

تطور السوق المالية والنمو الاقتصادي: دراسة قياسية على الجزائر وتونس

The stock market development and economic growth: an empirical analysis for Algeria and Tunisia

كروش نورالدين^{1*}، أسماء بللعم²

¹ جامعة تيسمسيلت (الجزائر)، kerrouchen@gmail.com

² جامعة أحمد دراية-أدرار (الجزائر)، ayanessro@yahoo.com

تاريخ النشر: 2021/07/31

تاريخ القبول: 2021/06/26

تاريخ الاستلام: 2021/05/15

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والنمو الاقتصادي في كل من الجزائر وتونس، من خلال استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد. توصلت الدراسة إلى أن السوق المالية في الجزائر، لا تسهم مساهمة ذات دلالة إحصائية في تحقيق النمو الاقتصادي، في حين كان هناك تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية للسوق المالي على النمو الاقتصادي في تونس. كلمات مفتاحية: الأسواق المالية، عدد الشركات المدرجة، القيمة السوقية، النمو الاقتصادي، انحدار خطي متعدد.

Abstract:

This study aimed to test the relationship between financial market indicators and economic growth in Algeria and Tunisia, using the multiple linear regression model.

The study found that the financial market in Algeria does not make a statistically significant contribution to economic growth, while the financial market has had a statistically significant positive impact on economic growth in Tunisia.

Keywords: *Financial markets; number of listed companies; market capitalization; economic growth; multiple linear regression.*

1. مقدمة:

يعتمد دفع عجلة النمو والتنمية الاقتصادية في اقتصادات الدول بشكل كبير على حجم التمويل

المتاح فيها، وقد لعبت سوق الأوراق المالية دور كبيراً في توفير السيولة اللازمة لمختلف المشاريع التنموية عن طريق تبني عمليات طرح وتداول الأوراق المالية، فالأسواق المالية تعمل على خلق تيار مستمر من التدفقات النقدية المطلوبة باتجاه تلبية الحاجات المالية المحلية لتنفيذ المشاريع التنموية المختلفة وفق أشكال تعتمد في طبيعتها على مستوى تطور هذه الأسواق.

أنشئت الأسواق المالية في العديد من الدول النامية مواكبة للتغيرات التي عرفتها المالية الدولية في نهاية القرن العشرين، وتعتبر الدول المغاربية (الجزائر، المغرب وتونس) من الدول النامية التي سعت إلى اعتماد الأسواق المالية كأداة أملت عليها الظروف الاقتصادية خلال توجهها إلى تحرير اقتصاداتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة. ونظراً لأهمية الأسواق المالية كمؤشر فعال في دعم النمو والتنمية الاقتصادية، تركز اهتمام الدول على تطوير وتنمية أسواق الأوراق المالية، فعلى مستوى دول المغرب العربي شهدت الأسواق المالية تطورات ملحوظة على المستويين التنظيمي والتشريعي، خاصة في تونس والمغرب وبدرجة أقل في الجزائر، هدفت في مجملها إلى زيادة كفاءة أدائها وتعزيز دورها الرقابي وتنشيط التعامل فيها.

لقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية على العلاقة الوطيدة التي تربط أسواق الأوراق المالية بمعدلات النمو الاقتصادي، وبصفة عامة يمكن القول ان أسواق الأوراق المالية تقوم بدفع عجلة التنمية. إشكالية الدراسة:

يتفاوت الدور الذي تؤديه الأسواق المالية بين الدول، ففي حين تسهم هذه الأسواق في استقطاب الاستثمارات في الدول المتقدمة، فإن دورها يواجه عقبات كثيرة في الدول النامية بصفة عامة ودول المغرب العربي بصفة خاصة. بالتالي يمكن صياغة إشكالية هذه الدراسة في السؤال الآتي:

ما مدى تأثير الأسواق المالية لدول المغرب العربي (الجزائر، تونس) في دفع عجلة التنمية الاقتصادية؟
يندرج ضمن هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تؤثر مؤشرات سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر؟
- هل تؤثر مؤشرات سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في تونس؟

فرضيات الدراسة:

تنطلق هذه الدراسة من الفرضيات التالية:

- يتأثر النمو الاقتصادي في الجزائر بالتغيرات التي تحدث في مؤشرات سوق الأوراق المالية.

- يتأثر النمو الاقتصادي في تونس بالتغيرات التي تحدث في مؤشرات سوق الأوراق المالية.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تبيان الأثر الذي يمكن أن تحدثه سوق الأوراق المالية في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، ومن ثم في دفع التنمية الاقتصادية لكل من الجزائر وتونس، وذلك خلال الفترة (1999-2018).

المنهج المتبع:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي خلال عرض الإطار النظري للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والتنمية الاقتصادية، كما تم الاعتماد على المنهج التحليلي الكمي عند القيام بالدراسة القياسية، من خلال تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد للكشف عن أثر مؤشرات السوق المالي (القيمة السوقية، عدد الشركات) على الناتج المحلي الإجمالي.

الدراسات السابقة:

-دراسة بعنوان "Stock Markets, Banks, and EconomicGrowth, The

(Levine & Zervos, 1998) **American EconomicReview**: تعرضت الدراسة إلى اختبار أثر الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في 47 دولة خلال الفترة (1976-1993) باستخدام بيانات مقطعية، مع أخذ مؤشرات تعكس تطور الأسواق المالية ممثلة في معدل الرسملة، معدل الدوران ومعدل التداول، بالإضافة إلى مؤشرات عن تطور الجهاز البنكي ممثلة في نسبة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، خلصت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن درجة سيولة الأسواق المالية والجهاز البنكي مرتبة إيجابياً ومعنوياً بمعدل النمو الاقتصادي، كما بينت الدراسة أن مؤشرات البنوك والأسواق المالية لها تأثير معنوي على النمو الاقتصادي.

-دراسة بعنوان "Financial Stock Market and EconomicGrowth in

Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in

Cameroon" (Boubakari & Rachelle, 2010):

اهتمت الدراسة بفحص العلاقة السببية بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الكاميرون، بحيث تم التركيز على دراسة العلاقة بين بورصة دوالا (Douala Stock Exchange) ونمو الاقتصاد الكاميروني، من خلال تطور الناتج المحلي الإجمالي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية ربع السنوية للفترة 2006-2010. وتم الاعتماد على اختبار سببية

Granger للعثور على روابط بين متغيرات تطوير بورصة دوالا والنتائج المحلي الإجمالي الكاميروني. توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين بورصة دوالا والنمو الاقتصادي للكاميرون خلال الفترة المدروسة. -دراسة بعنوان " الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية" (أديب قاسم ، 2013): قام الباحث بدراسة الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية بالتطرق إلى حالة سوق العراق للأوراق المالية، وذلك من خلال تقدير نموذج انحدار متعدد بين الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع وبعض المتغيرات المستقلة المعبرة بمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن هناك علاقة بين نشاط كل من السوقيين (الأولية والثانوية) فكلاهما تؤثر في الأخرى وتتأثر بها. وخلصت الدراسة على نتيجة مفادها عدم وجود علاقة بين سوق العراق للأوراق المالية والتنمية الاقتصادية.

-دراسة بعنوان " **Effects of Stock Market Development on Economic Growth: Evidence from Turkey** " (Bayar, Abdulkadir, & Murat , 2014): تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تركيا خلال الفترة 1999-2013 باستخدام اختبار Johansen-Juselius للاندماج المشترك واختبار سببية Granger، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأمد بين النمو الاقتصادي ورسملة سوق الأوراق المالية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، ونسبة دوران الأسهم المتداولة، وأيضاً كانت هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه من رسملة سوق الأوراق المالية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، ونسبة دوران الأسهم المتداولة إلى النمو الاقتصادي. خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة طويلة الأمد ذات أثر إيجابي، بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في تركيا.

-دراسة بعنوان " دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر " (نور الهدى ، 2015): هدفت إلى دراسة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1999-2011)، باستخدام منهجية Granger ونموذج تصحيح الخطأ، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وأوضح اختبار السببية المبني على نموذج تصحيح الخطأ وجود علاقة سببية باتجاه واحد من النمو الاقتصادي إلى سوق الأوراق المالية.

دراسة بعنوان " **The Effect of Stock Market on Economic Growth: The Case of Iran** " (Mohsen & Oskou, 2015): أجريت هذه الدراسة على حالة الاقتصاد الإيراني

بهدف تقييم أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، وقد استخدمت هذه الدراسة طريقة Johansen-Juselius وإجراءات العلاقة السببية لـ Granger في سياق نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) للتحقيق التجريبي في كيفية تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في إيران خلال الفترة 1998-2014. أثبت اختبار Johansen أن المتغيرات كانت متكاملة بشكل مشترك، ومع ذلك أظهر اختبار السببية في مجال الأسهم وجود سببية في الاتجاهين بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في إيران. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

-دراسة بعنوان " دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادي وآفاق تطويرها: دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015)" (سعاد، 2008-2019): اهتمت بدراسة إشكالية الدور الذي تحققه الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية في دول مجلس التعاون الخليجي للفترة (2008-2015)، من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع الناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة الممثلة في مؤشرات السوق المالي، وقد توصلت الدراسة إلى أن الأسواق المالية الخليجية حديثة التنظيم مقارنة بالأسواق المالية التقدمية وما تزال درجة تحقيق أهداف انشائها متواضعة إذ لم تتجح بعد في حشد المدخرات المحلية والأجنبية وتوظيفها في الاقتصاد المحلي، كما خلصت إلى نتيجة مفادها انعدام العلاقة بين الأسواق الخليجية للوراق المالية وتحقيق أي معدل نمو اقتصادي، وان وجدت العلاقة فهي بين متغير واحد باستثناء دولة البحرين وقطر ظهرت العلاقة بين متغيرين واحد هذين المتغيرين هو المؤشر العام لأسعار السوق ظهر سالب أي وجود علاقة عكسية بين النمو الاقتصادي والتقلبات في أسعار الأسهم.

-دراسة بعنوان " Stock marketdevelopment and economicgrowth in Tanzania: an ARDL and boundtestingapproach" (Saganga , 2020): قامت الدراسة باختبار فرضية وجود علاقة سببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في دولة تنزانيا خلال الفترة (2001-2019)، بحيث غطت العينة بيانات السلاسل الزمنية ربع السنوية من الربع الأول لسنة 2001 إلى الربع الثاني لسنة 2019، وذلك من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطأة (ARDL)، واختبار السببية لـ Granger القائم على أسلوب تصحيح الخطأ، خلصت الدراسة إلى أن تطور سوق الأوراق المالية له علاقة سببية سلبية وإيجابية لكل من الديناميكيات قصيرة المدى وطويلة المدى مع النمو الاقتصادي.

2. علاقة الأسواق المالية بالتنمية الاقتصادية في الأدبيات الاقتصادية

1.2 دراسات نظرية حول علاقة الأسواق المالية بالتنمية والنمو الاقتصادي:

لقد كانت النظرية الاقتصادية تركز كثيراً على عوامل الاقتصاد الكلي في شرح النمو الاقتصادي وتطوير النظام المالي، بحيث شملت تلك العوامل: الاستقرار الاقتصادي، ونمو الدخل، والتنمية المؤسسية والأسواق المالية، ولقيت هذه الأخيرة (الأسواق المالية) في العقود الماضية اهتمام كبير في شرح النمو الاقتصادي، نظراً لوظيفتها في نقل الموارد عبر الزمن، عبر الحدود وبين الكيانات الاقتصادية؛ بالإضافة إلى تخصيص رأس المال بكفاءة وتنافسية. (Saganga , 2020, p. 188)

تنص نظرية النمو الداخلي على أن الأسواق المالية تعد من المكونات الضرورية للنمو الاقتصادي، (Mohsen & Oskou, 2015, p. 54) بحيث تُتخذ سوق الأوراق المالية كمرسّح للنمو الاقتصادي من أجل تعزيز الاقتصاد عن طريق تعبئة المدخرات المحلية، إلا أن هذا قد يكون مختلفاً في الممارسة العملية. وقد جرت محاولات عديدة لإيجاد العلاقة بين تنمية سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وتباينت تلك التحليلات والاستنتاجات من حيث الأساليب والنتائج من شخص إلى آخر. (Koirala, 2011, p. 05)

واختلفت آراء الاقتصاديين بين معارض ومؤيد فالبعض يشكك في الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في تحقيق التنمية، كون هذه الأسواق يمكن أن تسبب الكثير من الأزمات المالية، في حين يؤيد البعض الآخر دور أسواق المال في دعم التنمية الاقتصادية، وقد أكد هذا الطرح عدة دراسات تجريبية حديثة، بحيث تشير ادبيات الاقتصاد إلى أن النقاش حول دور الأسواق المالية في أحداث عملية النمو الاقتصادي بدأت في وقت مبكر منذ بحوث 1911 Joseph Shumpeter و Walter Begehot و John Hicks، الذين أكدوا على أهمية الوسطاء الماليين في توفير التمويل الضروري والمحفز للنمو الاقتصادي وافترضوا أنه ينبغي أن تكون تلك العلاقة قوية، لذلك تعد الأسواق المالية من مكونات القطاع التمويلي التي تلعب دوراً أساسياً في أحداث التنمية بمفهومها الشامل. (إسحاق ، 2018 ، الصفحات 98-99)

1.1.2 الدراسات المعارضة لدور الأسواق المالية في تحقيق التنمية والنمو الاقتصادي:

أشارت دراسة (1985) Stiglitz و (1986) Vishny و (1993) Bhide إلى أن سوق الأوراق المالية تضر بالاقتصاد بسبب ارتفاع مستوى السيولة، مما يشكل خطراً على نمو الاقتصاد. (Koirala, 2011, p. 05)

بالإضافة إلى ذلك لاحظ Demirgüç-Kunt and Levine (1996) أن هناك بعض القنوات التي يمكن من خلالها للسيولة أن تكبح النمو (Jecheche, 2011, p. 05):

- قد يتم تخفيض معدل الادخار، وهذا يحدث عندما تكون هناك عوائد متزايدة على الاستثمار من خلال تأثير الدخل والإحلال، مع انخفاض معدل الادخار ووجود عوامل خارجية مرتبطة بتراكم رأس المال، يمكن أن تؤدي زيادة السيولة في سوق الأوراق المالية إلى إبطاء النمو الاقتصادي؛
- قد يؤثر تقليل عدم اليقين المرتبط بالاستثمار على معدل الادخار، ولكن يظل المدى والاتجاه غامضاً؛
- قد تتأثر الإدارة الفعالة للشركات التي كثيراً ما توصف بأنها ميزة من السيولة في سوق الأوراق المالية تأثيراً سلبياً، وقد تؤدي السهولة التي يمكن بها التخلص من الأسهم إلى إضعاف التزام المستثمرين، كما أنها تشكل عاملاً مثبطاً أمام سيطرة الشركات ويقتطعها من جانب المستثمرين، مما ينفى دورهم في رصد أداء الشركة، وغالباً ما يؤدي ذلك إلى توقف النمو الاقتصادي.

2.1.2 الدراسات المؤيدة لدور الأسواق المالية في تحقيق التنمية والنمو الاقتصادي:

أوضحت الآراء المبكرة التي قدمها Schumpeter (1934) و MaKinnon (1973) وآخرون، أن التنمية المالية عنصر أساسي من شأنه أن يعزز النمو الاقتصادي. في حين انتقد ذلك Lucas (1988) بالقول بأن أهمية سوق الأسهم للنمو مبالغ فيها. عموماً خلصت الدراسات النظرية إلى وجود ثلاث فرضيات لشرح العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي:

- **الفرضية الرائدة في العرض:** مفادها أن التنمية المالية تؤثر إيجابياً على النمو الاقتصادي، من خلال توفير الخدمات المالية من قبل الوسطاء الماليين. (Mohsen & Oskou, 2015, p. 45) ومن أهم الأدبيات التي تناولت هذا الموضوع نجد دراستي (mackinnon 1973) و (shaw 1973)، حيث توصلت كليهما إلى أن التطورات المالية لها أهمية كبيرة في تحفيز النمو الاقتصادي، ويؤكد أيضا (spelman 1982) أن وجود النظام المالي المتطور المتسم بالعمق والكفاءة والمصاحب لأدوات مالية متطورة من شأنه ترتيب أثار إيجابية مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد.

- **فرضية الطلب:** مفادها أن النمو الاقتصادي يُعجل تنمية أسواق الأوراق المالية من خلال الطلب المتزايد على الأدوات المالية. ومن الاقتصاديين الذين دعموا هذا الرأي نجد (robinson 1952) الذي يعتقد أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التطور المالي، كما ان التطور المالي حسب رأيه هو دالة موجبة في الثروة الحقيقية، حيث يؤدي النمو في متوسط الدخل الفردي إلى نمو متسارع في الأصول المالية، ويعني هذا اتجاه السببية من الناتج المحلي إلى الأصول المالية.
- **فرضية العلاقة التبادلية:** يرى أنصار هذه الفرضية أن هناك علاقة تبادلية بين التطور المالي الذي تعدد سوق الأوراق المالية من أهم أسسه وبين النمو الاقتصادي، وأن كل منهما يسبب الآخر حيث أن النمو الاقتصادي يعمل على تنمية نظام الوساطة المالية المربحة وتأسيس نظام مالي كفاء يسمح بنمو اقتصادي أسرع بالتخصص في جميع الموارد وتنوع المخاطر وإدارة السيولة وتقييم المشاريع ومراقبتها. (نور الهدى ، 2015، الصفحات 359-360)

2.2 دراسات تجريبية حول علاقة الأسواق المالية بالتنمية والنمو الاقتصادي

تناولت العديد من الدراسات التجريبية موضوع العلاقة بين تطوير سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي. نقوم بتصنيف بعض هذه الدراسات إلى مجموعتين: دراسات حالة دولة واحدة، ودراسات حالة عدة دول.

1.2.2 دراسات تجريبية لحالة دولة واحدة: من الأمثلة على الدراسات التجريبية التي درست حالة دولة واحدة لاختبار العلاقة بينسوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي نجد:دراسة أخرى لـ Buelens et al(2006)، اهتمت بدراسة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في دولة بلجيكا للفترة (1830-2000)، باستخدام نموذج التكامل المشترك، توصل التحليل إلى أن تطوير سوق الأوراق المالية يسبب النمو الاقتصادي في بلجيكا.

كما توصل Agrawalla and Tuteja (2007) في دراسة لحالة دولة الهند خلال الفترة (1990-2007)، إلى أن تطور سوق الأسهم يؤدي إلى النمو الاقتصادي على المدى الطويل. وعلى النقيض من ذلك وجد Ake and Ognaligui (2010) في دراسة لدولة الكاميرون باستخدام سببية Grange، أن سوق الأوراق المالية لم تؤثر على النمو الاقتصادي خلال (2006-2010).

تناولت دراسة لحالة إفريقيا جنوب الصحراء، قام بها (Kagochi et al(2013)، إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تطوير سوق الأسهم والنمو الاقتصادي خلال الفترة(1991-2007)، في حين

وجد (Tang 2013) علاقة سببية أحادية الاتجاه من مخزون الأسعار إلى النمو الاقتصادي، عند دراسته حالة دولة أستراليا للفترة (1960-2008). (Bayar, Abdulkadir, & Murat, 2014, pp. 94-95)

2.2.2 دراسات تجريبية لحالة عدة دول: توجد دراسات تجريبية كثيرة اهتمت باختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي لحالة عدة دول، نذكر من بعضها فيما يلي:

وجد (Rousseau and Wachtel 2000) وكذلك (Beck and Levine 2004) علاقة إيجابية بين أسواق الأسهم والنمو الاقتصادي في الدول المتقدمة على المدى الطويل، وأثبتت Atje and Jovanovic (1993) و Harris (1997) أن الدول التي لديها أسواق مالية تعمل بشكل جيد مرتبطة بالنمو في الاقتصاد. من ناحية أخرى أظهرت دراسة عبر الدول أجراها Enisan and Olufisayo (2009) في سبع دول أفريقية، أن عددًا قليلاً فقط من الدول شهد نموًا مع تطور أسواق الأوراق المالية. (Mohsen & Oskou, 2015, p. 54)

استنتج Harris (1997) في دراسته لعينة تشمل 49 دولة للفترة (1980-1991)، أن متغير سوق الأسهم لا يؤثر على النمو الاقتصادي في العينة الكاملة (التي تشمل كلا من الدول المتقدمة والنامية، وعينة فرعية من الاقتصادات الأقل نموًا). وبينت نتائج أيضاً أنه من حيث العينة الفرعية للدول المتقدمة، مستوى نشاط سوق الأوراق المالية لديه بعض القوة التفسيرية، إلا أن أهميتها الإحصائية ضعيفة وليست قوية. (Baotai & D, 2013, p. 03)

3. قياس أثر السوق المالي على التنمية الاقتصادية في الجزائر وتونس

سيتم من خلال هذا الجزء من الدراسة محاولة التحقق من طبيعة العلاقة ما بين تطور الأسواق المالية في كل من تونس والجزائر والنمو الاقتصادي للدولتين، وهذا باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

1.3 صياغة نموذج الدراسة:

من أجل اختبار طبيعة العلاقة بين مؤشرات السوق المالي والنمو الاقتصادي في كل من الجزائر وتونس تم استخدام بيانات سنوية للفترة ما بين (1999-2018) وذلك بأخذ المتغيرات التالية:

- الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع؛
- القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة كمتغير مستقل؛
- عدد المؤسسات المدرجة في البورصة كمتغير مستقل.

تم جمع بيانات الدراسة انطلاقاً من قاعدة بيانات البنك الدولي وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي وكذا موقع بورصة الجزائر، حيث تم استعمال طريقة المربعات الصغرى من أجل تقدير النموذج الخطي للانحدار المتعدد، والذي سيسمح لنا من تحديد تأثير الأسواق المالية في كل من تونس والجزائر على النمو الاقتصادي خلال الفترة الزمنية ما بين سنة 1999 وسنة 2018.

تم الانطلاق في الدراسة من النموذج النظري الآتي:

$$Y = F(X)$$

والذي يمكن صياغته وفق متغيرات الدراسة الحالية كما يلي:

$$GDP_i = \alpha + \beta * CB + \gamma * NE + \varepsilon_i$$

حيث:

GDP_i: يمثل الناتج المحلي الخام بالدولار الأمريكي.

α: يمثل الثابت والجزء المقطوع من المعادلة.

β: يمثل الثابت الذي يحدد طبيعة العلاقة الموجودة بين القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة والناتج المحلي الخام في الجزائر.

CB_i: يمثل القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة.

γ: يمثل الثابت الذي يحدد طبيعة العلاقة الموجودة بين عدد المؤسسات المدرجة في البورصة والناتج المحلي الخام في الجزائر.

NE_i: يمثل عدد المؤسسات المدرجة في البورصة.

2.3 فرضيات الدراسة القياسية

الهدف من صياغة النموذج الرياضي أعلاه هو اختبار الفرضيتين الآتيتين:

الفرضية الأولى: تتعلق الفرضية الأولى بحالة الجزائر، ويمكن صياغتها كما يلي:

H₀: السوق المالي الجزائري لا يؤثر بصفة معنوية على الناتج المحلي الخام في الجزائر خلال الفترة 1999-2018.

H₁: السوق المالي الجزائري يؤثر بصفة معنوية على الناتج المحلي الخام في الجزائر خلال الفترة 1999-2018.

الفرضية الثانية: تتعلق الفرضية الثانية بحالة تونس، ويمكن صياغتها كما يلي:

H_0 : السوق المالي التونسي لا يؤثر بصفة معنوية على الناتج المحلي الخام في تونس خلال الفترة 1999-2018.

H_1 : السوق المالي التونسي يؤثر بصفة معنوية على الناتج المحلي الخام في تونس خلال الفترة 1999-2018.

هذه الفرضيات سيتم التأكد من مدى صحتها أو خطئها عند مستوى الدلالة 05 %، وهذا بالاعتماد على قاعدة البيانات للبنك العالمي للمتغيرات المذكورة أعلاه للفترة الممتدة من 1999 إلى 2018، حيث تم إدخال ومعالجة كل المعطيات السابقة في برنامج SPSS.

3.3 تقدير النموذج المدروس لحالة الجزائر وتونس

بناءً على معالجة البيانات المتحصل عليها من قاعدة بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي خلال الفترة ما بين 1999 و2018، أمكن الخلاص إلى النتائج الآتية:

1.3.3 تقدير النموذج القياسي لحالة الجزائر

1.1.3.3 علاقة الارتباط ما بين السوق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر

بناءً على مخرجات برنامج SPSS، يمكن توضيح معامل الارتباط ومعامل الارتباط المصحح ما بين السوق المالي في الجزائر والنمو الاقتصادي من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (01): معامل الارتباط بين السوق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques					Durbin - Watson
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F	
1	,487 ^a	,237	,147	52922694364,08	,237	2,639	2	17	,100	,321

a. Valeurs prédites : (constantes), @NE, CB

b. Variable dépendante : GDP

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أن معامل الارتباط ما بين تطور السوق المالي في الجزائر والنمو الاقتصادي قد قدر بـ 0.487، وهي قيمة قليلة وتعتبر عن ضعف العلاقة بين المتغيرين المدروسين، الأمر الذي انعكس على انخفاض معامل التحديد إلى حدود 0.14، وهو ما نتج عنه عدم معنوية معامل الارتباط عند مستوى الدلالة 5%.

معامل الارتباط والتحديد المنخفضين يرجع إلى أن النمو الاقتصادي تحكمه مجموعة كبيرة من المتغيرات، والتي لا يمثل منها مؤشرات السوق المالية إلا الجزء القليل، أضف إلى ذلك تشكيلة الناتج المحلي الخام للجزائر والمكون أساسا من 90 بالمائة من عائدات المحروقات.

2.1.3.3 معنوية النموذج المقدر

يمكن توضيح مدى المعنوية الكلية للنموذج المقدر من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (02): جدول ANOVA

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Sig.
Régression	14783542007280769000000,0	2	7391771003640384000000,0	2,639	,100 ^b
1 Résidu	47613796838827600000000,0	17	2800811578754564400000,0		
Total	62397338846108370000000,0	19			

a. Variable dépendante : GDP

b. Valeurs prédites : (constantes), @NE, CB

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ أن النموذج الكلي المقدر والذي يربط العلاقة ما بين تطور السوق المالي في الجزائر والنمو الاقتصادي غير دال إحصائيا، إذ قدرت مستوى المعنوية الخاصة بإحصائية فيشر لهذا النموذج بـ 0.1، وهي أكبر من القيمة الحرجة والمقدرة بـ 5%، الأمر الذي يقودنا إلى رفض النموذج المقدر إحصائيا.

اقتصادياً، يمكن تفسير عدم معنوية النموذج بضعف تأثير السوق المالي في الجزائر على النمو الاقتصادي خلال الفترة ما بين 1999 و2018، بسبب ضعف مساهمة هذه الأخيرة في تعبئة المدخرات

وتحويل الأعوان الاقتصاديين (الدولة والمؤسسات الاقتصادية) بما يحتاجونه من أموال، ناهيك على محدودية عدد المؤسسات المدرجة في البورصة والتي لا يتجاوز عددها الأربع مؤسسات.

3.1.3.3 تقدير النموذج المدروس

بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS، يمكن عرض الجدول الآتي:

الجدول رقم (03): جدول تقدير المعلمات

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	68730607381,272	37411473729,076		1,837	,084
1 CB	-279,000	181,053	-,480	-1,541	,142
@NE	36508119913,214	15950600207,843	,712	2,289	,035

a. Variable dépendante : GDP

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه، يمكن صياغة النموذج المقدر الخاص بحالة الجزائر كما يلي:

$$GDP = -279 * CB + 36508119913,21 * NE$$

بناءً على الجدول أعلاه، يلاحظ وجود علاقة عكسية ما بين القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة والنمو الاقتصادي، على عكس ما ذهب إليه أغلب الأدبيات الاقتصادية التي تناولت العلاقة بين المتغيرين السابقين، ويمكن إرجاع هذه العلاقة العكسية بين النمو الاقتصادي والقيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في البورصة إلى ضعف الرسملة البورصية لبورصة الجزائر، إذ أنها لم تتجاوز نسبة 0.214% من إجمالي الناتج المحلي الخام سنة 2018، وهو ما يعكس الضعف الكبير للرسملة البورصية لبورصة الجزائر.

أما بالنسبة للمتغير الثاني للدراسة القياسية، فقد لوحظ وجود علاقة طردية وذو دلالة معنوية عند مستوى 5% بين النمو الاقتصادي وعدد المؤسسات المدرجة في البورصة، أي أن زيادة عدد المؤسسات المدرجة في البورصة يسهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي للجزائر، وهو ما ذهب إليه أغلب الدراسات الاقتصادية في هذا المجال.

من خلال ما سبق، وبناءً على الفرضية الخاصة بحالة الجزائر، فإننا نقبل الفرضية الصفرية، وهو ما يعني أن السوق المالي الجزائري لا يؤثر بصفة معنوية على الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة، وهو الأمر الذي يمكن إرجاعه لضعف نشاط السوق المالي في الجزائر وقلة عدد المؤسسات المدرجة به، ناهيك عن قلة ومحدودية الأوراق المتداولة به.

2.3.3 تقدير النموذج القياسي لحالة تونس

1.2.3.3 علاقة الارتباط ما بين السوق المالية التونسية والنمو الاقتصادي

بناء على مخرجات برنامج SPSS، يمكن توضيح معامل الارتباط ومعامل الارتباط المصحح ما بين

السوق المالي في تونس والنمو الاقتصادي من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (04): معامل الارتباط بين السوق المالية التونسية والنمو الاقتصادي

Mo dèle	R	R- deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques					Durbin - Watson
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F	
1	,906 ^a	,821	,800	407805227 4,063	,821	39,042	2	17	,000	,752

a. Valeurs prédites : (constantes), NE, CB

b. Variable dépendante : GDP

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

بناءً على معطيات الجدول أعلاه، يلاحظ معامل الارتباط القوي بين متغيرات تطور السوق المالي

التونسي والنتائج المحلي الإجمالي، إذ قدر ب 0.906 على عكس حالة الجزائر التي لم يتجاوز فيها معامل الارتباط 0.487، في حين قدر معامل التحديد للحالة التونسية ب 0.800 أين لم يتجاوز عتبة 0.14 في حالة الجزائر، وهو ما يوضح الفرق الكبير ما بين تطور السوق المالي التونسي والجزائري، سواء من ناحية عدد المؤسسات المدرجة فيهما (82 مؤسسة في تونس سنة 2018 في حين لم تتجاوز 6 مؤسسات في الجزائر في نفس السنة)، أو من ناحية نسبة الرسملة السوقية للمؤسسات المدرجة إلى إجمالي الناتج المحلي الخام (20.94 % سنة 2018 في تونس أما في الجزائر فلم تتجاوز نسبة 0.21 % في نفس السنة).

معامل الارتباط المرتفع ما بين تطور السوق المالية التونسية والنمو الاقتصادي نتج عنه المعنوية

الإحصائية لهذا الأخير عند مستوى الدلالة 05 %، على عكس حالة الجزائر أين كانت النتائج غير دالة إحصائياً.

2.2.3.3 المعنوية الكلية للنموذج المقدر

يمكن توضيح مدى المعنوية الكلية للنموذج المقدر الخاص بالحالة التونسية من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (05): جدول ANOVA

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	1298574020789495400000,000	2	649287010394747700000,000	39,042	,000 ^b

Résidu	282718675949783200000,000	17	16630510349987246000,000	
Total	1581292696739278500000,000	19		

a. Variable dépendante : GDP

b. Valeurs prédites : (constantes), NEE, CB

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

بناءً على معطيات الجدول أعلاه، يلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر الخاصة بالنموذج التونسي تقدر ب 39.042، وهي أكبر من القيمة الجدولة والمقدرة ب 2.6446، وهو ما يجعل من العلاقة الاقتصادية ما بين تطور مؤشرات السوق المالية التونسية والنمو الاقتصادي ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 05 % ما يعني قبول النموذج المقدر، على عكس حالة الجزائر أين كانت العلاقة الإجمالية ما بين السوق المالية والنمو الاقتصادي غير دالة إحصائياً الأمر الذي أدى إلى رفض النموذج المقدر. يمكن تفسير معنوية النموذج في الحالة التونسية على عكس الحالة الجزائرية بالحالة التي تعرفها السوق المالية التونسية، إذ أنها تعرف نشاطاً ملحوظاً سواء من ناحية عدد المؤسسات المدرجة بها أو من ناحية تداول مختلف الأوراق المالية على عكس بورصة الجزائر التي تعرف ركوداً كبيراً من نشأتها وإلى غاية الآن.

3.2.3.3 تقدير النموذج المدروس

بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS، يمكن عرض الجدول الآتي:

الجدول رقم (06): جدول تقدير المعلمات

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	21502626136,602	4065251156,103		5,289	,000
1 CB	2,762	,445	,943	6,213	,000
NE	-31920535,006	95793837,672	-,051	-,333	,743

المصدر: بناء على مخرجات برنامج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه، يمكن صياغة النموذج المقدر الخاص بحالة تونس كما يلي:

$$GDP = 2.762 * CB - 31920535.006 * NE$$

من خلال الجدول أعلاه، يلاحظ وجود علاقة طردية ما بين القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق المالية التونسية وحجم الناتج الداخلي الخام، كما أن العلاقة الاقتصادية بين المتغيرين ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية قدره 5 %، وهو ما يعني أنه كلما زادت الرسالة البورصية للمؤسسات المدرجة

بالسوق المالية كلما زاد معها الناتج المحلي الإجمالي والنمو الاقتصادي، لأن نشاط بورصة الجزائر يحفز القطاعين العام والخاص على الاستثمار وخلق الثروة ما يسهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، وهو ما ذهبت إليه أغلب الأدبيات الاقتصادية التي تناولت العلاقة ما بين تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي، وأثبتته العديد من الدراسات التجريبية على عدة دول.

أما بالنسبة للمتغير الثاني والمرتبط بعدد المؤسسات المدرجة في البورصة، فقد كانت هذا المتغير غير دال إحصائياً، وهو ما يمكن تفسيره على أن حجم التداول على مستوى البورصة أكثر أهمية من عدد المؤسسات المدرجة بالبورصة في تحفيز النمو الاقتصادي.

من خلال ما سبق، وبناءً على الفرضية الخاصة بحالة تونس، فإننا نرفض الفرضية الصفرية H_0 ونقبل الفرضية H_1 ، وهو ما يعني أن السوق المالية التونسية تؤثر بصفة معنوية على الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة الدراسة، وهو ما يمكن إرجاعه لحجم النشاط النسبي للسوق المالي في تونس من خلال ارتفاع عدد المؤسسات المدرجة به من جهة، ومن جهة أخرى الارتفاع المستمر لنسبة ما بين حجم الرسملة البورصية والناتج المحلي الإجمالي التونسي.

4. خاتمة:

لقد تم من خلال هذه الورقة البحثية دراسة العلاقة ما بين مؤشرات تطور السوق المالية والناتج الإجمالي الخام، مع إسقاط ذلك على حالة كل من تونس والجزائر للفترة ما بين 1999 و2018، حيث تم استعراض مختلف الأدبيات الاقتصادية التي عالجت الموضوع، وكذا أهم الدراسات التجريبية والقياسية في ذات الموضوع، ومن ثم إسقاط كل ذلك على الحالة الجزائرية والتونسية، وهو ما مكن من الخلاص إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- إن الدول التي لديها أسواق مالية منظمة ونشطة، استطاعت أن تحقق معدلات نمو أعلى من تلك التي ليس لديها أسواق متشابهة، وبالتالي تمثل السوق المالية في أي دولة مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد الوطني، الأمر الذي يستوجب إيلاءها العناية الضرورية وتوفير المناخ المناسب لنشاطها وازدهارها؛
- السوق المالية في الجزائر لا تسهم مساهمة ذات دلالة إحصائية في تحقيق النمو الاقتصادي، بسبب الركود الكبير الذي تعاني منه وكذا قلة عدد المؤسسات المدرجة بها؛

- السوق المالية التونسية تمتاز بنوع من النشاط مقارنة بنظيرتها الجزائرية، سواء من ناحية عدد المؤسسات المدرجة بها أو الأوراق المتداولة وحجم الرسمة البورصية للمؤسسات، وهو ما أسهم في المعنوية الإحصائية للعلاقة ما بين تطور السوق المالي التونسي والنمو الاقتصادي.
- بناءً على النتائج السابقة، يمكن عرض بعض التوصيات كالتالي:
- ضرورة الاهتمام بالسوق المالية لما تمثله من مصدر تمويلي مهم لمختلف الأعوان الاقتصاديين؛
- تحفيز المؤسسات الاقتصادية العامة منها والخاصة على الدخول إلى البورصة من خلال منح تحفيزات جبائية ومعاملات تفضيلية لها.

5. قائمة المراجع:

- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth, *The American Economic Review*. *The American Economic Review*, 88(03), 537-558.
- Baotai , W., & D, A. (2013). Stock Market and Economic Growth in China, *Economics Bulletin*. *AccessEcon*, 33(1).
- Bayar, Y., Abdulkadir, K., & Murat , Y. (2014). Effects of Stock Market Development on Economic Growth: Evidence from Turkey. *International Journal of Financial Research*, 05(01), 93-100.
- Boubakari, A., & Rachele, W. (2010). Financial Stock Market and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in Cameroon. *International Journal of Business and Management*, 05(05), 82-88.
- Koirala, J. (2011, Feb 10). The Effect of Stock Market Development on Economic Growth: An Empirical Analysis of UK. *University of Wales*. Récupéré sur <http://ssrn.com/abstract=2494640>
- Mohsen, M., & Oskou, V. (2015). The Effect of Stock Market on Economic Growth: The Case of Iran. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 04(04), 52-62. doi:DOI: 10.6007/IJAREMS/v4-i4/2061
- Jecheche, P. (2011). The effect of the stock exchange on economic growth: a case of the Zimbabwe stock exchange. *Research in Business and Economics Journal*.
- Saganga , M. (2020). Stock market development and economic growth in Tanzania: an ARDL and bound testing approach. *Review of Economics and Political Science*, 05(03), 187-206. doi: DOI 10.1108/REPS-11-2019-0150
- ابكر عبد الله جماع إسحاق . (ديسمبر، 2018). أثر أداء أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي باستخدام نموذج الأنحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة: دراسة تطبيقية على سوق الخرطوم للأوراق المالية (1995-2016) أطروحة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد. كلية الدراسات العليا، السودان: جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا.

- دحماني نور الهدى . (2015). دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر. مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات (37)، 349-385.
- شندي أديب قاسم . (2013). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 154-173.
- يحي سعاد. (2008-2019). دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادي وآفاق تطورها: دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي (2008-2015) أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، بسكرة-الجزائر: جامعة محمد خيضر - بسكرة.