مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: أثر بعض مؤشرات الانفتاح المالي والتجاري الأسواق المالية "بلدان عربية أنموذجاً"
اسم الكاتب: سعد موفق محمود الصفار، بشار احمد العراقي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3784
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 01:32 +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.

Research Paper

The Impact of Some Indicators of financial and Commercial Openness on the Development of Financial Markets "Arab Countries as a Model"

Saad M. Mahmood [1] ; Bashar A. AL-Iraqi [2]

[1&2]Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics

Corresponding author: Saad M. M. Alsafaar, Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics, saad.sm@student.uomosul.edu.iq

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2022.175520

Article History: *Received*: 4/9/2021; *Revised*: 10/9/2021; *Accepted* 19/9/2021; *Published*: 1/9/2022.

Abstract

Given the important role played by financial markets in supporting economic growth in a way that strengthens the economies of countries, supports employment and productivity, and raises the level of average income, The study came to analyze and explain the impact mechanisms through which the policies of financial and commercial openness can play their role in developing financial markets and improving their performance, Which framed her theoretical propositions and empirical studies that interested her. As well as building several quantitative models that can diagnose and clarify the nature and impact of these policies on the development of financial markets in a group of Arab countries. (Egypt, Jordan, Tunisia, Saudi Arabia, UAE, Qatar, and Oman) And for the period 2004-2019, which was based on balanced panel data, whose views amounted to 112 views, By adopting standard approaches that are compatible with those data represented by the aggregate regression model (PRM), the fixed effect model (FEM) and the random effect model (REM). The study found a significant effect on the policies of financial and trade openness in the development of financial markets in the sample countries, With some variations like the effect Suited between the positive and negative and sometimes neutral

Key words:

Financial openness, trade openness, financial development, financial markets.

Journal of

TANMIYAT AL-RAFIDAIN

(TANRA)

A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 41, No. 135
Sep. 2022

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retain the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Alsafaar, Saad M. M., AL-Iraqi, Bashar A. (2022). "The impact of some indicators of financial and commercial openness on the development of financial markets "Arab countries as a model"". ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 41 (*135*), 9 -32, https://doi.org/10.33899/tanra.2020.165650

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

ورقة بحثية

أثر بعض مؤشرات الانفتاح المالي والتجاري الأسواق المالية " بلدان عربية أنموذجاً"

سعد موفق محمود الصفار [١] ، بشار احمد العراقي [٢]

[١&٢] **كلية الإدارة والاقتصاد– جامعة الموصل– العراق**

المؤلف المراسل: سعد موفق محمود الصفار، كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة الموصل- العراق
saad.sm@student.uomosul.edu.iq

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2022.175520

تاريخ المقالة: *الاستلام:* ٢٠٢١/٩/٤؛ *التعديل والتنقيح:* ١٠ /٢٠٢١/٩؛ *القبول:* ٢٠٢١/٩/١٩؛ *النشر:* ٢٠٢٢/٩/١.

المستخلص

نظراً للدور المهم الذي تمارسه الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي على النحو الذي يعزز اقتصاد البلدان ويدعم التوظيف والانتاجية ويرفع مستوى متوسط الدخل، جاءت الدراسة لتتناول بالتحليل والتفسير آليات التأثير التي يمكن من خلالها أن تمارس سياسات الانفتاح المالي والتجاري دورها في تنمية الأسواق المالية وتحسين أدائه، والتي أطرت لها الطروحات النظرية والدراسات التجريبية التي اهتمت بها. فضلاً عن بناء عدد من النماذج الكمية التي لها القدرة على تشخيص وأيضاح طبيعة تأثير تلك السياسات في تطور الأسواق المالية في مجموعة من الدول العربية (مصر، الأردن، تونس، السعودية، والإمارات ، قطر، و عمان) وللمدة ٢٠٠٤-٢٠١٩، والتي استندت إلى البيانات المزدوجة المتوازنة التي بلغت مشاهداتها ١١٢ مشاهدة، وباعتماد المناهج القياسية المتلائمة مع تلك البيانات المتمثلة بأنموذج الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي(REM).وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لسياسات الانفتاح المالي والتجاري في تنمية الأسواق المالية في بلدان العينة، مع وجود بعض التباينات في طبيعة التأثير تناسبت بين الإيجابية والسلبية وفي بعض الاحيان الحيادية.

الكلمات الرئيسة

الانفتاح المالي، الانفتاح التجاري، التنمية المالية، الأسواق المالية.

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): **مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.**

المجلد (٤١)، العدد (١٣٥))،
أيلول ٢٠٢٢

© جامعة الموصل |
كلية الإدارة والاقتصاد، *الموصل، العراق.*

تحتفظ (**TANRA**) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: الصفار، سعد موفق محمود، العراقي ، بشار احمد (٢٠٢٢). " أثر بعض مؤشرات الانفتاح المالي والتجاري في تنمية الأسواق المالية "بلدان عربية أنموذجاً" " ***تنمية الرافدين***، ٤١ (١٣٥)، ٩-٣٢،
https://doi.org/10.33899/tanra.2020.165650

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

المقدمة

شهدت العقود الأربعة الماضية عملية انفتاح وتكامل عالمي مالي كبير أرسى مفاهيم التنمية المالية وعزز مبادئ التنمية الاقتصادية، ورسخ فوائد حرية انتقال رؤوس الأموال ووثق مداخل انخفاض كلفة رأس المال في الأسواق المالية الدولية. لذلك سعت العديد من الدول إلى جعل الانفتاح المالي والتجاري هدفاً تتطلع إليه للوصول باقتصاداتها المحلية إلى مستويات عالية من النمو والتطور الاقتصادي والمالي، وتطوير وتنمية أسواقها المالية، ففي بداية تسعينيات القرن العشرين حاولت معظم الاقتصادات ومنها الاقتصادات الناشئة الاندماج في النظام المالي العالمي وفتح أسواقها المالية على الاقتصادات الدولية من أجل دفع الأسواق المالية بإتجاه التنمية والتطور.

إذ تمارس التنمية في الأسواق المالية، دوراً بالغ الأهمية في مختلف دول العالم، فالوظائف التي تقدمها الأسواق المالية تؤدي دوراً فعالاً في إرساء ودعم نشاط الحركة الإقتصادية، وتوليد الدخل وزيادة الرفاهية. وتؤطر هذه الوظائف في حشد رأس المال وفاعلية توزيعه، فضلاً عن تحفيز الوحدات والقطاعات الإقتصادية من أجل دفعها نحو تحقيق متطلبات النمو والتطور من خلال الأداء الجيد للمؤسسات المالية وتمكينها من الوصول إلى منتجات وخدمات مالية جديدة ومتنوعة بتكلفة مقبولة، فضلاً عن توفير البيانات والحد من اللاتماثل المعلوماتي علاوة على توفير السيولة وإدارة المخأطر وضمان حسن إدارة الشركات والاسهام بإجراء معاملات التسوية والمدفوعات، والقيام بدور الوسيط الذي يتم من خلاله تطبيق السياسة النقدية، مما يؤدي إلى تكوين آثار إيجابية على معدلات الاستثمار والنمو.

لكن التغيرات التي طرأت على النظام الاقتصادي العالمي والتوجه نحو تطبيق سياسات الانفتاح أدى إلى ظهور جدل كبير بين الباحثين والاقتصاديين، فالبعض يرى أن المستفيد من هذا النظام هو الدول المتقدمة على حساب الدول النامية ومنهم من يرى أن كل من الدول النامية والمتقدمة مستفيد من هذا النظام على حد سواء. ومن ناحية أخرى يمثل اللجوء إلى تطبيق سياسات الانفتاح أحد أهم الفرص لرفع القدرة التنافسية للاقتصاد قبل الدخول في عالم المنافسة، حيث تفرض العولمة إعادة النظر في أساليب إدارة اقتصاديات الدول النامية، من خلال تحفيزها على تبني استراتيجيات وسياسات اقتصادية والتخلي أو التساهل في بعض الإجراءات التي من شأنها أن تعيق تطبيق سياسات الانفتاح، التي تمثل أحد الأركان الأساسية لتطور الأسواق المالية. فما تقدم شكل، حوافز لتعميق الفكر المالي والاقتصادي من أجل الوصول إلى الأطر النظرية والتجريبية الرصينة التي تشخص وبنظرة شاملة وعامة قنوات التأثير لتلك السياسات، التي من الممكن أن يكون لها دور مهم في دفع الأسواق المالية نحو التنمية والتطور، ووفقاً لما أجمعت عليه الدراسات المالية والإقتصادية المعاصرة، التي عّد أهمها سياسات الانفتاح المالي والتجاري على الأسواق الخارجية.

- **أهمية الدراسة**

تظهر أهمية الدراسة من خلال التركيز على دراسة أثر سياسات الانفتاح المالي والتجاري، التي يمكن أن تمارس دوراً فاعلاً في دفع الأسواق المالية نحو التنمية والتطور في دول العينة، للتعرف على آثارها وتبعاتها

ونتائج تطبيقها بغية تعزيز آثارها الإيجابية وتلافي آثارها السلبية التي من الممكن أن تحد من كفاءة أداء الأسواق المالية لوظائفها وتطورها وتنميتها لاتخاذ التدابير المناسبة التي تمكن من معالجة وتجاوز هذه السلبيات التي من شأنها أن تثبط من تنميتها وتطورها، بما يمكن متخذي القرار الاقتصادي والمالي من اتمام الإصلاحات المالية عبر انتهاج السياسات التحررية وفقاً لركائز علمية وواقعية، وبخطى ثابتة ومدروسة .

- **مشكلة الدراسة**

عانت معظم الدول النامية ومنها الدول العربية عينة الدراسة من البطء في سيرها نحو تحقيق مقتضيات تنمية وتطوير أسواقها المالية، ولربما يعود ذلك إلى خضوع الأسواق المالية لمختلف القيود التي تجعلها معزولةً عن الخارج، والناجمة عن ضعف مستوى وأسلوب تطبيق الانفتاح المالي والتجاري، لذلك جاءت مشكلة الدراسة لتجسد التساؤلات الآتية:

١. ما طبيعة التأثير الذي يمكن أن تمارسه متغيرات الانفتاح في تنمية الأسواق المالية للدول العربية عينة الدراسة ؟
٢. ما آلية تأثير متغيرات الانفتاح في تنمية الأسواق المالية للدول العربية عينة الدراسة؟

- **فرضية الدراسة**

في ضوء ما تم طرحه من تساؤلات جسدت مشكلة الدراسة اعتمدت عدداً من الفرضيات للوصول إلى هدف الدراسة والذي يتمثل بالآتي:

١. تخضع الأسواق المالية لمجموعة من متغيرات الانفتاح التي تمارس تأثيرات فعالة في مستويات نموها وتطورها.
٢. يتباين تأثير متغيرات الانفتاح بين الإيجابية والسلبية في مستويات تنمية الأسواق المالية وتطورها.
٣. تتباين طبيعة تأثير متغيرات سياسات الانفتاح، في تنمية الأسواق المالية في دول العينة.

- **هدف الدراسة**

بالاستناد إلى ما تم طرحة من مشكلة الدراسة وفرضياتها سعت الدراسة, إلى تحقيق الأهداف الآتية:

١. تأطير الأسس النظرية لمفاهيم سياسات الانفتاح والوقوف على أثرها في تنمية الأسواق المالية.
٢. العمل على تفسير وتحليل قنوات التأثير الذي يمكن أن تمارسه سياسات الانفتاح في تحسين وتنمية الأسواق المالية.
٣. صياغة أنموذج كمي قادر على تحديد وتفسير طبيعة وإتجاه تأثير متغيرات سياسات الانفتاح المؤثرة في تنمية الأسواق المالية للدول العربية عينة الدراسة وللمدة (٢٠٠٤-٢٠١٩).

- **منهجية الدراسة**

تعتمد الدراسة عدداً من المناهج العلمية والتي فرضتها طبيعة ومشكلة الدراسة، بما يتوافق مع كل جوانبها، والتي تتضمن ما يأتي:

١. تم استخدام المنهج الوصفي في جانبها النظري القائم على الدراسات والنظريات الإقتصادية والمالية والتي تناولت موضوع الدراسة بغية تحديد وتشخيص سياسات الانفتاح المالي والتجاري المؤثرة في تنمية الأسواق المالية.
٢. لغرض تقدير واختبار متغيرات سياسات الانفتاح التي تؤثر في تنمية الأسواق المالية تم الاعتماد على أساليب الاقتصاد القياسي الحديثة المتمثلة بـاستخدام منهجية الانحدار التجميعي (pooled regression) والأثر الثابت (fixed effect model) والأثر العشوائي(Random Regression Model) وذلك لتقدير نتائج الأثر الذي تتركه متغيرات سياسات الانفتاح المالي والتجاري في تنمية الأسواق المالية.

- **حدود الدراسة**

أ- الحدود المكانية

تناولت الدراسة عينة من الدول العربية وهي (الامارات العربية المتحدة، مصر، الاردن، عمان، قطر، المغرب، المملكة العربية السعودية) بعدها بلدان تمتلك مستويات متقاربة من التطور والنمو في أسواقها المالية.

ب- الحدود الزمانية

انطوت مدة الدراسة على الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٩) كونها حقبة امتازت بتوفر البيانات، فضلاً عن أنها حقبة شهدت العديد من الأحداث والتطورات الإقتصادية على الصعيد المحلي والدولي.

٣. مراجعة الادبيات ذات العلاقة

إن تحديد أثر سياسات الانفتاح على تنمية الأسواق المالية حظيت باهتمام كبير من قبل الدراسات الأكاديمية والأطر النظرية للفكر المالي والاقتصادي الحديث، وتم تناولها كذلك من قبل المؤسسات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي والبنك الدولي. من جانب آخر، سعت العديد من الدراسات والبحوث التجريبية التي تم تناولها بشكل فردي ومجموعات لعدد من الدول المتقدمة والنامية إلى محاولة الوصول إلى تشخيص كمي لطبيعة هذا التأثير الذي يمكن أن تمارسه سياسات الانفتاح المالي والتجاري على مؤشرات تنمية الأسواق المالية، حيث يمكن استعراض أهم هذه الدراسات وعلى النحو الآتي:

دراسة Chinn and Ito(2006) تحت عنوان ما الذي يهم التنمية المالية؟ ضوابط رأس المال والمؤسسات والتفاعلات والتي سعت إلى تحري ما إذا كان الانفتاح المالي يؤدي إلى التطور المالي بعد التحكم في مستوى التطور القانوني، بالاعتماد على أنموذج الانحدار المتعدد لـ108 دولة وللمدة 1980-2000، خلصت الدراسة إلى أن تحرير حساب رأس المال والانفتاح المالي هما مجالان أساسيان لإدارة التنمية المالية، كما أشارت النتائج إلى مستوى الارتفاع في الانفتاح المالي الذي يمكن أن يحفز الأسواق المالية فقط في ظل قيد وجود مدى مقبول من التطور القانوني. كذلك اعتبرت الدراسة أن الانفتاح التجاري شرط أساسي في تحرير حساب رأس المال، فضلاً عن عد التنمية في النظام المصرفي شرطا سابقاً لتطور سوق الأسهم.

دراسة Abdullahi (2013) بعنوان آثار التحرر المالي على تطوير الأسواق المالية والأداء الاقتصادي لمنطقة أفريقيا جنوب الصحراء: دراسة تجريبية، والتي سعت التحقيق في الآثار المباشرة وغير المباشرة لسياسات

التحرر المالي على النمو الاقتصادي والتعميق المالي في اقتصادات أفريقيا جنوب الصحراء، بالاستناد إلى تطبيق أنموذج Generalized Method Of Moment(GMM) لـ21 دولة جنوب الصحراء الافريقية، للمدة 1981-2009 وخلصت الدراسة إلى أن التحرير المالي مرتبط بشكل سلبي بنمو الدخل في منطقة أفريقيا جنوب الصحراء. إذ توفر النتائج التي تم التوصل إليها دعمًا للنظرة التجريبية المتشككة للتحرير المالي في الأسواق ،كما أن التحرير المالي يؤثر بالفعل بشكل إيجابي على التعميق المالي وتعبئة الموارد في منطقة أفريقيا جنوب الصحراء، بعد التحكم في عوامل الاقتصاد الكلي الرئيسة مثل الجودة المؤسسية والاختلالات المالية والتضخم.

دراسة(2017) Durusu et al بعنوان التطور المالي والنمو الاقتصادي: بعض النظريات والمزيد من الأدلة التي ركزت على فهم دور التنمية المالية في النمو الاقتصادي نظرياً وتجريبياً باستخدام طريقة مجموعة المتوسط المعزز (AMG) والتأثيرات المشتركة (CCE) لـ40 دولة للمدة 1989-2011وخلصت الدراسة إلى أن هناك تأثيرات إيجابية طويلة المدى على مستوى أسواق الائتمان بشكل كبير كذلك استقرار نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

دراسة (2019)Solomon & Ahmed بعنوان الانفتاح المالي والتكامل التجاري والنمو الاقتصادي: حالة دول المحيط الهادئ والتي سعت إلى استكشاف تأثير التغيرات في الأسواق المالية على الاقتصادات الحقيقية لدول مجموعة المحيط الهادئ باستخدام أنموذج الأثر العشوائي(ROM) لتلك الدول وللمدة 1970-2015 وخلصت الدراسة إلى أن الأسواق المالية في الاقتصادات النامية الصغيرة تميل إلى أن تكون أقل كفاءة ولا توفر سوى نطاق ضيق من المنتجات والخدمات المالية.

أولاً: الأطار النظري

كما أشارت الأدبيات الإقتصادية والمالية إلى أن الانفتاح المالي والتجاري ومن خلال إعادة صياغة الأطر التنظيمية والقانونية للمؤسسات الإقتصادية والمالية والقضائية على حدٍ سواء، التي تهيئ بمجملها حاجة متزايدة إلى أسواق المالية وأدوات مالية تعمل على نحو جيد وكفوء، يمكن أن يؤدي دوراً بالغ الأهمية في دعم تنمية الأسواق المالية، إذ تُعد الأسواق المالية من أهم المرتكزات التنموية فى البلدان ، وذلك من خلال الدور الذي تمارسة كونها مستودعا لرؤوس الأموال اللازمة لتنفيذ مشاريع التنمية الاقتصادية. والتي تنشط الاقتصاد القومي ورفع معدل نمو الناتج المحلى الاجمإلى وتوسيع نطاق التعامل المإلى والتجارى وتقليل حدة التضخم وزيادة القدرة التنافسية. كما تمارس الأسواق المالية وظائف اقتصادية ، تمثل حلقة الاتصال بين مختلف قطاعات المجتمع ، كالوقوف بين المدخرين والمستثمرين (Imen & Zouheir,2019, 91-108) (Mohamed,,2015,2) (Jaleel & Umar,2020,343-360) (Stulz & Williamson,2003,313-349).

فضلاً على أن الانفتاح في التجارة الدولية يؤدي دوراً بالغ الحيوية في تطوير الأسواق المالية ، لأنه مع دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق، يرفع سقف المنافسة بالنسبة للمنتجين المحليين ،وهذا يعني زيادة الجودة والدقة في الانتاج ،مما يزيد العوائد(Arif & Rawar, 2019,26-39) . إذ تعتمد أغلب الأدبيات الإقتصادية

والمالية في توضيح آليات انتقال تأثيرات سياسات الانفتاح المالي والتجاري في تنمية الأسواق المالية، على مجموعة من القنوات.

إذ يتجلى الدور الأساسي الذي يعكسه الانفتاح المالي على قناة المحفظة الاستثمارية من خلال تحرير تدفقات عوائد المحفظة ، بطريقة تدريجية، تبدأ بالانفتاح على الاستثمار الأجنبي المباشر، مما يرتب علية تأثيرات إيجابية أكبر على مستوى الاستثمار المحلي. وعادة ما يتبع نمو السوق المالية المحلية تحرير تدفقات الأسهم في المحفظة ،بعبارة أخرى يزداد النمو بالتزامن مع الزيادة في تدفقات أسهم المحفظة (Gemma et al. ,2015,4). في حين يؤدي الاستثمار المحفظي إلى نمو الأسواق المالية بشكل أكبر من الاستثمار الأجنبي المباشر في الأجل القصير (Bussiere &Marcel,2008, 69–95).

كما يؤدي الانفتاح المالي دوراً بالغ الأهمية في التنمية المالية، من خلال زيادة حجم المحافظ في الأسواق المالية والذي يترتب عليه زيادة الطلب على الخدمات والأدوات التي تقدمها تلك الأسواق، في ظل الغاء القيود المفروضة على التدفقات الداخلة والخارجة للمحفظة، ستشهد سوق الأوراق المالية زيادة في السيولة، أي زيادة في عرض النقد مما سيقود إلى تقليل تكلفة رأس المال ومن ثم تعزيز التنمية المالية (Wei Huang,2006,5) (Antonio et al.,2014,3).

من جانب آخر تمارس قناة الأسواق المالية دوراً بالغ الأهمية في بلدان العالم كونها تقع في قلب الأنظمة المالية. فآلية تحويل المدخرات لتمويل القطاع الحقيقي من خلال الأسهم تعد بمثابة الوظيفة الأساسية للأسواق المالية.وهنا يبرز أثر سياسة الانفتاح المالي في تنمية القطاع المالي من خلال الانفتاح على أسواق العالم، وهذا ما يمكنها من إلاسهام في تسريع التنمية المالية من خلال تعبئة والتعزيز الإدخار المحلي وزيادة الاستثمار .كما يدفع الانفتاح هذه الأسواق إلى تخصيص المدخرات نحو مشاريع استثماريه ذات عوائد أعلى، مما يزيد في عملية التنمية المالية(El-Wassal,2013, 606-624) . ويدفع تنوع أنماط الإدخار والاستثمار في الاقتصادات الناشئة إلى تغييرات هيكلية في أسواقها المالية، والتي تمكنها من تبني سياسة الانفتاح المالي. مما يعزز تلك الأسواق ، من خلال الموارد المالية والتقنية التي ينقلها الانفتاح المالي من البلدان المتقدمة إلى البلدان الناشئة والذي ينعكس أثره على تنمية أسواقها المالية(Lee & Chou,2018, 124-130).

ويتجلى تأثير الانفتاح المالي، في أداء الأسواق المالية من خلال إعادة هيكلة وإصلاح أطرها المؤسساتية والتنظيمية، وتفعيل متطلبات الادراج وتحسين قواعد الافصاح وتبني المزيد من الشفافية والمساءلة، وتحقيق عدالة الممارسات التجارية وحماية حقوق المساهمين، التي تصب في مجملها بزيادة ثقة المستثمرين في أنشطتها وأعمالها، نتيجة لما تحققه من تحسن في كفاءتها التشغيلية والمعلوماتية والتي تتجلى آثارها على تنمية القطاع المالي(Douglas &Robert,1982, 275-287) (Peter & Anusha,2007, 887-935) .

ثانيا: المنهجية التجريبية

لغرض اختبار فرضيات البحث الرئيسة، والوصول إلى أهدافه الأساسية، وبالاستناد إلى الأطر النظرية والتجريبية التي اختبرت وحللت أثر المتغيرات التفسيرية في تنمية الأسواق المالية (المتغير المفسَر) لعينة البلدان

العربية (الاردن، مصر، المغرب، السعودية، قطر، عمان، الامارت العربية المتحدة)، تم صياغة مجموعة من النماذج القياسية، والتي تضم أربعة نماذج فرعية اهتمت بقياس أثر مصفوفة المتغيرات التفسيرية (الصادرات+ والواردات، والاستمار الأجنبي المباشر، والإدخار، وسعر الصرف، والتضخم) في تنمية الأسواق المالية ، وتوظيف ما يعرف بالبيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) وللمدة (2004–2019) ليصبح اجمالي عدد المشاهدات (١١٢) مشاهدة لكل متغير من متغيرات الدراسة.

١. مصادر البيانات

استندت الدراسة في الحصول على بياناتها إلى المصادر الرصينة التي تمثلت بقاعدة بيانات التنمية المالية العالمية (Global Financial Development Database) التي يصدرها البنك الدولي (World Bank) للوصول إلى بيانات مؤشرات التنمية المالية. في حين تم اعتماد قاعدة البيانات الصادرة عن صندوق النقد الدولي (International Monetary Fund) وقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، والبيانات المنشورة على موقع (countryeconomy.com)، فضلاًعن موقع البوابة العربية للتنمية (data.arabdevelopmentportal.com) من أجل الوصول إلى بيانات المتغيرات التفسيرية.

٢. متغيرات الأنموذج

أ- المتغيرات التابعة (المُفسَرَة).

وفقاً لما تناولتة البحوث والدراسات التجريبية والمستندة إلى ما جاءت به دراسات وأبحاث المؤسسات المالية الدولية (البنك الدولي وصندوق النقد الدولي) (Leyla,2015,1) والتي ميزت مؤشرات تنمية الأسواق المالية، ضمن أربعة مؤشرات خاصة بها، ويعبر كل منها عن أحد أبعاد تنمية الأسواق المالية المتمثلة بـ(العمق، والوصول، والكفاءة، والاستقرار)، والتي تعد الأكثر شيوعاً واستخداماً من قبل تلك الدراسات، وفي ذلك تم استخدام المتغيرات المعتمدة وكما يأتي:

١. رسملة سوق الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي (SM): يعد هذا المؤشر أحد أهم المؤشرات المستخدمة في التعبير عن عمق الأسواق المالية، والذي يقاس بسعر السهم مضروبًا في عدد الأسهم القائمة (بما في ذلك فئاتها المتعددة) للشركات المحلية المدرجة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي. فزيادة هذه النسبة تشير إلى قدرة الشركات في الحصول على الأموال بالوقت والكمية المطلوبة، وبما يعكس مستوى تنمية الأسواق المالية والقطاع المالي بشكل عام. (María & Beatriz ,2020, 1-29)
٢. رسملة سوق الأسهم باستثناء أكبر ١٠ شركات كنسبة مئوية من إجمالي القيمة السوقية(MC): والذي يعد أحد أهم المؤشرات المعبرة عن الوصول إلى الأسواق المالية، حيث تدلل النسب المرتفعة منه على قدرة كبيرة للموسسات الإقتصادية في الوصول إلى التمويل المناسب (Tang, 2009, 325-351) (Gelos et al, 2011, 243-254).
٣. معدل دورانَ الأسهم (الأسهم المتداولة إلى الرسملة) (SM): والذي يعبر عن مستوى الكفاءة الذي تتمتع به الأسواق المالية، من خلال قدرته على تأشير وبصورة خاصة استمرارية التداول في تلك الأسواق، وما يعكسه

ذلك من ارتفاع نشاط السوق نتيجة لانخفاض تكاليف المعاملات، ومن ثم ارتفاع مستوى تنمية الأسواق المالية. (Peress, 2010, 1-43)

٤. تقلب أسعار الأسهم كنسبة مئوية (SP): يعبر المؤشر عن مدى الاستقرارية التي تتمتع بها الأسواق المالية، والذي يقاس بمتوسط تقلبات ٣٦٠ يوماً لمؤشر سوق الأسهم المحلي، فإنخفاض هذا المؤشر يعبر عن انخفاض درجة تقلب السوق والتي تفسر عادة على أنها ارتفاع في مستويات استقراريته وقلة التذبذبات التي تتعرض لها أسعار الأسهم بما ينعكس ايجاباً على التنمية المالية(Jung & Robert ,2014, 331-342).

ب- المتغيرات المستقلة

وتبعا لما قدمتة منهجية العمل القياسي التي قسمت إلى اربعة نماذج قياسية تناولت النماذج الأربعة أثر المتغيرات الرئيسة في تنمية الأسواق المالية. إذ تم تصنيف المتغيرات المستقلة وتأثيراتها في مؤشرات التنمية المالية المتوقعة بحسب الجدول (1) إلى:

الجدول (1) المتغيرات التفسيرية المؤثرة في تنمية الأسواق المالية

ت	المتغيرات	المؤشر	الرمز	الدراسات	التأثير المتوقع
	الانفتاح التجاري	الصادرات زائد الواردات كنسبة من GDP	TRA	Joshua &, Ilan (2009)	+
	سعر الصرف	متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة للدولار	EXR	Aghion, Philippe et al (2012)	-
	التضخم	النسبة المئوية للتغير في مؤشر أسعار المستهلك	INF	Rahul Anand (2015)	-
	الإدخار	إجمالي الإدخار المحلي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	TDS	Chinn and Ito (2006)	+
	النمو الاقتصادي	معدل التغير في حصة الفرد من اجمالي الناتج المحلي الإجمالي	GRO	LauraAlfaro et al (2004)	+
	الانفتاح المالي	نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر إلى GDP	FDI	Solomon & Ahmed (2019)	+

المصدر: من إعداد الباحثين بناءً على الجانب النظري

بناءً على ماتم عرضه يمكن صياغة نماذج التقدير على شكل أربع دوال رياضية، يستند إليها في بناء أربع معادلات قياسية، تختلف في متغيراتها المعتمدة وتتماثل في متغيراتها التفسيرية (الانفتاح التجاري، الانفتاح المالي، سعر الصرف، التضخم، الإدخار، والنمو الاقتصادي) وكما يأتي:

نماذج تنمية الأسواق المالية

$$ST = F\{TRA, EXR, INF, TDS, GRO, FDI\} \quad (1)$$
$$VS = F\{TRA, EXR, INF, TDS, GRO, FDI\} \quad (2)$$
$$SM = F\{TRA, EXR, INF, TDS, GRO, FDI\} \quad (3)$$

$$SP = F\{TRA, EXR, INF, TDS, GRO, FDI\} \quad (4)$$

$$ST = \beta_0 + \beta_1 TRA + \beta_2 EXR + \beta_3 INF + \beta_4 TDS + \beta_5 GRO + \beta_6 FDI + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$VS = \beta_0 + \beta_1 TRA + \beta_2 EXR + \beta_3 INF + \beta_4 TDS + \beta_5 GRO + \beta_6 FDI + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$SM = \beta_0 + \beta_1 TRA + \beta_2 EXR + \beta_3 INF + \beta_4 TDS + \beta_5 GRO + \beta_6 FDI + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$SP = \beta_0 + \beta_1 TRA + \beta_2 EXR + \beta_3 INF + \beta_4 TDS + \beta_5 GRO + \beta_6 FDI + \varepsilon_i \quad (4)$$

حيث تعكس المعادلة الأولى أثر المتغيرات التفسيرية (الانفتاح المالي والانفتاح التجاري، وسعر الصرف، والتضخم، والإدخار، والنمو الاقتصادي) في مؤشر تنمية الأسواق المالية المعبر عن عمقها ممثلاً بمؤشر نسبة الأسهم المتداولة من إجمالي الناتج المحلي (ST)، في حين تعكس المعادلة الثانية أثر تلك المتغيرات في مؤشر تنمية الاسوق المالية المعبر عن الوصول ممثلاً بمؤشر قيمة الأسهم المتداولة باستثناء أكبر 10 شركات متداولة من إجمالي قيمة التداول (VS)، في حين تعكس المعادلة الثالثة أثر المتغيرات المذكورة في مؤشر تنمية الأسواق المالية المعبر عن كفاءتها ممثلاً بمؤشر معدل دوران الأسهم المحلية كنسبة مئوية (SM)، أما المعادلة الرابعة فتعكس أثر المتغيرات ذاتها في مؤشر تنمية الأسواق المالية المعبر عن استقرارها ممثلاً بمؤشر تقلب أسعار الأسهم كنسبة مئوية (SP).

ثالثاً: منهجية تقدير الأنموذج

من أجل الوصول إلى نتائج تتمتع بدرجة عالية من الدقة والموثوقية، يمكن الاستناد إليها في الحصول على تفسير منطقي وسليم، لمجموعة العوامل المؤثرة والمتمثلة بـ(الانفتاح المالي والانفتاح التجاري، وسعر الصرف، والتضخم، والإدخار، والنمو الاقتصادي) في تنمية الأسواق المالية لدول العينة الستة (الامارات العربية المتحدة، مصر، الاردن المغرب، عمان، قطر، السعودية)، يمكن الاعتماد عليها في بناء قرارت اقتصادية سليمة، ارتكزت الدراسة على مجموعة من الخطوات هي:

١. البيانات المزدوجة (Panel Data)

لقد اكتسبت البيانات المزدوجة اهتماماً بالغاً في الآونة الأخيرة، وبشكل خاص في الدراسات الأقتصادية والمالية، لما تتفوق به من ميزة رصد التغير الزمني والمقطعي على حد سواء لبيانات عينة الدراسة، وهو ما جعلها تحظى بقبول واسع (Gujarati& Dawn,2004,636) . فقد انتشر استخدامها وبشكل واسع في الدراسات التجريبية الحديثة، التي عادة ما تعاملت معها، وذلك بالأعتماد على المناهج المتقدمة لانحدار البيانات الطولية وعلى ثلاث صيغ رئيسة (Belotti et al,2017, 139-180):

أ. أنموذج الانحدار التجميعي(Pooled Regression Model)

يعد أنموذج الانحدار التجميعي(PRM) من أبسط نماذج البيانات المزدوجة في عملية التحليل، حيث يهمل تأثير البعد الزمني وتأثير اختلاف الخصائص الفردية في الأنموذج من خلال افتراض الثبات لجميع معلمات الأنموذج B_iو B_0 عبر الزمن، مما يعني عدم اخذه بالحسبان طبيعة البيانات المزدوجة ومن ثم معالجتها كسلاسل زمنية (Moazi & Belhawisel,2019,305-259) عن طريق فرز المتغيرات المعتمدة، والمستقلة، بصورة متسلسلة للبيانات المقطعية، لتتكون سلسلة زمنية بمشاهدات تقدر(N*T)، كما يقوم الأنموذج بافتراض أن قيمة الخطأ العشوائي تساوي صفراً، مع ثبات تباينه، وفي ضوء هذه الافتراضات يمكن

الحصول على تقديرات تتسم بالانسجام من خلال استخدام طريقة المربعات الصغرى (Gil-García & Puron-Cid, 2013, 203-216)

ويتخذ أنموذج الانحدار التجميعي الصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}\ i = 1,2,\dots\dots,N\ t = 1,2,\dots,T\ (2)$$

ب. أنموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) (FEM)

يهدف استخدام أنموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) (FEM) إلى معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (دول، شركات، أفراد) على حدة، على افتراض وجود اختلافات وعدم تجانس سواء في البيانات المقطعية أوالسلاسل الزمنية، إذ يتم التعامل مع كل مجموعة على نحو مستقل بحسب المقطع أو بحسب الفترة الزمنية ولغرض تقدير المعلمات ولتجنب حالة التعددية في الأنموذج عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1)، ومن ثم يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية للتقدير والتي تفترض ثبات تباين الاخطاء العشوائية وذلك لتوزيعها بشكل طبيعي حول الوسط بمتوسط قدره صفر (Al-Iraqi,2018,104-71) (Bin Zway & Slatni,2015,91-73) (Willam,2005,7-32)

. وتتمثل الصيغة الرياضية للأنموذج بالآتي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}\ i = 1,2,\dots\dots,N\ t = 1,2,\dots\dots,T\ (3)$$
$$= \alpha_0 + u_i\ \alpha_i$$

ج. أنموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) (REM)

يفترض أنموذج الأثر العشوائي (REF) أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بمتوسط صفر وتباين محدد، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ، مما يعني احتواء الأنموذج على مركبين للخطأ، (Gujarati, 2004, 647-649)وفي ذلك تفشل طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في تقدير معلمات الأنموذج كونها تعطي مقدرات غير كفوءة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة، مما يؤثر في اختبار المعلمات كون التباين المشترك لايساوي الصفر (El-Gamal,2012,285-266) (Greene,2012) Squares) (GLS)

وبذلك يتخذ أنموذج الأثر العشوائي(REM) الصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \epsilon_{it}\ i = 1,2,\dots\dots,N\ t = 1,2,\dots\dots,T\ (4)$$

$$\epsilon_{it} = u_i + \varepsilon_{it}$$

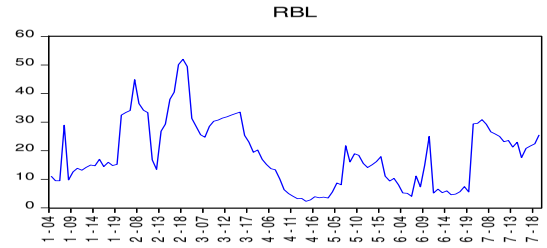
بافتراض أن حد الخطأ المركب ϵ_{it} يمتلك خصائص الاخطاء العشوائية الأخرى نفسها من حيث أن قيمته المتوقعة مساوية للصفر $(\epsilon_{it} = 0)$ وبتباين ثابت $(Var(\epsilon_{it}) = \sigma^2)$

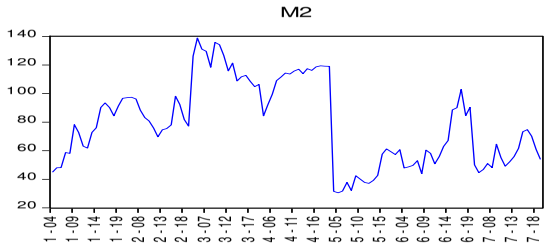
اختيار الأنموذج الملائم

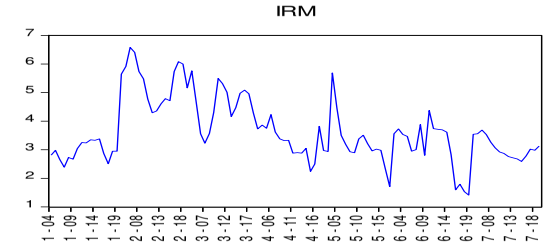
لتحديد الأنموذج الأكثر ملاءمة ضمن النماذج السابقة يكون عبر اجراء اختبارات احصائية تتم على خطوتين، إذ يمثل اختبار Fisher (Chow-Test)الخطوة الأولى التي يتم اجرائها للمفاضلة والمقارنة بين أنموذج الانحدار التجميعي، وأنموذج الأثر الثابت فإذا عكست النتائج أفضلية الأنموذج التجميعي نتوقف في هذه الحالة ونعده الأنموذج الأكثر ملاءمة، ومن ثم يقدر الأنموذج بطريقة المُربعات الصُغرى الاعتيادية، أما إذا عكست النتائج أفضلية أنموذج الأثر الثابت يتم فيما بعد المفاضلة بينه وبين أنموذج الأثر العشوائي، ومن ثم اللجوء إلى الخطوة الثانية في التحليل بالاعتماد على اختبار Hausman للمفاضلة بين أنموذجي الأثر الثابت والأثر العشوائي والآتي يعرض الاختبارين(El-Gamal,2012,285-266) (Guo & Ying ,2017,1323-1340).

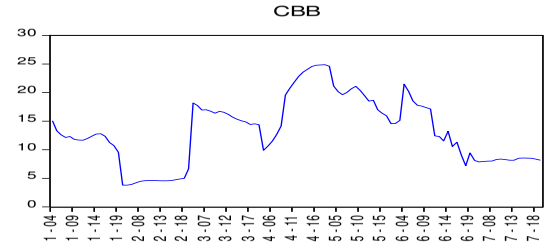
لغرض الحصول على قيم منطقية تمكن من تفسير الأثر الذي تمارسة المتغيرات التوضيحية المتمثلة بالانفتاح المالي ، والانفتاح التجاري، والتضخم، والنمو الاقتصادي، والإدخار، وسعر الصرف، في تنمية الأسواق المالية في دول العينة(الاردن، مصر، المغرب، السعودية، قطر، عمان، الامارت العربية المتحدة) للمدة(٢٠٠٤-٢٠١٩)، وتحقيق أهداف البحث، واختبار فرضياته والتوصل إلى نتائج لإثباتها أودحضها.

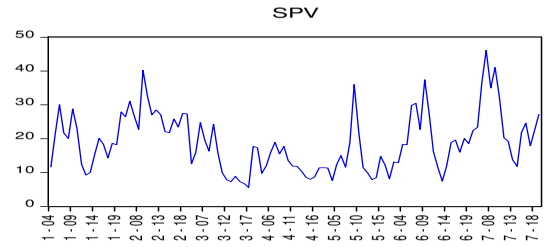
وللتوصل إلى نتائج وتقديرات أثر المتغيرات. التوضيحية، في تنمية الأسواق المالية، في البلدان العربية عينة الدراسة للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٩) تتميز بخلوها من القيم الزائفة والمضللة ومن خلال اختبار الاستقراريه للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة بصيغتها الخطية، وكما توضحها الرسوم، البيانية، في الشكل، رقم (1)، والتأكد من خلوها. من جذر الوحدة، تم اعتماد اختبار Levin-Lin-Chu. (2002) الذي أدرجت نتائجه في الجدول (2). عند مستوى، معنوية 0.05، والتي بينت القيم. المحسوبة.حيث يوضح الجدول(2) ما عكستة نتائج اختبار Levin-Lin-Chu. (2002)، لاستقرار البيانات المزدوجة (panel data) لمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية المتغيرات (TRA,INF, EXR, TDS, CBB, M2, IRM, RBL, SPV, SMT, SMC, MCE). من تحقيق استقراريتها وتأكيد معنويتها الاحصائية إلا عند الفرق الأول، إذ لم تتجاوز قيمة اختبار Prob. حد الـ 0.05 لتلك المتغيرات

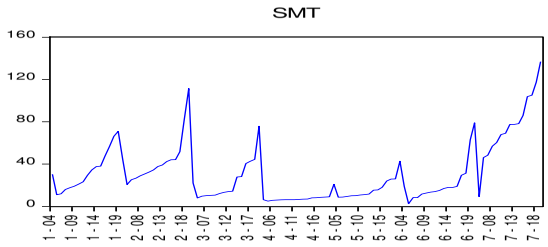

RBL

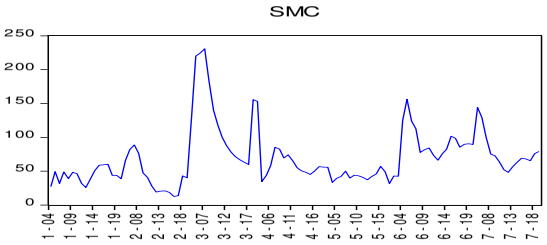

M2

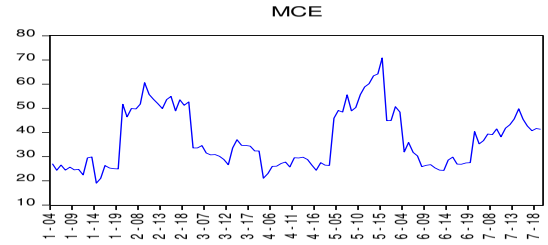

IRM

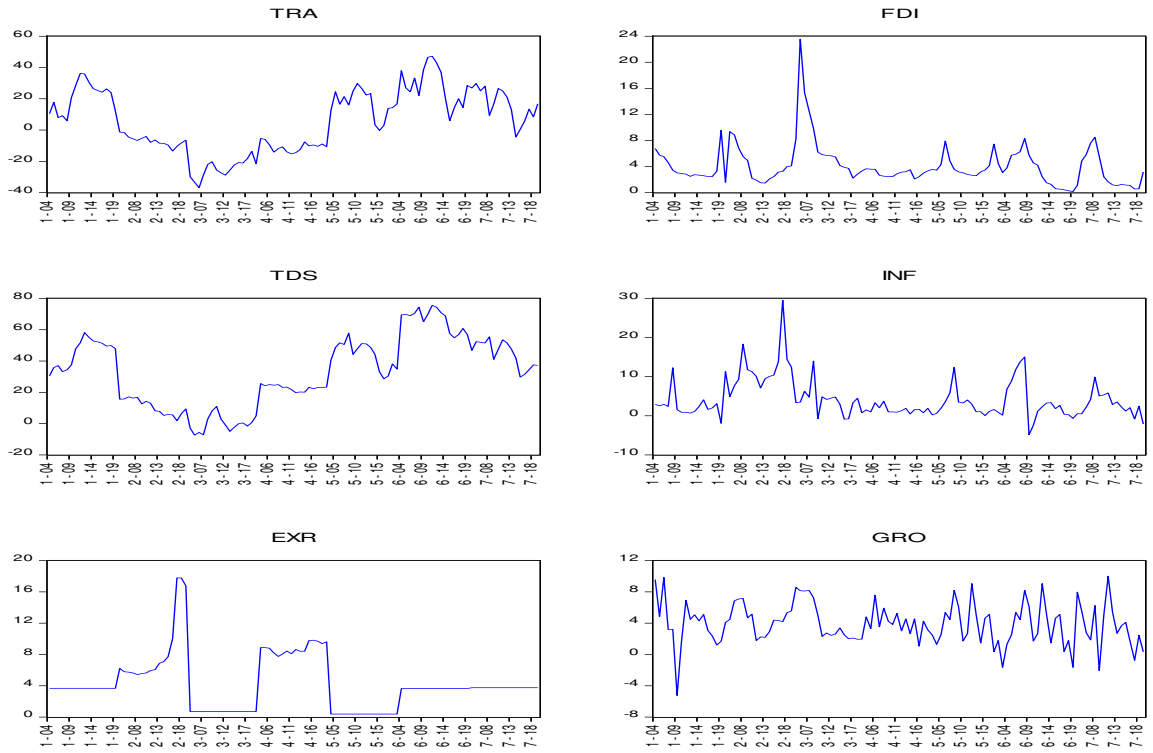

CBB


SPV


SMT


SMC


MCE



الشكل (1) الرسوم البيانية. لمتغيرات الدراسة بصيغتها الخطية

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 10

الجدول (2) نتائج اختبار .Levin-Lin-Chu,2002 .لاستقرارية بيانات. الـ Panel Data.لمتغيرات الدراسة بصيغتها. الخطية.

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
EXR	1.34022	0.26651	0.21492	-4.85306	-4.30250	-4.83789
Prob.	0.9099	0.6051	0.5851	0.0000	0.0000	0.0000
FDI	-1.57848	-0.23354	-0.00769	-12.6782	-11.9247	-23.7579
Prob.	0.0572	0.4077	0.4969	0.0000	0.0000	0.0000
GRO	-3.89831	-2.28497	-5.22750			
Prob.	0.0000	0.0112	0.0000			
INF	-3.38660	-3.68033	-5.57897			
Prob.	0.0004	0.0001	0.0000			
TDS	-0.96858	-1.09157	-0.73767	-9.70225	-7.25650	-6.64161
Prob.	0.1664	0.1375	0.2304	0.0000	0.0000	0.0000

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
TRA	-1.46393	-2.03583	-2.03583	-9.48933	-6.58603	-6.62959
Prob.	0.0716	0.0209	0.0209	0.0000	0.0000	0.0000
IRM	-1.29492	-3.09116	-0.56455	-8.89003	-5.98429	-6.95515
Prob.	0.0977	0.0010	0.2862	0.0000	0.0000	0.0000
M2	1.66287	-2.80443	-2.84512	-8.99770	-5.36750	-5.40952
Prob.	0.9518	0.0025	0.0022	0.0000	0.0000	0.0000
RBL	-3.03229	-2.71225	-0.21863	-9.38056	-7.68794	-8.74397
Prob.	0.0012	0.0033	0.4135	0.0000	0.0000	0.0000
CBB	-2.81207	-0.77862	2.77742	-6.09154	-3.90338	-3.19220
Prob.	0.0025	0.2181	0.9973	0.0000	0.0000	0.0007
SMC	-6.50301	-2.37396	-1.20011	-11.4747	-8.47634	-8.69799
Prob.	0.0000	0.0088	0.1150	0.0000	0.0000	0.0000
SMT	3.631050.9	7.9036501.	-2.31090	-7.75228	-13.6386	-10.9158
Prob.	999	0000	0.0104	0.0000	0.0000	0.0000
SPV	-1.07219	-2.15588	-2.39357	-10.5348	-8.89525	-7.77177
Prob.	0.1418	0.0155	0.0083	0.0000	0.0000	0.0000
MCE	-0.31978	-3.47426	-3.32195	-11.3845	-9.90914	-9.20374
Prob.	0.3746	0.0003	0.0004	0.0000	0.0000	0.0000

- الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج
- Eviews 10

وللوصول إلى الأنموذج الأكثر قبولاً من بين نماذج البيانات المزدوجة(Panel Data) التي تم تناولها فيما سبق، يجرى اختبارين احصائيين، وذلك عبر مرحلتين: في المرحلة الأولى يتم استخدم اختبار (Chow-Test) Fisher وذلك للمفاضلة ما بين أنموذج الانحدار التجميعي وبين أنموذج الأثر الثابت في التقدير. فإذا كانت نتائج أنموذج الانحدار التجميعي أفضل (PRM) نتوقف عند هذا الحد ونعده أكثر ملاءمة، ثم يقدر الأنموذج بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، أما إذا كانت نتائج اختبار الأنموذج الأثر الثابت أفضل (FEM)، نلجأ إلى المرحلة الثانية والتي من خلالها نقوم بالمقارنة ما بين أنموذجي الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي العشوائية(REM) ، إذ نجري تطبيق اختبار Hausman. وفيما يأتي عرض الجدول (3) الذي وثق نتائج الأختبار (Clark and Drew 2015,399-408) .

الجدول (3) اختبار Chow-Test للنماذج الأربعة

Redundant Fixed Effects Tests Equation: Untitled Test cross-section fixed effects			
اختبار Chow-Test للأنموذج الاول			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	16.755744	(6,99)	0.0000
Cross-section Chi-square	78.497118	6	0.0000
اختبار Chow-Test للأنموذج الثاني			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	105.392812	(6,100)	0.0000
Cross-section Chi-square	223.002947	6	0.0000
اختبار Chow-Test للأنموذج الثالث			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	37.782272	(6,99)	0.0000
Cross-section Chi-square	133.373779	6	0.0000
اختبار Chow-Test للأنموذج الرابع			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	9.205027	(6,99)	0.0000
Cross-section Chi-square	49.652536	6	0.0000

- الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

وبالانتقال إلى الخطوة الثانية من اختيار الأنموذج الأمثل للتحليل والمتضمنة المفاضلة بين نتائج تقدير أنموذج التأثير العشوائي(REM) بنتائج تقدير أنموذج الأثر الثابت،(FEM)، تم الاستناد إلى اختبار (Hausman) الذي وثقت نتائجه المدرجة في الجدول (4)، لتؤكد معنويته الاحصائية عبر عدم تجاوز قيمة prob. حاجز الـ 0.05 وهو ما رجح قبول فرضية العدم، وما تعكسه من اتساق النتائج المقدرة وفقاً لمنهجية الأثر الثابت (FEM) في التحليل وللنماذج الأربعة.

الجدول (4) اختبار Hausman للنماذج الأربعة

Correlated Random Effects - Hausman Test Equation: Untitled Test cross-section random effects			
اختبار Hausman للأنموذج الأول			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	100.534465	6	0.0000
اختبار Hausman للأنموذج الثاني			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	42.136533	5	0.0000
اختبار Hausman للأنموذج الثالث			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	226.693633	6	0.0000
اختبار Hausman للأنموذج الثالث			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	55.230165	6	0.0000

بناء على ما تقدم من معطيات، وباعتماد منهجية الاثر العشوائي (FEM) في تقدير أثر الانفتاح المالي(FDI) والانفتاح التجاري (TRA) المتغيرات الضابطة التضخم (INF) والأدخار(TDS) وسعر الصرف(EXR) والنمو الاقتصادي (GDP) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية المعبر عنها في الأنموذج الأول رسملة سوق الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي (SM)،وفي الأنموذج الثاني رسملة سوق الأسهم باستثناء أكبر ١٠ شركات كنسبة مئوية من إجمالي القيمة السوقية(MC)،وفي الأنموذج الثالث معدل دوران الأسهم (SM)،وفي الأنموذج الرابع تقلب أسعار الأسهم كنسبة مئوية (SP) والمدرجة نتائجه في الجدول (5).

الجدول(5) اثر الانفتاح المالي التجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشر تنمية الأسواق المالية

Method: Panel least squares (Cross-section fixed effects) Sample: 2004 2019 Periods included: 16 Cross-sections included:7 Total panel (balanced) observations: 112				
الأنموذج الأول أثر الانفتاح المالي والتجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRA	-1.480434	0.397460	-3.724736	0.0000
FDI	6.614263	1.145287	5.775203	0.0000
EXR	-2.484947	1.000205	-2.484437	0.0146
TDS	1.149130	0.356815	3.220522	0.0017
C	26.62606	12.63867	2.106714	0.0375

Cross- section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.441503	F-statistic	13.83408
Adjusted R-squared	0.409589	Prob. (F-statistic)	0.000000
Durbin-Watson stat	0.542692		

الأنموذج الثاني أثر الانفتاح المالي والتجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRA	0.316607	0.126793	2.497036	0.0141
FDI	-0.837775	0.350528	-2.390037	0.0186
EXR	-1.087688	0.321740	-3.380647	0.0010
INF	1.081482	0.220318	4.908740	0.0000
TDS	-0.363948	0.113169	-3.215978	0.0017
C	50.88319	4.061115	12.52936	0.0000
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.280745	F-statistic		8.274936
Adjusted R-squared	0.246818	Prob. (F-statistic)		0.000001
Durbin-Watson stat	0.395725			

الأنموذج الثالث أثر الانفتاح المالي والتجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRA	0.868093	0.325011	2.670969	0.0088
FDI	-1.905264	0.936522	-2.390037	0.0444
TDS	-0.779698	0.291774	-2.672265	0.0087
C	50.88319	4.061115	12.52936	0.0000
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.168507	F-statistic		3.546491
Adjusted R-squared	0.120994	Prob. (F-statistic)		0.003084
Durbin-Watson stat	0.312658			

الأنموذج الرابع أثر الانفتاح المالي والتجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TRA	0.298580	0.092471	3.228924	0.0017
FDI	0.740333	0.266455	2.778452	0.0065
INF	-0.562938	0.163034	-3.452881	0.0008
C	15.89139	2.940432	5.404439	0.0000
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.281628	F-statistic		6.860635
Adjusted R-squared	0.240578	Prob. (F-statistic)		0.000004
Durbin-Watson stat	1.019858			

* الجدول من عمل الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

* معنوية عند مستوى واحد صحيح

- أكدت النماذج الأربعة وجود تأثير معنوي متباين لمتغيري الانفتاح المالي (FDI) والانفتاح التجاري (TRA) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية الأربعة (SMC), (MCE), (SMT)،(SPV) للمتغير الأول بنسب بلغت(6.614)،(0.837-)،(0.837-)،(0.740)على التوالي، وللمتغير الثاني بنسب بلغت(1.480-)، (0.316)، (0.868)، (0.298) على التوالي، وهو ما جاء متوافقا مع الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي أكدت قدرة الانفتاح المالي والتجاري على تعزيز تنمية الأسواق المالية.
- جاء الأثر السلبي لمتغير الانفتاح المالي في مؤشر العمق(MCE) ومؤشر الكفاءة(SMT) والأثر السلبي لمتغير الانفتاح التجاري في كل من مؤشر العمق(SMC) مناقضاً للمنطق الاقتصادي، وكما أشارت دراسة Abdel Qader& Kamal (2015) إلى عدم مواكبة الأطر المؤسساتية في هذه الدول لركب التطور والتغيير الحاصل في بقية دول العالم. علاوة على بطء التغيرات في تكيف الأطر المؤسساتية، كونها لا تتغير إلا في الأجل الطويل. فالأثر الإيجابي للانفتاح المالي على تطور القطاع المالي، مشروط بوجود مستوى من التطور المؤسساتي والقانوني، كما أن الانفتاح التجاري يؤثر بشكل كبير على التنمية المالية، وأن وجود مستويات منخفضة من متغير الانفتاح التجاري يميل إلى أن يكون له تأثير سلبي على التنمية المالية، في حين أن وجود مستويات عالية من متغير الانفتاح التجاري يميل إلى أن يكون له تأثير إيجابي على عمق الأسواق المالية للبلدان النامية المختارة Karimu & Marbuah (2017).
- توافق تأثير المتغيرات الضابطة سعر الصرف(EXR) التضخم (INF) والأدخار (TDS) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت لهذه العلاقات، حيث أثبت الأول تأثيره السلبي في كل من مؤشرات العمق (SMC) ومؤشرالوصول(MCE) بمعاملات بلغت(-2.484)(1.087-) على التوالي، في حين أثبت المتغير الثاني تأثيره السلبي في مؤشرا لاستقرار (SPV) بمعامل بلغ (0.562-) واكد الثالث تأثيره الإيجابي في مؤشرات العمق (SMC) بمعامل بلغ(1.149) .
- عدم توافق تأثير المتغيرات الضابطة الأدخار (TDS) والتضخم (INF) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت لهذه العلاقات، حيث أثبت الأول تأثيره السلبي في مؤشر الكفاءة (SMT) بمعامل قدره (0.779-) في حين أثبت المتغير الثاني تأثيره الإيجابي في مؤشرالوصول(RB) وبمعامل بلغ(1.081) .
- استطاع كل من متغير الانفتاح المالي(FDI) والانفتاح التجاري (TRA) والمتغيرات الضابطة الأخرى له الإدخار(TDS) وتضخم (INF) وسعر الصرف(EXR) تفسير ما مقداره 44.1503% ,28.0745% 31.2658% , 28.1628%من التغيرات في الحاصلة في مؤشرات التنمية المالية ,(MCE), (SMT), (SMC)،(SPV) على التوالي متخلية للمتغيرات التوضيحية الأخرى غير الداخلة في النماذج الأربعة .
- فشل متغير النمو الاقتصادي (EXR) في إثبات تأثيره المعنوي على جميع النماذج ،للبلدان عينة الدراسة وللمدة من (2004–2019) وقد يعود السبب في ذلك إلى افتقار تلك البلدان النامية إلى الآليات التي تمكنها

من تطبيق النظرية الإقتصادية السائدة، والذي تعكسة بيئتها السياسية والإقتصادية والاجتماعية والدينية بالمقارنة مع بلدان العالم الأخرى(2015) Khalfaoui .

ثالثاً:الاستنتاجات والتوصيات

اهتمت الدراسة بأثر سياسات الانفتاح المالي والتجاري في تنمية الأسواق المالية، ومن خلال الجانب التجريبي الذي طبق على (الاردن، ومصر، والمغرب، والسعودية، وعمان، وقطر، والامارات العربية المتحدة)، والنتائج التي تم التوصل إليها يمكن صياغة عدد من الاستنتاجات التي بنيت على ضوئها عدد من المقترحات.

الاستنتاجات

١. خضعت الأسواق المالية إلى سياسات الانفتاح المالي والتجاري فضلاً عن العديد من المتغيرات الإقتصادية التي أسهمت في تحديد مستوى تنميته وتطوره في دول العينة للمدة (٢٠٠٤-٢٠١٩)
٢. أظهر تمتع البيئة الإقتصادية بمستويات عالية من الانفتاح المالي والتجاري آثاراً متباينة على مستويات تنمية الأسواق المالية، بسبب ضعف القدرات التنظيمية للمؤسسات المنظمة للسياسات والتشريعات والقوانين الداعمة للانفتاح المالي والتجاري، وبما يقود إلى تشتت القرارات الصادرة عنها وعدم تناغمها علاوة على التراخي والتهاون في تطبيق بعضها الآخر. كذلك الآثار الناجمة عن مستوى تأهل البيئة الإقتصادية لتطبيقه وأسلوب تحقيقه، بما يؤدي إلى فقدان كفاءته في دفع بعض مؤشرات تنمية الأسواق المالية نحو تحقيق مستويات نموها وتطورها المنشود.
٣. تباين تأثير التضخم في مؤشرات تنمية الأسواق المالية، ويرجع ذلك إلى الآثار الناجمة عن انتهاج البنك المركزي لسياسات نقدية تتباين من حيث أولوياتها وأهدافها الرئيسة من حيث الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، وضبط عجز الموازنة وتخفيضه، وتحفيز النشاط الاقتصادي.
٤. كما كان لمؤشر الإدخار تأثير متباين بين الإيجابي والسلبي على مؤشرات تنمية الأسواق المالية ،بسبب اختلاف الآثار الناجمة عن السياسات الإقتصادية المتبعة والمحفزة للإدخار من حيث أولوياتها.
٥. مارس مؤشر سعر الصرف آثاراً سلبية على مؤشرات تنمية الأسواق المالية لدول العينة، والذي قد يعزى إلى فقدان الثقة بالعملة المحلية.
٦. عدم معنوية دخول متغير النمو الاقتصادي (GRO) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية لدول العينة، حيث لم يكن له أهمية كعامل مؤثر في تنميته.

المقترحات

وفقاً للاستنتاجات السابقة يمكن صياغة عدد من المقترحات التي كان أهمها ما يأتي:

١. بينت التحليلات أثر سياسات الانفتاح المالي والانفتاح التجاري في تنمية الأسواق المالية في بلدان العينة، وهذا ما يدعو متخذي القرار في تلك الدول الاعتماد على البحوث العلمية والدراسات المستفيضة في اجراء الإصلاحات التي تمكن من تشخيص أثر سياسات الانفتاح المالي والتجاري في تنميته وتطور تلك الأسواق.

٢. ضرورة تبني بلدان العينة استراتيجيات فعالة وكفوءة تمكن من تطبيق سياسات الانفتاح المالي والتجاري من خلال التشريعات والقوانين التي من شأنها رفع كفاءة تطبيق تلك السياسات وتجنب القصور الذي ينتج في حال عدم تبني تلك الاستراتيجيات، فضلاً عن دعم الجوانب الإيجابية التي تنعكس على تنمية الأسواق المالية.

٣. العمل على تبني السياسات الفعالة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال توفير البيئة المناسبة له وتنظيم آليات تحويل الأموال وسن القوانين التي تحمي الشركات الوافدة من التأميم والمصادرة وتعزيز آثاره الإيجابية التي تنعكس على تنمية الأسواق المالية وفي المقابل حماية الاقتصاد الوطني من الآثار السلبية التي من الممكن تعكسها الاستثمارات الوافدة إلى البلاد، كأن تكون سبباً في رفع مستويات البطالة أوتحويل العملة الأجنبية خارج البلاد، أورفع وتيرة التقلبات في مؤشرات الأسواق المالية التي من الممكن تعكسها تواتر التقلبات في التدفقات النقدية الوافدة إلى البلاد.

٤. تشجيع الإدخار من خلال المحفزات التي تقدمها المصارف والتي تسن من قبل السلطة النقدية في البلاد متمثلة بالبنك المركزي من أجل جذب الإدخار وجعله أداة فعّالة في تنمية الأسواق المالية، والعمل على استحداث وسائل وآليات تلبي رغبات المدخرين، فضلاً عن العمل على نشر الوعي الإدخاري بين الأفراد من خلال حملات التوعية التي يتبناها الجهاز المصرفي.

٥. السيطرة على التضخم وتقليصه ضمن نطاق متدنٍ من خلال تبني السلطات النقدية والمالية السياسات الداعمة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي بما ينعكس في خلق بيئة داعمة لتنمية وتطوير الأسواق المالية.

٦. اتباع سياسات التحسين التدريجي لأسعار الصرف، بما يمكن من مواجهة التقلبات الإقتصادية التي تنجم عن التعامل مع الدول الأخرى في مجال التجارة الخارجية للحد من تقلبات أسعار صرف العملة المحلية تجاه العملات الأجنبية.

٧. على الحكومة تهيئة الآليات المناسبة والداعمة لإحداث الأثر الإيجابي للنمو الاقتصادي في تنمية الأسواق المالية من خلال تبني برامج الإصلاح طويلة الأمد على الصعيد الاقتصادي والمالي والتي تهدف إلى الاستفادة من ارتفاع الدخل الناجم عن الصادرات النفطية وغير النفطية في بلدان العينة عبر التوسع في عملية الوساطة المالية وحشد الخبرات الفنية لذلك، ورفع القدرات التنافسية وتشجيع الانتاج، وتنظيم التشريعات والقوانين الداعمة والمحفزة لتعامل الأفراد مع الأسواق المالية ونشر الوعي والتثقيف المالي.

References

Abdul Qader Dabboush and Kamal Hammana,2015, Determinants of the Development of the Financial Sector: The Case of the Southern Mediterranean Arab Countries for the Period (1996-2011), An-Najah University *Journal for Research-B: Human Sciences*, 29(9): 1597-1630.

Abdullahi D. Ahmed,2013, Effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region: An empirical assessment, *Economic Modelling,*30:261–273.

Aghion, P., Askenazy, P., Berman, N., Cette, G., & Eymard, L. (2012). Credit constraints and the cyclicality of R&D investment: Evidence from France. *Journal of the European Economic Association*, *10*(5), 1001-1024.

Al-Iraqi, Bashar, 2018, the determinants of monetary returns in the Arab countries, Journal of Development and Economic Policies, (20)1, 71-104.

Antonio C. David, Montfort Mlachila, and Ashwin Moheeput,2014, Does Openness Matter for Financial Development in Africa?, *IMF Working* Paper, no.94

Arif, Imtiaz & Rawar, Amna S., 2019, Trade & Financial Openness and their Impact on Financial Development: Evidence from South Asian Economies, South Asian ,*Journal of Business Studies*, 8(1):26-39.

Awili, Solomon, and Abdullahi D. Ahmed, 2019, Financial openness, trade integration and economic growth: The case of Pacific Melanesian countries. *The Journal of Developing Areas*, *53*(4).

Baltagi, B.H., Demetriades, P. & Law, S.H. ,2009, Financial development and openness: evidence from panel data, *Journal of Development Economics*, 89 (2), 285-296.

Belotti, Federico, Gordon Hughes, and Andrea Piano Mortari ,2017, Spatial panel-data models using Stata. *The Stata Journal*, *17*(1), 139-180.

Bin Zway Mohammed Sharif and Slatni Hajar, 2015, Supporting Small and Medium Enterprises Through Public Investment Expenditure on Infrastructure, 2(1), 73-91.

Bussiere, Matthieu, and Marcel Fratzscher ,2008,Financial openness and growth: Short-run gain, long-run pain?. *Review of International Economics*, *16*(1), 69-95.

Chinn, M. D., & Ito, H.,2006,What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development economics*, 81(1): 163-192.

Clark, Tom S., and Drew A. Linzer,2015,Should I use fixed or random effects?. *Political science research and methods*, *3*(2), 399-408.

Douglas W Diamond,. and Robert E Verrecchia,., 1982, Optimal managerial contracts and equilibrium security prices, *The Journal of Finance*, 37(2):275-287.

Durusu-Ciftci, Dilek, M. Serdar Ispir, and Hakan Yetkiner,2017,Financial development and economic growth: Some theory and more evidence. *Journal of policy modeling*, 39(2), 290-306.

El-Gamal,Zakaria Yahya 2012 Selecting Model in Fixed and Random Panel Data Models. *Iraqi Journal of Statistical Sciences*, *12*(21).

El-Wassal ,Kamal A.,2013, The Development of Stock Markets: In Search of a Theory,International Journal of Economics and Financial Issues(3) 3, pp.606-624

Ersoy, İmre,2011, The impact of financial openness on financial development, growth and volatility in Turkey: evidence from the ARDL bounds tests. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, *24*(3), 33-44.

Fischer, Ronald, and Patricio Valenzuela,2013, Financial openness, market structure and private credit: An empirical investigation. *Economics Letters*, *121*(3), 478-481.

Gelos, R. Gaston, Ratna Sahay, and Guido Sandleris,2011, Sovereign borrowing by developing countries: What determines market access?. *Journal of international Economics*, *83*(2), 243-254.

Gemma Estrada, Donghyun Park and Arief Ramayandi ,2015.Financial Development, Openness Financial, and Economic Growth, *adb economics working paper series* No.442.

Gil-García, J. Ramón, and Gabriel Puron-Cid,2014,Using panel data techniques for social science research: an illustrative case and some guidelines. *CIENCIA ergo-sum, Revista Científica Multidisciplinaria de Prospectiva*, *21*(3), 203-216.

Greene, W. (2012) Econometric Analysis. 7th Edition, Prentice Hall, Upper Saddle River.

GujaratiI, Damodar. econometrcs: Principles, theory and practical applications. Saraiva Educação SA, 2004.

Guo, Beibei, and Ying Yuan ,2017, A comparative review of methods for comparing means using partially paired data. *Statistical methods in medical research*, *26*(3), 1323-1340.

Huang, Wei. (2006). Emerging markets financial openness and financial development. *University of Bristol Discussion Paper*, *588*.

Imen Mohamed Sghaie & Zouheir Abida ,2019, Trade Openness, Financial Development And Economic Growth In North African Countries*, Review of Socio-Economic Perspectives* , 4 (1): 91-108.

Jaleel Ahmed & Umar Farooq,2020, Financial Development and Trade Credit: Moderating Role of Corruption*, City University Research Journal*, 10 (3):343-360.

Jung, Robert C., and Robert Maderitsch (2014). Structural breaks in volatility spillovers between international financial markets: Contagion or mere interdependence?. *Journal of Banking & Finance*, *47*, 331-342.

Karimu, Amin, and George Marbuah (2017). Re-examining the financial development-openness nexus: nonparametric evidence for developing countries. *Journal of applied economics*, *20*(2), 373-394.

Khalfaoui, Hamdi, 2015, The Determinants of Financial Development: Empirical Evidence from Developed and Developing Countries, Applied Economics and Finance, 2(4): 1-9.

Laura Alfaro, Chanda, A., Kalemli-Ozcan, S., & Sayek, S. (2004). FDI and economic growth: the role of local financial markets. *Journal of international economics*, *64*(1), 89-112.

Lee, C. H., & Chou, P. I. ,2018,Financial openness and market liquidity in emerging markets. *Finance Research Letters*, *25*, 124-130.

Leyla Yusifzada, Aytan Mammadova,2015, Financial intermediation and economic growth, *William Davidson Institute Working Paper* NO 1091.

María A. Prats and Beatriz Sandoval ,2020, Does stock market capitalization cause GDP? A causality study for Central and Eastern European countries. *Economics*, 14(1):1-29.

Moazi, Safaa Abdullah and Belhawisel, Muhammad Ahmed Salem, 2019, using panel data analysis in modeling the relationship of fluctuations in foreign trade variables with economic growth in Yemen for the period (2006-2013), Al-Rayyan Journal of Humanities and Applied Sciences, Volume Two, Issue(1): 305-259.

Mohamed, Issam AW,2015,Economic Analysis of Financial Markets Requirements, Success and Failures in Developing Countries, *Available at SSRN 2546921*.

Peress, Joel,2010, Product market competition, insider trading, and stock market efficiency. *The Journal of Finance*, *65*(1): 1-43.

Peter Blair Henry & Anusha Chari, , 2007, Capital account liberalization: Allocative efficiency or animal spirits?, Stanford Institute for Economic and Policy Research. *Stanford University*, *Journal of Economic Literature,* 45(4) : 887-935.

Rahul Anand, Eswar S. Prasad, and Boyang Zhang,2015, What measure of inflation should a developing country central bank target?. *Journal of Monetary Economics*, *74*, 102-116.

Stulz, Rene M. & Williamson, Rohan (2003), "Culture, openness, and Finance", *Journal of Financial Economics*, 70(3): 313-349.

Tang, Tony T,2009, Information asymmetry and firms' credit market access: Evidence from Moody's credit rating format refinement. *Journal of financial economics*, *93*(2), 325-351.

Willam Greene, 2005, Fixed and random effects in stochastic frontier models. *Journal of productivity analysis*, *23*(1), 7-32.