



اسم المقال: أثر بعض مؤشرات الانفتاح المالي والتجاري الأسوق المالية "بلدان عربية أنموذجاً"

اسم الكاتب: سعد موفق محمود الصفار، بشار احمد العراقي

رابط ثابت: <https://political-encyclopedia.org/library/3784>

تاريخ الاسترداد: 2025/05/14 09:28 +03

الموسوعة السياسية 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 السياسية – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على [info@political-encyclopedia.org](mailto:info@political-encyclopedia.org)

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسية – 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 الراذدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسية مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكرية ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي يتضمن المقال تحتها.





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:** Alsaafar, 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](http://tanmiyat.mosuljournals.com)

**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<sup>1</sup>; Bashar A. AL-Iraqi<sup>2</sup>**

<sup>1&2</sup>Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics

**Corresponding author:** Saad M. M. Alsaafar, Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics,

[saad.sm@student.uomosul.edu.iq](mailto: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.**

# أثر بعض مؤشرات الانفتاح المالي والتجاري الأسواق المالية ” بلدان عربية أنموذجاً ”

سعد موفق محمود الصفار<sup>١</sup> ، بشار احمد العراقي<sup>٢</sup>

<sup>٢&١</sup> كلية الادارة والاقتصاد - جامعة الموصل - العراق

المؤلف المراسل: سعد موفق محمود الصفار، كلية الادارة والاقتصاد- جامعة الموصل- العراق

[saad.sm@student.uomosul.edu.iq](mailto:saad.sm@student.uomosul.edu.iq)

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

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

## المستخلص

نظرأً 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 لتناول بالتحليل والتفسير آليات التأثير التي يمكن من خلالها أن تمارس سياسات الانفتاح المالي والتجاري دورها في تنمية الأسواق المالية وتحسين أدائه، والتي أطرت لها الظروف النظرية والدراسات التجريبية التي اهتمت بها. فضلاً عن بناء عدد من النماذج الكمية التي لها القدرة على تشخيص وأيضاً تأثير تلك السياسات في تطور الأسواق المالية في مجموعة من الدول العربية (مصر، الأردن، تونس، السعودية، والإمارات ، قطر، و عمان) وللمدة ٢٠١٩-٢٠٠٤، والتي استندت إلى البيانات المتداولة المتوازنة التي بلغت مشاهدتها ١١٢ مشاهدة، وباعتماد المنهج القياسي المتألفة مع تلك البيانات المتمثلة بأنموذج الانحدار التجمعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي (REM). وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لسياسات الانفتاح المالي والتجاري في تنمية الأسواق العالمية في بلدان العينة، مع وجود بعض التباينات في طبيعة التأثير تتناسب بين الإيجابية والسلبية وفي بعض الأحيان الحياتية.

## الكلمات الرئيسية

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 الادارة والاقتصاد، الموصل، العراق.



تحتفظ (TANRA) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع المقالة في أي وسيلة 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 العالمية ”بلدان عربية أنموذجاً ” .” *تنمية الرافدين*، ٤١ (١٣٥)، ٣٢-٩

<https://doi.org/10.33899/tanra.2020.165650>

P-ISSN: 1609-591X

e-ISSN: 2664-276X

[tanmiyat.mosuljournals.com](http://tanmiyat.mosuljournals.com)



### المقدمة

شهدت العقود الأربع الماضية عملية انفتاح وتكامل عالمي كبير أرسى مفاهيم التنمية المالية وعزز مبادئ التنمية الاقتصادية، ورسيخ فوائد حرية انتقال رؤوس الأموال ووثق مداخل انخفاض كلفةرأس 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 العالمي وفتح أسواقها المالية على الاقتصادات الدولية من أجل دفع الأسواق المالية باتجاه 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. وتتوطن 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 وتمكنها من الوصول إلى منتجات وخدمات مالية جديدة ومتعددة بتكلفة مقبولة، فضلاً عن توفير البيانات والحد من الالتماثل المعلوماتي علاوة على توفير السيولة وإدارة المخاطر وضمان حسن إدارة الشركات والاسهم 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 لل الاقتصاد قبل الدخول في عالم المنافسة، حيث تفرض العولمة إعادة النظر في أساليب إدارة اقتصاديات الدول النامية، من خلال تحفيزها على تبني استراتيجيات وسياسات اقتصادية والتخلّي أو التساهل في بعض الإجراءات التي من شأنها أن تعيق تطبيق سياسات الانفتاح، التي تمثل أحد الأركان الأساسية لتطور الأسواق المالية. فما تقدم شكل، حواجز لتعزيز 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 أجمع عليه الدراسات المالية والإقتصادية المعاصرة، التي عدّ 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 وتبنياتها

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 تنشط من تنميتها وتطورها، بما يمكن متذملي القرار الاقتصادي والمالي من اتمام الإصلاحات المالية عبر انتهاج السياسات التحريرية وفقاً لركائز علمية وواقعية، وبخطى ثابتة ومدرورة .

#### **• مشكلة الدراسة**

عانت معظم الدول النامية ومنها الدول العربية عينة الدراسة من البطء في سيرها نحو تحقيق مقتضيات التنمية وتطوير أسواقها المالية، ولربما يعود ذلك إلى خضوع الأسواق المالية لمختلف القيود التي يجعلها معزولة 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 طرحة 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 الأساس النظري لمفاهيم سياسات الانفتاح والوقف على آثارها 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 باستخدام منهجة الانحدار التجمعي (pooled regression) والأثر الثابت (Random Regression Model) والأثر العشوائي (fixed effect 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 (الإمارات العربية المتحدة، مصر،الأردن، عمان، قطر، المغرب، المملكة العربية السعودية) بعدها بلدان تمتلك مستويات مقاربة من التطور والنمو في أسواقها المالية.

#### ب- الحدود الزمنية

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

### ٣. مراجعة الأدبيات 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 أساسى في تحرير حساب رأس المال، فضلاً عن عدم التنمية في النظام المصرفي شرطاً 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 والعميق المالي في اقتصادات أفريقيا جنوب الصحراء، بالاستناد إلى تطبيق أنموذج Generalized Method Of Moment (GMM) لـ 21 دولة جنوب الصحراء الأفريقية، للمرة 1981-2009 وخلصت الدراسة إلى أن التحرير المالي مرتبطة بشكل سلبي بنمو الدخل في منطقة أفريقيا جنوب الصحراء. إذ توفر النتائج التي تم التوصل إليها دعماً للنظرية التجريبية المتشكّلة للتحرر المالي في الأسواق، كما أن التحرير المالي يؤثّر بالفعل بشكل إيجابي على التعميق المالي وتبعيّة الموارد في منطقة أفريقيا جنوب الصحراء، بعد التحكم في عوامل الاقتصاد الكلي الرئيسي مثل الجودة المؤسّسية والاختلالات الماليّة والتضخم.

دراسة Durusu et al (2017) بعنوان التطور المالي والنموا الاقتصادي: بعض النظريات والمزيد من الأدلة التي ركزت على فهم دور التنمية الماليّة في النمو الاقتصادي نظرياً وتجريبياً باستخدام طريقة مجموعة المتوسط المعزز (AMG) والتأثيرات المشتركة (CCE) لـ 40 دولة للمدة 1989-2011 وخلصت الدراسة إلى أن هناك تأثيرات إيجابية طويلة المدى على مستوى أسواق الائتمان بشكل كبير كذلك استقرار نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

دراسة Solomon & Ahmed (2019) بعنوان الانفتاح المالي والتكامل التجاري والنموا الاقتصادي: حالة دول المحيط الهادئ والتي سعت إلى استكشاف تأثير التغيرات في الأسواق المالية على الاقتصادات الحقيقة 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 تتوفر سوى نطاق ضيق من المنتجات والخدمات المالية.

### أولاً: الأطر النظري

كما أشارت الأدبّيات الإقتصاديّة والماليّة إلى أن الانفتاح المالي والتجاري ومن خلال إعادة صياغة الأطر التنظيمية والقانونية للمؤسسات الإقتصاديّة والماليّة والقضائيّة على حد سواء، التي تهيّء بمحملها حاجة متزايدة إلى أسواق الماليّة وأدوات ماليّة تعمل على نحو جيد وكفؤ، يمكن أن يؤدي دوراً بالغ الأهميّة في دعم تنمية الأسواق الماليّة، إذ تُعد الأسواق الماليّة من أهم المركبات التنمويّة في البلدان ، وذلك من خلال الدور الذي تمارسه كونها مستودعاً لرؤوس الأموال اللازمة لتنفيذ مشاريع التنمية الإقتصاديّة. والتي تنشط الاقتصاد القومي ورفع معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي وتوسيع نطاق التعامل المالي والتجاري وتقليل حدة التضخم وزيادة القدرة التنافسية. كما تمارس الأسواق الماليّة وظائف اقتصاديّة ، تمثل حلقة الاتصال بين مختلف قطاعات المجتمع ، كالوقوف بين المدخرين والمستثمرين (Mohamed,,2015,2 (Imen & Zouheir,2019, 91-108).

(Jaleel & Umar,2020,343-360) (Stulz & Williamson,2003,313-349)

فضلاً على أن الانفتاح في التجارة الدوليّة يؤدي دوراً بالغ الحيويّة في تطوير الأسواق الماليّة ، لأنّه مع دخول المستثمرين الأجانب إلى السوق، يرفع سقف المنافسة بالنسبة للمنتجين المحليّين ، وهذا يعني زيادة الجودة والدقة في الانتاج ، مما يزيد العوائد (Arif & Rawar, 2019,26-39).

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

إذ يتجلّى 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 عليه تأثيرات إيجابية أكبر على مستوى الاستثمار المحلي. وعادة ما يتبع نمو السوق المالية المحلية تحرير تدفقات الأسهم في المحفظة ،عبارة أخرى يزداد النمو بالتزامن مع الزيادة في تدفقات أسهم المحفظة (Gemma et al., 2015,4). في حين يؤدي الاستثمار المحفوظي 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 المحفظة في الأسواق المالية والذي يترتب عليه زيادة الطلب على الخدمات والأدوات التي تقدمها تلك الأسواق، في ظل الغاء القيد المفروضة على التدفقات الداخلة والخارجية 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 الحقيقى 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 إسهام 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 تنوّع 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 إطارها المؤسساتية والتنظيمية، وتفعيل متطلبات الإدراج وتحسين قواعد الأفصاح وتنبئي المزيد من الشفافية والمساءلة، وتحقيق عدالة الممارسات التجارية وحماية حقوق المساهمين، التي تصب في مجملها بزيادة ثقة المستثمرين في أنشطتها وأعمالها، نتيجة لما تتحققه من تحسن في كفاءتها التشغيلية والمعلوماتية والتي تتجلّى آثارها على تنمية القطاع المالي(Peter & Anusha,2007, 887-935) (Douglas &Robert,1982, 275-287) .

### ثانياً: المنهجية التجريبية

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

العربية (الأردن، 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+ الواردات، والاستثمار 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 تمثل 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)، فضلاً عن موقع البوابة العربية للتنمية (data.arabdevelopmentportal.com) من أجل الوصول إلى بيانات المتغيرات التفسيرية.

### ٢. متغيرات الأنماذج

#### أ- المتغيرات التابعة (المفسرة).

وفقاً لما تناولته 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 مضروباً 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 والمقدمة 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 المعتبرة عن الوصول إلى الأسواق المالية، حيث تدلل النسب المرتفعة منه على قدرة كبيرة للمؤسسات الاقتصادية في الوصول إلى التمويل المناسب (Gelos et al, 2011, 243-254) (Tang, 2009, 325-351).
٣. معدل دوران 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 مؤشر سوق الأسهم المحلي، فإنانخفاض هذا المؤشر يعبر عن انخفاض درجة تقلب السوق والتي تفسر عادة على أنها ارتفاع في مستويات استقراريته وقلة التنبؤات التي تتعرض لها أسعار الأسهم بما يعكس ايجاباً على التنمية المالية(Jung & Robert, 2014, 331-342).

#### بـ- المتغيرات المستقلة

وتبعاً لما قدمته منهجة العمل القياسي التي قسمت إلى أربعة نماذج قياسية تناولت النماذج الأربع أثر المتغيرات الرئيسية في تنمية الأسواق المالية. إذ تم تصنيف المتغيرات المستقلة وتأثيراتها في مؤشرات التنمية المالية المتوقعة بحسب الجدول (١) إلى:

**الجدول (١) المتغيرات التفسيرية المؤثرة في تنمية الأسواق المالية**

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

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 وتنماذل في متغيراتها التفسيرية (الانفتاح التجاري، الانفتاح المالي، سعر الصرف، التضخم، الإنفاق، 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 السوق 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 الأنماذج

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 (الإمارات العربية المتحدة، مصر،الأردن 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 الاقتصادية 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 لأنحدار البيانات الطولية وعلى ثلاث صيغ رئيسية (Belotti et al, 2017, 139-180):

#### أ. أنماذج الانحدار التجمعي (Pooled Regression Model)

يعتبر أنماذج الانحدار التجمعي (PRM) من أبسط نماذج البيانات المزدوجة في عملية التحليل، حيث يهمل تأثير البعد الزمني وتتأثر اختلاف الخصائص الفردية في الأنماذج من خلال افتراض الثبات لجميع معلمات الأنماذج  $B_i$  و  $B_0$  عبر الزمن، مما يعني عدم اخذه بالحسبان طبيعة البيانات المزدوجة ومن ثم معالجتها كسلسل زمانية (Moazi & Belhawisel, 2019, 305-259) عن طريق فرز المتغيرات المعتمدة، والمستقلة، بصورة متسلسلة للبيانات المقطوعية، لتكون سلسلة زمنية بمشاهدات تقدر ( $N^*T$ )، كما يقوم الأنماذج بافتراض أن قيمة الخطأ العشوائي تساوي صفرًا، 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:

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

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

يهدف استخدام أنموذج الأثر الثابت (FEM) (Fixed Effect Model) إلى معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعة (دول، شركات، أفراد) على حدة، على افتراض وجود اختلافات وعدم تجانس سواء في البيانات المقطعة أو السلاسل الزمنية، إذ يتم التعامل مع كل مجموعة على نحو مستقل بحسب المقطع أو بحسب الفترة الزمنية ولغرض تقدير المعلمات ولتجنب حالة التعديدية في الأنموذج عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1)، ومن ثم يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية للتعمير والتي تفترض ثبات تباين الأخطاء 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). وتمثل الصيغة الرياضية للأنموذج الآتي:

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

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

يفترض أنموذج الأثر العشوائي (REF) أن الآثار المقطعة 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 كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة، مما يؤثر في اختبار المعلمات كون التباين المشترك لا يساوي الصفر (GLS) (Greene, 2012) (El-Gamal, 2012, 265-266) (Squares) (Greene, 2012) (El-Gamal, 2012, 285-266) وبذلك يتخذ أنموذج الأثر العشوائي (REM) الصيغة الآتية:

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

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

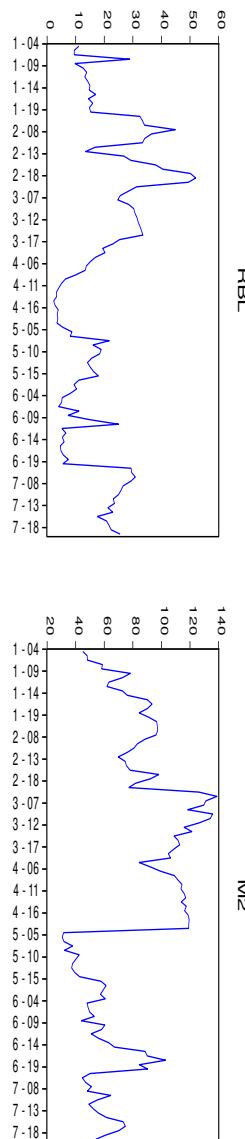
بافتراض أن حد الخطأ المركب  $\varepsilon_{it}$  يمتلك خصائص الأخطاء العشوائية الأخرى نفسها من حيث أن قيمته المتوقعة متساوية للصفر ( $\varepsilon_{it} = 0$ ) وبتبالن ثابت ( $Var(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$ )

## اختيار الأنماذج الملائمة

لتحديد الأنماذج الأكثر ملاءمة ضمن النماذج السابقة يكون عبر اجراء اختبارات احصائية تتم على خطوتين، إذ يمثل اختبار Chow-Test (Fisher) الخطوة الأولى التي يتم اجرائها للمفاضلة والمقارنة بين أنماذج الانحدار التجمعي، وأنماذج الأثر الثابت فإذا عكست النتائج أفضلية الأنماذج التجمعيي تتوقف في هذه الحالة ونعده الأنماذج الأكثر ملاءمة، ومن ثم يقدر الأنماذج بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية، أما إذا عكست النتائج أفضلية أنماذج الأثر الثابت يتم فيما بعد المفاضلة بينه وبين أنماذج الأثر العشوائي، ومن ثم اللجوء إلى الخطوة الثانية في التحليل بالاعتماد على اختبار Hausman للمفاضلة بين أنماذجي 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 تمارسه المتغيرات التوضيحية المتمثلة بالانفتاح المالي ، والانفتاح التجاري، والتضخم، والنمو الاقتصادي، والإدخار، وسعر الصرف، في تنمية الأسواق المالية في دول العينة(الأردن، مصر، المغرب، السعودية، قطر، عمان، الإمارات العربية المتحدة) للمرة (٤-٢٠١٩)، وتحقيق أهداف البحث، واختبار فرضياته والتوصيل إلى نتائج لإثباتها أو دحضها.

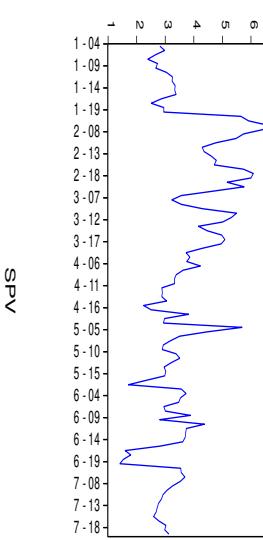
وللتوصيل إلى نتائج وقدرات أثر المتغيرات. التوضيحية، في تنمية الأسواق المالية، في البلدان العربية عينة الدراسة للمرة (٤-٢٠١٩) تتميز بخلوها من القيم الزائفة والمضللة ومن خلال اختبار الاستقرارية للبيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة بصيغتها الخطية، وكما توضحها الرسوم، البيانية، في الشكل، رقم (١)، والتأكد من 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 عكسته نتائج اختبار Levin-Lin-Chu. (2002)، لاستقرار البيانات المزدوجة (panel data) لمتغيرات الدراسة وبصيغتها الخطية (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



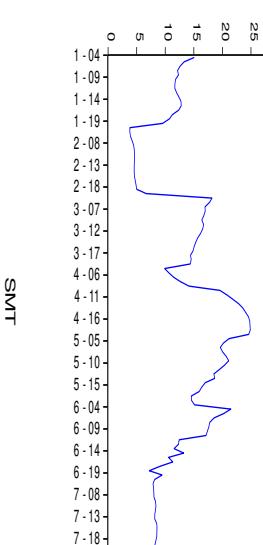
RBL



IRFM

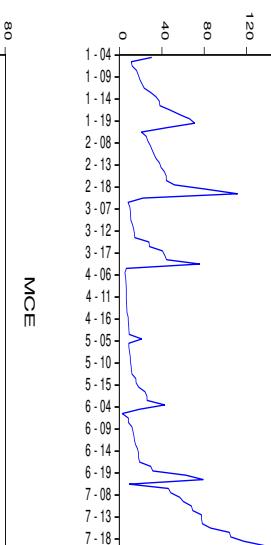


SPV

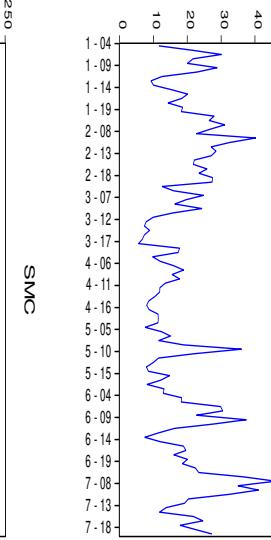


CBB

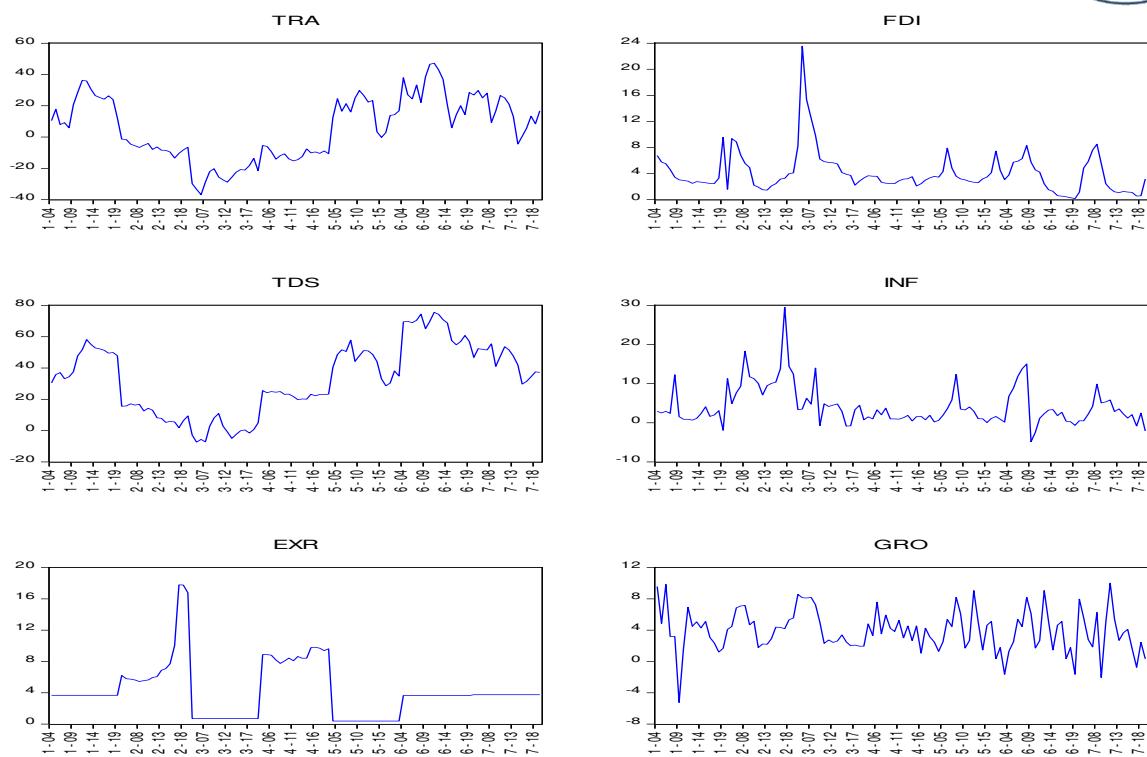
SMC



SMT



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. الا. 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 الأنماذج الأكثر قبولاً من بين نماذج البيانات المزدوجة (Panel Data) التي تم تناولها فيما سبق، يجرى اختبارين أحصائيين، وذلك عبر مرحلتين: في المرحلة الأولى يتم استخدام اختبار (Chow-Test) وذلك للمفاضلة ما بين أنموذج الانحدار التجمعي وبين أنموذج الأثر الثابت في التقدير. فإذا كانت نتائج أنموذج الانحدار التجمعي أفضل (PRM) تنتهي عند هذا الحد ونعده أكثر ملاءمة، ثم يقدر الأنماذج بطريقة المربيعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، أما إذا كانت نتائج اختبار الأنماذج الأثر الثابت أفضل (FEM)، نلجم إلى المرحلة الثانية والتي من خلالها نقوم بالمقارنة ما بين أنموذجي الأثر الثابت (FEM) وأنموذج الأثر العشوائي العشوائي (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 الأربع**

Redundant Fixed Effects Tests Equation: Untitled Test cross-section fixed effects			
<b>اختبار Chow-Test للأنموذج الاول</b>			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	16.755744	(6,99)	0.0000
Cross-section Chi-square	78.497118	6	0.0000
<b>اختبار Chow-Test للأنموذج الثاني</b>			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	105.392812	(6,100)	0.0000
Cross-section Chi-square	223.002947	6	0.0000
<b>اختبار Chow-Test للأنموذج الثالث</b>			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	37.782272	(6,99)	0.0000
Cross-section Chi-square	133.373779	6	0.0000
<b>اختبار Chow-Test للأنموذج الرابع</b>			
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 والمترتبة المفاضلة بين نتائج تدريب أنموذج التأثير العشوائي(REM) بنتائج تدريب أنموذج الأثر الثابت،(FEM)، تم الاستناد إلى اختبار Hausman (Hausman) الذي وثق نتائجه المدرجة في الجدول (4)، لتأكد معنويته الاحصائية عبر عدم تجاوز قيمة prob. حاجز الا 0.05 وهو ما رجح قبول فرضية العدم، وما تعكسه من اتساق النتائج المقدرة وفقاً لمنهجية الأثر الثابت (FEM) في التحليل وللنماذج الأربع.

#### الجدول (4) اختبار Hausman للنماذج الأربع

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
<b>اختبار Hausman للأنموذج الأول</b>			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	100.534465	6	0.0000
<b>اختبار Hausman للأنموذج الثاني</b>			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	42.136533	5	0.0000
<b>اختبار Hausman للأنموذج الثالث</b>			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	226.693633	6	0.0000
<b>اختبار Hausman للأنموذج الثالث</b>			
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 الأثر 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 المعبّر 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) أثر 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				
<b>الأنموذج الأول أثر الانفتاح المالي التجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية</b>				
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



<b>Cross- section fixed (dummy variables)</b>				
R-squared	0.441503	F-statistic	13.83408	
Adjusted R-squared	0.409589	Prob. (F-statistic)	0.000000	
Durbin-Watson stat	0.542692			
<b>الأنموذج الثاني أثر الانفتاح المالي والتجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية</b>				
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
<b>Cross- section fixed (dummy variables)</b>				
R-squared	0.280745	F-statistic	8.274936	
Adjusted R-squared	0.246818	Prob. (F-statistic)	0.000001	
Durbin-Watson stat	0.395725			
<b>الأنموذج الثالث أثر الانفتاح المالي والتجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية</b>				
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
<b>Cross- section fixed (dummy variables)</b>				
R-squared	0.168507	F-statistic	3.546491	
Adjusted R-squared	0.120994	Prob. (F-statistic)	0.003084	
Durbin-Watson stat	0.312658			
<b>الأنموذج الرابع أثر الانفتاح المالي والتجاري والمتغيرات الضابطة في مؤشرات تنمية الأسواق المالية</b>				
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
<b>Cross- section fixed (dummy variables)</b>				
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 الأربع وجود تأثير معنوي متباين لمتغيري الانفتاح المالي (FDI) والانفتاح التجاري (TRA) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية الأربع (SPV), (SMT), (MCE), (SMC) للمتغير الأول بنسبة بلغت (6.614), (-0.837), (0.740) على التوالي، وللمتغير الثاني بنسبة بلغت (1.480), (0.316), (0.298) على التوالي، وهو ما جاء متوافقاً 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 لمنطق 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 بطيء التغيرات في تكيف الأطر المؤسساتية، كونها لا تتغير إلا في الأجل الطويل. فالتأثير 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) والتضخم (TDS) والأدخار (INF) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت لهذه العلاقات، حيث أثبتت الأول تأثيره السلبي في كل من مؤشرات العمق (SMC) ومؤشر الوصول (MCE) بمعاملات بلغت (-2.484) على التوالي، في حين أثبتت المتغير الثاني تأثيره السلبي في مؤشر لاستقرار (SPV) بمعامل بلغ (-1.087) . واكدا الثالث تأثيره الإيجابي في مؤشرات العمق (SMC) بمعامل بلغ (-0.562) .
- عدم توافق تأثير المتغيرات الضابطة الأدخار (TDS) والتضخم (INF) في مؤشرات تنمية الأسواق المالية مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت لهذه العلاقات، حيث أثبتت الأول تأثيره السلبي في مؤشر الكفاءة (SMT) بمعامل قدره (-0.779) في حين أثبتت المتغير الثاني تأثيره الإيجابي في مؤشر الوصول (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) تقسيماً ما مقداره %28.0745, %44.1503 , %31.2658 , %28.1628 من التغيرات في الحاصلة في مؤشرات التنمية المالية, (SMT), (MCE), (SMC) على التوالي متخلية للمتغيرات التوضيحية الأخرى غير الدخلة في النماذج الأربع .
- فشل متغير النمو الاقتصادي (EXR) في إثبات تأثيره المعنوي على جميع النماذج ،البلدان 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 تعكسه بيئتها السياسية والإقتصادية والاجتماعية والدينية بالمقارنة مع بلدان العالم الأخرى (Khalfaoui 2015).

### ثالثاً: الاستنتاجات والتوصيات

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

#### الاستنتاجات

١. خضعت الأسواق المالية إلى سياسات الانفتاح المالي والتجاري فضلاً عن العديد من المتغيرات الإقتصادية التي أسهمت في تحديد مستوى تتميته وتطوره في دول العينة لمدة (٢٠١٩-٢٠٠٤)
٢. أظهر تمعن البيئة الإقتصادية بمستويات عالية من الانفتاح المالي والتجاري آثاراً متباعدة على مستويات تنمية الأسواق المالية، بسبب ضعف القرارات التنظيمية للمؤسسات المنظمة للسياسات والتشريعات والقوانين الداعمة للانفتاح المالي والتجاري، وبما يقود إلى تشتت القرارات الصادرة عنها وعدم تمايدها علامة 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 الرئيسية من حيث الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي، وضبط عجز الموازنة وتخفيفه، وتحفيز النشاط الاقتصادي.
٤. كما كانمؤشر الإنفاق تأثير متباين بين الإيجابي والسلبي على مؤشرات تنمية الأسواق المالية ، بسبب اختلاف الآثار الناجمة عن السياسات الإقتصادية المتتبعة والمحفزة للإنفاق 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 تتميته.

#### المقترحات

وفقاً للاحتجاجات السابقة يمكن صياغة عدد من المقترنات التي كان أهمها ما يأتي:

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

٢. ضرورة تبني بلدان العينة استراتيجيات فعالة وكفؤة تمكن من تطبيق سياسات الانفتاح المالي والتجاري من خلال التشريعات والقوانين التي من شأنها رفع كفاءة تطبيق تلك السياسات وتجنب القصور الذي ينبع في حال عدم تبني تلك الاستراتيجيات، فضلاً عن دعم الجوانب الإيجابية التي تعكس 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 التأمين والمصادر وتعزيز آثاره الإيجابية التي تعكس على تنمية الأسواق المالية وفي المقابل حماية الاقتصاد الوطني من الآثار السلبية التي من الممكن تعكسها الاستثمارات الوافدة إلى البلاد، لأن تكون سبباً في رفع مستويات البطالة أو تحويل 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 الإيدخار من خلال المحفزات التي تقدمها المصارف والتي تسن من قبل السلطة النقدية في البلاد متمثلة بالبنك المركزي من أجل جذب الإيدخار وجعله أداة فعالة في تنمية الأسواق المالية، والعمل على استخدام وسائل وآليات تلبي رغبات المدخرين، فضلاً عن العمل على نشر الوعي الإيدخاري بين الأفراد من خلال حملات التوعية التي يتبناها الجهاز المركزي.

٥. السيطرة على التضخم وتقليله ضمن نطاق متدين 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 الاقتصادية التي تترجم 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 والتنقيف 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 cyclicalities 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 ergosum, 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.