مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (٦) العدد (٢) ٢٠٢٢
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (٦) No. (٢) ٢٠٢٢

أثر سيولة الأسواق الماليّة في النمو الاقتصادي
(دراسة قياسيّة على مجموعة مُختارة من دول MENA)

د. ريم محمود*

محمد يوسف**

(تاريخ الإيداع ٢٨ / ١١ / ٢٠٢١. قُبِل للنشر في ٢٧ / ٢ / ٢٠٢٢)

□ ملخّص □

هدف هذا البحث إلى اختبار أثر سيولة الأسواق الماليّة في النمو الاقتصادي لـ (٤) دول عربيّة من منطقة MENA تمثلت بـ(مصر، سورية، الأردن، لبنان)، خلال الفترة (2010–2018). تمّ قياس النمو الاقتصادي باستخدام معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، بينما تمّ قياس سيولة الأسواق الماليّة باستخدام مؤشرين هما (معدل الرسملة السوقيّة ومعدل الدّوران). لتحقيق هدف البحث، تمّ الاعتماد على نموذج قياسي يرتكز على بيانات سنويّة من نوع (Panel Data)، وتم تقدير معلماته وفقاً لنموذج الآثار الثابتة (FEM) بالاعتماد على القيمة الاحتماليّة لاختبار (F Test) المستخدم للمفاضلة بين نموذجي الآثار الثابتة والانحدار التجميعي. أظهرت النتائج وجود أثر معنوي إيجابي لمعدل الرسملة السوقيّة في النمو الاقتصادي، بينما كان لمعدل الدّوران أثر معنوي سلبي في النمو الاقتصادي للدول المختارة.

الكلمات المفتاحية: النمو الاقتصادي، سيولة الأسواق الماليّة، الرسملة السوقيّة، معدل الدّوران، دول MENA.

*أستاذ مساعد، قسم العلوم الماليّة والمصرفيّة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين – اللاذقيّة – سوريّة.

**طالب ماجستير، قسم العلوم الماليّة والمصرفيّة، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين– اللاذقيّة – سوريّة.

مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (6) العدد (٢) 2022
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (6) No. (٢) 2022

The Impact of Stock Market Liquidity on Economic Growth (An Econometric Study on Selected group of MENA Countries)

Dr. Rime Mahmoud [*]
Mohammad Youssef [**]

(Received 28 / 11 / 2021 . Accepted 27 / 2 / 2022)

□ ABSTRACT □

This research investigates to test the impact of Stock market liquidity on economic growth in (4) Arab countries from the MENA region (Egypt, Syria, Jordan, Lebanon), during the period (2010-2018). Economic growth was measured by the real GDP growth rate, while the liquidity of the Stock markets was measured by two indicators (market capitalization rate, turnover rate). To achieve the purpose of the search, it was relied on a Econometric model based on annual data of the type (Panel Data), and its parameters were estimated according to the fixed effects model (FEM) based on the probabilistic value of the (F Test) used to compare between the two models of fixed effects and pooled regression.The results showed a positive significant effect of the market capitalization rate on economic growth, while the turnover rate had a negative significant effect on the economic growth of the selected countries.

Keywords: Economic Growth, Stock Market Liquidity, market capitalization, turnover, MENA Countries.

[*] **Assistant Professor, Department Of Finance and Banking, Faculty of Economics, Tishreen University- Lattakia- Syria. E- mail: rime_mahmoud@yahoo.fr**

[**] **Postgraduate Student, Department Finance and Banking, Faculty of Economics, Tishreen University- Lattakia- Syria. E- mail: mhammadyoussef999@hotmail.com**

مقدمة:

شهدت الأدبيات الاقتصاديّة اهتماماً متزايداً بطبيعة العلاقة بين تطوّر الأسواق الماليّة والنمو الاقتصادي، والكيفية التي يمكن أنّ تؤثر بها هذه الأسواق في النشاط الاقتصادي. إذ يمثل السوق المالي إحدى الآليات المهمة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الفرص الاستثماريّة الأفضل، بالإضافة إلى كونه حلقة اتصال بين الوحدات ذات الفائض والوحدات التي تفتقر إلى السيولة، مما يؤدي إلى رفع كفاءة تخصيص الموارد، وتسريع تراكم رأس المال المادي والبشري، وتعزيز خطى التقدم التقني. من هنا تبرز أهمية الأسواق المالية القادرة بأدواتها على تأمين السيولة التي تسمح بحشد المدخرات، وتوجيهها للاستثمارات الكفؤة التي تضمن التنويع الجيد للمخاطر.

تعد السيولة سمة هامة من سمات تطوّر السوق المالي، إذ تمثل أداة أساسيّة لتوفير الفاعليّة للسوق المالي ورفع مستوى كفاءته. فكلما كان السوق ذو سيولة عالية، كلما كان أكثر قدرة على تحقيق رسالته في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة (Ucak, 2015; Pietak, 2014). في إطار برامج الإصلاح الاقتصادي الذي انتهجته حكومات (سورية، مصر، لبنان، الأردن) التي تعد من الاقتصادات الأكثر تنوعاً وفقاً لتقرير ESCWA عام 2019، شهدت بورصات هذه الدول خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ موجة من محاولات الإصلاح والتطوير ساعيةً إلى دخول المؤشرات العالميّة عبر تعديل التشريعات والتنظيمات، خاصةً فيما يتعلق بتطبيق أنظمة الإفصاح والشفافيّة، وتطوير إجراءات وأنظمة التّداول والمقاصة والتسويّة. (آفاق الاقتصاد العربي، 2018). إلّا أنّ الأزمات السياسيّة التي مرت بها دول العينة منذ الربع الأوّل من عام 2011، عمّقت حالة عدم اليقين وأثّرت على كافة القطاعات الاقتصاديّة، بما فيها القطاع المالي.

نتيجةً لأهمية هذه الفترة التي شهدتها مجموعة دول العينة، والتغيّرات التي لحقت بالاقتصاد ككل، والبحث في إمكانيّة الاستفادة من سيولة الأسواق المالية لدول العينة لزيادة معدل النمو الاقتصادي الذي شهد انخفاضاً خلال هذه الفترة، كان لابد من اختبار أثر سيولة الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في مجموعة من دول MENA (سورية، مصر، لبنان، الأردن).

الدراسات السابقة

تعتبر أعمال (Levine and Zervos,1998) من الإسهامات الرئيسيّة التي بحثت في تطوّر سيولة الأسواق الماليّة وأثرها في النمو الاقتصادي، إذ قدمت أدلة على وجود أثر إيجابي معنوي لسيولة الأسواق الماليّة في النمو الاقتصادي، وذلك باستخدام بيانات Panel على عينة شملت 47 دولة، خلال الفترة الممتدة من 1976 إلى 1993. ثم تتالت الدّراسات والأبحاث التي تناولت أثر سيولة الأسواق المالية في النمو الاقتصادي، مستخدمةً مقاييس مختلفة للسيولة والنمو الاقتصادي، وطرق تقدير عدة لاختبار ذلك الأثر، وقد تباينت آراء ونتائج وتحليلات تلك الدّراسات حول ذلك الأثر.

فدراسة (خزان، 2014) هدفت إلى اختبار أثر تطوّر الأسواق الماليّة معبّراً عنه بثلاثة متغيّرات (معدل قيمة تداول الأسهم، معدل دوران الأسهم كمؤشر للسيولة، وبعدد الشركات المدرجة) في النمو الاقتصادي المُقاس بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الأردن، باستخدام سلسلة بيانات سنويّة خلال الفترة (2002-2013). لاختبار ذلك الأثر، تمّ تطبيق كل من الاختبارات (PP،ADF) لاستقراريّة السّلاسل الزمنيّة، اختبار (johansen) للتكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ الموجّه (VECM). أكدت نتائج هذه الدّراسة أنّ معدل الدّوران ومعدل قيمة التداول لهما أثر إيجابي معنوي في النمو الاقتصادي، بينما كان لعدد الشركات أثر سلبي معنوي في النمو. كما توصلت نتائج

اختبار السببيّة المبني على(VECM) إلى وجود علاقة سببيّة أحاديّة الاتجاه من المتغيّرات المستقلة إلى المتغيّر التّابع على المدى الطويل، وعدم وجود علاقة سببيّة بين تطوّر السوق الماليّة والنمو الاقتصادي في المدى القصير.

بينما هدفت **دراسة (المولى، 2011)** إلى اختبار أثر سيولة السوق الماليّة بمؤشراتها الثلاث (معدل الرسملة السوقيّة)، (معدل قيمة التّداول)، (معدل الدّوران) في النمو الاقتصادي المُعبَر عنه بالناتج المحلي الإجمالي، لـ 8 دول عربيّة (السعوديّة، الكويت، البحرين، مصر، عمّان، الأردن، لبنان، الامارات) للفترة (1994–2007) بالاعتماد على بيانات سنويّة. وباستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، أظهر نتائج الدّارسة أنّ سيولة الأسواق المالية ليس لها أثر في النمو الاقتصادي في كافة دول العينة المدروسة.

أمّا **دراسة (Nwagu, 2020)** فقد هدفت إلى اختبار أثر تطوّر السوق الماليّة في النمو الاقتصادي في نيجيريا باستخدام سلسلة بيانات سنوية، خلال الفترة الممتدة (1984–2018). تمّ قياس النمو الاقتصادي باستخدام الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، بينما تمّ قياس تطوّر الأسواق الماليّة بثلاثة مؤشرات وهي: (الرسملة السوقيّة، معدل الدوران) كمؤشرين للسيولة، ومؤشر سوق نيجيريا؛ كما تمّ تضمين المتغيّرات الضابطة الآتية: الانفتاح التجاري، ومعدل إعادة الخصم. وبتقدير معلمات نموذج VECM، بعد تطبيق كل من الاختبارات (ADF لاختبار الاستقراريّة)، اختبار التكامل المشترك (Johansen test))، توصلت الدّراسة إلى أنّ الرسملة السوقيّة ومؤشر السوق النيجيري ومعدل إعادة الخصم، تؤثر بشكل إيجابي ومعنوي في النمو الاقتصادي، في حين يؤثر معدل الدوران والانفتاح التجاري بشكل سلبي ومعنوي في النمو.

كما هدفت **دراسة (Spanos et al, 2018)** إلى اختبار العلاقة بين التطوّر المالي والنمو الاقتصادي خلال الأزمات الحديثة، ولكن باستخدام بيانات Panel لـ (26) دولة من الاتحاد الأوروبي، خلال الفترة الممتدة (1990–2016). تمّ قياس النمو الاقتصادي باستخدام معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، بينما تمّ قياس التطوّر المالي باستخدام أربعة مؤشرات وهي: (الرسملة السوقيّة، معدل الدوران) كمؤشرين للسيولة، نسبة الأصول المصرفيّة إلى الناتج، ونسبة الالتزامات السائلة إلى الناتج. كما تمّ تضمين النموذج متغيّرات ضابطة كالانفتاح التجاري، ومعدل التضخم، والاستثمار الأجنبي المباشر. وبتقدير معلمات نموذج الآثار الثابتة، دلّت النتائج على أنّ الرسملة السوقيّة ونسبة الأصول المصرفيّة، تؤثران بشكل إيجابي ومعنوي في النمو الاقتصادي، في حين يؤثر معدل الدوران بشكل سلبي ومعنوي في النمو خلال الأزمات الحديثة من (2008–2016).

كذلك هدفت **دراسة (Arogo, 2017)** إلى اختبار العلاقة بين سيولة الأسواق الماليّة المعبّر عنها بـ (بالرسملة السوقيّة، ومعدل دوران السوق) والنمو الاقتصادي المُقاس بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في كينيا باستخدام سلسلة بيانات ربعيّة للفترة (2010–2014). وتمّ تضمين (التضخم، صافي الصادرات، الانفاق الحكومي) كمتغيّرات ضابطة. ولاختبار العلاقة استخدمت الدّراسة نموذج الانحدار المتعدد، إذ قُدرت معلمات العلاقة في الأجل الطويل بطريقة (ARDL)، وفي الأجل القصير بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS). بعد تطبيق كل من الاختبارات (ADF لاختبار الاستقراريّة)، اختبار التكامل المشترك (Bound test)، (ECM) نموذج تصحيح الخطأ. توصلت نتائج (Bound test) إلى وجود علاقة توازنيّة طويلة الأجل بين المتغيّر التّابع والمتغيّرات المستقلة، وأنّ سيولة الأسواق الماليّة، وصافي الصادرات والانفاق الحكومي لهم أثر إيجابي معنوي في النمو الاقتصادي، بينما للتضخم أثر سلبي معنوي في النمو الاقتصادي في الأجل الطويل. بالمقابل أظهرت نتائج (ECM) أنّ سيولة الأسواق الماليّة وصافي الصادرات والانفاق الحكومي، والتضخم لا تؤثر في النمو الاقتصادي في الأجل القصير.

كذلك وفي دراسة لـ (37)[١] بلد من البلدان الناشئة خلال الفترة (1995-2006) أجراها (**Masoud et al, 2012**) تمّ اختبار أثر التطوّر المالي في النمو الاقتصادي. إذ تمّ قياس النمو الاقتصادي بحصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتمّ قياس التطوّر المالي بتطوّر القطاع المصرفي مقاساً بـ(نسبة الائتمان المحلي إلى الناتج ، ونسبة الأصول المصرفيّة إلى الناتج) وبتطوّر السوق المالي مقاساً بمؤشرات السيولة (الرسملة السوقيّة ، معدل قيمة التّداول ، معدل الدّوران). كما تمّ تضمين (معدل الاستثمار، معدل الالتحاق بالمدارس الثانوية، معدل النمو السكاني، معدل التضخم، الانفتاح التجاري) كمتغيّرات ضابطة. لاختبار الأثر استخدمت الدّراسة نموذج انحدار متعدد مقدر بطريقة OLS على بيانات سنويّة Panel. أظهرت نتائجها وجود أثر إيجابي معنوي للتطوّر المالي في النمو الاقتصادي، بينما لا يوجد أثر لكل من الاستثمار والانفتاح التجاري، ومعدل النمو السكاني، والتضخم ومعدل الالتحاق بالمدارس الثانوية في النمو الاقتصادي.

مساهمة البحث

إنّ طبيعة العلاقة بين مؤشرات سيولة الأسواق الماليّة والنمو الاقتصادي لاتزال من المواضيع الجدليّة في الأدبيات النظرية والدّراسات التجريبيّة الاقتصاديّة، فبالرغم من تعدد الدّراسات التي تناولت هذه العلاقة في العديد من الاقتصادات، إلّا انّها لم تُحسم بعد. لذلك قد يشكل هذا البحث رفداً للدراسات السّابقة التي اختبرت هذه العلاقة، فهو يتناول أثر سيولة الأسواق المالية في النمو الاقتصادي لعينة من دول منطقة MENA متضمنةً (سوريّة، لبنان، الأردن، مصر) معاً كـ Panel، وهذا مالم تتناوله الدّراسات السّابقة على حد علم الباحثين. إضافةً إلى أنّ هذا البحث يختلف عن الدّراسات السّابقة كونه اختبر ذلك الأثر خلال الفترة 2010-2018، التي تميزت بالأزمات وحالة من عدم اليقين التي مرت على المنطقة وخاصة على دول العينة.

مشكلة البحث

يتأثر النمو الاقتصادي المستقر، الذي يشكل أحد أهم أهداف السياسة الاقتصاديّة للدول، بمجموعة من المتغيّرات والعوامل الاقتصاديّة والسياسيّة وغيرها؛ ولعل التطوّر المالي متمثلاً بسيولة السوق المالية، من أهم هذه العوامل. من هنا يسعى هذا البحث للإجابة عن التساؤلات الآتية:

١-ما هو أثر معدل الرسملة السوقيّة للأسواق المالية في النمو الاقتصادي لدول العينة المدروسة؟

2- ما هو أثر معدل الدّوران للأسواق المالية في النمو الاقتصادي لدول العينة المدروسة ؟

أهمية البحث وأهدافه

تكمن أهمية البحث في النتائج التي سيتم التّوصل إليها والتي قد تفيد الجهات الرسميّة في دول العينة المدّروسة المنوط بها إدارة وتحليل سيولة السوق، مثل: المصارف المركزيّة، المصارف العاملة فيها، والهيئات التي تدير الأسواق الماليّة؛ في عملية الإدارة الرشيدة لسيولة السوق، وكيفية الاستفادة منها في تحفيز النمو الاقتصادي، من خلال توجيهها نحو القنوات الاستثماريّة الأفضل. انطلاقاً من أهمية هذا البحث، تهدف الدّراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

اختبار أثر سيولة الأسواق الماليّة متمثلةً بمؤشري (الرسملة السوقيّة ومعدل الدّوران) في النمو الاقتصادي في دول العينة المدّروسة، بعد إظهار الإطار النظري لجدلية العلاقة بين تطوّر السوق المالي والنمو الاقتصادي.

فرضيات البحث

[١] تم استبعاد (الجزائر، سورية، ليبيا، السودان، اليمن) بسبب عدم توفر البيانات

من الأسئلة البحثيّة يمكن اشتقاق فرضيات البحث الآتيّة:

١-يوجد أثر لمعدل الرسملة السوقيّة في النمو الاقتصادي في دول العينة المدّروسة.

٢-يوجد أثر لمعدل الدّوران في النمو الاقتصادي في دول العينة المدّروسة.

منهجية البحث

بهدف الإجابة على الأسئلة البحثيّة تم الاستناد إلى دراسة قياسيّة ترتكز على نموذج انحدار متعدد لبيانات Panel السنويّة للمتغيّرات المدروسة، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10، ثم تم تحليل النتائج ومقارنتها مع الدراسات التي تناولت العلاقة بالاستناد إلى الأدبيّات النظريّة المرتبطة بسيولة الأسواق الماليّة والنمو الاقتصادي والعلاقة بينهما.

عينة البحث:

يمثل مجتمع البحث مجموعة دول منطقة الشّرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA)، وبهدف تحقيق الغرض من الدّراسة وتحقيق نوع من التّجانس بين حالات المجتمع المدّروس، تمّ اختيار عيّنة متمثلة بـ (مصر، سوريّة، لبنان، الأردن) باعتبارها تمثل مجموعة من البلدان ذات الاقتصادات الأكثر تنوعاً وفقا لتقرير ESCWA عام 2019، إضافة إلى الروابط الاقتصادية والسياسية والثقافية بين هذه الدول. تمّ استخدام بيانات سنويّة خلال الفترة الممتدة من 2010 وهو العام الذي يعتبر البداية الفعليّة لعمل سوق دمشق للأوراق المالية وحتى 2018، وذلك لتوّفر بيانات لمدة تسع سنوات دون وجود خلل في السّلسلة الزمنيّة.

متغيّرات البحث:

تمّ اختيار المتغيّرات المستخدمة في البحث بالاعتماد على الدّراسات التجريبيّة السّابقة (المولى، 2011؛ خزان، 2014), (Levine and Zervos,1998; Masoud et al. 2012 ; Arogo,2017) التي تناولت موضوع العلاقة بين سيولة الأسواق الماليّة والنمو الاقتصادي، وهي:

المتغيّر التابع

معدل النمو الاقتصادي (RGDP) Economic Growth Ratio: استخدمت العديد من الدّراسات التّجريبيّة السّابقة من بينها (خزان، 2014)،(Arogo, 2017) معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، لقياس مستوى الأداء الاقتصادي. إذ يشير إلى معدل نمو مجموع القيم النّقديّة بأسعار سنة الأساس للسلع والخدمات النهائيّة المنتجة داخل البلد، خلال فترة زمنيّة معينة وغالباً ما تكون سنة. يعبر هذا المتغيّر عن حجم الإنتاج الكلي للاقتصاد، إذ يعتبر مؤشراً هاماً للإنتاج والنمو الاقتصادي، كما يأخذ بالاعتبار آثار التضخم ويعزز من آليات مقارنة الناتج الاقتصادي من عام لآخر.

المتغيّرات المستقلة: لتحديد مدى تطوّر سيولة الأسواق المالية وربطها بمختلف مؤشرات الاقتصاد، اعتمد الاقتصاديون ومن بينهم (Levine and Zervos,1998؛ المولى، 2011؛ Masoud et al. 2012)على مجموعة من المؤشرات منها:

1- معدل الرسملة السوقيّة (MCR) Market Capitalization Ratio :

تُعبر عن حجم السوق المالي، والذي يمثل نسبة القيمة السوقيّة للأوراق المالية المدرجة في السوق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، إذ تعتبر أحد أهم مؤشرات السيولة الماليّة، والتي ترتبط القدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر.

2- معدل الدّوران (TRN) Turnover Ratio:

يُعادل القيمة الكليّة للأسهم المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقيّة للأوراق المالية المدرجة في السوق المالي، ويقيس حجم المعاملات بالنسبة إلى حجم السوق. كما يدل ارتفاع هذا المؤشر إلى كثافة التّداول في سوق الأوراق الماليّة وانخفاض تكاليف إتمام الصفقات.

المتغيّرات الضابطة:

استناداً إلى الأدبيّات النظريّة والدّراسات التّجريبيّة السّابقة الخاصة بالنمو كـ (Arogo, 2017؛ Masoud et al. 2012)، التي أشارت إلى وجود مجموعة من المتغيّرات التفسيريّة المؤثرة في النمو الاقتصادي، سيتم إضافة متغيّرين هما:

1- إجمالي التّكوين الرأسمالي الثّابت (الاستثمار المحلي) Gross Fixed Capital (GFCF) Formation:

يشير هذا المتغيّر إلى حجم الاستثمارات إلى الناتج المحلي الإجمالي، إذ يتكون من مجمل النفقات على زيادة الأصول الثابتة مضافاً إليه صافي التغيّرات في المخزون.

2- معدل التّضخم Inflation Rate (INF):

يتمثل هذا المتغيّر بمعدل التغيّر السنوي لأسعار المستهلك.

بناء نموذج:

لقد اعتمد هذا البحث على بيانات (Panel data) كونها تأخذ في الحسبان أثر تغيّر الزمن (Time effect) وأثر تغيّر الاختلاف بين المقاطع (Individual effect) على حد سواء. إضافة إلى أنّها تتمتع بعدد أكبر من درجات الحريّة وبكفاءة أفضل، مما يؤثر إيجاباً على مقدرات النموذج، كما تحد من مشاكل عدة كمشكلة عدم ثبات التّباين (Heteroscedasticity)، ومشكلة التّعدد الخطي (Multicollinearity). والمقصود بـ (Panel data) هي المشاهدات المقطعيّة (N) كالدول، أو السلع، أو الشركات ... إلخ، المرصودة عبر فترة زمنية معينة (T)، أي دمج البيانات المقطعيّة مع الزمنيّة والحصول على (N*T) مشاهدة (Baltagi, 2021).

ومن منطلق النظريّة الاقتصاديّة، بالإضافة إلى الاعتماد على بعض الدراسات التجريبيّة السّابقة المقدمة في هذا المجال، تمّ بناء النموذج الذي يسمح بدراسة أثر سيولة الأسواق الماليّة في النمو الاقتصادي، وفق معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$RGDP = f(\text{MCR},,\text{TRN}, INF, GFCF)$$

التي تعبّر عنها الصيغة القياسيّة التاليّة:

$$RGDP_{i,t} = a_i + \beta_1 \text{MCR}_{i,t} + \beta_2 \text{TRN}_{i,t} + \beta_3 \text{INF}_{i,t} + \beta_4 \text{GFCF}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أنّ:

$RGDP_{i,t}$: المتغيّر التّابع، يمثل مؤشر النمو الاقتصادي في البلد (i) وفي الفترة (t). a_i: تمثل التأثير الخاص بكل بلد عن طريق حصر محددات النمو الاقتصادي التي لا يمكن حسابها بالمتغيّرات المستقلة المذكورة، β: متجه عامودي للمعلومات المراد تقديرها لكل متغيّر مستقل، $\varepsilon_{i,t}$: متجه عامودي لحد الخطأ العشوائي للبلد (i) في الفترة (t).

يعرض الجدول (1) معلومات تفصيليّة عن المتغيّرات المدّروسة، وطريقة قياسها ومصدر البيانات:

الجدول رقم (1): توصيف متغيّرات البحث ومصدر البيانات[٢]

المتغيّر	رمزه	طريقة القياس	مصدر البيانات	
معدل النمو الاقتصادي	RGDP	$RGDP = \frac{GDP_t - GDP_{t-1}}{GDP_{t-1}}$	مصر، الأردن، لبنان	قاعدة بيانات البنك الدولي
			سورية	قاعدة بيانات المجموعة الإحصائيّة للمكتب المركزي السوري للإحصاء
معدل الرسملة السوقيّة	MCR	$MCR = \frac{\sum N \times P}{GDP} * 100$	التقارير السنويّة المنشورة على المواقع الالكترونيّة لكل من (سوق دمشق، سوق عمّان، سوق بيروت، سوق مصر) للأوراق الماليّة	
معدل الدّوران[٣]	TRN	$TRN = (VT \div MC) \times 100$		
معدل التّضخم	INF	$INF = \frac{CPI_t - CPI_{t-1}}{CPI_{t-1}}$	مصر، الأردن، لبنان	قاعدة بيانات البنك الدولي
			سورية	مصرف سورية المركزي
نسبة إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت	GFCF	$(GFCF \div GDP) \times 100$	مصر، الأردن، لبنان	قاعدة بيانات البنك الدولي
			سورية	قاعدة بيانات المجموعة الإحصائيّة للمكتب المركزي السوري للإحصاء

المصدر: من إعداد الباحثين

اختبارات النموذج وتقدير معلماته

بناءً على اختبارات الاستقراريّة لبيانات Panel، يمكن صياغة نموذج البحث النهائي الذي سيتم تقدير دواله.

1.اختبار استقلاليّة الوحدات Cross-Section Independent Test

من المهم قبل إجراء اختبارات جذر الوحدة، التأكد من استقلاليّة الأفراد (الوحدات) من عدمها، ليصار على أثرها تحديد الجيل الأمثل لاختبار الاستقراريّة. إذ تنقسم اختبارات جذر الوحدة إلى جيلين، بحيث يرتكز الجيل الأوّل على فرضيّة الاستقلالية بين وحدات النموذج، بينما يعتبر الجيل الثاني الارتباطات بين الوحدات كمعلمات، كما تقترح اختبارات هذا الجيل استغلال حركة الوحدات بنفس المسار من أجل تعريف إحصائيات اختبار جديدة Hoyos et al, (2006).

بناءً على ما سبق، سيتم اختبار استقلاليّة الوحدات Cross-Section Independent Test، باستخدام الاختبارين: Pesaran LM، Pesaran CD، ذلك للتحقق من إمكانيّة وجود ارتباط آني بين الوحدات. إذ تنص

[٢] تمّ الاعتماد على المصادر المحليّة بالنسبة إلى سوريّة بسبب عدم توفرها في قاعدة بيانات البنك الدولي.

[٣] VT: القيمة الكليّة للأسهم المتداولة خلال فترة معينة، MC: القيمة السوقيّة للأوراق المالية المدرجة في السوق المالي.

فرضيّة العدم H0 للاختبارات السابقة على وجود ارتباط بين الوحدات وعدم استقلاليتها، بينما تنص الفرضيّة البديلة H1 على عدم وجود ارتباط بين الوحدات. حيث يتم قبول الفرض العدم إذا كانت قيمة Prop أقل من 5%، والعكس إذا كانت قيمة Prop أكبر من 5% لكافة الاختبارات (Hoyos et al, 2006).

2.اختبار جذر الوحدة (Unit Root) – الاستقراريّة

ظهر حديثاً عدد من الاختبارات المطوّرة لتحليل جذر الوحدة لبيانات Panel، وتفوقت على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنيّة الفرديّة، كونها تتضمن بعداً معلوماتيّاً مقطعيّاً وزمنيّاً معاً، والذي بدوره يعطي نتائج أفضل وأكثر دقة. وفي هذا السياق يؤكد كل من Baltagi وKao (1999) بأنّ استخدم القياس الاقتصادي في معطيات Panel يجمع بين أفضل مجالين، هما: معالجة السّلاسل غير المستقرة بمساعدة طرق السّلاسل الزمنيّة، وزيادة عدد المعطيات وقدرة الاختبارات بإضافة البعد الفردي. هناك العديد من اختبارات جذر الوحدة ومن أشهرها:

Δ اختبار (1981) Augmented Dickey Fuller [ADF]& Phillips Perron [PP] (1988)

من أشهر الاختبارات المستخدمة لفحص استقرار السلاسل الزمنية Panel وتحديد درجة تكاملها، وفي كلا الاختبارين يتم اختبار فرضها العدم على وجود جذر وحدة للسلسلة الزمنية، أيّ أنّها غير مستقرة. (Im, Pesaran and Shin, 2003).

Δ اختبار (2002) Levin, Lin and Chu [LLC]

ينبثق من اختبار ديكي فولر الموسع Augmented Dickey Fuller (ADF)، إذ يفترض استقلالية حدود الخطأ في البعد الفردي، وتجانس جذر الانحدار الذاتي. بحيث تكون فرضيّة العدم H0: بيانات (Panel) تحوي جذر وحدة، أيّ أنّها غير مستقرة، والفرضيّة البديلة H1: بيانات (Panel) لا تحوي جذر وحدة، أيّ أنّها مستقرة (Levin, Lin and Chu, 2002).

٣. النماذج الأساسيّة لتحليل بيانات (Panel Data Static)

تأخذ نماذج (Panel Data Static) ثلاثة أشكال رئيسيّة وهي: نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model، الذي يُقدر بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model، المعتمد على طريقة المربعات الصغرى المتضمنة متغيّرات صوريّة Least Squares Dummy Variables (LSDV)؛ نموذج الآثار العشوائيّة Random Effects Model، الذي يتم تقديره بطريقة المربعات الصغرى المعممة Generalized Least Squares (GLS).

مع الإشارة إلى أنّه لا يمكن إجراء التّقدير وفق نموذج الآثار العشوائيّة (Random Effects Model)، وذلك لأن عدد المتغيّرات المستقلّة الداخلة في النموذج يساوي عدد البلدان المدروسة. بناءً عليه، سيتم تقدير معلمات النموذج القياسي بالاعتماد على نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج الآثار الثابتة (FEM)، لتتم المفاضلة فيما بينهما للوصول إلى النموذج الأمثل لدراسة معنويّة أثر المتغيّرات التفسيريّة في النمو الاقتصادي، وذلك باستخدام اختبار (F-Test).

1.التأصيل النظري:

1.1 النمو الاقتصادي:

عرف الاقتصادي Simon Kuznets (1973) النمو الاقتصادي بأنّه: "معدل الزيادة المطّردة طويلة الأجل في القدرة على توفير سلع اقتصاديّة متنوعة بشكل متزايد للسكان، وتستند هذه القدرة المتناميّة على التقدم التكنولوجي والتعديلات المؤسسيّة والهيكليّة التي تتطلبها" (Kuznets, 1973)، كما عرفه الاقتصادي François Perroux (1982) بأنّه: " الزيادة المستمرة لمتغيّر كمي، يعبر عن صافي الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، خلال فترة أو عدة فترات متعاقبة على مدى طويل لبلد ما" (Perroux, 1982).

إنّ السياق التاريخي لتطوّر البحث في النمو الاقتصادي أفرز نظريات عدة، أوّلها النظرية الكلاسيكيّة التي ارتبط اسمها بكل من (Ricardo، Smith،Malthus)، إذ ركزت في بحثها على اكتشاف أسباب النمو طويل الأجل في الدخل القومي. تلتها النظرية النيوكلاسيكيّة للنمو التي اتجهت إلى البحث عن مشاكل النمو قصيرة الأجل، وصولاً إلى نظرية النمو الحديثة أو المعاصرة التي ارتكزت على إسهامات روادها مثل (Romer، وLucas، وBarro).

يعتبر كل من: (الموارد الطبيعيّة، الموارد البشريّة، رأس المال والتكنولوجيا) المصادر الأساسيّة للنمو، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل التي قد تعتبر مؤثرة في عملية النمو مثل (الانفاق الحكومي، التضخم، تطوّر القطاع المالي ..) (Turnovsky et al, 2004).

2.1 مفهوم سيولة الأسواق الماليّة وأهميتها:

إنّ التطوّرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي استلزمت التوسع في وسائل الدفع والعمل على إيجاد أشكال متعددة تؤدي وظائف النقود، ولم يعد الأمر مقتصراً على المفهوم الضيق (النقود والودائع تحت الطلب) بل توسع ليشمل وسائل دفع توفر السيولة للوحدات الاقتصاديّة خارج نطاق المفهوم الضيق، وقد كان هذا التوسع انعكاساً لهيكل تمويل تلك الوحدات. لذا أصبح مفهوم السيولة أكثر من مجرد سيولة نقديّة، واستخدم على نطاق واسع في الأدبيات الماليّة، وتحديداً في سياقي الملاءة الماليّة وقابلية التسويق. إذ تشير الملاءة الماليّة إلى قدرة الشركات على تسوية التزاماتها في الوقت المناسب وهذا ما يعرف بـ "سيولة التمويل"، بينما تشير قابلية التسويق إلى سهولة تحويل الأصول كالأوراق الماليّة إلى نقد، أو تداول الأصول الماليّة في السوق، وهذا ما يعرف بـ "سيولة السوق"(Muktiyanto, 2015).

يعد مفهوم السيولة متعدد الأبعاد، إذ يشير بشكل عام إلى القدرة على تنفيذ عدد كبير من الصفقات بسرعة وبتكلفة منخفضة (Kennedy, 2015). كذلك أشار Khaliq إلى أنّ سيولة السوق تتمثل في قدرة المستثمرين على تداول الأوراق الماليّة (بيعاً أو شراءاً) في السوق بسهولة، بالإضافة إلى قدرتهم على تحويل الأصول إلى نقد سائل بالأسعار المتفق عليها دون تحقيق خسائر (Khaliq, 2013).

يوفر السّوق المالي ذو السيولة العالية أدوات مالية يمكن بيعها بسهولة مع انخفاض تكلفة تسييلها، كما أنّه يقلل من المخاطرة في الاستثمار طويل الأجل، من خلال تقاسم وتوزيع المخاطر، ذلك بإتاحة الفرص أمام المستثمرين لتنويع محافظهم الماليّة. وعليه كلما كان السوق المالي ذو سيولة عالية، كلما كان أكثر قدرة على تحقيق رسالته في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة، إذ كلما زادت السيولة في السوق زاد تخصيص رأس المال لاستخدامه بفعاليّة، الذي بدوره يؤثر على الاستثمار في المدى الطويل (Panshak et al, 2016). كما تسمح سيولة السوق المالي للمدخرين ببيع أوراقهم الماليّة بسهولة، ما يتيح للشركات تكوين رأس المال بشروط مواتيّة لمتطلباتهم (Khaliq, 2013). بالإضافة إلى انّ السيولة تقلل من التكاليف التي يتكبدها المستثمرون من خلال تضييق نطاق تقلبات الأسعار من ناحية، وإتاحة المجال للمستثمرين بالدخول والخروج مع تجنب حدوث انخفاض في قيمة الأصل الحقيقيّة من ناحية أخرى؛ الأمر الذي يؤدي إلى استقرار السوق وزيادة ثقة المستثمر فيه (Khatibi et al, 2013). إنّ الآلية

التي يساهم فيها السوق المالي من خلال قنواته في تحريك عجلة النمو الاقتصادي، أثارت جدلاً واسعاً بين الاقتصاديين، مما أدى إلى ظهور اتجاهات مختلفة لتفسير تلك العلاقة.

3.1جدليّة العلاقة بين التطوّر المالي والنمو الاقتصادي في ظل الأدبيات النظريّة:

بحثت العديد من الأدبيات الاقتصاديّة في العلاقة بين تطوّر القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وتمخضت عنها اختلاف في الرؤية حول طبيعة مساهمة تطوّر القطاع المالي في النمو الاقتصادي. إذ صنفت تلك الأدبيات العلاقة بين تطوّر القطاع المالي بمختلف مكوناته والنمو ضمن ثلاث مجموعات، وذلك بحسب اتجاه العلاقة بينهما:

1.3.1 فرضيّة الطلب التابع (Demand-Driven hypothesis):

يعتقد العديد من الاقتصاديين أمثال Robinson(1952) ، Kuznet (1955)، و(1997) Singh أنّ النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطوّر المالي. بمعنى أنّ النمو المتحقق في القطاع المالي هو استجابة لنمو القطاعات الاقتصاديّة، إذ إنّ التطوّر الحاصل في هذه القطاعات نتيجة للتقدم التكنولوجي أو لارتفاع كفاءة العمل سيدفع باتجاه زيادة الطلب على الخدمات الماليّة، مما يقود إلى تطوّر المؤسسات الماليّة وبالتالي نمو القطاع المالي. فبحسب رأي Robinson (1952) القائل "where enterprise leads finance follows" بمعنى أنّ التمويل يُقاد من خلال المؤسسة أو المنشأة. إذ أنّ النمو الاقتصادي يحفز الطلب على الخدمات والمنتجات الماليّة، مما يؤدي إلى نمو المؤسسات الماليّة بقصد تلبية القطاع المالي لنمو هذا الطلب.

بدوره يؤكد Kuznet (1955) صحة ما جاء به Robinson، إذ أشار إلى أنّ الأسواق الماليّة لا تبدأ في النمو إلا عندما يبدأ الاقتصاد بالاقتراب من مراحل متقدمة في عملية التنمية، وتتطوّر هذه الأسواق عندما ينتعش النشاط الاقتصادي الكلي أي عندما يصل إلى مرحلة النضج في النمو. لذا وفقاً لـ Kuznet فإن اتجاه السببيّة يكون من النمو الاقتصادي إلى التطوّر المالي وليس العكس (Luintel et al, 1998).

في السياق نفسه يرى Singh بأنّ النظام المالي غير ناجع في عملية التنمية، بل أكثر من ذلك، إذ اعتبر أنّ تطوّر الأسواق الماليّة قد يعيق النمو الاقتصادي في الأجل الطويل. مرجعاً ذلك لعدة أسباب منها: التذبذب العالي (Volatility High) في عملية التسعير في الأسواق الماليّة يضعف من كفاءتها في تخصيص الاستثمار وبالأخص في البلدان النامية، تفاعل سوق العملات مع سوق الأسهم قد يؤدي إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي في أعقاب الصدمات الاقتصاديّة، السلوك الكبحي للنظام البنكي (Group-Banking) بمعنى أنّ تطوّر الأسواق الماليّة قد يقلل وجود مجموعة الأنظمة البنكيّة (Singh, 1997).

2.3.1 فرضيّة العرض القائد (Supply-Leading hypothesis):

ظهرت أفكار هذه الفرضيّة لدى مجموعة من الاقتصاديين، أبرزهم Bagehot إذ تمثل أفكاره التي طرحها في كتابه (A description of the money market) سنة 1873 أولى بدايات ربط النمو الاقتصادي بالتمويل، إذ وجد أنّ تطوّر السوق المالي في بلد ما يمكن أنّ يحفز تدفق رأس المال إليه بحثاً عن فرص استثمارية ذات عوائد عالية، وما يترتب على ذلك من اقتصاديات الحجم (Bagehot, 1873).

Joseph Schumpeter سلط الضوء أيضاً على أهمية الدور الذي يلعبه القطاع المالي في النمو الاقتصادي من خلال كتابه (the theory of economic development) الذي نشره سنة 1934. إذ أكد على أنّ الوساطة الماليّة تلعب دوراً هاماً في عملية النمو الاقتصادي، من خلال رفع معدلات إنتاجيّة رأس المال وتعزيز النمو للخدمات التي يقدمها القطاع المالي المتقدم، ويؤكد بأنّ النُظم الماليّة تلعب دوراً حاسماً في تعزيز الابتكار التكنولوجي والنمو

الاقتصادي من خلال خدماتها الرئيسيّة كـ (تعبئة المدخرات، مراقبة المدراء، تقييم المشروعات الاستثماريّة، وإدارة المخاطر وتحجيمها وتيسير المعاملات). مماسبق بيّن Schumpeter أنّ الوسطاء الماليين يحفزون النمو من خلال تخصيص وتوجيه المدخرات نحو المشاريع المبتكرة، أي من خلال الاستخدام الأمثل للموارد، وأنّ القطاع المصرفي يساعد في عملية التطوّر الاقتصادي عن طريق زيادة عرض النقد وتقديم الائتمان، الذي بدوره يؤدي إلى زيادة الاستثمارات وتكوين رأس المال (Schumpeter, 1934).

في السياق التاريخي لتطوّر البحث في هذه الفرضيّة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، فإنّ عقد الأربعينات ولغاية النصف الأول من عقد الخمسينات، قد شهد خبواً في هذا المجال. ليعود الاهتمام بهذه العلاقة على يد مجموعة من الاقتصاديين أبرزهم:{(1969) Hicks , (1955) Gurly and Shaw} .

تعتبر أعمال كل من (1955) Gurly and Shaw التي تمّ نشرها من خلال كتابهما " Financial Aspects of Economic Development" أحد أهم المحاولات لوضع الأسس النظريّة لدور الأسواق الماليّة في النمو الاقتصادي. إذ وجدا أنّ القدرة التمويليّة تكون مقيدة في حالة عدم توفر أسواق مالية متطوّرة قادرة على التنسيق بين المدخرين والمستثمرين، حيث عرض الائتمان هو أقل من المستوى المطلوب، وأكدا أنّ الأسواق الماليّة المتطوّرة ترفع من القدرة التمويليّة للمستثمرين، إذ يمكن للمستثمر الحصول على الموارد الماليّة اللازمة لمشاريعه، وبما يتناسب مع حجمها وطبيعتها. عارض Gurly and Shaw أفكار Schumpeter الذي اعتبر أنّ تطوّر القطاع المالي يعزز النمو الاقتصادي من خلال الاستخدام الأمثل للموارد الماليّة المتاحة، بينما أكدا على أنّ الأسواق الماليّة تعزز من النمو الاقتصادي من خلال زيادة تراكم رأس المال المادي (Gurly et al, 1955).

في السياق نفسه، أكد Hicks (1969) على أنّ الشرط الأساسي لتطبيق الابتكارات التكنولوجيّة هو توفر الأسواق الماليّة السائلة، إذ تقوم هذه الأسواق بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع الكبرى. إذ يرى أنّ الأسواق الماليّة السائلة تقلّل من المخاطر المرتبطة بالسيولة، من خلال تنويع محافظها الاستثماريّة أو إعادة تخصيص رأس المال. كما أنّها توفر أصولاً مالية يمكن بيعها بسهولة مع انخفاض تكلفة تسييلها، وبالتالي تشجع المستثمرين على الاستثمارات طويلة الأجل ذات المردود العالي (Hicks, 1969). بناءً على ما سبق، فإنّ المساهمات التي طرحها رواد هذه الفرضيّة وعلى رأسهم Bagehot (1873) و Schumpeter (1934) تؤكد على الدور الهام للوسطاء الماليين في توفير التمويل الضروري والمحفز للنمو الاقتصادي، وعلى أهمية العلاقة بين الأسواق الماليّة كإحدى مكونات القطاع المالي والنشاط الاقتصادي.

3.3.1 فرضيّة السببيّة ثنائيّة الاتجاه (Feedback hypothesis):

إنّ الجدل القائم حول تحديد اتجاه السببيّة بين تطوّر القطاع المالي والنمو الاقتصادي، فرز اتجاه ثالث تبناه العديد من الاقتصاديين وهو السببيّة الثنائيّة بين التطوّر المالي والنمو الاقتصادي وعلى رأسهم Hugh Patrick. إذ أشار Patrick في مقاله " Financial Development and Economic " سنة (1966) إلى أنّ اتجاه السببيّة بين التطوّر المالي والنمو الاقتصادي يتغير خلال مراحل التنمية. فمن وجهة نظره التطوّر المالي له دور كبير في النمو الاقتصادي، ولكن مسار هذه العلاقة يتغير ويتطوّر. إذ يدفع التطوّر المالي عجلة النمو الاقتصادي خلال المراحل الأولى من عملية التنمية، إلى أنّ يصل إلى المستوى المطلوب ويأخذ مكانه في الاقتصاد، حينئذٍ يصبح العرض الذي كان المحرك الرئيسي أقل أهمية ويستبدل بالطلب، ليبدأ دور النمو في القطاعات الاقتصاديّة بتحفيز التطوّر المالي من خلال زيادة الطلب على الخدمات الماليّة (Patrick, 1966).

اعتمد Patrick في تفسيره لهذه العلاقة على فرضيتين أساسيتين، أوّلهما يتعلق بالعرض القائد، وذلك باعتبار أنّ التطوّر المالي يقود النمو الاقتصادي من خلال العديد من القنوات أبرزها: (الأسواق الماليّة المتطوّرة عاليّة السيولة، المساهمة بتحويل المدخرات من القطاعات الأقل إنتاجيّة نحو القطاعات الأكثر فعاليّة). بينما تتعلق الفرضيّة الثّانية بالطلب التابع، أي أنّ التطوّر المالي يتبع النمو الاقتصادي، إذ تشير هذه الفرضيّة إلى أنّ النمو يحث على التوسع في المزيج المالي (المؤسسات الماليّة، عرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها) استجابة للطلب من قبل المستثمرين، وهذا ما يزيد من كفاءة تخصيص رأس المال والإنتاجيّة (Patrick, 1966).

2.نتائج اختبارات النموذج:

١.٢ نتائج اختبارات استقلاليّة الوحدات

يُوضح الجدول رقم (2)، أنّ النتائج المتّحصل عليها بعد تطبيق اختبارات استقلاليّة الوحدات تشير إلى رفض الفرضيّة العدم، وقبول الفرضيّة البديلة التي تنص على استقلاليّة الوحدات وعدم ارتباطها، نظراً لأن القيمة الاحتماليّة Prop للاختبارات أكبر من 5%. وعليه سيتم الاعتماد على اختبارات جذر الوحدة الخاصة بالجيل الأوّل والقائمة على فرضيّة الاستقلاليّة بين الوحدات، بحيث سيقتصر البحث على ثلاثة اختبارات لغرض الكشف عن استقراريّة بيانات Panel المتمثلة بـ: (Levin, Lin & Chu، ADF – Fisher Chi-square، PP – Fisher Chi-square).

الجدول رقم (2): نتائج اختبارات استقلاليّة الوحدات Cross-Section Independent

Cross-sectional independence test for panel data		
Null hypothesis: Cross-sectional independence		
Test	Statistic	Prob.
Pearsan LM Normal	٠.٦٧١٧٥٨	0.5017
Pearsan CD Normal	-٠.٦٠٦٠٩٥	0.5445

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10

٢.٢ نتائج اختبارات استقراريّة وسكون Panel

يوضّح الجدول (٣) ملخص نتائج الاختبارات المُطّبقة لدراسة استقراريّة بيانات Panel، والتي تشير إلى عدم وجود جذر الوحدة على مستوى المتغيّرات المدروسة، أيّ استقرار هذه المتغيّرات عند المستوى (Level) نظراً لأن قيمتها الاحتماليّة عند معظم الاختبارات أصغر من 5%. وبالتالي رفض الفرض العدم بوجود جذر وحدة (المتغيرات غير مستقرة عند المستوى)، وقبول الفرض البديل بعدم وجود جذر وحدة أيّ أنّ كافة المتغيّرات مستقرة عند المستوى I(0).

الجدول رقم (٣): نتائج اختبارات استقراريّة السلاسل الزمنيّة للمتغيّرات[٤]

variable	Level	LLC		ADF		PP		درجة الاستقراريّة
		Coef	Prop	Coef	Prop	Coef	Prop	
GDP	Individual							I(0)

[٤] تمّ الحكم على استقراريّة سلاسل المتغيّرات بتطابق نتائج الاختبارات الثلاثة المطبقة (LLC، PP، ADF) عند مستوى معنويّة ٥%، بالاعتماد على فترات إبطاء مناسبة.

	intercept	0.05823	0.5232	7.05211	0.5310	16.3906	0.0371	مع ثابت وميل
	Individual intercept and trend	−20.779	0.0000	33.5829	0.0000	41.0375	0.0000	
	None	−2.8784	0.0020	17.3248	0.0269	29.5610	0.0003	
TRN	Individual intercept	−2.5124	0.0060	16.8951	0.0312	23.1210	0.0032	I(0) مع ثابت وميل
	Individual intercept and trend	−5.8434	0.0000	19.1910	0.0139	24.5047	0.0019	
	None	−2.57654	0.0050	13.9032	0.0843	14.8604	0.0619	
MCR	Individual intercept	−2.4337	0.0075	23.8236	0.0025	29.2370	0.0003	I(0) مع ثابت وميل
	Individual intercept and trend	−6.1437	0.0000	20.0826	0.0100	44.8258	0.0000	
	None	−6.48150	0.0000	23.4500	0.0028	25.0362	0.0015	
INF	Individual intercept	−3.1194	0.0009	13.9386	0.0834	13.6279	0.0920	I(0) بدون ثابت وميل
	Individual intercept and trend	−3.6223	0.0001	6.92183	0.5451	5.68311	0.6827	

	0.0002	29.7945	0.0001	31.5794	0.0000	-4.0493	None	
I(0) بدون ثابت وميل	0.0093	20.2917	0.0949	13.5305	0.0000	-4.6869	Individual intercept	GFCF
	0.7116	5.42261	0.9494	2.74363	0.1685	-0.9599	Individual intercept and trend	
	0.0021	24.2293	0.0008	26.5541	0.0012	-3.03660	None	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10

إذاً وبناءً على النتائج المتّحصل عليها، اختبارات الاستقراريّة التي بيّنت أنّ السّلاسل الزمنيّة للمتغيّرات مستقرة عند المستوى، سيتم الاعتماد على تقديرات نماذج Panel Static كونها تعطي نتائج جيدة في هذه الحالة.

٣.2 نتائج تقدير نموذجي الآثار الثابتة و الانحدار التجميعي، اختبار F

يوضح الجدول (٤) نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج الآثار الثابتة (FEM)

الجدول رقم (٤): نتائج تقدير نموذجي (PRM) و (FEM)

Dependent Variable: RGDP Method: Panel Least Squares Sample: 2010 2018				
Variable	**نموذج الانحدار التجميعيPRM**		**نموذج الآثار الثابتة FEM**	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
TRN	-0.005109	0.7301	-0.080648	**0.0221**
MCR	0.003514	0.6862	0.101647	**0.0016**
INF	-0.116346	0.5190	-0.350461	**0.0449**
GFCF	0.011867	0.7359	0.034018	0.4305
C	-0.260173	0.6563	-2.806839	**0.0056**
R-squared	0.029721		**0.346019**	
Adj. R-squared	-0.095476		**0.182523**	
D-W stat	1.093736		**1.505657**	
خصائص البلدان في نموذج FEM				

سورية	الأردن	لبنان	مصر
2.266043	−3.666049	−0.584775	1.984781

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10

للمفاضلة بين النموذجين لاختيار النموذج الأمثل الذي يمكن تبنيه في هذا البحث، سيتم الاعتماد على نتائج اختبار F Testعند مستوى دلالة 5% الموضحة في الجدول (5):

الجدول رقم (5): نتائج اختبار F Test

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	4.514057	(3,28)	0.0105
Cross-section Chi-square	14.202165	3	0.0026

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10

يُلاحظ من نتائج اختبار F Test رفض الفرضيّة العدم (نموذج الانحدار التجميعي) وقبول الفرضيّة البديلة (نموذج الآثار الثابتة)، إذ كانت القيمة الاحتماليّة للاختبار أصغر من 5%، وبالتالي يكون نموذج الآثار الثابتة FEM هو النموذج الأمثل لتقدير معلمات نموذج الدّراسة.

٤.٢ اختبارات جودة النموذج المقدّر

1.4.2 اختبارات التّوزيع الطبيعي، الارتباط الذاتي، ثبات التباين

يُعتبر خضوع سلسلة البواقي للتوزيع الطبيعي وعدم وجود ارتباط ذاتي في سلسلة البواقي، بالإضافة إلى ثبات التّباين (تجانس) البواقي من خصائص النموذج الجيّد، يوضح الجدول (6) نتائج هذه الاختبارات:

الجدول رقم (6): نتائج اختبارات التّوزيع الطبيعي، الارتباط الذاتي، ثبات التباين

Test	Jarque-Bera	White	Breusch-Pagan LM	Pesaran scaled LM	Pesaran CD
Statistic	0.446139	Chi-sq = 165.6443	7.210026	0.349305	−1.214373
Prob	0.800059	0.1809	0.3019	0.7269	0.2246

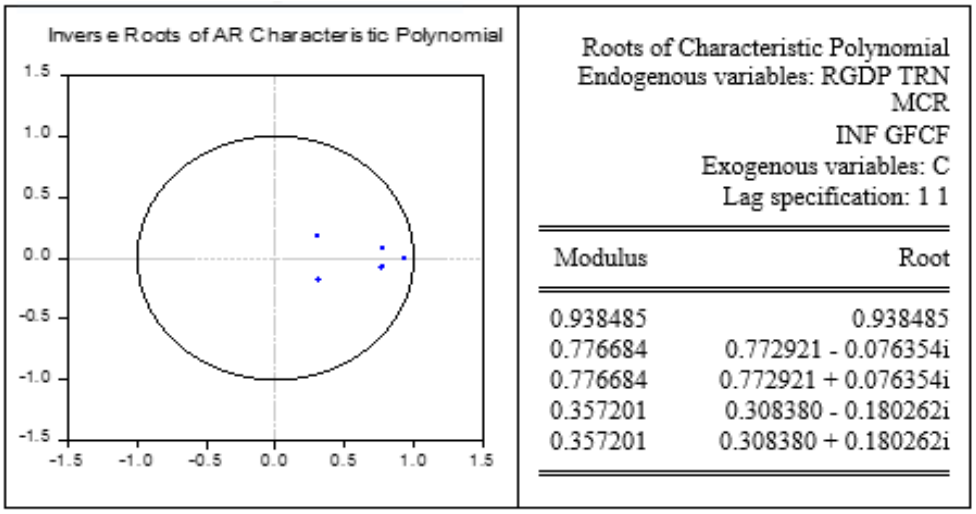
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10

يُلاحظ من الجدول (6) أنّ بيانات سلسلة البواقي تتبع التّوزيع الطبيعي، وهذا ما تؤكده القيمة الاحتماليّة لاختبار Jarque-Bera إذ كانت أكبر من 5%، كما توضح القيمة الاحتماليّة لاختبار White قبول فرض العدم الذي ينص على ثبات التّباين بين البواقي حيث كانت أكبر من 5%. أخيراً تظهر نتائج الجدول (6) عدم وجود ارتباط ذاتي في سلسلة البواقي، إذ كانت القيم الاحتماليّة للاختبارات Breusch-Pagan LM، Pesaran scaled LM و Pesaran CD أكبر من 5%.

2.4.2 اختبار استقراريّة البواقي

يتضح من الشكل (1) أنّ بواقي النموذج تحقق شرط الاستقراريّة، إذ أنّ جميع الجذور تقع في داخل أو محيط دائرة واحدة، كذلك يظهر الجدول أنّ جميع معاملات جذر الوحدة هي أصغر من الواحد الصحيح، مما يؤكد نتيجة الاستقراريّة.

الشكل رقم (1): نتائج اختبار استقراريّة البواقي



Roots of Characteristic Polynomial
Endogenous variables: RGDP TRN MCR INF GFCF
Exogenous variables: C
Lag specification: 1 1

Modulus	Root
0.938485	0.938485
0.776684	0.772921 - 0.076354i
0.776684	0.772921 + 0.076354i
0.357201	0.308380 - 0.180262i
0.357201	0.308380 + 0.180262i

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews10

النتائج والتوصيات:

وفقاً للجدول (4) المتضمن نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العاديّة OLS، سيتم صياغة النموذج القياسي للبحث الذي يتضمن متغيّرات الدّراسة وفق الآتي:

$$RGDP = -2.806839 - 0.080648\ TRN + 0.101647\ MCR - 0.350461\ INF + 0.034018\ GFCF$$

- عند مستوى دلالة 1%، معامل المتغيّر MCR والممثل بمعدل الرسملة السوقيّة معنوي وبإشارة موجبة، حيث كانت القيمة الاحتماليّة لاختبار معنويّة المعامل أقل من 1%. أيّ هناك علاقة طردية بين معدل الرسملة السوقيّة والنمو الاقتصادي، وعليه فإنّ زيادة في معدل الرسملة السوقيّة بمقدار 1% ستؤدي إلى زيادة في معدل النمو الاقتصادي بحوالي 10%. **بناءً على ما سبق، نستطيع قبول الفرضيّة البحثيّة الأولى بأنّ معدل الرّسملة السوقيّة يؤثر في النمو الاقتصادي في دول العيّنة المدّروسة.**
- عند مستوى دلالة 5%، معامل المتغيّر TRN والممثل بمعدل الدّوران معنوي وبإشارة سالبة، حيث كانت القيمة الاحتماليّة لاختبار معنويّة المعامل أقل من 5%. أيّ هناك علاقة عكسيّة بين معدل دوران الأسهم والنمو الاقتصادي، وبالتالي فإن زيادة في معدل الدّوران بمقدار 1% ستؤول إلى انخفاض في معدل النمو الاقتصادي بنسبة 8%. **بناءً على ما سبق، نستطيع قبول الفرضيّة البحثيّة الثانيّة بأنّ معدل الدّوران يؤثر في النمو الاقتصادي في دول العيّنة المدّروسة.**

بالإضافة لما سبق، تمّ إدخال معدلي التّضخم وإجمالي التّكوين الرأسمالي الثابت كمتغيّرات ضابطة، ذلك لمعرفة فيما إذا كان لهما أثر معنوي في معدل النمو الاقتصادي في دول العيّنة المدّروسة أم لا. إذ أظهرت النتائج أنّ معامل المتغيّر GFCF والممثل بمعدل إجمالي التّكوين الرأسمالي الثابت غير معنوي وبإشارة موجبة، إذ كانت القيمة

الاحتماليّة أكبر من 5%. بينما كان معامل INF والممثل بمعدل التّضخم معنوي وبإشارة سالبة، أيّ أنّ زيادة في معدل التّضخم بمقدار 1% ستؤدي إلى انخفاض في معدل النمو الاقتصادي بمقدار 35%.

أمّا فيما يتعلق بتأثيرات خصائص دول العينة، فقد تباينت نتائج هذه التأثيّرات باختلاف الدّول، إذ كانت سالبة في الأردن ولبنان بينما كانت إيجابيّة في سورية ومصر، ويعزى ذلك الاختلاف إلى خصوصيّة كل دولة.

تحليل النتائج

توصل هذا البحث إلى وجود أثر إيجابي لسيولة الأسواق الماليّة مقاسةً بـ (معدل الرسملة السوقيّة) في معدل النمو الاقتصادي في دول العيّنة المدّروسة، هذه النتيجة جاءت متسقة مع النظريّة الاقتصاديّة، وداعمة لفرضيّة العرض القائد التي تنص على أنّ التطوّر المالي هو الذي يسبب النمو الاقتصادي؛ بالإضافة إلى أنّ هذه النتيجة اتفقت مع نتائج دراسة كل من (Nwagu,2020; Spanos et al,2018). إنّ هذا الأثر الإيجابي، يمكن أنّ يعكس الارتفاع المتذبذب لحجم الأسواق المالية لدول العينة، باستثناء بورصة عمّان، حيث ارتفع حجم السوق المالي لكل من (مصر، دمشق) بين عامي 2011 و٢٠١٧ بنسبة 58% و٢٠٠% على الترتيب؛ كما ارتفع حجم سوق بيروت للأوراق المالية بين عامي 2012 و٢٠١٦ بنسبة ٧.٨%. (سوق دمشق، بيروت، مصر للأوراق المالية، ٢٠١٨).

بينما أظهرت النتائج وجود أثر سلبي لسيولة الأسواق الماليّة مقاسةً بـ (معدل الدّوران) في النمو الاقتصادي في دول العيّنة المدّروسة، وبالرغم من عدم اتساق هذه النتيجة مع معطيات النظريّة الاقتصاديّة، إلّا أنّها تقاطعت مع نتائج بعض الدّراسات. إذ اتفقت مع نتائج دراسة كل من (Nwagu,2020; Spanos et al,2018) التي وجدت أثر سلبي لمعدل الدّوران في النمو الاقتصادي. يمكن تفسير هذا الأثر السلبي نتيجة الأزمات التي مرّت بها دول العينة والتي أثرت بشكل سلبي على القطاعات الاقتصاديّة كافة، بما فيها القطاع المالي. حيث ارتفعت تكاليف الصفقات (كالرسوم والضرائب، وعمولات السمسرة) مما أدى إلى احجام المستثمرين عن الاستثمار في الأسواق الماليّة لدول العينة وبالتالي انخفاض حجم التّداول فيها، كما سيطر السلوك المضاربي للمستثمرين بشكل عام على النشاط في هذه الأسواق، وذلك بقصد تحقيق الربح السريع دون النظر إلى الاستثمار. وهو ما تمّ ملاحظته من خلال ارتفاع معدل دوران الأسهم لكل من سوق (عمّان ودمشق) بين عامي 2012 و٢٠١٨، بنسبة 40%، 34% على الترتيب؛ كما ارتفع معدل دوران الأسهم في سوق بيروت بنسبة ٢٠٦% بين عامي ٢٠١١ و٢٠١٧. (سوق دمشق، بيروت، عمّان للأوراق المالية، ٢٠١٨).

توصل البحث أيضاً إلى وجود أثر سلبي لمعدل التّضخم في النمو الاقتصادي في دول العيّنة المدّروسة، وهذه النتيجة تتسق مع النظريّة الاقتصاديّة، إذ يرى Tobin بأنّ التّضخم سيعيق عملية النمو الاقتصادي وذلك نتيجة زيادة تكلفة رأس المال، مما يخفض معدل التّراكم الرأسمالي. بالإضافة إلى أنّها اتفقت مع العديد من الدّراسات التّجريبيّة ومن بينها دراسة (Arogo, 2017) التي توصلت إلى أثر سلبي في النمو الاقتصادي في كينيا. كما تبيّن النتائج عدم وجود أثر معنوي لإجمالي التّكوين الرأسمالي الثابت في النمو الاقتصادي، وهذا ما يتفق مع دراسة (Masoud et al, 2012) التي توصلت إلى عدم وجود أثر للاستثمار المحلي المُعبّر عنه بإجمالي التّكوين الرأسمالي الثابت في النمو الاقتصادي على عينة مكونة من 37 من البلدان الناشئة.

التوصيات:

i. نتيجةً لأهميّة الدور الذي يؤديه معدل الرسملة السوقيّة في تحفيز النمو الاقتصادي، يجب على بورصات دول العينة أنّ تتوجّه لزيادة عدد الشّركات المدرجة فيها، لما لها من مزايا عدة. إذ تتيح الأسواق

المالية لهذه الشّركات فرص عدة للحصول على التمويل بطرق سريعة ومصادر متعددة وبأقل التكاليف، كما تساهم زيادة الإدراج في تعدد فرص الاستثمار وتنوعها، وتزيد من إمكانيّة تنوع المخاطر؛ الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع متوسط إنتاجيّة رأس المال، وبالتالي ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي.

ii. يجب أنّ يكون هناك مراجعة تخفيضيّه لهيكل تكاليف الصفقات، بالإضافة إلى تطبيق أنظمة تداول إلكترونيّة متطورة لما تحققه من وفورات في التكاليف وتسهل عمليات التّداول العابرة للحدود، مما يساهم في زيادة عدد الصفقات المنفذة وارتفاع حجم التّداول، وبالتالي انخفاض معدل دوران الأسهم الأمر الذي يحفز عجلة النمو الاقتصادي.

iii. يمكن للباحثين في المستقبل توسيع الدّراسة الحاليّة، لدراسة أثر سيولة الأسواق الماليّة في النمو الاقتصادي في دول أخرى، وإجراء مقارنة لمعرفة كيفية واختلاف تأثير هذه العوامل بين الدّول المختلفة.

المراجع

أوّلاً: المراجع العربيّة

1. خزان، عبد الحفيظ. (2014). **تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي، دراسة سوق عمّان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013**. رسالة لنيل درجة الماجستير في العلوم الاقتصاديّة. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: الجزائر.

2. المولى، إيمان. (2011). *مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق الماليّة وأثرها في النمو الاقتصادي*. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية. **23**، 117–129.

ثانياً: المراجع الأجنبيّة

1. Arogo,O. (2017). ***The relationship between Stock Market Liquidity and Economic Growth in Kenya****. University of Nairobi.*

2. Bagehot, W. (1873). ***Lombard Street, A description of the money market****. Banking, finance. London: Henry S. King and Co.*

*3. Baltagi, B. (2021).**Econometric Analysis of Panel Data**. (6 thed), Springer Texts in Business and Economics. USA.*

*4. Gurley G. J, Shaw S. E. (1955). Financial Aspects of Economic Development. The American Economic Review, **Vol. 45**, No. 4, pp. 515-538*

5. Hicks. R. (1969). ***A Theory of Economic History****. Oxford: Clarendon Press.*

6. Hoyos, R; Sarafidis, V. (2006). Testing for Cross-sectional Dependence in Panel Data Models. Stata Journal. pp. 1-13.

7. Kennedy, M; Shemirani,M. (2015). Global financial markets liquidity study.

8. Khaliq, S. (2013). The Impact of Stock Market Liquidity on Economic Growth in Jordan. European Journal of Business and Management. Pp. 154-158.

9. Khatibi, S; Noori,M. (2013). The impact of liquidity and transparency in the financial markets: A case study in Tehran stock exchange. European Online Journal of Natural and Social Sciences. PP. 109-115.

*10. Kuznets, Simon. (1973). Modern Economic Growth: Findings and Reflection. The American Economic Association.**Vol.63**, pp.247-258.*

11. Levin. A, Lin .C-F and Chu. C, (2002). ***Unit root test in panel data: Asymptotic and finite sample properties****. Journal of Econometric 108*

*12. Luintel, B; Khan, M. (1999). a quantitative reassessment of the finance–growth nexus: evidence from a multivariate VAR. Journal of Development Economics, **Vol. 60**, pp 382.*

*13. Masoud, N; and Hardaker, G. (2012). The impact of financial development on economic growth Empirical analysis of emerging market countries. Studies in Economics and Finance. **Vol.9**, 148-173.*

14. Muktiyanto, I. (2015). Determinant Factors of Market Liquidity in the Indonesian Equity Market, Victoria University.

15. Nwagu, E. (2020). Research on the Impact of Stock Market Development on Real Economic Growth in Nigeria. Saudi Journal of Economics and Finance. PP. 471-480.

16. Panshak,Y ; Shingil,M. (2016). Capital Market Liquidity and Economic Growth in Nigeria: An Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Approach. IOSR Journal of Economics and Finance. Pp. 08-16.

*17. Patrick. H. (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, Economic Development and Cultural Change, **Vol. 14**, No. 2, pp. 174-189.*

*18. Perroux, F. (1982). **Dialogue des monopoles ET des nations: équilibre ou dynamique des unités actives?** Grenoble, Presses Universitaires de Grenoble.*

*19. Pietak, L. (2014). Review of Theories and Models of Economic Growth. Comparative Economic Research, **Volume 17**.*

*20. Schumpeter. J, A. (1934). **The theory of Economic Development; An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle**. Harvard University Press, Cambridge.*

*21. Singh, A. (1997). Financial liberalization of stock markets and economic development. The Economic Journal, **Vol: 107**, pp: 771-782.*

22. Spanos,K ;Asteriou, D. (2018). The relationship between financial development and economic growth during the recent crisis: Evidence from the EU. Finance Research Letters, pp.1-8.

*23. Turnovsky, S; Dowrick;S and Pitchford,R. (2004). **Economic Growth and Macroeconomic Dynamics: Recent Developments in Economic Theory**.*

24. Ucak, A. (2015). Adam Smith: The Inspirer of Modern Growth Theories. Procedia - Social and Behavioral Sciences, pp. 663 – 672.

*25. Zervos, S; Levine, R. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth, the American Economic Review, **Vol. 88**, pp. 537-558.*

ثالثاً: التقارير والمواقع الالكترونية

- التقارير الصادرة عن الأسواق المالية لكل من سورية، الأردن، لبنان، مصر 2010–2018
- تقرير آفاق الاقتصاد العربي –التطوّرات الاقتصادية الدوليّة، صندوق النقد العربي (2018)
- تقرير اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، النشرة السابعة والثلاثون، (٢٠١٩)