الاتجاهين من خلال أدوات عديدة كالسياسة المالية والسياسة النقدية ومعدل التضخم ومعدل أسعار الفائدة وسعر الصرف والناتج المحلي الإجمالي وغيرها.

كما أن الاستثمار في الأوراق المالية يؤثر ويتأثر بالنمو الاقتصادي للدولة، من هنا فإن الاهتمام بها وبالأسس التي تقوم عليها يعد خطوة صحيحة في طريق التنمية المستدامة.

إن الاستثمار في الأوراق المالية يشكل أحد الدعائم المهمة لاقتصاد السوق وعند التفكير بالحصول على موارد مالية لازمة لأغراض التنمية فإن هناك موردين رئيسيتين

لتحقيق ذلك، هما المورد الداخلي والمورد الخارجي والمصدران لهما دور مهم وحيوي في تكوين القطاع المالي وأداته الأساسية وهي الاستثمار في الأوراق المالية.

إن الأسواق المالية توفر العديد من الفرص للنشاطات الاستثمارية وتعمل مع بقية أدوات الاقتصاد على توفير الاستقرار اللازم لضمان النمو الاقتصادي طويل الأجل، فالخصخصة وإصلاح النظام القانوني وتثبيت أسعار الصرف وسياسات معالجة التضخم وسياسات تشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي كل ذلك يسهم في تحسين معدلات نمو اقتصاديات الدولة.

ويساعد الاستثمار في الأوراق المالية على تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد وتوزيع المخاطر والرقابة على أداء الشركات، وبذلك فإن عملية النمو الاقتصادي يمكن دفعها عن طريق تحسين أداء السوق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، (Ngugi, *et. al.*, 2004, 18).

وتؤكد نتائج معظم الدراسات التطبيقية أن الاستثمار في الأوراق المالية من أهم النشاطات الاستثمارية في الأسواق المالية لأنه يقود إلى النمو الاقتصادي للدولة وما يعزز هذا الرأي أنه يعد من المراحل الأولى لتحقيق التنمية الاقتصادية ولاسيما في المرحلة التي يحتاج فيها الاقتصاد إلى تقنيات عالية في شتى المجالات فإنه يسيطر عليه اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي، وهذا مايحدث في الدول النامية، إلاّ أن هذا الرأي لاينطبق بالضرورة على الدول المتقدمة، إذ أن مجرد وصول عملية التنمية إلى مراحل متقدمة يأخذ الطلب التابع بالظهور.

فنمو الاقتصاد يؤدي إلى ظهور طلب جديد على الخدمات المالية، ويرجع ذلك إلى طلب المستثمرين والمدخرين في القطاع الحقيقي على هذه الخدمات.

وفي هذه الحالة فإن نشاط الاستثمار في الأوراق المالية يعدّ عملية مستمرة ويسهم في تحقيق النمو الاقتصادي.

فبعض الدراسات تعتقد أن التطور في الوسائط المالية عن طريق تعبئة المدخرات وإدارة المخاطر وتسهيل المعاملات وتقييم المشروعات وغيرها يمكن أن يسرع معدل التراكم الرأسمالي وبالتالي يعزز من فرص النمو الاقتصادي ومن أبرز الدراسات التي أظهرت أهمية الاستثمارات في الأوراق المالية وتأثيرها في النمو الاقتصادي، دراسة (Shaw,1973) ودراسة (Mckinnon,1973) فقد وجدا أن القيود الكمية التي تفرضها الحكومات في الدول النامية على النظام المصرفي تقيد كمية وإنتاجية الاستثمارات، وبالتالي تقيد النمو الاقتصادي، وتقود إلى التضخم وعدم استقرار الأسعار، وعلى الرغم من اختلاف الأنموذجين اللذين استخدمه كل منهما، حيث لم يعد Shaw النقود ضمن الثروة واعتبرها وسيلة للدفع ومدخلاً إنتاجياً وسيطاً في كل القطاعات غير النقدية، بينما عد McKinnon النقود عنصراً إنتاجياً بديلاً كاملاً لرأس المال، فان النتيجة التي توصلا إليها متطابقة .

فالسياسات التحررية المتعلقة بالقطاع المالي تحفز النمو الاقتصادي عن طريق تحسين نوعية وكمية الاستثمار، من خلال السياسات التي من شأنها التخفيف من وضع قيود على السقف الأعلى لسعر الفائدة والاحتياطيات القانونية العالية، والتحيز لبعض برامج الائتمان على سبيل المثال تسهل من التنمية الاقتصادية، وعلى الرغم من تأثير تلك السياسات المتحررة على زيادة أسعار الفائدة فإن ذلك سيؤدي إلى تحفيز الادخار الخاص وتشجيع الوساطة المالية والتوزيع الأمثل للموارد، وبالتالي زيادة عرض الائتمان إلى القطاع الخاص الذي بدوره يؤدي إلى زيادة الاستثمار وارتفاع معدل النمو الاقتصادي.

من جهة أخرى يعتقد بعض الاقتصاديين ومنهم (Robinson, 1952) أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى تنشيط الاستثمار في الأوراق المالية، وأن الاستثمار في الأوراق المالية هو دالة موجبة في الثروة الحقيقية، فخلال عملية التنمية يؤدي النمو في متوسط دخل الفرد إلى نمو أسرع في الأصول المالية، وهذا يعني أن العلاقة تأتي من الناتج القومي إلى الأصول المالية.

ونظراً لأهمية العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي والجدل النظري حول ذلك، فقد أصبحت الدراسات التطبيقية مهمة في محاولة لحسم الجدل في اتجاه العلاقة بينهما. ويعد (Patrick, 1966) أول من أثار احتمال وجود علاقة ذات اتجاهين بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وكذلك (Goldsmith,1969) الذي أوضح صعوبة تحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرين، فنشاط استثمار الأوراق المالية قد يسرع من النمو الاقتصادي بينما قد تكون نشاطات الاستثمارات في الأوراق المالية انعكاساً للنمو الاقتصادي، ولكن يعتقد (Mckinnon,1988) أنه على الرغم من أن نشاط استثمار الأوراق المالية مرتبطة إيجابياً مع معدل النمو الاقتصادي فإن التساؤل الذي طرحه (Patrik,1966) عن اتجاه العلاقة لم يحسم بعد وأيهما الأكثر؟ وتعد دراسة (Gupta,1984) أول دراسة تطبيقية استخدمت المنهجية السببية (Granger) لتحديد العلاقة السببية بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي (القدير، ٢٠٠٤، ٦-٧).

ويختلف الباحثون في تباين العلاقة بين النمو الاقتصادي ونشاط الاستثمار في الأوراق المالية فالاستثمار في الأوراق المالية يسرع وتيرة النمو الاقتصادي عن طريق زيادة سيولة الأصول المالية العالمية، وتسهيل تنويع المخاطر بالنسبة للمستثمرين، وتشجيع القرارات الاستثمارية الواعية بناء على المعلومات المتاحة، وزيادة الإنتاجية من خلال حث مديري الشركات على العمل الجاد من أجل مصلحة حملة الأسهم، وتحويل مدخرات أكبر إلى الشركات.

ويرى البعض الآخر أن نشاط الاستثمار في القطاع المالي ينتج كمحصلة للنمو في النشاط الاقتصادي، على اعتبار أن الاستثمار في الأوراق المالية مرآة للاقتصاد، وبالتالي فهي تعكس النمو الاقتصادي، وينمو السوق عن طريق تقديم الخدمات المالية والمنتجات الاستثمارية اللازمة للتطور الاقتصادي (Vazakidis and Adamopoulos, 2010, 9).

ولأجل التحقق من النشاطات الاستثمارية في الأوراق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي يعتمد البحث على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية لاختبار فرضية البحث وهي على النحو الآتي:

١. الناتج المحلي الإجمالي: تشير الدراسات أن حجم الناتج المحلي الإجمالي قد يكون له أثر إيجابي أو أثر سلبي على النشاط الاستثماري في الأوراق المالية، فالإعلان عن زيادة متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل في الأوراق المالية، ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.
٢. معدل التضخم: عند اتخاذ المستثمر لقراراته الاستثمارية في الأوراق المالية لابد من أن تكون حسابات التكلفة والعائد مبنية على أساس الأرقام الحقيقية وليست الأسمية، ولذلك عندما تتغير الأسعار بمعدلات عالية لاتعد البيانات الاسمية للعوائد المتولدة عن الاستثمار مؤشراً إيجابياً للحكم على أداء هذه الاستثمارات ذلك أن هذا العائد يفقد جزءاً

من قيمته نتيجة الانخفاض في قوته الشرائية خلال فترة الاستثمار تبعاً لمعدل التضخم السائد خلال هذه الفترة، ولمعدل التضخم أثره في سوق الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على السوق، وذلك لسببين أحدهما مباشر، ويتمثل في أن المعلومات المتاحة عن معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة فيه، وهذا يعني ارتفاعاً في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأوراق المالية وانخفاض قيمتها السوقية نتيجة لذلك. والسبب الثاني غير مباشر ويتعلق بالنظام الضريبي ففي فترات التضخم تنخفض القيمة الحقيقية لأرباح المنظمة وتنخفض تبعاً لذلك القيمة السوقية لأسهمها في سوق الأوراق المالية، وهناك سبب آخر غير مباشر ومرجعه أن يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع البنك المركزي للتدخل من خلال تقليل عرض النقود، مما قد يترتب عليه انخفاض في التدفقات النقدية لمنظمات الأعمال بسب انخفاض الطلب على منتجاتها، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى أسعار أوراقها المالية في السوق وحتى إذا لم تتخذ أي خطوة تجاه المعروض من النقود في الوقت الذي صاحب فيه التضخم زيادة في طلب المنظمات لمزيد من الموارد المالية، فإن هذا قد يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد وانخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية تبعاً لذلك (هندي، ٢٠٠٣، ٩٤).

٣. سعر الصرف: إن الاستقرار النسبي في عملة الدولة له تأثير مباشر في نشاط سوق الأوراق المالية، ذلك أن سعر الصرف يعد من المؤشرات الاقتصادية المهمة التي تؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم أداء سوق الأوراق المالية. وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في المحافظ المالية بها. وتؤثر هذه التدفقات على أسعار صرف العملات، كما أنها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات. إن التحركات والتقلبات في أسعار الصرف تؤثر على نحوٍ مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار من خلال التأثير على الثروة الناشئة من تقلبات أسعار الأوراق المالية وهذا يعني أن العلاقة عكسية بين سعر الصرف وأسواق الأوراق المالية (الحمزاوي، ٢٠٠٤، ٥٨-٥٩).

٤. أسعار الفائدة: لما كان نشاط الاستثمار في الأوراق المالية يمثل أصولا مالية، فمن الطبيعي أن تقييمها في لحظة محددة يتوقف على سعر الفائدة السائد في السوق في اللحظة نفسها والذي هو ثمن النقود، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعاً مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها فان المستثمرين يفضلون وضع أموالهم في البنوك للحصول على فائدة بدلاً من استثمارها في الأوراق المالية (ينخفض سعر الورقة المالية) وبالعكس عند انخفاض سعر الفائدة، فإن المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم في الأوراق المالية بدلاً من وضع أموالهم في البنوك (وهنا يزداد الطلب على الأوراق المالية فيرتفع سعرها).

٥. السياسة المالية: يقصد بها وسائل تمويل واتجاهات الإنفاق الحكومي وأن متغيرات السياسة المالية هي:

أ. الضرائب: تعد أحد مصادر الإيرادات الرئيسة في غالبية الدول واللازمة لتمويل الإنفاق العام، فإذا ماتخذ مشرعو الضرائب قرارا بتخفيض معدلات الضرائب والتوسع في منح الإعفاءات الضريبية كنوع من حوافز الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك بهدف تشجيع الاستثمار ومن ثم زيادة حجم الإنتاج فأسعار الأوراق

المالية في السوق سوف ترتفع. وأيضاً إذا اتجهت الدولة إلى التمويل التضخمي لتمويل عجز الموازنة العامة للدول فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض حجم الأرباح الحقيقية المحققة نظراً لارتفاع معدل التضخم، مما سينعكس بالسلب على أسعار أوراقها المالية (Hussien, 2002, 25).

ب. الإنفاق العام: إن علاقة سياسة الإنفاق العام بأسواق الأوراق المالية تحكمها عدة عوامل منها حجم الموارد المتوافرة في القطاع الخاص، وقدرة هذا الأخير على الاستثمار وحاجته للتمويل مع الأخذ بنظر الاعتبار أن الإنفاق العام جزء من مكونات الطلب الكلي، فضلاً عن اعتبارات أخرى تتعلق بكون الإنفاق العام يؤثر في الطلب الخاص وفي العرض الكلي.

ويرى بعض الباحثين أن زيادة الإنفاق العام الذي يرافقه استغلال الموارد على نحوٍ كامل قد ينعكس سلباً على سوق الأوراق المالية، وفي رأيهم أن ذلك قد يؤدي إلى خفض الاستثمارات الخاصة بسبب تحويل جزء من سيولة القطاع الخاص إلى الإنفاق العام من ناحية، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى إحداث جاذبية أكبر للودائع على حساب الأوراق المالية من ناحية أخرى، ومن ثم فإن الإنفاق العام يمكن أن يكون مكملاً لإنفاق القطاع الخاص، لأن الإنفاق العام في رأيهم يركز على الأنشطة التي لايدخلها القطاع الخاص أو يدخلها على نحوٍ محدود ومن شأن ذلك أن يسهم في انتعاش الاستثمار الخاص، ومن ثم يؤثر إيجاباً على سوق الأوراق المالية (Mohtadi and Agarwal, 2008, 10).

ثانياً- الدراسات التجريبية السابقة حول النشاطات الاستثمارية في الأوراق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي

دراسة ليفن وزيروف (Levine and Zervos, 2008, 12) عام ٢٠٠٨ شملت عينة تضمنت ٤٣ دولة للمدة (١٩٧٦-١٩٩٠) باستخدام القروض البنكية الموجهة للمشروعات منسوبة للناتج القومي الإجمالي للدلالة على نمو القطاع المصرفي، إلى جانب استخدام أكثر من مؤشر للدلالة على نمو سوق الأوراق المالية مثل نسبة الرسملة، معدل الدوران، وتوصلت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية تستطيع التأثير في النمو الاقتصادي بطريق مباشر عن طريق تحسن أداء السوق الأمر الذي يؤثر إيجابياً على النمو، أو بطريق غير مباشر عن طريق تحفيز السوق لمعدلات نشاط الاستثمار، وقد أوضحت تلك الدراسة، إن سوق الأوراق المالية والجهاز المصرفي، كل منهما يقدم خدمات مختلفة عن الآخر، ويستطيع كل منهما التنبؤ بمعدلات النمو المستقبلية.

وفي دراسة لويس (Lowies, 2006, 42) عام ٢٠٠٦ شملت بيانات (١٨ دولة) مختلفة للمدة (١٩٨٦-١٩٩٢) وباستخدام متوسط لست مؤشرات مختلفة للتعبير عن نمو سوق الأوراق المالية. وظهرت المعاملات موجبة بلا استثناء مؤكدة على وجود تلك العلاقة. إلى جانب أن الدراسة خلصت إلى أن نشاط الاستثمار في سوق الأوراق المالية يحقق البنية المثلى لملكية المشروعات. أي أن سوق الأوراق المالية بجانب قيامه بتوزيع المخاطر، والتقليل من مشكلة الخطر المعنوي، تقوم بتشجيع المستثمرين الجدد على الدخول في السوق، والقيام بمشروعات جديدة في حين تنتقل ملكية المشروعات القائمة إلى مديرين متمرسين قادرين على إدارتها بكفاءة عالية، وبذلك تتحق البنية المثلى للمشروعات، الأمر الذي يؤثر إيجابيا في معدلات النمو الاقتصادي.

دراسة السحيباني (السحيباني، ٢٠٠٧، ٥) التي تناولت دراسة علاقات الارتباط والسببية بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية للمدة من (١٩٨٥-٢٠٠٦) من خلال تحليل السلاسل الزمنية لاختبار مستوى العلاقة، حيث تم تطبيق تحليل التكامل المشترك، واختار أسلوب جرينجر للسببية على بيانات الناتج المحلي، وتلك التي تعكس نمو سوق الأسهم السعودي، حيث تم قياس النمو المالي من خلال حجم وسيولة سوق الأسهم المحلية إذ تم استخدام القيمة السوقية للأسهم وقيمة الأسهم المتداولة للفترة نفسها. وتم استخدام بيانات إجمالي الناتج المحلي لقياس النمو الاقتصادي.

وتوصلت الدراسة إلى وجود ثمانية أسباب تحول دون وجود علاقة بين نمو الاقتصاد السعودي وسيولة سوق الأسهم أبرزها الازدواجية بين دور البنوك والاستثمار في سوق الأوراق المالية، وضآلة دور صناديق الاستثمار، وتدني مستوى إسهام قطاعات الخدمات المالية في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي، علاوة على ضعف توزيع أعمال الشركات المساهمة على القطاعات الاقتصادية، وحدوث خلل في أنماط الادخار والاستثمار.

وفي دراسة سميث (Smith,1969,16) شملت عينة لست دول نامية للمدة (١٩٧٠-١٩٩٥) وجد أن هناك علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي المصرفي، فتطور القطاع المالي المصرفي يحدث كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي لنشاط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث يتطلب التوسع الاقتصادي المستمر مزيداً من الخدمات والأدوات المالية وظهر الدور السلبي للنظام المالي المصرفي.

دراسة لونج وتينج (Long and Thing, 2008, 1) حول نشاط الاستثمار في الأوراق المالية في ماليزيا للمدة (١٩٧٧-٢٠٠٦) باستخدام أسلوب كرانجر للسببية وتوصلت الدراسة أن نشاط الاستثمار في الأوراق المالية يسبب النمو الاقتصادي.

دراسة اجروال (Agarwal, 2001, 9) عن نشاط الاستثمار في الأوراق المالية في دول أفريقيا وكانت نتائج الدراسة أن العلاقة طردية بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وان الاستثمار المالي هو الذي يسبب النمو الاقتصادي.

دراسة امانجا ومانا (Amanja and Maana, 2009, 15) عن نشاط الاستثمار في الأوراق المالية لدولة كينيا، وتبين النتائج أن زيادة الاستثمار في الأوراق المالية بنسبة١٠% يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بنسبة ٣٠%.

دراسة ازارمي (Azarmi,2005, 27) لدولة الهند للمدة من (١٩٨١-٢٠٠١) ووجد أن العلاقة سالبة عندما يقود نشاط الاستثمار في الأوراق المالية النمو الاقتصادي والعكس صحيح عندما يقود النمو الاقتصادي الاستثمار المالي في الأسواق المالية.

ثالثاً- توصيف الأنموذج القياسي المستخدم لتحديد العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لدول عربية مختارة

هناك اتجاهات لتوضيح العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي:

الأول: إن نشاط الاستثمار في الأوراق المالية ومتغيرات اقتصادية أخرى تؤثر في الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الثابتة، وهو ليس اتجاه الدراسة، و**الثاني:** إن الناتج القومي الإجمالي بالأسعار الثابتة ومتغيرات اقتصادية أخرى تؤثر في نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وإن الدراسة ستهتم بهذا الاتجاه وستؤثر مجموعة العوامل في نشاط الاستثمار في

الأوراق المالية، وهي متمثلة بدالة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية لدول عربية مختارة (عينة البحث).

وإن العلاقة بين هذين المتغيرين متعاكسة، فنشاط الاستثمار في الأوراق المالية يمكن أن يعزز من نمو الناتج القومي الإجمالي لأن الأسواق المالية توفر العديد من الفرص للنشاطات الاستثمارية، وتعمل على تعبئة المدخرات وتخصيص الموارد لتوفير الاستقرار اللازم لضمان النمو الاقتصادي، غير أنه يمكن أن تمضي العلاقة بالاتجاه المعاكس، إذ أن نمو الناتج القومي السريع يمكن أن يحفز من نشاط سوق الأوراق المالية، فنمو الاقتصاد يؤدي إلى ظهور طلب جديد على الخدمات المالية، ويرجع ذلك إلى طلب المستثمرين والمدخرين في القطاع الحقيقي على هذه الخدمات.

كما أن العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية ونمو الناتج يعتمد على عوامل عديدة اقتصادية، وسياسية وثقافية.

وبناءً على المناقشة السابقة عن العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية ومعدل نمو الناتج القومي الإجمالي فقد استخدمنا أنموذج المعادلات الآنية في الدراسة بسبب:

١. إن بعض النماذج تتضمن استخدام أكثر من معادلة واحدة أي استخدام نماذج المعادلات الآنية.
٢. إن متغيرات هذه المعادلة تحقق شروط جميع المعادلات الآنية وتنطبق على أنموذج المعادلات الآنية.
٣. إن طرائق التقدير بالمعادلة المنفردة لاتكون ملائمة، لأن طريقة التقدير فيها ستعطي تقديرات متحيزة للمعلمات، وعند التطبيق والاختبار القياسي سينتج عنه تحيز في التقدير، لذلك نلجأ إلى أنموذج المعادلات الآنية التي تتضمن استخدام أكثر من معادلة (كاظم، ١٩٨٨، ٣٦٧).

وعليه فالمعالجة الصحيحة في تفسير العلاقة بين معدل نمو الناتج القومي الإجمالي ونسبة الاستثمار في الأوراق المالية تقتضي أن يكون لدينا معادلتان إحداهما لمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي والأخرى لنسبة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وقد أخذت المعادلتان الصيغتين الآتيتين:

المرحلة الأولى:بغية التخلص من احتمال وجود ارتباط بين نسبة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والمتغير العشوائي نستخرج انحدار yg أولاً على جميع المتغيرات المحددة سلفا في الأنموذج، وذلك باستخدام طريقة (OLS) لمعادلة الانحدار الآتية، يتم التوصل إلى المعلمات التقديرية لهذه المعادلة:

أولاً- معادلة معدل نمو الناتج القومي الإجمالي(yg)

$$Yg = S/GNP+I+Ex/GNP+p$$

إذ أن :

Yg: معدل نمو الناتج القومي الإجمالي.

S/GNP: الادخار كنسبة من الناتج القومي الإجمالي.

I: معدل التضخم.

EX/GNP: الصادرات كنسبة من الناتج القومي الإجمالي.
P: الاستثمار في محافظ الأوراق المالية (نشاط الاستثمار في الأوراق المالية).

وعندما تكون نسبة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية متغير يؤثر ويتأثر بمعدل نمو الناتج القومي الإجمالي، يصبح من الضروري استخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (Two-stage least squares) على معادلة معدل نمو الناتج القومي الإجمالي، لان تطبيق المربعات الصغرى الاعتيادية (Ordinary Least Squares) على معادلة معدل نمو الناتج القومي الإجمالي قد يؤدي إلى حدوث تداخل خطي (Multicllinearity) بين المتغير العشوائي ومتغير نسبة الاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتناقض مع إحدى افتراضات طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (O.L.S) المهمة، إذ إن هذا الافتراض ينص على استقلالية المتغيرات المستقلة عن المتغير العشوائي فيكون التقدير في حالة مخالفة هذه الفرضية متحيزاً (Johnston, 1972, 121-123). فضلاً عن ذلك فإن عملية التشخيص (Identification)* فوق التشخيص، وهذا يتطلب استخدام طريقة (2.S.L.S) عليها.

وطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2.S.L.S) تعد من الطرائق المناسبة لتقدير كل معادلة في أنموذج المعادلات الآنية تحمل صفة فوق التشخيص أو المشخص تماماً (Just identified). ومن ثم يتم احتساب القيمة التقديرية للمتغير المعتمد y^g .

المرحلة الثانية: نقوم بإحلال قيمة y^g المقدرة محل قيمة yg الفعلية في المعادلة الأصلية للأنموذج (معادلة معدل نمو الناتج القومي الإجمالي) وعندما يجري استخدام طريقة (O.L.S) مرة أخرى ولكن على المعادلة الأصلية بعد عملية الإحلال المذكورة، لنصل بالنتيجة إلى مقدرات خطية غير متحيزة (B.L.U.E) Best linear unbiased Estimators، وبذلك يكون شكل المعادلة النهائي:

ثانياً- معادلة نشاط الأسواق في الأوراق المالية(P)

P=GNP+GG/GNP+I+i+EXG+yg^+T/GNP

إذ أن:
P : الاستثمار في محافظ الأوراق المالية (نشاط الاستثمار في الأوراق المالية)
GNP: الناتج القومي الإجمالي
GG/GNP: الإنفاق العام كنسبة من الناتج القومي الإجمالي
I/GNP : نسبة التضخم إلى الناتج القومي الإجمالي
i : معدل سعر الفائدة الحقيقي
EXG : معدل سعر الصرف
Yg^: معدل النمو المقدر
T/Y: الضرائب كنسبة من الناتج القومي الإجمالي

Yg = S/GNP+I+Ex/GNP+P……1
P=GNP+GG/GNP+I+i+EXG+yg^+T/GNP……2

* يقصد بالتشخيص، اختيار كل معادلة من معادلات الأنموذج من حيث صياغتها على نحو نهائي ومن دون إهمال أي متغير أساسي أو ثانوي فيها، ثم بيان الأسلوب الملائم لتقدير معالم الأنموذج تحت البحث.

ونظرا لأهمية العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وعلاقته بالنمو الاقتصادي فقد تم تطبيق الأنموذج المقترح باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2.S.L.S) لتحديد اتجاه العلاقة بين النمو الاقتصادي ونشاط الاستثمار في الأوراق المالية بالتطبيق على دول عربية مختارة (البحرين، والجزائر، ومصر، والأردن، والكويت) كما يتضح بالجدول ١.

الجدول ١
اتجاه العلاقة بين نشاط الاستثمار في الأوراق المالية والنمو الاقتصادي باستخدام الأنموذج المقترح للمدة (١٩٨٢-٢٠٠٨)

البحرين

y	bo	EX/GNP	GNP	S/GNP	inflation	Profile			
	7.9 0.71	0.033 0.28	0.135 -0.72	0.201 -1.92	0.106 -1.22	0.010 2.06	**F=6.3**	$R^{2=28.0}$ %	
profile	bo	GNP	Expendure/GNP	Inflation rate	Interest rate	Exchange rate	Y^	T/GNP	
	3.70 1.14	0.0077 1.17	0.222 -1.76	0.0341 0.99	0.0326 0.95	0.0005 -0.69	0.069 0.42	1.49 -9.35	F=54.59 $R^{2=99.1\%}$

الجزائر

y	bo	EX/GNP	GNP	S/GNP	inflation	Profile			
	2.41	0.0381 -5.40	0.883 6.60	0.000532 2.42	0.00039 -0.64	0.00227 -0.27	**F=16.1**	$R^{2=89.6}$ %	
profile	bo	GNP	Expendure/GNP	Inflation rate	Interest rate	Exchange rate	Y^	T/GNP	F=57.23
	3.70 1.04	0.0077 -2.62	0.222 -1.11	0.0341 -0.62	0.0326 -0.47	0.0005 -0.56	0.069 1.91	1.49 3.19	$R^{2=70.1\%}$

مصر

y	bo	EX/GNP	GNP	S/GNP	inflation	Profile			
	0.88 0.37	0.118 0.28	0.368 -0.72	0.665 -1.92	0.0162 -1.22	0.00224 2.06	**F=4.07**	$R^{2=49.2\%}$	
profile	bo	GDP	Expendure/GNP	Inflation rate	Interest rate	Exchange rate	Y^	T/GNP	
	1618 1.14	4.6 1.17	30.1 -1.76	5.36 0.99	7.05 0.95	43.1 -0.69	6.8 0.42	1.49 21.9	F=20.39 $R^{2=46.8\%}$

الاردن

y	bo	EX/GNP	GNP	S/GNP	inflation	Profile			
	2.81 2.94	0.1223 2.05	0.135 2.04	0.00316 0.52	0.138 -1.52	0.0091 -0.30	**F=5.53**	$R^{2=27.3\%}$	
profile	bo	GNP	Expendure/GNP	Inflation rate	Interest rate	Exchange rate	Y^	T/GNP	
	47.7	3.02	0.0009	3.71	0.73	0.201	20.6	0.0179	F=27.56

	1.22	1.54	-0.04	-2.01	-0.55	1.01	1.81	-0.85	$R^{2=34\%}$

الكويت

y	bo	EX/GNP	GNP	S/GNP	inflation	Profile	F=23.44	$R^{2=98\%}$	
	7.84 1.33	0.33 0.03	0.422 1.02	0.0224 1.22	0.188 -2.42	0.335 1.050			
profile	bo	GNP	Expendure/ GNP	Inflation rate	Interest rate	Exchange rate	Y^	T/GNP	
	61.0 7.70	0.0350 -2.52	1.16 -9.92	0.0613 0.91	0.0219 -0.29	0.461 3.96	0.602 8.86	0.602 -0.86	F=37.44 $R^{2=91..1\%}$

المصدر: البنك الدولي/صندوق النقد الدولي/التقارير المالية للفترة١٩٨٢-٢٠٠٨.

نتائج التحليل والمناقشة

يبين الجدول ١ نتائج تقدير معادلة معدل نمو الناتج القومي الإجمالي وبطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (O.L.S) ومعادلة الاستثمار في الأوراق المالية بطريقة ذات المرحلتين (2.S.L.S) ويبين تطبيق المعادلة الأولى (معادلة معدل نمو الناتج القومي الإجمالي) ويلاحظ التأثير الموجب لنشاط الاستثمار في الأوراق المالية على معدل النمو الاقتصادي في البحرين ومصر والكويت عند مستوى معنوية 0.05.

وتشير القوة التفسيرية للأنموذج إلى أن ٢٨%من التغيرات الحاصلة في معدل نمو الناتج القومي الإجمالي للبحرين تفسر بواسطة التغيرات الحاصلة في نشاط استثمار الأوراق المالية، وعند اختبار قابلية متغير نشاط الاستثمار في الأوراق المالية في تفسير التغيرات الحاصلة في معدل النمو تبين أن (t*) المحتسبة هي (٢.٠٦) وهي أكبر من نظيرتها الجدولية عند مستوى معنوية ٠.٠٥ وذلك يدل على وجود علاقة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد، وقد بلغت قيمة (F*) المحتسبة (٦.٣) هي أكبر من نظيرتها الجدولية، وهذا يدل على معنوية العلاقة بين المتغير المعتمد والمتغير المستقل.

أما في مصر فقد بلغت القوة التفسيرية للأنموذج ٤٩.٢% من التغيرات في معدل نمو الناتج القومي الإجمالي تعود إلى التغيرات الحاصلة في نشاط استثمار الأوراق المالية، وكانت قيمة (t*) المحتسبة ٢.٥٠وهي أكبر من نظيرتها الجدولية عند مستوى معنوية ٠.٠٥ وقد بلغت قيمة (F*) المحتسبة (4.07) وهي أكبر من نظيرتها الجدولية.

وفي الكويت بلغت القوة التفسيرية للانموذج ٩٨% وهذا يعود إلى أن التغيرات الحاصلة في معدل نمو الناتج القومي الإجمالي تفسر بواسطة التغيرات الحاصلة في نشاط استثمار الأوراق المالية، وبلغت قيمة (t*) المحتسبة (١.٠٥) وهي أقل من نظيرتها الجدولية، أما قيمة (F*) المحتسبة فقد بلغت (23.44) وهي اكبر من قيمتها الجدولية.

وتشير القوة التفسيرية للأنموذج إلى أن ٨٩% من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد يعزى تفسيرها إلى عوامل أخرى لايتضمنها الأنموذج، وعند اختبار مدى قابلية متغير نشاط الاستثمار في الأوراق المالية في تفسير التغيرات الحاصلة في معدل النمو تبين أن قيمة (t*) المحتسبة لنشاط الاستثمار في الأوراق المالية سالبة (0.27-) وهي أقل من

نظيرتها الجدولية، وهذا يعني عدم معنوية العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير المعتمد. واتضح بأن قيمة F* (16.1) وهي أكبر من نظيرتها الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 .

كما ظهر تأثير نشاط الاستثمار في الأوراق المالية سالباً غير معنوي في الأردن عند مستوى معنوية 0.05 .

أما بالنسبة للمعادلة الثانية معادلة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية بتطبيق طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2.S.L.S) للفترة ١٩٨٢-٢٠٠٨ فإن تأثير الناتج القومي الإجمالي كان معنوياً موجباً في البحرين والأردن والكويت وهذا يتفق مع منطوق النظرية الاقتصادية أي كلما كان حجم الناتج القومي الإجمالي متمثلاً بحجم السوق كبيراً كان هناك نشاط استثمار في الأوراق المالية، وتشير قيمة معامل التحديد في البحرين ٩٩.١% و٣٤% في الأردن و٩١.١% في الكويت تفسر بواسطة التغيرات الحاصلة في نشاط استثمار الأوراق المالية والمتبقي عوامل أخرى قد تكون كمية لايتضمنها الأنموذج المقدر، وعند اختبار مدى قابلية متغير الناتج القومي الإجمالي في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد، تبين أن قيمة (t*) المحتسبة في هذه الدول أكبر من قيمتها الجدولية وبمستوى معنوية٠.٠٥ مما يدل على تأثر نشاط الاستثمار في الأوراق المالية بالتغيرات الحاصلة في الناتج القومي الإجمالي. وقد أتضح بأن قيمة (F*) المحتسبة في هذه الدول اكبر من نظيرتها الجدولية، وهذا يدل على معنوية العلاقة الخطية المفترضة بين المتغير المعتمد والمتغير المستقل، كما أظهر التأثير معنوي سالب على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية في مصر والجزائر.

كما أظهرت التقديرات الواردة في الجدول ١ أن الإنفاق العام ظهر سالب معنوي في البحرين والكويت والجزائر، وهذا يتفق مع منطوق النظرية الاقتصادية كلما ازداد الإنفاق العام انخفض نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، كما ظهر موجب معنوي في الأردن ومصر، وهذا يتوقف على الطريقة التي يتم بها تمويل الإنفاق، فإذا تم استخدام الأداة الصحيحة في الإنفاق العام يمكن أن يسهم ذلك في تحقيق الاستقرار الداخلي بحيث يؤدي إلى استقرار في الناتج والأسعار ومعدلات نمو غير تضخمية.

وتشير التقديرات الواردة في الجدول ١ أن معدل التضخم ظهر سالباً معنوياً في البحرين والأردن ومصر عند مستوى معنوية ٠.٠٥ وهذا يتفق مع منطوق النظرية الاقتصادية كلما ارتفع معدل التضخم أدى إلى انخفاض نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وتبين القوة التفسيرية للأنموذج المقدر إلى أن٩٩.١% في البحرين و٣٤% في الأردن و٤٩% في مصرمن التغيرات الحاصلة في نشاط استثمار الأوراق المالية تفسر بواسطة التغيرات الحاصلة في معدل التضخم والمتبقي عوامل لايتضمنها الأنموذج، وتبين أن قيمة (t*) المحتسبة هي أكبر من نظيرتها الجدولية في البحرين والأردن ومصر، مما يدل على علاقة دالية بين المتغيرين، وقد اتضح إن (F*) المحتسبة هي أكبر من الجدولية في هذه الدول مما يدل على معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرين، وظهر غير معنوي في الجزائر والكويت.

كذلك تظهر التقديرات أن تأثير معدل سعر الفائدة في نشاط استثمار الأوراق المالية سالب غير معنوي في الكويت والأردن والجزائر، وهذا يتفق مع منطوق النظرية الاقتصادية وموجب غير معنوي في مصر والبحرين .

كما ظهر معدل النمو المقدر موجباً معنوياً في الأردن والكويت والجزائر وموجب غير معنوي في مصر والبحرين.

وظهرت الضرائب سالب معنوي في تأثيرها على نشاط استثمار الأوراق المالية في البحرين ومصر والجزائر، وهذا ينطبق مع منطوق النظرية الاقتصادية وسالب غير معنوي في الكويت والأردن. وهذا بسبب إصلاح السياسات الضريبية وإصدار قوانين خاصة لنشاط الاستثمار على نحوٍ يمكن ملاحظة مدى وجود العلاقة بين النظام الضريبي والاستثمارات وتشخيص العناصر التي يمكن عن طريق صياغة آليات أو أدوات تستخدم في تشجيع نشاط الاستثمار في الأسواق المالية.

وتبين التقديرات أن معدل سعر الصرف ظهر تأثيره سالب غير معنوي في الجزائر والبحرين ومصر، وهذا يتفق مع منطوق النظرية الاقتصادية وموجب معنوي في الكويت والأردن .

الاستنتاجات

١. إن التحليل الوصفي لبعض متغيرات الاقتصاد الكلي على نشاط الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، أظهر بوضوح أن هذه المتغيرات تؤثر بصورة مباشرة وغير مباشرة في الاستثمار المالي، وبما أن هذه المتغيرات تؤثر بالقطاع المالي وسوق الأوراق المالية بصورة منفردة ومجتمعة، فإن سوق الأوراق المالية كأحد أهم أدوات القطاع المالي يؤثر ويتأثر من دون شك في التنمية الاقتصادية.
٢. بينت النتائج باستخدام الأنموذج المقترح أن الإنفاق العام ومعدل النمو المقدر يمارس تأثيراً معنوياً وموجباً في أغلب الدول العربية (عينة البحث) على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية.
٣. تبين النتائج باستخدام الأنموذج المقترح أن معدل التضخم ومعدل الضرائب ومعدل سعر الفائدة ومعدل سعر الصرف يمارس تأثيراً معنوياً وسالباً في أغلب الدول العربية (عينة البحث).
٤. تبين تطبيق الأنموذج في الدول العربية (عينة البحث) أن العلاقة بين نشاط الاستثمار المالي والنمو الاقتصادي هي علاقة ذات اتجاهين.

التوصيات

١. العمل على زيادة الوعي الثقافي لدى المواطن بالسوق ونشاط الاستثمار فيه، بهدف رفع مستوى ثقافته فيما يتعلق بالنشاط الادخاري والاستثماري، لأن نقص الوعي بنشاط الاستثمار يؤثر سلباً في أداء سوق الأوراق المالية في الدول العربية.
٢. توفير البيانات والمعلومات عن الأسواق المالية العربية بشفافية كاملة تمكن الباحثين والمحللين والمستثمرين في اتخاذ القرار الصحيحة ودراسة السوق.
٣. الاهتمام بالنظام المصرفي في الدول العربية وتطويره، حيث أن تأسيس سوق جيدة للأوراق المالية يتطلب وجود قطاع مالي ومصرفي متطور وديناميكي.
٤. بناء جهاز رقابي في الأسواق المالية للدول العربية موثوق وقادر على كشف المضاربات غير الصحيحة والتلاعبات والممارسات المشبوهة في السوق.
٥. اعتماد سياسة مالية ونقدية في الأسواق المالية العربية تضمن السيطرة على معدلات التضخم وتمنع تأثيرها على السوق وعلى الاقتصاد الوطني.

٦. دعم العملة المحلية والعمل على تقويتها ورفع قيمتها مقابل العملات الأجنبية، كلما كان ذلك ممكناً، لأن ذلك يسهم بصورة إيجابية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية.

المراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية

١. أموري، هادي كاظم، ١٩٨٨، "طرق الاقتصاد القياسي"، الطبعة الأولى، مطبعة التعليم العالي، جامعة بغداد.
٢. البنك الدولي/التقارير المالية للفترة ١٩٨٢-٢٠٠٢ على الموقع الالكتروني
www.world bank.com
٣. السحيباني، صالح محمد، ٢٠٠٧، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي: علاقات الارتباط والسببية، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية "الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية"، جمعية الاقتصاد السعودية، جامعة الملك سعود.
٤. صندوق النقد الدولي/التقارير المالية للفترة ٢٠٠٢-٢٠٠٨ على الموقع الالكتروني
www.AMF.org
٥. القدير، خالد بن حمد عبد الله،٢٠٠٤، "تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، م١٨، ع١.
٦. القريشي، محمد صالح تركي، ٢٠٠٤، "مقدمة في الاقتصاد القياسي"، ط١، مطبعة بغداد.
٧. محمد كمال الحمزاوي، ٢٠٠٤، سوق الصرف الأجنبي، منشاة المعارف بالإسكندرية.
٨. هندي، منير إبراهيم، ١٩٩٧، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشاة المعارف بالإسكندرية.

ثانياً- المراجع باللغة الاجنبية

1. Adm Lowies,The Links Between Financial Structure and Growth". ideas. www. applied.org/Issn 1546-9239.
2. Abd Almtalib Hussein, "Role of the Egyptian securities market on Saving Development" http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2317,2002.
3. Antonio Loues, "The Role of Capital Markets in Economic Growth". ideas.repcc.org/p/rio/textdis/342.html.
4. BandarLong,B. and Tan Thing "Stock Markets and Economic Growth InMalaysia: Causality Test", ccsent.org/journal/index.php/ass/article/view file/1605/1519.2008
5. Bradford and Long "Equipment Investment and Economic Growth"citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.165.1160,1990.
6. Gold Smith "Financial Development in African Countries" ,www.microsoft.com/pres.
7. Hamid Mohtaadi and Sumit Agarwal,"Stock Market Development and Economic Growth Evidence from Developing countries" pantherfile Uwm.edu/mohtadi/www/pA1-4-01.pdf.2008.
8. John Johnston,"Economic Methods"2nd Ed., McGraw-Hill Kogakusha, New York,1972.

9. Rose Ngugi, Daniel Amanja and Isaya Maana "Capital Market, Financial Deeping and Economic Growth in Kenya".www.csae.ox.ac.uk /conferences/2004-EDiA/papers/513-Isaya.
10. Ross Levine and Sara Zervos,"Stock Markets Banks and Economic Growth",www.jstor.org.2008.
11. Sumit Agarwal, "Stock Market Development and Economic Growth: Preliminary Evidence From African Countries ",www.jsd- africa-com/jsda/spring2001/articles pdf/ARC%20.2001
12. Sem Robert, "Profile The Economic Impact", www.microsoft.com/presspass/events/wwpc/docs/win7.
13. Ted Azarmi"Is The Indian Stock Market ACasino? www.cluteinstilute Online journals.com/pdfs/2005202.pdf.2005.
14. Thorvaldur Gylfason and Gylfi Zoega "Natural Resources and Economic Growth: The Role of Investment", ideas.repec.org/kud/epruwp/01-02.html.2002.
15. Vazakidis and Adamopoulos"A Causal Relationship between Financial Market Development and Economic Growth",www.scipub.org/fulltext/ajas/ajas74575-583.pdf.