

## أثر أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو: دراسة مقارنة بين عينة من الدول العربية النفطية وغير النفطية

### The impact of stock markets on economic rates: a comparative study between a sample of oil and non-oil Arab countries

لقريوي إلهام<sup>1\*</sup>، غلاب الرشيد<sup>2</sup>، بوحيضر رقية<sup>3</sup>

<sup>1</sup> مخبر اقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل (الجزائر)، [ilham.lakrioui@univ-jijel.dz](mailto:ilham.lakrioui@univ-jijel.dz)

<sup>2</sup> مخبر اقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل (الجزائر)، [rachidallab35@gmail.com](mailto:rachidallab35@gmail.com)

<sup>3</sup> مخبر اقتصاد المنظمات والتنمية المستدامة، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل (الجزائر)، [bouhider\\_roukia@yahoo.fr](mailto:bouhider_roukia@yahoo.fr)

تاريخ الاستلام: 2022/03/24 تاريخ القبول: 2022/07/02 تاريخ النشر: 2022/09/01 مستخلص:

الإجمالي إيجابا على معدل النمو بينما لم يكن هناك تأثير للقيمة السوقية على معدل النمو. أوصت الدراسة بضرورة تطوير البورصات العربية بهدف زيادة معدل النمو. الكلمات المفتاحية: أسواق الأوراق المالية؛ النمو الاقتصادي؛ بيانات البانل؛ الدول العربية النفطية؛ الدول العربية غير النفطية. تصنيفات JEL: G15؛ G15؛ E23؛ C33؛ O57.

#### Abstract :

This study aimed to identify the impact of stock exchanges on economic growth in a sample of oil and non-oil Arab countries during the period 2006-2018, using the descriptive approach and based on panel data and by taking the growth rate of the gross domestic product as a dependent variable and the market value, the total value of traded shares as a percentage of GDP, inflation rate, and oil price as explanatory variables. The study found an

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر بورصات الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في عينة من الدول العربية النفطية وغير النفطية خلال الفترة 2006-2018، باستخدام المنهج الوصفي وبالاعتماد على بيانات البانل وبأخذ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع والقيمة السوقية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، وسعر النفط كمتغيرات مفسرة. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين القيمة السوقية ومعدل النمو في الدول العربية النفطية، بينما أثرت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي إيجابا على النمو. أما في الدول العربية غير النفطية فقد أثرت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي

growth rate. The study recommended the necessity of developing the Arab stock exchanges in order to increase the growth rate.

**Keywords:** stock markets; Economic growth; panel data; Arab oil states; Arab non-oil countries.

**JEL Classification:** G15; E23 ; C33;O57.

inverse relationship between the market value and the growth rate in the Arab oil countries, while the total value of traded shares as a percentage of GDP had a positive impact on growth. In the non-oil Arab countries, the total value of traded shares as a percentage of GDP had a positive impact on the growth rate, while the market value had no effect on the

## مقدمة

لقد جذبت أسواق الأوراق المالية اهتمام الباحثين لما لها من دور في حفز الاستثمار المحلي والأجنبي، وتعبئة الموارد وتمهيتها للاستثمار بما يساهم في زيادة إنتاج السلع والخدمات وتحريك عجلة النمو الاقتصادي على نحو متزايد ومستدام. وإذا كانت أسواق الأوراق المالية في الدولة المتقدمة قد بلغت درجة كبيرة من التطور بالشكل الذي جعلها تساهم إيجاباً في دفع النمو الاقتصادي، فإن الدول النامية ما زالت تبحث عن فرص النمو وكيفية تحقيقه.

تتميز أسواق الأوراق المالية في الدول العربية بأن أغلبها حديث النشأة مقارنة بتلك الموجودة في الدول المتقدمة، حيث سعت الدول العربية إلى إقامة بورصات للأوراق المالية والاهتمام بها تنظيمياً وتشريعياً، وذلك بغرض حشد المدخرات وتوظيفها وإتاحة بدائل تمويلية مختلفة للاقتصاد، غير أن واقع هذه البورصات يختلف من دولة إلى أخرى بالشكل الذي يجعل مساهمتها في تحريك عجلة النمو الاقتصادي تختلف هي الأخرى. فالدول العربية النفطية وبخاصة الخليجية تتميز بمواردها المالية الكبيرة بالشكل الذي جعل بورصاتها كبيرة الحجم ومتعددة الأدوات، وأصبح بعضها يصنف ضمن البورصات الناشئة، بينما بورصات الدول العربية غير النفطية تتميز بصغر الحجم ومحدودية الموارد. وعليه فإن دراستنا هذه ستركز على معرفة أثر بورصات الأوراق المالية على النمو الاقتصادي بالدول العربية من خلال إجراء دراسة قياسية مقارنة بين البورصات في الدول العربية النفطية وغير النفطية. وبالتالي تدور الدراسة الحالية حول السؤال الرئيسي التالي: ما هو أثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية النفطية وغير النفطية؟

للإجابة على الإشكالية المطروحة سنطلق من الفرضيات التالية:

- هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية؛

- وجود فروق ذات دلالة إحصائية لأثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي بين الدول العربية النفطية وغير النفطية:

- هناك عوامل أخرى بخلاف أسواق الأوراق المالية تؤثر على النمو الاقتصادي في الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية.

تنبع أهمية الدراسة من أهمية أسواق الأوراق المالية ودورها في الاقتصاديات المعاصرة، وكون الدول العربية عامة والنفطية خاصة مازالت عرضت لتقلبات وصدمات أسعار النفط العالمية بين الحين والآخر، ما يحتم البحث عن مصادر تمويل تتميز بالاستدامة بالشكل الذي يضمن تمويل الاقتصاديات العربية وتحقيق نمو اقتصادي مستدام. وتهدف هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين بورصات الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وإلقاء الضوء على واقع أسواق الأوراق المالية في الدول العربية النفطية وغير النفطية، مع قياس أثر بورصات الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في عينة من الدول العربية النفطية وغير النفطية.

للإجابة عن الإشكالية المطروحة تم إتباع المنهج الوصفي لعرض مختلف الجوانب النظرية للموضوع، بالإضافة إلى استخدام أدوات الاقتصاد القياسي والمتمثلة في نماذج البائل. تم اختيار فترة الدراسة تبعاً لمدى توفر البيانات عن الأسواق المدروسة. إضافة إلى المقدمة والخاتمة تم تقسيم البحث إلى العناصر التالية:

1. أدبيات الدراسة والدراسات السابقة

2. الدراسة القياسية

**1- أدبيات الدراسة والدراسات السابقة:** من خلال هذا الجزء سنحاول التطرق لطبيعة العلاقة التي تربط بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، مع الإشارة لبعض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع المدروس.

**1-1 أدبيات الدراسة:** حاز موضوع النمو الاقتصادي ومحدداته على اهتمام العديد من الاقتصاديين كونه من الأهداف الرئيسية لأي سياسة اقتصادية في أي دولة، وذلك بغية الحد من مختلف المشاكل الاقتصادية والاجتماعية التي تتعرض لها. وقد تم تعريف النمو بصفة عامة على أنه الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة من طرف الفرد في محيط اقتصادي معين، فهو بمثابة مؤشر اقتصادي يقاس بمستوى الناتج الداخلي الخام والذي يمكننا من معرفة القيمة المضافة لمختلف المؤسسات الناشطة في الاقتصاد (بوخاري وزاوية، 2020، صفحة 931). كما يعرف أيضاً بأنه الزيادة المستمرة في إنتاج بلد خلال فترة أو عدة فترات طويلة من الزمن وبذلك فإن النمو يختلف عن مجرد التوسع الذي يعني الزيادة في

الإنتاج لفترة قصيرة (مسعي، 2012، صفحة 150). وكخلاصة لما سبق يمكن القول أن النمو الاقتصادي هو الزيادة في الاستثمارات ذات القيمة المضافة على الناتج القومي للاقتصاد، وتحسين لكفاءة وجودة مختلف القطاعات الاقتصادية مما يؤدي إلى تطوير الوضع الاقتصادي ودفع عجلة الاقتصاد القومي نحو الأفضل، وبالتالي تحقيق الرفاهية والاكتفاء المادي العام للفرد والمجتمع.

تباين الآراء حول العوامل المحددة للنمو الاقتصادي، وتختلف باختلاف النظريات الاقتصادية المفسرة له، فحسب الكلاسيك هناك ثلاث عوامل مسؤولة عن النمو تتمثل في الأرض ورأس المال والعمل، وكان هذا كافياً لشرح أسباب النمو الاقتصادي في البلدان الرأسمالية، حيث كلما زاد استخدام هذه العوامل زاد النمو الاقتصادي (lukasz, 2014, pp. 47-48). وتبين الأدبيات الاقتصادية أن هناك نموذجين شائعين لتفسير النمو هما نموذج سولو (Solow, 1957) ونموذج رومر (Romer, 1986). وفقاً لنموذج سولو فإن معدل النمو طويل الأجل يعتمد على معدل التقدم التقني الذي يتحدد بقوة خارجية عن نطاق النموذج الاقتصادي ولا يتأثر هذا النمو بسياسات صناع القرار، في حين أن نموذج رومر يبرز أثر الابتكارات والتقدم التقني الناجم عن التعليم بصفتها من العوامل الداخلية المؤثرة في مستوى النمو، وبذلك يرى أن للسياسات والظروف المؤسسية دوراً مؤثراً في النمو يزيد على دور الموارد الطبيعية الموهوبة (حمدان، 2017، صفحة 70)، من زاوية أخرى ميز الأستاذ سالا مارتين عام 2001 عدة عوامل تساهم في تحديد النمو الاقتصادي وهي (lukasz, 2014, p. 48):

- تراكم رأس المال المادي والبشري والتعليم؛
  - تنوع المؤسسات ومدى ملائمتها للاقتصاد؛
  - حرية حركة رأس المال، التكنولوجيا والأفكار والاستثمار الأجنبي والتدفق الحر للمعلومات.
- وبالمختصر فإن النماذج التي حاولت تفسير النمو في الفترة المعاصرة قد ركزت على العديد من العوامل، ومن بينها أسواق الأوراق المالية ودورها في تحفيز النمو. وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى أن دور سوق الأوراق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي يكون من خلال الوظائف المتعددة التي تؤديها. فأسواق الأوراق المالية توفر الموارد المالية المتاحة لكل من الدائنين والمدنيين من خلال إتاحة قنوات استثمارية متعددة، كما توفر المعلومات للمستثمرين في الوقت المناسب وبالتكلفة المناسبة، كما تعمل على التقليل من المخاطر وتوفير السيولة وتساعد على تطوير أساليب تمويل متنوعة للمشاريع (Najeb, 2013, pp. 793-794). كما يظهر التفاعل الإيجابي بين سوق الأوراق المالية ومستوى النمو الاقتصادي من خلال جذب السيولة

من الخارج، نظرا لالتزامها بمعايير الأداء العالمية مما يؤدي إلى انتعاش تمويل المشاريع المحلية خاصة في ظل الأموال المهاجرة، وانتظامها في قنوات استثمارية تتمثل في شركات مسجلة في البورصات، بالإضافة إلى أن البورصة تشكل دافعا جوهريا لصانعي القرار من أجل التركيز على القرارات الاستثمارية المساعدة في تعظيم قيمة الشركة على المدى الطويل، كما توفر أيضا تنوع محافظ الاستثمار وبالتالي تخفيف المخاطر ما ينعكس إيجابا على أداء الشركات وعلى النشاط الاقتصادي (يجي، 2015، صفحة 152). ورغم ما تقوم به أسواق الأوراق المالية من وظائف هامة تحفز النمو الاقتصادي من خلالها، إلا أن هذه العلاقة على المستوى التجريبي غير محسومة، حيث توصلت الدراسات إلى نتائج متباينة. هناك من الباحثين من يؤيد الأثر الإيجابي لسوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي ويرى أنهما مرتبطان طرديا (Levine & zervos, 1996)، (Atje & Jovanovic, 1989)، (Geert & Harvey, 1997)، (Rousseau & Wachtel, 2000)، في حين يرى آخرون أن بورصة الأوراق المالية هي التي تتأثر بالنمو الاقتصادي وتنتعش بانتعاشه باعتبارها مرآة عاكسة للنشاط الاقتصادي، بينما فريق آخري أن العلاقة بينهما تبادلية وأن كلاهما يسبب الآخر. في الجانب الآخر هناك من يرى عدم وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، ووصل بعض الباحثين إلى اعتبار سوق الأوراق المالية عقبة أمام النشاط الاقتصادي، ويجادلون بأن تطور هذه السوق تؤثر سلبا على النمو الاقتصادي (TEKIN & YENER, 2019, p. 81). وعليه يمكن القول أن بورصات الأوراق المالية بمثابة آلية لتحويل المدخرات إلى استثمارات، وبالتالي توفير الطاقات التمويلية للاقتصاد وتوسيع حيز النشاط الاقتصادي مما يساهم في تعظيم الأرباح والرفع من معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الكفاءة الاقتصادية وزيادة مستوى الرخاء في المجتمع وتحقيق الاستقرار الداخلي والخارجي.

2-1 الدراسات السابقة: هناك العديد من الدراسة التي تناولت موضوع بورصات الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وقد ركزت بعض هذه الدراسات على عينة من دولة واحدة، فقد هدفت دراسة (Adamopoulos, 2010) إلى تقدير العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ألمانيا خلال الفترة 1965-2007، بالاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ المتجه (VECM). توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ألمانيا، وهي علاقة أحادية تتجه من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي حسب اختبارات السببية لجرانجر. في مصر قام (Badr, 2015) بدراسة العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي خلال الفترة 2002-2013، باستخدام اختبار السببية

Granger. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة سببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. في ماليزيا قام (قسول، 2019) بدراسة تأثير سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017). بالاعتماد على تقنية شعاع الانحدار الذاتي (VAR)، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على المدى القصير من مؤشر الرسملة السوقية نحو النمو الاقتصادي. بعض الدراسات الأخرى ركزت على عينة متكونة من مجموعة من الدول، فقد ركزت دراسة (Tomno, 2017) على عينة تتكون من عشرة بلدان من إفريقيا جنوب الصحراء خلال الفترة 1999-2010. وتوصلت إلى أن حجم سوق الأوراق المالية يؤثر على النمو الاقتصادي. بالإضافة إلى تأثير ضعيف لمعدل الدوران والسيولة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد. أما (Godfrey & Ifuero, 2019) فقد درسوا العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في دول البريكس BRICS، بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية الفصلية للبنك الدولي خلال الفترة من الربع الأول 1994 إلى الربع الرابع 2015. توصلت الدراسة إلى أن تطور سوق الأوراق المالية له تأثير كبير على النمو الاقتصادي وأن هناك علاقة بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. في سلطنة عمان قام (حفصي، 2020) باختبار العلاقة بين مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي والنمو الاقتصادي خلال الفترة 1993-2016 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطأة (ARDL). أظهرت النتائج المتحصل عليها وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة السوقية والنمو الاقتصادي، وبالمقابل لوحظ غياب أي دور لقيمة الأسهم المتداولة في النمو الاقتصادي. وأخيرا هناك بعض الدراسات المقارنة بين عدة دول، ومنها دراسة (عزاز، 2019) التي قامت بدراسة أثر أسواق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (2003-2017) باستخدام نماذج الانحدار المتعدد في كل من الجزائر، تونس والمغرب. توصلت الدراسة إلى أن النموذج التونسي كان الأفضل إذ اتضح أن الناتج المحلي الإجمالي يستجيب للتغيرات التي تحدث في كل متغير من المتغيرات المستقلة، ثم يليه النموذج المغربي الذي أظهر متغير واحد فقط وهو الرسملة البورصية تأثيرا على الناتج المحلي الإجمالي، ليأتي النموذج الجزائري في المرتبة الأخيرة فكل المتغيرات المدرجة لم يكن لها تأثير على الناتج المحلي الإجمالي وذلك لضعف وصغر بورصة الجزائر مقابل حجم الاقتصاد.

من خلال الاطلاع على مختلف الدراسات السابقة نجد أنها تناولت دول مختلفة منها المتقدمة والنامية، في فترات زمنية متباينة، كما أن بعضها درس دولة واحدة والبعض الآخر ركز على دراسة مجموعة من الدول، وتوصلت إلى نتائج متباينة فيما يخص العلاقة بين أسواق

الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وذلك باستخدام طرق إحصائية متنوعة من نماذج الانحدار البسيط والمتعدد إلى نماذج Panel، وبمتغيرات مختلفة للتعبير عن أسواق الأوراق المالية وعلاقتها بالنمو الاقتصادي، أما دراستنا هذه فتختلف عن الدراسات السابقة من حيث أنها تركز على دراسة أثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في عينة من الدول العربية النفطية وغير النفطية، خلال الفترة 2006-2018 والتي عرفت فيها الدول العربية عدة تحولات وصدمات نفطية، كما تأتي هذه الفترة مع وبعد الأزمة المالية العالمية، كما تختلف من حيث طبيعة الأدوات الإحصائية المستخدمة، حيث تم الاعتماد على نماذج Panel.

2- الدراسة القياسية: بعد التطرق للجانب النظري لهذه الدراسة، سنحاول في هذا الجزء فحص أداء البورصات العربية النفطية وغير النفطية ومحاولة قياس أثر بورصات الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في عينة الدراسة.

### 1-2 تطور أداء البورصات العربية النفطية وغير النفطية خلال الفترة 2006-2018:

سنحاول في هذا الجزء الوقوف على أداء البورصات العربية خلال الفترة 2006-2018، والجدول 1 يلخص أهم مؤشرات أداء البورصات العربية النفطية وغير النفطية:

الجدول رقم(01): تطور أداء البورصات العربية النفطية وغير النفطية خلال الفترة 2006-2018

الوحدة:مليار دولار

السنوات	البورصات العربية النفطية			البورصات العربية غير النفطية		
	القيمة السوقية الإجمالية	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة	معدل الدوران	القيمة السوقية الإجمالية	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة	معدل الدوران
2006	695.5	1601.0	61.43	192.5	230.16	43.71
2007	1059.3	1000.6	82.01	279.1	94.45	38.55
2008	560.2	862.2	34.6	209.3	153.91	64.90
2009	678.7	538.7	51.18	224.6	79.36	51.16
2010	771.1	296.4	48.78	215.6	38.44	39.74
2011	714.0	356.6	35.96	162.9	49.94	24.42
2012	752.0	583.5	34.82	166.4	77.59	25.84
2013	963.9	499.5	43.5	168.1	51.82	22.14
2014	1030.6	799.1	45.78	175.2	77.53	28.41

أثر أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو: دراسة مقارنة بين عينة من الدول العربية النفطية وغير

### النفطية

27.91	15.91	42.3	151.6	59.32	47.89	543.5	916.2	2015
23.34	14.61	33.4	143.3	40.34	50.51	390.2	967.4	2016
11.98	30.53	29.0	162.2	31.64	48.57	308.0	973.4	2017
19.10	16.81	29.0	151.9	44.25	46.91	465.9	1052.7	2018

المصدر: إعداد الباحثين اعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي

- تطور أداء البورصات العربية النفطية خلال الفترة 2006-2018: من خلال الجدول 1 يتبين أن القيمة السوقية للبورصات العربية النفطية سنة 2007 عرفت تطورا ملحوظا لتبلغ حوالي 1059.3 مليار دولار، يقابلها تطور ملحوظ في القيمة السوقية الإجمالية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي مقارنة بسنة 2006 التي شهدت فيها البورصات العربية النفطية تراجع كبير في الأداء مع تفاوت في الأداء الفردي للبورصات بين الانخفاض والارتفاع في مؤشر الأسعار. غير أن سنة 2008 شهدت فيها البورصات العربية النفطية تقلبات حادة بسبب الأزمة المالية العالمية وتراجع أسعار النفط العالمية مما أدى إلى انهيار مؤشرات الأسواق المالية وتراجع كبير في قيمتها السوقية كما تراجعت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي. بعد سنة 2010 عرفت القيمة السوقية تذبذبا بين الانخفاض والارتفاع بسبب التطورات الاقتصادية والجهود المبذولة للخروج من تداعيات الأزمة المالية العالمية، واتجهت نحو الارتفاع منذ 2014 غير أنها لم تصل إلى المستوى الذي حققته سنة 2007. في حين القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة عرفت نوعا من الارتفاع والانخفاض خلال الفترة 2007-2014 يقابله تذبذب في معدل الدوران لنفس الفترة، لتتخفف في الفترة 2015-2017 بمقدار 491.1 مليار دولار عن سنة 2014 ويرجع للانخفاض التي شهدتها أسعار النفط في تلك الفترة، في سنة 2018 ارتفعت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بنسبة 51.26% عن القيمة المسجلة سنة 2017 وارتفع معدل الدوران إلى 44.25% وهذا يرجع لنمو انتاجية البورصات العربية النفطية وزيادة نشاطها.

- تطور أداء البورصات غير النفطية خلال الفترة 2006-2018: يتبين من خلال الجدول 1 أن القيمة السوقية للبورصات العربية غير النفطية أصغر بكثير من القيمة السوقية لبورصات الدول العربية النفطية. ويبين الجدول انخفاض القيمة السوقية للبورصات العربية غير النفطية مع نهاية سنة 2008 إلى 209.3 مليار دولار بعد أن كانت 279.1 مليار دولار سنة 2007 وهذا بسبب امتداد الأزمة المالية العالمية للدول الغير نفطية مما ساهم في انخفاض التدفقات المالية الخارجية وتراجع الاستثمارات الأجنبية الأمر الذي أدى إلى تراجع أداء بورصاتها. لتتخفف أيضا سنة 2010 و2011 بسبب الاضطرابات السياسية التي عاشتها بعض الدول



العربية والتي كانت سبب في انخفاض الاستثمارات الأجنبية مع تراجع في مؤشرات الأسعار. وخلال الفترة 2012-2018 نلاحظ تذبذب في القيمة السوقية الإجمالية يقابله تذبذب في القيمة السوقية الإجمالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وبالنسبة للقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة فقد عرفت نوع من الانخفاض والارتفاع خلال الفترة 2006-2011 يعود للصدمات الداخلية والخارجية التي عرفت اقتصاديات العربية غير النفطية في تلك الفترة مما كان سبب في تخوف المستثمرين من التداول ونقص السيولة. ونلاحظ تذبذب في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة يقابله تذبذب في معدل الدوران خلال الفترة من 2012-2014، حيث بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة سنة 2014 حوالي 49.7 مليار دولار مع معدل دوران 28.41%. وخلال الفترة 2015-2018 نلاحظ انخفاض في حجم التداول يقابله انخفاض في معدل الدوران وهذا يدل على نقص السيولة داخل البورصات العربية غير النفطية وضعف نشاطها.

وبمقارنة أداء البورصات العربية النفطية وغير النفطية خلال فترة الدراسة، نرى أن أدائهما تقريبا متشابه من حيث درجة التأثر بالأزمة المالية العالمية سنة 2008 وتداعياتها على الاقتصاد العالمي، بالإضافة إلى الظروف السياسية التي عاشتها بعض الدول العربية سنة 2011 والتي خلقت أجواء غير مستقرة داخل البورصات العربية مما أثر على أداء ونشاط السوق، وانخفاض أسعار النفط العالمية مع نهاية 2014 وتداعياته على معدلات النمو الاقتصادي مما أثر سلبا على البورصات العربية بصفة عامة والبورصات النفطية بصفة خاصة حيث كان التأثير عليها أكبر من البورصات العربية غير النفطية. وفيما يخص الأهمية النسبية للبورصات في الاقتصاد نرى أن القيمة السوقية الإجمالية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للبورصات العربية غير النفطية مازالت ضعيفة عند مقارنتها بما تحققه البورصات العربية النفطية خلال فترة الدراسة.

2-2 نموذج الدراسة: من أجل الوقوف على مدى تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في عينة من الدول العربية النفطية وغير النفطية اعتمدنا على نماذج البائل وفقا لدراسة (Gael , Boniface, & David , 2017) ودراسة (Mahmoud , 2012) ، شملت عينة دراستنا 8 بورصات عربية نفطية: بورصة أبوظبي، بورصة دبي، بورصة الدوحة، بورصة الكويت، بورصة البحرين، بورصة الجزائر وبورصة مسقط، بورصة السعودية و6 بورصات عربية غير نفطية: بورصة عمان، بورصة الدار البيضاء، بورصة تونس، بورصة بيروت، بورصة مصر وبورصة الخرطوم، واعتمدت هذه الدراسة على جمع البيانات المتعلقة بمتغيرات

أثر أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو: دراسة مقارنة بين عينة من الدول العربية النفطية وغير النفطية

الدراسة خلال الفترة 2006-2018 والمستخرجة من قاعدة بيانات صندوق النقد العربي، وقاعدة بيانات البنك الدولي.

2-2-1 متغيرات الدراسة: بناء على الأهداف التي يراد الوصول إليها في هذه الدراسة، وبالاعتماد على الدراسات السابقة لكل من (Godfrey & Ifuero, 2019)، (Zahid , Ather , & Anam , 2012) و (Alshammary, 2014)، تم اعتماد المتغيرات أدناه لبناء نموذجين قياسييين مع إدخال اللوغاريتم النبري على متغيرات الدراسة ماعدا المتغيرات التي تحتوي على قيم سالبة وفيما يلي عرض لهذه المتغيرات:

الجدول رقم (02): متغيرات نموذجي الدراسة

رمز المتغير	طبيعته	المتغير	المصدر
Y	تابع	نمو الناتج المحلي الإجمالي	صندوق النقد العربي
Lcm	مستقل رئيسي	القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق	صندوق النقد العربي
Ltv	مستقل رئيسي	القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (% من الناتج المحلي الإجمالي)	صندوق النقد العربي
Lop	ضابط	سعر النفط العالمي	صندوق النقد العربي
Inf	ضابط	معدل التضخم	قاعدة بيانات البنك الدولي

المصدر: من إعداد الباحثين

2-2-2 الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة: الجدول 3 يعكس البيانات الوصفية للمعطيات المدروسة، حيث نجد:

الجدول رقم (03): إحصائيات وصفية لمتغيرات الدراسة

Variable	البورصات العربية غير النفطية					البورصات العربية النفطية				
	N.Obs	Min	Max	Mean	Std. Dev	N.Obs	Min	Max	Mean	Std. Dev
Y	78	-2.3	11.5	3.83	2.82	104	-7.1	26.2	4.14	4.58
Lcm	78	7.16	11.84	9.77	1.20	104	4.44	13.15	10.45	2.35
Ltv	78	-1.78	4.96	1.61	1.36	104	-2.3	5.97	2.02	1.70
Lop	78	3.70	4.69	4.29	0.31	104	3.70	4.69	4.29	0.31
Inf	78	-2.75	58.64	8.38	10.37	104	-25.96	33.75	3.82	11.61

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على views10.

- البيانات الوصفية للدول العربية النفطية: متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يقدر بـ 4.14% ووصل لأعلى مستوى 26.2% سنة 2006 في دولة قطر أما أدنى قيمة وصلت لـ (-7.1) سنة 2009 بدولة الكويت. أما متوسط لوغاريتم القيمة السوقية (10.45)، متوسط لوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (2.02)، متوسط لوغاريتم سعر النفط (4.29) مع متوسط معدل التضخم (3.82). في حين أن الانحراف المعياري لمؤشر

لوغاريتم القيمة السوقية Lcm، مؤشر لوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة للنتائج المحلي الإجمالي Ltv، ومؤشر لوغاريتم سعر النفط Lop صغير وضئيل وهذا يدل على أن المتوسط لهذه المتغيرات صادق والبيانات متجانسة وليس هناك تغير كبير فيها على عكس مؤشر التضخم الانحراف المعياري كبير وهذا يدل على وجود تشتت أي تذبذب كبير في البيانات.

- البيانات الوصفية للدول العربية غير النفطية: متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يقدر ب 3.83% ووصل لأعلى مستوى 11.5% سنة 2007 بدولة السودان أما أدنى قيمة وصلت لـ (-2.3) بدولة السودان. أما متوسط لوغاريتم القيمة السوقية (9.77)، لوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (1.61)، متوسط لوغاريتم سعر النفط (4.29) مع متوسط معدل التضخم (8.38). في حين الانحراف المعياري لمؤشر Lcm، مؤشر Ltv، ومؤشر Lop صغير وضئيل وهذا يدل على أن المتوسط لهذه المتغيرات صادق والبيانات متجانسة على عكس الانحراف المعياري لـ Inf كبير ويدل على عدم تجانس البيانات ووجود تذبذب كبير.

2-3 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة: قمنا بحساب مصفوفة معاملات الارتباط البسيط بين متغيرات الدراسة، ولخصنا النتائج في الجدول 4.

الجدول رقم (04): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

البورصات العربية غير النفطية					البورصات العربية النفطية						
	Y	Lcm	Ltv	Lop	Inf		Y	Lcm	Ltv	Lop	Inf
Y	1					Y	1				
Lcm	0.155 (0.1750)	1				Lcm	0.081 (0.4122)	1			
Ltv	0.346 (0.0019)	0.718 (0.0000)	1			Ltv	0.131 (0.1822)	0.822 (0.0000)	1		
Lop	-0.036 (0.7523)	-0.003 (0.9755)	0.059 (0.6061)	1		Lop	0.183 (0.0624)	-0.019 (0.8469)	0.013 (0.8925)	1	
Inf	-0.155 (0.1733)	-0.388 (0.0004)	-0.118 (0.3007)	0.158 (0.1657)	1	Inf	0.214 (0.0284)	-0.063 (0.5227)	0.022 (0.8219)	0.406 (0.0000)	1

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على 10views.

- مصفوفة الارتباط للبورصات العربية النفطية: يتضح من خلال الجدول 4:  
- وجود علاقة ارتباط ضعيفة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، لوغاريتم سعر النفط والتضخم حيث بلغت معاملات الارتباط 18%، 21% على الترتيب، مع وجود علاقة ارتباط ضعيفة ذات دلالة غير إحصائية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي،

للوغاريتم القيمة السوقية الإجمالية، ولوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي؛

- وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة، حيث أن قيم P-value بين لوغاريتم القيمة السوقية الإجمالية ولوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة للناتج المحلي الإجمالي وبين لوغاريتم سعر النفط ومعدل التضخم أقل من 0.05 وبالتالي وجود مشكلة ارتباط خطي بين متغيرات الدراسة عند مستوى معنوية 5%؛

- من جهة أخرى عندما قمنا باختبار Farrar et Glauber وجدنا قيمة Xcal تساوي 118.66 وهي أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية 5% وعدد المشاهدات N=104، وبالتالي رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة بوجود مشكلة تعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة.

- مصفوفة الارتباط للبورصات العربية غير النفطية: من خلال الجدول 4 نلاحظ:

- وجود علاقة ارتباط ضعيفة ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ولوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 34%، مع وجود علاقة ارتباط ضعيفة ذات دلالة غير إحصائية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ولوغاريتم القيمة السوقية الإجمالية وعلاقة ارتباط ضعيفة سالبة ذات دلالة غير معنوية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، ولوغاريتم سعر النفط والتضخم؛

- وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين بعض المتغيرات المستقلة، حيث قيم P-value أقل من 0.05 وبالتالي وجود مشكلة ارتباط خطي بين متغيرات الدراسة عند مستوى معنوية 5%؛

- من زاوية أخرى باستعمال اختبار Farrar et Glauber بلغت قيمة Xcal 65.74 أي أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى معنوية 5% وعدد المشاهدات N=78، وبالتالي رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة بوجود مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة.

4-2-2 نتائج الدراسة القياسية: بالاستعانة ببرنامج eviews10 قمنا بتقدير نموذج الدول العربية النفطية ونموذج الدول العربية غير النفطية وتحصلنا على النتائج الملخصة في الجدول 5. وللتأكد من إمكانية تطبيق نماذج البائل في عينة البورصات العربية النفطية وعينة البورصات العربية غير النفطية، قمنا بتطبيق اختبار التجانس لـ Hsiao (الجدول 5) وتوصلنا إلى قبول الفرضية H2 بتجانس معاملات المتغيرات المستقلة لكل الدول محل الدراسة وعدم تجانس الحدود الثابتة (القيمة الاحتمالية P-value أكبر من 5%)، وعليه فالنموذج المستخدم

هو نموذج الآثار الفردية (ثابتة أو عشوائية). وقد توصلنا إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل لهذه الدراسة اعتمادا على اختبار Hausman والذي ينطلق من الفرضية الصفرية أن نموذج الآثار العشوائية هو الأفضل وبناء على نتائجه وجدنا أن الاحتمال المرافق له P-value أقل من مستوى معنوية 5% وهو ما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل.

الجدول رقم(05): ملخص نتائج الدراسة القياسية

Variable	البورصات العربية غير النفطية			
	نموذج الآثار الثابتة	نموذج الآثار العشوائية	نموذج الآثار الثابتة	نموذج الآثار العشوائية
C	(0.7645)	(0.0275**)	(0.0168**)	(0.9909)
Lcm	2.595637	11.43215	38.80454	0.080557
Ltv	(0.9827)	(0.0403**)	(0.0052*)	(0.3660)
Lop	0.017408	-0.772293	-3.930043	-0.400746
Inf	(0.0000*)	(0.0003*)	(0.2208)	(0.1626)
	1.828359	1.157792	0.626582	0.667007
	(0.8068)	(0.7113)	(0.3890)	(0.2452)
	-0.223767	-0.334589	1.153186	1.548924
	(0.0061*)	(0.0627***)	(0.0966***)	(0.0621***)
	-0.109567	-0.057467	0.060963	0.068225
N.of Obs	78	78	104	104
F-Statistic	(0.000489*)	(0.006116*)	(0.000006*)	(0.040105**)
	3.905248	3.922437	4.930842	2.608613
T.Hausman	P-value=0.0029<5%			
Hsiao test	P-value=0.0290<5%			
	Hypothese	F-stat	P-value	Decision
	H1	2.22	0.008641	Reject
	H2	1.74	0.057642	Accept
	H3	3.37	0.008719	Reject
Jarque-Bera	0.019084		0.000000	
D.Watson	1.373910		1.018865	
Heteroscedasticity	Cross-section	Period test	Cross-section	Period test
	0.0002	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews10.

\*معنوي عند 1%، \*\*معنوي عند 5%، \*\*\*معنوي عند 10%.

وبعد أن تبين أن النموذج الملائم هو نموذج الآثار الثابتة في عينة الدول العربية النفطية وعينة الدول العربية غير النفطية قمنا بمجموعة من الاختبارات التشخيصية التي أسفرت عن وجود مشكلة التوزيع الطبيعي وهذا ما يؤكد اختبار Jarque-Bera حيث سلسلة البواقي في كلا النموذجين لا تتبع التوزيع الطبيعي والقيمة الاحتمالية P-value أقل من 5%. كذلك يؤكد اختبار Heteroscedasticity عن وجود مشكلة عدم تجانس التباين بالنسبة للمقاطع والزمن. حيث القيمة الاحتمالية أقل من 5% مما يعني رفض الفرض الصفري وقبول الفرض البديل. وفي الأخير اختبار Durbin Watson كشف عن وجود ارتباط ذاتي موجب من الدرجة الأولى بين أخطاء النموذجين. وبعد تصحيح المشاكل القياسية التي يحتوي عليها النموذجين توصلنا إلى النتائج الملخصة في الجدول 6:

الجدول رقم (06): النماذج النهائية المقدره لعينة الدراسة

Variable	البورصات العربية غير النفطية	
	نموذج الآثار الثابتة	نموذج الآثار الثابتة
C	(0.6004)	(0.0000*)
lcm	1.246704	27.09389
ltv	(0.6813)	(0.0000*)
lop	0.075002	-2.720782
inf	(0.0000*)	(0.0024*)
of Obs.N	1.800099	0.460635
R2	(0.8617)	(0.0742***)
Dw	-0.057475	1.033419
F-Statistic	(0.0014*)	(0.1175)
	-0.095495	0.037844
	78	104
	0.676855	0.487027
	1.895797	1.820730
	(0.000000*)	(0.000000*)
	15.82577	7.940617

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على eviews10.

\*معنوي عند 1%. \*\*معنوي عند 5%. \*\*\*معنوي عند 10%.

2-2-5 تحليل ومناقشة النتائج: من خلال القراءة الإحصائية للنموذجين يتبين لنا أن نموذج البورصات العربية النفطية يتميز بـ:

- F-statistic=7.94 والقيمة الاحتمالية Prob(F-statistic) تساوي 0.000000 أقل من 5% ومنه نقبل الفرضية البديلة H1 أي يوجد على الأقل معلمة معنوية ومنه النموذج صالح مبدئياً؛

- إحصائية داربن واتسون التي تكشف عن الارتباط الذاتي للأخطاء قدرت بـ  $DW=1.82$ . ومن خلال جدول Watson-Durbin، نجد:  $dl=1.60$  و  $du=1.76$  وعليه إحصائية داربن واتسون تقع في مجال استقلال الأخطاء وهو ما يشير إلى انعدام الارتباط الذاتي.

أما معنوية المعالم المقدرة فيمكن معرفتها من خلال الاحتمال المرافق لها، ومنه يمكننا القول: معلمة  $lcm$  تشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية عند مستوى معنوية 1% بين لوغاريتم القيمة السوقية الإجمالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وهذا يعني أن كل زيادة في القيمة السوقية بـ 1% تؤدي إلى انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 2.70%، أي أن التغير في القيمة السوقية لا يفسر التغير الحاصل في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وهذه النتيجة تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Godfrey & Ifuero, 2019)؛

- معلمة  $ltv$  تشير إلى وجود علاقة طردية معنوية عند مستوى معنوية 1% بين لوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي فكلما تغيرت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% زاد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 0.46%، وتشير هذه النتيجة إلى أنه كلما كان حجم سيولة السوق مرتفع زادت حجم الاستثمارات مما يؤدي إلى نمو اقتصادي أسرع وأفضل في الدول العربية النفطية؛

- معلمة  $lop$  تشير إلى وجود علاقة طردية معنوية عند مستوى معنوية 10% بين لوغاريتم سعر النفط ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، فكلما زاد سعر النفط بـ 1% يرتفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 1.03%، ويفسر ذلك بأن الدول العربية النفطية تعتمد بشكل كبير في تمويل برامجها التنموية على مداخل النفط أي أن النمو الاقتصادي في الدول العربية النفطية ينتعش عندما ترتفع أسعار النفط والعكس صحيح؛

- معلمة  $inf$  تشير إلى وجود علاقة طردية وهي غير معنوية الاحتمال المرافق لها أكبر من 5%، وهذا يعني عدم تأثير النمو الاقتصادي بالتضخم وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Sidrauski, 1967) بعدم وجود علاقة بين التضخم والنمو الاقتصادي ويمكن تفسير ذلك بأن الاقتصاديات العربية النفطية هي اقتصاديات ريعية النمو فيها تحكمه التغيرات التي تطرأ على القطاع النفطي بالدرجة الأولى.

ويتميز نموذج البورصات العربية غير النفطية بـ:

- النموذج المقدر معنوي وصالح مبدئياً: القيمة الاحتمالية  $Prob(F\text{-statistic})$  أقل 5%، هذا يعني أنه يوجد على الأقل متغير مستقل واحد له تأثير على المتغير التابع؛

- إحصائية داربن واتسون قدرت بـ  $DW=1.89$  وتقع في مجال استقلال الأخطاء وهو ما يشير إلى انعدام الارتباط الذاتي.

أما معنوية المعالم المقدرة فيمكن معرفتها من خلال الاحتمال المرافق لها، ومنه يمكننا القول:  
- معلمة  $lcm$  تشير إلى وجود علاقة طردية غير معنوية الاحتمال المرافق لها أكبر من 5% بين لوغاريتم القيمة السوقية الإجمالية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية غير النفطية ويمكن تفسير ذلك بصغر حجم البورصات العربية غير النفطية وضعفها في استقطاب الفوائض المالية وتمويل المشاريع الاقتصادية والتنموية وبالتالي عدم ظهور تأثيرها على معدلات النمو الاقتصادي؛

- معلمة  $ltv$  تشير إلى وجود علاقة طردية معنوية عند مستوى 1% بين لوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للناتج المحلي الإجمالي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي فكلما تغيرت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بـ 1% زاد معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 0.80% وهذا يعني أن ارتفاع مستوى السيولة يؤدي إلى ارتفاع نشاط البورصات العربية غير النفطية وبالتالي تحسن معدلات النمو الاقتصادي؛

- معلمة  $lop$  تشير إلى وجود علاقة عكسية غير معنوية، الاحتمال المرافق لها أكبر من 5% وهذا يعني الزيادة في سعر النفط العالمي لا تؤدي بالضرورة إلى زيادة النمو الاقتصادي في الدول العربية غير النفطية وعلى هذا الأساس فالنمو الاقتصادي في الدول العربية غير النفطية يتأثر بعوامل أخرى؛

- معلمة  $inf$  تشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية عند مستوى 1% بين معدل التضخم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، حيث كل تغير في معدل التضخم بـ 1% يؤدي إلى تغير معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بـ 0.09% في الاتجاه المعاكس وهذا يتفق مع النظرية الاقتصادية بأن التضخم يؤثر سلباً على معدلات النمو الاقتصادي، أي أن ارتفاع المستوى العام للأسعار يقابله ارتفاع التكاليف وبالتالي انخفاض مستوى الاستهلاك وضعف في القدرة الشرائية مما سيخلق ضغوطات على معدلات النمو الاقتصادي.

6-2-2 المقارنة بين نموذج البورصات العربية النفطية ونموذج البورصات العربية غير النفطية: يبين الجدول 7 نتائج اختبار  $t$ -test للمقارنة بين متوسطات النموذجيين، تظهر نتائج تحليل الجدول 7 أن:

- متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 2006-2018 قد بلغ ما يقارب 4.14% في الدول العربية النفطية، بينما بلغ متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية



غير النفطية ما يقارب 3.83% وبالنسبة للقيمة الاحتمالية P-value أكبر من 5% وعليه نقبل الفرض الصفري أي عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط  $\gamma$  في الدول العربية النفطية وغير النفطية وفقا للاختبار المعلمي t-test؛

- بالنسبة لمتوسط لوغاريتم القيمة السوقية تظهر النتائج خلال الفترة 2006-2018 أنها قد بلغت 10.45% في الدول العربية النفطية، و9.77% في الدول العربية غير النفطية وكان الاختلاف في المتوسط سالب لصالح الدول العربية النفطية، إذا لوغاريتم القيمة السوقية في الدول العربية النفطية قد ساهم في تحسن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي والاختلاف بين لوغاريتم القيمة السوقية في الدول العربية النفطية وغير النفطية ذو دلالة إحصائية عند 5% وفقا للاختبار المعلمي t-test؛

- تظهر النتائج خلال الفترة 2006-2018 أن متوسط لوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي قد بلغ 2.02% في الدول العربية النفطية، بينما بلغ 1.61% في الدول العربية غير النفطية وكان الاختلاف في المتوسط سالب لصالح الدول العربية النفطية والاختلاف بين لوغاريتم القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية النفطية وغير النفطية ذو دلالة إحصائية عند 10% وفقا للاختبار المعلمي t-test؛

- بالنسبة للوغاريتم سعر النفط العالمي القيمة الاحتمالية المرافقة له أكبر من 5% وعليه نقبل الفرض الصفري أي عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط Lop في الدول العربية النفطية وغير النفطية؛

- بالنسبة لمتوسط التضخم ومساهمته في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي تظهر النتائج خلال الفترة 2006-2018 قد بلغ 3.82% في الدول العربية النفطية، بينما بلغ 8.38% في الدول العربية غير النفطية وكان الاختلاف في المتوسط موجب لصالح الدول العربية غير النفطية والاختلاف بين متغير التضخم في الدول العربية النفطية وغير النفطية ذو دلالة إحصائية عند 1% وفقا للاختبار المعلمي t-test.

الجدول رقم (07): الدراسة المقارنة بين عينة من البورصات العربية النفطية وغير النفطية

Variable	الدول العربية غير النفطية		الدول العربية النفطية		Mean différence	T	P-value
	Mean	Std. Dev	Mean	Std. Dev			
$\gamma$	3.83	2.82	4.14	4.58	-0.31	0,5699	0,5694
Lcm	9.77	1.20	10.45	2.35	-0.68	-2,5619	*0,0113
Ltv	1.61	1.36	2.02	1.70	-0.41	1,8118	***0,0716
Lop	4.29	0.31	4.29	0.31	0	3,78E-14	1

Inf	8.38	10.37	3.82	11.61	4.56	2,7852	*0,0059
-----	------	-------	------	-------	------	--------	---------

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Excel.  
\*معنوي عند 1%، \*\*معنوي عند 5%، \*\*\*معنوي عند 10%.

### الخلاصة

حاولنا من خلال هذه الدراسة القيام بدراسة مقارنة بين عينة من البورصات العربية النفطية وعينة من البورصات العربية غير النفطية ومدى تأثيرها على النمو الاقتصادي خلال الفترة 2006-2018، باستخدام بيانات البانل. ومن خلال دراستنا توصلنا إلى الإجابة عن الإشكالية المطروحة من خلال إثبات الفرضية الأولى، حيث أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة بين أسواق الأوراق المالية للدول العربية النفطية وغير النفطية ومعدل النمو الاقتصادي المعبر عنه بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، وإثبات الفرضية الثانية بوجود فروق ذات دلالة إحصائية لأثر أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية، مع إثبات الفرضية الثالثة بأن هناك عوامل أخرى بخلاف مؤشرات بورصات الأوراق المالية تؤثر على النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة. وتوصلنا من خلال الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود تضارب في الآراء حول طبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، ولكن أغلبية الآراء تتفق على العلاقة الوطيدة بين معدلات النمو الاقتصادي وأسواق الأوراق المالية، حيث تعتبر هذه الأخيرة من العوامل المحفزة للنمو الاقتصادي وتعمل على استغلال الموارد وتحويلها إلى القطاعات الأكثر إنتاجية وربحية وتعزيز حركة الاستثمار وتوفير التمويل اللازم للمؤسسات لتفادي خطر اللجوء إلى الديون وما ينجر عنه من ضمانات وغيرها؛

- يتأثر النمو الاقتصادي في الدول العربية النفطية سلبا بالقيمة السوقية لبورصات الأوراق المالية، بينما يتأثر طرديا مع مؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، في المقابل النمو في الدول العربية غير النفطية يتأثر إيجابا بمؤشر القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي فقط؛

- وجود علاقة إيجابية بين سعر النفط ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الدول العربية النفطية ويرجع ذلك لطبيعة اقتصاد الدول العربية النفطية الذي يعتمد بشكل كبير على الإيرادات النفطية، حيث يرتفع النمو الاقتصادي فيها مع كل انتعاش في أسعار النفط ويتراجع مع انخفاضه، على عكس الدول العربية غير النفطية لم تظهر أي علاقة بين سعر النفط ومعدل النمو في تلك الدول؛

- وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الدول محل الدراسة وهذه النتيجة تتفق ما توصلت إليه أغلب الدراسات السابقة، وتؤكد على دور أسواق الأوراق المالية في تفعيل النشاط الاقتصادي إلا أن هذه العلاقة ضعيفة الأمر الذي يتطلب ضرورة العمل على ترقية وتطوير أسواق الأوراق المالية العربية النفطية وغير النفطية وتوفير البيئة المناسبة من أجل تحقيق غايتها الحيوية بكل كفاءة وفعالية.

في الأخير نختم دراستنا هذه بتقديم التوصيات التالية:

- العمل على تحسين أداء البورصات العربية النفطية وغير النفطية إلى مستويات أعلى لمواكبة بورصات الاقتصاديات المتقدمة وتحقيق التكامل العربي فيما بينها، بالشكل الذي يضمن تحقيق النمو الاقتصادي المنشود؛

- نشر الوعي الادخاري والاستثماري في أسواق الأوراق المالية العربية، وتشجيع جميع الحكومات على تمويل برامجها التنموية من خلال أسواق الأوراق المالية؛

- استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية التي تبحث عن فرص ملائمة للاستثمار خصوصا بعد تنامي مظاهر عولمة أسواق المال للتقليص من الاقتراض الخارجي؛

#### قائمة المصادر والمراجع

- Rousseau, P., & Wachtel, P. (2000). Equity markets and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980-1995. *Journal of Banking & Finance*, 24(12), pp. 1933-1957.
- Adamopoulos, A. (2010). Stock Market And Economic Growth An Empirical analysis For Germany. *Business And Economic Journal*, 2010(1), pp. 1-12.
- Alshammary, M. (2014). Stock Market Development And Economic Growth in Developing Countries Evidence From Saude Arabia. *Journal Corporate Ownership And Control*, 11(3), pp. 193-216.
- Atje , R., & Jovanovic, B. (1989). Stock Markets and Development. *European Economic Review*, 37((2-3)), pp. 632-640.
- Badr, O. M. (2015). Stock Market Development And Economic Growth Evidence From Egypt. *International Journal Of Trade Economics And Finance*, 6(2), pp. 96-101.
- Gael , S., Boniface, S., & David , K. (2017). Stock Market Development And Economic Growth: The Case Of Sub-Sahara African Countries. *Economics And Finance African Review*, 11(3), pp. 96-114.
- Geert, B., & Harvey, C. R. (1997). Emerging equity market volatility. *Journal of Financial Economics*, 43(1), pp. 29-77.
- Godfrey , O., & Ifuero, O. (2019). Impact Of Stock Market Development On Economic Growth In BRICS. *International Journal Of Financial Research*, 10(1), pp. 23-30.
- Levine, s., & zervos, s. (1996). Stock Market Development and Long - Run Growth. *The World Bank Economic Economics Reviews*, 10(2), pp. 323-339.
- lukasz, p. (2014). Review Of Theories And Models Of Economic Growth. *Comparative Economic Research Journal*, 17(1), pp. 45-60.

- Mahmoud , A. (2012). Stock Market Development And Economic Growth: Empirical Evidence From Some Arab Countries. *Arab Journal Of Administration*, 32(1), pp. 177-197.
- Najeb, M. (2013). The Impact Of Stock Market Performance Upon Economic Growth. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 3(4), pp. 788-798.
- Romer, P. M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), pp. 1002-1037.
- Sidrauski, M. (1967). Inflation and Economic Growth. *Journal of Political Economy*, 75(6), pp. 796-810.
- Solow, R. (1957). A Contribution to the Theory of Economics Growth. *Quarterly Journal of Economics*, pp. 65-94.
- TEKIN, B., & YENER, E. (2019). The causality between economic growth and stock market in developing and developed countries: Toda-Yamamoto approach. *Theoretical and Applied Economics Journal*, 26(2), pp. 79-90.
- Tomno, S. G. (2017). Stock Market Development And Economic Growth The Case Of Sub-Sahara African Countries. *Economics And Finance African Reviews*, 11(3), pp. 96-114.
- Zahid , A., Ather , A., & Anam , T. (2012). Stock Market Development And Economic Growth : A Comparative Study Of Pakistan And Bangladesh. *African Journal Of Business Management*, 6(8), pp. 2985-2989.
- خولة عزاز. (2019). تأثير أسواق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر مقارنة بالمغرب وتونس دراسة قياسية للفترة 2003-2017. *مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية*، 12 (2)، الصفحات 558-569.
- رشيد حفصي. (2020). تأثير مؤشرات سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في سلطنة عمان باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للقفزات الزمنية المبطأة (ARDL) خلال الفترة (1993-2016). *مجلة دراسات العدد الاقتصادي*، 11 (1)، الصفحات 281-301.
- سعاد يحيى. (2015). دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية وأفاق تطويرها دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي 2008-2015 (أطروحة دكتوراه). بسكرة. العلوم الاقتصادية، الجزائر: جامعة محمد خيضر.
- عبد الحميد بوخاري، ورشيدة زاوية. (2020). دور سعر الصرف في التأثير على معدل النمو في الجزائر. *مجلة معهد العلوم الاقتصادية*، 23 (1)، الصفحات 927-944.
- علام محمد موسى حمدان. (2017). التنوع الاقتصادي في الإمارات العربية المتحدة ودوره في النمو الاقتصادي. *مجلة عجمان للدراسات والبحوث*، 5 (1)، الصفحات 66-108.
- كمال قسول. (2019). أثر تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية على النمو الاقتصادي في ماليزيا. *مجلة جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية*، 33 (3)، الصفحات 844-872.
- محمد مسعى. (2012). سياسة الإنعاش الاقتصادي في الجزائر وأثرها على النمو. *مجلة الباحث*، 10 (1)، الصفحات 147-160.