

أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على عينة مختارة  
من الدول العربية

**The Impact of Index Performance of financial market on Economic Growth-  
An Econometric Study for a Sample of Arab Countries**

زحوفي نورالدين<sup>1</sup> دبوب يوسف<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طالب دكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر، الايميل zahoufi.nouredine@univ-alger3.dz

<sup>2</sup> أستاذ تعليم عالي، جامعة الجزائر3، الجزائر، الايميل debbouf.youcef@univ-alger3.dz

تاريخ النشر: 2020-01-01

تاريخ القبول: 2019-11-09

تاريخ الاستلام: 2019-09-08

**ملخص:**

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في تحديد اثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية من خلال الناتج المحلي الإجمالي، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج الاستقرائي المناسبين لطبيعة الدراسة، مع الاعتماد على الأسلوب الكمي القياسي من خلال نموذج panel لعينة من الدول العربية، متمثلة في الجزائر، الأردن، السعودية والإمارات العربية للفترة 2000-2017.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر لكل من القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة على النمو الاقتصادي لكن يبقى هذا الأثر ضعيفا، في حين أن مؤشر حجم التداول لا يزال غير معنوي، أي أن أسواق الأوراق المالية العربية بدأت تؤثر في النمو الاقتصادي من خلال بعض المؤشرات لكن هذا الأثر لا يزال ضعيفا مقارنة بالدول المتقدمة.

كلمات مفتاحية: أسواق الأوراق المالية ، النمو الاقتصادي ، مؤشرات الاداء،، قياسية.

تصنيف JEL: E43، C33، F43، G15

**Abstract:**

This study intended to ascertain and examine indicators of stock markets performance impact on the economic growth in the Arab countries through GDP (gross domestic product) The appropriate Descriptive Approach And the Inductive Method had been relied on to carry out the nature of this study. In addition, it was based on the Standard Quantitative Method through PANEL Model of several Arab countries represented in Algeria, Jordan, Saudi Arabia and the United Arab Emirates from 2000 to 2017.

The study ascertained that bouth the market value and the number of listed comanies have an effect on GDP. Yet, this effect remains weak.

While the trading volume index is still trifling and insignificant, in other words, based on some indicators, the Arab stock market started to effect the economic growth. In spite of this fact, this influence is still weak in comparison to the developed contries.

**Keywords:** Financial Markets; Economic Growth; keywords; Performance Index; Panel Model.

**Jel Classification Codes:** C33, E43, F43, G15.

المؤلف المرسل: زحوفي نورالدين. الإيميل: zahoufi.noureddine@univ-alger3.dz

## 1. مقدمة

أصبحت أسواق الأوراق المالية المرآة العاكسة والركيزة الأولى المعبرة على اقتصاديات الدول المتقدمة، لما أضحت تستقطبه من رؤوس أموال ضخمة للشركات الكبرى، ومن توجيه المدخرات الأساسية لصناديق المعاشات وشركات التأمين نحو المزيد من المشاريع الاستثمارية. فهي تؤدي دورا هاما في تعبئة المدخرات نحو القنوات الاستثمارية طويلة الأجل، من خلال مختلف أدوات الملكية وأدوات الدين وحتى أدوات التحوط التي تطرحها مختلف الشركات المدرجة، مما جعل معدل النمو الاقتصادي يتزايد سنة بعد أخرى في هذه الدول.

هذا الدور جعل العديد من الاقتصاديين يبحثون في طبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية في الدول النامية ومداخل تأثيراتها من اجل تحقيق النمو الاقتصادي، ومن بين هذه الدول تسعى الدول العربية إلى رفع معدلات نموها الاقتصادي للخروج من دائرة التخلف، التبعية ومشكلة القطاع الريعي نحو دول اقتصادية متكاملة، وهو ما أدى بحكومات هذه الدول إلى انتهاج العديد من الأساليب لتفعيل أداء أسواق الأوراق المالية بها، من اجل رفع أداء أسواق الأوراق المالية بما يسهم في تحقيق قفزة اقتصادية نوعية ومنه النمو الاقتصادي. وعليه يمكن طرح الإشكالية الموالية: ما مدى تأثير مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية؟

### - فرضية الدراسة

تتمثل فرضية الدراسة في وجود علاقة ضعيفة موجبة بين مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية والنتائج المحلي الإجمالي أي النمو الاقتصادي.

### - أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة من منطلق أنها تعد الأولى في طريقة طرحها واستخدام نموذج بانل (panel) على عينة من الدول العربية فيما يخص أسواق الأوراق المالية، وكذا أهمية هذه الأخيرة لما أصبحت تؤديه من دور اقتصادي في الدول المتقدمة، وكذا دول جنوب شرق آسيا التي أخذت بعدا من خلالها نحو تحقيق النمو الاقتصادي، وكذلك التأكيد المستمر والمتزايد للباحثين والاقتصاديين والحكومات والمنظمات الدولية المالية على أهمية أسواق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي.

**-أهداف الدراسة**

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:
- توضيح أهم مؤشرات قياس أداء أسواق الأوراق المالية؛
- تبيان الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية؛
- محاولة تحديد شروط فعالية أسواق الأوراق المالية؛
- محاولة الخروج بطبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الدول العربية.

**-محاور الدراسة**

تقسم هذه الدراسة إلى ثلاثة محاور أساسية بالإضافة إلى مقدمة وخلاصة، فالمحور الأول يخصص لعرض تطور العلاقة النظرية بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وذلك من خلال مجموعة من النظريات، أما المحور الثاني فيكون لعرض مفهوم أسواق الأوراق المالية أسس فعاليتها ومؤشرات أدائها، في حين يخصص المحور الثالث قياس أثر مؤشرات أسواق الأوراق المالية النمو الاقتصادي من خلال الناتج المحلي الإجمالي.

**-منهج الدراسة**

تم استخدام المنهج الوصفي المناسب لعرض التطور النظري لعلاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي وكذلك الجانب المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية، كما تم الاعتماد على الأسلوب الكمي القياسي من خلال نماذج panel لقياس الاثر بين المتغير الناتج المحلي ومؤشرات أسواق الأوراق المالية، مع استخدام المنهج الاستقرائي لتتبع المخرجات القياسية وتفسيرها.

**2. الخلفية النظرية لتطور علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي**

حاولت العديد من النظريات والفرضيات دراسة وتحديد العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وذلك من خلال البحث في اثر وجود علاقة ومحاولة تحديد النموذج المناسب لهذا الأثر، واهم هذه النظريات النظرية الكينزية الحديثة فرضية الهيكلية المالية والهيكلية المالية الحديثة ونظرية النمو الداخلي.

**1.2 النظرية الكينزية الحديثة**

تعود الجذور النظرية الأولى لعلاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي عندما قام J. Shumpeter باستدراك النقد الذي تعرضت له النظرية الكينزية الأولى، من خلال إهمالها لأهمية التحرير المالي في النمو الاقتصادي حيث اثبت أن الوساطة المالية والتحرير المالي يعملان على تكوين رأس المال وزيادة الاستثمارات ومنه النمو الاقتصادية (KING & LEVINE, 1993, pp717-718) -

زحوفي نور الدين، دبوب يوسف أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية الاقتصادي

فرضية تراكم رأس المال- لكنه لم يشير إلى أسواق الأوراق المالية بصورة مباشرة لأنها كانت مدمجة في السوق النقدية خلال هذه الفترة الزمنية.

## 2.2 فرضية الهيكلية المالية

يرى أصحاب هذه الفرضية وجود هيكل مالي امثل، وعلى رأسهم GURLY AND SHAW 1960 وأن القطاع المالي له دور مهم وحساس في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تحديد الهيكل المالي المناسب لعملية الاستثمار أي كفاءة استغلال الموارد المالية وهذا ما بينه كتابهما - النقود في نظرية المال (Stolbov,2014,pp1-22)- لكن مع ظهور اللبانات الأولى لانفصال سوق المال عن سوق النقد، ظهرت أعمال GOLDSMITH كأول من أشار إلى السوق المالية. من خلال تطرقه إلى ضرورة تنوع الأدوات المالية باعتبارها الأسلوب المناسب لتحقيق النمو الاقتصادي (Aghion, 2007,82) والوصول إلى هيكل مالي مناسب في المؤسسات ومنه الكفاءة الاستثمارية، أي أن تشجيع التوسع المالي يحقق التطور المالي الذي يؤدي إلى الوصول لهيكل مالي امثل (Abeywardhana, 2017,pp133-134) ومنه تحقيق الكفاءة الاستثمارية الأمر الذي يؤدي إلى النمو الاقتصادي.

## 3.2 نظرية الهيكلية المالية الجديدة

قامت هذه النظرية لانتقاد أعمال أصحاب النظرية الليبرالية وعلى رأسهم MIKNNONN الذي يدعو إلى التحرير المالي من خلال تحرير أسعار الفائدة في السوق النقدية من اجل تحقيق النمو الاقتصادي (سماعيل و شاكر، 2016، صفحة 81) في الدول النامية، فأوضح STIGLITS 1989 أن السياسة السابقة الذكر سوف تؤدي إلى الكبح المالي (بن علال، 2014، صفحة 280) في الأجل الطويل، وان السبب في عدم تحقيق نمو اقتصادي في الدول النامية سببه عدم كفاءة أسواق أوراقها المالية. ومن ثم ربط تحقيق نمو اقتصادي في الدول النامية مرتبط بتحقيق كفاءة أسواق الأوراق المالية.

## 4.2 نظرية النمو الداخلي

ترى نظرية النمو الداخلي انه عند مستوى معين من الإنتاج يتطلب وجود تطور مالي من اجل تراكم رأس مالي لعملية الاستثمار وهو ما يؤدي إلى تحقيق نمو اقتصادي، من هذا المنطلق تركزت إتباع هذه النظرية، خاصة KING AND LEVINE سنة 1993 من خلال دراسة اثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول للفترة 1960-1989 باستخدام نموذج النمو الداخلي، توصلوا إلى أن التطور المالي بنوعيه يؤثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي (Levine , King,1993,pp513-542)، فالنظام المالي الجيد يمنح المعلومات الكافية لتمييز المشاريع الاستثمارية ذات الكفاءة العالية في توليد الإيرادات ومنه القيام بها وتحقيق النمو الاقتصادي.

### 3. مفهوم أسواق الأوراق المالية أسس فعاليتها ومؤشرات أدائها

سيتم خلال هذا المحور محاولة تحديد مفهوم دقيق لأسواق الأوراق المالية، وتبيان المؤشرات المعتمدة لقياس أدائها وكذلك توضيح دور هذه الأسواق في النشاط الاقتصادي، مع توضيح الشروط التي تسهم في فعاليتها أكثر فأكثر.

#### 1.3 تعريف أسواق الأوراق المالية

تعرف أسواق الأوراق المالية على أنها "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال، إما داخل السوق أو خارجه باستخدام شبكات ووسائل الاتصال الفعالة" (خيضر، 2004، صفحة3).

كما يمكن اعتبارها "السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف باسم "البورصة"، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة، يباشر كل منهم نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب" (Hull, 2007, p12).

مما سبق يتضح أن سوق الأوراق المالية تتكون من

- سوق: المتمثلة في بورصة التداول؛
  - أدوات مالية: الأوراق المالية محل التداول أهمها الأسهم والسندات؛
  - المتعاملون: طالبي التمويل وعارضيه أي مشتري وبائعي الأوراق المالية؛
  - الوسطاء والسماسرة: الذين يعملون على التقاء طالبي وعارضيه التمويل وحتى إجراء عمليات لصالح هؤلاء؛
  - مسيري البورصة: الذين يعملون على الحفاظ على نظام التداول وتوضيح سيرورة وقوانين التعامل وضمان الحقوق ونشر المعلومات؛
  - أدوات الاتصال: التقنيات الالكترونية في التواصل، العرض، إجراء العمليات والمقاصة.
- حتى يمكن معرفة درجة تقدم نشاط السوق كفاءتها وأدائها تستخدم مجموعة من المؤشرات لقياس أداء أسواق الأوراق المالية تتمثل أهمها في العناصر الموالية:
- القيمة السوقية: تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة بالسعر الحالي، تعتبر من أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية وهي تعكس مدى إسهام هذه السوق في الناتج المحلي الإجمالي. تحسب بالعلاقة الموالية:
- القيمة السوقية = عدد الأسهم المدرجة في السوق × سعر السهم الواحد

زحوفي نور الدين، دبوب يوسف أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية الاقتصادي

-حجم التداول: يمثل قيمة عدد الأسهم المتداولة أو معاملاتها خلال فترة زمنية محددة، كما يعرف على انه قيمة الأسهم المتداولة فعلاً بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية محددة، ويعتبر من أهم مؤشرات قياس نشاط أسواق الأوراق المالية.

-قيمة الأسهم المتداولة: تمثل عدد الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية محددة في سوق معينة مضروباً في سعر السهم.

-معدل الدوران: يمثل قيمة النقد لعدد الأسهم المتداولة إلى إجمالي عدد الأسهم المكتتب فيها والمصدرة، يعد من أهم مؤشرات قياس حركة السوق وسيولتها. يعطى بالعلاقة الآتية:

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{حجم التداول}}{\text{القيمة السوقية}}$$

-عدد الشركات المدرجة: العدد الكلي للشركات التي طرحت أسهمها في سوق أوراق مالية معين خلال فترة زمنية محددة، وتعد من أهم مؤشرات قياس عمق وكفاءة السوق.

-عدد الأسهم المتداولة: العدد الكلي للأسهم المتداولة في سوق أوراق مالية معين خلال فترة زمنية محددة، رغم انه مؤشر معتمد في القياس إلا انه لا يعبر بصورة حقيقية عن حركة، نشاط وسيولة السوق.

-عدد الصفقات: عدد عمليات البيع والشراء التي تمت على الأسهم المتداولة في سوق أوراق مالية معين خلال فترة زمنية محددة وهو مؤشر يعكس نشاط وسيولة السوق.

-عدد أيام التداول: يقصد به عدد الأيام التي افتتحت فيه البورصة وحدثت في عمليات تداول فعلاً، فهناك من الأسهم ما يكون خاملاً طوال السنة ولا نشهد عليه تداولاً إلا في أيام معدودات، لذا لا يمكن حساب الأيام التي لم تجرى فيه أية عملية تداول وهو مؤشر مهم يعكس الظروف المالية للسوق والاقتصاد ككل.

### 2.3 الدور الاقتصادي لأسواق الأوراق المالية

تعمل أسواق الأوراق المالية على تحقيق جملة من الوظائف والأدوار الاقتصادية، يمكن إبراز

أهمها في العناصر الموالية:

- تأمين السيولة: توفر الفرص لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى نقود في أي وقت يحتاجون فيه لسيولة أكبر وبسرعة أكثر مع انخفاض تكلفة التحويل، وهكذا فإن أسواق الأوراق المالية توفر للمدخرين فرصتين هما ( فرصة الحصول على السيولة وفرصة العائد في آن واحد) (الدعي عباس، 2010، صفحة 125)، وهذا ما يشجع المدخرين على استثمار مدخراتهم فيها، وفي نفس الوقت تتمتع الشركات بإمكانية دائمة للحصول على رأس المال من خلال إصدار المزيد من الأسهم. لذلك يمكن للسيولة التي توفرها هذه الأسواق أن تساهم في الرفع من مستويات الادخار وتدعيم الاستثمارات طويلة الأجل وتوسيعها مما ينعكس على تطوير العادات الادخارية لدى الأفراد

وزيادة حجم الاستثمارات ونموها في المجتمع، في حين أن غياب السيولة تعرض عمليات السوق لمخاطر عديدة عند الشراء والبيع، فالمشتري يكون مجبراً على دفع سعر أعلى للبائع لامتلاك الورقة المالية، كما يمكن للبائع أن يتخلى عن ورقته المالية مقابل سعر أدنى عن قيمتها السوقية (Morvan, 2009, pp09-10)، وهو ما يضر بمصالح الطرفين ويبعد المستثمرين عن السوق. كما أنها تمنح البنوك فرصة لتوظيف فائض سيولتها لأجل قصيرة من خلال تداول سندات الخزنة.

- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر: تعمل أسواق الأوراق المالية على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنوع التي توفرها حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراق مالية لمختلف القطاعات أو المؤسسات، مما يعمل على تخفيض المخاطر؛ كما يكون التنوع على المؤسسة دولي وليس محلي فقط، مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر.

في المقابل تعكس الأسعار في سوق الأوراق المالية المعلومات المتاحة على المؤسسات المتداولة، وكلما تحسن نشاط ومستقبل المؤسسة ارتفع سعر الأوراق المالية الخاصة بها، ومن ثم تعمل المؤسسة على تحسين وضعها للاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها، من هنا يمكن القول أن حركة الأسعار في السوق تعد بمثابة رقابة ومرشد للمديرين والمسيرين لتحسين أوضاع نشاطهم وتحسين مركزهم المالي، وهذا ما ينعكس إيجاباً في تحسين نمو الاستثمارات (ساطوري، 2005-2006، صفحة 256).

كما أن سوق الأوراق المالية يسمح للشركات بتحويل المخاطر عن طريق السوق الأولي وتوزيعها بين حملة الأوراق المالية المختلفة، في حين السوق الثانوي يعمل على تحويل الأوراق المالية طويلة الأجل إلى قصيرة الأجل، عن طريق السماح بشراؤها وبيعها خلال فترة قصيرة محددة، مما يؤدي إلى طمأننة المستثمر في قدرته على تسهيل هاته الأوراق وقت ما أراد ومتى احتاج إلى ذلك.

- التمويل المباشر: تعمل أسواق الأوراق المالية على الربط بين الوحدات ذات الاحتياج المالي على مواردها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض المالي عن طريق إصدار سندات واسهم (بن سليمان بن محمد آل سليمان، 2005، صفحة 42)، مما يسمح لها بالحصول على كمية الأموال المطلوبة مع تجنب مشكلة التكلفة والتوقيت المناسب لعملية الاستثمار، وإتاحة خيارات تمويل واسعة أمام الشركات القائمة خاصة أمام الشركات الجديدة في القطاع الاقتصادي أو التي هي قيد التأسيس.

- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمالات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، حيث ازدادت مظاهر الائتمان لتشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، حيث أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية (بوكساني، 2005-2006، صفحة 48).

- تحديد أسعار الأصول المالية: تعمل أسواق الأوراق المالية على تحديد أسعار الأصول بقيمة عادلة ويتحدد السعر العادل من خلال عمليات التداول وذلك من خلالها التقاء راغبى شراء الأصول المالية(الطلب)، وراغبى بيعها(العرض) من هنا يتم حماية المتعاملين من شراء أصول مقومه بأعلى من سعرها أو بيع أصول بأقل من سعرها العادل (عويس إبراهيم، بدون سنة، صفحة18).

- خفض تكاليف العمليات المالية: تعمل سوق الأوراق المالية على خفض تكاليف العمليات المالية، فبدون وجود سوق كفاء ستكون هذه التكاليف مرتفعة.

- توجيه المدخرات وتحويل الفائض إلى إدارة مختصة: تقوم سوق الأوراق المالية بتشجيع الأفراد على استثمار فوائضهم في قنوات ادخارية تؤمن لهم دخلا إضافيا وتوفر لهم في المقابل درجة سيولة عالية مع باقي القنوات الادخارية (دريد و كامل، 2012، صفحة37).

- تسهيل عملية الخوصصة: تشير تجارب الخوصصة في دول العالم بأن البرامج الناجحة كانت مرتبطة بوجود سوق أوراق مالية منظمة وكبيرة تسمح باستيعاب الأوراق المالية للمؤسسات المراد خوصصتها، في حين أن الأسواق التي تعاني من ضعف وعدم توفر بنية أساسية لديها تؤدي إلى إعاقة عملية الخوصصة أو عدم استيعابها (زيدان و نورين، 21-22 نوفمبر 2006، صفحة 5)، من هنا يمكن القول أن نجاح عملية الخوصصة بصورة فعالة يتطلب سوق أوراق مالية كفاء ونشط.

- حلقة لتمويل الاقتصاد العمومي: تعمل أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة والتي تتميز ببورصات نشطة على توفير الموارد المالية طويلة الأجل للمؤسسات والإدارات العمومية لسد حاجتهم وتغطية العجز المالي لديهم، كما أنها تقدم الدعم المستمر للمحيط الاقتصادي في حالة الاضطراب المالي (بوعبد الله، 2015-2016، صفحة 19).

- الحد من تدفق الأرصدة المحلية للخارج وجذب الأموال المهاجرة والتحويلات: وجود أسواق أوراق مالية متطورة في الدولة المحل يحد من تدفق الأرصدة المالية نحو الدول المتقدمة، كما تسهم في عودة الأموال المهاجرة إلى أوروبا وأمريكا والدول الغربية ليعاد استثمارها في الدولة المحل لتساعد في تحقيق التنمية الاقتصادية والبناء الاقتصادي المحلي، كما تساعد في استقطاب رؤوس الأموال المحلية المستثمرة في الخارج أو المودعة في مصارف أجنبية بغرض خدمة الاستثمار المحلي، ومنه استغلال هذه الموارد المهمة في الداخل مما يؤدي إلى توفر بدائل استثمارية متنوعة تحقق عوائد مجزية.

- تحسين وسائل الدفع: تقوم سوق الأوراق المالية بتزويد الاقتصاد بألية لدفع قيمة السلع والخدمات التي يتم شرائها وبيعها في أسواق السلع، وذلك من خلال الجهاز المصرفي الذي يقوم بتحصيل الشيكات وإصدار أدوات الدفع الإلكترونية والبلاستيكية كما يقوم بعمليات المقاصة وتحويل الأموال بين البنوك الناتجة عن عمليات بيع وشراء الأدوات المالية المختلفة أو عن طريق التحويل بين العملات، أو تحويل

الأسهم الناتجة عن عمليات البيع والشراء والرهن (عبادي، 2007، صفحة 3)، كما أن الأوراق المالية تعتبر مستودعا للقيمة حيث يستطيع حامله تحويلها إلى نقود فورا في سوق التداول إذا كانت سوقا نشطة (أبو زيد، بدون سنة، صفحة 89).

- ربط النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل: تعمل أسواق الأوراق المالية على ربط الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات بالأدوات المالية قصيرة الأجل كشهادات الإيداع المصرفية ضمن سوق العملات، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري المتمثل في الاستثمار، فتتوفر السيولة المطلوبة لتسيير هذه الأسواق مما يؤدي إلى تراكم مصادر التمويل وتعزيز الطلب في هذه السوق (العقريب و بلحمدي، صفحة 5).

- تنظيم ومراقبة الإصدار: تعمل أسواق الأوراق المالية على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية بقيمة الأصل المحدد لها، مما يسمح بسلامة التعامل بها والثقة في قيمتها.

- المساهمة في زيادة فاعلية السياسة النقدية: تؤدي دورا هاما باعتبارها تمكن البنك المركزي من استخدام سياسة السوق المفتوحة بفاعلية (عادل، 2013، صفحة 77) عن طريق دخول السوق متداولاً فيها.

- مؤشر لقياس النشاط الاقتصادي: تعتبر أسواق الأوراق المالية المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي من حيث انتعاشه أو ركوده. ففي حالة نموها المتزايد تنعكس على أسعار أوراقها المالية وحقيقة الشركات المصدرة لها، فإن الأمر يعتبر بمثابة حافز للمستثمرين من حيث توجيههم إلى الاستثمار في هذه الأسواق التي تعكس مدى كفاءة وفعالية نشاط الشركات المصدرة، بما يوجه الموارد المالية للمجتمع نحو القطاعات المنتجة والمساهمة في التنمية الاقتصادية ويسد الطريق أمام القطاعات الطفيلية التي لطالما ساهمت في تفاقم الأزمات الاقتصادية (أبو عمشة، 2011، صفحة 80).

- المساهمة في تخفيف الضغط على موازنة الدولة: خاصة لما يتعلق بالمدىونية الخارجية، حيث تسمح سوق الأوراق المالية باستبدال ديون تلك الدول بمساهمات في البعض من شركاتها، مما يعطي للدولة فرصة إضافية بديلة للتسديد وخدمة الديون ومنه التخفيف مشكلة مديونيتها الخارجية.

- المساهمة في الاستقرار المالي والحد من تقلبات أسعار الفائدة: إن وجود أسواق أوراق مالية فعالة في الدول النامية سوف يقلل من اعتماد الشركات على القروض وبالتالي يقلل من تأثرها بأسعار الفوائد المتقلبة، فالتمويل عن طريق القروض يتطلب دفع فوائد ثابتة بالإضافة إلى أصل القرض حتى في حالة خسارة الشركات باعتبار الدين غير مرتبط بربحية الشركات (غرايبة و خوري، 1994، صفحة 427)، لكن في حال إصدار أسهم يجعلها بمنأى عن ضغوط التسديد ويبقى مؤشر قابلية السداد لها دائما في حالة جيدة.

- جذب الاستثمار الأجنبي واستقطاب التكنولوجيا الحديثة: تعتبر أسواق الأوراق المالية مركزاً لاستقطاب الاستثمار الأجنبي عن طريق شراء أسهم الشركات التي تنشط في قطاعات حيوية، خاصة أن الشركات العملاقة تبحث عن الاستثمارات الإنتاجية الضخمة، مما يسمح بنقل التكنولوجيا إلى الدولة محل الاستثمار خاصة إذا كانت البنية التحتية جيدة وهاته الدولة تشجع الاستثمار الأجنبي. -التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني: تعتبر أسواق الأوراق المالية آلية توجيه واتخاذ الإجراءات الكلية المناسبة في الدولة، حيث تعد أسعار الأوراق المالية المتداولة مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية للبلاد، فهي تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة والإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فانخفاض أسعار الأسهم يعتبر مؤشراً على إقبال الاقتصاد على مرحلة كساد، وارتفاع أسعارها يعتبر مؤشراً على قدوم مرحلة انتعاش (أديب شندي، 2013، صفحة 161).

-المساهمة في تمويل خطط التنمية: تعتبر أسواق الأوراق المالية بديلاً لتمويلها للحكومات بدل اللجوء إلى الاقتراض الخارجي ففي حالة وجود سوق أوراق مالية فعالة تقوم الحكومة بطرح أوراق مالية حكومية أو صكوك تسمح للأفراد والشركات وصناديق التقاعد والمعاشات بشراؤها، مما يسمح بتغطية حاجتها التمويلية وتنعكس العوائد على تنمية الداخل بدل خروجها في شكل خدمات للدين الخارجي. -المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد: تعمل أسواق الأوراق المالية على توجيه الموارد الاقتصادية إلى المجالات الأكثر ربحية وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي بناء على ما تقدم نرى أن للأسواق المالية دوراً مهماً وحيوياً في دفع عجلة النمو الاقتصادي وبشكل خاص من الناحية التمويلية، فهي تقوم بتوجيه المدخرات من الأفراد مؤسسات الادخار والقطاعات ذات الفائض المالي في البلد وتحويلها إلى قنوات استثمارية ذات عائد مرتفع ويكون أكثر فعالية ونجاحاً إذا كانت هناك مؤسسات متطورة في تقييم الشركات والمشاريع والاستثمارات التي تسهم في بناء واتخاذ القرار الاستثماري المناسب، حيث إن المشاريع الناجحة لن تجد صعوبة في الحصول على التمويل من خلال الإقبال على شراء أسهمها، وهي ميزة لا تتوفر للمشاريع غير المجدية، مما يجعلها مضطرة إلى الانسحاب من سوق الأوراق المالية والسوق المؤسسي، وهكذا يتم الاستغلال الأمثل للموارد المالية والموارد الطبيعية خاصة في ظل ندرة بعض الموارد.

- الإحكام على عمليات التداول: تعمل أسواق الأوراق المالية الفعالة على إحكام على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات باعتبارها مؤشراً دقيقاً للمناخ الاقتصادي، فمن خلالها يمكن معرفة ما يمر به الاقتصاد؛ من ركود أو انتعاش أو نمو اقتصادي (الداعور و نواف العابد، 2009، صفحة 817).

- الحد من التضخم: تعمل أسواق الأوراق المالية على الحد من الضغوط التضخمية، وهذا من خلال تخفيف الضغط على البنك المركزي والجهاز الائتماني المحلي في التقليل من الإصدار النقدي وأشباه النقد وهو ما يؤدي إلى الحد من الارتفاع المستمر للأسعار نتيجة الثبات النسبي للكتلة النقدية المتداولة.

### 3.3 شروط فعالية الأسواق المالية

حتى تكون أسواق الأوراق المالية فعالة وتسهم في تحقيق الأهداف الاقتصادية يجب أن تتسم بمجموعة من الشروط، يمكن تلخيص أبرزها كما يلي:

- عدالة السوق: يجب أن يتيح السوق فرص متساوية للمتعاملين من حيث الوقت أو من حيث المعلومات المتاحة أمام لجنة الأوراق المالية أو لجنة البورصة، حيث تسمح هذه الأخيرة للمتعاملين بالوصول إليها من طرف كل من يريد بيع أو شراء الأوراق المالية المدرجة أو قيد الإدراج، كما يجب أن تعمل السوق على تحديد أسعار عادلة للأوراق المالية حيث تكون مبنية على معلومات تاريخية ومعلومات حالية حول الجهات المصدرة لها ووضعيتها المالية، كما يجب أن تتسم هذه المعلومات بالتعدلات المستمرة تجاوبا مع التغيرات المتعلقة بظروف السوق والجهة المصدرة والمحيط الاقتصادي ككل حتى يتم تحديد السعر المناسب للورقة المالية، مع إتاحة هاته المعلومات بصورة كافية دقيقة وملائمة حول حركة الأسعار وتغيرات المعلومات لجميع المتعاملين.

- السيولة: يطلق عليها باستمرارية السعر (أبو عمشة، 2011، صفحة 143)، أي استقرار الأسعار وعدم حدوث تغيرات كبيرة بين المعاملتين المتتاليتين، كما يقصد بها أيضا سهولة بيع وشراء الأصول المالية وعدم حصول تغير كبير وفجائي في سعرها بين المعاملة والأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة جوهرية.

- اتساع وعمق السوق: يقصد به وجود عدد كبير من المتعاملين مما ينعكس على صورة عدد أوامر البيع والشراء أما عمق السوق فيعني أن هناك اثر قوي لأوامر البيع والشراء على الأسعار من خلال استجابتها لحجم ونوعية المعلومات الجديدة مؤدية استجابة فورية في طبيعة المعلومات وأسعارها.

- المرونة: قدرة السوق على الاستفادة من تكنولوجيا المعلومات والرقمنة الالكترونية، مما يضمن حجم كبير من المعاملات عن طريق اشتغالها على العديد من الأجزاء في العالم والسماح بالوصول إليه وإجراء المعاملات الالكترونية عن بعد خاصة في ظل انتشار الانترنت.

- انخفاض تكلفة المعاملات: أي إبرام الصفقات عند حدها الأدنى من التكاليف وهذا من خلال خفض معدلات الضرائب من خلال التحفيزات الجبائية لإجراء الصفقات والمعاملات عن طريق سوق

زحوفي نور الدين، دبوب يوسف أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية الاقتصادي

الأوراق المالية، وكذلك عمل هذه الأخيرة على خفض تكاليف إجراء الصفقات والمعاملات المفروضة من طرف هيئة السوق.

- توفر قدر كاف من الأدوات المالية: وجود حجم وكمية كافية من الأدوات المالية المدرجة، خاصة الأدوات المناسبة لذوي الدخل المحدودة مما يسمح في تنوع طبيعة المتعاملين.

#### 4. قياس أثر مؤشرات أسواق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي

سيتم خلال هذا المحور محاولة قياس أثر كل من القيمة السوقية، حجم التداول وعدد الشركات كمتغيرات مستقلة على الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع لعينة من الدول العربية ممثلة لباقي مجتمع الدول العربية.

#### 1.4 تعريف العينة وفترة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في أربعة دول - الجزائر، السعودية، الأردن والإمارات N=4 ممثلة لمجتمع الدول العربية ككل، حيث تمثل الجزائر سوق الأوراق المالية الخاملة وغير النشطة كالصومال، السودان، موريتانيا وغيرها من الدول غير النشطة.

في حين تمثل الأردن الدول غير النفطية والتي تتميز بنشاط أسواق أوراقها المالية وعلى رأسها مصر، أما السعودية فتتمثل الدول النفطية وذات مناخ اقتصادي جيد وسوق أوراق مالية نشطة كالكويت، قطر وعمان، أما الإمارات ببورصتها سوق دبي المالي تدخل في صنف الدول البترولية من جهة والدول التي تعتمد على عناصر أخرى كالسياحة بأصنافها متمثلة في قطر، تونس والمغرب.

تم اختيار هذه الدول كممثل لباقي الدول العربية من ناحية الخصائص المشتركة ( الاقتصادية وطبيعة سوق أوراقها المالية) تتمثل الفترة الزمنية للدراسة من 2000 إلى 2017، T=19، بحجم عينة 74. عدد المشاهدات N\*T=74

تستخدم الدراسة قيم سنوية وليست قيما فصلية أو معدلات سنوية، مصادر هذه البيانات البنك الدولي صندوق النقد الدولي الإصدارات السنوية لصندوق النقد العربي والإصدارات للبنوك المركزية لدول عينة الدراسة.

#### 2.4 عرض متغيرات الدراسة

بناء على الأبحاث التطبيقية والأدبيات النظرية التي درست علاقة أسواق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، يعتبر الناتج المحلي كأهم مؤشر للنمو الاقتصادي، أما مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية فسيتم اعتماد المؤشرات التي تحصلنا على قيم شبه دقيقة حولها وتتمثل هذه المتغيرات فيما يلي:

المتغير التابع (GDP): يتمثل في الناتج المحلي الإجمالي، وهو يعبر عن إجمالي القيم النقدية للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الاقتصاد المحلي بواسطة عناصر الإنتاج الموجودة داخل المحيط الجغرافي خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة (بن عبد المالك وبن بكر البكر، 2016، صفحة7).

القيمة السوقية (VM): تم التطرق إليها سابقا؛

حجم التداول (VD): تم التطرق إليه سابقا؛

عدد الشركات المدرجة (NS): تم التطرق إليها سابقا.

#### 3.4 تبين خطوات اختيار النموذج الملائم

سيتم تقدير معالم النموذج باستخدام نماذج البيانات الطولية بانل من خلال النماذج الثلاثة المركبة له، والمتمثلة في نموذج التأثيرات التجميعية، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك بالاستعانة ببرنامج9 eviws لتقدير معالم النموذج، تم التحصل من ذلك على النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول 1: نتائج التقدير بنماذج بانل باستخدام مؤشر GDP

المتغيرات التفسيرية	النموذج التجميعي	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
VM	1.012	0.455	1.0129
NS	-0.731**	2.408**	-0.731**
C	207.870*	-41.439	207.87*
R <sup>2</sup>	0.287	0.386	0.287

(\*) معنوي عند 1% (\*) معنوي عند 5% المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات9 eviws

ملاحظة: تم استبعاد حجم التداول لأنه لم يكن معنوي في جميع النماذج

-اختبار وجود آثار فردية ثابتة

يتم في هذه المرحلة المفاضلة بين نموذج التأثيرات التجميعية ونموذج الآثار الفردية الثابتة لمعرفة طبيعة سلوك مؤشرات أسواق الأوراق المالية للدول محل الدراسة إن كان سلوكا موحدا أم أن كل مؤشر لدول يأخذ سلوكا خاصا به، ولإجراء هذا الاختبار نستخدم Redundant Fixed Effects Tests مع الاستعانة ببرنامج9 eviws والنتائج المتحصل عليها يوضحها الجدول الموالي:

الجدول 2: نتائج اختبار Redundant Fixed Effects باستخدام مؤشر GDP

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
--------------	-----------	------	-------

زحوفي نور الدين، دبوب يوسف أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية الاقتصادي

Cross-section F	3.548222	(3,66)	0.0191
Cross-section Chi-square	10.765820	3	0.0131

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات eviws9

بما أن قيمة الاحتمالية لفيشر اقل من 0.05، يعني هذا رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي أن النموذج الأفضل والأحسن هو نموذج التأثيرات الثابتة بالمقارنة مع نموذج التأثيرات التجميعية.

-اختبار وجود آثار فردية عشوائية

يتم خلال هذه المرحلة المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية العشوائية، وذلك باستخدام اختبار Breusch-Pagan مع الاعتماد على مخرجات برنامج 9 eviews، من خلال هذا تم التحصل على النتائج الموضحة كما يلي:

الجدول 3: نتائج التقدير بنماذج بانل باستخدام مؤشر GDP

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided

(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	1.131250 (0.2875)	3.790936 (0.0515)	4.922186 (0.0265)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات eviws9

يلاحظ من الجدول أعلاه أن احتمالية Breusch-Pagan اقل من 0.05، هذا ما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية عشوائية، ومنه نموذج الآثار الفردية العشوائية أفضل بالمقارنة مع النموذج التجميعي.

بعد إجراء الاختبارين السابقين اتضح أن نموذجي التأثيرات الفردية والتأثيرات العشوائية أفضل من النموذج التجميعي، وعليه لابد من القيام بإجراء مفاضلة بين نموذج الآثار الفردية الثابتة ونموذج التأثيرات الفردية العشوائية لاختيار النموذج الأفضل بينهما.

-اختبار Housman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الفردية الثابتة ونموذج التأثيرات الفردية العشوائية سيتم استخدام اختبار Hausman، النتائج يوضحها الجدول الموالي:

## الجدول 4: نتائج اختبار Hausman باستخدام مؤشر GDP

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.616666	2	0.0050

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات eviws9

يلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة الاحتمال اقل من 0.05 والتي قدرت بقيمة 0.005، وعليه نرفض فرضية العدم أي أن النموذج الأفضل هو الآثار الفردية الثابتة بالمقارنة مع نموذج الآثار العشوائية. بعد إجراء الاختبارات الثلاث السابقة، تم التوصل إلى أن النموذج الثابت هو الأفضل بالمقارنة مع النموذج التجميعي والنموذج العشوائي، هذا لا يعني أن يتم الأخذ بتقديرات هذا النموذج إلا إذا تم التأكد من أنه لا يعاني من مشاكل قياسية مثل الارتباط الذاتي ومشكلة التجانس.

## -التأكد من صلاحية النموذج

للتأكد من صلاحية النموذج الثابت لا بد من إجراء اختبار الذاتي للأخطاء، ثم اختبار اختلاف التباين وبعدها إجراء اختبار وولد.

## -اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

من خلال النموذج المقدر ظهرت إحصائية داربن واتسون أكبر من 1.5 والتي قدرت بقيمة 1.895 فهي تقترب كثيرا من القيمة 2، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء في النموذج.

## -اختبار اختلاف التباين

يتم إجراء هذا الاختبار باستخدام Test Levene، النتائج يوضحها الجدول الموالي:

## الجدول 5: نتائج اختبار Levene باستخدام مؤشر GDP

Test for Equality of Variances of RESID01

Categorized by values of RESID01

Date: 12/11/18 Time: 13:41

Sample: 2000 2017

Included observations: 72

Method	df	Value	Probability
Bartlett	2	0.000828	0.9996

زحوفي نور الدين، دبوب يوسف أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على

عينة مختارة من الدول العربية الاقتصادي

Levene	(2, 69)	1.349429	0.2661
Brown-Forsythe	(2, 69)	1.033449	0.3612

Category Statistics

RESID01	Count	Std. Dev.	Mean Abs. Mean Diff.	Mean Abs. Median Diff.
[-500, 0)	48	49.99435	40.13468	38.56923
[0, 500)	23	49.73090	44.15650	43.69024
[1500, 2000)	1	NA	0.000000	0.000000
All	72	230.7026	40.86200	39.66943

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات eviws9

Bartlett weighted standard deviation: 49.91051

يتضح من الجدول

أعلاه أن قيمة الاحتمال أكبر من 0.05، هذا ما يبين أنه لا يوجد اختلاف في التباين.

-اختبار صلاحية النموذج (اختبار وولد)

يتم في هذه المرحلة اختبار صحة النموذج الثابت ككل، النتائج المتحصل عليها يوضحها الجدول

الموالي:

الجدول 6: نتائج اختبار W Wald باستخدام مؤشر GDP

Wald Test:

Equation: Untitled

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	28.05770	(3, 66)	0.0000
Chi-square	84.17309	3	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات eviws9

يتضح من الجدول أعلاه أن إحصائية فيشر معنوية عند 5%، وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضيات البديلة التي تنص على أن المعامل لا تختلف عن الصفر، وهو ما يؤكد صلاحية الاختبارات السابقة ومنه النموذج الملائم هو النموذج الثابت.

بناء على نموذج التأثيرات الثابتة لبائل والاختبارات السابقة، فإن معادلة الناتج المحلي الإجمالي بدلالة مؤشرات أسواق الأوراق المالية المختارة للعينة المدروسة تكون بالشكل التالي:

$$\text{GDP} = -41.43 + 0.4556\text{VM} + 2.4082\text{NS}$$

## 5- تحليل النموذج

يتضح من خلال تتبع نتائج الاختبارات والنموذج المتوصل إليه ما يلي:

- متغيرات النموذج تقترب من حالة الاستقرار أو شبه الاستقرار 1%، 5% هذا ما يثبت ملائمة العينة المختارة؛
- وجود متغيرات غير مذكورة وتؤثر على الناتج المحلي بالسلب، حيث تعتبر هاه المتغيرات خارج موضوع البحث؛
- معامل الارتباط يقدر بقيمة 38.6 أي 38.6% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع GDP ناتجة فعلا عن المتغيرات المستقلة المأخوذة في النموذج؛
- المتغير المستقل القيمة السوقية ذو معنوية إحصائية وتأثير موجب على الناتج المحلي الإجمالي GDP، ومنه كلما زادت القيمة السوقية بوحدة واحدة زاد الناتج المحلي بقيمة 0.4556؛
- المتغير المستقل عدد الشركات ذو معنوية إحصائية وتأثير موجب على الناتج المحلي الإجمالي GDP، ومنه كلما زاد عدد الشركات المدرجة بوحدة واحدة زاد الناتج المحلي بقيمة 2.4082.

## 6. خاتمة

بحثت هذه الدراسة في تحديد أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية، من خلال الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابعاً خلال الفترة 2000-2017، وذلك من أجل الكشف عن أهم المؤشرات المؤثرة سلباً أو إيجاباً على النمو الاقتصادي، وذلك باختبار أهم مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية من خلال تقدير نموذج البانل السكان باستخدام طريقة التأثيرات التجميعية، طريقة التأثيرات الثابتة وطريقة التأثيرات التجميعية، استجابت طريقة التقدير بواسطة التأثيرات الثابتة في إيجاد علاقة بين مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية والناتج المحلي ومنه النمو الاقتصادي.

- فمن خلال المحور النظري في هذه الدراسة تم التوصل إلى ما يلي:
- تؤثر أسواق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي في الدول من خلال جملة من العناصر الاقتصادية التي تسهم في النمو الاقتصادي خاصة في الأجل الطويل؛
- كلما زادت فعالية وكفاءة أسواق الأوراق المالية كلما زاد تأثيرها إيجاباً في الاقتصاد المحلي للدول.
- أما في المحور الخاص بالدراسة القياسية تم التوصل إلى ما يلي:
- القيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة تؤثران بشكل إيجابي على الناتج المحلي في الدول العربية؛
- حجم التداول لا يزال ضعيفاً في الدول العربية كي يؤثر على الناتج المحلي فتوصلت الدراسة أنه غير معبر إحصائياً؛

زحوفي نور الدين، دبوب يوسف أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على عينة مختارة من الدول العربية الاقتصادي

-وجود مؤشرات خارجية لم تكن ضمن مؤشرات الدراسة تؤثر بشكل سلبي على الناتج المحلي في الدول العربية؛

-رغم التحسن في تأثير مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي المستنتج من وجود اثر موجب للقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة على الناتج المحلي بالمقارنة مع فترات سابقة والمستنتج على أساس الدراسات السابقة، إلا أن هذا التأثير لا يزال ضعيفا في الدول العربية بالمقارنة مع الدول المتقدمة.

بناء على هذه النتائج، يمكن إعطاء جملة من التوصيات التي من الممكن أن تسهم في رفع اثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية، وتتمثل فيما يلي:

-تقديم تحفيزات جبائية واستثمارية لصالح الشركات الراغبة في الإدراج؛  
-ضرورة تشجيع الدول العربية للشركات الكبرى على الولوج والإدراج في البورصة؛  
-وضع إجراءات قانونية تجبر الشركات المحلية والأجنبية على إدراج جزء معين من رأس مالها في البورصة إذا تجاوز رأس مالها ورقم أعمالها حد معين تحدده الحكومة؛

-تشجيع صناديق التقاعد المعاشات والتأمين على الاستثمار في الأدوات المالية المدرجة في البورصة؛  
-تشجيع المواطنين وأصحاب الادخار على توجيه ادخاراتهم نحو الاستثمار والادخار عن طريق البورصة؛  
-إنشاء قناة تلفزيونية إعلامية توعية حول البورصة - البنوك والمعاملات يمكن أن تثير الرغبة في الاستثمار والادخار البورصي؛

-المزيد من الإجراءات التسهيلية والتنظيمية خاصة المتعلقة بالسحب التحويل والدفع النقدي خاصة للأطراف محل تعامل بورصي؛  
-الاهتمام بتكنولوجيا المعلومات والانترنت والمزيد من نشر البيانات والإفصاح المالي بما يزرع الثقة بين عارضي التمويل وطالبيه؛

-تقديم تحفيزات إضافية للشركات الأجنبية التي تسعى إلى الاستثمار الحقيقي وإدراج أسهمها في الدول العربية.

## 7. قائمة المراجع:

- Abeywardhana, D. (2017). Capital Structure Theory: An Overview. *Accounting and Finance Research*, 06(01).
- Aghion, P. (2007). CROISSANE ET FINANCE. *Revue de l'OFCE 102 Oxford University Press*.
- Hull, J. (2007). *Futur et Autre Actifs Pearson*. paris: éducation, 6émeedition, paris,.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship, and growth Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* (32).

- KING, R., & LEVINE, R. (1993). FINANCE AND GROWTH: SCHUMPETER MIGHT BERIGH. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(03).
- Morvan, J. (2009). *Marchés et instruments financiers*. Paris.
- Stolbov, M. (2014). The Finance-Growth Nexus Revisited: From Origins to a Modern Theoretical Landscape. *Economics: The Open-Access. Open-Assessment E-Journal*, 07(02).
- أبو زيد، صبري احمد، دور سوق المال في تنمية الاستثمارات في مصر. *مجلة مصر المعاصرة*، بدون سنة.
- أبو عمشة، محمد. كمال. أهمية تطوير الأسواق المال في دول مجلس التعاون الخليجي. *مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان55-56*، (2011).
- أديب شندي، قاسم. الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية. *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد الخاص بمؤتمر الكلية*. (2013).
- الداعور، جبر & نواف العابد، محمد. اثر السياسات المحاسبية لإدارة المكاسب على أسعار الوحدات الاقتصادية المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية. *مجلة الجامعة الإسلامية، المجلد17، العدد (01)* (2009).
- الدعي عباس، كاضم. *السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية*. دار صفاء للنشر والتوزيع، (2010).
- العقريب، كمال & بلحمدي، سيد علي-. اهم الازمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية -النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، 05-06ماي2009، جامعة الجيلالي بونعامة خميس مليانة- الجزائر.
- بن سليمان بن محمد آل سليمان، مبارك. *أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة*. كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، (2005).
- بن عبد المالك، السلطان & بن بكر البكر، احمد. دراسة وصفية – مفهوم الناتج المحلي، المجلد 7، العدد (03)، (2016).
- بن علال، بلقاسم. دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري-1990-2011، *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*، العدد(02)، (2014).
- بوعبد الله، علي. *الأسواق والأدوات المالية مطبوعة لطلبة السنة الثانية ماستر مالية، العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير- جامعة محمد خيضر*. (2015-2016).

زحوفي نور الدين، دبوب يوسف أثر مؤشرات أداء أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية على

عينة مختارة من الدول العربية الاقتصادي

-بوكساني, رشيد. معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها, أطروحة دكتوراه. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, جامعة الجزائر.(2005-2006).

-خيضر, حسان. تحليل الأسواق المالية. سلسلة التنمية في الأقطار العربية, العدد (03). (2004).

-دريد, آل شبيب كامل. (الأسواق المالية والنقدية دار المسيرة للنشر والتوزيع, (2012).

-زيدان, محمد & نورين, بومدين. دور السوق المالي في تمويل التنمية بالجزائر -المعوقات والأفاق, الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات -دراسة حالة الجزائر والدول النامية, 21-22 نوفمبر. (2006). جامعة محمد خيضر بسكرة -الجزائر.

-ساطوري, الجودي. اثر كفاءة سوق رأس المال على الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر-, أطروحة دكتوراه. علوم التسيير, فرع مالية: المدرسة العليا للتجارة -الجزائر.(2005-2006).

-سماعيل, ليندا & شاك, رؤى. دراسة العلاقة بين النمو الاقتصادي في سورية خلال الفترة-2010. 1980 مجلة جامعة البعث, المجلد 38, العدد(60). (2016).

-عادل, علا عبد العال. دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية. مجلة بحوث اقتصادية عربية. العددان(63-64), (2013).

-عبادي, سليمان. دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية. الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني. سبتمبر(2007), سوق فلسطين للأوراق المالية, فلسطين.

-عويس إبراهيم, عفاف. التمويل والإدارة المالية, سلسلة مراجع التمويل والاستثمار, قسم إدارة الأعمال, كلية التجارة, جامعة القاهرة. بدون سنة.

-غرايبة, هشام & خوري, رتاب. الأسواق المالية في الدول النامية تطوراتها وأهميتها. مجلة أبحاث اليرموك, المجلد 10. العدد(2), (1994).