

## العلاقة بين حجم السوق المالية والنمو الاقتصادي في منطقة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا - دراسة تجارب ثلاثة بلدان (المغرب، تونس، الأردن)

د. أحمد أمين سعدالله

جامعة لونيسبي علي- البليدة2

ملخص:

إن تطور الأنظمة والأدوات المالية جعل الدول الناشئة تسجل ارتفاعا ملحوظا في حجم أسواقها المالية و نسبة الرسملة السوقية من مجموع الرسملة السوقية العالمية، وهذا الأمر قد يشير إلى أهمية الأسواق المالية في البلدان الناشئة و مساهمتها في النشاط الاقتصادي العالمي. فقد أشارت تقارير صادرة عن البنك الدولي عن أهمية إنشاء أسواق مالية وتدفق الاستثمارات الأجنبية لتحقيق النمو الاقتصادي غير أن تأثير حجم الأسواق المالية ومدى تطورها على النمو الاقتصادي ليس أمرا مؤكدا. من خلال عينة لثلاث أسواق ناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وهي المغرب و تونس والأردن تبين عبر النماذج الإحصائية أن حجم السوق المالية يؤثر بشكل مختلف على هذه الدول ففي تونس كان هناك تأثير شبه معدوم بينما تأثيره على النمو الاقتصادي في المغرب كان ضعيفا وفي الأردن كان تأثيره إيجابيا.

لغرض تحقيق نمو اقتصادي بشكل واضح في الدول الناشئة يجب وضع تشريعات لتحفيز الأسواق وتنظيم عملها. الكلمات المفتاحية: السوق المالية، النمو الاقتصادي، الرسملة السوقية، الأسهم المتداولة، الناتج المحلي الخام.

### Résumé :

*The development of financial systems and tools make many emergent countries registering rise in the market capitalization and the part of the capitalization from the total world capitalization, hence financial market may play role in economic activity. Many world bank reports have already pointed out the importance of stock market and the FDI flow to perform economic growth, however the effect of financial market size on economic growth is not certain.*

*In this study we took a sample of three MENA countries (Morocco, Tunisia, Jordan) to measure the relationships between stock market size and economic growth. Using statistical methods we found different results, while in Morocco the effect of financial market is positively weak , in Tunisia there is quite no effect and in Jordan the effect of financial market size on economic growth is positive.*

*In order to perform more economic growth in those countries more regulations and laws are needed to efficiently run the financial market.*

**Keywords:** Financial market, economic growth, market capitalization, traded stocks, gross domestic product.

## مقدمة:

تميز العقدان الأخيران بتطور ملحوظ للأسواق المالية في العالم حيث توسعت سوق الأوراق المالية في الكثير من بلدان العالم. كان مجموع قيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية أو ما يسمى الرسملة يقدر بحوالي 9.6 تريليون دولار في عام 1994 ليصل إلى 53.5 تريليون دولار في عام 2006 و خلال الأزمة الاقتصادية المالية هبطت قيمة الرسملة السوقية في العالم إلى 34.95 تريليون دولار سنة 2008 ثم ليقفز إلى 47.01 تريليون دولار سنة 2011.

مع تطور الوسائل والأدوات المالية استطاعت الدول الناشئة أن تسجل ارتفاعا ملحوظا في نسبة الرسملة السوقية من مجموع الرسملة السوقية العالمية، وهذا الأمر قد يشير إلى أهمية الأسواق المالية في البلدان الناشئة و مساهمتها في النشاط الاقتصادي العالمي.

إن الكثير من هذه البلدان وضعت قوانين لإصلاح وتحفيز الأسواق المالية بغية استقطاب استثمارات و رؤوس أموال أجنبية و هذا ما حصل فعلا حيث أن ظهور سوق مالية منظمة ونظام مالي متطور ساهم في نشأة العديد من الشركات داخل البلد و قدوم استثمارات أجنبية ساهمت في تطور الاقتصاد بشكل عام.

تعتبر المنطقة العربية من أهم مناطق العالم التي تشهد نموا سريعا للسوق المالية رغم ضعف القوانين و التشريعات المالية في بعض هذه البلدان. إن أنظمة فعالة على العموم هي مهمة في المساهمة في التطور الاقتصادي والمالي غير أنه في المنطقة العربية توجد أنظمة مالية أكثر تطورا من الأخرى، والتالي هناك عوامل سياسية وأخرى اقتصادية كلية تحدد مدى التطور المالي داخل البلد.

إن القطاع المالي سواء تعلق الأمر بالتمويل البنكي أو السوق المالية قد يساهم في إحداث النمو الاقتصادي غير أن هذا الاستنتاج لا يوافقته الرأي الكثير من الباحثين خاصة إذا كان ذلك في أسواق ناشئة مثل المنطقة العربية (دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا). فقد أظهرت دراسة كينغ وليفين (King and Levine, 1993) أن تطور القطاع البنكي يساهم في النمو الاقتصادي في عينة من 80 دولة كما أن إحدى الدراسات الهامة في هذا المجال هي دراسة ليفين وزرفوس

(Levine and Zervos, 1998) والتي بينت أن تطور السوق المالية يساهم في توقع مستقبل النمو الاقتصادي.

من جهة أخرى يتحفظ بعض الباحثين عن هذه النتائج حيث أن ستيغلتز (Stiglitz, 1985) يرى أن تطور السوق المالية من شأنه زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين حيث أن تغير أسعار الأسهم في السوق يغير من المعلومات التي تعكسها هذه الأسعار بشكل سريع مما يقلل من رغبة المستثمرين

في البحث عن الاستثمارات المناسبة و المعلومات لتكلفة هذه المعلومات. أما لو كاس (Lucas, 1988) فهو أيضا يرى أن هناك مبالغة في تأثير تطور القطاع المالي و السوق المالية على النمو الاقتصادي. كما أن ستيغلتز (Stiglitz, 1993) يرى أن تطور القطاع المالي و البنكي يرفع من حدة المنافسة بين المؤسسات المالية و بالتالي قد تتخفف تكاليف الوساطة المالية بين البنوك مما يخفض أرباح هذه البنوك و إذا ما استمر انخفاض الأرباح فإن هذا من شأنه تخفيض السيولة المتاحة لدى البنوك و بالتالي تقل القروض الممنوحة للشركات مما سيقلل النمو الاقتصادي.

تعتبر مسألة دور السوق المالية في النمو الاقتصادي بشكل عام من أكثر المواضيع مناقشة من قبل الباحثين و تم تناولها من عدة جوانب إلا أن الدراسات المركزة على الأسواق العربية مازالت قليلة، و لذلك نحاول من خلال هذا البحث معرفة التأثير الحقيقي للأسواق المالية و مدى مساهمة تطور السوق المالية عموما على النمو الاقتصادي.

من خلال المعطيات السوقية المتوفرة و أيضا مؤشرات النمو الاقتصادي نفترض أن هناك تأثيرا ايجابيا متوسطا لتطور السوق المالية على النمو الاقتصادي. باستعمال تقنيات القياس الاقتصادي، معامل الارتباط و معامل التحديد نحاول الخروج بنتائج حول مساهمة السوق المالية في النمو الاقتصادي في أربع دول عربية وهي المغرب، الجزائر، تونس و الأردن و ذلك على فترة تمتد من سنة 2000 إلى سنة 2011.

**2- التطور المالي و مساهمته في النمو الاقتصادي:**

إن الدراسات التي بينت العلاقة بشكل مباشر بين تطور السوق المالية و النمو الاقتصادي قليلة و من أهمها دراسة ليفين و زيوفوس (Levine and Zervos, 1998) المذكورة سابقا. غير أن هناك دراسات سابقة بينت العلاقة بين تطور النظام المالي بشكل عام و النمو الاقتصادي، و تعتبر دراسة ماك كينون و شاو (Mc Kinnon and Shaw, 1973) : نظرية التحرير المالي أو الليبرالية المالية<sup>1</sup> أحد أهم الدراسات و منطلق دراسات و اتجاهات أخرى، و خلاصتها أن تحرير القطاع المالي في الدولة من شأنه أن يساهم فعليا و سريعا في النمو الاقتصادي و هذا عن طريق رفع دور الوساطة المالية و تجميع الموارد و الادخارات و إنشاء سوق حرة للقيم. بينما يكون " التضيق المالي" هي وراء التخلف و العجز الاقتصادي الموجود في الكثير من الدول النامية و يقصد بالتضيق المالي التدخل الحكومي في القطاع المالي عن طريق تحديد معدلات الفائدة و عملية تأطير القروض، و تأتي أهمية هذه النظرية في أنها الأولى التي استطاعت تقييم دور التطور المالية

<sup>1</sup> Shaw.E "Financial deepening in economic development", Oxford University Press; 1973, McKinnon (R. I.) "Money and capital in economic development», Brookings Institution, 1973.

والوساطة المالية في النمو الاقتصادي. وقد أعاد فينيت (Venet, 1994) توضيح أهمية دور الوساطة المالية في رفع الكفاءة المالية.

تبقى الدراسات الميدانية والأدلة الإحصائية على وجود علاقة بين السوق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل محدودة جدا خاصة في الدول النامية. وعلى العموم فإن أدبيات الأبحاث حول النمو الاقتصادي لم تتناول بشكل موسع عامل التطور المالي أو الوساطة المالية وأحيانا أهملتها في تحليل النمو الاقتصادي.

و في التسعينيات من القرن العشرين بدأ بعض الباحثين الاهتمام بموضوع السوق المالية وأثرها في معدلات النمو الاقتصادي مثل بنسيفينغا وزملاؤه (Bencivenga et Al, 1996) و ليفين (Levine, 1991) والذين بينوا أن السيولة في السوق المالية وحجم التداول تلعب دورا أساسيا في تحقيق النمو الاقتصادي بالرغم أن الاستثمارات ذات مردودية عادة ما تتطلب تخصيص رؤوس أموال لمدة طويلة والمدخرون لا يريدون تخصيص أموالهم لمدة طويلة دون الحصول على سيولة و بالتالي فإن وجود سيولة للسوق المالية بحيث يستطيع المستثمرون بيع أسهمهم في أي زمن وأيضا تستطيع الشركات الحصول على رؤوس أموال لتمويل مشروعاتهم يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي مع توفر السيولة للمستثمرين.

إن الوساطة المالية بين المدخرين والشركات التي تبحث عن تمويل عبر السوق المالية هي هدف رئيسي للسوق المالية مع تحقيق أهداف المستثمرين وهي تعظيم أرباحهم وتحسين أداء الإدارة، ولذلك يرى جانسن و مورفي (Jensen and Murphy, 1990) أن سوقا مالية متطورة تمنح جزءا من أرباح الأسهم لأعضاء إدارة الشركة يمكن أن تساهم في التقريب بين مصالح الإدارة و المساهمين وبالتالي دعم تخصيص أفضل للموارد المالية و تحقيق النمو الاقتصادي.

يمكن أيضا ربط القطاع الصناعي بالقطاع المالي حيث أن القطاعات الصناعية ومدى تطورها قد تساهم فعليا في تشييط النمو على المدى الطويل. وفي هذا المجال تعد دراسة راجان وزينغلاس (Rajan and Zingales, 1998) من أهم الدراسات التي ربطت بين تطور القطاع الصناعي و التمويل الخارجي حيث قام الباحثان بقياس مدى اعتماد الشركات الصناعية بالتمويل الخارجي وتم ترتيب هذه الشركات حسب طبيعة نشاطها و اعتمادها على التمويل الخارجي فبين وجود اختلاف كبير في درجة اعتماد هذه الشركات على التمويل الخارجي حيث كانت الشركات الصيدلانية هي الأكثر اعتمادا على التمويل الخارجي بينما شركات التبغ هي الأقل اعتمادا على التمويل الخارجي.

استنتج الباحثان أن الشركات الأكثر نموا هي الأكثر اعتمادا على التمويل الخارجي في الدول التي لديها سوقا مالية متطورة، وبالتالي يرى الباحثان أن التمويل عن طريق السوق المالية هو محرك للنمو الاقتصادي في الكثير من البلدان.

كما أن النتائج التي توصل إليها باك و ليفين (Beck and Levine, 2004) تؤكد ما

سبق حيث تم استعمال لوحة بيانات لأربعين دولة بتقنية الوقت العامة **Generalized Moment**

**Technique** وظهرت هناك السوق المالية و البنوك تساهم فعليا في تحقيق النمو الاقتصادي.

رغم أنه لا توجد علاقة مباشرة بين السوق المالية والنمو الاقتصادي في هذه الدراسة إلا أن الكثير من الاقتصاديين يرونها دليلا على أن التطور المالي عامل مهم في النمو الاقتصادي لأن التمويل حسبهم هو أحد أهم محددات نمو الشركات.

من المؤكد أن تطور القطاع الصناعي له مساهمته في تحقيق النمو الاقتصادي للبلد ولكن ذلك

يعتمد على إنتاجية القطاع الصناعي في البلد، وفي هذا المجال قام شين وزملاؤه

(Shin and Al.,2011) بقياس عامل الإنتاجية الكلية و مدى تخصيص الأمتل لرأس المال مع الإنتاج

فبين أن الدول الفقيرة لديها إنتاجية ضعيفة وبالتالي لديها نمو ضعيف و قطاع مالي غير متطور بينما الدول المتطورة لديها إنتاجية متطورة و تخصيص أمتل للموارد المالية ما يجعلها أكثر نموا مع وجود قطاع مالي متطور.

هذه الدراسة تبين أنه كل ما كان مزيج رأس المال والتكنولوجيا والعمل يعبر عن إنتاجية عالية

كلما ساهم ذلك في النمو الاقتصادي.

من هذه الدراسة يمكن استنتاج أن العامل الأهم في تحقيق النمو الاقتصادي هو ليس تطور القطاع المالي وإنما مدى تخصيص الأمتل للتمويل لتحقيق إنتاجية عالية.

إن الأطر القانونية هي الأخرى قد تلعب دورا في التطور المالي فقد وجد الباحثون القانونيون أن أغلب البلدان

تتبع القوانين الأنغولوساكسونية أو الفرنسية أو الألمانية-الاسكندنافية. وظهر من خلال تصنيف البلدان أن

الدول التي تتبع القوانين المدنية الأنغولوساكسونية هي التي لديها أكبر قدر حماية للمستثمرين بينما الدول التي

تتبع القانون الفرنسي لديها أضعف حماية للمستثمرين و الدول التي تتبع القوانين الألمانية-الاسكندنافية لديها

حماية متوسطة للمستثمرين.

إن حماية أكبر للمستثمرين يفسر مدى تطور السوق المالية في هذه البلدان، ولذلك فإن القوانين

التي تحكم الاستثمار والسوق المالية لها دور كبير في فاعلية القطاع المالي ونمو اقتصاد البلد.

### 3- حدود مساهمة القطاع المالي والسوق المالية في النمو الاقتصادي:

في الجانب الآخر يوجد عدد من الباحثين لا يرى مساهمة فعلية للسوق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي على

المدى الطويل. فبالإضافة إلى دراستي ستغلتر المذكورتين سابقا يرى ديميرغوك كونت و ليفين

(Demirguc-Kunt and Levine, 1996) أن ارتفاع السيولة في السوق المالية قد يقلل من

النمو الاقتصادي من خلال ثلاث آليات: أولا عن طريق التقليل من معدلات الادخار، ثانيا أن زيادة حجم

السيولة في السوق المالية يرفع من مستوى عدم التأكد بالنسبة للادخار، ثالثها أن زيادة السيولة في السوق يؤثر على حوكمة الشركات حيث أن نسبة كبيرة من الأسهم في هيكل أموال الشركات يرفع من الأداء الغير الايجابي للإدارة تجاه حملة الأسهم وبالتالي تنقص نتيجة الشركة مما يقلل من النمو الاقتصادي. كما أن زيادة السيولة في السوق المالية قد يجعل المستثمرين يسرعون في بيع الأسهم أكثر من مراقبة أداة إدارة الشركة وهذا ما يؤثر على حوكمة الشركات و يقلل من النمو الاقتصادي.

إن الملاحظ في الكثير من الدراسات هو عدم التدقيق في معرفة حجم السيولة في السوق وحجم التداول في السوق المالية. ومن جهة أخرى فإن الدراسات الأولية حول علاقة التطور المالي عموما بالأداء الاقتصادي كانت تستعمل مؤشرات كلية لقياس حجم التطور المالي والوساطة المالية مثل الكتلة النقدية M2 أو حجم القروض في القطاع الخاص ولا تستعمل مؤشرات مالية مباشرة تقيس أداء وحجم السوق المالية، كما أنها كانت تربط الوساطة المالية بمؤشرات مثل الإنتاجية وحجم رأس المال بالنسبة للعامل وليس بمعدل النمو الاقتصادي.

لا يبدو واضحا لماذا بعض البلدان تكون أكثر تطورا ماليا من بلدان أخرى، البعض يفسرها بضرورة وجود مؤشرات اقتصاد كلي مستقرة وهذا حتى يمكن تأسيس سوق أوراق مالية متطورة إضافة إلى الاستقرار السياسي غير أن دراسة مثل التي عملها غارسيا وليو (Garcia and Liu, 1999) حول عينة من 15 بلدا ناميا وصناعيا لم تجد أن استقرار الاقتصاد الكلي له تأثير على نمو حجم السوق المالية بينما مستوى الدخل الحقيقي للبلد وسيولة السوق المالية هي التي تفسر حجم السوق المالية في البلد كما استنتجا أن السوق المالية والبنوك يجب أن يعملوا دورا مكتملا لبعضهما وليس دور البديل.

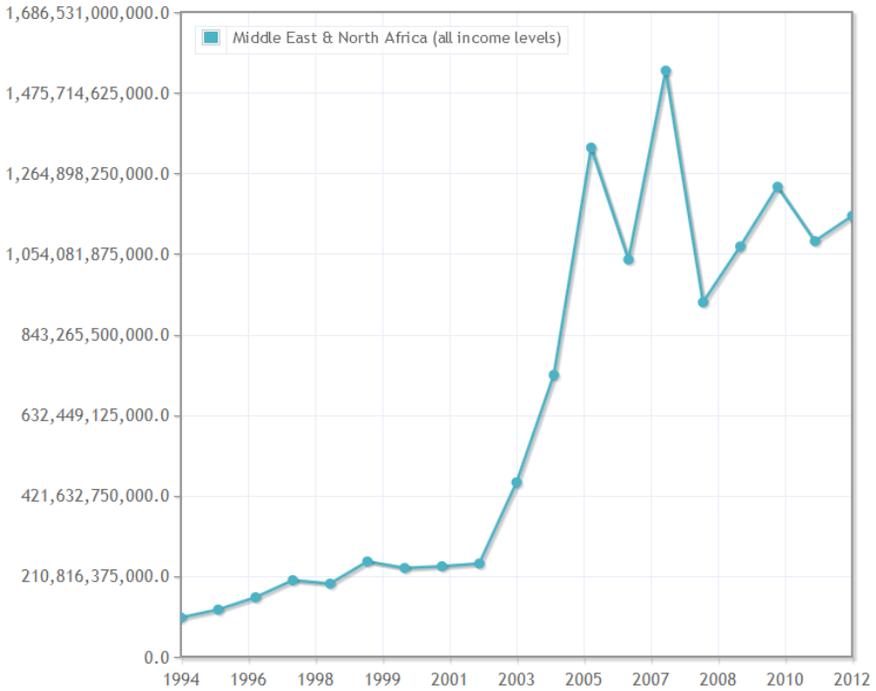
إن تطبيق القوانين يساهم هو الآخر في نمو السوق المالية وتحسين أدائها حيث كلما وجدت قوانين فعالية تحمي المساهمين والدائنين تحسن أداء السوق المالية وتطورت نحو الأفضل، ولقد أظهرت دراسة بيستور وزملاؤه (Pistor and Al., 2000) أن وجود مؤسسات قانونية فعالة له تأثير ايجابي في نمو السوق المالية أكثر من مجرد وجود قوانين ذات نوعية مكتوبة في الدساتير ولذلك فإن تفعيل القوانين في إطار المؤسسات أمر مهم لتطور السوق المالية.

كما أكد ذلك دراسة هولدر (Holder, 2007) حيث أن وجود محيط دولة مؤسسات و تطبيق القانون هو مفسر لمدى تطور القطاع المالي والسوق المالية في كثير من البلدان. لا يمكن استنتاج أن العوامل المفسرة لتطور السوق المالية هي نفسها في كل البلدان ولكن توجد نقاط مشتركة كثيرة فيما بينها.

## 4-تطور السوق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا:

شهدت الأسواق المالية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تطورا كبيرا خلال التسعينيات من القرن العشرين حيث قفزت عدد الشركات المسجلة من أقل من 1050 شركة سنة 1990 إلى حوالي 2163 شركة سنة 2012، وكان العدد الأكبر للشركات المسجلة هو في سنة 2000 وقد بلغ 2741 شركة. أما الرسملة السوقية فقد ارتفع مجموعها من 103 مليار دولار سنة 1994 إلى 1.15 تريليون دولار سنة 2012 أما المجموع الأكبر فقد تم تسجيله سنة 2007 بقيمة 1.53 تريليون دولار.

العنوان: مجموع الرسملة السوقية للشركات المسجلة في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا



المصدر: البنك الدولي

توجد هناك بعض المقاييس التي تبين مدى تطور السوق المالية في بلد معين ومن أهمها هو نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج الداخلي الخام وقد شهدت هذه النسبة تطورا ملحوظا حيث كانت حوالي 25 %

سنة 1994 ووصلت إلى حوالي 47 % سنة 2011 بعدما كانت حوالي 110 % سنة 2005 وهي أعلى نسبة سجلتها نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الخام.

وعموما تعتبر السوق السعودية والكويتية من أكبر الأسواق من حيث التداول في هذه المنطقة أما السوق الجزائرية واللبنانية والمالطية فهي أصغر الأسواق بسبب قلة الشركات المسجلة، غير أن الجهود التي بذلت لإصلاح و وضع أطر قانونية للسوق المالية كانت قليلة مقارنة بدول أخرى حول العالم التي أصبحت أسواقها أكثر تنظيما خاصة في الدول المتقدمة.

تبين الإحصاءات أن حجم التداول كنسبة مجموع قيمة الأسهم المتداولة من الناتج المحلي الخام ارتفع في المنطقة من 4.2 % سنة 1990 إلى حوالي 55 % سنة 2007 من الناتج المحلي الخام. نحاول في هذه الدراسة معرفة مدى مساهمة تطور السوق المالية في النمو الاقتصادي في منطقة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. نستعمل في هذه الدراسة الأدوات القياسية على عينة من ثلاثة بلدان وهي تونس والمغرب والأردن و تبين نتائج الدراسة.

### 5- دراسة حالة البلدان الثلاثة:

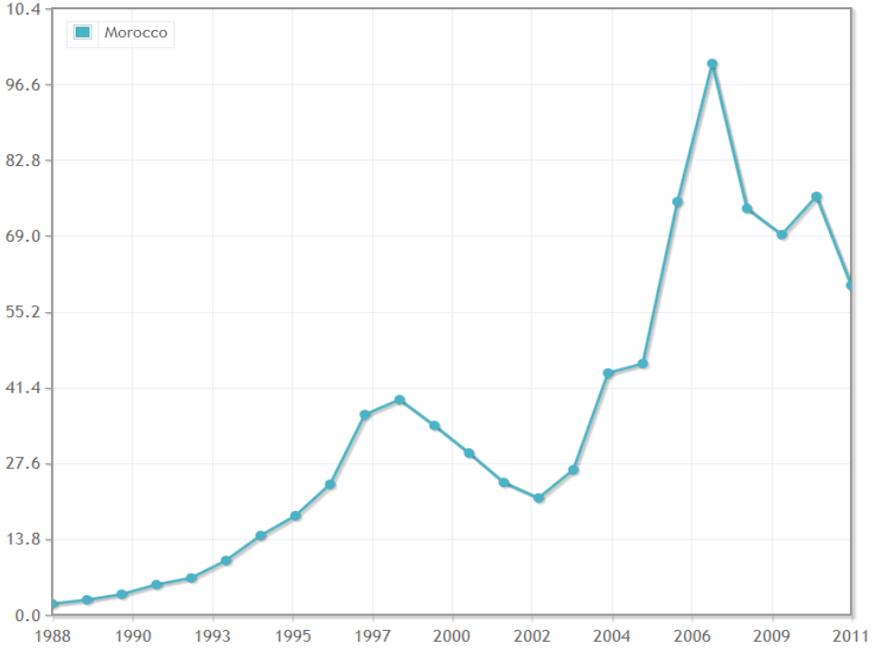
تعتبر السوق المالية الأردنية من أقدم الأسواق في الشرق الأوسط وهي تعمل منذ سنة 1988 وقد تم إحصاء أكثر من 243 شركة مسجلة سنة 2012 أما السوق المالية المغربية فهي الأخرى تعمل منذ الثمانينات و وتم إحصاء 76 شركة مسجلة سنة 2012 بينما السوق المالية التونسية فهي تعمل منذ سنة 1990 و تم إحصاء 59 شركة مسجلة سنة 2012 و تعتبر هذه الأسواق من الأسواق الناشئة في العالم. رغم الإصلاحات المالية التي تحققت في الكثير من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لا تزال أسواق الدول المتقدمة أكثر نضجا وكفاءة في العمل ، وقد تكون القوانين المعمول بها و المطبقة أفضل من تلك في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

نحاول استعمال النماذج التنبؤية لدراسة العلاقة بين المتغيرين ومعرفة رؤية مستقبلية حول مدى تأثير حجم الرسملة السوقية على النمو الاقتصادي من خلال قياس مدى الارتباط الموجود بينهما بأدوات الإحصاء والقياس الاقتصادي.

### المغرب:

تعتبر السوق المغربية من أكثر الأسواق الناشئة حيث توجد أكثر من 76 شركة مسجلة في السوق سنة 2012 بقيمة رسملة أكثر من 52 مليار دولار.

## نسبة الرسملة السوقية للشركات المسجلة في المغرب على الناتج المحلي الخام (%)



## المصدر: البنك الدولي

نلاحظ أن نسبة الرسملة السوقية في المغرب من الناتج المحلي الخام في ارتفاع حيث كانت حوالي 15 % سنة 1995 لتصل إلى أكثر من 100 % سنة 2007 ثم تنخفض بعد الأزمة المالية العالمية ولتستقر في حوالي 60 % سنة 2011. هذا يظهر أهمية السوق المالية في الاقتصاد المغربي بشكل عام.

باعتماد قيمة الرسملة السوقية كمقياس لتطور السوق المالية نحاول معرفة علاقتها بقيمة التابع وهو نسبة النمو الاقتصادي في الفترة ما بين 2000 و 2011.

الجدول التالي يمثل بيانات المتغير  $Xi$  أي نسبة الرسملة السوقية و التابع  $Yi$  أي نسبة النمو الاقتصادي (الناتج المحلي الخام) للمغرب.

السنة	Xi	Yi
2000	29.44	1.59
2001	24.09	7.55
2002	21.26	3.32
2003	26.40	6.32
2004	44.01	4.80
2005	45.73	2.98
2006	75.20	7.76
2007	100.36	2.71
2008	73.97	5.59
2009	69.20	4.76
2010	76.16	3.68
2011	59.96	4.55

$$Y_i = 0.0353 + 0.0123X_i$$

$$T_c (2.177) \quad (0.451)$$

اختبار معنوية معالم النموذج عند مستوى معنوية 5% اختبار ستودنت:

$$H_0 : B=0$$

$$H_1 : B \neq 0$$

$$T_t = T_{(n-k)} = T_{(12-2)} = T_{(10)} = 2.228$$

$$T_c = 0,451$$

$T_c < T_t$  وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$  ونرفض الفرضية البديلة أي أن  $B=0$  وبالتالي  $B$  غير معنوية

إحصائياً.

$$H_0 : \alpha=0$$

$$H_1 : \alpha \neq 0$$

$$T_c = 2,177$$

$T_c < T_t$  وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $\alpha = 0$  وبالتالي  $\alpha$  غير معنوية إحصائياً.

اختبار المعنوية الكلية للمعالم النموذج عند مستوى معنوية 5% باختبار فيشر:

$$H_0: \alpha = 0 ; B = 0$$

$$H_1: \alpha \neq 0 ; B \neq 0$$

$$F_t = F_{(k-1, n-k)} = F_{(2-1, 12-2)} = F_{(1, 10)} = 4.96$$

$$F_c = 0,203$$

لدينا  $F_c < F_t$  وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$  ونرفض الفرضية البديلة أي أن  $\alpha \neq B \neq 0$  وبالتالي  $B$  و  $\alpha$  غير معنوية إحصائياً. أي أن المعنوية الكلية للنموذج غير جيدة.

اختبار جودة التوفيق:

$$R^2 = 0.0199 = 01.99\%$$

نقول أن المتغير المستقل  $X_i$  (نسبة الرسملة السوقية) يشرح أو يفسر المتغير التابع  $Y_i$  (نسبة النمو الاقتصادي) بنسبة 2% وأن 98% من تغيرات المتغير التابع  $Y_i$  تشرحها عوامل أخرى غير نسبة الرسملة السوقية، مما يعني أن النموذج ليس له جودة توفيق وأنه ذو جودة منخفضة.

معامل الارتباط :

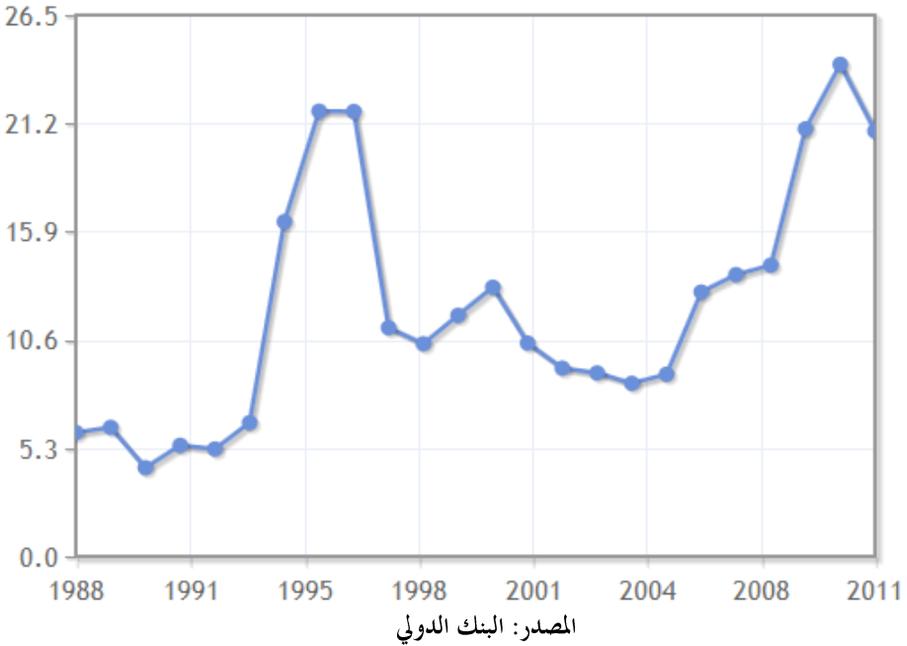
من خلال قيمة معامل الارتباط  $\rho = 0.1412$  نقول أن هناك علاقة طردية ضعيفة جدا بين نسبة الرسملة السوقية ونسبة النمو الاقتصادي في المغرب.

من خلال قيمة معامل التحديد  $R^2$  وقيمة معامل الارتباط  $\rho$  يتبين لنا أن نسبة الرسملة السوقية تؤثر إيجابيا على نسبة النمو الاقتصادي في المغرب إلا أن هذا التأثير ضعيف جدا ، فإذا ارتفعت نسبة الرسملة السوقية بـ 1 % ، فهذا سيؤدي إلى حدوث زيادة في النمو الاقتصادي في المغرب بنسبة 0,0123%.

تونس:

بدأت السوق المالية التونسية تظهر كأحد الأسواق خاصة في السنوات الأخيرة رغم التراجع الذي سجلته بعد أحداث الثورة التونسية ثم وجود ارتفاع مجددا. توجد 59 شركة مسجلة في السوق المالية التونسية سنة 2012 وقيمة الرسملة السوقية أكثر من 8 ملايين دولار.

نسبة الرسملة السوقية للشركات المسجلة في تونس على الناتج المحلي الخام (%)



السنة	Xi	Yi
2000	13.17	4.71
2001	10.44	4.91
2002	9.21	1.80
2003	8.98	5.55
2004	8.47	6.11
2005	8.91	4.02
2006	12.93	5.35
2007	13.78	6.34
2008	14.25	4.62
2009	20.91	3.05
2010	24.07	3.00
2011	20.81	2.00-

$$Y_i = 0.062 - 0.1605 X_i$$

$$(4.223) \quad (-1.611) \quad T_c$$

اختبار معنوية معالم النموذج عند مستوى معنوية 5% باختبار ستودنت:

$$H_0: B=0$$

$$H_1: B \neq 0$$

$$T_t = T_{(n-k)} = T_{(12-2)} = T_{(10)} = 2.228$$

$$T_c = -1,611 \text{ أي } |T_c| = 1,611$$

لدينا:

$T_c < T_t$  وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$  ونرفض الفرضية البديلة أي أن  $B=0$  وبالتالي  $B$  غير معنوية

إحصائياً.

$$H_0: \alpha = 0$$

$$H_1: \alpha \neq 0$$

$$T_c = 4.223$$

$T_c > T_t$  وبالتالي نرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $\alpha \neq 0$  وبالتالي  $\alpha$  معنوية إحصائياً.

اختبار المعنوية الكلية للمعالم النموذج عند مستوى معنوية 5% باختبار فيشر:

$$H_0 : \alpha = 0 ; B = 0$$

$$H_1 : \alpha \neq 0 ; B \neq 0$$

$$F_t = F_{(k-1, n-k)} = F_{(2-1, 12-2)} = F_{(1, 10)} = 4.96$$

$$F_c = 2,59$$

$F_c < F_t$  وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$  ونرفض الفرضية البديلة أي أن  $\alpha = B \neq 0$  وبالتالي  $B$  و  $\alpha$  غير معنوية إحصائياً. أي أن المعنوية الكلية للنموذج غير جيدة .  
اختبار جودة التوفيق:

$$R^2 = 0.2062 = 20.62\%$$

نقول أن المتغير المستقل  $X_i$  (نسبة الرسملة السوقية) يشرح أو يفسر المتغير التابع  $Y_i$  (نسبة النمو الاقتصادي) بنسبة 20.62% وأن حوالي 80% من تغيرات المتغير التابع  $Y_i$  تشرحها عوامل أخرى غير نسبة الرسملة السوقية، مما يعني أن النموذج ذو جودة منخفضة.  
معامل الارتباط :

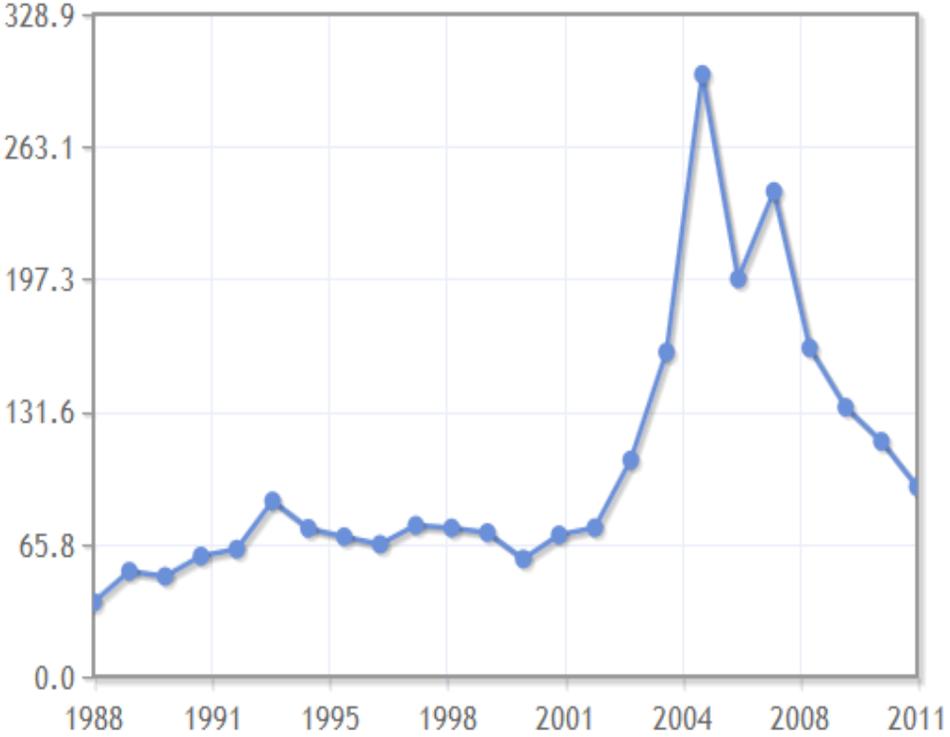
من خلال قيمة معامل الارتباط  $\rho = -0.4541$  نقول أن هناك علاقة عكسية نوعاً ما متوسطة بين نسبة الرسملة السوقية ونسبة النمو الاقتصادي في تونس.  
من خلا قيمة معامل التحديد  $R^2$  وقيمة معامل الارتباط  $\rho$  يتبين لنا أن نسبة الرسملة السوقية تؤثر سلباً على نسبة النمو الاقتصادي في تونس، فإذا ارتفعت نسبة الرسملة السوقية بـ 1%، فهذا سيؤدي إلى

حدوث تراجع في النمو الاقتصادي في تونس بنسبة -0.1605%.

الأردن:

تعتبر السوق المالية الأردنية من أكبر الأسواق في المنطقة حيث توجد 243 شركة مسجلة سنة 2012 مع قيمة رسملة سوقية أكثر من 26 مليار دولار.

نسبة الرسملة السوقية للشركات المسجلة في الأردن على الناتج المحلي الخام (%)



المصدر: البنك الدولي

السنة	Xi	Yi
2000	58.40	4.24
2001	70.33	5.27
2002	73.94	5.79
2003	107.50	4.18
2004	161.10	8.56
2005	298.99	8.12
2006	197.45	8.11
2007	240.88	8.18
2008	163.15	7.23
2009	133.77	5.48
2010	116.80	2.31
2011	94.25	2.58

$$Y_i = 0.0274 + 0.0215X_i$$

$$T_c (2595) \quad (3.249)$$

اختبار معنوية معالم النموذج عند مستوى معنوية 5% باختبار ستودنت:

$$H_0 : B=0$$

$$H_1 : B \neq 0$$

$$T_t = T_{(n-k)} = T_{(12-2)} = T_{(10)} = 2.228$$

$$T_c = 3.249$$

$T_c > T_t$  وبالتالي نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة أي أن  $B \neq 0$  وبالتالي  $B$  معنوية

إحصائياً.

$$H_0: \alpha=0$$

$$H_1: \alpha \neq 0$$

$$T_c = 2.595$$

$T_c > T_t$  وبالتالي نرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $\alpha \neq 0$  وبالتالي  $\alpha$  معنوية إحصائياً.

اختبار المعنوية الكلية لمعالم النموذج عند مستوى معنوية 5% باختبار فيشر:

$$H_0: \alpha=0; B=0$$

$$H_1: \alpha \neq 0; B \neq 0$$

$$F_t = F(k-1, n-k) = F(2-1, 12-2) = F(1, 10) = 4.96$$

$F_c > F_t$  وبالتالي نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة أي أن  $\alpha \neq 0$  و  $B \neq 0$  وبالتالي  $\alpha$  و  $B$

معنوية إحصائياً.

أي أن المعنوية الكلية للنموذج جيدة.

اختبار جودة التوفيق:

$R^2 = 0.5135 = 51.35\%$  نقول أن المتغير المستقل  $X_i$  (نسبة الرسملة السوقية) يشرح أو يفسر المتغير

التابع  $Y_i$  (نسبة النمو الاقتصادي) بنسبة 51.35% وأن 48.65% من تغيرات المتغير التابع  $Y_i$

تشرحها عوامل أخرى غير نسبة الرسملة السوقية، مما يعني أن النموذج ذو جودة نوعاً ما متوسطة.

معامل الارتباط:

من خلال قيمة معامل الارتباط  $\rho = 0.716$  نقول أن هناك علاقة طردية قوية بين نسبة الرسملة السوقية

ونسبة النمو الاقتصادي في الأردن.

من خلا قيمة معامل التحديد  $R^2$  وقيمة معامل الارتباط  $\rho$  يتبين لنا أن نسبة الرسملة السوقية تؤثر إيجابيا على نسبة النمو الاقتصادي في الأردن، فإذا ارتفعت نسبة الرسملة السوقية بـ 1 %، فهذا سيؤدي إلى حدوث نمو اقتصادي بنسبة 0.0215%.

#### الخلاصة:

رغم أهمية النظام المالي لاقتصاد البلدان إلا أن علاقة تطور السوق المالية بالنمو الاقتصادي عموما لا يزال محل خلاف بين الباحثين، ولكن ظهرت في السنوات الأخيرة دراسات كثيرة تبين مدى قدرة تطور السوق المالية في إحداث درجات متفاوتة من النمو الاقتصادي.

تختلف درجات النمو الاقتصادي من بلد إلى آخر بسبب وجود عوامل أخرى تحدد مدى فعالية الأسواق المالية من جهة وأيضا عوامل أخرى تحدد من مستوى النمو الاقتصادي. وقد رأينا أن الشفافية ومدى تطبيق القوانين داخل البلد هم من أهم العوامل التي تؤثر إيجابيا في فعالية السوق المالية حيث لا يكفي أن تكون الشركات المسجلة كثيرة أو قيمة الرسملة السوقية كبيرة في اقتصاد الدولة. إن أنظمة فعالة على العموم هي ضرورية في المساهمة في التطور الاقتصادي والمالي غير أنه في المنطقة العربية توجد أنظمة مالية أكثر تطورا من الأخرى، وبالتالي هناك عوامل سياسية وأخرى اقتصادية كلية تحدد مدى التطور المالي داخل البلد.

أردنا في هذه الدراسة معرفة ما إذا كان مدى تطور حجم السوق المالية يؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي في فترة تمتد من 2000 إلى 2011 على عينة من ثلاث دول في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا. تعتبر الأسواق المالية في المغرب، تونس و الأردن أحد أهم الأسواق الناشئة التي تعتمد عليها الدولة في تسهيل تمويل الشركات ودعم الاستثمارات.

من خلال دراسة العلاقة بين حجم الرسملة السوقية كمقياس لتطور السوق المالية و معدلات النمو الاقتصادي في هذه البلدان باستعمال النماذج الإحصائية تبين أن هناك تأثير إيجابي ضعيف لتطور السوق المالية على النمو الاقتصادي في المغرب بينما يوجد تأثير عكسي ضعيف إلى معدوم على النمو الاقتصادي في تونس أما في الأردن فإن تطور السوق المالية يؤثر فعلا على النمو الاقتصادي في الأردن.

لا نستطيع التأكيد على أن تطور السوق المالية في هذه البلدان هو فقط الذي يؤثر إيجابا على النمو الاقتصادي حيث أن النموذج بين أنه لا يشرح سوى جزء فقط من النمو الاقتصادي، وبالتالي هناك عوامل أخرى يجب إدخالها لتفسير النمو الاقتصادي لعل أبرزها هو حجم القروض الممنوحة أو إضافة عوامل اقتصادية كلية.

*Alfaro.L, Areedam Chanda, Sebnem Kalemli Ozcan and Selin Sayek, (2000), "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets", Working Paper.*

*Beck, T. and Levine, R. (2004). "Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence". Journal of Banking and Finance, 28, 423-442.*

*Bencivenga, V.R., and B. Smith., and R.M. Starr. (1996). Equity Markets, Transaction Costs, and Capital Accumulation: An Illustration." The World Bank Economic Review, Vol. 10: 241-65.*

*Cherif Mondher and Gasdar Kaouthar (2008), "Macroeconomic and institutional determinants of stock market development in MENA region: new results from a panel data analysis", The International Journal of Finance.*

*Demirguch-Kunt, A., and R. Levine. (1996). "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts." The World Bank Economic Review, Vol. 10: 291-321.*

*Garcia , V.F. and Liu, L. (1999). "Macroeconomic Detreminants of Stock Market Development" Journal of Applied Economics , //, 29-59.*

*Holder, R. (2007). "Institutions, trade and the political economy of financial development". NNCR Ttrade Regulation, Swiss National Centre of Competence in Research, Working paper No. 2007/27. Intermediaries: Stylized Facts." The World Bank Economic Review, Vol. 10: 291-321.*

*Jensen, M.C., and K.J. Murphy.(1990). "Performance Pay and Top-Management Incentives." Journal of Political Economy, Vol.98: 225-64.*

*King, R.G. and Levine, R.,. (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. Journal of Monetary Economics 32,513-542.*

Levine, R. (1991). "Stock Markets, Growth, and Tax Policy." *Journal of Finance*, Vol. XLVI: 1445-1465.

Levine, R., and S. Zervos. (1998). "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 88:537-58.

McKinnon (R. I.) "Money and capital in economic development», *Brookings Institution*, 1973.

Mohtadi, Hamid and Sumit Agarwal.(2001) "Stock Market Development and Economic Growth Evidence from Developing Countries". *University of Wisconsin-Milwaukee, Working Paper*.

Pistor, Katharina, Martin Raiser, and Stanislav Gelfer.(2000). "Law and Finance in Transition Economies," 8 (2) *Economics of Transition* 325–68.

Rajan,R. and L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review* 88, 559-586. *research Working Paper N° 2007/27*.

Stiglitz, J.E. (1985). "Credit Markets and the Control of Capital." *Journal of Money, Credit and Banking*.

Venet , B. (1994)," *Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature*". *Revue d'économie financière* 29.