مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (٤) العدد (١) ٢٠٢٠
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (٤) No. (١) ٢٠٢٠

تكامل الأسواق المالية وأثره في النمو الاقتصادي
(دراسة تجريبية على مجموعة من دول شرق المتوسط سورية، الأردن، لبنان، تركيا)

د. رضوان العمّار *
د. ريم محمود **
بشرى علي ***

(تاريخ الإيداع ٢٧ / ١٠ / ٢٠٢٠. قُبِل للنشر في ٣٠ / ١ / ٢٠٢٠)

□ ملخّص □

هدفت هذه الدراسة إلى قياس درجة التكامل بين الأسواق المالية لمجموعة من دول شرق المتوسط هي: (سورية، الأردن، لبنان، تركيا)، ودراسة أثر مستوى هذا التكامل في النمو الاقتصادي خلال المدَّة (٢٠١٠-٢٠١٨م)، باستثناء سورية خلال المدَّة (٢٠١٠-٢٠١٧م). جرى قياس درجة التكامل بين كل سوقين ماليين باستخدام نموذج الارتباط المشروط DCC-GARCH، وعبّر عن النمو الاقتصادي بمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. كما جرى اختبار أثر مستوى تكامل الأسواق المالية في النمو الاقتصادي باستخدام نموذج MIDAS.

أظهر نموذج DCC-GARCH وجود ارتباط ضعيف بين الأسواق المالية في مجموعة دول شرق المتوسط، وكان أعلى ارتباط بين سوقي بيروت وعمان الماليين. وضح نموذج MIDAS لسورية وجود أثر لتكامل سوق دمشق وعمان الماليين في النمو الاقتصادي لسورية. فيما أظهر نموذج MIDAS للأردن وجود أثر لتكامل سوقها المالي مع سوق بيروت للأوراق المالية في النمو الاقتصادي للأردن. وبالنسبة إلى نموذج MIDAS للبنان فقد أظهر وجود أثر سوق بيروت للأوراق المالي مع سوقي عمّان وإسطنبول في النمو الاقتصادي للبنان. وأخيراً، كان لتكامل سوقي إسطنبول ودمشق الماليين أثرٌ في النمو الاقتصادي لتركيا.

الكلمات المفتاحية: تكامل الأسواق المالية، النمو الاقتصادي ، نموذج DCC-GARCH، نموذج MIDAS.

* أستاذ – قسم العلوم المالية والمصرفية – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية.
** أستاذ مساعد – قسم العلوم المالية والمصرفية – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية. rime_mahmoud@yahoo.fr
*** طالبة دكتوراه – قسم العلوم المالية والمصرفية – كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية. bashourah@live.com

مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (4) العدد (1) 2020
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (4) No. (1) 2020

Financial Markets Integration and its impact on Economic Growth (An Empirical Study on a Group of Eastern Mediterranean Countries Syria, Jordan, Lebanon, Turkey)

[*]Dr. Radwan Al-Ammar
[**]Dr. Rime Mahmoud
[***]Bushra Ali

(Received 27 / 10 / 2020 . Accepted 30 / 1 / 2020)

□ ABSTRACT □

This sudy aimed to measure the degree of integration between the financial markets in a group of Eastern Mediterranean countries (Syria, Jordan, Lebanon, Turkey), and study the impact of integration level on economic growth during the period 2010-2018, except for Syria during the period (2010-2017). The degree of integration was measured using the conditional correlation model DCC-GARCH, and the economic growth was calculated by the growth rate in real GDP. The impact of the integratio level of financial markets on economic growth was tested using MIDAS model

The DCC-GARCH model showed a weak correlation between financial markets in the Eastern Mediterranean group, the highest correlation was between Beirut and Amman financial markets. The MIDAS model of Syria illustrated the impact of integration of Damascus and Amman markets on Syria`s economic growth, while the MIDAS of Jordan showed that integration of its financial market with Beirut market had an impact on the economic growth of Jordan. The MIDAS model of Lebanon showed the impact of integration between Beirut market and both Amman and Istanbul markets on Lebanon`s economic growth. Finally, the integration between Istanbul and Damascus markets had an impact on Turkey`s economic growth.

Key Words: Integration of financial markets, Economic growth, DCC-GARCH model, MIDAS model.

[*] Professor- Department of Banking and financial sciences- Faculty of Economics- Tishreen university- Lattakia- Syria.
[**] Assistant Professor- Department of Banking and financial sciences- Faculty of Economics- Tishreen university- Lattakia- Syria. rime_mahmoud@yahoo.fr
[***] Postgraduate student (PhD) -Department of Banking and financial sciences- Faculty of Economics- Tishreen University- Lattakia- Syria. bashourah@live.com

المقدمة:

حظيت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي باهتمام الاقتصاديين والباحثين، منذ دراسات Schumpeter عام ١٩١١م وحتى الآن، نتيجةً للإسهام الإيجابي (في معظم الأحيان) لمؤشرات التطور المالي في النمو الاقتصادي وبصورة خاصة المؤشرات المرتبطة بالأسواق المالية (Levine and Zervos, 1996). حيث تعزز الأسواق المالية قوة الاقتصاد من خلال ما تؤديه من وظائف، فتأمين السيولة يسمح بتوجيه المدخرات نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية، وبتوفير التمويل اللازم للشركات من خلال إصدار الأسهم وتداولها، وتوزيع المخاطر ومشاركتها يعزز من تخصيص الأموال بصورة أكثر كفاءة وهو ما يساهم في زيادة النمو الاقتصادي (Oprea and Stoica, 2018).

أصبحت الأسواق المالية في عصر العولمة الحديث أحد الأركان المهمة في الاقتصاد، وبما يحقق نظريات التحرر المالي التي وضعها(Mckinnon and Shaw, 1973) اللذين دعاا إلى اتباع سياسات التحرر المالي، وإزالة القيود والضوابط عن تحركات رأس المال، والانفتاح نحو الخارج بما يساهم في تحقيق تطور مالي ونمو اقتصادي أعلى (Evans, 2013). ووفقاً للأدبيات النظرية يؤثر تكامل الأسواق المالية (والذي يعدّ من مؤشرات التطور المالي) في النمو الاقتصادي بصورة مهمة (Levine and Zervos, 1996, 1998; Rajan and Zigales, 1998).

يشير مفهوم تكامل الأسواق المالية (Financial Market Integration) إلى مجال الاقتصاد الكلي للبحوث الذي يغطي العلاقات المتبادلة بين الأسواق المالية (Atyeh, 2012). وعرّف (Stulz, 1981) تكامل الأسواق المالية "بأنه الحالة التي تتساوى بها عوائد الأصول المترابطة التي تحمل سعر المخاطر نفسه، وذلك بغض النظر عن المكان الذي تتداول به". فيما أوضح (Jorion and Shwartz, 1986) أن تكامل الأسواق المالية يعبر عن الحالة التي يحصل بها المستثمرون على نفس العوائد المتوقعة المعدلة بالمخاطر للأدوات المالية المتماثلة في الأسواق المختلفة. وبالتالي لا يستطيع المستثمرون الاستفادة من فرق التغيرات في أسعار الأصول المالية بين الأسواق المختلفة، أي إن فرص الاستثمار للأصل المالي الذي يحمل نفس العوائد والمخاطر هي نفسها مهما كان السوق المالية الذي يتم التداول به.

إذاً، يتضمن مفهوم تكامل الأسواق المالية أكثر من جانب؛ بحيث لا يقتصر التكامل على توحيد الإجراءات والقوانين والتشريعات بين الأسواق المالية المختلفة، أو توحيد اللغة والثقافة والقرب الجغرافي(Stuart, 2016). فمثلاً يعبر مفهوم التحركات المشتركة (Comovement) عن ميل اثنين أو أكثر من الأسواق المالية للتحرك معاً، وفي وقت واحد (Pukthuanthong, 2009)، ويستخدم هذا المفهوم غالباً خلال الصدمات أو الأزمات، حيث تميل الأسواق المالية للتحرك معاً بسبب عدد من العوامل منها خوف المستثمرين، العوامل الدولية أو الإقليمية والتي تؤدي إلى تحركات مشتركة للمستثمرين بغض النظر في معظم الأحيان عن وجود أسس اقتصادية تفسر هذه التحركات المشتركة. كما يمكن تعريف التكامل أيضاً من خلال وجود علاقة توازنية على الأجل الطويل أو القصير بين الأسواق المالية أو ارتباط (Interdependence) مما يجعلها تتحرك معاً (Forbes and Rigobon, 2002).

يؤثر تكامل الأسواق المالية في النمو الاقتصادي من خلال القنوات المباشرة وغير المباشرة. إذ يعمل من خلال القنوات المباشرة على تحقيق وظائف النظام المالي دولياً، إذ يسمح تكامل السوق المالية المحلي مع الأسواق الخارجية بالمشاركة الدولية للمخاطر واستثمار الفوائض المالية الدولية المتاحة للاستثمار بصورة أكثر كفاءة، كما يساهم في

تطوير السوق المالية المحلي وزيادة سيولته وجذب الاستثمارات الأجنبية[1] الأمر الذي يعزز النمو الاقتصادي (Vasila, 2003). بينما ينتقل أثر تكامل الأسواق المالية إلى النمو الاقتصادي من خلال القنوات غير المباشرة عبر أثر تكامل الأسواق المالية في تطور الأسواق المالية المحلية وزيادة كفاءتها، وتحفيز التجارة الدولية وهو ما يعزز أيضاً النمو الاقتصادي (Sum, 2012).

تتباين مستويات كل من التطور المالي والنمو الاقتصادي في دول شرق المتوسط. ففي مجموعة من الدول التي تتميز بالقرب الجغرافي من سورية (الأردن، لبنان، تركيا)، تتميز تركيا بنمو اقتصادي مرتفع واعتماد مصادر النمو لديها على القطاع الصناعي بصورة خاصة، كما تتميز السوق المالية بحجم وسيولة عاليتين تجعلها جذابة للمستثمرين الأجانب. على العكس من ذلك، شهدت سورية انخفاضاً واضحاً في مستوى النمو الاقتصادي وتطور السوق المالية لديها. فالأزمة السياسية التي شهدتها منذ الربع الأول من عام ٢٠١١م وحتى الآن أثرت على كافة نواحي الاقتصاد السوري وامتدت بآثارها لتطال كل من لبنان والأردن، اللتين شهدتا تقلبات في كل من الأداء الاقتصادي والأداء المالي التي تعمقت بوجود حالة عدم اليقين التي شهدتها المنطقة بالكامل خلال هذه الفترة. ونتيجةً لأهمية هذه الفترة الزمنية التي شهدتها مجموعة الدول والتغيرات التي لحقت بالاقتصاد ككل، والبحث في إمكانية الاستفادة من تكامل الأسواق المالية لدول المجموعة لزيادة معدل النمو الاقتصادي الذي شهد انخفاضاً خلال هذه الفترة كان من المهم البحث في تكامل الأسواق المالية وأثره في النمو الاقتصادي في مجموعة من دول شرق المتوسط (سورية، الأردن، لبنان، تركيا).

الدراسات السابقة

أدت عمليات التحرر المالي والعولمة المالية التي شهدها معظم دول العالم إلى ارتفاع التكامل والارتباط بين الأسواق المالية في دول مختلفة من العالم. إذ توصل (Kumar, 2016) في دراسة أجراها على مجموعة من الدول الناشئة (الأرجنتين، ماليزيا، أندونيسيا، باكستان، روسيا، الهند، الصين، البرازيل والمكسيك) إلى وجود تكامل مهم بين الأسواق المالية لهذه الدول. وأكد (Ekpo and Chuku, 2017) في دراسته وجود تطور مهم في تكامل الأسواق المالية لمجموعة من ١٧ دولة إفريقية، إضافةً إلى تزايد الأثر الإيجابي لهذا التكامل في النشاط الاقتصادي للدول الإفريقية المدروسة. فيما بحث (Neaime, 2016) في تكامل الأسواق المالية لمجموعة من الدول النفطية (البحرين، الكويت، السعودية، عمان، قطر والإمارات) وغير نفطية (مصر، الأردن، المغرب وتونس) مع أسواق دولية أمريكية، بريطانية وفرنسية، وتوصل الباحث إلى وجود تكامل مهم بين بعض الأسواق المالية (مصر، تونس، الأردن والمغرب) مع الأسواق المالية الدولية، فيما كانت العلاقات بين الأسواق على الأجل القصير ضعيفة.

تعدّ أعمال Levine and Zervos (1996, 1998) وأعمال Rajan and Zingales (1998) من الدراسات الأساسية التي بحثت في تطور الأسواق المالية وتكاملها وأثرها في النمو الاقتصادي. فقد قدمت بعض الدراسات أدلة على وجود أثر إيجابي ومهم لتكامل الأسواق المالية في النمو الاقتصادي من خلال زيادة تراكم رأس المال، وتوفير السيولة اللازمة التي تؤدي إلى زيادة دخل الفرد الحقيقي وبالتالي ارتفاع النمو الاقتصادي. فيما تم تفسير الآثار السلبية للتكامل بعدم وجود بيئة اقتصادية مستقرة أو تشوهات في القطاع المالي أو القوانين والتنظيمات. يمكن ذكر بعضاً من هذه الدراسات:

[1] يرتبط غالباً تحقق الأثر الإيجابي لتكامل الأسواق المالية في النمو الاقتصادي بوجود بيئة مستقرة اقتصادياً، وتمتع النظام المالي بدرجة من التطور والمرونة (Shaw and Mckinnon, 1973). كما قد يؤدي وجود تشوهات في الأسواق والمؤسسات المالية لحدوث أثر سلبي في النمو الاقتصادي (Boyd and Smith, 1992).

١. دراسة (بن حاسين وآخرون، 2012) بعنوان: كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب

هدف البحث إلى التحقق من كفاءة الأسواق المالية العربية في أربع دول (السعودية، عمان، تونس، والمغرب)، وإلى التحقق من وجود علاقة تكامل فيما بينها خلال المدَّة من كانون الثاني 2010م إلى حزيران 2010م اعتماداً على بيانات يومية. استخدم الباحثون اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لديكي فولر الموسع ADF وفيليب-بيررون PP للتحقق من كفاءة الأسواق المالية، كما استخدموا اختبار التكامل المشترك المقترح من قبل Johansen للتحقق من التكامل بين هذه الأسواق المالية. أوضحت نتائج اختبارات الاستقرارية أن الأسواق الأربعة غير كفوءة عند المستوى الضعيف. أما اختبار التكامل المشترك فقد أوضح وجود علاقة تكامل بين سوق تونس والأسواق الثلاثة.

٢. دراسة (Osada and Saito, 2010) بعنوان: التكامل المالي والنمو الاقتصادي: تحليل تجريبي باستخدام بيانات Panel الدولية خلال المدَّة ١٩٧٤-٢٠٠٧م.

Financial integration and economic growth: an empirical analysis using international panel data from 1974-2007.

تحقق الباحثان من آثار التكامل المالي في النمو الاقتصادي ل ٨٣ دولة[٢] ، طبقت الدراسة طريقة GMM على بيانات panel للمدَّة ١٩٧٤-٢٠٠٧م. إذ عبر عن النمو الاقتصادي بحصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وعن التكامل المالي بأربعة مقاييس: خصوم الاستثمار الأجنبي المباشر وحقوق الملكية، خصوم الدين، أصول الاستثمار الأجنبي المباشر وحقوق الملكية، أصول الدين، وتحقق الباحثان أيضاً من الآثار غير المباشرة للتكامل في النمو من خلال حجم التجارة وتطور الأسواق المالية المحلية.

اختلفت آثار التكامل المالي في النمو الاقتصادي تبعاً للمؤشر المستخدم وخصائص البلدان، فقد كان لخصوم الاستثمار الأجنبي المباشر أثرٌ إيجابي في النمو، في حين كان لالتزامات الدين أثرٌ سلبي. وتوصل الباحثان إلى أن الدول ذات الإطار المؤسساتي الجيد والأسواق المالية المتطورة تستفيد بشكل أكبر من التكامل مثل دول أوروبيا الغربية وأمريكا الشمالية ودول شرق آسيا، إضافة إلى أن التكامل ساهم بصورة غير مباشرة في النمو الاقتصادي من خلال الانفتاح التجاري وتطور الأسواق المالية المحلية.

٣. دراسة (Opera and Stoica, 2018) بعنوان: تكامل أسواق رأس المال والنمو الاقتصادي.

Capital markets integrations and economic growth

تناول الباحثان العلاقة بين تكامل أسواق رأس المال والنمو الاقتصادي في دول الاتحاد الأوروبي، من خلال البحث عن العوامل الرئيسة التي يؤثر من خلالها تطور سوق رأس المال في النمو الاقتصادي خلال المدَّة ٢٠٠٤-٢٠١٦م وذلك باستخدام بيانات Panel ونموذج ARDL. جرى قياس النمو الاقتصادي باستخدام متغيرين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و نمو الإنتاجية، فيما جرى الاعتماد على مجموعة من المتغيرات المستقلة التي تمثل تكامل الأسواق المالية: الرسملة السوقية، حجم التداول، معدل دوران السهم، مؤشر سوق الأوراق المالية، تحركات رأس المال، استثمارات المحافظ الأجنبية، معدل العمالة ومعدل المغتربين.

خلص الباحثان إلى وجود أثر إيجابي للتكامل المالي في النمو الاقتصادي على الأجلين القصير والطويل، ولكلا المؤشرين. يوجد أثر لمعدل الدوران، المغتربين، تحركات رأس المال والرسملة السوقية في النمو الاقتصادي على

[٢] تنتمي الدول إلى: أوروبا الغربية، أمريكا الشمالية، شرق آسيا، بلدان مختلفة من آسيا، أمريكا الوسطى والجنوبية وإفريقيا.

الأجل القصير، كما يوجد أثر لحركات رأس المال ومعدل البطالة على معدل الإنتاجية على الأجل القصير أيضاً. وأظهر نموذج ARDL وجود علاقة قوية وإيجابية على الأجل الطويل بين حجم التداول، مؤشرات الأسهم، الرسملة السوقية، حركة رأس المال والمغتربين وبين النمو الاقتصادي فيما كان أثر معدل الدوران ومعدل البطالة سلبياً. وبالنسبة إلى معدل الإنتاجية فقد كانت العلاقة إيجابية مع حركة رأس المال ورسملة السوق فيما كانت العلاقة سلبية مع معدل الدوران والبطالة على الأجل الطويل.

إسهام البحث

تناولت الدراسات السابقة العلاقة بين التكامل المالي الدولي والنمو الاقتصادي، من خلال قياس التكامل المالي الدولي بوصفه مؤشراً يعتمد على الوضع الإجمالي للبلد وعلاقته مع الأسواق الدولية، بينما تعدّ الدراسات التي عبرت عن التكامل المالي الدولي بدرجة الارتباط بين السوقين الماليين قليلة. بالإضافة إلى ذلك، لم تتوفر لدى الباحثين دراسات عربية أو أجنبية بحثت في أثر تكامل الأسواق المالية لدول هذه المجموعة في النمو الاقتصادي لها. لذلك تهدف هذه الدراسة إلى البحث في العلاقة بين تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي من خلال حساب درجة التكامل بين كل سوقيين ماليين بالاعتماد على نموذج DCC-GARCH للارتباط المشروط المقترح من قبل Engle (2002)، وهو ما يساهم في تحديد أثر مستوى التكامل مع الأسواق المالية بدقة، ودور هذه الأسواق في النمو الاقتصادي للبلد، وجرى الاعتماد على نموذج مقترح من قبل Ghysels etal., (2002) والذي يسمح بدراسة العلاقة بين المتغيرات مختلفة التردد Mixed Data Sampling (MIDAS).

تختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أيضاً كونها تختبر العلاقة بين تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في بعض الدول التي تعرضت لأزمات وعدم استقرار في الفترة الحديثة ٢٠١٠-٢٠١٨م وهو مالم تتناوله الدراسات السابقة على حد علم الباحثين.

مشكلة البحث

إن ازدياد التكامل بين الأسواق المالية يقدم العديد من الفوائد للاقتصاد وبالتالي تعزيز للنمو الاقتصادي، إلا أنه قد يؤدي إلى عدم استقرار واحتمال انتقال الآثار السلبية للأزمات الخارجية إلى الداخل وتغيير في تركيب المحافظ الاستثمارية للمستثمرين بما يؤثر سلباً على استثمارات ذلك البلد. ونظراً لأهمية تكامل الأسواق المالية ودور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي خاصة خلال المدَّة التي تعرضت لها بعض دول حوض المتوسط لأزمات داخلية وتأثرها بأزمات خارجية يسعى هذا البحث للإجابة عن التساؤلات الآتية:

١. هل يوجد تكامل قوي بين الأسواق المالية في مجموعة من دول شرق المتوسط المدروسة؟

٢. هل تؤثر درجة التكامل بين سوق دمشق للأوراق المالية وسوق كل من عمّان، بيروت وإسطنبول المالية في النمو الاقتصادي لسورية؟

٣. هل تؤثر درجة التكامل بين سوق عمّان للأوراق المالية وسوق كل من دمشق، بيروت وإسطنبول المالية في النمو الاقتصادي للأردن؟

٤. هل تؤثر درجة التكامل بين سوق بيروت للأوراق المالية وسوق كل من دمشق، عمّان وإسطنبول المالية في النمو الاقتصادي للبنان؟

٥. هل تؤثر درجة التكامل بين سوق اسطنبول للأوراق المالية وسوق كل من دمشق، عمّان وبيروت المالية في النمو الاقتصادي لتركيا؟

أهمية البحث وأهدافه

إن قياس درجة التكامل بين الأسواق المالية في مجموعة من دول شرق المتوسط يساهم في تقديم الاقتراحات للمستثمرين الراغبين بتنويع محافظهم الاستثمارية دولياً في الأسواق المالية لهذه الدول، ويساعد القائمين على الأسواق المالية وصناع السياسات النقدية والاقتصادية في التنبؤ بالأزمات واتخاذ الإجراءات اللازمة بما يحقق الاستقرار ويجنب الاقتصاد الآثار السلبية قدر الإمكان. تساهم أيضاً دراسة أثر تكامل هذه الأسواق في النمو الاقتصادي في تفعيل الدور الإيجابي للتكامل في تنشيط الاقتصاد والاستفادة قدر الإمكان من ميزات التكامل المالي، والبحث عن نقاط الضعف في الاقتصاد أو الأسواق المالية التي تمثل عائقاً أمام وجود أثر إيجابي للتكامل في النمو الاقتصادي.

وانطلاقاً من أهمية هذا البحث تهدف الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

١. قياس درجة التكامل بين الأسواق المالية في مجموعة دول شرق المتوسط.

٢. اختبار أثر تكامل سوق دمشق للأوراق المالية مع الأسواق الأخرى في المجموعة في النمو الاقتصادي لسورية.

٣. اختبار أثر تكامل سوق عمّان للأوراق المالية مع الأسواق الأخرى في المجموعة في النمو الاقتصادي للأردن.

٤. اختبار أثر تكامل سوق بيروت للأوراق المالية مع الأسواق الأخرى في المجموعة في النمو الاقتصادي للبنان.

٥. اختبار أثر تكامل سوق اسطنبول للأوراق المالية مع الأسواق الأخرى في المجموعة في النمو الاقتصادي لتركيا.

فرضيات البحث:

١. يوجد تكامل قوي بين الأسواق المالية في مجموعة دول شرق المتوسط المدروسة.

٢. يوجد أثر لدرجة تكامل سوق دمشق للأوراق المالية مع الأسواق الثلاث المدروسة في النمو الاقتصادي لسورية.

٣. يوجد أثر لدرجة تكامل سوق عمّان للأوراق المالية مع الأسواق الثلاث المدروسة في النمو الاقتصادي للأردن.

٤. يوجد أثر لدرجة تكامل سوق بيروت للأوراق المالية مع الأسواق الثلاث المدروسة في النمو الاقتصادي للبنان.

٥. يوجد أثر لدرجة تكامل سوق اسطنبول للأوراق المالية مع الأسواق الثلاث المدروسة في النمو الاقتصادي لتركيا.

منهجية البحث والطرق القياسية المستخدمة:

بدايةً، جرى عرض أهم الدراسات السابقة التي بحثت في أثر التكامل المالي الدولي في النمو الاقتصادي، ومن ثم جرى تحديد مشكلة البحث والأهداف المتطلب تحقيقها ووضع فرضيات البحث بناءً على ذلك. وللتحقق من هذه العلاقة تجريبياً، أُجريت دراسة قياسية ترتكز على اختبارات للتحقق من الفرضيات الموضوعة والتوصل إلى أثر تكامل الأسواق المالية في النمو الاقتصادي لمجموعة من دول شرق المتوسط المدروسة.

عينة البحث:

يتألف مجتمع البحث من مجموع الدول في حوض البحر المتوسط. ولاختيار عينة البحث جرى الاعتماد على أسلوب العينات القصدية أو المستهدفة (Doherty, 1994)، حيث يستهدف الباحث وفقاً لهذا الأسلوب عينة محددة يجرى اختيارها من قبله تبعاً لاعتبارات تتناسب مع دراسته وأهدافها، وهو ما يساهم في الحصول على إجابات محددة ودقيقة عن أسئلة البحث، خاصة أن هذا الأسلوب من أكثرها فعالية مع العينات صغيرة الحجم (الطويل، ٢٠١٥).

جرى اختيار عينة البحث، والتي تتألف من أربع دول تقع في شرق حوض المتوسط هي: سورية، الأردن، لبنان وتركيا، إذ جرى اختيار هذه الدول بناءً على اعتبارات تتعلق بالتقارب الجغرافي بينها، إضافة إلى الروابط الاقتصادية والسياسية والثقافية بين الدول السابقة بما يمكن من الحصول قدر الإمكان على عينة متجانسة.

المتغيرات، طرق القياس ومصدر الحصول على البيانات:

تبدأ مدَّة الدراسة من عام ٢٠١٠م حتى عام ٢٠١٨م[٣]. حيث استُخدم نوعان من المتغيرات: متغيرات ربعية للنمو الاقتصادي (المتغير التابع) ومتغيرات شهرية لدرجة تكامل كل سوقيين ماليين (المتغيرات المستقلة)، ومن ثم تم الاستناد إلى نموذج MIDAS لدراسة العلاقة بين تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي.

- **طرق قياس النمو الاقتصادي:** جرى قياس النمو الاقتصادي لكل دولة من خلال معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وذلك بالاعتماد على البيانات الربعية. يوضح الجدول (١) طريقة قياس المتغير التابع في كل نموذج من النماذج الأربعة ومصدر الحصول على البيانات:

الجدول (١): طرق حساب النمو الاقتصادي ومصدر الحصول على البيانات

الدولة	مصدر الحصول على البيانات	طريقة الحساب
سورية	المكتب المركزي للإحصاء، المجموعة الإحصائية السنوية للأعوام ٢٠١٠-٢٠١٧م	-حساب معدل النمو الاقتصادي السنوي بأسعار أساس ٢٠٠٠ من خلال المعادلة: $SyGW = (GDP_t - GDP_{t-1})/GDP_{t-1}$ -تحويل البيانات السنوية لمعدل النمو الاقتصادي إلى بيانات ربع سنوية بالاعتماد على (Bhaghoe etal., 2019) باستخدام برنامج Eviews 10 وطريقة Denton (1971).
الأردن	المصرف المركزي الأردني خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨م	-الاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة عن المصرف المركزي التي تقدم معدل النمو الاقتصادي الربعي بأسعار أساس ٢٠٠٠.
لبنان	المصرف المركزي اللبناني خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨	- حساب معدل النمو الاقتصادي السنوي بأسعار أساس ٢٠٠٠ من خلال المعادلة: $LbGW = (GDP_t - GDP_{t-1})/GDP_{t-1}$ -تحويل البيانات السنوية لمعدل النمو الاقتصادي إلى بيانات ربع سنوية بالاعتماد على (Bhaghoe etal., 2019) باستخدام برنامج Eviews 10 وطريقة Denton (1971).
تركيا	Federal Reserve Bank of St.Louis خلال المدَّة	-حساب النمو الاقتصادي الربعي لكل سنة من خلال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الربعي بأسعار أساس ٢٠٠٠ بالعملة المحلية:

[٣] إن مدَّة الدراسة للنموذج الخاص بسورية هو للمدَّة ٢٠١٠-٢٠١٧م لعدم توفر بيانات عن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لعام ٢٠١٨م.

	٢٠١٨-٢٠١٠	$GrQu_t = (Qu_t - Qu_{t-1})/Qu_{t-1}$ على اعتبار أن Qu_{t-1} الربع المقابل للربع المراد حساب نموه في العام السابق

المصدر: من إعداد الباحثين

-**درجة تكامل الأسواق المالية:** جرى قياس درجة تكامل كل سوقيين ماليين بالاعتماد على نموذج MGARCH (Mutivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) متعدد المتغيرات والذي يستند إلى مفهوم تذبذبات عوائد الأسواق المالية والارتباط المشروط بينها. إن تذبذب عوائد السوق المالية من أهم المؤشرات المعتمدة من قبل المستثمرين على اعتبار أن التذبذب (Volatility) هو دالة لمخاطر الاستثمار (Joyo and Lefen, 2019). وطالما أن الهدف الرئيس لأي مستثمر هو تعظيم العوائد المتوقعة وتقليل المخاطر، يهدف المستثمر إلى امتلاك الأصول المالية الأقل تذبذباً في عوائدها.

يشار إلى التذبذب بأنه المخاطرة في الاستثمار، وهو ما يجعل من هذا الموضوع مصدر تساؤل وبحث مهم من قبل المستثمرين والاقتصاديين (Hongyu and Zhichao, 2006). وغالباً ما تكون تذبذبات أسعار الأصول مرتبطة ذاتياً مع القيم السابقة، كما أن إعطاء قيمة واحدة لتباين عوائد الأصل (التذبذب) طوال المدَّة الزمنية يعدّ أمراً غير منطقي لأنه لا يأخذ بالاعتبار جميع التذبذبات التي شهدها عائد هذا الأصل.

انطلاقاً من هذه الأفكار قدم Engel (1982) نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين ARCH، فيكون التباين الشرطي للسلاسل الزمنية دالة للصدمات السابقة التي يتعرض لها المؤشر. وفي عام ١٩٨٦م طور Bollerslev نموذج ARCH وقام بتعميمه وأطلق عليه نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس التباين المعمم GARCH، يتمثل الفرق الأساسي بين نموذج ARCH و GARCH بأن الأخير يسمح للمتغير التابع أن ينحدر على نفسه في معادلة التباين المشروط. وهكذا يتم تمثيل نموذج GARCH(1, 1) كما يأتي:

$$\sigma_t^2 = h_t = \alpha_0 + \alpha_1 u_{t-1}^2 + \beta \sigma_{t-1}^2 \quad (1)$$

يمثل σ_t^2 التباين المشروط لمدَّة واحدة، والذي يرتبط بمربع بواقي الأخطاء للمدَّة السابقة (المعلومات عن التذبذبات في المدَّة السابقة u_{t-1}^2) وكذلك بالتباين المحسوب للمدَّة السابقة (Fitted) σ_{t-1}^2.

وهكذا جرى توسيع نموذج GARCH بحيث يتم نمذجة التباين المشروط من خلال عدد فترات تباطؤ q للأخطاء المربعة وعدد فترات تباطؤ p للتباين المشروط كالآتي:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{q} \alpha_i u_{t-1}^2 + \sum_{j=1}^{p} \beta_j \sigma_{t-j}^2 \quad (2)$$

وبحسب Brooks (2008) يمكن اعتبار نموذج GARCH(1, 1) كافياً لالتقاط التذبذبات أو Volatility Clustering. جرى لاحقاً تطوير العديد من نماذج GARCH وكان أشهرها النماذج متعددة المتغيرات، والتي تسمح بالتقاط التذبذبات والارتباطات المشتركة لعوائد الأصول المالية المتغيرة عبر الزمن، وهي ما تمثل درجة الارتباط أو التكامل بين الأسواق المالية.

طور Engle (2002) نموذج Dynamic Conditional Correlation (DCC-GARCH) والذي عُدَّ من أكثر النماذج تفضيلاً بين الباحثين لدراسة التحركات المشتركة؛ حيث يسمح نموذج DCC بالتقاط التذبذبات وتقدير الارتباطات المشروطة والتي تكون متغيرة عبر الزمن (time varying conditional correlation). وهو مايعدّ أكثر

واقعية لأن الارتباطات بين الأسواق تتأثر بعدد كبير من العوامل التي تجعلها تتغير مع الزمن، مما يجعل من شرط الثبات غير منطقي.

يتم نمذجة نموذج DCC-GARCH كما يأتي (Engle, 2002; Pesaran and Pesaran, 2007; Brooks, 2008):

يجري أولاً تقدير نموذج Univariate Garch بشكل منفصل ب m نموذج لكل مؤشر على حدة. ومن ثم يتم أخذ البواقي المعيارية الناتجة (Standard residuals) وحساب التذبذبات المقدرة من الخطوة الأولى، وهكذا يتم حساب معاملات التباينات والارتباطات المشروطة من خلال إحصائية الإمكانية العظمى (full maximum likelihood).

لحساب معامل الارتباط المشروط بين كل سوقين ماليين جرى الاعتماد على البيانات اليومية لمؤشرات الأسواق المالية في الدول الأربع، خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨م[٤] باستخدام برمجية Microfit 5.5، ومن ثم الحصول على معامل الارتباط المشروط في نهاية كل شهر من المدَّة المدروسة.

نموذج MIDAS

يعدّ النمو الاقتصادي من أهم المؤشرات التي تعكس النشاط الاقتصادي للدولة ككل، وغالباً ما تتوفر بيانات الناتج المحلي الإجمالي بصورة بيانات ضعيفة التردد (low frequency) سنوية وأحياناً فصلية؛ حيث يحتاج مدَّةً أطول لمراقبة آثار السياسات واتخاذ القرارات المناسبة، بينما تتميز المتغيرات التي تعدّ مفسرة للنمو الاقتصادي بكونها بيانات عالية التردد (high frequency) شهرية أو أسبوعية أو يومية مثل سعر الصرف، التضخم، أسعار الأسهم وغيرها (Bhaghoe etal, 2019).

كان الباحثون يلجؤون إلى تحويل المتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي إلى بيانات ضعيفة التردد، أو أقل تردداً مثل تحويل معدل التضخم الشهري إلى معدل ربعي، أو استخدام آخر قيمة من رسملة سوق الأوراق المالية في الربع كمؤشر عن رسملة السوق الربعية. ورغم فعالية هذه الطريقة في الحصول على سلاسل زمنية متوازنة لإجراء الاختبارات الإحصائية التي تشترط وجود هذا التوازن، إلا أنها تؤدي إلى فقدان معلومات مهمة تساهم في تفسير المتغير التابع (Tsue etal., 2013). حيث كان السؤال بصورة مستمرة عن إمكانية إيجاد نموذج يجمع ما بين المتغيرات عالية التردد والمتغيرات منخفضة التردد؛ بحيث يمكن من الاستفادة من جميع مشاهدات السلسلة الزمنية لتفسير المتغير الآخر، وهو ما استطاع كل من Ghysels, Santa-Clara and Valkanov عام ٢٠٠٢م من خلال النموذج الذي أطلقوا عليه MIxed DAta Sampling أو اختصاراً MIDAS.

يقدم منهج MIDAS تقديراً للبيانات ذات الترددات المختلطة، بشرط أن يكون المتغير التابع أقل تردداً من المتغيرات المستقلة، ويتميز بمعالجة مرنة وشديدة الاستجابة بالنسبة إلى المتغير ذات التردد المنخفض المعتمد على بيانات ذات الترددات الأعلى، كما يقلل من فقدان المعلومات والتحيز في النمذجة والتنبؤ. يرتبط انحدار MIDAS ارتباطاً وثيقاً بنموذج التأخر الموزع Distributed Lag، لكن ينحدر المتغير التابع y على درجات التأخر الموزع ل X وهو المتغير الأعلى تردداً لذلك يطلق عليه أحياناً انحدار DL-MIDAS.

قدر (Ghysels etal., 2004) نموذج الانحدار ل MIDAS البسيط على الشكل الآتي:

---

[٤] تم حساب العائد اليومي للمؤشر من خلال المعادلة الآتية (Kumar, 2016): $R_t = \ln(\frac{P_t}{P_{t-1}})$، تمثل R_t عائد السوق في اليوم t، تمثل P_t سعر إغلاق مؤشر السوق في اليوم t، وتمثل P_{t-1} سعر إغلاق المؤشر في اليوم السابق $t-1$، ويشير ln إلى اللوغاريتم الطبيعي.

$$Y_t = \beta_0 + \beta^{`} B\left(L^{\frac{1}{m}}\right) X_{t-1}^{(m)} + \varepsilon_t^{(m)} \quad (3)$$

حيث X^m المتغيرات ذات الترددات الأعلى، وتشير m إلى m مرة المتغير الأعلى ذات تردد أسرع من المتغير منخفض التردد. بعبارة أخرى في حال كانت المتغير ذات التردد الأقل سنوي والمتغيرات ذات التردد الأعلى فصلية تكون m=4. يمثل Y_t المتغير التابع، وهو المتغير ذو الترددات الأقل المراد تفسيره. تشير t إلى زمن النموذج المقدر وتأخذ القيم T ,1,2…. $X_{t-1}^{(m)}$ المتغيرات المستقلة ذات التردد الأعلى ب m مرة أسرع من Y_t . $B\left(L^{\frac{1}{m}}\right)$ كثير الحدود ويساوي:

$$B\left(L^{\frac{1}{m}}\right) = \sum_{j=0}^{j\,max} B(J) L^{j/m} \quad (4)$$

حيث $L^{j/m}$ معامل (operator) ينتج قيم x_t المتباطئة خلال الفترات j/m. ويعرَّف كالآتي:

$$L^{j/m} X_t^{(m)} = X_{t-j/m}^{(m)} \quad (5)$$

ولتحديد المعلمة $\beta^{`}$ يفترض أن أوزان (تثقيل) كثير الحدود $B\left(L^{\frac{1}{m}}\right)$ مساوية للواحد.

ويمكن التعبير عن النموذج السابق كالآتي: بفرض لدينا متغير تابع سنوي ومتغير مستقل فصلي، يعني أن المعادلة السابقة هي إسقاط للمتغير التابع السنوي على البيانات الفصلية ل $X_t^{(m)}$ باستخدام ما يصل إلى $j\,max$ فترات تباطؤ فصلية.

تعمل نماذج MIDAS على وضع تثقيل أو وزن على التباطؤات لتخفيض عدد المعاملات المقدرة، ومن ثم يتم تقدير النموذج بخمس طرق . سيجري الاعتماد على تثقيل Almon المتباطئ أو تباطؤ كثير الحدود الموزع (Almon Lag Weighting PDL)، يستخدم تثقيل تباطؤ Almon لوضع قيود على معاملات التباطؤ في نماذج الانحدار الذاتي، لذلك يعدّ من النماذج البديهية لترجيح الترددات المختلطة في MIDAS.

تتم نمذجة معاملات الانحدار لكل تباطؤ عالي التردد (حتى k)، وذلك على غرار كثير الحدود متباطئ الأبعاد (p) في معلمات MIDAS θ حيث يمكن كتابة نموذج الانحدار الناتج كما يأتي:

$$Y_t = X_t^{`} B + \sum_{T=0}^{K-1} X_{(t-T)/s}^{H} \left[\sum_{j=0}^{p} T^j \theta_j\right] + \varepsilon_t \quad (6)$$

تمثل p رتبة Almon كثير الحدود، والعدد المختار لفترات التأخر k. ويعتمد عدد المعاملات المراد تقديرها على رتبة كثير الحدود (polynominal order) وليس على عدد فترات التأخير ذات التردد العالي. تمثل B الأثر الكلي للمتغير المستقل في المتغير التابع.

توفرت السلاسل الزمنية الفصلية للنمو الاقتصادي في دول العينة باستثناء سورية ولبنان، حيث توفرت كبيانات سنوية فقط. تغطي البيانات السنوية للبلدين عدداً قليلاً من السنوات (٩ سنوات للبنان، ٨ سنوات لسورية) لا تكفي لإجراء اختبارات MIDAS؛ لذلك تم اللجوء إلى طريقة Denton (1971) باستخدام Eviews 10، حيث يمكن من خلالها تحويل البيانات منخفضة التردد إلى بيانات عالية التردد (Bhhgoe etal., 2019). اقترح Denton (1971) هذه الطريقة لإيجاد السلسلة الزمنية (x) بالاعتماد على سلسلتين (y and z). حيث يتم تعظيم السلسلة z تحت شرط السلسلة y كما يأتي:

$$F = \sum_{t=1}^{T} \left(\frac{x_t}{z_t} - \frac{x(t-1)}{z(t-1)} \right)^2 \quad (7)$$

تحت القيد الآتي:

$$\sum_{t=b_k}^{e_k} x(t) = y_{(k)} \quad (8)$$

تشير (x) إلى السلسلة المحولة (interpolated series)، وتشير (y) إلى السلسلة المرجعية أو الأساسية (benchmark) في كل فترة k، حيث تعدّ e_k وb_k البداية والنهاية في كل فترة. يستخدم Eviews 10 طريقة Cholette (1984) المعدلة لطريقة Denton لإزالة التحركات العابرة في بداية السلسلة المحولة، كما تهدف هذه الطريقة الحفاظ على تحركات السلسلة الأساسية قدر الإمكان، وتعدّ من الطرق التي يتم تطبيقها في الحسابات القومية الفصلية كونها تحقق الاتساق بصورة كبيرة، كما تعدّ من الطرق المستخدمة عالمياً (Bhghoe etal., 2019; Bloem .etal., 2001; Eviews10)

نماذج البحث:

يشرح الجدول (٢) النماذج الأربعة التي تم تقديرها للتحقق من أثر تكامل الأسواق المالية على النمو الاقتصادي لكل دولة من دول العينة:

الجدول (٢): النماذج المقدرة للعلاقة بين تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
أثر تكامل الأسواق في النمو الاقتصادي لسوريةGdpSy	معدل النمو الاقتصادي الربعي لسورية خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٧	-درجة تكامل سوق دمشق مع سوق عمان المالي corrsyjo -درجة تكامل سوق دمشق مع سوق بيروت المالي corrsylb -درجة تكامل سوق دمشق مع سوق إسطنبول المالي corrsytu
أثر تكامل الأسواق في النمو الاقتصادي للأردنGdpJo	معدل النمو الاقتصادي الربعي للأردن خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨	-درجة تكامل سوق عمان مع سوق دمشق المالي corrsyjo -درجة تكامل سوق عمان مع سوق بيروت المالي corrjolb -درجة تكامل سوق عمان مع سوق إسطنبول المالي corrjotu
أثر تكامل الأسواق في النمو الاقتصادي للبنانGdpLp	معدل النمو الاقتصادي الربعي للبنان خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨	-درجة تكامل سوق بيروت مع سوق دمشق المالي corrsylb -درجة تكامل سوق بيروت مع سوق عمان المالي corrjolb -درجة تكامل سوق بيروت مع سوق إسطنبول المالي corrlbtu
أثر تكامل الأسواق في النمو الاقتصادي لتركياGdpTu	معدل النمو الاقتصادي الربعي لتركيا خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨	-درجة تكامل سوق اسطنبول مع سوق دمشق المالي corrsytu -درجة تكامل سوق اسطنبول مع سوق بيروت المالي corrlbtu -درجة تكامل سوق اسطنبول مع سوق عمان المالي corrjotu

المصدر: من إعداد الباحثين

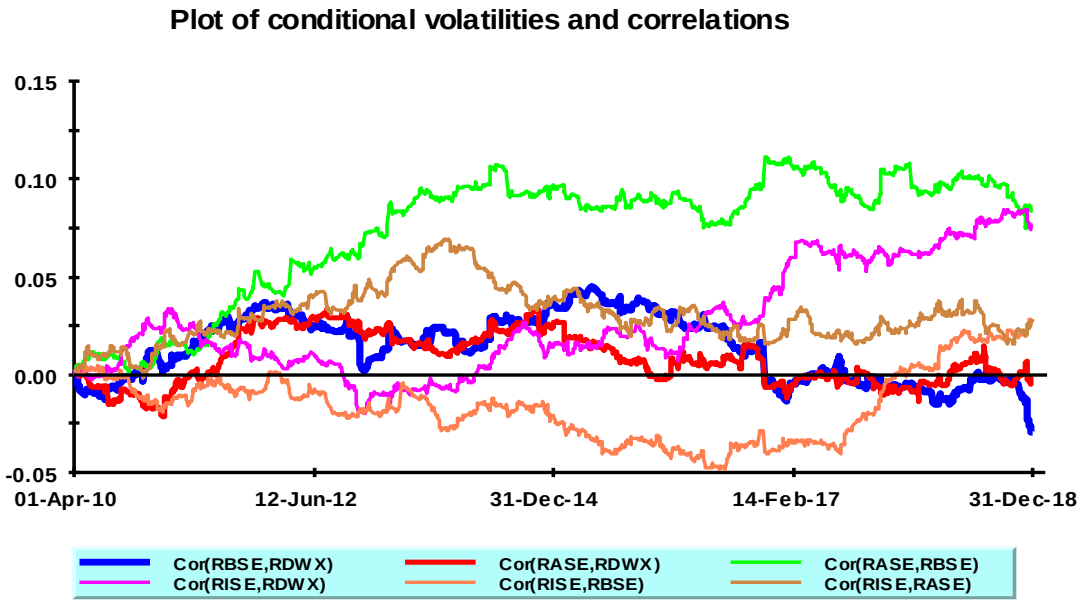
نتائج البحث ومناقشتها:

- **نتائج نموذج DCC-GARCH:**

يساعد مؤشر الارتباط المشروط الديناميكي الذي يوفره نموذج DCC-GARCH على تقديم مؤشر يعبر عن درجة تكامل كل سوق مالية مع الأسواق الأخرى. وتعتمد نماذج GARCH بشكل عام على قياس التذبذبات في عوائد

مؤشرات الأسواق المالية؛ مفترضة أن الانحراف المعياري على طول مدة العينة متغير وغير ثابت، وبالتالي كلما كان هناك ارتباطٌ في تذبذبات العوائد المشروطة كان هناك تكاملٌ أكبر بين الأسواق المالية.

يوضح الشكل (١) تطور الارتباط بين كل سوقين من الأسواق المالية في مجموعة دول شرق المتوسط خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨:



الشكل(١): درجة ارتباط الأسواق المالية في مجموعة دول شرق المتوسط، المصدر: Microfit 5.5

إن التحركات المشتركة أو الارتباطات المشروطة بين كل سوقين في مجموعة دول شرق المتوسط ضعيفة، والارتباط الأقوى للعوائد كان بين سوقي عمان وبيروت للأوراق المالية؛ إلا أن الحد الأقصى الذي وصل إليه كان أقل من ٠.٠١٥.

كان ارتباط سوق دمشق للأوراق المالية ضعيفاً مع الأسواق الأخرى، فقد أشار منحنى الارتباط مع سوق عمان للأوراق المالية إلى ارتباط سلبي حتى عام ٢٠١١م، مما يعني أن العوائد تتحرك باتجاه معاكس خلال هذه المدَّة، ليبدأ بعدها منحنى الارتباط اتجاهاً طردياً حتى عام ٢٠١٧م؛ مما يعني تحرك عوائد السوقين معاً وبالاتجاه نفسه، لتعود العلاقة العكسية بين السوقين. ورغم ذلك كانت العلاقة ضعيفة بين السوقين، ولم تتجاوز ٠.٠٠٥. يعكس منحنى ارتباط سوقي دمشق وبيروت الماليين أيضاً العلاقة الضعيفة بينهما فلم تتجاوز درجة الارتباط ٠.٠٠٥ كذلك، وفيما يخص سوق إسطنبول للأوراق المالية فقد تحسنت العلاقة بين السوقين وأخذت بالارتفاع بدءاً من عام ٢٠١٧م لتصبح العلاقة طردية بين السوقين. ويعزي الباحثون العلاقة الضعيفة بين سوق دمشق وسوقي بيروت وعمان الماليين بصورة كبيرة إلى الأزمة السورية عام ٢٠١١م، والتي أعاقت بشكل كبير تطور السوق وانفتاحه على الأسواق المجاورة له بالحد الأدنى، بالإضافة إلى اختلاف تأثير الأوضاع الداخلية التي كان يتعرض لها كل سوق من الأسواق الثلاث على العوائد المحققة للمؤشر؛ مما أدى إلى عدم تحقق تحركات مشتركة مهمة بين سوق دمشق والسوقين الآخرين. وفيما يتعلق بازدياد الارتباط بين سوقي دمشق وإسطنبول الماليين فيمكن أن يعزى ذلك إلى أسباب اقتصادية وتحركات مشتركة (Comovement)، فبحسب بيانات البنك الدولي فقد ارتفعت التجارة الخارجية بين البلدين بعد عام ٢٠١٣م، وشهد كلا البلدين فترة استقرار وتحسن بالنمو الاقتصادي بعد عام ٢٠١٦م مما تسبب في تحركات مشتركة للعوائد.

بالنسبة إلى سوق عمان للأوراق المالية، فقد كان أكثر الأسواق ارتباطاً مع الأسواق الأخرى. أظهر النموذج وجود تكامل مع سوق بيروت للأوراق المالية، وكانت هذه العلاقة طردية طوال فترات الدراسة. بينما كان التكامل بين سوقي عمان وإسطنبول ضعيفاً لكن طردياً طوال فترات الدراسة.

أخيراً، أظهر منحنى العلاقة بين سوقي بيروت وإسطنبول للأوراق المالية وجود علاقة عكسية بين السوقين حيث تحركت العوائد بصورة متعاكسة، والتي استمرت معظم مدَّة الدراسة وبشكل خاص خلال عامي ٢٠١٥ و٢٠١٦م، لتتحول منذ بداية عام ٢٠١٨م إلى علاقة طردية بين السوقين.

أظهر نموذج DCC-GARCH وجود علاقة ضعيفة بين الأسواق المالية في دول العينة المدروسة، مما يؤدي إلى رفض الفرضية الأولى بوجود علاقة قوية بين الأسواق المالية في مجموعة دول شرق المتوسط. تفيد هذه النتيجة التي أظهرها نموذج GARCH بوجود فوائد محتملة من تنويع المحافظ الاستثمارية بين هذه الأسواق المالية كون الارتباط ضعيفاً بين معظم الأسواق المالية. وبرغم ضعف مستوى العلاقة بين الأسواق المالية في مجموعة دول شرق المتوسط المدروسة وتقلباتها خلال مدَّة الدراسة، إلا أن هذا الارتباط يؤثر في أداء الأسواق المالية من ناحية وعلى الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى وتكوين المحافظ الاستثمارية للمستثمرين، حيث تعدّ الاستثمارات الأجنبية من أهم مصادر النمو الاقتصادي، وأيضاً من قنوات انتقال آثار التطور المالي (تكامل الأسواق المالية) إلى النمو الاقتصادي.

- **تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في سورية[٥]**

أظهرت نتائج اختبار MIDAS لأثر تكامل سوق دمشق للأوراق المالية مع أسواق كل من عمّان، بيروت وإسطنبول المالية النتائج الآتية:

[٥] قُدرَ نموذج انحدار MIDAS لاختبار أثر تكامل كل سوق من الأسواق المالية للمجموعة والأسواق الأخرى في النمو الاقتصادي من خلال برمجية Eviews10، جرى اختيار عدد فترات التباطؤ بصورة تلقائية من قبل النموذج علماً أن الحد الأقصى (8)، كما جرى اختيار عدد فترات التأخر للمتغيرات المستقلة (4-). وبالتالي يتم تفسير النمو الاقتصادي في الربع الأول مثلاً من عام ٢٠١١ بالاعتماد على الأشهر الأربع آذار، شباط،كانون الثاني وكانون الأول، كما جرى اختيار رتبة كثير الحدود من الدرجة ٢ وذلك للنماذج الأربع المدروسة.

الجدول (٣): تقدير نموذج MIDAS في سورية

Dependent Variable: GDPSY
Method: MIDAS

Sample (adjusted): 2011Q1 2017Q4
Included observations: 28 after adjustments
Method: PDL/Almon (polynomial degree: 2)
Automatic lag selection, max lags: 8
Chosen selection: 7 3 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004741	0.001851	-2.561508	0.0191
GDPSY(-1)	1.693411	0.066299	25.54212	0.0000
GDPSY(-2)	-0.822373	0.060042	-13.69656	0.0000
Page: MONTHLYSY Series: CORRSYJO(-4) Lags: 7				
PDL01	-0.156767	0.041666	-3.762452	0.0013
PDL02	0.038003	0.009958	3.816194	0.0012
Page: MONTHLYSY Series: CORRSYLB(-4) Lags: 3				
PDL01	-0.112638	0.156028	-0.721910	0.4791
PDL02	0.062122	0.075705	0.820590	0.4221
Page: MONTHLYSY Series: CORRSYTU(-4) Lags: 8				
PDL01	0.047705	0.029232	1.631926	0.1192
PDL02	-0.008990	0.006379	-1.409314	0.1749

R-squared	0.995542	Mean dependent var	-0.025139
Adjusted R-squared	0.995185	S.D. dependent var	0.029480
S.E. of regression	0.002046	Akaike info criterion	-9.016727
Sum squared resid	0.000105	Schwarz criterion	-8.588518
Log likelihood	135.2342	Hannan-Quinn criter.	-8.885819
Durbin-Watson stat	2.208327		

MONTHLYSY\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	-0.118764	
	1	-0.080761	
	2	-0.042758	
	3	-0.004755	
	4	0.033249	
	5	0.071252	
	6	0.109255	

MONTHLYSY\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	-0.050515	
	1	0.011607	
	2	0.073729	

MONTHLYSY\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	0.038715	
	1	0.029725	
	2	0.020734	
	3	0.011744	
	4	0.002754	
	5	-0.006236	
	6	-0.015226	
	7	-0.024216	

المصدر: Eviews10

بالنسبة إلى مستوى تكامل سوق دمشق للأوراق المالية مع الأسواق الثلاث الأخرى، كانت القيمة الاحتمالية لسوقي بيروت وإسطنبول غير معنوية؛ إذ كانت جميعها أكبر من ٥%. كما أظهر الأثر الكلي لتكامل سوق دمشق مع

سوق بيروت أثراً سلبياً في النمو الاقتصادي لسورية (-٠.٠٥٠٥١٥)، بينما كان الأثر الكلي لتكامل سوق دمشق مع إسطنبول إيجابياً في النمو الاقتصادي لها (٠.٠٣٨٧١٥).

كانت القيمة الاحتمالية لدرجة تكامل سوق دمشق وعمان الماليين معنوية عند ١%، أظهر المعامل الأول PDL01[٦] أثراً سلبياً في النمو الاقتصادي لسورية (-٠.١٥٦٧٦٧) فيما كان المعامل الثاني PDL02 ذا أثر إيجابي (٠.٠٣٨٠٠٣). بالنسبة إلى الأثر الكلي لتكامل سوقي دمشق وعمّان الماليين فقد كان أثراً سلبياً (-٠.١١٨٧٦٤) حيث يؤدي ارتفاع تكامل سوقي دمشق وعمّان الماليين درجة واحدة إلى انخفاض النمو الاقتصادي لسورية بمقدار ٠.١١٨ درجة.

يمكن تفسير الأثر السلبي الكلي للتكامل بين سوقي دمشق وعمان الماليين من الأزمة في سورية التي بدأت من الربع الأول لعام ٢٠١١م والتي أدت إلى انخفاض العلاقات التجارية والاستثمارية بين البلدين. حيث انخفضت الاستثمارات بشكل عام في سوق دمشق للأوراق المالية وهو ما تمت ملاحظته من خلال انخفاض كافة المؤشرات المتعلقة بتطور سوق دمشق للأوراق المالية مثل انخفاض حجم السوق المالية من ٥.٠٩% عام ٢٠١٠م إلى ٢.٨% عام ٢٠١٦م، والسيولة المنخفضة جداً حيث انخفض معدل دوران السهم من ٦.٢% عام ٢٠١٠م إلى ١.٧% عام ٢٠١٦م (سوق دمشق للأوراق المالية، ٢٠١٦).

من خلال النتائج التي جرى التوصل إليها من النموذج الأول لسورية يمكن رفض الفرضية الثانية والتي تنص على وجود أثر لتكامل الأسواق المالية في النمو الاقتصادي. حيث يمكن تفسير ذلك بالأزمة من جهة، واعتماد مصادر النمو الاقتصادي في سورية على الزراعة والثروة الحيوانية بمساهمة ١٧%، خدمات النقل والتخزين والاتصالات ١٩%، بينما يساهم القطاع المالي ب ٢% فقط؛ وبلغت مساهمة سوق دمشق للأوراق المالية في الناتج المحلي الإجمالي ٧.٤٣% عام ٢٠١٧م وهو ما يؤكد ضعف إسهام القطاع المالي في النمو الاقتصادي (المكتب المركزي السوري للإحصاء، ٢٠١٨).

يفسر معامل التحديد R-squared ٩٩% من تغيرات النمو الاقتصادي في سورية، فيما كانت قيمة Durbin-Watson (2.2). بالنسبة إلى الاختبارات التشخيصية لصحة النموذج تمتعت البواقي بالتوزيع الطبيعي؛ فقد كانت القيمة الاحتمالية أكبر من ٥% (0.72645). وأظهر اختبار الارتباط التسلسلي في بواقي النموذج من خلال اختبار correlogram بفترات تباطؤ (2) عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي (القيمة الاحتمالية المحسوبة (٠.٥٦٥) أكبر من ٠.٠٥) كما يظهر الجدول (٤):

الجدول (٤): الاختبارات التشخيصية لنموذج MIDAS في سورية

الاختبار	المعامل	القيمة الاحتمالية
Jarque-Bera (Histogram-Normality test)	٠.٦٣٩٠٤٨	٠.٧٢٦٤٩٥
Q-Stat (Correlogram Squared Residuals)	٠.٣٣٠٨	٠.٥٦٥

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج Eviews 10

- **تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الأردن**

[٦] يشير إلى معامل كثير الحدود الأول في المعادلة، بينما يشير PDL02 إلى معامل كثير الحدود من الرتبة الثانية.

كانت نتائج اختبار أثر تكامل سوق عمّان المالي مع الأسواق المالية على الشكل الآتي:

الجدول(٥): تقدير نموذج MIDAS في الأردن

Dependent Variable: GDPJO
Method: MIDAS

Sample (adjusted): 2011Q1 2018Q4
Included observations: 32 after adjustments
Method: PDL/Almon (polynomial degree: 2)
Automatic lag selection, max lags: 8
Chosen selection: 7 7 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.016799	0.003787	4.435633	0.0002
GDPJO(-1)	0.206998	0.141531	1.462559	0.1566
Page: MONTHLYJO Series: CORRJOLB(-4) Lags: 7				
PDL01	0.139508	0.041982	3.323029	0.0028
PDL02	-0.036951	0.010330	-3.577235	0.0015
Page: MONTHLYJO Series: CORRJOTU(-4) Lags: 7				
PDL01	-0.032725	0.044650	-0.732922	0.4707
PDL02	0.015128	0.011256	1.344032	0.1915
Page: MONTHLYJO Series: CORRSYJO(-4) Lags: 2				
PDL01	0.446976	0.271291	1.647586	0.1125
PDL02	-0.305343	0.178444	-1.711145	0.1000

R-squared	0.768763	Mean dependent var	0.024656
Adjusted R-squared	0.761055	S.D. dependent var	0.004590
S.E. of regression	0.002244	Akaike info criterion	-8.925770
Sum squared resid	0.000151	Schwarz criterion	-8.559336
Log likelihood	150.8123	Hannan-Quinn criter.	-8.804307
Durbin-Watson stat	2.061081		

MONTHLYJO\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	0.102556	
	1	0.065605	
	2	0.028653	
	3	-0.008298	
	4	-0.045250	
	5	-0.082201	
	6	-0.119153	

MONTHLYJO\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	-0.017597	
	1	-0.002470	
	2	0.012658	
	3	0.027786	
	4	0.042914	
	5	0.058042	
	6	0.073170	

MONTHLYJO\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	0.141633	
	1	-0.163710	

المصدر: Eviews10

أظهر مستوى تكامل سوقي عمان وبيروت الماليين معنوية في تفسير النمو الاقتصادي للأردن، حيث كانت القيمة الاحتمالية للمعاملين معنوية عند ٥%. يؤثر المعامل الأول إيجاباً (٠.١٣٩٥٠٨)، بينما يؤثر المعامل الثاني سلباً (-٠.٠٠٣٦٩٥١)، فيما كان الأثر الكلي إيجابياً؛ فكلما ارتفع التكامل بين سوقي عمّان وبيروت درجة واحدة ارتفع النمو الاقتصادي للأردن (٠.١٠٢٥٥٦) درجة.

يؤثر مستوى تكامل السوقين الماليين للأردن ولبنان إيجابياً في النمو الاقتصادي للأردن، ويمكن أن يتم تفسير ذلك من خلال قناة الاستثمار والتجارة الخارجية. حيث يؤثر التكامل بين السوقين بدايةً في ازدياد الاستثمارات وازدياد تطور السوق وسيولته وهو ما ينعكس إيجاباً في النمو الاقتصادي، كما أن ازدياد التجارة الخارجية بين البلدين تساهم في زيادة النمو أيضاً. فيما يصبح التأثير لاحقاً سلبياً نتيجة لبحث المستثمرين عن فرص تنويع أخرى لمحافظهم الاستثمارية وهو ما يؤثر على سيولة السوق المالية، خاصة مع عدم الاستقرار والاضطرابات التي شهدها لبنان خلال مدَّة الدراسة. حيث تراجعت رسملة سوق عمّان للأوراق المالية من ١٢٢.٧% عام ٢٠١٠م إلى ٥٦.٧% عام ٢٠١٨م، كما تراجع معدل دوران السهم من ١٠٢.٢% إلى ١٨.٨٣% خلال المدَّة نفسها (سوق عمان المالي، ٢٠١٨). تؤدي النتائج التي جرى التوصل إليها إلى رفض الفرضية الثالثة بوجود أثر لتكامل الأسواق المالية مع سوق عمان المالي في النمو الاقتصادي للأردن. وبتحليل القطاعات المساهمة في النمو الاقتصادي يمكن الملاحظة أن قطاعي الصناعات التحويلية وقطاع النقل والتخزين هما المساهمان الأكبر في النمو الاقتصادي للأردن، حيث بلغت مساهمتهما معاً ٤٦.٧% عام ٢٠١٨م، بينما ساهم القطاع المالي ب ١٤.٩% (مصرف الأردن المركزي، ٢٠١٨).

لم يظهر تكامل سوق عمان المالي مع سوقي دمشق وإسطنبول الماليين أثراً في النمو الاقتصادي للأردن، وكان الأثر الكلي لتكامل سوقي عمان وإسطنبول سلبياً (-٠.٠١٧٥٩٧) في النمو الاقتصادي للأردن، فيما كان الأثر الكلي لتكامل سوقي عمّان ودمشق إيجابياً (٠.١٤١٦٣٣) في النمو الاقتصادي للأردن.

يفسر النموذج السابق ٧٦.٨% من تغيرات النمو الاقتصادي للأردن من خلال قيمة R-squared، وكانت قيمة Durbin-Watson مرتفعة (2.06) مما يشير إلى غياب الارتباط الذاتي بين البواقي. وبتطبيق الاختبارات التشخيصية للتأكد من صحة النموذج المقدر يظهر اختبار التوزيع الطبيعي أن البواقي الناتجة تتصف بالتوزيع الطبيعي، وأكد اختبار correlogram عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج المقدر كما يظهر الجدول (٦):

الجدول (٦): الاختبارات التشخيصية لنموذج MIDAS في الأردن

الاختبار	المعامل	القيمة الاحتمالية
Jarque-Bera (Histogram-Normality test)	٠.٥٨٧٧٨٦	٠.٧٤٥٣٥٦
Q-Stat (Correlogram Squared Residuals)	0.0083	0.927

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج Eviews 10

- **تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في لبنان**

أظهر تقدير نموذج MIDAS لاختبار أثر مستوى تكامل سوق بيروت مع الأسواق المالية النتائج الآتية:

الجدول (٧): تقدير نموذج MIDAS في لبنان

Dependent Variable: GDPLB
Method: MIDAS

Sample (adjusted): 2011Q1 2018Q4
Included observations: 32 after adjustments
Method: PDL/Almon (polynomial degree: 2)
Automatic lag selection, max lags: 8
Chosen selection: 8 2 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000712	0.000432	1.646815	0.1132
GDPLB(-1)	1.465753	0.054143	27.07173	0.0000
GDPLB(-2)	-0.712458	0.046119	-15.44820	0.0000
Page: MONTHLYLB Series: CORRJOLB(-4) Lags: 8				
PDL01	0.027209	0.005296	5.137990	0.0000
PDL02	-0.006242	0.001129	-5.529010	0.0000
Page: MONTHLYLB Series: CORRLBTU(-4) Lags: 2				
PDL01	0.196912	0.060509	3.254253	0.0035
PDL02	-0.134235	0.040580	-3.307925	0.0031
Page: MONTHLYLB Series: CORRSYLB(-4) Lags: 2				
PDL01	0.089059	0.057550	1.547499	0.1354
PDL02	-0.052622	0.038607	-1.363000	0.1861

R-squared	0.982888	Mean dependent var	0.003411
Adjusted R-squared	0.981708	S.D. dependent var	0.002638
S.E. of regression	0.000357	Akaike info criterion	-12.57477
Sum squared resid	3.69E-06	Schwarz criterion	-12.16253
Log likelihood	210.1962	Hannan-Quinn criter.	-12.43812
Durbin-Watson stat	2.076019		

MONTHLYLB\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	0.020967	
	1	0.014725	
	2	0.008483	
	3	0.002241	
	4	-0.004001	
	5	-0.010243	
	6	-0.016485	
	7	-0.022727	

MONTHLYLB\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	0.062677	
	1	-0.071558	

MONTHLYLB\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	0.036437	
	1	-0.016185	

المصدر: Eviews10

كان لمستوى تكامل سوق لبنان المالي مع سوق الأردن أثر إيجابي بدايةً في النمو الاقتصادي للبنان (٠.٠٢٧٢٠٩) فقد كانت القيمة الاحتمالية معنوية عند ١% ، ولاحقاً أصبح تأثير المعامل سلبي (٠.٠٠٠٦٢٤٢) بمعنوية ١% فيما أظهر الأثر الكلي لتكامل سوقي بيروت وعمان المالي أثراً إيجابياً في النمو الاقتصادي للبنان (٠.٠٢٠٩٦٧).

أظهر تكامل سوق بيروت وإسطنبول الماليين أيضاً أثراً إيجابياً بدايةً في النمو الاقتصادي للبنان (٠.١٩٦٩١٢) فقد كانت القيمة الاحتمالية معنوية عند ١% ، ولاحقاً أصبح تأثير المعامل سلبياً (-٠.١٣٤٢٣٥) بمعنوية ١% فيما أظهر الأثر الكلي لتكامل سوقي بيروت واسطنبول المالي أثراً إيجابياً في النمو الاقتصادي للبنان (٠.٠٦٢٦٧٧).

يمكن تفسير هذه النتيجة بدايةً في الأثر الإيجابي من خلال أن معظم الشركات المدرجة في سوق بيروت هي شركات متعددة الجنسية، ولها عدة فروع في المنطقة منها تركيا والأردن (سوق بيروت للأوراق المالية، ٢٠١٨)، مما يؤدي إلى وجود أثر لتكامل سوق بيروت للأوراق المالي مع سوقي إسطنبول وعمّان. وبالنسبة إلى الأثر السلبي لاحقاً فيمكن أن يعزى إلى الأحداث وعدم الاستقرار الذي شهده لبنان والذي انعكس على استثمارات المستثمرين، بالإضافة إلى أن ازدياد درجة التكامل بين سوقي عمّان وبيروت تؤدي إلى تخفيض الاستفادة من فرص تنويع المحفظة الاستثمارية بالنسبة إلى المستثمرين وبالتالي البحث عن أسواق أقل تكاملاً مع سوقهم، وهو ما يخفض أثر هذا التكامل على النمو الاقتصادي.

كانت معاملات تكامل سوقي بيروت ودمشق الماليين غير معنوية، فيما كان الأثر الكلي لتكامل السوقين إيجابياً (٠.٠٣٦٤٣٧) في النمو الاقتصادي للبنان. تساعد هذه النتائج التي تم التوصل إليها في قبول الفرضية الرابعة من الدراسة بوجود أثر للتكامل في النمو الاقتصادي للبنان.

يفسر النموذج السابق ٩٨% من تغيرات النمو الاقتصادي في لبنان، وأظهرت قيمة Durbin-Watson قيمة (2.07) مما يشير إلى غياب الارتباط الذاتي بين البواقي. وللتأكد من صحة النموذج المطبق طُبِّقت الاختبارات على البواقي فأظهر التوزع الطبيعي لبواقي النموذج، حيث كانت القيمة الاحتمالية أكبر من ٥%، ومن خلال اختبار correlogram تم التحقق من عدم وجود ارتباط تسلسلي بين بواقي النموذج فقد كانت القيم الاحتمالية للاختبار أكبر من ٥%:

الجدول (٨): الاختبارات التشخيصية لنموذج MIDAS في لبنان

الاختبار	المعامل	القيمة الاحتمالية
Jarque-Bera (Histogram-Normality test)	٢.٥٨٧٩٤٧	٠.٢٧٤١٧٩
Q-Stat (Correlogram Squared Residuals)	٠.٧٥٣١	٠.٣٨٥

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج Eviews 10

- **تكامل الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في تركيا**

قدر Eviews10 نموذج MIDAS لاختبار أثر مستوى تكامل سوق إسطنبول المالي مع سوق كل من دمشق، عمّان وبيروت المالية وكانت النتائج على الشكل الآتي:

الجدول(٩): تقدير نموذج MIDAS في تركيا

Dependent Variable: GDPTR
Method: MIDAS

Sample (adjusted): 2011Q1 2018Q4
Included observations: 32 after adjustments
Method: PDL/Almon (polynomial degree: 2)
Automatic lag selection, max lags: 8
Chosen selection: 2 2 2

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.020205	0.018169	1.112077	0.2771
GDPTR(-1)	0.852981	0.145376	5.867402	0.0000
Page: MONTHLYTR Series: CORRJOTU(-4) Lags: 2				
PDL01	2.593754	2.524744	1.027333	0.3145
PDL02	-1.915713	1.685091	-1.136861	0.2668
Page: MONTHLYTR Series: CORRLBTU(-4) Lags: 2				
PDL01	-4.926944	2.946525	-1.672120	0.1075
PDL02	3.105652	1.960731	1.583925	0.1263
Page: MONTHLYTR Series: CORRSYTU(-4) Lags: 2				
PDL01	-4.892495	2.271031	-2.154305	0.0415
PDL02	3.182326	1.513521	2.102598	0.0462

R-squared	0.714728	Mean dependent var	0.062376
Adjusted R-squared	0.705219	S.D. dependent var	0.030639
S.E. of regression	0.016635	Akaike info criterion	-4.919140
Sum squared resid	0.008302	Schwarz criterion	-4.552706
Log likelihood	86.70624	Hannan-Quinn criter.	-4.797678
Durbin-Watson stat	1.889017		

MONTHLYTR\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	0.678041	
	1	-1.237673	

MONTHLYTR\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	-1.821291	
	1	1.284361	

MONTHLYTR\CORR...	Lag	Coefficient	Distribution
	0	-1.710169	
	1	1.472157	

المصدر: Eviews10

كانت قيم المعاملات لمستوى تكامل سوق اسطنبول مع سوقي بيروت وعمّان الماليين غير معنوية وأكبر من ٥%. أظهر الأثر الكلي لتكامل سوقي إسطنبول وعمّان الماليين أثراً إيجابياً (٠.٦٧٨٠٤١) في النمو الاقتصادي لتركيا، فيما كان الأثر الكلي لتكامل سوقي إسطنبول وبيروت سلبياً (−١.٨٢١٢٩١) في النمو الاقتصادي لها. ويمكن تفسير هذه النتيجة بانخفاض مستوى التكامل بين سوق إسطنبول وسوقي بيروت وعمّان الماليين، واعتماد مصادر النمو في تركيا بصورة أساسية على قطاعي الصناعة (17.6%) وتجارة الجملة والتجزئة (12%) بينما يبلغ إسهام القطاع المالي (3.2%) فقط (المصرف المركزي لتركيا، ٢٠١٨).

أظهرت النتائج أيضاً وجود أثر لمستوى تكامل سوقي إسطنبول ودمشق الماليين في النمو الاقتصادي لتركيا. حيث كان الأثر الكلي سلبياً (-١.٧١٠١٦٩)، فيما كان الأثر للمعامل الأول (-٤.٨٩٢٤٩٥) سلبياً، وأثر المعامل الثاني (٣.١٠٥٦٥٢) إيجابياً. يمكن أن يعزو الباحثون الأثر السلبي بداية وبمعنوية ٥% لمعامل PDL01 في النمو الاقتصادي لانقطاع العلاقات التجارية وتراجع الاستثمارات بين البلدين خلال فترة الأزمة السورية وبصورة خاصة عامي ٢٠١١ و٢٠١٢م. ومنذ عام ٢٠١٤م ارتفعت التجارة الثنائية بين البلدين حسب بيانات صندوق النقد الدولي ومصرف سورية المركزي فانعكس ذلك كأثر غير مباشر لمستوى تكامل السوقين الماليين في النمو الاقتصادي لتركيا. وبناءً عل هذه النتائج يمكن رفض الفرضية الفرعية الرابعة من البحث بوجود أثر لمستوى تكامل سوق إسطنبول المالي مع سوق كل من دمشق، بيروت وعمّان المالية في النمو الاقتصادي لتركيا.

يفسر النموذج المقدر ٧٠% من تغيرات النمو الاقتصادي في تركيا، وأظهرت قيمة Durbin-Watson قيمة مرتفعة (1.88) مما يعكس غياب الارتباط الذاتي للبواقي. أُجريت الاختبارات التشخيصية للتأكد من صحة النموذج المقدر من خلال اختباري nomality test للتوزع الطبيعي للبواقي، وcorrelgoram test للارتباط الذاتي. كانت القيم الاحتمالية للاختبار أكبر من ٥% (0.83) مما يؤكد تمتع البواقي بالتوزع الطبيعي، وبالنسبة إلى اختبار الارتباط الذاتي فقد وضح غياب الارتباط الذاتي من بواقي النموذج المقدر حيث كانت جميع القيم الاحتمالية للاختبار أكبر من ٥% (0.200):

الجدول (١٠): الاختبارات التشخيصية لنموذج MIDAS في تركيا

الاختبار	المعامل	القيمة الاحتمالية
Jarque-Bera (Histogram-Normality test)	0.351304	0.838910
Q-Stat (Correlogram Squared Residuals)	1.6420	0.200

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج Eviews 10

الاستنتاجات والتوصيات

هدف هذا البحث إلى اختبار أثر درجة تكامل الأسواق المالية في مجموعة من دول شرق المتوسط (سورية، الأردن، لبنان، تركيا) في النمو الاقتصادي لهذه الدول خلال المدَّة ٢٠١٠-٢٠١٨م. جرى قياس النمو الاقتصادي بمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الفصلي، وقياس درجة الارتباط المشروط بين كل سوقين ماليين بالاعتماد على نموذج DCC-GARCH المطور من قبل Engle (2002)، وأوضحت النتائج من النموذج السابق وجود علاقة ضعيفة بين الأسواق المالية في مجموعة الدول، كانت أقواها العلاقة بين سوقي بيروت وعمان الماليين؛ مما يظهر وجود فرص لتنويع المحافظ الاستثمارية للمستثمرين الراغبين بتنويع محافظهم في الأسواق المالية المذكورة.

للتحقق من العلاقة بين معدل النمو الاقتصادي وتكامل الأسواق المالي جرى الاعتماد على نموذج MIDAS المقترح من قبل (Ghysels etal., 2004). أظهر النموذج الأول في سورية وجود أثر لمستوى تكامل السوقيين الماليين دمشق وعمان في النمو الاقتصادي لسورية، فيما لم يكن هناك أثر لمستوى تكامل سوق دمشق مع سوقي بيروت وإسطنبول في النمو الاقتصادي لسورية. تعزى هذه النتيجة إلى الأزمة التي تعرضت لها سورية والتي أثرت على أداء سوق دمشق للأوراق المالية وعلاقته مع الأسواق الخارجية، وتراجع الاستثمارات الأجنبية والعلاقات التجارية

الخارجية مع دول الجوار في معظم فترات الدراسة مما ساهم في إضعاف أثر التكامل في النمو الاقتصادي وهو مايتوافق مع النتائج التي توصل إليها Evans (2013) في أن الاستقرار الاقتصادي للدولة مهم للاستفادة من الفوائد الإيجابية للتكامل.

لم يكن هناك أثر لتكامل سوق عمان المالي مع سوقي دمشق وإسطنبول الماليين في النمو الاقتصادي للأردن، في حين أظهر التكامل بين سوقي عمان وبيروت الماليين أثراً إيجابياً وسلبياً في النمو الاقتصادي. يمكن أن تعزى النتيجة السابقة إلى توتر العلاقات الاقتصادية وإغلاق الحدود بين سورية والأردن نتيجة للأزمة التي لحقت بسورية، فيما كان التكامل ضعيفاً بين سوقي عمان وإسطنبول من جهة، كما تختلف القطاعات المسيطرة على السوق المالي: حيث يسيطر القطاع المالي على معظم تداولات سوق عمّان للأوراق المالية، فيما يسيطر قطاع الصناعة على معظم تداولات سوق إسطنبول للأوراق المالية؛ بالإضافة إلى اعتماد مصادر النمو في الأردن على القطاع الصناعي.

كان لتكامل سوق بيروت مع سوقي عمان وإسطنبول الماليين أثر إيجابي بدايةً في النمو الاقتصادي للبنان ولاحقاً أصبح الأثر سلبياً. يمكن تفسير هذه النتيجة بالأثر الإيجابي للتكامل من خلال تعزيز سيولة السوق وتطوره وهو ما ينعكس إيجابياً في النمو، وبالنسبة إلى الأثر السلبي لاحقاً فيمكن أن يعزى إلى الأحداث وعدم الاستقرار الذي شهده لبنان والذي انعكس على استثمارات المستثمرين في كلا السوقين، بالإضافة إلى أن ازدياد درجة التكامل مع سوق عمان والذي أدى إلى تخفيض الاستفادة من فرص تنويع المحفظة الاستثمارية بالنسبة إلى المستثمرين وبالتالي البحث عن أسواق أقل تكاملاً مع سوقهم وهو ما يخفض أثر هذا التكامل في النمو الاقتصادي.

في تركيا الدولة الأكثر تقدماً في المجموعة، أوضح نموذج MIDAS وجود أثر لمستوى تكامل سوق إسطنبول للأوراق المالية مع سوق دمشق فقط في النمو الاقتصادي لتركيا، ويعزي الباحثون هذه النتيجة إلى العلاقات التجارية المهمة بين البلدين والتي شهدت انخفاضاً في عامي ٢٠١١ و٢٠١٢م فقط. تتوافق هذه النتيجة مع دراسة Ibrahim etal., (2016) والذي وضح أن وجود أثر لتكامل الأسواق في النمو الاقتصادي يرتبط بمستوى التطور الاقتصادي للبلد، حيث ينخفض أثر التكامل المالي في النمو الاقتصادي في البلدان المتقدمة جداً والبلدان المتخلفة جداً.

التوصيات

١. توصي الدراسة المستثمرين في مجموعة دول شرق المتوسط بإمكانية تنويع المحافظ الاستثمارية والاستفادة من الارتباط الضعيف بين الأسواق المالية لتحقيق عوائد استثنائية، باستثناء سوقي عمّان وبيروت الماليين.

٢. توصي هذه الدراسة القائمين على الأسواق المالية بضرورة العمل على انفتاح الأسواق المالية في سورية، الأردن ولبنان بما يساهم في جذب المستثمرين الأجانب وازدياد تكامل هذه الأسواق للاستفادة من الفوائد الإيجابية التي يقدمها تكامل الأسواق المالية.

٣. توصي الدراسة بضرورة تطبيق إصلاحات اقتصادية ومالية تساهم في تحقيق الاستفادة من تكامل الأسواق المالية، وتعزيز ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية خاصة سوق دمشق للأوراق المالية.

٤. توصي الدراسة الأبحاث المستقبلية بالبحث في الآثار غير المباشرة لتكامل الأسواق المالية في النمو الاقتصادي من خلال تحليل آثار العتبات المحتملة.

المراجع

١. الطويل، ليلى. منهجية البحث العلمي، الطبعة الأولى، سورية ٢٠١٥.

٢. بن حاسين، اعمر; جديدين، لحسين; بن بوزيان، محمد. (٢٠١٢). كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية: دراسة حالة بورصة السعودية، عمّان، تونس، المغرب. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد (٢).

٣. *ATYEH, K. (2012). The Theoretical Consideration of Financial Market Integration: The Case of Arab Countries. Journal of Economics and Sustainable Development. 3(1).*

٤. *BHAGHOE, S; OOFT, G; FRANCES, P. (2019). Estimates of quarterley GDP growth using MIDAS regressions.*

٥. *BOLLERSLEV, T. (1986). Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity. Journal of Econometrics. 31(3).*

٦. *BOYED, J; SMITH, B. (1992). Intermediation and Equilibrium Allocating of Investment Capital: Implication for Economic Development. Journal of Monetary Economics. 30(3).*

٧. *BROOKS, C. (2008). Introductory Economics for Finance.2ed edition. Cambridge University.*

٨. *BLOEM, A; DIPPELSMAN, R; MAEKLE, N. (2001). Quarterly national accounts manual concepts, data sources and complitation. International Monetary Fund, Washington DC.*

٩. *DENTON, F. (1971). Adjustment of monthly or quarterly series to annual totals: An approach based on quardratic minimization. Journal of the American Statistical Association, 66.*

١٠. *DOHERTY, M. (1994). Probability Versus non-Probability Sampling Sample Survey. The New Zealand Statistics Review, 21-28.*

١١ *EKPO, A; CHUKU, C. (2017). Regional Financial Integration and Economic Activity in Africa. African Development Bank Group. 291.*

١٢. *ENGLE, R. (1982). Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. Economic Journal Eomo.SOC.987-1007.*

١٣. *ENGLE, R. (2002). Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models. Journal of Business and Economic Studies. 20 (3). 339-350.*

١٤. *EVANS, O. (2013). International financial integration and the Nigerian economics performance: A VAR modeling approach. Department of Economics University of Lagos Nigeria.*

١٥. *FORBES, K; RIGOBON, R. (2002). No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovement. The Journal of Finance. (5).*

١٦. *GHYSELS, E; SANTA-CLARA, P; SINKO, A; VALKANOV, R. (2002-2004). The MIDAS touch: mixed data sampling regression models.*

١٧. *HONGYU, P; ZHICHAO, Z. (2006). Forecasting Financial Volatilities: Evidence from Chinese Stock Market. Working Paper in Economics and Finance. 6/2. University of Durham.*

١٨. *IBRAHIM, S; MAZLINA, A; AZMAN-SAINI, W; ZAKARIA, M. (2016). Financial integration-growth nexus: A quantile regression analysis. Journal of economics integration. 31(3).*

١٩. *JORION, P; SHWARTZ, E. (1986). Integration Vs Segmentation the Canadian Stock Market. The Journal of Finance. 41(3).*

٢٠. *JOYO, A; LEFEN, L. (2019). Stock Market Integration of Pakistan with its Trading Partners: A Multivariate DCC-GARCH Model Approach. Sustainbility 11/303.*

٢١. *KUMAR, R. (2016). Integration of Stock Returns and Volatility of Emerging Equity Markets: A Study Under Risk and Uncertainly. 8.*

٢٢. *LEVINE, R; ZERVOS, S. (1996). Stock market development and long-run growth. The World Bank Review. 10(2).*

٢٣. *LEVINE, R; ZERVOS, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. The American Review. 26(7).*

٢٤. *MCKINNON, I. (1973). Money and capital economic development. Brookings institution, Washington DC.*

٢٥. *NEAIME, S. (2016). Financial Crises and Contagion Vulnerability of MENA Markets. Emerging Markets Review. 27.*

٢٦. *OPERA, O; STOICA, O. (2018). Capital markets integration ans economic growth. Montenegrin Journal of Economics. 14(3).*

٢٧. *OSADA, M; SAITO, M. (2010). Financial integration and economic growth:An empirical Analysis using international panel data from 1974-2007. Third Annual Workshop of the BIS Asian Research Networks hed on March 26.*

٢٨. *PESARAN, B; PESARAN, H. (2007). Modeling Volatilities and Conditional Correlations in Futures Markets with A Multivariate t.Distribution. IZA. DP. NO2906.*

٢٩. *PUKTHUANTHONG, K. (2009). Multinational Finance and Global Financial Market Integration. San DIEGO State University.*

٣٠. *RAJAN, G; ZINGALES, L. (1998). Financial dependence and growth. The American Economic Review. 88(3).*

٣١. *SCHUMPETER, J. (1911). A Theory of Economic Development. Cambridege MA: Harvard University Press.*

٣٢. *SHAW, S. (1973). Financial deepening in economic development. Oxford University.*

33. STUART, R. (2016). International Stock Market Integration During Gold Standard. Central Bank of Ireland.

34. STULZ, R. (1981). On the Effect of Barriers to International Investment. The Journal of Finance. 36(4).

35. SUM, K. (2012). The integration of the financial markets and growth: evidence from global cross country analysis. Bank Ikredyt, 43(3).

36. TSUE, A; Xu, C; Zhang, Z. (2013). Forecasting Singapore economic growth with mixed frequency data. 20th international congress on modeling and simulation, Adelaide, Australia.

37. VASILA, A. (2003). European stock market integration and economic growth: A theoretical prespective. First Symposium of Modern Greece London School of Economics, Hellenic Observatory, London.

-التقارير الصادرة عن المصارف المركزية لكل من الأردن، لبنان، تركيا ٢٠١٠-٢٠١٨م.

-المكتب المركزي للإحصاء في سورية ٢٠١١-٢٠١٨.

-التقارير الصادرة عن الأسواق المالية لكل من سورية، الأردن، لبنان، وتركيا ٢٠١٠-٢٠١٨م.

-صندول النقد الدولي.

-Federal Reserve Bank of St.Louis 2010-2018.