الجامعـــــــة الإســـلاميـة – غـزة
شئون البحث العلمي والدراسات العليا
كليـــــــــة التـجـــــــــارة
ماجســـتير اقتصـــاديات التنمية

The Islamic University–Gaza
Research and Postgraduate Affairs
Faculty of Commerce
Master of Economic Development

دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي

دراسة قياسية

The Role of Palestine Stock Exchange in Economic Growth An Empirical Study

إِعدَادُ البَاحِثِ

صلاح الدين كمال مطلق الداهودي

إِشرَافُ

د. علاء الدين عادل الرفاتي **أ.د. سمير خالد صافي**

قُدمَ هَذا البحثُ اِستِكمَالاً لِمُتَطلباتِ الحُصولِ عَلى دَرَجَةِ الْمَاجِستِيرِ
فِي اقتصاديات التنمية بِكُلِيةِ التجارة فِي الْجَامِعَةِ الإِسلامِيةِ بِغَزة

أغسطس/2017م – ذي القعدة/1438هـ

إقـــــرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل العنوان:

دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي

دراسة قياسية

The Role of Palestine Stock Exchange in Economic Growth An Empirical Study

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة إنما هو نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه حيثما ورد، وأن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل الآخرين لنيل درجة أو لقب علمي أو بحثي لدى أي مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى. وأن حقوق النشر محفوظة للجامعة الإسلامية غزة –فلسطين

Declaration

I hereby certify that this submission is the result of my own work, except where otherwise acknowledged, and that this thesis (or any part of it) has not been submitted for a higher degree or quantification to any other university or institution. All copyrights are reserves toIslamic University – Gaza strip paiestine

Student's name:	**صلاح الدين كمال مطلق الداهودي**	اسم الطالب:
Signature:	**صلاح الدين كمال مطلق الداهودي**	التوقيع:
Date:	2017/10/17	التاريخ:

بسم الله الرحمن الرحيم

الجامعة الإسلامية غزة
The Islamic University of Gaza

عمادة البحث العلمي والدراسات العليا هاتف داخلي 1150

الرقم: ج س غ/36/ Ref:

التاريخ: 2017/09/19 Date:

نتيجة الحكم على أطروحة ماجستير

بناءً على موافقة عمادة البحث العلمي والدراسات العليا بالجامعة الإسلامية بغزة على تشكيل لجنة الحكم على أطروحة الباحث/ **صلاح الدين كمال مطلق الداهودي** لنيل درجة الماجستير في **كلية *التجارة*/ قسم اقتصاديات التنمية** وموضوعها:

(دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي- دراسة قياسية)

The Role of Palestine Stock Exchange in Economic Growth - An Empirical Study

وبعد المناقشة التي تمت اليوم الثلاثاء 28 ذو الحجة 1438هـ، الموافق 2017/09/19م الساعة الواحدة ظهراً، اجتمعت لجنة الحكم على الأطروحة والمكونة من:

د. علاء الدين عادل الرفاتي	مشرفاً و رئيساً	.....
أ.د. سمير خالد صافي	مشرفاً	.....
أ.د. حمدي شحدة زعرب	مناقشاً داخلياً	.....
د. سيف الدين يوسف عودة	مناقشاً خارجيًا	.....

وبعد المداولة أوصت اللجنة بمنح الباحث درجة الماجستير في **كلية *التجارة*/ قسم اقتصاديات التنمية.**

واللجنة إذ تمنحه هذه الدرجة فإنها توصيه بتقوى الله ولزوم طاعته وأن يسخر علمه في خدمة دينه ووطنه.

والله ولي التوفيق،،،

عمادة البحث العلمي والدراسات العليا

أ.د. مازن اسماعيل هنية

ملخص الرسالة باللغة العربية

هدفت الدراسة إلى معرفة دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي واتجاه العلاقة السببية بينهما في الأجلين الطويل والقصير.

وتم استخدام المنهج الوصفي والتحليل القياسي لسلسلة زمنية عن بيانات الدراسة بالاعتماد على تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لمتغيرات الدراسة المستقلة (معدل الرسملة السوقية، ومعدل التداول، ومعدل الدوران) لمجموع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وتأثيرها على المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة من 1997 وحتى 2015م.

وتوصلت الدراسة إلى أن 48% من التغيرات في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تفسرها المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول). وأشارت النتائج إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة وأن سرعة التعديل في الأجل القصير لتحقيق التوازن طويل الأجل هي 28% في السنة. وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل، وكذلك وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل القصير تتجه من المتغير المستقل معدل الرسملة السوقية نحو المتغير التابع.

وأوصت الدراسة الحكومة الفلسطينية بضرورة تفعيل الاجراءات التي تجبر الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها في بورصة فلسطين مما يزيد من حجمها ويرفع سيولتها ويمنع احتكار شركات محددة للأسهم المتداولة، كما حثت بورصة فلسطين على تقديم خيارات أوسع للتداول أمام المستثمرين بزيادة أنواع الأوراق المالية المتداولة ودعم إنشاء صناديق ادخار واستثمار مما يسهل جذب المزيد من المدخرات وتحفيز النشاط الاستثماري، وأوصت بورصة فلسطين التعاون مع الحكومة الفلسطينية لوضع خطة مشتركة تهدف إلى دعم وتشجيع انتقال الشركات العائلية والشركات المساهمة الخصوصية لتصبح شركات مساهمة عامة.

Abstract

This study aims at identifying the role of Palestine Stock Exchange in economic growth and the direction of the causal relationship between them in both long run and short run.

The descriptive approach and the empirical analysis of a time series were used for the study data based on the estimation of the vector error correction model of the study's independent variables which are (market capitalization rate, trading ratio and turnover ratio) of all listed companies on the Palestine Stock Exchange and their impact on the dependent variable per capita real GDP during the period 1997 to 2015.

The study reached the result that 48% of the changes in per capita real GDP is because of the independent variables; (market capitalization and trading ratio). Also, the results indicated the presence of a balanced relationship in the long run between the study variables and that the speed of the adjustment on the short run to achieve the long run balance is 28% per year. And the study concluded that there is a causal relationship between the study variables in the long run and that there is a unidirectional causal relationship in the short run moving from the independent variable market capitalization rate towards the dependent variable.

The study recommends the Palestinian government to activate the procedures which force joint stock companies to include their shares in the Palestine Stock Exchange in order to increase the size of the stock exchange, raise its liquidity and prevent the monopoly of specific companies to shares traded. The study has also urged Palestine Stock Exchange to offer wider options for trading in front of investors through varying the types of traded securities and supporting setting up investment and saving funds which will attract more savings and encourage investments. The study also recommends the Palestine Stock Exchange to create a joint plan which aims at supporting and encouraging family businesses and joint stock companies to become public shareholding companies.

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ وَقُل رَّبِّ زِدْنِي عِلْمًا ﴾

[طه: 114]

ٱلإِهدَاْءُ

إلى حبيبي الرسول القدوة والمعلم الأسوة محمد بن عبد الله صلى الله عليه وسلم صاحب رسالة العلم والرحمة والهداية للعالمين..

إلى وطني فلسطين القضية العادلة، طهر الله تربك وأعلى قدر شعبك..

إلى الحبيبة أمي روح حياتي ومهجة قلبي الوجه الوضاء والقمر المنير والعين الساهرة على تربيتنا، مربية الأجيال المعلمة القديرة، رضاكِ أمنية صغيرك..

إلى أبتي الغالي المحسن الجسور الصبور سندنا في حياتنا، يا من سقيت بذرتنا بكدك وعرقك وحسن تربيتك فأنبتنا الله لنكون حسنة في صفحاتك العظيمة الخيرة الزاخرة، الحكيم القدوة، أمنيتي رضاك..

إلى من رُزقت حبها فكانت توأم روحي وشطر فرحتي ونصف هويتي وعوني على التقدم والنجاح زوجتي الفاضلة ريم، دمتي سعادتي التي لا تنتهي..

إلى بنيتي الصغيرة الوردة التي نمت في قلبي فجعلته جنة، تلك الزهرة التي لا أفتأ أتنسم شذاها وأطير فرحا مع ضحكاتها. أتمنى لكِ مستقبلا واعد ملؤه العلم والتفوق والنجاح..

إلى أشقاء روحي من معهم قضيت أجمل لحظات حياتي وبهم تكتمل سعادتي إخوتي وأختي، دمتم بألف خير..

إلى عائلتي وأحبائي وأصدقائي وأساتذتي وزملائي إلى من تحلو الحياة بهم، إلى كل من علمني حرفا، إلى كل من شجعني لأكمل مشواري التعليمي، زادكم الله من فضله..

إلى رفيق دربي وأنيسي في رحلتي الدراسية الشهيد الطيب الخلوق/ صلاح الدين ماهر أبو صبحة، أفتقدك كثيرا صديقي، رحمك الله وجعل الفردوس مثواك.

شكرٌ وتقديرٌ

أتبتل شكرا لربي الحنان المنان، وأحمده حمدا كثيرا فبنعمته تتم الصالحات، فما أجله من منعم وما أعظمه من متفضل، حمدا لك ربي لا ينتهي عدده ولا ينقضي أمده حتى أبلغ رضاك وألقاك.

وامتثالا لقول النبي صلى الله عليه وسلم:" من لا يشكر الناس لا يشكر الله" أهدي باقة شكري القلبية لذوي الفضل السادة أصحاب العلم والريادة إلى مشرفيّ القديرين د. علاء الدين الرفاتي وأ.د. سمير صافي اللذين أكرماني بقبولهما الإشراف على رسالتي وصبرا علي أيما صبر، ووجهاني أحسن توجيه ليتم هذا البحث على أكمل وجه، أسأل الله أن يزدهما من فضله وأن يشكر لهما حسن صنيعهما في الدنيا والآخرة.

وأتقدم بجزيل الشكر من د. حمدي زعرب الذي تفضل علي بقبوله مناقشتي والذي كانت له بصماته الرائعة في اختيار العنوان واعتماد الخطة الدراسية، شاكرا له ما أسداه لي من النصح والتوجيه لتخرج هذه الرسالة على أكمل وجه فجزاه الله عني خير الجزاء.

وأطير امتنانا خاصا إلى من كان له فضل إكمال دراستي لماجستير اقتصاديات التنمية قامة العلم وقمة التواضع د. سيف الدين عودة، والذي حثني وأرشدني وغمرني بنصحه وتعليمه وأخلاقه الرفيعة طيلة سنوات دراستي، وأدعو الله العلي القدير أن يزده من فضله وعلمه ويوفقه لما يحبه وبرضاه.

وأتقدم بجزيل الشكر إلى قناديل النور ومشاعل العلم معلمي في مراحلي الدراسية كافة، إلى كل من علمني حرفا وأخص منهم الطاقم التدريسي في الجامعة الإسلامية فجزاهم الله عني كل خير.

وخالص الشكر والتقدير لكل من ساهم في إخراج هذه الرسالة على هذا النحو، لكل من شجعني على إكمال مشواري التعليمي وكان لي سندا وعونا للوصول إلى هذه المنزلة خاصة صديقيّ العزيزين محمود عياش وعلي أبو عون.

وشكري موصول إلى عائلتي وأنسابي وأصدقائي وزملائي، ولكل من دعا لي بظهر الغيب، لمن لا يتسع المجال لذكرهم وهم في سويداء القلب، لكم جميعا مني بالغ التقدير والحب.

الباحث

فهرس المحتويات

ملخص الرسالة باللغة العربية ..... ب

Abstract ..... ت

ٱلإِهدَاْءُ ..... ج

شكرٌ وتقديرٌ ..... ح

فهرس المحتويات ..... خ

فهرس الجداول ..... ر

فهرس الأشكال والرسومات التوضيحية ..... ز

الفصل الأول : الإطار العام للدراسة 2

1.1 المقدمة 2

1.2 مشكلة الدراسة 3

1.3 أهمية الدراسة 3

1.4 أهداف الدراسة 4

1.5 متغيرات الدراسة 4

1.6 مصادر البيانات 4

1.7 فرضيات الدراسة 5

1.8 منهجية الدراسة 5

1.9 الأساليب والطرق الاحصائية المستخدمة في الدراسة 5

1.10 الدراسات السابقة 6

1.11 التعقيب على الدراسات السابقة 23

1.12 ما يميز الدراسة : 24

الفصل الثاني: تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي 27

2.1 المقدمة 27

2.2 تعريف القطاع المالي 28

2.3 تطور القطاع المالي 28

2.4 مكونات القطاع المالي 29
2.5 دور القطاع المالي في عملية النمو الاقتصادي 31
2.6 قنوات تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي 39
2.7 اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي 43
2.8 تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي 46
2.9 خلاصة الفصل 56
الفصل الثالث: تطور نشاط بورصة فلسطين 58
3.1 المقدمة 58
3.2 نشأة بورصة فلسطين 58
3.3 أهداف بورصة فلسطين 59
3.4 وظائف بورصة فلسطين 60
3.5 الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 61
3.6 شركات الوساطة في بورصة فلسطين 63
3.7 مؤشر القدس 64
3.8 تطور أداء بورصة فلسطين في الفترة 1997 وحتى 2016م 66
3.9 مؤشرات بورصة فلسطين للأوراق المالية 72
3.10 خلاصة الفصل 80
الفصل الرابع: التحليل القياسي لدور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي 82
4.1 المقدمة 82
4.2 منهجية الدراسة 82
3.4 متغيرات وبيانات الدراسة 83
4.4 صياغة النموذج القياسي 84
5.4 الإطار القياسي للدراسة والأساليب الاحصائية 84
4.6 نتائج تحليل السلاسل الزمنية وتقدير معادلة الانحدار 88
4.7 الخلاصة 101
الفصل الخامس: النتائج والتوصيات 103
5.1 النتائج: 103

5.2 التوصيات: 104
قائمة المصادر والمراجع 107
الملاحق ..... أ

فهرس الجداول

جدول (3.1): تطور أعداد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة 1997-2015م 61

جدول (3.2): أعداد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين موزعة حسب القطاعات نهاية عام 2015م..... 63

جدول (3.3): شركات الأوراق المالية الأعضاء في بورصة فلسطين (الوسطاء) خلال عام 2015م..... 63

جدول (3.4): عينة الشركات الممثلة لمؤشر القدس خلال العام 2017م 64

جدول (3.5): القيمة السوقية للشركات المدرجة نهاية الأعوام من (1997-2016م) بالدولار الأمريكي 67

جدول (3.6): عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 1997-2016م..... 68

جدول (3.7): قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة 1997-2016م 69

جدول (3.8): مؤشر القدس خلال الفترة 1997-2016م 71

جدول (3.9): عدد الصفقات خلال الفترة 1997-2016م 72

جدول (3.10): معدل رسملة بورصة فلسطين خلال الفترة 1997-2015م 73

جدول (3.11): معدل التداول في بورصة فلسطين خلال الفترة 1997-2015م..... 76

جدول (3.12): معدل الدوران في بورصة فلسطين خلال الفترة 1997-2015م..... 78

جدول (4.1): المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة 88

جدول (4.2): مصفوفة الارتباط بين كل زوج من أزواج متغيرات الدراسة 89

جدول (4.3): نتائج اختبارات السكون لمتغيرات الدراسة..... 90

جدول (4.4): اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للصيغة اللوغاريتمية لمتغيرات الدراسة..... 92

جدول (4.5): تقدير معادلة نموذج تصحيح الخطأ 94

جدول (4.6): نتائج اختبار Wald-Teset 95

جدول (4.7): نتائج اختبار VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests..... 96

جدول (4.8): تشخيص نموذج الدراسة 97

جدول (4.9): تحليل مكونات التباين لنصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي LPCAPITA (بالصيغة اللوغاريتمية) . 97

فهرس الأشكال والرسومات التوضيحية

شكل (1.2) طرق التمويل في القطاع المالي 30
شكل (2.2) قنوات تأثير سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي..... 36
شكل (2.3) تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي..... 42

شكل (3.1) مقارنة معدل الرسملة لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة 74
شكل (3.2) مقارنة معدل التداول لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة..... 77
شكل (3.3) مقارنة معدل الدوران لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة..... 79
شكل (4.1) نتائج اختبار دالة الاستجابة الفورية..... 100

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

الفصل الأول : الإطار العام للدراسة

1.1 المقدمة

تسعى دول العالم إلى تحقيق تنمية مستدامة لبلدانها والوصول بها إلى معدلات أعلى من النمو الاقتصادي، وتقوم بحشد طاقاتها واستغلال مواردها المتاحة لا سيما المالية منها للوصول إلى أهدافها المرجوة، ونظرا لأن خطط التنمية بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا يكون بوسع الدول توفيرها، لجأت الدول إلى انشاء أسواق الأوراق المالية لتكون مصدرا من مصادر تمويل التنمية.

وفي هذا الاطار يولي الباحثون الاقتصاديون أهمية للدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية في سبيل دفع عملية النمو الاقتصادي، فهي تعمل على نقل رؤوس الأموال من ذوي الفائض إلى ذوي العجز المالي مما يعظم صور استغلال الموارد المالية بصورة أفضل تعود بالنفع على الاقتصاد الوطني.

وتشكل أسواق الأوراق المالية ركيزة أساسية في تحقيق الدول لأهدافها الانمائية من خلال توفير التمويل للقطاعات الانتاجية المختلفة بصورة مباشرة، وقدرتها على تكوين حجم تراكم رأسمالي مرتفع يساهم في العملية التنموية.

كما وتمتاز البورصات بعوائدها الربحية العالية وسهولة تسييل الأوراق المالية المتداولة فيها، إضافة إلى أنها تعد محفزة للنشاط الاستثماري وجاذبة للاستثمار الأجنبي، وهذا ما يلعبه الافصاح عن معلومات وبيانات الشركات المدرجة في البورصة، والذي بدوره يشجع إدارة الشركات المدرجة في البورصة على تحسين أدائها وتحقيق مستويات أعلى من الربحية، ومن ناحية أخرى فإن أسواق الأوراق المالية عرضة للتقلبات المستمرة لا سيما الأسواق التابعة للقوى الاقتصادية العالمية وما يترتب عليها من تأثيرات على اقتصاديات البلدان المختلفة.

وبالرجوع إلى الأبحاث الاقتصادية يلاحظ وجود اختلاف في نتائجها حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وتأثير كل منهما على الآخر، فكان من بين الدراسات من أيدت النظرية القائلة بأن تطور أسواق الأوراق المالية والقطاع المالي بشكل عام يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي، ومن جهة مغايرة أرجعت عدد من الدراسات تطور أسواق الأوراق المالية إلى ارتفاع معدلات النمو

الاقتصادي، فيما نفت دراسات أخرى وجود علاقة سببية مباشرة بينهما، بينما أظهرت دراسات أخرى تبادلية العلاقة وتأثير كل منهما على الآخر.

وفي ظل هذه النتائج الاقتصادية المتباينة ومع توسع نشاط بورصة فلسطين بانضمام كبرى الشركات إليها مما ضاعف من دورها في الاقتصاد الفلسطيني حيث بلغت قيمتها السوقية للأوراق المتداولة فيها 3.39 مليار دولار عام 2016م بزيادة بلغت نسبتها 564% عن القيمة السوقية لأوراقها في عام 1997م والتي كانت 510.03 مليون دولار، وارتفعت صفقاتها من 1957 صفقة عام 1997م إلى 34010 صفقة عام 2016م، وصاحب نشاطها المتواصل تزايدا في عدد الشركات المدرجة من 18 شركة عام 1997م إلى 48 شركة مدرجة في عام 2016م، تأتي أهمية دراسة وتحليل أثر نشاط بورصة فلسطين على النمو الاقتصادي.

1.2 مشكلة الدراسة

في ظل ما يشهده نشاط بورصة فلسطين من تطورات تشير إلى ممارستها دورا هاما في الاقتصاد الفلسطيني، لا سيما اعتناؤها المستمر بتطوير امكاناتها وتحسين آليات عملها سعيا لإدراج مزيد الشركات المساهمة فيها وجذب المستثمرين للاستثمار في أدواتها المالية، والذي يتزامن مع تواجدها في بيئة سياسية واقتصادية فلسطينية غير مستقرة، ما أدى إلى الاهتمام والتساؤل حول ماهية وجدوى دور البورصة في الاقتصاد الفلسطيني، وكذلك معرفة طبيعة واتجاه العلاقة بين البورصة والنمو الاقتصادي، وبناءً على ما سبق يمكن طرح مشكلة الدراسة بالسؤال التالي **(ما دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي؟)**

1.3 أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في الكشف عن مدى تأثير متغيرات بورصة فلسطين على النشاط الاقتصادي الفلسطيني متمثلا في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي كمؤشر على النمو الاقتصادي، وكذلك معرفة مدى الارتباط بين النمو الاقتصادي ونشاط بورصة فلسطين الذي أخذ في التطور والتوسع خلال السنوات الأخيرة _ بانضمام كبرى الشركات الاقتصادية الفلسطينية لها_ ، وبيان اتجاه العلاقة السببية بينهما.

1.4 أهداف الدراسة

يعتبر الهدف الرئيسي من الدراسة معرفة دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي والذي يتضح من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1- بيان قنوات تأثير نشاط بورصة فلسطين على النمو الاقتصادي.

2- التعرف على واقع وتطور بورصة فلسطين خلال فترة عملها.

3- دراسة مدى ارتباط النمو الاقتصادي في فلسطين بتطور نشاط البورصة وبيان اتجاه العلاقة السببية بينهما.

1.5 متغيرات الدراسة

أولا/ المتغير التابع:

- نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بالأسعار الثابتة لعام 2004م (PCAPITA) كمتغير يعبر عن النمو الاقتصادي.

ثانيا/ المتغيرات المستقلة المعبرة عن بورصة فلسطين:

- معدل الرسملة السوقية (MCGDP) = اجمالي القيمة السوقية للأوراق المدرجة في البورصة/ اجمالي الناتج المحلي الاسمي
- معدل الدوران (TVMC)= إجمالي قيمة الأوراق المتداولة/ إجمالي القيمة السوقية للأوراق المدرجة في البورصة
- معدل قيمة التداول (TVGDP) = اجمالي قيمة الأوراق المتداولة / إجمالي الناتج المحلي الاسمي

1.6 مصادر البيانات

يعتمد الباحث على مصادر ثانوية للحصول على بيانات عن متغيرات الدراسة والتي هي عبارة عن سلسلة زمنية (Time Series) وأهم هذه المصادر:

- مطبوعات ونشرات بورصة فلسطين الدورية وغير الدورية بالاعتماد على الموقع الالكتروني الخاص ببورصة فلسطين (www.pex.ps)

- مطبوعات ونشرات الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني بالاعتماد على الموقع الالكتروني للجهاز. (www.pcbs.gov.ps)
- الدراسات والمراجع السابقة العربية والأجنبية.

1.7 فرضيات الدراسة

- **الفرضية الرئيسية:** توجد علاقة سببية بين تطور نشاط بورصة فلسطين والنمو الاقتصادي. ويندرج تحت هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

1- يوجد علاقة سببية في الأجل الطويل تتجه من تطور نشاط بورصة الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في فلسطين.

2- يوجد علاقة سببية في الأجل القصير بين معدل الرسملة السوقية ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

3- يوجد علاقة سببية في الأجل القصير بين معدل التداول ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

4- يوجد علاقة سببية في الأجل القصير بين معدل الدوران ونصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي.

1.8 منهجية الدراسة

تعتمد الدراسة **منهج التحليل الوصفي** بالرجوع إلى الأدبيات الاقتصادية التي تناولت العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وبيان القنوات التي تؤثر من خلالها أسواق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، وآلية مساهمة سوق الأرواق المالية في زيادة النمو الاقتصادي في فلسطين، كما وتعتمد الدراسة على **منهج التحليل القياسي** من خلال بناء نموذج قياسي عبر الزمن للمتغيرات على شكل معادلة خط انحدار متعدد ومعالجة السلسلة الزمنية وفق قواعد واختبارات الاقتصاد القياسي المطلوبة لهذه المعادلات، وكذلك دراسة اتجاه العلاقة السببية بين نشاط بورصة فلسطين والنمو الاقتصادي في فلسطين.

1.9 الأساليب والطرق الاحصائية المستخدمة في الدراسة

1- اختبار استقرار متغيرات النموذج (Stationary Test)

2- اختبار التكامل المشترك (Co-integration Test)

3- اختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

4- اختبار السببية (Granger Causality test)

5- اختبارات التوزيع الطبيعي (Normality Tests)

1.10 الدراسات السابقة

بناءً على الدور الحيوي لأسواق الأوراق المالية في التأثير على النمو الاقتصادي، وأهمية البورصة كمكون حديث ورئيسي في هيكل الدول الاقتصادي، تعددت الدراسات المحلية والعربية والدولية التي تناولت دورها واختلفت نتائجها باختلاف التجارب الاقتصادية لهذه الدول، إلا أن الدراسات المحلية التطبيقية التي ركزت على دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي كانت قليلة خاصة تلك التي فحصت العلاقة السببية بين البورصة والنمو كونها أحد الجدليات بين الباحثين الاقتصاديين، وسوف نتناول هنا الدراسات ذات العلاقة على الصعيد الفلسطيني والعربي والدولي ومن أهمها:

1.10.1 الدراسات المحلية

1. دراسة (العبادلة، 2013م): "دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية (1997-2011م)"

هدفت الدراسة إلى التعرف على الدور الذي تقوم به سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية في فلسطين، واستخدمت المنهج الوصفي والتحليل القياسي لمعرفة أثر المتغيرات المستقلة كمؤشرات لسوق فلسطين للأوراق المالية (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، معدل قيمة التداول، البيئة الاستثمارية) على المتغير التابع كمؤشر عن تمويل التنمية الاقتصادية (معدل التراكم الرأسمالي) خلال الأعوام من 1997-2011م مستخدمة سلسلة زمنية ربعية، وتم تقدير معادلة الانحدار المتعدد بواسطة طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا FMOLS.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباطية بين سوق فلسطين للأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية، وأوضحت أن اتجاه التأثير بالسلب أو الإيجاب يعتمد على مقدار التغيرات في قيم المتغيرات المستقلة، حيث وجد تأثير إيجابي لمتغير معدل الدوران على معدل التراكم الرأسمالي، وخلص إلى أن الزيادة بمقدار 100% في معدل الدوران ستؤدي لزيادة معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 19% في ظل

ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة ، ووجد تأثير سلبي لمتغير معدل الرسملة السوقية على معدل التراكم الرأسمالي. وخلص إلى أن الزيادة في معدل الرسملة السوقية بنسبة 100% سيؤدي لخفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 36% في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة. وقد فسرت المتغيرات المدرجة في النموذج بعد التعديل (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران) ما نسبته 29% من التباين في المتغير التابع (معدل التكوين الرأسمالي) والنسبة الباقية البالغة 71% تعزى لعوامل ومتغيرات أخرى لم تدرج في النموذج .

2. (شاهين، 2012م): " كفاءة بورصة فلسطين ودورها في دعم الاقتصاد الوطني"

هدفت هذه الدراسة إلى استكشاف مدى كفاءة التجميع (Allocation Efficiency) للبورصة الفلسطينية ودورها في دعم الاقتصاد الوطني، واستخدمت الدراسة أداة الاستبانة لمعرفة وجهة نظر المستثمرين في البورصة، ووزعت الاستبانة على 150 مفردة كعينة صدفية من مجتمع البحث واعتمدت على أسلوب المقابلات الشخصية لتعبئة الاستبيان، وتوصلت الدراسة إلى أن بورصة فلسطين لا تمتلك المقومات الرئيسية للكفاءة التشغيلية والتجميعية، إضافة إلى أنها تعاني من صعوبة في الحصول على المعلومات الكافية عن الشركات وأسهمها ، وامتلاك المتعاملين في السوق القدرة على التأثير على أسعار الأسهم، وارتفاع تكاليف التعامل في السوق، وعدم امتلاك كافة المتعاملين في السوق لنفس الفرصة لتحقيق الأرباح. بالإضافة إلى عدم وجود العدد الكافي من الشركات المدرجة على قائمة التداول في السوق، وكذلك استحواذ بعض الشركات على الحصة الأكبر من حجم التداول الضعيف أصلا. وأوضحت الدراسة أن البورصة تعاني من ضعف ثقة المستثمرين وعدم اقتناع الكثير من المتعاملين بجدوى الاستثمار في البورصة بسبب الخسائر المتكررة، وارتكاز مصادر السيولة النقدية للمتعاملين على المدخرات الشخصية. إضافة إلى أن القرارات الاستثمارية التي يتخذها المتعاملين غالبا ما يتم بناؤها على مصادر تبتعد عن الكفاءة العلمية والمهنية. إضافة إلى تدني درجة الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق.

3. دراسة (الطلاع، 2010م): "دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي"

ناقشت الدراسة في فرضيتها الثالثة دور سوق فلسطين للأوراق المالية في حفز النمو الاقتصادي من خلال دراسة تحليلية وصفية لتطور متغيرات البوصة وأولها متغير القيمة السوقية نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي والذي بلغ 99.5% في عام 2005م وكان متوسطه 60% خلال السنوات 2005-2008م، وثانيها متغير قيمة الأوراق المتداولة نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي والذي بلغ 50% عام 2005م وكان متوسطه 32% خلال السنوات 2005-2008م، وثالثها متغير معدل الدوران والذي بلغ 64% عام 2005م وكان متوسطه 39% خلال السنوات 2005-2008م ، في إشارة إلى أن سوق فلسطين للأوراق المالية لها دور إيجابي إنمائي في تنشيط عجلة النمو الاقتصادي كون مؤشرات تطورها تتزايد.

1.10.2 الدراسات العربية

1. دراسة (بن محياوي، 2015م): " دور الأسواق العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية"

ركزت الدراسة على دور الأسواق المالية العربية في تمويل مؤسسات مالية متخصصة في تنمية المبادلات التجارية العربية، وقد أظهرت النتائج أن الاستثمارات المالية في الأسواق المالية العربية تساهم بجزء كبير في إيرادات برنامج تمويل التجارة الخارجية كما أن استثمار الوكالات الوطنية للبرنامج في الدول العربية في الأسواق المالية يوفر المصادر التمويلية لقطاع التجارة الخارجية، وبينت الدراسة أن كلا من صندوق النقد العربي وبرنامج تمويل التجارة العربية وبرنامج تمويل الصادرات السعودي ومؤسسة دبي لتنمية الصادرات تحول أرباحها السنوية إلى الاحتياطات وإعادة استثمار عوائدها في الأسواق المالية وذلك بقصد تمويل أنشطتها التجارية الخارجية.

2. دراسة (خزان، 2014م): " تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013م"

هدفت الدراسة إلى معرفة الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في التأثير على النمو الاقتصادي بدراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية من 2002-2013م. واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليل القياسي لسلسلة البيانات الزمنية عن متغيرات الدراسة الموضحة أدناه:

- المتغيرات المستقلة المستخدمة كمؤشرات لسوق الأوراق المالية:
  - عدد الشركات المدرجة
  - حجم التداول
  - معدل دوران الأسهم
- المتغيرات التابعة المستخدمة كمؤشر على النمو الاقتصادي:
  - إجمالي الناتج المحلي الحقيقي

وأظهرت نتائج اختبار السببية (Granger Causality test) واختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من متغيرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي حيث كانت إيجابية بين النمو الاقتصادي وحجم التداول ومعدل الدوران وسلبية بين عدد الشركات المدرجة والنمو الاقتصادي، في حين لا توجد علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي نحو تطور سوق الأوراق المالية. أما في المدى القصير فقد أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة سببية بينهما في كلا الاتجاهين.

3. دراسة (شحاتيت وآخرون، 2014م): "أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن"

هدفت الدراسة إلى بيان أثر نشاط سوق عمان المالي ممثلا بمعدل حجم التداول على الاستثمار خلال الفترة 1980–2011م. واستخدمت نموذج الانحدار الذاتي (VAR) كما طبقت اختبار جرانجر للسببية واختبار جوهانسن للتكامل المشترك وكذلك اختبار دالة الاستجابة الفورية (IRF) وتضمنت الدراسة نموذجين: يقيس الأول الأثر الكلي لنشاط سوق عمان المالي على الاستثمار، ويقيس الثاني أثر حجم التداول في القطاع المالي وقطاع الخدمات وقطاع الاقتصاد على الاستثمار.

وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لسوق عمان المالي على الاستثمار، وإلى وجود أثر إيجابي الدلالة للقطاعين المالي والخدمي على الاستثمار، وعدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للقطاع الصناعي على الاستثمار.

وكشفت الدراسة عن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من الاستثمار إلى سوق عمان المالي، ووجود علاقات سببية باتجاه واحد تتجه من حجم التداول في كل من القطاع المالي وقطاع الخدمات إلى الاستثمار.

4. دراسة (شندي، 2013م): "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة"

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر سوق العراق للأوراق المالية على النشاط الاقتصادي وذلك بواسطة قياس تأثير مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية متمثلة في المتغيرات المستقلة (المؤشر العام للسوقMP ، مؤشر القيمة السوقية MV، مؤشر حجم التداول TV، عدد الشركات R، وعدد الأسهم N) على النمو الاقتصادي متمثلا في المتغير التابع (إجمالي الناتج المحلي GDP)، وأثبتت الدراسة انعدام العلاقة بين متغيرات سوق الأوراق المالية في تحقيق أي معدل نمو اقتصادي باستثناء متغير عدد الأسهم الذي يساهم بمفرده بما نسبته 89.83% من إجمالي التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، أما التغير الذي نسبته 10.17% فهو عائد إلى عوامل أخرى من ضمنها المتغيرات الأخرى المدرجة في النموذج.

وأرجعت ضعف تأثير متغيرات سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي إلى صغر حجم الاقتصاد والسوق المحلي.

5. دراسة (المولى، 2011) " مؤشرات قياس سيولة الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي"

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير كل متغير من متغيرات سوق الأوراق المالية متمثلة في (نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الإجمالي المحلي، قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الدوران) على النمو الاقتصادي المتمثل بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموعة من الدول العربية (السعودية، الكويت، البحرين، مصر، الأردن، مسقط، بيروت، دبي) خلال السنوات 1994-2007م وذلك من خلال ثلاثة نماذج انحدار خطي بسيط.

وتوصل البحث إلى أن السيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية ليس لها تأثير معنوي في النمو الاقتصادي للدول عينة البحث.

6. دراسة (عربي، 2009): "دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي"

هدفت الدراسة إلى قياس أثر سوق الخرطوم للأوراق المالية في نمو الاقتصاد السوداني ، اعتمد البحث على بيانات عبارة عن سلسلة زمنية عن متغيرات الدراسة تغطي الفترة من 1995-2005م، واستخدم الحزم الحاسوبية EViews و Minitab لتحليل البيانات عن طريق اختبار العشوائية والانحدار المتعدد. وكان النموذج المستخدم في الدراسة :

$$PCAPITA_t = B_0 + B_1K_t + B_2MNT_t + B_3V_1 + E_t$$

المتغير التابع: $PCAPITA_t$ = نصيب الفرد الحقيقي من الناتج المحلي

المتغيرات المستقلة:

K_t = نسبة رأس المال السوقي إلى إجمالي الناتج المحلي

MNT_t = التعمق النقدي (نسبة الكتلة النقدية إلى إجمالي الناتج المحلي)

V1 = تقلبات عائدات الأسهم (تباين قيم الأسهم المتداولة)

E_t = الخطأ العشوائي

B_t = معلمات النموذج

وتوصلت الدراسة إلى أن سوق الخرطوم للأوراق المالية غير متطورة خاصة في استخدامات التقنية الحديثة حيث لا زالت التعاملات تتم عبر الطرق التقليدية، إضافة إلى هيمنة خمس شركات كبرى على السوق، ويشكل قطاع البنوك الجزء الأكبر من رأس المال السوقي، إضافة إلى عدم كفاءة السوق، ونفى البحث فرضية الأثر الايجابي للسوق على النمو الاقتصادي، مرجعا ذلك إلى كبر حجم التعاملات التي تم التعبير عنها بنسبة قيمة الأسهم المتداولة إلى رأس المال السوقي في معظم فترة البحث والذي يأتي نتيجة لعدم تطور السوق وقلة كفاءته بينما للسياسة النقدية تأثير ايجابي على النمو الاقتصادي. وأوصى البحث بتكثيف الإعلام وتوفير البيانات والمزيد من الشفافية لتحسين كفاءة السوق والعمل على تطوير

السوق، والتوجه إلى المجالات ذات الميزة النسبية والمطلقة داخل السودان حتى تحقق السوق أهداف إنشائها.

7. (عمر، 2009م) "أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي"

هدفت الدراسة إلى الوقوف على دور أسواق الأوراق المالية العربية في تفعيل النمو الاقتصادي، وقامت باستخدام طريقة القياس التجريبي لمعرفة تأثير العوامل المتحكمة في سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي، واستخدمت بيانات تجميعية Pooled Data للدول العربية المنضمة لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي والبيانات التي ينشرها البنك الدولي عن إحدى عشر دولة عربية خلال الفترة من 1980 حتى 2004م.

استخدمت الدراسة المتغيرات التالية كمؤشرات على النمو الاقتصادي:

- نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي
- الادخار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي
- الاستثمار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي

بينما استخدمت العوامل التالية كمتغيرات متحكمة في سوق الأوراق المالية:

- معدل سعر الفائدة وتقاس باستخدام نسب التغير في الأصول والخصوم.
- السيولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي ويتم قياسها بالتعرف على نسبة الاستثمارات المالية إلى مجموع الودائع أو الموجودات.
- معدل الائتمان الداخلي للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الناتج المحلي ويبرز دوره في حالات عدم قدرة الجهة المصدرة للأوراق المالية على السداد في الأوقات المقررة خاصة عند اختلاف التوازن ما بين القروض والائتمان ونسبة الخسائر في القروض.
- رأس المال كنسبة من إجمالي الناتج المحلي ويمثل حالة القدرة أو عدم القدرة على تغطية قيم الأوراق المالية المصدرة ويتم التعرف عليه من خلال مراقبة حقوق الملكية للمؤسسات المالية.

وأظهرت الدراسة النتائج التالية:

1- أن معدل سعر الفائدة له تأثير معنوي موجب على كل من نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ونسبة الادخار من إجمالي الناتج المحلي، بينما لم يكن له تأثير معنوي على الاستثمار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي.

2- أن السيولة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي لها تأثير موجب معنوي على الاستثمار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي ، ولها تأثير معنوي سالب على الادخار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، بينما لا يوجد لها تأثير معنوي على نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

3- أن معدل الائتمان الداخلي للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الناتج المحلي له تأثير معنوي موجب على كل من نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي والادخار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي ، ولا يوجد له تأثير معنوي على الاستثمار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي.

4- أن رأس المال كنسبة من إجمالي الناتج المحلي لا يوجد له تأثير معنوي على المتغيرات (نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، الادخار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، والاستثمار كنسبة من إجمالي الناتج المحلي)

وخلصت الدراسة إلى أن العلاقة التي تربط بين النمو الاقتصادي وسوق الأوراق المالية العربية هي علاقة ضعيفة.

8. (شرف وآخرون،2009م): "دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية"

هدفت الدراسة إلى معرفة دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي وبالأخص تأثيرها على التجارة الخارجية، ممثلة سوق الأوراق المالية بحجم التداول كمتغير مؤثر في صادرات وواردات الدول محل الدراسة (الأردن، مصر، السعودية، عمان، الإمارات، تونس، المغرب، البحرين، الكويت) بواقع 80 مشاهدة خلال فترات زمنية مقسمة على الأعوام (2003،2004،2006م) وذلك من خلال تقدير نموذجين من الانحدار البسيط.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم التداول وكلا من الصادرات والواردات في النموذجين، وجاءت النتائج لتؤكد أن حجم سوق المال معبرا عنه بحجم التداول يؤثر طرديا على حجم الادخار والاستثمار وبالتالي على حجم الناتج المحلي والصادرات والواردات.

9. (الجواري وآخرون،2008م): "الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي"

عرضت الدراسة عدة حالات تطبيقية لتدل على التأثير المتبادل بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وتناولت تأثير متغيرات سوق الأوراق المالية (القيمة السوقية للأسهم ، حجم التداول، ومعدل الدوران) على الناتج المحلي الإجمالي للأردن والدخل الشخصي لمصر خلال الفترة من 1981-2003م.

وأشارت النتائج إلى عدم معنوية المعالم المقدرة للقيمة السوقية للأسهم وحجم التداول ومعدل الدوران على الناتج المحلي في سوق عمان المالي، إلا أن معامل التحديد R^2 أوضح أن 80% من التغيرات في الناتج المحلي الأردني تعود إلى متغيرات السوق المالي والباقي لعوامل أخرى لم تدخل في النموذج.

وعلى صعيد مصر أوضحت النتائج أن المتغيرات المستقلة تؤثر بنسبة قليلة في النمو الاقتصادي حيث بلغت 44%، كما أن معاملات المتغيرات المستقلة لم تكن معنوية مما يدل على ضعف تأثير متغيرات السوق المالية المصرية على النمو الاقتصادي.

10. (مزاهدية، 2007م): "كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"

هدفت الدراسة إلى فحص كفاءة سوق الأسهم السعودية ودورها في تخصيص الاستثمارات، وبينت نتائج المسح الوصفي والاحصائي أن سوق الأسهم السعودية تنمو بشكل إيجابي وذلك من خلال قيمة المؤشر العام للأسعار خلال فترة الدراسة من 1996-2006م ،وكذلك النمو في مؤشرات معدل الرسملة السوقية والتحسن في مؤشرات السيولة معدل التداول ومعدل الدوران إضافة لتطور أنظمة التسوية والمقاصة والتزايد النسبي في عدد الشركات المدرجة في السوق.

وأوضحت نتائج اختبار ديكي فولار أن المؤشر العام للأسعار اليومية لسوق الأسهم السعودية يتبع نموذج السلوك العشوائي مما دل على أن كفاءة السوق السعودية تندرج تحت مستوى الكفاءة الضعيفة، وبينت نتائج نموذج الانحدار أن التغيرات التي تقيس الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق فسرت بدرجة إحصائية مقبولة التغيرات الحاصلة في مستويات الأسعار على مستوى السوق ككل، غير أنها لم تكن بنفس المستوى بالنسبة للبيانات القطاعية مستنتجا أن القيمة السوقية لبعض الشركات لم تكن تعبر عن

قيمتها الحقيقية. ومن النتائج التي توصلت إليها الدراسة بروز أنشطة المضاربات العشوائية وضعف الوعي الاستثماري لأغلب المستثمرين في السوق ووجود قصور حاد في نظام المعلومات وفي قدرة المستثمرين على الحصول عليها. وعليه لم تقم سوق الأسهم السعودية بدورها في دعم الاقتصاد الوطني.

1.10.3 الدراسات الأجنبية

1. (Bader, 2015): "Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt"

هدفت الدراسة إلى الكشف عن طبيعة العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر، واستخدمت المنهج الوصفي والتحليل القياسي لسلسلة بيانات زمنية عن سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة من 2002 إلى 2013م، واختبرت الدراسة العلاقة في المدى الطويل والمدى القصير بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، واستخدم المتغيرات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي والاستثمار الأجنبي المباشر) للتعبير عن النمو الاقتصادي، ومتغير (معدل الرسملة السوقية) للتعبير عن تطور سوق الأوراق المالية في مصر، وأظهرت النتائج أنه لا يوجد علاقة تكاملية بين مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، وأظهرت نتائج اختبار نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) واختبار جرانجر للسببية أنه لا توجد علاقة سببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال فترة البحث، ولكنها أظهرت وجود ارتباط بين تطور سوق الأوراق المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة والذي بدوره يؤثر على النمو الاقتصادي، وخلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية في مصر ضعيف وغير فعال ولا يساهم في عملية النمو الاقتصادي لأنه يرتكز على المضاربة وليس على الاستثمارات الحقيقية، وأوصى الحكومة بإعادة تشكيل وضبط سوق الأوراق المالية حتى يدعم النمو الاقتصادي.

2. (Jibril et al., 2015): "An Assessment of Nigerian Stock Exchange Market Development to Economic Growth"

هدفت الدراسة لمعرفة العلاقة بين متغيرات سوق الأوراق المالية في نيجيريا متمثلة في (معدل الرسملة السوقية، معدل التداول، ومعدل الدوران) والنمو الاقتصادي ممثلا ب (الناتج المحلي الإجمالي) خلال الفترة من 1990–2010م باستخدام طريقة المربعات الصغرى، وكشفت النتائج أن معامل ارتباط

متغيري معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول بالناتج المحلي كان قويا لكنه سلبي، وأن معامل ارتباط معدل الدوران بالناتج المحلي الإجمالي كان قوي وإيجابي. وأوضحت النتائج أن 87% من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي تفسرها المتغيرات المدرجة في النموذج بينما النسبة الباقية تعود لمتغيرات أخرى.

3. (Lahura and Vega, 2014): "Stock Market Development and Real Economic Activity in Peru"

هدفت الدراسة إلى اكتشاف التأثير السببي لتطور سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي الحقيقي في البيرو، واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليل القياسي لبيانات سلسلة زمنية عن الفترة من 1965 حتى 2013م لتطور سوق الأوراق المالية متمثلا في المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، ومعدل التداول) وعلاقته بالنمو الاقتصادي في البيرو معبرا عنه المتغير التابع (نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي). وأظهرت الدراسة باستخدام اختبار جرانجر للسببية واختبار نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) ودالة الاستجابة الفورية (IRF) وجود علاقة سببية بين صدمات سوق الأوراق المالية في المدى القصير على نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي والذي لم يظهر إلا بعد عام 1991م، حيث أن صدمة بمقدار انحراف معياري واحد في المتغيرات المستقلة (معدل التداول، معدل الدوران، ومعدل الرسملة) تزيد نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي بمقدار (1%، 1.4%، 1%) على التوالي، وتشير النتائج إلى أن مساهمة صدمات أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي ضعيفة.

4. (Wang and Ajit, 2013) "Stock Market and Economic Growth in China"

هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الصين، واعتمدت على المنهج القياسي مستخدمة اختبارات جذر الوحدة والتكامل المشترك على معادلة خط الانحدار بالاعتماد على سلسلة زمنية من البيانات الربعية خلال الفترة من Q1:1996 وحتى Q4:2011، واستخدمت المتغير المستقل (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي RGDP) كمؤشر على النمو الاقتصادي، واستخدمت المتغيرات التابعة التالية (الانفاق الحكومي الحقيقي RG ، عرض النقود الحقيقي RM1 ، قيمة الرسملة السوقية الحقيقية RCAP) ، وأظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الصين في المدى الطويل والمدى القصير.

5. (Alajekwu, 2013) " Trade Openness, Stock Market Development and Economic Growth of Nigeria: Empirical Evidence"

تبحث هذه الدراسة في تأثير الانفتاح التجاري وتطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في نيجريا خلال الفترة من 1986 حتى 2011م. وأظهرت الاختبارات القياسية المستخدمة في الدراسة (ADF Unit Root Test) واختبار جوهانسن للتكامل المشترك وجود علاقة تكاملية طويلة الأمد بين متغيرات الدراسة عند مستوى معنوية 5%، وأوضحت معادلة خط الانحدار أن الانفتاح التجاري ليس له تأثير مهم على العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في نيجريا، وباستخدام اختبار جرانجر للسببية تبين أنه لا يوجد علاقة سببية بين الانفتاح التجاري والنمو الاقتصادي من جهة، وبين الانفتاح التجاري وتطور سوق الأوراق المالية من جهة أخرى، وخلصت الدراسة إلى أن الانفتاح التجاري غير معنوي في التأثير على سوق الأوراق المالية النيجرية بشكل خاص والاقتصاد بشكل عام.

وجاء نموذج الدراسة على هذا النحو:

$$Gr_t = d_0 + d_1MCR_t + d_2VTR_t + d_3TOR + d_4TRADE_t + d_5FDI_t + U_t$$

- المتغير التابع: معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية Gr_t
- المتغيرات المستقلة: (قيمة رسملة سوق الأوراق المالية MCR_t، قيمة حجم التداول VTR_t، معدل الدوران TOR)
- المتغيرات المتحكمة: (الصادرات+الواردات/الناتج المحلي الاجمالي $TRADE_t$، الاستثمارات الأجنبية المباشرة كنسبة من إجمالي الناتج المحلي FDI_t)
- U_t = الخطأ العشوائي
- d_t = معلمات النموذج

وأظهرت نتائج اختبار النموذج أن 26% من التغير في النمو الاقتصادي تشرحه متغيرات الانفتاح التجاري وتطور سوق الأوراق المالية (المتغيرات المستقلة).

6. **(Pradhan et al., 2013) "The Impact of Stock Market Development on Inflation and Economic of 16 Asian Countries: A panel VAR Approach"**

هدفت الدراسة إلى التعرف على تأثير متغيرات سوق الأوراق المالية في 16 دولة آسيوية على التضخم والنمو الاقتصادي للفترة من 1988-2012م، واستخدمت panel data تم جمعها من قاعدة بيانات البنك الدولي والمواقع الالكترونية للأسواق المالية لعينة الدول (الصين، اليابان، الهند، كوريا الجنوبية، باكستان، الأردن، تركيا وغيرها) ، واستخدمت الدراسة معدل التغير في (القيمة السوقية، قيمة الأوراق المتداولة، معدل الدوران) كمتغيرات تعبر عن أسواق الأوراق المالية، ومعدل التغير في مؤشر أسعار المستهلك CPI ليدل على التضخم ومعدل التغير في (الناتج المحلي الإجمالي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) كمؤشرين على النمو الاقتصادي، ووجدت الدراسة أن جميع متغيرات الدراسة مستقرة عند الفرق الأول باستخدام اختبار ديكي فولار الموسع ADF أي أنها متكاملة من الدرجة الأولى، وكشف اختبار Panel co integration test عن وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة مما يعني وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بينها. وتم استخدام اختبار متجه الانحدار الذاتي VAR لمعرفة العلاقة السببية بين المتغيرات والتي أشارت إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية (التغير في القيمة السوقية، والتغير في قيمة التداول) إلى مؤشرات النمو الاقتصادي مما يعزز فرضية قيادة العرض، وكذلك وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين مؤشر معدل الدوران ومؤشرات النمو الاقتصادي. ووجدت الدراسة وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية نحو مؤشر التضخم. وأخيرا كشفت الدراسة عن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين مؤشرات النمو الاقتصادي ومؤشر التضخم.

7. **(Vacu, 2013) "The Impact of Stock Market Development on Economic Growth: Evidence from South Africa"**

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة طويلة الأجل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في جنوب أفريقيا وذلك من خلال تحليل قياسي لسلسلة زمنية ربعية من1990 :Q1 وحتى Q4:2010، واختبرت الدراسة تأثير المتغيرات المستقلة (معدل الاستثمار INV، الانفتاح التجاريOP ،

نسبة الائتمان الممنوح من البنك المركزي للبنوك المحلية MP، معدل الدوران TR، معدل الرسملة السوقية MC، مؤشر الأسهم العام ALLS) على المتغير التابع الناتج المحلي الإجماليGDP .

وأظهرت نتائج اختبارات جذر الوحدة أن متغيرات الدراسة جميعها مستقرة عند الفرق الأول، ودلت نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للنموذج الأول المستخدم فيه متغيري (معدل الدوران TR و معدل الرسملة MC) عن وجود ثلاث متجهات للتكامل المشترك بين المتغيرات، بينما أشارت النتائج للنموذج الثاني المستخدم فيه (مؤشر الأسهم العام ALLS) عن وجود متجهين للتكامل المشترك بين المتغيرات.

ومن خلال اختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM تبين أن حد تصحيح الخطأ لكلا النموذجين معنوي وسالب والذي يشير إلى وجود علاقة في الأجل الطويل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وكشفت نتائج اختبار جرانجر للسببية عن وجود علاقة سببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى تطور سوق الأوراق المالية في النموذج الأول، وعن عدم وجود علاقة سببية بينهما في النموذج الثاني.

8. (Abdalla, 2011) "Stock Market Development and Economic Growth in Sudan (1995-2009): Evidence from Granger Causality Test"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية في السودان والنمو الاقتصادي خلال الفترة الممتدة من 1995 وحتى 2009م، واستخدمت الدراسة اختبار جرانجر للسببية (Granger causality test) موضحة أن العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في السودان حساسة لطبيعة المؤشر المستخدم في التعبير عن سوق الأوراق المالية. فعندما استخدمت الدراسة متغير معدل الرسملة السوقية كمؤشر يعبر عن حجم سوق الأوراق المالية أظهرت النتائج وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في السودان. وعندما استخدمت الدراسة متغير معدل قيمة التداول كمؤشر يعبر عن سيولة سوق الأوراق المالية أظهرت النتائج وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي. ووفق نتائج اختبار جرانجر للسببية توصلت الدراسة إلى أن التطور في سوق الأوراق المالية يؤدي إلى نمو اقتصادي في السودان مما يعزز فرضية قيادة العرض.

9. (Antonios, 2010) "Stock Market and Economic Growth: An Empirical Analysis for Germany"

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ألمانيا مستخدمة سلسلة من البيانات السنوية في الفترة من 1956–2007م، وكانت متغيرات الدراسة عبارة عن (المؤشر العام لسوق الأوراق المالية SM ومعدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي RGDP والائتمان الممنوح من القطاع البنكي للقطاع الخاص BC)، وبينت نتائج اختبارات جذر الوحدة أن متغيرات الدراسة تستقر عند الفرق الأول، وأوضحت نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك وجود متجه واحد للتكامل المشترك بين المتغيرات مما دل على وجود علاقة إيجابية في الأجل الطويل بينها، وباستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM تبين أن زيادة مؤشر سوق الأوراق المالية بمعدل 1% يؤدي إلى زيادة في النمو الاقتصادي بمعدل 0.06%، وأن زيادة الائتمان البنكي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمعدل 0.9%. ومن خلال اختبار جرانجر للسببية تبين وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وأن هذه العلاقة تتجه من سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي.

10. (Rahman and Salahuddin, 2010) "The Determinants of Economic Growth in Pakistan: Dose Stock Market Development Play A major Role"

هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير سوق الأوراق المالية في الباكستان على النمو الاقتصادي مستخدمة أساليب الاقتصاد القياسي في تحليل بيانات سلسلة زمنية سنوية خلال الفترة من 1971–2006م، واستخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى المصححة كليا FMOLS لتقدير معادلة الانحدار المتعددة، ونموذج ARDL لتحديد العلاقة بين المتغيرات في الأجل الطويل، ونموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لتحديد العلاقة في الأجل القصير بين المتغيرات.

وجاء نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$LGNPPC = \alpha_0 + \beta_1 MC + \beta_2 LFD + \beta_3 LFNFD + \beta_4 INFR + \beta_5 LFDI + \beta_6 LLTR + \beta_7 LSTL + \varphi_i$$

حيث أن (GNPPC نصيب الفرد من الناتج القومي الحقيقي مؤشر على النمو الاقتصادي، MC معدل الرسملة السوقية مؤشر على تطور سوق الأوراق المالية، FD نصيب الائتمان الممنوح للقطاع الخاص

من الناتج المحلي الإجمالي مؤشر على تطور القطاع المالي، FNFD الانحراف المعياري لمعدلات التضخم مؤشر على عدم الاستقرار المالي، INFR معدلات التضخم، FDI نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر من الناتج المحلي الإجمالي، LTR نسبة الأشخاص الذين أكملوا التعليم الابتدائي من إجمالي السكان كمؤشر على رأس المال البشري، STL معدل التداول كمؤشر على سيولة سوق الأوراق المالية)

وأثبتت النتائج وجود علاقة إيجابية في تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في الأجلين القصير والطويل، وأن عدم الاستقرار المالي والتضخم يؤثران سلبا على النمو الاقتصادي، وأن رأس المالي البشري والاستثمار الأجنبي المباشر وسيولة الأوراق المالية تؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي.

11. (Hossain and Kamal, 2010) "Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A time Series Analysis for Bangladesh Economy"

هدفت الدراسة إلى معرفة العلاقة السببية بين المتغيرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في بنغلاديش من خلال تحليل سلسلة من البيانات الزمنية السنوية للفترة من 1976-2008م، واعتمدت الدراسة المتغيرات (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقيPCGDP، ومعدل النمو في الناتج المحلي الحقيقي GRATE) كمؤشرات على النمو الاقتصادي، والمتغيرات (القيمة السوقية للأوراق المالية MCAP، والقيمة السوقية مقسومة على الناتج المحلي الحقيقي MCAR) كمؤشرات على تطور سوق بنغلاديش للأوراق المالية، وبينت نتائج اختبارات جذر الوحدة (ديكي فولارDF، ديكي فولار الموسعADF، وفيلبس بيرونPP) أن جميع المتغيرات تستقر عند الفرق الأول، وكذلك أوضحت نتائج اختبارات التكامل المشترك لكل زوجين من المتغيرات (انجل جرانجر، وفيلبس أوليرز) أن جميع المتغيرات متكاملة مع بعضها مما دل على وجود علاقة توزانية في الأجل الطويل بينها.

ومن خلال اختبار جرانجر للسببية (Granger Causality Test) تبين وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من تطور سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي.

12. (Boubakari and Jin, 2010) "The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries"

هدفت الدارسة إلى معرفة دور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في خمس دول أوروبية (بلجيكا، فرنسا، برتغال، هولندا، وبريطانيا) وذلك من خلال تحليل سلسلة زمنية من البيانات الربعية Q4:2008–Q1:1995، واستخدمت المتغيرات (القيمة السوقية للأوراق المالية MC، وإجمالي قيمة الأوراق المتداولة TTV، ومعدل الدوران TR) كمؤشرات على تطور أسواق الأوراق المالية، ومتغيرات (الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية GDP، والاستثمار الأجنبي المباشر FDI) كمؤشرات على النمو الاقتصادي.

وأوضحت نتائج اختبار جرانجر للسببية أن العلاقة السببية معنوية بين مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في البلدان التي تتمتع أسواقها المالية بالنشاط المرتفع والسيولة العالية مثل فرنسا وبريطانيا. بينما كانت العلاقة السببية غير معنوية في البلدان التي بها أسواق مالية صغيرة وذات سيولة منخفضة مثل هولندا، ووجود علاقة سلبية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في كل من بلجيكا والبرتغال.

13. (Nowbutsing and Odit, 2009) "Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Mauritius"

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأجلين القصير والطويل بدراسة حالة دولة موريشيوس، ومن خلال تحليل سلسلة بيانات زمنية سنوية للفترة من 1989–2006م لمتغيرات الدراسة بتقدير نموذجين من الانحدار المتعدد باستخدام طريقة انجل جرانجر ونموذج متجه تصحيح الخطأ VECM والذين كانا على النحو التالي:

$$\text{Ln } Y_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Ln } FDI_t + \beta_2 \text{ Ln } HUMAN_t + \beta_3 \text{ Ln } SIZE_t + u_t$$

$$\text{Ln } Y_t = \beta_0 + \beta_1 \text{ Ln } FDI_t + \beta_2 \text{ Ln } HUMAN_t + \beta_3 \text{ Ln } LIQUIDITY_t + v_t$$

حيث أن:

Y_t= نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي (مؤشر على النمو الاقتصادي)

FDI_t= معدل الاستثمار الأجنبي من الناتج المحلي الإجمالي (مؤشر على الاستثمار الأجنبي)

$HUMAN_t$= معدل التسجيل في المرحلة الثانوية (مؤشر على رأس المال البشري)

$SIZE_t$= القيمة السوقية للأوراق المالية/الناتج المحلي الحقيقي (مؤشر على حجم سوق الأوراق المالية)

$LIQUIDITY_t$= قيمة الأوراق المالية المتداول/ الناتج المحلي الحقيقي (مؤشر على سيولة سوق الأوراق المالية)

u_t ,v_t= حد تصحيح الخطأ (1,2)

وأشارت نتائج التقدير في الأجل القصير إلى أن زيادة بمقدار 10% في معدل الرسملة السوقية تؤدي إلى زيادة بمقدار 1.3% في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، وأن زيادة بمقدار 10% في معدل التداول تؤدي إلى زيادة بمقدار 6.7% في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي.

وأشارت نتائج التقدير في الأجل الطويل إلى أن 0.76 من التغيرات في نصيب الفرد من الناتج الحقيقي تفسرها المتغيرات المدرجة في النموذج الأول، وأن 0.79 من التغيرات في نصيب الفرد من الناتج الحقيقي تفسرها المتغيرات المدرجة في النموذج الثاني، وأن سرعة التعديل في الأجل القصير للوصول إلى التوازن في الأجل الطويل هي 76% في النموذج الأول، و 63% في النموذج الثاني.

وخلصت الدراسة إلى أن لسوق الأوراق المالية في موريشيوس تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في الأجلين الطويل والقصير.

1.11 التعقيب على الدراسات السابقة

أظهرت الدراسات السابقة أن علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي تأخذ أشكالا متعددة منها:

- وجود علاقة سببية تتجه من متغيرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في المدى الطويل مثل دراسة (خزان، 2014)، ودراسة (Antonis, 2010)، ودراسة (Hossain and Kamal, 2010)، ودراسة (Nowbutsing and Odit, 2009)
- وجود علاقة سببية تتجه من النمو الاقتصادي نحو تطور سوق الأوراق المالية كما في دراسة (Vacu, 2013)

- وجود علاقة سلبية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في المدى الطويل والقصير كما أظهرت نتائج دراسة (Wang and Ajit, 2013) والتي أجريت على سوق الصين للأوراق المالية.
- اختلاف تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي باختلاف المتغيرات المستخدمة، ومثال ذلك دراسة (Abdalla, 2011) فباستخدام متغير معدل الرسملة السوقية وجد علاقة سببية ثنائية الاتجاه، وباستخدام متغير معدل قيمة التداول وجد علاقة أحادية الاتجاه من السوق إلى النمو. وكذلك في دراسة (Pradhan et al, 2013) أظهرت النتائج أنه باستخدام متغيري معدل التغير في القيمة السوقية والتداول وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي، ووجود علاقة ثنائية الاتجاه بينهما عند استخدام متغير معدل الدوران.
- عدم وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ومثال ذلك دراسة (Bader,2015) والتي أجراها على سوق الأوراق المالية في مصر، وكذلك دراسة (شندي، 2013) ، ودراسة (عربي، 2010).
- وجود ضعف في تأثير سوق الأوراق المالية العربية على النمو الاقتصادي والذي أظهرته دراسة (عمر، 2009) ، وكذلك في تأثير سوق الأوراق المالية للبيرو على النمو الاقتصادي في دراسة (lahura and Vega, 2014) خاصة في الأجل القصير.
- أظهرت الدراسات السابقة وجود متغيرات أساسية يمكن استخدامها والاعتماد عليها في قياس تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وهي معدل الرسملة السوقية، معدل قيمة التداول، معدل الدوران، وهي تتفق مع دراسات (Bader, 2015)، ودراسة (Jibril et al., 2015)، ودراسة (lahura and Vega, 2014)، ودراسة (Alajekwu, 2013)، ودراسة (Abdalla, 2011)، ودراسة (Nowbutsing and Odit, 2009)، ودراسة (العبادلة، 2013)، ودراسة (خزان، 2014)، ودراسة (المولى، 2011).

1.12 ما يميز الدراسة

تتناول الدراسة موضوع ذا أهمية في ظل النظام الاقتصادي العالمي، كون أسواق الأوراق المالية باتت تؤثر على اقتصاديات الدول بصورة أكبر، ورغم وجود عدد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع إلا أن الدراسات المحلية القياسية كانت قليلة ، وما يميز الدراسة أيضا هو توضيح الأثر المباشر لنشاط

البورصة على النمو الاقتصادي باعتمادها على اختبارات قياسية تحدد طبيعة العلاقة التي تربط تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي وكذلك تحدد سببية واتجاه العلاقة باستخدام اختبار جرانجر للسببية (Granger causality) واختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) وتحليل مكونات التباين ودالة الاستجابة الفورية.

الفصل الثاني

تأثير سوق الأوراق المالية

على النمو الاقتصادي

الفصل الثاني: تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

2.1 المقدمة

تناولت الأدبيات الاقتصادية توضيح العلاقة التي تجمع بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، ومدى أهمية الدور الذي تلعبه المؤسسات المالية في توفير التمويل اللازم لعملية التنمية، وتعددت الدراسات النظرية والتطبيقية حول هذا الموضوع، مع وجود بعض التباينات حول التحليلات والنتائج الختامية فيما يتعلق بطبيعة العلاقة واتجاهها.

يرى غالبية الاقتصاديين وجود علاقة إيجابية مؤثرة بين القطاع المالي في الدولة والنمو الاقتصادي حيث يعتقد عدد منهم بوجود علاقة سببية تتجه من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي، إلا أن البعض يرى أن اتجاه العلاقة السببية هي من النمو الاقتصادي إلى القطاع المالي فتحقق النمو الاقتصادي يولد طلبا على الأدوات المالية وتوسعا في مؤسساتها، وينفي آخرون وجود علاقة سببية مباشرة بينهما، ومما لا شك فيه أن اتجاه العلاقة ثنائي حيث يؤثر كل منهما على الآخر وذلك حسب طبيعة الدولة ومرحلة نموها الاقتصادي.

إن معرفة علاقة القطاع المالي بالنمو الاقتصادي يعتبر مدخلا مهما لمناقشة تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي كونها تقع في مركز العملية التمويلية، وتعد أحد المؤسسات المهمة التي عنيت الدول المختلفة بإنشائها وتطويرها فباتت عنصرا لا يمكن الاستغناء عنه في ظل عصر الانفتاح والحرية الاقتصادية.

وساهمت الأسواق المالية في العديد من الدول في عملية التراكم الرأسمالي اللازم لتحقيق النمو والتنمية المستدامة، ودفعت هذه النتائج الباحثين إلى تسليط الضوء عليها في الدراسة ومعرفة مدى اسهامها في حفز النمو الاقتصادي والرفع من انتاجية وربحية الشركات المدرجة في أروقتها، إضافة إلى البحث في آلية تأثيرها على المتغيرات الاقتصادية لا سيما في ظل حالة عدم الاستقرار التي تشهدها الأسواق في دول مختلفة.

يتناول هذا الفصل مناقشة الأدبيات الاقتصادية حول تأثير القطاع المالي بشقيه المصرفي والمالي "غير المصرفي" على النمو الاقتصادي، ودور سوق الأوراق المالية في تشجيع النمو الاقتصادي، وبيان وظائفه وأهميته الاقتصادية، وتحليل قنوات تأثيره على النمو الاقتصادي، وإيضاح الشروط المطلوب توافرها في السوق لتتمكن من القيام بدورها بفاعلية وكفاءة فتعود بالنفع على الاقتصاد الوطني.

2.2 تعريف القطاع المالي

يتولى القطاع المالي مهمة توفير الموارد المالية اللازمة لمسيرة النشاط الاقتصادي، من خلال القنوات التي تقوم بتجميع المدخرات اللازمة للاستثمارات في المجالات الأكثر انتاجية (بن شعيب، 2011م).

ويمارس القطاع المالي دور الوسيط الذي يتيح تحويل الأموال بين ذوي الفوائض المالية وذوي العجز المالي. ويشمل المؤسسات البنكية وغير البنكية، وشركات التأمين وأسواق الأسهم بالإضافة إلى مؤسسات التمويل الصغيرة (عبد مولاه، 2009م).

يتكون القطاع المالي من شبكة المؤسسات والأسواق التي تتوفر على كافة الظروف والآليات المتحكمة في إنتاج وحيازة وتبادل الأصول والأدوات المالية المختلفة (في طارق وصالح، 2014م).

وتأتي أهمية القطاع المالي من دوره في تعبئة الادخار وتخصيص رأس المال وممارسة الرقابة على إدارة الشركات وتسهيل إدارة المخاطر الناجمة عن الاستثمار، ولا يقتصر دور القطاع المالي في إحداث التنمية من خلال التأثير على كميات الاستثمار، بل يتعداه إلى التأثير على نوعية الاستثمارات مما يجعله مساهما في إحداث التنمية بمفهومها الشامل ومؤثرا في استدامتها (زيطاري، 2004م؛ أونور، 2009م).

وعليه فإن القطاع المالي يقوم بتوفير وعرض مجموعة من الأدوات المالية لتلبية المتطلبات المختلفة للمقرضين والمقترضين، وهذا يساهم في تكوين رأس المال من خلال قدرة النظام المالي على توجيه الموارد المالية بكفاءة إلى استثمارات أكثر انتاجية (Ang, 2008).

2.3 تطور القطاع المالي

يعد القطاع المالي مكونا مهما من مكونات النظام الاقتصادي لأي دولة، فهو واحد من القطاعات الرئيسية المحركة لسير النشاط الاقتصادي بحيث يساهم بشكل مباشر في نموه واستدامته.

وتتمايز الدول في طبيعة هيكلها المالي من حيث القوة والضعف، فالدول التي تمتلك قطاعا ماليا متطورا تمتاز بمؤشراتها النقدية والمالية الرئيسية، والتي تدل على تطور حجم وتنوع أشكال مؤسساتها وأسواقها المالية، والذي يشير إلى المزايا الكمية والنوعية في عملها (طارق وصالح، 2014م).

كما أن تطور القطاع المالي هو مفهوم لا يقتصر على المؤشرات النقدية والمالية فحسب، بل يتضمن كذلك التنظيم والرقابة ودرجة التنافس والانفتاح المالي وقدرة المؤسسات المالية على حفظ حقوق الدائنين وتنوع الأسواق والمنتجات المالية التي تكون الهيكل المالي للاقتصاد (Creane et al., 2004)

ويقصد بالتطور المالي أنه زيادة كفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي، وذلك من خلال تجميعها وتداولها عبر الاقتصاد القومي، بما ينتج آثار إيجابية على قرار الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي (Levine, 2005).

إن التطور في النظام المالي يحدث عندما تتحسن كمية ونوعية الخدمات المالية والتي تنعكس إيجابا على النشاط الاقتصادي (كترة، 2016م).

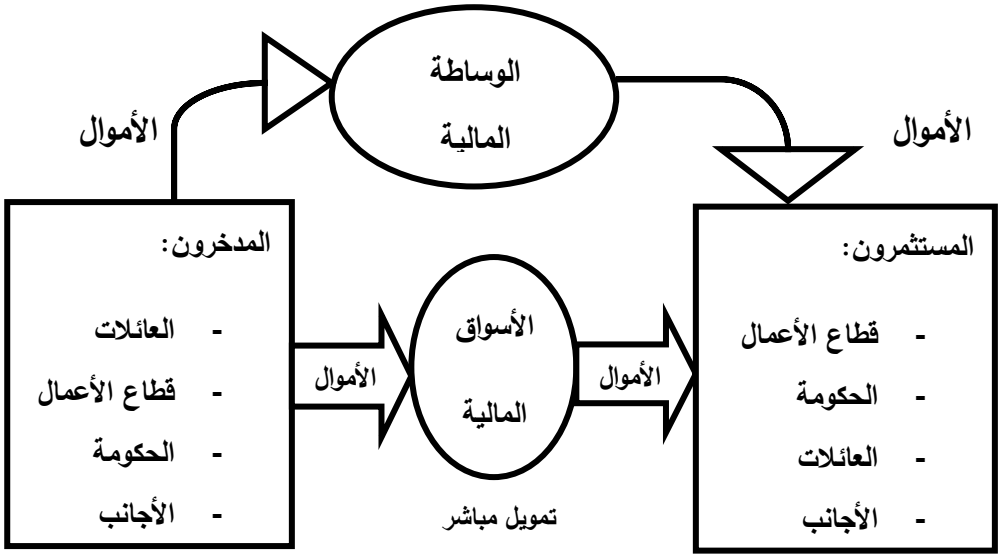
ويكون التطور المالي بالتقليل من معوقات السوق المتمثلة في ارتفاع تكلفة المعاملات ومشكلة عدم تماثل المعلومات، بما يضمن تدفق رؤوس الأموال نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر انتاجية وذات المردود الأعلى التي تخدم الاقتصاد (Levine, 1997).

2.4 مكونات القطاع المالي

تتمثل الوظيفة الأساسية للقطاع المالي بالعمل كوسيط بين فئتين حيث يقوم بتوجيه الأموال من المدخرين الذين تتوفر لديهم فوائض من الأموال إلى المستثمرين الذين لديهم نقص في التمويل، أي أن النظام المالي يقوم بدور حيوي في النشاط الاقتصادي من خلال قدرته على تحريك رؤوس الأموال من المدخرين (أصحاب الفائض المالي) إلى أصحاب المشاريع الاستثمارية الأكثر انتاجية (أصحاب العجز المالي).

وتتم هذه العمليات إما بصورة التمويل المباشر من خلال قيام المقترضين بالاقتراض مباشرة من المقرضين عن طريق بيعهم للأوراق المالية المصدرة من طرفهم في الأسواق المالية، أو بصورة التمويل غير المباشر حيث تتوسط البنوك بنقل الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، كما يتوضح من خلال الشكل (2.1). ويتراوح اعتماد الدول على أحد النظامين الماليين (السوقي، المصرفي) في توفير التمويل اللازم للاقتصاد أو كليهما بناء على تطور الهيكل المالي في الدولة، وما توليه من أهمية للأجهزة التابعة لكلا النظامين، فمن الملاحظ أن الدول المتقدمة تعتمد في تمويلها على الأسواق المالية التي تعتبر متطورة جدا وذلك لما توفره من سرعة في تداول الأوراق المالية وما يميزها من كثرة الخيارات المتاحة أمام المدخرين والمستثمرين، بينما تعتبر المصارف في الدول النامية حجر الأساس في توفير

احتياجاتها التمويلية نظرا لتطور مؤسساتها وأنظمتها مقارنة بالتجربة الحديثة لتعاملها من الأسواق المالية (الفقي ووفاء، 2007م).



شكل (2.1) طرق التمويل في القطاع المالي

Source: Frederic S. Mishkin, 2004, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Columbia University, seventh edition, p 24.

ويتكون النظام المالي لأي دولة من أربعة مكونات رئيسية هي (الفقي ووفاء، 2007م):

1- **وحدات الفائض والعجز الماليين:** يقصد بوحدات الفائض المالي، تلك الوحدات التي تكون إيراداتها أكبر من إنفاقها، أما وحدات العجز المالي، فهي تلك الوحدات التي يكون إنفاقها أكبر من إيراداتها.

2- **الوسطاء الماليون:** وهي قنوات يتم من خلالها تحويل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي بهدف تشغيلها واستثمارها. وتنقسم الوساطة المالية إلى:

أ- وساطة مالية غير مباشرة: وهي التي تحول الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي عبر مؤسسات الوساطة المالية (مصرفية أو غير مصرفية) وذلك مقابل تقديم عائد لأصحاب الفوائض المالية والذي يتم تحصيله من وحدات العجز المالي.

ب-الوساطة المالية المباشرة: وتتم من خلال أسواق المال والتي تتيح التعامل المباشر بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي، وذلك بشراء وحدات الفائض للأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي تصدرها وحدات العجز المالي في كل من أسواق رأس المال وأسواق النقد.

ويصنف الوسطاء الماليون إلى: الوسطاء الماليين المصرفيين (المؤسسات الإيداعية) والوسطاء الماليين غير المصرفيين (المؤسسات غير الإيداعية) فالوسيط المالي المصرفي، هو مؤسسة مالية مرخص لها من قبل البنك المركزي بقبول الودائع من وحدات الفائض المالي لتقوم بإقراضها لوحدات العجز المالي. وتنقسم بدورها إلى: بنوك تجارية، وبنوك ادخار واستثمار، وبنوك متخصصة، واتحادات ائتمانية، وأخيرا بنوك إسلامية. أما الوسيط المالي غير المصرفي، هي المؤسسات المالية غير المصرح لها بقبول الودائع ولكنها تقبل استقطاعات من وحدات الفائض المالي لتقوم بتحويلها إلى وحدات العجز المالي في كافة أنشطة الأعمال المتنوعة. وتنقسم إلى: شركات التأمين، وصناديق المعاشات، وشركات التمويل، وشركات التمويل (الرهن) العقاري، وشركات التأجير الائتماني، وشركات تكوين وإدارة المحافظ المالية، وشركات الاستثمار، وأخيرا صناديق الاستثمار.

3- **الأسواق المالية:** تقسم الأسواق المالية وفق معيار فترة الاستحقاق إلى سوق نقد؛ ويتم فيها تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال (الأوراق المالية)؛ ويتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل. وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها نظام للوساطة المالية المباشرة يتم بموجبها تبادل الأوراق المالية ذات فترة الاستحقاق متوسطة وطويلة الأجل (أسهم وسندات) بين البائعين والمشترين لهذه الأوراق المالية، حيث يتم تداولها داخل البورصة عن طريق السماسرة أو شركات الوساطة في الأوراق المالية، وقد يتم تداولها خارج البورصة وتسمى بعملية التداول خارج المقصورة، كما يمكن تقسيم السوق حسب عملية إصدار الأوراق المالية إلى سوق أولية تختص بالإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، وسوق ثانوية يتم التعامل فيها بالإصدارات القديمة _سبق إصدارها_ من الأوراق المالية.

4- **أدوات أسواق المال (سوق النقد وسوق الأوراق المالية):** توفر أدوات سوق النقد السيولة لآجال قصيرة مثل: أذونات الخزينة، وشهادات الإيداع، وأوراق القبول المصرفية، واتفاقات إعادة الشراء، والاقتراض المصرفي البيني، وأخيرا الأوراق التجارية. أما الأدوات المالية طويلة الأجل التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية بشقيه (الأولي والثانوي) مثل: الأسهم، وسندات الحكومة المركزية، وسندات الحكومات المحلية، وسندات الشركات المساهمة، والسندات المضمونة بالرهون العقارية، والقروض الاستهلاكية، وأخيرا قروض الأعمال.

2.5 دور القطاع المالي في عملية النمو الاقتصادي

دار جدل بين الباحثين الاقتصاديين حول تأثير القطاع المالي بشقيه المصرفي والسوقي على النمو الاقتصادي، وماهية العلاقة التي تربط القطاع المالي بالقطاع الحقيقي، واختلفت نتائج الدراسات

الاقتصادية النظرية والتطبيقية حول طبيعة هذه العلاقة ومدى أهميتها واتجاه السببية بينهما، ولعل الاختلاف يرجع إلى عدة أسباب منها التباين في الهياكل المالية بين البلدان التي تناولتها تلك الدراسات، وكذلك الفترات التي جرت فيها، والمتغيرات المستخدمة للدلالة على تطور كلٍ من القطاع المالي والتنمية الاقتصادية.

وقد ذهب أغلب الاقتصاديين أمثال Schumpeter 1911 و Glary and Shaw 1956 و Goldsmith 1969 و Shaw and Mckinnon 1973 و Spellman1982 و King and Levine 1993 و Greenwood and Smith 1997 إلى أن القطاع مالي المتطور في الدولة يعمل على تعبئة الموارد المالية بقدر ما يحتاج الاقتصاد، كما أنه يلعب دورا في توجيه الموارد إلى المشاريع والاستثمارات الأكثر انتاجية مما يؤدي إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي.

وكانت بدايات الربط بين التمويل والنمو كانت في كتابات (Begahot, 1873) والتي أشار إليها في كتابه "وصف السوق النقدي" مؤكدا فيه على أهمية دور البنوك التجارية في توفير التمويل الضروري لتحفيز النمو (القدير، 2004م؛ بن علال، 2014م).

واعتبر (Begahot) وجود النظام البنكي أحد العوامل الرئيسية في عملية التنمية الاقتصادية، حيث يوجه الوسطاء الماليون النمو الاقتصادي من خلال دورهم في حشد رأس المال لتمويل المشاريع الكبرى وما يترتب على ذلك من اقتصاديات الحجم (طارق وصالح، 2014م).

أما الاقتصادي (Joseph Schumpeter, 1911) صاحب كتاب "نظرية التطور الاقتصادي" أشار إلى الدور الإيجابي الذي تلعبه الوساطة المالية في عملية التنمية، وتوجيه الادخارات إلى أفضل الفرص والتي يكون لها تأثير مباشر على الرفع من انتاجية رأس المال أي التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو الاستثمارات الأكثر انتاجية وزيادة التطور التكنولوجي (Beck et al., 1999). كما يساعد في عملية التطور الاقتصادي عن طريق المساهمة في زيادة عرض النقد بواسطة خلق الائتمان الذي يؤدي إلى التوسع الاقتصادي بزيادة الاستثمارات وتكوين رأس المال (كترة،2016م؛ طارق وصالح، 2014م).

وفي المحصلة إن النظام المالي يساهم في توفير التمويل لأصحاب الابداعات، والتي تساهم بدورها في التطور التكنولوجي الذي ينعكس إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي (كترة، 2016م).

وقد سار (John Maynard Keynes) في تحليله للنظرية العامة على منهج (Schumpeter) مفترضا أن توازن القطاع المالي وتوزان سوق النقد يساهم في الحفاظ على توازن الاقتصاد بشكل عام،

ومعتبرا أن تحول المدخرات إلى استثمارات سيتأثر بالسلب في حال عدم وجود الأدوات والمؤسسات المالية الكفؤة وبالنتيجة سيؤدي إلى انخفاض نمو الدخل والناتج (العمر ووردة،2007م).

إن المتتبع للفكر الاقتصادي والدراسات المتعددة التي تناولت علاقة القطاع المالي بالنمو الاقتصادي يلاحظ وجود ثلاث مدارس بارزة هي:

أولا/ المدرسة الهيكلية:

برزت في الستينات من القرن الماضي حيث أظهرت أهمية النظام المالي كعامل مؤثر في التنمية الاقتصادية، وتبعا لذلك قدمت رؤيتها بضرورة إصلاح النظم المالية في الدول النامية كسياسة تخدم معالجة قضايا التنمية فيها. فمن جانبهم اعتبروا أن هذا الاصلاح من شأنه دعم وتعزيز الدور المنوط بالمؤسسات المالية لتعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الاقتصاد مرة أخرى. (العمر ووردة، 2007م).

يعتبر كل من الاقتصاديين (Gerschenkorn, 1962) ، (Cameron, 1967) ، (Gurley and Shaw, 1960) ، (Goldsmih, 1969) الرواد الأوائل الذين اهتموا بدراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في سنوات الستينات، بحيث ركزوا على أهمية الهيكل المالي وتوصلوا من خلال تحليلاتهم النظرية والتطبيقية إلى دلائل قوية تربط بين مؤشرات القطاع المالي والقطاع الحقيقي (كترة، 2016م)

وتعتمد وجهة نظر مفكري المدرسة الهيكلية على أن وجود شبكة واسعة من المؤسسات المالية وكذا تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية بالإضافة إلى التوسع في أنشطة هذه المؤسسات سيكون له أثر إيجابي مهم على الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي. (Al-Tamimi, Al-Awad and Charif, 2002)

وقد جاءت نظرة المدرسة الهيكلية لأهمية المؤسسات المالية مع بروز أهمية النقود في الاقتصاد المعاصر كأحد مدخلات عملية الانتاج بخلاف النظرة الكلاسيكية التي قالت بالدور المحايد أو السلبي للنقود في الاقتصاد. (أونور، 2009م)

وفي إطار هذه المدرسة يعد الرصيد الحقيقي للنقود عاملا مهما في العملية الانتاجية لا يقل أثرا عن العمل ورأس المال، معتقدين بوجود علاقة طردية تربط بين الرصيد الحقيقي من النقود والإنتاج. (Goldsmith, 1969)

وبناءً على هذا الاعتقاد بأثر رصيد النقود الحقيقية في مستوى الانتاج فإن نمو الأرصدة الحقيقية للنقود سيتبعه نمو في الناتج الحقيقي. (العمر ووردة،2007م)

ومن أهم الدراسات التي تناولت العلاقة بين التنمية المالية والنشاط الاقتصادي في تلك الفترة دراسات (1955,1956,1960,1967) Gurley and Shaw والتي أشارت إلى ان أحد الفروق بين الدول النامية والمتقدمة يرجع إلى التقدم الذي طرأ على الأسواق المالية في الدول المتقدمة، والذي مكن مستثمريها من الحصول على التمويل الكافي وفي التوقيت المناسب للتوسع والنمو وتطوير الانتاجية وبالتالي ساهمت الأسواق المالية بصورة فاعلة في تنمية اقتصادات هذه الدول (الفقي ووفاء، 2007م).

وقد أوضح (Gurley and Shaw) أن تطور القطاع المالي يؤثر على القطاع الحقيقي من جهتين: فهو يعد محفزا على تنوع المؤسسات المالية بما يساهم في رفع معدلات التراكم الرأسمالي وزيادة القدرات التمويلية، ومن جهة أخرى يعمل على توجيه الادخارات نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر انتاجية، والذي سيعزز من معدلات النمو الاقتصادي (بن علال، 2014م).

ثم جاءت دراسة Goldsmith 1969 كأول مساهمة تطبيقية دعمت دراسات Gurley and Shaw، حيث أجرى بحثا تجريبيا على عينة مكونة من 35 دولة نامية ومتقدمة للفترة من 1860 – 1963م لاختبار العلاقة بين التمويل والنمو، وتوصل إلى وجود علاقة إيجابية بين القطاع المالي والنمو(Eschenbach, 2004).

ووجد أنه ومن خلال مسيرة التنمية الاقتصادية للدول محل الدراسة فقد نمت بنية النظام المالي بمعدلات أسرع من نمو الناتج القومي والثروة القومية بما يعني ارتفاع مؤشر (F.I.R) والذي يقيس نسبة الغطاء المالي في الاقتصاد والذي يمثل نسبة إجمالي الأصول المالية إلى صافي الثروة القومية. وأن قيمة هذه النسبة في الدول النامية تقل عن نظيرتها في الدول المتقدمة (طارق وصالح، 2014م).

وتوصل إلى نتيجة مفادها أن توسيع الهيكل المالي في الاقتصاد يساهم في رفع معدلات النمو والكفاءة الاقتصادية إلى المدى الذي يسهل هجرة الأموال إلى أفضل المستخدمين أي إلى الفرص الاستثمارية التي تعطي أعلى مردود. وأكد على أن زيادة حجم القطاع المالي وزيادة الخدمات المالية المقدمة تؤدي إلى زيادة حجم التكوين الرأسمالي وبالتالي الرفع من معدلات النمو (Goldsmith, 1969).

وعليه فإن دراسات المدرسة الهيكلية خلصت إلى أن أفضل سياسة من أجل تحقيق مستويات أعلى من النمو الاقتصادي هي تشجيع النمو في القطاع المالي وزيادة حجم مؤسسات الوساطة المالية وتنويع أدواتها.

ثانيا/ المدرسة الليبرالية الحديثة (التحرير المالي):

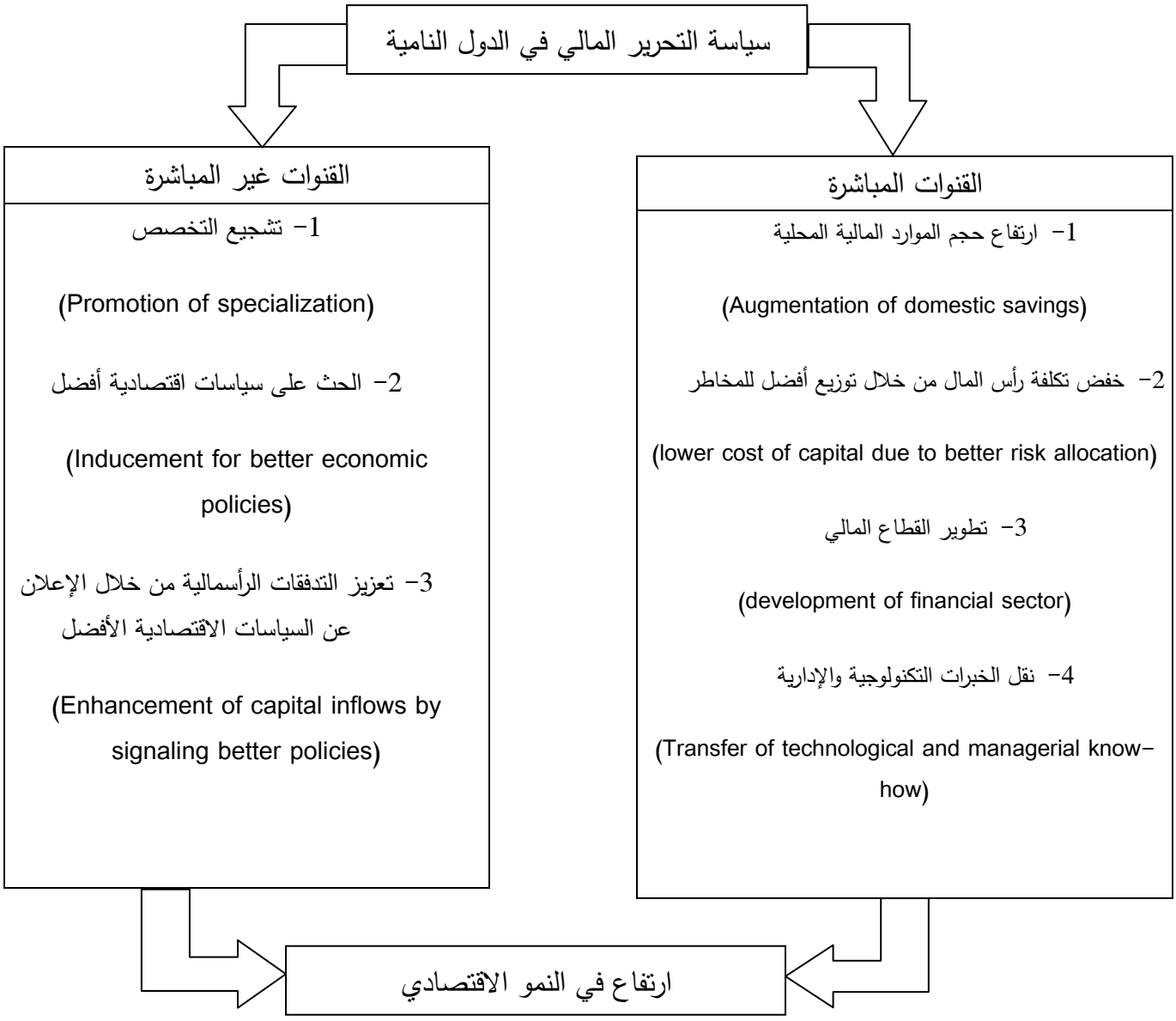
ظهرت مطلع السبعينات من خلال الدراسات التي قام بها كلا من الاقتصاديين (Shaw, 1973) و (Mckinnon, 1973) وتبنت تحرير القطاع المالي بتخفيف القيود المفروضة عليه من قبل الحكومة، معتبرة أن سيطرة الدول النامية على قطاعاتها المالية بغية تحقيق التنمية الاقتصادية لم تؤدي إلى تحسين التراكم الرأسمالي ولا إلى النمو الاقتصادي (كترة، 2016).

واعتقد كلا من Mckinnon وShaw أن تحرير أسعار الفائدة هو المفتاح لإعادة صياغة رأس المال والنمو، حيث أن تحريره بما يتوافق مع محددات السوق (قوى العرض والطلب) سيعمل على زيادة الادخارات وبالتالي زيادة الاستثمارات، ومن ثم الرفع من معدلات النمو الاقتصادي وكذلك تطوير القطاع المالي.

وبالتالي فإن رؤية هذه المدرسة تعتمد في تأثير النظام المالي في النمو الاقتصادي على القول بأن تقييد الأدوات المالية وخاصة أسعار الفائدة والسقوف الائتمانية ونسب الاحتياطي تؤثر سلبا في تكوين رأس المال ومن ثم في النمو الاقتصادي. (Alomar, 2005)

وقام كل من (Prasad et al., 2003) بدراسة نظرية وتطبيقية لمعرفة التأثيرات المحتملة لسياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية، وتوصل هؤلاء الباحثون إلى أن هذه السياسة تؤثر ايجابا على النمو الاقتصادي لهذه الدول وذلك بطريقة مباشرة وغير مباشرة من خلال مجموعة من القنوات كما هو مبين في الشكل (2.2)، وجاءت هذه النتائج لتتوافق مع أنصار المدرسة الليبرالية الحديثة والتي أوصت بضرورة اتباع سياسات تحريرية لأنشطة القطاع المالي لما تتركه من أثر إيجابي في حفز النمو الاقتصادي من خلال تحسين نوعية وكمية الاستثمارات المالية في القطاعات الاقتصادية .(Levine, 2003)

ومن جانب مغاير ونتيجة لمجموعة تجارب تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية، قدم أنصار مدرسة الهيكليون الجدد والتي برزت في فترة الثمانينات مجموعة من الانتقادات لسياسة التحرير المالي وخاصة بالنسبة لاقتصاديات الدول النامية، وقاموا بالتركيز على عدم كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية والتي تعاني من مشكلة عدم توافر المعلومات، وعدم تعرف المقرضين على المقترضين، وحاجة هذه الأسواق إلى الرقابة والتوجيه والاحتياط، مما جعلها معيقا لعملية التنمية. ومن أبرز هؤلاء الاقتصاديين (Taylor, 1983) و(Wijnbergen, 1882) و (Spellman, 1982) و (Buffie, 1984) و (Fry, 1988) و (Lucas, 1988) و (myere, 1988) (كترة، 2016م؛ مشعل، 2012م؛ القدير، 2004م



شكل (2.2) قنوات تأثير سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي

Source: Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei and M. Ayhan Kose, 2003, Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence, IMF Occasional Paper, p 24.

ثالثا/ مدرسة نماذج النمو الداخلي:

ظهرت في التسعينات من القرن الماضي وركزت على وظيفة من وظائف الوساطة المالية، والتي حاولت إبراز أن الوساطة المالية تؤثر على النمو من خلال مجموعة من القنوات والتي تشمل: تأثير التطور المالي على معدلات الاستثمار، وكفاءة تخصيص الموارد المالية، ومعدل نمو الانتاجية، وأخيرا تأثيره على مستوى الادخار (كترة، 2016م).

ويرى شرف وشعبان وإسبر (2009) أن نماذج النمو الداخلي توضح الأثر الإيجابي للوسطاء الماليين على النمو الاقتصادي من خلال الوظائف التي تقدمها من تجميع للمدخرات، وتحليل للمعلومات، ومشاركة في المخاطر، وتوفير للسيولة. وأن درجة تطور الأسواق المالية تعد مؤشرا جيدا للتنبؤ بمعدلات النمو الاقتصادي في المستقبل.

ومن بين أهم الدراسات التي تناولت موضوع القطاع المالي ضمن نماذج النمو الداخلي (Greenwood and Jovanovic, 1990) ، (Bencivenga and Smith, 1991,1993) ، (Paul, 1992) ، (King and Levine, 1993) ، (Pagano, 1993) ، (Bencivenga et al., 1995) ، (Greenwood and Smith, 1997) ، (Levine, 1991) وآخرين.

فعلى سبيل المثال (Greenwood and Jovanovic, 1990) طبقا نموذجا عاما للتوازن واستخلصا أن زيادة ثقة المدخرين في قدرة الوسطاء الماليين تعمل تلقائيا على زيادة المدخرات. وأظهرت أن الوساطة المالية تقوم بأهم وظيفة وهي توجيه رأس المال نحو المشاريع الاستثمارية ذات العائد الأعلى، وبالتالي النظام المالي يرفع من النمو من خلال التخصيص الكفؤ للموارد المالية.

أما (Bencivenga and Smith, 1991) أوضحا أن الوسطاء الماليين يعملون على تخفيض الجزء المدخر في شكل سيولة نقدية وأصول سائلة غير منتجة، ومن ثم زيادة كفاءة التخصيص الأمثل للموارد المدخرة والمستثمرة من خلال التراكم الرأسمالي (العمر ووردة، 2007م). وبالتالي فإنه يسهل على الوسطاء الماليين تحويل المدخرات من مدخرات قصيرة الأجل لاستثمارات طويلة الأجل (Bencivenga and Smith, 1991)

وفيما يتعلق ببحث العلاقة بين تطور أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصاد تعتبر دراسة (King and Levine, 1993) التي أجرياها على 80 دولة نامية ومتقدمة في الفترة 1960 – 1989 من أهم الدراسات التطبيقية في مجال بحث أثر تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي.

ويوفر King and Levine من خلال هذه الدراسة توضيحات وافية عن كيفية تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي. وقد بين هذان الباحثان مدى الارتباط الوثيق بين المؤشرات المالية ومقاييس نمو الناتج المحلي الإجمالي وتراكم رأس المال ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج في الدول محل الدراسة (مزاهدية، 2007م).

وفي دراسة خصصت لبحث العلاقة بين مقاييس تطور سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو الاقتصادي على المدى الطويل، توصل (Levine and Zervos, 1996) إلى أن هناك علاقة موجبة معنوية

إحصائية قوية بين التطور في مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في البلدان محل الدراسة وهي 49 دولة في الفترة 1976–1993م. وقد اعتمدت هذه الدراسة على عدة مؤشرات ممثلة للتطور الشامل لسوق الأوراق المالية، حيث جمعت بين حجم السوق، ومؤشرات السيولة ودرجة الاندماج في الأسواق العالمية، كما استعملت أساليب المتغيرات المتحكمة لمراقبة التغيرات الحاصلة في النمو الاقتصادي، وفي سياق تشخيصهما للعلاقة السلوكية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي قام Levine and Zervos بتقدير ثلاث انحدارات تقاطعية فيما بين الدول لتقدير معادلة الأثر على النحو التالي:

$$g(j) = \alpha x + \beta\ (Stock) + u$$

حيث يشير المتغير g(j) إلى النمو في الدخل الفردي، أو مخزون رأس المال، أو مجمل عوامل الإنتاج في البلد j ، ويمثل المتغير Stock المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية، في حين يشير β إلى متجه أربع مؤشرات مالية تم استخدام كل واحدة منها على حدة، ويمثل u الخطأ العشوائي للنموذج، في حين تمثل X مصفوفة المتغيرات المتحكمة المستخدمة لتفحص تأثير جملة العوامل الأخرى على النمو الاقتصادي، والمتمثلة في الدخل الفردي في بداية الفترة، والتعليم في بداية الفترة، ومؤشر الاستقرار السياسي، إضافة إلى مؤشرات أسعار الصرف والتجارة ومالية الحكومة والسياسة النقدية.

وقد ثبت في كل انحدار أن كافة المتغيرات المالية كانت ذات معنوية إحصائية وبعد اقتصادي هام، وهذا ما يؤكد أن الأداء الجيد للسوق المالية يدعم النمو من خلال تحسين نمو الناتج المحلي ومجمل عوامل الانتاج وزيادة تراكم رأس المال على النحو الذي يستدل من النموذج.

وتشكل دراستي (Roussean and Wachtel, 2004) و (Back and Levine, 2004) امتدادا لدراسة Levine and Zervos مع استخدام طريقة العزوم المعممة، وتؤيد الدراستان دور كل من القطاع البنكي وأسواق الأسهم في إحداث التنمية (عبد مولاه، 2009م).

وخلصت دراسات نماذج النمو الداخلي إلى أن النظام المالي يساهم في الرفع من النمو من خلال القيام بهذه الوظائف للأسباب التالية (في كترة، 2016م):

أ. في حالة غياب النظام المالي والمصرفي في الاقتصاد، فإن أصحاب الفائض المالي سوف يحتفظون بأصول سائلة غير منتجة، أما في ظل تواجد نظام مالي متطور، فإن الادخارات سوف تحول إلى أصول منتجة غير سائلة من خلال النظام المالي.

ب. تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات يعمل على التخصيص الأمثل للموارد المالية.

ت. وجود أنظمة مالية متطورة يسهل جلب وتطبيق التكنولوجيات الحديثة، التخصص في المشاريع الاستثمارية بهدف الاستفادة من التكنولوجيات الحديثة والجديدة.

ث. في ظل تواجد مؤسسات مالية متطورة تزداد حدة المنافسة، مما ينعكس إيجابا على زيادة الكفاءة، تنويع وتقاسم المخاطر بهدف التقليل منها.

والقطاع المالي المتطور والكفؤ يقوم بوظيفة الوساطة المالية وإدارة المخاطر حيث تخفض الوساطة المالية من مخاطر المعاملات وتعمل على زيادة التراكم الرأسمالي. وبتطور القطاع المالي ومؤسساته تزداد القدرة على انتقاء المشروعات ومتابعة أدائها مما يدعم الاستثمار ويسهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي.

2.6 قنوات تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي

تتمثل قدرة القطاع المالي في قدرته على حشد وتعبئة المدخرات لصالح الاستثمارات كونه الوسيط بين ذوي العجز المالي وذوي الفوائض المالية.

وتركز اهتمام معظم الدراسات حول تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي من خلال استخدام مؤشرات ممثلة للتطور المالي واختبار أثرها على معدلات النمو الاقتصادي، دون الإشارة للقنوات التي يمر عبرها تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي والتي أخذت بعين الاعتبار من طرف عدد قليل من الاقتصاديين (Benhabib and Spiegel, 2000), (King and Levine, 1993), (Levine, 1997), (Beck et al., 2000), (Ang, 2008)

وهناك من يرى أن الجهاز المصرفي والمالي والوساطة المالية لا يمكنها التأثير في زيادة مستوى النمو الاقتصادي بشكل مباشر، بل من خلال قنوات وسيطة تمكن القطاع المالي من تحسين نوعية وكمية الاستثمارات، ومن ثم الرفع من معدلات النمو الاقتصادي (العمر، 2007م).

بينما يرى آخرون وجود علاقة إيجابية بين القطاع المالي ونوعية الاستثمارات من خلال قناة تحويل الادخارات إلى استثمارات والتي تعد المؤثرة ايجابا أو سلبا على معدلات النمو الاقتصادي (Goledsmith, 1969).

وحسب نظرية التحرير المالي المقدمة من طرف (Shaw, 1973) و(Mckinnon, 1973) فإن تحرير أسعار الفائدة لتصبح حقيقية تعمل على جلب حجم أكبر من الادخارات نتيجة ارتفاع العائد عليها،

وبالتالي التخصيص الأمثل لهذه الموارد المالية نحو الاستثمارات الانتاجية ذات المردودية الأعلى، والتي يكون لها تأثير مباشر وايجابي على معدلات النمو الاقتصادي.

وهذا ما أكده Shaw و Mckinnon أن التحرير المالي يؤدي إلى تطوير القطاع المالي والذي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة زيادة كمية وحجم الاستثمارات (كترة، 2016م).

ويؤكد ذلك أيضا مدرسة نماذج النمو الداخلي والتي اعتبرت أن القطاع المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة رفع انتاجية رأس المال، وذلك عبر طريقتين: قدرة النظام على جمع المعلومات وتحليلها بهدف التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات لتقييم أفضل للمشاريع الاستثمارية، وبالتالي استغلال الموارد المالية المتاحة نحو استثمارات أكثر انتاجية. بالإضافة إلى قدرة النظام المالي على التقليل من المخاطر من خلال عملية التنويع، وكل هذا ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي.

ويمكن التوصل إلى وجود قناتين متكاملتين بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، من خلال الجمع بين نظرية التحرير المالي ونظرية النمو الداخلي وهما (كترة، 2016م):

أ- **قناة تراكم رأس المال:** تعرف قناة تراكم رأس المال بالقناة الكمية، ومن خلالها يعمل النظام المالي المتطور على جلب أكبر قدر ممكن من المدخرات، وبالتالي توفير التمويل للاستثمارات والتي يكون لها أثر مباشر على رفع معدلات النمو الاقتصادي.

وتستند هذه القناة في تأثيرها على النمو الاقتصادي على نموذج هارود-دومار "Harrod-Domar Model" والذي يعد الاستنتاج الرئيسي له أن نمو الناتج المحلي يتناسب مع نصيب الانفاق الاستثماري في الناتج المحلي، والذي يتحدد بما يقتطعه المجتمع من دخله لصالح الادخار(عودة، 2013). وهو ما يعتبر جوهر عمل القطاع المالي.

ويفترض النموذج المساواة بين الادخار (S) والاستثمار (I) وفقا للمعادلة المبسطة لنموذج هارود-دومار:

$$G(Y) = (dY) / Y = s / COR$$

والتي تبين أن معدل النمو في الناتج القومي G(Y) يتحدد بكل من معدل الادخار القومي (s) ومعامل رأس المال للناتج (COR).

ب- **قناة إجمالي نمو انتاجية العوامل الكلية:** تعرف بالقناة النوعية والتي تؤكد على دور التقنيات المالية الإبداعية في إظهار ونقل البيانات وتقليل المخاطر والتدفق المعلوماتي السريع الذي يزيد من التخصص الكفؤ للموارد ويسهم في مراقبة مشاريع الاستثمار، والتي تعكس قدرة النظام المالي على جلب المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وتحليلها وبالتالي توجيه الموارد المالية إلى استثمارات أكثر انتاجية. بالإضافة إلى القدرة على تنويع الاستثمارات بهدف التقليل من المخاطر.

وقد تم بناء نموذج لآلية تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي كما يوضحه الشكل (2.3)، وفيه أن الخدمات المالية تنشأ بهدف التقليل من تكلفة المبادلات والمعاملات وتكلفة المعلومات. لذا تقوم المؤسسات المالية المتمثلة في البنوك والأسواق المالية بوظائف (تعبئة المدخرات، تخصيص الموارد، ممارسة الرقابة على الشركات الممولة، تسهيل إدارة المخاطر، وتسهيل تبادل السلع والخدمات والاتفاقيات).

وتتوقف درجة فعالية دور القطاع المالي في حفز النمو الاقتصادي على الكفاءة في تقديم هذه الخدمات (Ross Levine, 1997).

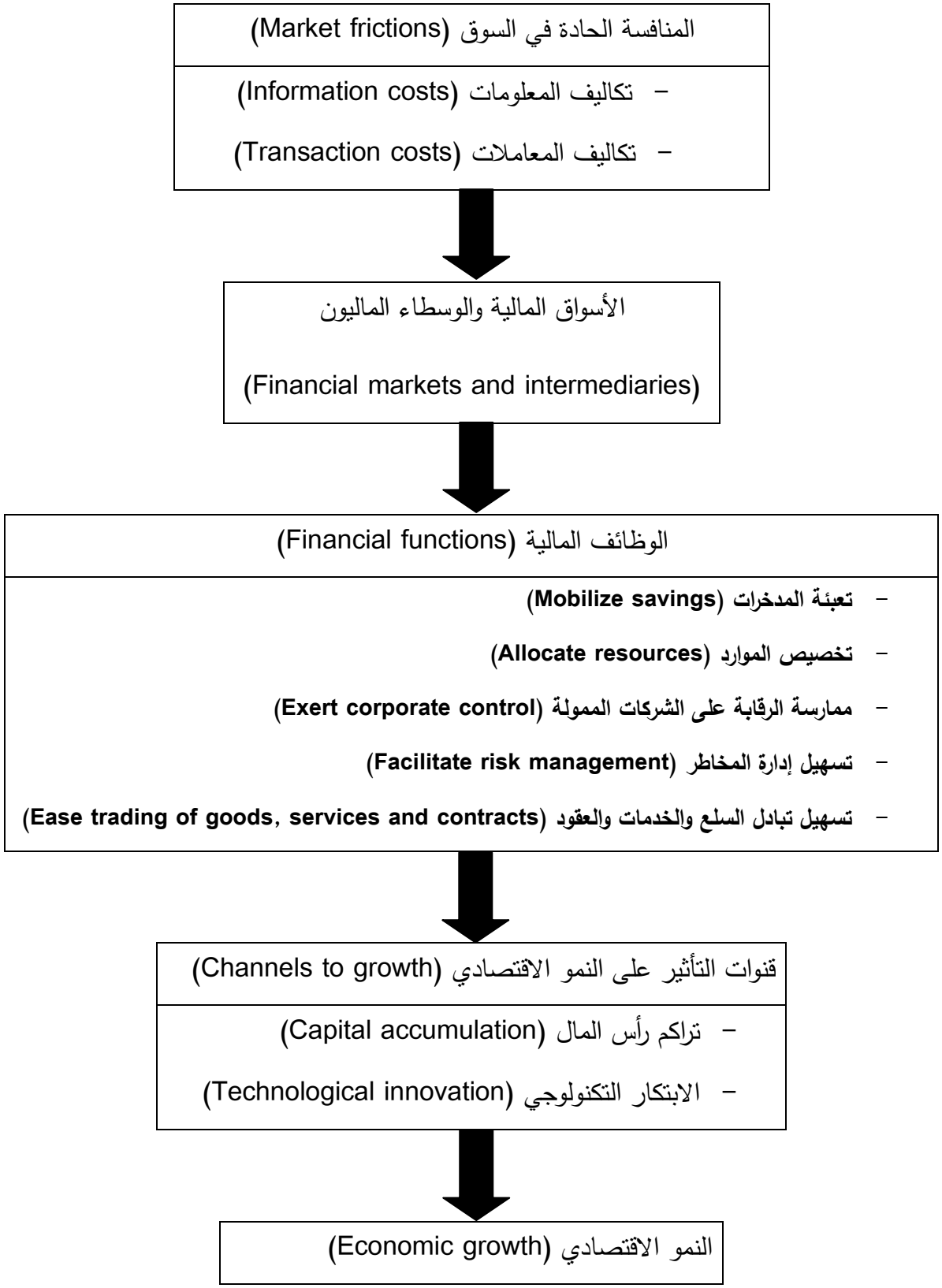
ووفقا للنموذج فإن القطاع المالي ومن خلال قيامه بمجموعة الوظائف السابقة يعمل على حفز النمو الاقتصادي من خلال قناتي تراكم رأس المال والابتكار التكنولوجي.

وقد أشار بعض الاقتصاديين إلى ثلاث قنوات رئيسية يتم من خلالها نقل التأثير والربط بين النظام المالي والنمو الاقتصادي (Pagano, 1993):

1- النظام المالي المتطور يرفع من حجم المدخرات الموجهة لتمويل الاستثمارات.

2- النظام المالي المتطور يؤثر على نسب ومعدلات الادخار وبالتالي التأثير على حجم الاستثمارات.

3- النظام المالي المتطور يرفع من كفاءة وفعالية تخصيص رأس المال.



شكل (2.3) تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي

Source: Ross Levine, 1997, Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol. 35, p 691.

2.7 اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي

لم يتمكن الاقتصاديون من حسم اتجاه العلاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي واختلفت الآراء الاقتصادية إزاء ذلك إلى ثلاث اتجاهات رئيسية تتبين كما يلي:

2.7.1 التنمية المالية المؤدية للتنمية الاقتصادية

تقوم هذه الفرضية على أن قيام الجهاز المالي بدور الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والتي تعاني من العجز المالي يؤدي إلى زيادة مجمل الادخارات والاستثمارات، إضافة لتعزيز فعالية هذه الاستثمارات والرفع من انتاجيتها، وبذلك يكون للتطورات المالية الأثر الايجابي على معدل النمو الاقتصادي، وهو ما اصطلح عليه **بفرضية العرض القائد** والذي يشير إلى أن إيجاد المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابق للطلب على هذه الأصول. وعليه فإن التطور في النظام المالي يقود إلى النمو الاقتصادي.

حيث يظهر تأثير النظام المالي من خلال التحسينات النوعية والكمية في الخدمات المالية والتي تنعكس ايجابا على النمو الاقتصادي (Levin, 1997).

ويعتقد (Spellman, 1982) أن وجود نظام مالي متقدم ومصاحب لأدوات مالية وسيطة متطورة، يؤدي إلى آثار مباشرة على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد تنعكس في انتقال منحنى امكانيات الانتاج إلى اليمين بسبب التغير في حجم الموارد الكلية أو التحسن في استغلال تلك الموارد (القدير، 2004م؛ مزاهدية، 2007م).

وأيدت هذا الاتجاه دراسة (Rousseau and Wachtel, 1998) من خلال اختبارهما علاقة القطاع المالي بالنمو الاقتصادي في خمس دول صناعية إبان نهضتها في أوائل القرن المنصرم واتجاه السببية، ومن خلال تقنية تصحيح متجه الخطأ VECMs حيث بينت النتائج وجود دور قيادي لمؤشرات القطاع المالي على النمو الاقتصادي (العمر ووردة، 2007م).

2.7.2 التنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية

يعد الاقتصادي (Robinson, 1952) أول من أشار إلى أن التطور المالي يتبع عادة النمو الاقتصادي، وتقوم هذه الفرضية على أن التوسع الاقتصادي المستمر يتطلب مزيد من الخدمات والأدوات المالية، وهو ما بات يعرف **بفرضية الطلب التابع**.

ويشير هذا المنهج إلى أن التنمية الاقتصادية وما يصاحبها من معدلات عالية من النمو الاقتصادي الحقيقي سوف تخلق طلبا على العديد من الخدمات والأدوات والترتيبات المالية التي سوف تتطلب تطويرا للبنية الأساسية للنظام المالي للدولة بكل مكوناته (الفقي ووفاء، 2007م).

وحسب دراسة (Goldsmith, 1969) فإن المؤشرات المالية تتجه للزيادة مع كل نمو في الدخل والثروة، وقد أيد الاقتصادي Irland هذه الفكرة من خلال استخدام أسلوب دراسة السلاسل الزمنية، حيث توصل إلى أن الطلب على الأصول المالية في الاقتصاد يتغير بتغير معدل النمو الاقتصادي (مزاهدية، 2007م؛ خزان، 2014م).

2.7.3 العلاقة التبادلية/الثنائية بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية

ترتكز وجهة النظر الثالثة على وجود علاقة متبادلة بين تطور القطاع المالي والنمو، فالنمو الاقتصادي يجعل تطور نظام الوساطة المالية مربحا كما أن تأسيس نظام مالي فعال يسمح بنمو اقتصادي سريع. وعليه فكلا منهما يؤثر على الآخر بشكل إيجابي في عملية التنمية (كترة، 2016م).

ويعد الاقتصادي (Patrick, 1966) أول من أشار إلى وجود علاقة سببية ذات اتجاهين بين التطور المالي والنمو الاقتصادي فجمع بين فرضية العرض القائد والطلب التابع، والذي اعتبر فيها أن اتجاه السببية يتبع مرحلة التطور الاقتصادي التي تشهدها الدولة. حيث أن العلاقة السببية تتجه من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي خلال المراحل الأولى من التنمية، في حين أن السببية تتجه من النمو الاقتصادي خلال المراحل المتأخرة من التنمية الاقتصادية (القدير، 2004م).

وتعتبر دراسة (Gupta, 1984) أول دراسة تطبيقية استخدمت المنهجية السببية لجرانجر لتحديد العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في 14 دولة نامية، وكانت النتائج التي توصل إليها متباينة بين الدول المختلفة. فقد وجد دلائل تؤيد أن التطور المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي في ثماني دول، وأن النمو الاقتصادي يؤدي إلى التطور المالي في أربع دول، وأن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه في دولتين فقط.

وقد حاولت بعض الدراسات اختبار سببية العلاقة في بعض الدول النامية سريعة النمو المالي والاقتصادي في شرق وجنوب شرق آسيا والتي تتميز بوجود فروق ملموسة في سرعة النمو ومستواه في القطاعين المالي والحقيقي، وذلك من خلال اجراء اختبارات متعددة على مستوى هذه الدول مجتمعة وعلى مستوى منفرد لمعرفة اتجاه التأثير والسببية بين الوساطة المالية ممثلة بعدد من المؤشرات المالية وبين النمو الاقتصادي، وتوصلت إلى أن اختبارات السببية من الوساطة المالية للنمو الاقتصادي ايجابية

وبمعنوية عالية في أغلب الاختبارات. أما اتجاه السببية المعاكس من النمو الاقتصادي للوساطة المالية فلم يجتز الاختبارات الاحصائية فيما عدا أربع حالات من بين 42 حالة (Alomar, 2002)

وتفاوتت نتائج اختبار جرانجر للسببية في دراسة (Demetriades, Panicos and Hussein, 1996) والتي اختبرت اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والنمو طويل الأجل للناتج القومي في 16 دولة، ففي حوالي نصف الدول هناك إشارة إلى وجود سببية ثنائية، ولكن في عدد من الدول كانت النتائج تشير إلى أن السببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي.

واستخدمت دراسة (Abd Majid, 2007) نموذج ARDL ونموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لمعرفة العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي في أربع دول آسيوية، وتوصل إلى عدم وجود علاقة سببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي في إندونيسيا، ووجد علاقة سببية أحادية الاتجاه من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي في ماليزيا، وعلاقة سببية ثنائية الاتجاه بينهما في تايلند، وعلاقة سببية أحادية الاتجاه من النمو الاقتصادي إلى القطاع المالي في الفلبين.

وخلصت دراسة تطبيقية للباحثين (Liang and Reichert, 2007) إلى أن اتجاه العلاقة السببية بين القطاع المالي والتنمية الاقتصادية يختلف حسب مرحلة التنمية الاقتصادية التي يمر بها البلد، ووجدا أن العلاقة تتجه من التنمية الاقتصادية إلى القطاع المالي في المراحل الأولى من التنمية (فرضية الطلب التابع)، وعندما يحصل النمو فإن اتجاه السببية ينعكس ليأخذ دور (فرضية العرض القائد).

ومن الدراسات التي بحثت العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور القطاع المالي لبلدان منفردة، دراسة (Alkhathlan, 2009) عن المملكة العربية السعودية واستخدمت بيانات سنوية للأعوام 1985-2007م لقياس العلاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي عن طريق اختبار جرانجر للسببية، وبينت النتائج أن جزءً من القطاع المالي وهو النظام المصرفي يسبب النمو، بينما سوق البورصة لا يؤثر في النمو الاقتصادي. كما أن النمو الاقتصادي لا يؤثر في القطاع المالي في السعودية.

وفي دراسة (Hossain and Kamal, 2010) عن بنغلاديش، استخدمت بيانات سنوية للفترة 1976-2008م لفحص العلاقة السببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، ووجدت أن هناك علاقة أحادية الاتجاه بين سوق البورصة والنمو الاقتصادي، وأن التغير في سوق البورصة يسبب التغير في النمو الاقتصادي.

وعليه فإن خلاصة اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي تختلف بين الدول، فيما يرى الباحث أن هذا الاختلاف يرجع إلى عدة أسباب منها: التباين بين الدول في مستوى تطور القطاع المالي

وما يقدمه من أدوات وخدمات مما يمكن مؤسساته على مواكبة المتطلبات المالية للاقتصاد، وكذلك مستوى الأهمية الذي يحتله القطاع المالي إلى جانب القطاعات الانتاجية الأخرى، وطبيعة الدورة الاقتصادية للدول والتي تتراوح بين النشاط والركود.

2.8 تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

يقوم النظام السوقي إلى جانب النظام المصرفي وشركات التأمين وصناديق التقاعد والادخار ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى بوظائف حيوية لحفز النمو الاقتصادي وتوفير احتياجاته التمويلية.

فالدول ذات الأسواق المالية المتطورة غالبا ما يكون مستوى التكوين الرأسمالي فيها مرتفعا وتشمل نسبة نمو عالية وتزود خدمات مالية أفضل لشرائح المجتمع المختلفة وبالتالي تتجه لأن تكون مستقرة من الناحية المالية والاقتصادية (عبادي، 2007م).

إن الاهتمام بتأثير سوق الأوراق المالية جاء نتيجة تظافر عدة عوامل منها (في خزان، 2014م):

1- عجز الدولة عن تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تتطلب في الغالب رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر في خزينة الدولة، الشيء الذي يدفع بالدولة ربما للاقتراض الخارجي وما يترتب عنه من تبعات وأعباء تطال استنزاف موارد الأجيال المستقبلية، أو اللجوء إلى الاقتراض الداخلي سواء من البنك المركزي أو من البنوك التجارية ما يؤدي إلى مزاحمة ومنافسة القطاع الخاص في الحصول على القروض.

2- عدم قدرة البنوك التجارية على توفير التمويل متوسط وطويل الأجل، وهذا الاحجام بسبب مخاطر التضخم والسيولة وقصر أجال مواردها المالية.

3- تسرب كمية كبيرة من المدخرات خارج الدورة الاقتصادية نتيجة زيادة الوعي والثقافة الإسلامية في كثير من الدول الإسلامية وغير الإسلامية بحرمة وخطورة التعامل بالربا، فواكب ذلك البحث عن قنوات بديلة تخلو من المحظورات الشرعية بغية الاستفادة من تلك المدخرات.

4- السماح للأجانب من تملك الأوراق المالية للشركات المحلية بهدف جلب الاستثمار الأجنبي لتمويل التنمية المحلية.

5- قدرة السوق المالية على تنشيط المشاريع الصغيرة والمتوسطة ذات الآفاق المستقبلية الواعدة من خلال إيجاد تمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل المصرفي الذي يتخوف من تمويلها مما يعيق قدرتها على التطور والنمو.

2.8.1 الأهمية الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق المال في الوساطة بين الأطراف التي لديها فوائض مالية (مدخرات) إلى الأطراف المستثمرة التي ينقصها التمويل، وكانت الغاية الأساسية للأسواق المالية هو لإشباع رغبات وحاجات المتعاملين. ومن ثم أضحت ضرورة حتمية استلزمتها المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والمؤسسات والشركات، فهي تعمل على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية (الجواري والراجحي، وكاظم، 2008م).

وتساهم أيضا في جذب فائض رأس المال غير الموظف في الاقتصاد الوطني وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال فعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عملية الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية (سمور، 2007م). بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم والسندات وإعادة بيع كل هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات فضلا عن أنها توفر مداخيل وقنوات سليمة للاستثمار أمام الأفراد ولا سيما صغار المستثمرين(خضر، 2004م).

بالإضافة لجملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق لتحسين أسعار أسهمها بتحقيق معدلات ربحية أعلى من خلال الإدارة الجيدة لمواردها (خضر، 2004م).

ويمكن الإشارة إلى قدرة أسواق الأوراق المالية على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة وذلك من خلال الآتي (في خزان، 2014م):

- تحقيق الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الآجال المختلفة.
- تفعيل أهمية التعامل بالأوراق المالية لدى المجتمع وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد القومي وذلك من خلال المساهمة في رفع الوعي الادخاري والاستثماري لديهم.

- رفع مستويات الانتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية ورفع مستويات التشغيل والتوظيف وبالتالي تحقيق مستوى أفضل للدخول الفردية أو على المستوى القومي.
- تمويل التنمية الاقتصادية وذلك من خلال مساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لأغراض تمويل مشروعات التنمية والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي.

2.8.2 خصائص ومميزات أسواق الأوراق المالية:

ولأسواق الأوراق المالية خصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى يذكر منها (الجمل، 2002م):

- اتسامها بمستوى عالي من التنظيم نظرا لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك معظم البلدان لها إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- توفير المناخ الملائم والمنافسة التامة لتحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- المرونة العالية وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية تميزها عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- توفر البيانات والمعلومات السوقية اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالمجتمع والأفراد.
- القدرة على المساهمة في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- ارتفاع درجة المخاطرة وتدني مستوى السيولة مقارنة بالأسواق النقدية، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيها طويلة الأجل.
- ارتفاع مستوى العائد وهذا ما يدفع المستثمرين في سوق الأوراق المالية بالاهتمام بالدخل (الربح) أكثر من اهتمامهم بتدني مستوى السيولة وارتفاع درجة المخاطرة (بوكساني، 2006م).

2.8.3 وظائف أسواق الأوراق المالية

تتلخص أبرز الوظائف التي تقوم بها سوق الأوراق المالية في النقاط التالية:

أولا/ القيام بتعبئة المدخرات:

تقوم بتوفير الأدوات المالية اللازمة كالأسهم والسندات والودائع وشهادات الادخار والأدوات المالية الأخرى التي يتم تداولها في الأسواق المالية وبالتالي فإنها تزود المدخرات القومية بمنافذ مربحة ذات مخاطر منخفضة (العبادي، 2007م). وتتيح فرصا استثمارية متنوعة أمام المدخرين مما يسهم في تنمية عاداتهم الادخارية.

ثانيا/ تحسين كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية:

تقوم بتجميع وتحليل ونشر المعلومات عن الاستثمارات على نطاق واسع مما يزيد معدل الادخار، ويحسن من كفاءة توزيع الموارد على البدائل الاستثمارية المختلفة (شرف، شعبان، وإسبر، 2009م). وتشجيع المنافسة وتعزيز عملية التخصيص الكفؤ للموارد المالية طويلة الأجل خاصة في مجال الاستثمارات عالية التقنية والتي تحجم المصارف عن تمويلها نظرا لأنها ذات مخاطر عالية (الفقي ووفاء، 2007م). كما أن وجودها يعد مشجعا على تأسيس شركات المساهمة العامة مما يساعد على رفع معدلات التوظيف وخفض معدلات البطالة.

ثالثا/ ممارسة الرقابة على إدارة الشركات:

فهي جهة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة سياسات الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في أروقتها، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة تتحسن أسعار أسهمها في البورصة، أما الشركات التي تتبع إدارتها سياسات غير كفؤة فإنها تنتهي إلى نتائج أعمال غير مرضية وتتجه أسعارها أسهمها في السوق نحو الهبوط (شندي، 2013م).

حيث يتم الافصاح عن آليات الرقابة ووضع الشروط والتعهدات التي تكفل حماية أموال أصحاب الفوائض إضافة إلى وجود جهات رقابية تتابع تنفيذ تلك الآليات والتعهدات، وتضع معايير الإفصاح عن ذلك من خلال وظيفة الرقابة على الاستثمارات فتؤدي إلى تيسير تدفق الأموال إلى الاستثمارات المختلفة وتحسين توزيع الموارد مما يزيد من معدلات النمو الاقتصادي (شرف، شعبان، وإسبر، 2009م).

رابعا/ تنويع المخاطر وتسهيل إدارتها:

حيث تزود الأسواق المالية الأفراد والشركات والحكومات بحماية ضد المخاطر الصحية والحياتية والتأمين على الدخل والاستثمار وذلك من خلال بيع بوليصات التأمين، وكذلك من خلال توزيع الثروة على عدة أدوات استثمارية وعمل المحافظ المالية الاستثمارية، أو من خلال الاستثمار في الأدوات المستقبلية وعقود الخيارات التي تحافظ على المحفظة الاستثمارية من خطر انهيار الأسعار (العبادي، 2007م). ويتأتى تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها، حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة، و يكون التنويع على المستوى الدولي و المحلي، مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر (هولي، 2011م).

خامسا/ تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات:

تساهم سوق الأوراق المالية بتخفيض تكاليف الحصول على المعلومات والبحث عن الصفقات، إضافة إلى كلفة المعاملات المالية المتعلقة بإنجاز الصفقات (حمزة وعبد الحميد، 2012م)، حيث تعد البورصة من أفضل الوسائل للحصول على المعلومات المالية والاقتصادية نظرا لما تشترطه من إفصاح أمام الشركات التي تنضم إليها. كما أن فرص تطور سوق الأوراق المالية واستفادتها من التكنولوجيا سواء في تطوير تقنيات وسائل الاتصال والتواصل أو الأدوات المالية الحديثة تعتبر كبيرة، وذلك من خلال احتكاكها بالبورصات العالمية مما يعود بالنفع على الجهات المتعاملة فيها وكذلك العملية الاقتصادية برمتها.

وقد أشار العديد من الاقتصاديين إلى أن دور البورصة الإيجابي لا يقتصر على الوظائف الخمسة الرئيسية، بل تتعداها لتساهم بمهام وظيفية أخرى نذكر أهمها في النقاط التالية:

1- **خفض حدة التضخم وتصحيح التشوهات السعرية:** إن إقامة سوق للأوراق المالية أو تفعيل دورها يساهم في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وبالتالي تلجيم معدلاتها وذلك من خلال مساهمة هذه السوق في إتاحة السيولة والتمويل طويل الأجل اللازمين لخلق فرص استثمارية جديدة وللتوسع في الاستثمارات القائمة وهو ما يزيد معدلات النمو في العرض الكلي من السلع والخدمات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي) وزيادة قدرته على مواكبة معدلات النمو في الطلب الكلي (الفقي ووفاء، 2007م).

2- **جذب الاستثمارات الأجنبية:** وجود أسواق الأوراق المالية في الدول النامية يعمل على جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية (المباشرة وغير المباشرة) من خلال قناتين: الأولى تتم بصورة مباشرة من خلال

ضخ مزيد من رؤوس الأموال الأجنبية في المساهمة في الاستثمار المباشر في كافة الأنشطة الاقتصادية وعلى الأخص في مجال مشروعات البنية التحتية التي تتميز بكونها مشروعات كثيفة رأس المال والتكنولوجيا وهما العنصران اللذان تفتقر إليهما هذه الدول. والثانية بصورة غير مباشرة من خلال توفير السيولة للشركات الوطنية القائمة للتوسع في حجم أنشطتها وفتح المجال أمام الشركات الأجنبية للدخول في استثمارات مشتركة معها أو تشجيعها للدخول باستثماراتها منفردة نظرا لتأكدها من إمكانية لجوئها إلى أسواق الأوراق المالية لتدبير مزيد من التمويل اللازم للتوسع في استثماراتها في المستقبل أو للتصفية والخروج بأموالها عندما تدعو الحاجة لذلك (الفقي ووفاء، 2007م). وقد يترتب على المساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية نفع كثير كونها تحمل معها الخبرة في مجال الإدارة والتكنولوجيا والتنظيم والتسويق (حمزة وعبد الحميد، 2012م)، وكذلك تقليص الاعتماد على الاقتراض الخارجي وما يحمله من أعباء مديونية تعيق عملية التنمية.

3- **تنفيذ السياسات الحكومية وتحسين وضعها المالي:** حيث أصبحت الأسواق المالية في السنوات الأخيرة المصدر الرئيسي لتنفيذ السياسيات الحكومية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ولتجنب التضخم، وذلك من خلال التحكم في أسعار الفوائد وكمية النقود وكميات الائتمان والنفقات الحكومية التي تؤثر على النشاط الاقتصادي ومن ثم الدخل والعمالة والنمو الاقتصادي. والأسواق المالية هي التي تزود الحكومة بالأدوات اللازمة لعمل سياستها النقدية والمالية وهي التي تساعدها على تنفيذ هذه السياسات وبدونها لا تستطيع الحكومة تنفيذ السياسة النقدية والمالية (العبادي، 2007م؛ هولي، 2011م). وتساهم أسواق الأوراق المالية في تخفيف الضغوط الواقعة على الميزانيات الحكومية وتمكينها من القيام بدورها التنموي. حيث تساهم سوق الأوراق المالية في تنفيذ برامج الخصخصة الحكومية، وبالتالي تولد الايرادات اللازمة لتقليص العجز في ميزانياتها الذي يعمل على تخفيف الضغوط التضخمية (الفقي ووفاء، 2007م).

4- **زيادة درجة سيولة الأوراق المالية وتحقيق سعر توازني لها:** يقصد بالسيولة، القدرة على تحويل الأصول المالية إلى قوة شرائية أو تحويل القوة الشرائية إلى أصول مالية، وذلك لسعر يقترب من القيمة السوقية العادلة، وذلك خلال فترة زمنية وجيزة. فالمشروعات ذات العائد المرتفع والاحتياجات التمويلية طويلة الأجل تتطلب تجميد المدخرات وعوائدها لفترات زمنية طويلة الأجل الذي قد يكون عائقا أمام توفير التمويل اللازم لهذه المشروعات في التوقيت الملائم، ومن ثم فإن توافر الأسواق المالية وتطور أدائها يعد ضروريا لتوفير السيولة لكل من المستثمرين والمدخرين (شرف، شعبان،

وإسبر، 2009م). فالبورصات تساعد المدخرين على تسييل ثروتهم وتحويلها إلى أموال يمكن استثمارها إذا ما كانت السوق كفؤة ومتطورة فيتم تحويل الأدوات المالية إلى نقود بسهولة وبدون خسارة كبيرة فهي تعطي المدخرين دخلا وفي نفس الوقت يستطيعوا استخدامها عند الحاجة إليها من خلال الأسواق المالية (العبادي، 2007م).

وتوصل (Rousseau and Wachtel, 2000) وكذلك (Beck and Levine, 2003) إلى أن إدخال مستوى سيولة أسواق الأوراق المالية والتطور المصرفي في نماذج للانحدار يمكنها من التنبؤ بما ستكون عليه معدلات النمو الاقتصادي. وإن توافر أسواق اوراق مالية نشطة يعني تمتع الأسهم المتداولة فيها بسيولة عالية، وبالتالي تقليل المخاطر وهو ما يشجع أفراد القطاع العائلي ووحدات قطاع الأعمال المحلي والأجنبي على تقديم بعض ما لديهم من فوائض مالية لاستثمارها بأسوق المال في شراء الأوراق المالية (أسهم وسندات) لتحقيق عوائد مناسبة وفى حدود مخاطر مقبولة. وعلى الرغم من وجاهة هذا الرأي، إلا أن هناك رأي آخر يرى عكس ما تقدم بسبب أن السيولة الزائدة لبعض أسواق الأوراق المالية قد تضعف من التزام المتعاملين بهذه الأسواق على الاحتفاظ بأموالهم لفترات طويلة وهو الأمر الذي يمكن أن يترك أثرا سلبيا على عملية التنمية الاقتصادية (الفقي ووفاء، 2007م).

5- **زيادة الائتمان:** توفر الأسواق المالية الائتمان لتمويل الاستهلاك والاستثمار سواء للأفراد أو الشركات التي تستخدم خطوط الائتمان المقدمة لها من قبل البنوك لتمويل احتياجاتها من البضائع أو لتوسيع أعمالها أو لشراء الآلات و المعدات أو لدفع ديونها أو رواتب موظفيها. وكذلك الحال بالنسبة للحكومة فإن الأسواق المالية توفر للحكومة الأموال اللازمة لها لتغطية العجز المؤقت في ميزانيتها ولدفع رواتب موظفيها أو لتغطية نفقاتها الجارية لحين وصول الإيرادات الضريبية لخزانة الدولة. وعليه فإن حجم الائتمان المقدم من خلال الأسواق المالية هذه الأيام كبير جداً ويزداد باستمرار خاصة في الاقتصاديات المتقدمة (العبادي، 2007م).

6- **زيادة الثروة:** تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة أو مخزن للثروة، وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة، وتتسم الأدوات المالية التي توفرها سوق رأس المال مثل السندات والأسهم بأنها لا تتعرض للإهلاك، كما أنها تولد دخلا خلال فترة الاحتفاظ بها، وزيادة قدرة

سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعنيان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار (هولي، 2011م).

2.8.4 كفاءة أسواق الأوراق المالية

يشير مفهوم الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية إلى قدرته على جعل أسعار الأصول المالية تتعدل بشكل سريع وفوري وفقا لمحتوى المعلومات الواردة إلى السوق، دون أن يكون هناك فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة والوصول إلى نتائج بخصوص السعر العادل، أو السعر التوازني للورقة المالية (في مزاهدية، 2007م).

وغالبا ما تتمثل هذه المعلومات في القوائم المالية، أو المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو السجلات التاريخية لأسعار الأسهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة أو الحالة الاقتصادية للمشروع الاستثماري (شاهين، 2012م).

ولتحقيق الكفاءة الكاملة لأسواق الأوراق المالية فإنه ينبغي أن تتوافر الخصائص التالية (شاهين، 2012م):

1. توافر المعلومات: بمعنى أن يتمكن كافة المتعاملين في السوق من الحصول على المعلومات والبيانات حول كميات وأسعار عمليات البيع والشراء السابقة في الوقت المطلوب وبدقة كبيرة. ويترتب على هذا الشرط تماثل توقعات كل المستثمرين، نظرا لتجانس المعلومات المتاحة لهم.
2. توافر السيولة: بمعنى توافر المقدرة على بيع وشراء الأسهم بسرعة وسهولة في السوق بسعر محدد ومعروف، بما يضمن عدم حصول تغيرات كبيرة ومفاجئة في سعر السهم بين عملية وأخرى، باستثناء تلك العمليات التي تحدث بناء على توافر معلومات جديدة هامة ورئيسية.
3. عمق واتساع السوق: بمعنى وجود عدد كبير من البائعين والمشترين المحتملين والراغبين في القيام بالبيع والشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار الجارية في السوق. وكذلك عدد كبير من الشركات المدرجة لتوفير القدرة على الاختيار بين الأسهم.
4. انخفاض تكلفة إجراء المعاملات: كلما كانت تكلفة التعامل منخفضة كان السوق أكثر كفاءة، وتقاس هذه التكلفة بناء على نسبتها إلى قيمة المعاملة نفسها، وهو ما يعرف بالكفاءة الداخلية للسوق.

5. اتصاف المستثمرين بالرشد: أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم من خلال تحليل المعلومات وتكوين التوقعات بشأن المستقبل. وتفضيل المتعاملين لأن تتعدل الأسعار بسرعة بناء على المعلومات الخارجية الجديدة.

وتتحدد مظاهر كفاءة سوق الأوراق المالية في جوانب رئيسية تتمثل فيما يلي (شاهين، 2012م):

أولا/ كفاءة تخصيص الموارد: ويشير إلى ضمان تحقيق السوق للتخصيص الكفؤ للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات العائد الأعلى. بمعنى أن يتم تدفق رأس المال إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المعقولة.

ثانيا/ كفاءة التشغيل: وتعرف بالكفاءة الداخلية، وهي تعبر عن مدى قدرة السوق على خلق حالة من التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المشاركون في السوق تكاليف مرتفعة، وبحيث لا يتمكن أيا من الأفراد أو الجهات (التجار أو المتخصصين أو صناع السوق) من تحقيق هامش ربح أعلى.

ثالثا/ كفاءة المعلومات: وتعرف بكفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية، وهي تعبر عن سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وأن لا يتحمل هؤلاء المتعاملين في السوق تكاليف كبيرة في سبيل الحصول عليها، بحيث أنها تضمن أن يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فكافة المشاركين يمتلكون نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، ويصعب على أي منهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.

ويمكن تقسيم كفاءة سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مستويات وهي(العبادلة، 2013م):

أ- متدنية الكفاءة: وفقا لهذه الصيغة فإنه لا يمكن التنبؤ بعوائد الاستثمار بناء على معلومات تاريخية سابقة عن أسعار الأسهم، وعليه فإن الأسعار تتحرك بشكل عشوائي دون وجود ارتباط بين الأسعار المستقبلية للورقة المالية والأسعار التاريخية لها.

ب-متوسطة الكفاءة: وفقا لهذه الصيغة فإن كافة المعلومات العامة المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم.

ت-عالية الكفاءة: وفقا لهذه الصيغة فإن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بصفة كاملة كل المعلومات أيا كان نوعها عامة أو خاصة، وبالتالي لا يمكن لأي من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية، ويعتبر هذا المستوى مثاليا يصعب تحقيقه.

وعليه فإن سوق الأوراق المالية التي تقترب من مستوى الكفاءة العالية تستطيع القيام بوظائفها المالية بفعالية وكفاءة بما يضمن توجيه المدخرات إلى قطاعات انتاجية تساهم بدورها في رفع حجم النشاط الاقتصادي (كترة، 2016م).

2.9 خلاصة الفصل

توصل الباحث بعد استعراض الأدبيات الاقتصادية التي ناقشت علاقة القطاع المالي بالنمو الاقتصادي إلى وجود علاقة إيجابية مؤثرة بينهما، وخلص إلى أن اتجاه العلاقة يتحدد وفق عوامل مختلفة منها طبيعة الدولة وتطور نظامها المالي ومرحلة النمو الاقتصادي التي تمر بها.

ومن خلال التوضيح النظري للدور الذي تقوم به سوق الأوراق المالية (البورصات) ومعرفة أهمية موقعها في العملية التنموية يمكن التوصل إلى تأثيرها الإيجابي في حفز وتنشيط النمو الاقتصادي، وذلك من خلال عملها على تعبئة المدخرات العاطلة وتوجيهها نحو الاستثمارات الأعلى ربحية وانتاجية وكذلك ما تتميز به البورصات من خصائص مختلفة، مما يسهم في إنشاء الشركات وتطويرها وتحسين أدائها وينعكس ذلك بارتفاع إجمالي الناتج المحلي وزيادة معدلات التشغيل.

وتعد هذه الخلاصة تمهيدا نظريا لمناقشة دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي.

الفصل الثالث

تطور نشاط بورصة فلسطين

الفصل الثالث: تطور نشاط بورصة فلسطين

3.1 المقدمة

تعتبر بورصة فلسطين مكوناً مهماً من مكونات القطاع المالي في فلسطين، حيث يعتمد عليها في حشد المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتوجيهها لأصحاب المشاريع الاستثمارية من ذوي الشركات المساهمة العامة.

وتزايد الاهتمام بدور بورصة فلسطين في الاقتصاد الوطني مع انضمام مجموعة من الشركات الفلسطينية الكبيرة والتي وصل عددها إلى 48 شركة بقيمة سوقية تقارب 3.39 مليار دولار أمريكي نهاية عام 2016م، وارتفاع معدلات نمو مؤشر القدس إلى 530 نقطة خلال العام نفسه رغم الظروف السياسية والاقتصادية غير المستقرة التي مرت بها الأراضي الفلسطينية.

وحققت بورصة فلسطين نجاحات عدة بانضمامها مؤخرا إلى منظومة الاستثمارات العالمية وتواجدها على أهم مؤشرات أسواق المال العالمية، كمؤشرات "فاينانشال تايمز العالمية" بصفتها سوقا مبتدئة، وإطلاق مؤشر خاص بفلسطين ضمن مؤشرات ستاندرد آند بورز وومورغان ستانلي، فضلا عن حصولها على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمي إلى جانب عضويتها في اتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات اليوروآسيوية.

يتناول هذا الفصل تطور نشاط بورصة فلسطين، مسلطاً الضوء على أهم المؤشرات والاحصاءات الرقمية التي تعكس حالة هذه السوق، وتبين في ذات الوقت فعاليتها في دفع عجلة النمو الاقتصادي في فلسطين.

3.2 نشأة بورصة فلسطين

تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو القابضة) حيث قدمت دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية بتاريخ 19 يوليو 1995م، وتم توقيع اتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية الفلسطينية بتاريخ 7 نوفمبر1996م وكان رأس مالها التأسيسي 2 مليون دينار أردني.(موقع بورصة فلسطين، 2017م)

واعتمدت السوق أحدث أنظمة التداول والإيداع الالكترونية لتكون أول سوق مال عربية تنفذ جميع عمليات التداول والتسوية الكترونيا. وبدأ التداول الفعلي بعقد أول جلسة تداول في السوق بتاريخ 18 فبراير 1997م، حيث بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة بالسوق 529 مليون دولار مع إغلاق العام 1997م.

وتم إطلاق مؤشر القدس في الثامن من يوليو 1997م، وأصبحت السوق تخضع لهيئة رقابية مستقلة وهي هيئة سوق رأس المال الفلسطينية حيث باشرت أعمالها اعتبارا من 24 سبتمبر 2005م بمراقبة ومتابعة وتنظيم السوق استنادا إلى قانون هيئة سوق رأس المال رقم (13) لسنة 2004م.

وأخذ أداء بورصة فلسطين في التطور حتى حازت عام 2009م على المرتبة 33 بين الأسواق المالية العالمية والمرتبة الثانية إقليميا من حيث حماية المستثمر.

وفي مطلع فبراير 2010م تحولت السوق من شركة مساهمة خصوصية إلى شركة مساهمة عامة، وفي أيلول 2010م أطلقت السوق هويتها الجديدة لتصبح "بورصة فلسطين".

وتعمل بورصة فلسطين على تنظيم تداول الأوراق المالية لأهم الشركات المساهمة العامة المدرجة فيها والبالغة 48 شركة بقيمة سوقية تقارب 3.4 مليار دولار أمريكي خلال عام 2017م، وتعمل فيها 8 شركات وساطة. كما تشغل بورصة فلسطين مواقع ضمن منظومة الاستثمار العالمية بتواجدها على أهم مؤشرات أسواق المال العالمية، كمؤشرات "فاينانشال تايمز العالمية" بصفتها سوقا مبتدئة، وإطلاق مؤشر خاص بفلسطين ضمن مؤشرات ستاندرد آند بورز وومورغان ستانلي، فضلا عن حصولها على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمي إلى جانب عضويتها في اتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات اليوروآسيوية وغيرها (20 عاما على بدء التداول في بورصة فلسطين، 2017م).

3.3 أهداف بورصة فلسطين

تسعى بورصة فلسطين لتكون نموذجاً للأسواق المالية العربية والاقليمية من خلال التميز في الخدمات المتجددة، والقدرة على خلق الفرص الاستثمارية المثالية في قطاع الأوراق المالية، وجذب الاستثمارات، واستخدام التقنيات الرفيعة، والالتزام بقواعد الحوكمة المؤسسية، ونسج العلاقات البناءة مع الأسواق العربية والإقليمية والعالمية، وتضع على سلم أولوياتها تحقيق الأهداف التالية (موقع بورصة فلسطين، 2017م):

- توفير بيئة تداول آمنة، لخدمة المستثمرين والمحافظة على مصالحهم.

- تنمية الوعي الاستثماري لدى المجتمع المحلي وتعزيز العلاقات مع الهيئات والمؤسسات المالية المحلية والإقليمية والدولية.
- تطوير الاستثمارات المحلية واستقطاب فلسطيني الشتات ورأس المال الأجنبي.
- زيادة عمق البورصة وتوفير خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة.
- خلق بيئة عمل مهنية داخل البورصة بالتركيز على تطوير الكوادر البشرية، ومواكبة آخر تطورات تكنولوجيا الأسواق المالية.

3.4 وظائف بورصة فلسطين

تتمثل الوظيفة الأساسية لبورصة فلسطين في الوساطة بين الأطراف التي يتوافر لديها فائض في المدخرات وتقديمها بشروط ميسرة إلى الجهات التي تعاني من عجز في التمويل مما يحقق منافع لكافة الأطراف، كما تسعى للقيام بالوظائف التالية:

1. وضع السياسات والأنظمة والاجراءات الكفيلة بضمان أعلى درجة من الشفافية.
2. إدراج الشركات في السوق المالي.
3. تأهيل الأعضاء (الوسطاء) من خلال تحديد معايير الخبرة والكفاءة الإدارية والمالية.
4. تنفيذ ومراقبة عمليات التداول والمقاصة والتحويل.
5. توفير البيانات والمعلومات الخاصة بعمل السوق ونشر التقارير والمؤشرات عن عمل السوق ونشاطات التداول في المواعيد والتوقيتات المحددة.
6. إعداد التقارير والنشرات في اللازمة لزيادة الوعي الاستثماري لدى المواطنين وإقامة والمشاركة في الندوات والاجتماعات التي تحقق هذا الغرض.
7. توثيق التواصل مع المستثمرين والرد على استفساراتهم والسماع لهم ومعالجة شكاواهم بكل جدية ونزاهة.
8. استخدام وتشغيل وتحديث الأنظمة الالكترونية المتطورة المشغلة لأعمال السوق.
9. بناء كوادر بشرية كفؤة في السوق من خلال الاستقطاب والتوعية والتدريب.
10. بناء الهوية المؤسسية للسوق والقائمة على الالتزام والاتصالات الفعالة والثقة مع كافة أصحاب المصالح.

11. المحافظة على مصالح المساهمين في السوق من خلال إدارة مالية فعالة.

3.5 الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

تسعى بورصة فلسطين لضم أكبر عدد من شركات المساهمة العامة إلى أروقتها لزيادة نشاط البورصة ودورها في الاقتصاد الوطني، كما أن زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة يمنح المستثمرين خيارات أوسع للاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة مما يساعدهم في التنويع والتقليل من المخاطر، كذلك تحقق المنفعة لشركات المساهمة المدرجة فتسهل عليها الحصول على تمويل لأنشطتها، وتعمل على توسيع دائرة التعريف بها لدى جمهور المستثمرين في داخل فلسطين وخارجها.

وبدأت بورصة فلسطين نشاطها بإدراج 19 شركة نهاية عام 1997م، وتزايد إدراج الشركات إلى أن وصل أقصاه بإدراج 49 شركة من كبرى شركات القطاع الخاص في فلسطين والتي كانت في عامي 2013 و2015م لتكون نسبة الزيادة 157.89% بالمقارنة مع بدء البورصة لنشاطها. وخلال الفترة الممتدة ما بين عامي 1997م و2016م شهدت عمليات الإدراج في بورصة فلسطين محطات هامة كانت أبرزها عام 2006م الذي شهد إدراج 6 شركات، ويعتبر عام 2011م عاما قياسيا في إدراج الشركات حيث تم إدراج 7 شركات جديدة للبورصة خلاله.

جدول (3.1): تطور أعداد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة 1997-2015م

السنة	عدد الشركات	نسبة التغير السنوي	السنة	عدد الشركات	نسبة التغير السنوي
1997	19		2007	35	%6
1998	20	%5.2	2008	37	%5.7
1999	22	%10	2009	39	%5.4
2000	25	%13.6	2010	40	%2.5
2001	25	%0	2011	46	%15
2002	28	%12	2012	48	%4.3
2003	27	%3.5-	2013	49	%2
2004	27	%0	2014	48	%2-
2005	28	%3.7	2015	49	%2
2006	33	%17.8	2016	48	%2-

المصدر: موقع بورصة فلسطين، التقرير السنوي لعام 2016م، 2017م.

ويشير الجدول (3.1) إلى أن عدد الشركات ارتفع من 19 شركة عام 1997م ليصل إلى 35 شركة نهاية عام 2007م، ومن ثم ارتفع ليصل إلى 49 و48 شركة بنهاية عامي 2015م و2016م على التوالي، وهذا يعكس سعي البورصة الدائم نحو تشجيع الشركات على إدراج أسهمها. وتتوزع الشركات ال49 على خمسة قطاعات رئيسية هي قطاع البنوك والخدمات المالية وقطاع التأمين وقطاع الاستثمار وقطاع الصناعة وقطاع الخدمات.

ومن خلال الجدول (3.2) الذي يوضح الشركات المدرجة في بورصة فلسطين موزعة حسب القطاعات نهاية عام 2015م يتبين ما يلي :

1- قطاع التأمين: يندرج تحت هذا القطاع عدد (7) شركات، وبلغ عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع 6.3 مليون سهم بقيمة 3 مليون دولار نهاية عام 2015م. وعقدت شركات القطاع 739 صفقة خلال ذات العام.

2- قطاع الصناعة: يندرج تحت هذا القطاع عدد (13) شركة، وبلغ عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع 4 مليون سهم بقيمة 9.4 مليون دولار نهاية عام 2015م. وعقدت شركات القطاع 1845 صفقة خلال ذات العام. ويحتل المرتبة الأولى من بين القطاعات من حيث عدد الشركات التابعة له إذ تمثل شركاته 26.5% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في البورصة.

3- قطاع الخدمات: يندرج تحت هذا القطاع عدد (12) شركة، وبلغ عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع 20.8 مليون سهم بقيمة 81.2 مليون دولار نهاية عام 2015م. وعقدت شركات القطاع 9394 صفقة خلال ذات العام.

4- قطاع البنوك والخدمات المالية: يندرج تحت هذا القطاع عدد (8) شركة، وبلغ عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع 93.5 مليون سهم بقيمة 170.1 مليون دولار نهاية عام 2015م، وعقدت شركات القطاع 10852 صفقة خلال العام. ويحتل المرتبة الأولى بين القطاعات من حيث عدد وقيمة الأسهم المتداولة وكذلك عدد الصفقات. إذ تمثل أسهمه المتداولة 53.4% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في البورصة، وتمثل قيمة الأسهم المتداولة 48.5% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. وتمثل عدد صفقات هذا القطاع 34.9% من إجمالي صفقات البورصة.

5- قطاع الاستثمار: يندرج تحت هذا القطاع عدد (9) شركات، وبلغ عدد الأسهم المتداولة لهذا القطاع 50.4 مليون سهم بقيمة 56.3 مليون دولار نهاية عام 2015م، وعقدت شركات القطاع 8184 صفقة خلال ذات العام.

جدول(3.2): أعداد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين موزعة حسب القطاعات نهاية عام 2015م

#	القطاع	عدد الشركات	عدد الأسهم المتداولة بالمليون	قيمة الأسهم المتداولة بالمليون ($US)	عدد الصفقات
1	التأمين	7	6.3	3.082	739
2	الصناعة	13	4.048	9.487	1845
3	الخدمات	12	20.833	81.248	9394
4	البنوك والخدمات المالية	8	93.554	170.161	10852
5	الاستثمار	9	50.414	56.38	8184
الإجمالي		49	175.149	320.358	31014

المصدر: التقرير السنوي لبورصة فلسطين، 2015م.

3.6 شركات الوساطة في بورصة فلسطين

تعد شركات الأوراق المالية الأعضاء بالسوق أو ما يطلق عليها اصطلاحاً "شركات الوساطة" إحدى أدوات ووسائل الترويج للاستثمار في قطاع الأورق المالية، ودورها يعد أساسياً في تفعيل النشاط الاستثماري، ويتم التداول في بورصة فلسطين عبر شركات أوراق مالية أعضاء في السوق.

جدول(3.3): شركات الأوراق المالية الأعضاء في بورصة فلسطين (الوسطاء) خلال عام 2015م

اسم شركة الوساطة	تاريخ الانضمام	حصة الشركات من التداول ($US)	النسبة
المتحدة للأوراق المالية	04/02/1997	67,058,810	11.01%
الوطنية للأوراق المالية	26/03/1997	12,404,576	2.04%
العالمية للأوراق المالية	12/11/1997	14,737,288	2.42%
سهم للاستثمار والأوراق المالية	27/06/1999	175,022,503	28.73%
لوتس للاستثمارات المالية	15/05/2005	100,476,476	16.49%
الوساطة للأوراق المالية	23/01/2007	176,349,114	28.95%
العربي جروب للاستثمار	24/12/2009	28,445,418	4.67%
الهدف الأردن فلسطين للأوراق المالية	01/01/2012	34,646,405	5.69%
المجموع		609,140,590	%100

يلاحظ من الجدول (3.3) أن عدد شركات الوساطة بلغ (8) شركات عام 2015م، وأن حصة شركتي الوساطة والسهم من إجمالي التداول كانت الأعلى بين الشركات إذ بلغت 28% ، بينما كانت شركتي الوطنية والعالمية الأقل في حصة التداول خلال 2015م إذ بلغت نسبتهما من إجمالي التداول 2%.

3.7 مؤشر القدس

اعتمدت بورصة فلسطين في تموز من العام 1997 رقماً قياسياً لقياس مستويات أسعار الأسهم وتحديد الاتجاه العام لهذه الأسعار عرف باسم "مؤشر القدس" وقد اعتمدت أسعار إغلاق جلسة تداول 7/7/1997 لأهم عشر شركات كنقطة أساس بحيث حددت قيمة الرقم الأساسي 100 نقطة (موقع بورصة فلسطين، 2017م)

ومع تنامي عدد الشركات المدرجة في العام 2006م، قامت البورصة مع بداية العام 2007م برفع عدد الشركات الداخلة في احتساب مؤشر القدس من 10 شركات إلى 12 شركة تمثل جميع قطاعات العمل في البورصة، لتعكس العينة العدد المتنامي في الشركات المدرجة والتوزيع العادل للشركات داخل العينة. كما شهد العام 2011م تناميا في عدد الشركات المدرجة استدعى رفع عدد شركات العينة الداخلة في حساب المؤشر إلى 15 شركة.

وتم اختيار 15 شركة لتكون عينة مؤشر القدس لعام 2017م كما في الجدول (3.4):

جدول (3.4): عينة الشركات الممثلة لمؤشر القدس خلال العام 2017م

#	اسم الشركة	رمز التداول	القطاع
1	البنك الإسلامي العربي	AIB	البنوك والخدمات المالية
2	بنك فلسطين	BOP	
3	البنك الإسلامي الفلسطيني	ISBK	
4	البنك الوطني	TNB	
5	بنك القدس	QUDS	
6	التأمين الوطنية	NIC	التأمين
7	بيرزيت للأدوية	BPC	الصناعة
8	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	

#	اسم الشركة	رمز التداول	القطاع
9	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	الخدمات
10	الفلسطينية للكهرباء	PEC	
11	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	WATANIYA	
12	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	الاستثمار
13	الشركة العربية الفلسطينية للاستثمار	APIC	
14	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	
15	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	

المصدر: موقع بورصة فلسطين، 2017م.

يحتسب مؤشر القدس رياضياً على أساس حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم الداخلة في عينة المؤشر في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة كنسبة مئوية، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية، وحسب هذه الطريقة فإن المؤشر يتأثر بحركة الأسعار للشركات الداخلة في احتسابه دون أن يكون هناك أي أثر لحجم التداول عليه.

وتعتمد بورصة فلسطين على عدة محددات يتم على أساسها اختيار عينة الشركات الداخلة في احتساب مؤشر القدس.

أولا/ المحددات الرئيسية:

1- القيمة السوقية للأسهم
2- عدد جلسات التداول
3- معدل دوران الأسهم

مع أهمية اعتبار القيمة السوقية وعدد أيام التداول للشركة خلال الفترة كأهم عنصرين في اختيار العينة كونهما الأكثر تأثيراً على حركة المؤشر، وذلك لضمان مؤشر يضم شركات ذات سيولة عالية وتمثيل أكثر الشركات تأثيراً في قيمتها السوقية.

ثانيا/ محددات مرتبطة بنشاط التداول:

1- عدد الأسهم المتداولة

2- قيمة الأسهم المتداولة
3- عدد الصفقات

ثالثا/ محددات أخرى:

1- حالات الاستبعاد: مثل حالات التعثر والشك في استمرارية الشركة والقضايا والقرارات التي تؤثر بشكل سلبي وجوهري على المركز المالي للشركة وموجوداتها الرئيسية، وحالات الاندماج والاستحواذ والوقف عن التداول لفترة طويلة وما شابه.
2- نسبة التداول الحر للشركة.
3- انضواء الشركة في مؤشر أو أكثر من مؤشرات التداول العالمية.
4- انضواء الشركة في السوق الأول أو السوق الثاني.
5- ربحية الشركة.

3.8 تطور أداء بورصة فلسطين في الفترة 1997 وحتى 2016م

يجد المتتبع لنشاط بورصة فلسطين تقدما ملحوظا في أدائها مما أدى إلى ارتفاع مؤشراتها (القيمة السوقية للأسهم، عدد الأسهم المتداولة، قيمة الأسهم المتداولة، ومؤشر القدس، عدد الصفقات). وقد أكسبها هذا التطور أهمية في عملية حشد التمويل اللازم لدفع النشاط الانتاجي للشركات المدرجة فيها والذي قاد إلى تطورها وانعكس ايجابا على نمو الاقتصاد الفلسطيني، وذلك رغم الظروف السياسية والاقتصادية العامة غير المستقرة في الأراضي الفلسطينية والتي يعد الاحتلال الاسرائيلي أبرز عوامل ترديها بمحاولاته إعاقة جهود التنمية الفلسطينية عاملا على تقويض مقومات نجاحها بشتى الوسائل والطرق.

وقد تزامن مع فترة نشاط بورصة فلسطين والتي انطلقت عام 1997م توالي العديد من الأحداث السياسية في الساحة الفلسطينية والتي أرخت بظلالها على الواقع الفلسطيني برمته ولعل أبرزها انتفاضة الأقصى الثانية (2000-2003م)، ثم فرض حصار على قطاع غزة بعد فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية (2006م) والتي تلتها أحداث الانقسام الفلسطيني(2007م)، وكذلك الحروب المتتالية على قطاع غزة (2008م،2012م،2014م).

3.8.1 القيمة السوقية خلال 1997-2016م

يعبر مصطلح القيمة السوقية للسهم عن سعر إغلاق سهم الشركة في نهاية الفترة، وتعتبر القيمة السوقية للشركات معيارا من المعايير الدالة على تطور بورصة فلسطين، إذ يعبر عن قوى العرض والطلب على أسهم هذه الشركات خلال الفترة الزمنية.

ويلاحظ من الجدول (3.5) أن القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة بدأت بوتيرة متصاعدة مع انطلاقة عملها إلا أنها أخذت في التراجع بداية عام 2000م وذلك بسبب أحداث انتفاضة الأقصى وما ترتب عليها من تدمير للمؤسسات الفلسطينية والبنى التحتية فأثرت على النشاط الاقتصادي وأدت لهروب رؤوس الأموال إلى الخارج.

جدول (3.5): القيمة السوقية للشركات المدرجة نهاية الأعوام من (1997-2016م) بالدولار الأمريكي

السنة	القيمة السوقية ($US)	نسبة التغير السنوي	السنة	القيمة السوقية ($US)	نسبة التغير السنوي
1997	510,036,142		2007	2,474,679,018	-9.31%
1998	600,496,739	17.74%	2008	2,123,057,098	-14.21%
1999	735,936,934	22.55%	2009	2,375,366,531	11.88%
2000	768,190,238	4.38%	2010	2,449,901,545	3.14%
2001	727,270,525	-5.33%	2011	2,782,469,900	13.57%
2002	581,826,876	-20.00%	2012	2,859,140,375	2.76%
2003	655,463,931	12.66%	2013	3,247,478,385	13.58%
2004	1,096,525,380	67.29%	2014	3,187,259,624	-1.85%
2005	4,457,227,305	306.49%	2015	3,339,196,379	4.77%
2006	2,728,811,088	-38.78%	2016	3,390,122,335	1.53%

المصدر: النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

وبعد انتهاء الانتفاضة تصاعدت القيمة السوقية لتصل ذروتها 4457 مليون دولار في عام 2005م إبان انسحاب الاحتلال من قطاع غزة واستقرار الوضع الاقتصادي والسياسي والإصلاح المالي الذي بدأ عام 2004م مما أدى إلى دفعة تفاؤل قوية باتجاه الاقتصاد الفلسطيني وحدوث طفرة في المؤشرات

الاقتصادية، ثم ما لبثت إلا أن تراجعت القيمة السوقية مع فوز حركة حماس بالانتخابات التشريعية وفرض الاحتلال حصارا على قطاع غزة وكذلك حدوث تصحيح عكسي لأسعار الأسهم في عام 2006م لتقترب من قيمتها الحقيقية، وفي عام 2009م أخذت البورصة باستعادة وتيرة تقدمها فوصلت القيمة السوقية إلى 2.37 مليار دولار، وتزايدت القيمة السوقية لتصل عام 2015م إلى 3.33 مليار دولار بزيادة سنوية 4.77%، وفي عام 2016م شهدت القيمة السوقية انخفاضا طفيفا بنسبة تغير 1.53% عن العام السابق.

3.8.2 عدد الأسهم المتداولة خلال 1997-2016م

جدول (3.6): عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة 1997-2016م

السنة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير السنوي	السنة	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير السنوي
1997	10,000,526		2007	299,422,814	34.46%
1998	16,746,845	67.46%	2008	339,168,807	13.27%
1999	68,788,626	310.76%	2009	238,877,373	-29.57%
2000	93,190,283	35.47%	2010	230,516,370	-3.50%
2001	33,424,798	-64.13%	2011	184,544,375	-19.94%
2002	18,663,494	-44.16%	2012	147,304,208	-20.18%
2003	40,304,432	115.95%	2013	202,965,939	37.79%
2004	103,642,845	157.15%	2014	181,545,154	-10.55%
2005	369,567,295	256.58%	2015	175,229,463	-3.48%
2006	222,689,351	-39.74%	2016	232,817,327	32.86%

المصدر: النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

كلما زادت أعداد الأسهم المتداولة في السوق ارتفعت سيولته بما يتيح فرصا للمستثمرين للدخول والخروج من هذا السوق متى أرادوا، وبالتالي تخفيض عامل المخاطرة على الاستثمار في السوق المالي، حيث تؤدي السيولة إلى توفير فرص أوسع للشراء والبيع وتزيد من الجاذبية الاستثمارية لسهم ما أو

السوق، وتعمل السيولة على استقرار الأسعار في السوق حيث تؤدي إلى انخفاض التقلبات الحادة في السعر ومن ثم انخفاض حدة التذبذب فيه وهو ما يطلق عليه عمق السوق (الطلاع، 2010م).

يوضح الجدول (3.6) أن التداول في بورصة فلسطين بدأ بما يقارب 10 مليون سهم نهاية العام 1997م وأخذ معدل الأسهم المتداولة في التزايد بسرعة تدريجية حتى وصل إلى ما يقارب 68 مليون سهم، ومع نهاية العام 2000م وعلى امتداد سنوات الانتفاضة بدأ عدد الأسهم المتداولة بالتناقص إلى أن وصل إلى ما يقارب 40 مليون سهم نهاية 2003م، وعقب الانتفاضة وخاصة في عام 2005م شهد عدد الأسهم المتداولة طفرة في الارتفاع إذ وصل عددها إلى ما يقارب 369 مليون سهم، والذي عاد إلى التراجع بفعل الحصار وحركة التصحيح العكسي في عام 2006م. وفي عام 2008م زاد عدد الأسهم المتداولة زيادة ملحوظة فوصل إلى ما يقارب 339 مليون سهم، وفي السنوات التالية أخذت أعداد الأسهم في التذبذب بين الزيادة والنقصان إلى أن وصلت نهاية عام 2015م إلى ما يقارب 175 مليون سهم، وشهدت تحسنا ملحوظا خلال عام 2016م إذ وصلت إلى ما يقارب 232 مليون سهم بنسبة زيادة 32.86% عن العام السابق.

3.8.3 قيمة الأسهم المتداولة خلال 1997-2016م

يعكس هذا المؤشر قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق خلال فترة معينة، كما يحدد درجة نشاط التداول في البورصة أي قدرتها على توفير السيولة النقدية للمستثمرين (الطلاع، 2010م).

يوضح الجدول (3.7) التغيرات التي طرأت على القيمة الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين إذ بلغت قيمتها ما يقارب 25 مليون دولار نهاية 1997م وأخذت القيمة في التزايد حتى نهاية عام 2000م، وخلال سنوات الانتفاضة تناقصت لتصل إلى ما يقارب 58 مليون دولار نهاية 2003م، واستعادت القيمة السوقية الصعود خلال عام 2004م ووصلت إلى ذروتها مستفيدة من الاصلاح المالي وموجة التفاؤل الاقتصادي وإنشاء هيئة سوق رأس المال فكانت القيمة السوقية 2.09 مليار دولار نهاية 2005م، ومع فرض الحصار على قطاع غزة وكذلك استعادة الأسهم لقيمتها الحقيقية تراجعت القيمة السوقية للأسهم فبلغت ما يقارب 273 مليون دولار نهاية عام 2012م، ثم أخذت في التحسن بصورة طفيفة خلال السنوات الأخيرة لتصل إلى 320 مليون دولار نهاية عام 2015م، وخلال عام 2016م ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة إلى ما يقارب 445 مليون دولار مما يعكس قدرة السوق على التعافي والنمو في ظل توافر ظروف سياسية واقتصادية مستقرة.

جدول (3.7): قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة 1997-2016م

السنة	قيمة الأسهم المتداولة ($US)	نسبة التغير السنوي	السنة	قيمة الأسهم المتداولة ($US)	نسبة التغير السنوي
1997	25,181,030		2007	813,469,090	-23.79%
1998	68,531,587	172.16%	2008	1,185,204,211	45.70%
1999	150,092,262	119.01%	2009	500,393,398	-57.78%
2000	188,964,084	25.90%	2010	451,208,529	-9.83%
2001	74,496,050	-60.58%	2011	365,648,216	-18.96%
2002	45,081,693	-39.48%	2012	273,440,441	-25.22%
2003	58,280,758	29.28%	2013	340,774,269	24.62%
2004	200,556,709	244.12%	2014	353,917,125	3.86%
2005	2,096,178,223	945.18%	2015	320,388,213	-9.47%
2006	1,067,367,951	-49.08%	2016	445,152,368	38.94%

المصدر: النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

3.8.4 تطور قيمة مؤشر القدس خلال 1997-2016م

يعطي مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه الأسعار في السوق، حيث يمثل المقياس الذي نتعرف من خلاله على نبض السوق لتحديد اتجاه قوى العرض والطلب، والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المتداولة في السوق.

يلاحظ من الجدول (3.8) أن مؤشر القدس أخذ الاتجاه التصاعدي فارتفع نهاية عام 1997م إلى 139.13 نقطة وواصل ارتفاعه ليبلغ 207.62 نقطة قبل بدء انتفاضة الأقصى والتي أعقبها تراجع في مؤشر القدس خلال (2000-2003م)، ومع انتهاء الانتفاضة بدأ التعافي يعود إلى مؤشر القدس فوصل إلى أعلى قيمة إغلاق سنوية في تاريخه وهي 1128.59 نقطة عام 2005م.

وخلال السنوات (2008–2012م) بلغ متوسط مؤشر القدس 475.75 نقطة، وواصل ارتفاعه تدريجيا في السنوات التالية ليصل إلى 532.73، 530.16 نقطة في الإغلاق السنوي لعامي 2015م، 2016م على التوالي.

جدول (3.8): مؤشر القدس خلال الفترة 1997–2016م

السنة	مؤشر القدس	نسبة التغير السنوي	السنة	مؤشر القدس	نسبة التغير السنوي
1997	139.13		2007	527.26	-12.85%
1998	154.98	11.39%	2008	441.66	-16.23%
1999	236.76	52.77%	2009	493	11.62%
2000	207.62	-12.31%	2010	489.6	-0.69%
2001	195	-6.08%	2011	476.93	-2.59%
2002	151.16	-22.48%	2012	477.59	0.14%
2003	179.81	18.95%	2013	541.45	13.37%
2004	277.56	54.36%	2014	511.77	-5.48%
2005	1128.59	306.61%	2015	532.73	4.10%
2006	605	-46.39%	2016	530.16	-0.48%

المصدر: النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94–117)، الفترة من (كانون ثاني2015–كانون أول2016م)

3.8.5 عدد الصفقات خلال 1997–2016م

يوضح الجدول (3.9) أن عدد الصفقات تزايد من 1957 إلى 20143 صفقة خلال الفترة 1997 إلى 2000م، ومع بدء انتفاضة الأقصى تراجعت اعداد الصفقات لتصل إلى 10552 صفقة خلال 2003م، وبدأت في التحسن خلال السنوات اللاحقة إلى أن وصلت ذروتها ببلوغ 166807 صفقة في عام 2005م، ثم ما لبثت أن عادت إلى الانخفاض والتي زادت حدته خلال عام 2009م بتراجع وصل 41% عن عام 2008م، وخلال سنوات (2011–2016م) بقيت عدد الصفقات في مستوى متقارب بلغ فيه متوسط عدد الصفقات 49250 صفقة.

جدول (3.9): عدد الصفقات خلال الفترة 1997-2016م

السنة	عدد الصفقات	نسبة التغير السنوي	السنة	عدد الصفقات	نسبة التغير السنوي
1997	1,957		2007	157,300	4.45%
1998	7,639	290.34%	2008	152,319	-3.17%
1999	10,625	39.09%	2009	88,838	-41.68%
2000	20,143	89.58%	2010	82,625	-6.99%
2001	8,205	-59.27%	2011	61,928	-25.05%
2002	4,579	-44.19%	2012	41,442	-33.08%
2003	10,552	130.44%	2013	44,425	7.20%
2004	27,296	158.68%	2014	41,257	-7.13%
2005	166,807	511.10%	2015	31,014	-24.83%
2006	150,592	-9.72%	2016	34,010	9.66%

المصدر: النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

3.9 مؤشرات بورصة فلسطين للأوراق المالية

لتحديد مدى تطور سوق الأوراق المالية ودرجة تأثيرها على الأداء الاقتصادي لأي مجتمع قام الاقتصاديون بتكوين مجموعة من المؤشرات أطلق عليها مؤشرات تطور كفاءة أسواق رأس المال، بحيث تساعد على فهم العلاقة بين تطور سوق الأوراق المالية وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي. تساعد رجال المال والأعمال وصناع القرار بإجراء المقارنات بين الأسواق المالية المختلفة، وبالتالي ترتيبها حسب درجة تطورها وقدرتها على جذب الاستثمارات وتخصيصها على نحو كفؤ (في مزاهدية، 2015م).

أولا/ مؤشرات حجم السوق

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، فكلما اتسع حجمها كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها. ويقاس حجم السوق بمؤشرين هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق.

جدول (3.10): معدل رسملة بورصة فلسطين خلال الفترة 1997-2016م (لأقرب مليون دولار)

السنة	القيمة السوقية*	الناتج المحلي الإجمالي**	معدل الرسملة %	السنة	القيمة السوقية*	الناتج المحلي الإجمالي**	معدل الرسملة %
1997	510	3,759.8	13.57	2007	2,475	5,505.8	44.95
1998	600	4,067.8	14.76	2008	2,123	6,673.5	31.81
1999	736	4,271.2	17.23	2009	2,375	7,268.2	32.68
2000	768	4,313.6	17.81	2010	2,450	8,913.1	27.49
2001	727	4,003.7	18.16	2011	2,782	10,465.4	26.59
2002	582	3,555.8	16.36	2012	2,859	11,279.4	25.35
2003	655	3,968.0	16.52	2013	3,247	12,476.0	26.03
2004	1,097	4,329.2	25.33	2014	3,187	12,715.6	25.07
2005	4,457	4,831.8	92.25	2015	3,339	12,673.0	26.35
2006	2,729	4,910.1	55.58	2016	3,390	13,397.1	25.30

المصدر: (*) النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

(**) الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، احصاءات الحسابات القومية (1994-2016)، 2017م.

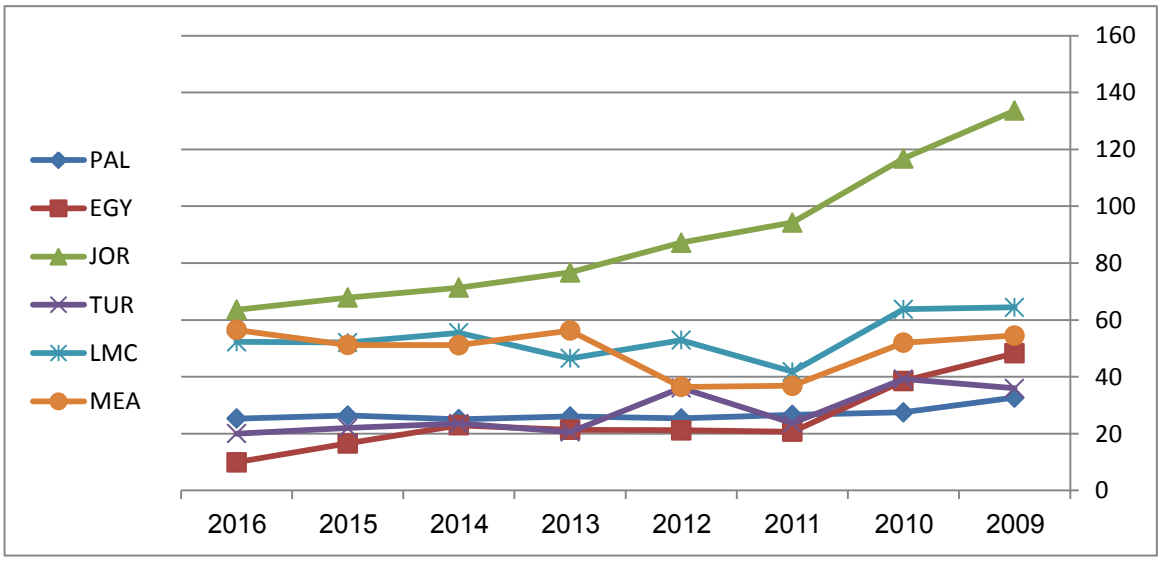
ويعتبر معدل رسملة السوق أحد المؤشرات المهمة التي يعتمد عليها البنك الدولي في قياس العمق المالي للأنظمة المالية (كترة، 2016م)، ويتم احتساب معدل رسملة السوق لبورصة ما في بلد معين بنسبة رأس مالها السوقي _والذي يمثل القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المقيدة في البورصة_ إلى الناتج المحلي الإجمالي لهذا البلد في سنة محددة، وذلك على النحو الذي توضحه المعادلة أدناه.

معدل رسملة البورصة (%) = (القيمة السوقية للأسهم المدرجة/ الناتج المحلي الإجمالي)* 100

ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مساهمة سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار وتوسيع القاعدة الاستثمارية، بما يسمح بتنويع المخاطر وتحسين معدلات النمو الاقتصادي.

ويوضح الجدول (3.10) نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة فلسطين من إجمالي الناتج المحلي والتي ارتفعت خلال السنوات الأولى من نشاط البورصة فوصلت من 13.57% عام 1997م إلى 18.16% نهاية 2001م، وتراجع معدل الرسملة خلال سنوات انتفاضة الأقصى ليصل نهاية 2003م إلى 16.52%، ثم أخذ معدل الرسملة في الارتفاع مع حالة التفاؤل تجاه الاقتصاد الفلسطيني إبان انسحاب الاحتلال الاسرائيلي من قطاع غزة وبفعل الإصلاحات المالية والقانونية عام 2004م فوصل معدل الرسملة إلى ذروته عام 2005م ليبلغ 92.25%.

ومع فرض الحصار على قطاع غزة وحركة التصحيح لأسعار الأسهم أخذ معدل الرسملة بالتراجع تدريجيا خلال الأعوام (2006-2009م)، ومن الملاحظ أن معدل الرسملة شهد استقرارا خلال السنوات الأخيرة (2010-2016م) وبلغ نهاية عام 2016م نسبة 25.30%.



شكل (3.1) مقارنة معدل الرسملة لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة

المصدر: (*) النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

(**) موقع البنك الدولي، 2017م.

وبمقارنة معدل الرسملة لبورصة فلسطين خلال السنوات (2009-2016م) مع بعض الدول المجاورة كمصر والأردن وتركيا كما في الشكل (3.1) نجد أن متوسط معدل الرسملة لبورصة فلسطين خلال الفترة 26.85% مقارب لمتوسط معدل الرسملة لبورصتي مصر وتركيا والذي بلغ 24.9% ، 27.6% لكل

منهما على التوالي، بينما لوحظ ارتفاع معدل الرسملة لبورصة عمان (الأردن) خلال الفترة حيث بلغ متوسطه 88.9%.

بينما بلغ متوسط معدل الرسملة لبورصات الشريحة الدنيا من الدول متوسطة الدخل (LMC) _ التي تندرج فلسطين ضمنها_ خلال ذات الفترة 53.63% ولبورصات مجموع بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MEA) 49.63%.

ثانيا/ مؤشرات سيولة السوق

تعد السيولة من المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية وقدرتها على اتاحة الفرصة للمستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة المدى (في مزاهدية، 2015م). وهذا الأمر من شأنه أن ينعكس إيجابا على كفاءة تخصيص الموارد المالية وعلى معدلات النمو الاقتصادي.

وتقاس سيولة البورصة بمؤشرين هما: معدل التداول ومعدل الدوران.

أ- معدل التداول (TVGDP)

يعبر معدل التداول عن نسبة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى الناتج المحلي للفترة ذاتها.

ويعكس هذا المؤشر دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، ويقوم الاقتصاديون بالربط بين مؤشر حجم السوق ومعدل التداول، لوجود احتمال أن تكون السوق واسعة قياسا بمعدل الرسملة أو قياسا بعدد الشركات المدرجة، إلا أنها قد تكون مع ذلك غير نشطة من منظور معدل التداول وذلك بسبب تدني قيمته.

يبين الجدول (3.11) تطور معدل التداول لبورصة فلسطين معبرا عن قيمة الأسهم المتداولة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي. وأخذ معدل التداول بالارتفاع مع بداية نشاط بورصة فلسطين فبلغ 4.38% عام 2000م، ومع اندلاع أحداث انتفاضة الأقصى تراجع المعدل إلى 1.47% في عام 2003م.

وعقب الانسحاب الاسرائيلي من قطاع غزة وموجة التفاؤل التي رافقت تحسن أداء الاقتصاد الفلسطيني بالتزامن مع عملية الاصلاح القانوني والمالي عام 2004م بلغ معدل التداول أقصى درجاته 43.38% عام 2005م.

ثم أخذ معدل التداول بالتراجع مع فرض الحصار على قطاع غزة ليصل إلى 5.06% عام 2010م. وشهدت السنوات الأخيرة (2011–2016م) ثباتا في معدل التداول إذ بلغ متوسط قيم الفترة 2.8%.

جدول (3.11): معدل التداول في بورصة فلسطين خلال الفترة 1997–2016م

لأقرب مليون دولار أمريكي

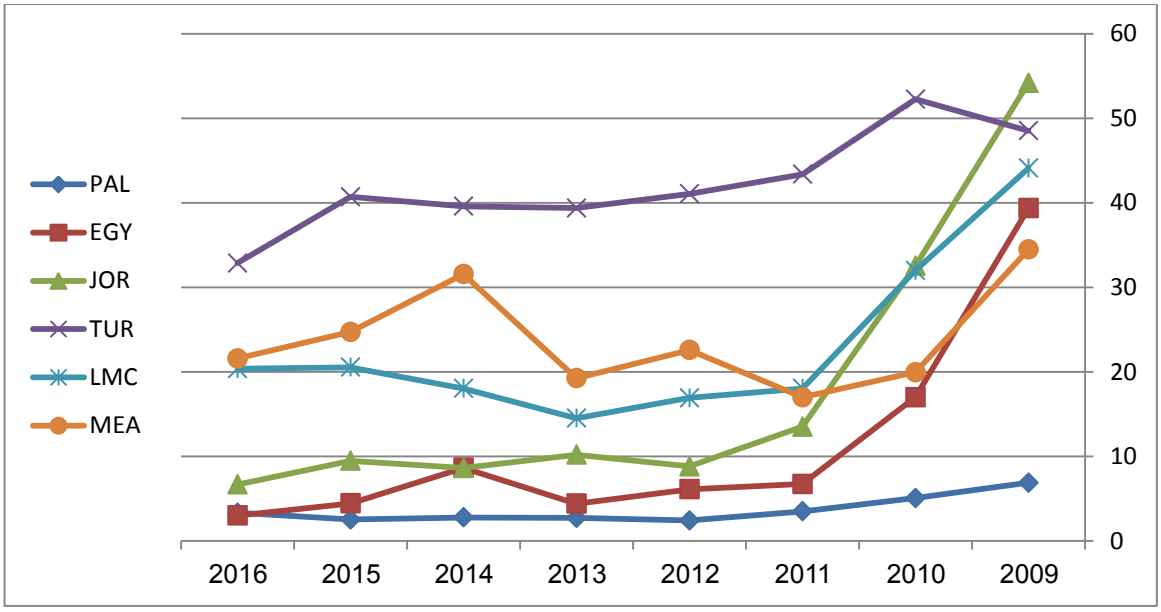
السنة	قيمة الأسهم المتداولة*	الناتج المحلي الإجمالي**	معدل التداول %	السنة	قيمة الأسهم المتداولة*	الناتج المحلي الإجمالي**	معدل التداول %
1997	25.18	3,759.8	0.67	2007	813.47	5,505.8	14.77
1998	68.53	4,067.8	1.68	2008	1185.20	6,673.5	17.76
1999	150.09	4,271.2	3.51	2009	500.39	7,268.2	6.88
2000	188.96	4,313.6	4.38	2010	451.21	8,913.1	5.06
2001	74.50	4,003.7	1.86	2011	365.65	10,465.4	3.49
2002	45.08	3,555.8	1.27	2012	273.44	11,279.4	2.42
2003	58.28	3,968.0	1.47	2013	340.77	12,476.0	2.73
2004	200.56	4,329.2	4.63	2014	353.92	12,715.6	2.78
2005	2096.18	4,831.8	43.38	2015	320.39	12,673.0	2.53
2006	1067.37	4,910.1	21.74	2016	445.152	13,397.1	3.32

المصدر: (*) النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94–117)، الفترة من (كانون ثاني2015–كانون أول2016م)

(**) الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، احصاءات الحسابات القومية (1994–2016)، 2017م.

ويوضح الشكل (3.2) تدني معدل التداول لبورصة فلسطين مقارنة ببعض الدول المجاورة كبورصة مصر والأردن وتركيا إذ بلغ متوسطه 3.65% خلال السنوات (2009–2016م) بينما كان متوسطه 11.21% و 18.01% و 42.21% لكل من بورصة مصر والأردن وتركيا على التوالي.

وكذلك يلاحظ ضعف مؤشر معدل التداول لبورصة فلسطين خلال السنوات (2009–2016م) بالمقارنة مع مجموع بورصات الشريحة الدنيا للدول متوسط الدخل (LMC) ومجموع بورصات دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MEA) كما هو مبين في الشكل.



شكل (3.2) مقارنة معدل التداول لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة

المصدر: (*) النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

(**) موقع البنك الدولي، 2017م.

ب- معدل الدوران (TVMC)

يمكن تعريف معدل الدوران بأنه إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة في فترة زمنية معينة مقسوما على إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية في نفس الفترة.

ويعكس معدل الدوران درجة النشاط في البورصة وانخفاض تكاليف المعاملات وسرعة التداول ودرجة الإقبال على أسهم الشركات المدرجة، مع الأخذ بالحسبان أن ارتفاع قيمة معدل الدوران قد يكون بسبب ارتفاع عمليات المضاربة وليس انعكاسا للنشاط الاستثماري في البورصة (العبادلة، 2013م)، لا سيما في الأسواق التي تعاني من عدم الكفاءة في تسعير الأصول الرأسمالية (في مزاهدية، 2015م).

من خلال الجدول (3.12) يتضح أن معدل الدوران تزايد بشكل تدريجي في السنوات الأولى لنشاط بورصة فلسطين فبلغ 24.60% عام 2000م، وسرعان ما تناقص المعدل مع بدء انتفاضة الأقصى الثانية ليصل إلى 8.90% نهاية عام 2003م، ومع الانسحاب الاسرائيلي من قطاع غزة وموجة التفاؤل التي صحبت الاصلاحات المالية والقانونية عام 2004م وصل معدل الدوران إلى ذروته التاريخية بنسبة 47.03% عام 2005م، ثم أخذ المعدل في التراجع مع تزايد حدة الحصار المفروض على قطاع غزة

وكذلك الحركة التصحيحية لأسعار الأسهم والتي اقتربت فيها الأسهم من قيمتها الحقيقية فبلغ 13.14% عام 2011م.

وخلال السنوات الأخيرة (2012-2015م) بقي معدل التداول في مستويات متقاربة حول 10%، وارتفع معدل الدوران إلى 13.13% نهاية عام 2016م.

جدول (3.12): معدل الدوران في بورصة فلسطين خلال الفترة 1997-2016م

لأقرب مليون دولار أمريكي

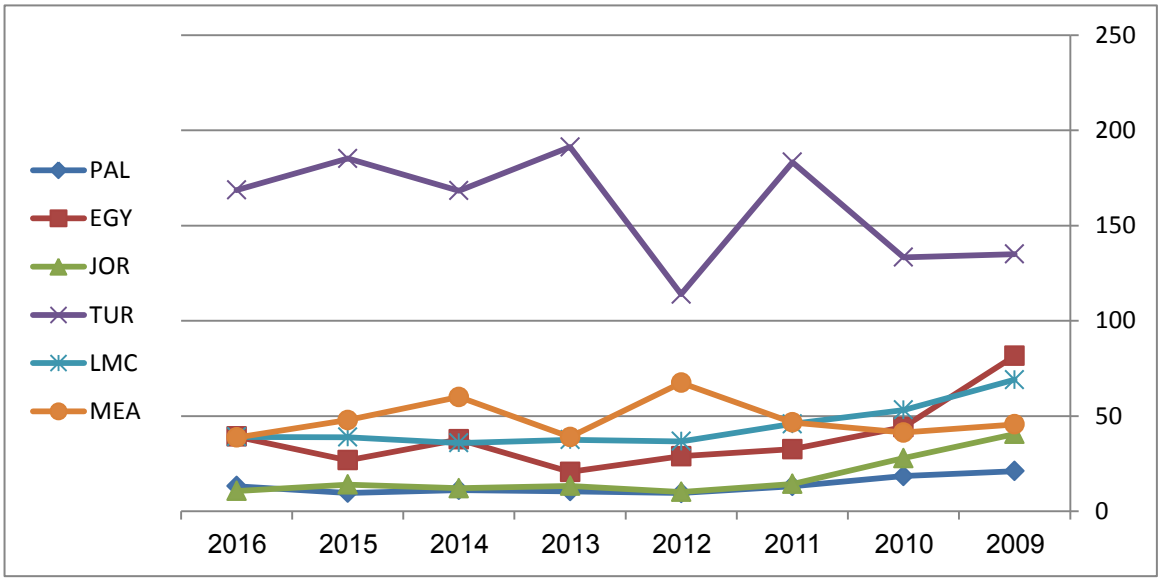
السنة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للأسهم	معدل الدوران %	السنة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للأسهم	معدل الدوران %
1997	25.18	510	4.94	2007	813.47	2,475	32.87
1998	68.53	600	11.42	2008	1,185.20	2,123	55.83
1999	150.09	736	20.39	2009	500.39	2,375	21.07
2000	188.96	768	24.60	2010	451.21	2,450	18.42
2001	74.50	727	10.25	2011	365.65	2,782	13.14
2002	45.08	582	7.75	2012	273.44	2,859	9.56
2003	58.28	655	8.90	2013	340.77	3,247	10.49
2004	200.56	1,097	18.28	2014	353.92	3,187	11.11
2005	2,096.18	4,457	47.03	2015	320.39	3,339	9.60
2006	1,067.37	2,729	39.11	2016	445.15	3,390	13.13

المصدر: النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

ومن خلال الشكل (3.3) يتبين تدني قيم معدل الدوران لبورصة فلسطين بالمقارنة مع بعض الدول المجاورة كبورصة مصر والأردن وتركيا إذ بلغ متوسطه 13.31% لبورصة فلسطين خلال السنوات (2009-2016م) بينما كان متوسط معدل الدوران لبورصتي مصر وعمان (الأردن) 38.93%

و17.86% على التوالي، وأظهرت البيانات ارتفاع معدل الدوران لبورصة تركيا إذ بلغ متوسطه 159.82% خلال نفس الفترة.

بينما كان متوسط معدل الدوران لمجموع بورصات الشريحة الدنيا للدول متوسطة الدخل (LMC) 44.5%، ولمجموع بورصات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MEA) 48.31%.



شكل (3.3) مقارنة معدل الدوران لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة

المصدر: (*) النشرة الاحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني2015-كانون أول2016م)

(**) موقع البنك الدولي، 2017م.

3.10 خلاصة الفصل

يتضح من خلال تتبع المؤشرات الدالة على نشاط بورصة فلسطين إلى أنها تؤدي دورا مهما في الاقتصاد الفلسطيني لا سيما في تجميع المدخرات العاطلة وتوجيهها نحو استثمارات فاعلة.

فعلى الرغم من الظروف السياسية والاقتصادية التي مرت بها الأراضي الفلسطينية بفعل الاحتلال الاسرائيلي والانقسام الفلسطيني تمكنت بورصة فلسطين من تجاوز هذه العقبات بتحقيق نجاحات متكررة في ميادين عدة انعكست بالإيجاب على مؤشراتها المالية والاقتصادية.

ويعد هذا الفصل حول تطور نشاط بورصة فلسطين للأوراق المالية مقدمة مهمة للدراسة العملية القياسية حول دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي.

الفصل الرابع

التحليل القياسي لدور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي

الفصل الرابع: التحليل القياسي لدور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي

4.1 المقدمة

يتناول هذا الفصل دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي باستخدام الأساليب الاحصائية الحديثة معتمدا على طرق الاقتصاد القياسي في تقدير معادلة نموذج الانحدار للوصول إلى طبيعة العلاقة التي تربط بورصة فلسطين للأوراق المالية بالنمو الاقتصادي، وكذلك فحص العلاقة السببية بين متغيرات بورصة فلسطين ومتغير النمو الاقتصادي الخاص بالدراسة.

ويعرض هذا الفصل متغيرات الدراسة والتي كانت عبارة عن سلسلة زمنية سنوية تبدأ من عام 1997م وتنتهي عام 2015م وآلية الحصول على البيانات المستخدمة في تقدير المتغيرات، ويتناول الإطار القياسي والأساليب الاحصائية المستخدمة في تحليل البيانات وتقدير معادلة الدراسة.

ثم يستعرض الفصل نتائج تحليل السلاسل الزمنية ودلالات الاختبارات القياسية الخاصة بها كاختبارات جذر الوحدة واختبارات التكامل المشترك وصولا إلى تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ، وتقدير العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة.

ويوضح الفصل السلوك الحركي للنموذج مقدرا طبيعة التغيرات الممكن حدوثها نتيجة التغيرات في المتغيرات المدرجة في النموذج القياسي وذلك من خلال تحليل مكونات التباين واستخدام دالة الاستجابة الفورية.

4.2 منهجية الدراسة

وتعتمد الدراسة على **منهج التحليل القياسي** بالرجوع إلى بيانات ثانوية من المصادر ذات العلاقة (بورصة فلسطين والجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني والمصادر الأخرى) للحصول على سلسلة زمنية عن متغيرات الدراسة خلال الفترة 1997-2015م وبناء نموذج قياسي عبر الزمن للمتغيرات على شكل معادلة خط انحدار متعدد ومعالجة السلسلة الزمنية وفق قواعد واختبارات الاقتصاد القياسي المطلوبة لهذه المعادلات، وكذلك دراسة اتجاه العلاقة السببية بين نشاط بورصة فلسطين والنمو الاقتصادي في فلسطين.

4.3 متغيرات وبيانات الدراسة

اعتمدت الدراسة في تحليلها على مؤشرات تدل على تطور البورصات كمتغيرات مستقلة يمكن أن تؤثر في النمو الاقتصادي، وكما هو معتمد في الدراسات السابقة التي عنيت ببحث دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي استخدمت الدراسة مؤشر معدل الرسملة السوقية (MCGDP) ليعبر عن حجم السوق، ومؤشري معدل التداول (TVGDP) ومعدل الدوران (TVMC) ليعبرا عن سيولة سوق الأوراق المالية، واستعملت متغير نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (PCAPITA) كمؤشر على النمو الاقتصادي.

وقد تم احتساب المتغيرات المستقلة كما يلي:

1- معدل الرسملة السوقية%= (إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي)*100

2- معدل التداول%= (إجمالي قيمة الأوراق المتداولة/ الناتج المحلي الإجمالي)*100

3- معدل الدوران%= (إجمالي قيمة الأوراق المتداولة/ إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية)*100

واستند الباحث في جمعه للبيانات على الموقع الالكتروني "بورصة فلسطين للأوراق المالية" والنشرات الشهرية الصادرة عنها، والمعروفة بالنشرة الإحصائية الشهرية (تداول)، وكذلك التقارير السنوية من أجل حساب المتغيرات المستقلة خلال سنوات الدراسة.

وفي سبيل الحصول على بيانات عن المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي) بالأسعار الثابتة) لجأ الباحث إلى الموقع الالكتروني للجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني بند الحسابات القومية، ومن خلاله حصل أيضا على بيانات حول متغير الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية والذي يدخل في حساب المتغيرات المستقلة.

وجاءت البيانات عبارة عن سلسلة زمنية سنوية بدأت من عام 1997م وحتى عام 2015م بواقع (19) مشاهدة.

4.4 صياغة النموذج القياسي

النموذج المستخدم في الدراسة هو نموذج الانحدار الخطي المتعدد للسلاسل الزمنية قيد الدراسة وقد اشتمل على مجموعة المؤشرات الاقتصادية التي ركزت عليها الدراسة لمعرفة دور بورصة فلسطين للأوراق المالية في النمو الاقتصادي، وتمت صياغة النموذج بشكل مبدئي على النحو التالي:

$$PCAPITA_t = F(MCGDP_t + TVMC_t + TVGDP_t)$$

$PCAPITA_t$: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

$MCGDP_t$: معدل الرسملة السوقية

$TVMC_t$: معدل الدوران

$TVGDP_t$: معدل التداول

4.5 الإطار القياسي للدراسة والأساليب الاحصائية

لتحليل البيانات وتحديد طبيعة العلاقة واتجاه السببية بين تطور بورصة فلسطين والنمو الاقتصادي تم استخدام الأساليب والاختبارات المتبعة في الاقتصاد القياسي وتطبيقها، والتي تتلاءم مع أهداف الدراسة، وفيما يلي إطار نظري للنماذج والأساليب المستخدمة في الدراسة:

4.5.1 الصيغة اللوغاريتمية (log)

تعتبر الصيغة اللوغاريتمية ذات أهمية عالية في تقدير النماذج القياسية وذلك لأنها تعطي المرونات طويلة الأجل للمتغيرات الاقتصادية المستقلة في تأثيرها على المتغير التابع، بالإضافة إلى أنها تقلل من تشتت البيانات، لذلك تم أخذ اللوغاريتم الطبيعي لجميع متغيرات النموذج، وبذلك تصبح الصيغة النهائية للنموذج المراد تقديرها على النحو التالي:

$$LPCAPITA_t = B_0 + B_1\ LMCGDP_t + B_2\ LTVGDP_t + B_3\ LTVMC_t + E_t$$

حيث:

B_0: الحد الثابت في النموذج القياسي

B_1, B_2, B_3: معاملات الانحدار المقدرة (المرونات) بافتراض أن B_1, B_2, B_3 > صفر

4.5.2 اختبار جذر الوحدة

التحقق من سكون السلاسل الزمنية من أهم الشروط المطلوبة قبل الخوض في تحليلها ونمذجتها، وذلك بغرض فحص درجة تكامل كل سلسلة زمنية من السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، حيث إن إخضاع المتغيرات المستخدمة في أي دراسة تحليلية لاختبارات السكون وخاصة تلك التي تتناول الجوانب الاقتصادية من الشروط الأساسية لتحليل هذه المتغيرات (المدهون، 2016م)، إذ يلاحظ وجود اتجاهات عشوائية تجعل السلاسل الزمنية غير ساكنة (الصفاوي، يحيى، 2008م)، وفي حال غياب صفة السكون فإن الانحدار الذي نحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا ما يكون زائفا (عطية،2005م).

ويتبين أن السلاسل الزمنية ساكنة عند مستوها أو بعد إجراء الفروق لها من خلال اختبار جذر الوحدة للسلسلة الزمنية (المدهون، 2016م).

وإحصائيا هناك العديد من الاختبارات التي تستخدم للتحقق من سكون السلاسل الزمنية ومن أشهر هذه الاختبارات اختبار ديكي فولار الموسع ADF (Augmented Dickey–Fuller Test)، واختبار فيلبس بيرون PP (Phillips Perron) .

وفي كلا الاختبارين يتم اختبار فرضية وجود جذر وحدة للسلسلة الزمنية (H_o :B1= 1) والتي تعني أن مستوى السلسلة غير ساكن أي تحتوي على جذر وحدة، فإذا كانت القيمة الاحتمالية (P–Value) أصغر من أو تساوي 5% فإننا نرفض فرضية العدم H_o ونقبل الفرضية البديلة H_1 مما يدل على معنوية المعلمة إحصائيا وعدم وجود جذر الوحدة، أي أن السلسلة الزمنية للمتغير المدروس ساكنة. والعكس صحيح إذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من 5% فإننا لا نرفض فرضية العدم ويمكن القول أن السلسلة الزمنية غير ساكنة وبالتالي نقوم باختبار السكون عند الفرق الأول للسلسلة وإذا كان غير ساكن نكرر الاختبار للفرق من الدرجة الأعلى (حسن وشومان، 2013م)، ويقال في هذه الحالة أن السلسلة متكاملة من الرتبة (d)~I أي أن السلسلة الزمنية وصلت لمرحلة السكون بعد فروق عددها (d) .

وفي هذه الدراسة سيتم الاعتماد على اختبار ديكي فولار الموسعADF واختبار فيلبس وبيرون PP للكشف عن درجة سكون متغيرات الدراسة.

4.5.3 اختبار التكامل المشترك

يعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب بين سلسلتين زمنيتين (Y_t, X_t) أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتيهما ثابتة عبر الزمن (عطية، 2005م). ومن أجل حدوث التكامل المشترك بين السلاسل الزمنية يجب أن تكون متكاملة من الدرجة نفسها كل على حدة بمعنى أن تكون هذه السلاسل ساكنة من نفس الدرجة.

ومن أهم طرق اختبار التكامل المشترك طريقة جوهانسون (Johnson) حيث يمكن استخدامها والاعتماد على نتائجها في حالة نماذج الانحدار البسيط والمتعدد (عطية، 2005م). وتتمثل فكرة اختبار جوهانسون في معرفة عدد متجهات التكامل المشترك بين المتغيرات، اعتمادا على إحصاء القيمة العظمى المميزة (Max-Eigen Statistic) وإحصاء الأثر (Trace Statistic) حيث يتم اختبار الفرضية العدمية التي تنص على أن عدد متجهات التكامل المشترك بين المتغيرات تساوي على الأكثر (r) متجه ويتم رفض هذه الفرضية مقابل قبول الفرضية التي تنص على أن عدد متجهات التكامل يزيد عن (r) متجه إذا كانت قيمة الإحصاء للقيمة العظمى (λ_{max}) أو قيمة إحصاء الأثر (λ_{trace}) المحسوبتين أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية مفترض (المدهون، 2016م).

وفي هذه الدراسة سيتم استخدام إحصاء الأثر (λ_{trace}) للتحقق من التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة.

4.5.4 نموذج متجه تصحيح الخطأ

بعد أن يتم إخضاع المتغيرات إلى اختبار جذر الوحدة واختبار التكامل المشترك ، يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ VECM (Vector Error Correction Model) والذي يعتبر نموذج انحدار ذاتي مقيد بإضافة مقدار الخطأ في التوازن إلى معادلات النموذج وهو ما يسمى بحد تصحيح الخطأ وذلك عند تحقق الشروط التالية:

1- أن تكون جميع المتغيرات غير ساكنة عند المستوى، وأن تصبح جميع المتغيرات ساكنة بعد إجراء الفروق لها عند نفس الدرجة من الفرق.

2- وجود متجه واحد على الأقل من التكامل المشترك بين المتغيرات.

ويستخدم هذا النموذج للوصول إلى حالة التوازن، حيث أن هذا النموذج يؤمن لنا طريقة للربط الديناميكي بين التغيرات قصيرة الأجل والتغيرات طويلة الأجل أثناء عمليات التعديل (Adjustment) وذلك بهدف الوصول إلى التوازن في الأجل الطويل (خزان، 2014م) .

4.5.5 اختبار السببية

من المعتاد إجراء اختبار جرانجر للسببية (Granger Causality Test) لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات، إلا أن استخدام هذا الاختبار يتطلب أن تكون المتغيرات جميعها ساكنة عند المستوى، أو أن تكون مختلفة من حيث درجة السكون، أما إذا كانت جميع المتغيرات ساكنة عند نفس درجة الفرق فإنه يتم تحديد اتجاه السببية باستخدام VECM.

حيث يدل تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM على وجود علاقة سببية في المدى الطويل وفي المدى القصير، حيث أن السببية في المدى الطويل يتم تحديدها من خلال معنوية إحصاءة (t) الخاصة بمعامل حد تصحيح الخطأ (λ) (Error Correction Term ECT) حيث تتحقق المعنوية إذا كانت إحصاءة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية، فإذا كان معامل حد تصحيح الخطأ سالبا ومعنويا، فإن ذلك يبين الميكانيكية التي يجري بها تصحيح أي اختلال في التوازن في المدى القصير، للوصول إلى الوضع التوازني في المدى الطويل بين المتغير التابع وبقية المتغيرات الأخرى (في خزان، 2014م).

في حين أن السببية في المدى القصير يتم تحديدها من خلال معنوية إحصاءة (F) (F-Statistic)، فإذا كانت (F) المحسوبة أكبر من (F) الجدولية في هذه الحالة نرفض فرضية العدم التي تنص على عدم وجود علاقة سببية في المدى القصير، والعكس صحيح في عدم رفض فرضية العدم.

4.6 نتائج تحليل السلاسل الزمنية وتقدير معادلة الانحدار

4.6.1 نتائج الاحصاء الوصفي

بإجراء عدد من الأساليب الإحصائية الوصفية وبالاعتماد على مقاييس التشتت ومقاييس النزعة المركزية أمكن الحصول على النتائج الموضحة في الجدول (4.1) لوصف متغيرات الدراسة، مبينا فيها الوسط الحسابي والوسيط والانحراف المعياري والالتواء وأكبر قيمة وأقلها.

نلاحظ من الجدول أن الوسط الحسابي للمتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بلغ 1533.847 دولار أمريكي خلال فترة الدراسة من عام 1997م وحتى عام 2015م بانحراف معياري 194.51، وبلغت أقل قيمة له 1143.7 دولار أمريكي والتي كانت في عام 2002م، بينما كانت أكبر قيمة له هي 1807.5 دولار أمريكي في عام 2012م. أما قيمة وسيطه فهي 1526.7 دولار أمريكي والتي كانت في عام 2000م أي بداية فترة الدراسة مما تسبب في وجود التواء سالب (باتجاه اليسار) في بيانات المتغير.

جدول (4.1): المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات الاقتصادية	الوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	الالتواء	أكبر قيمة	أقل قيمة
نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي($US)	1533.847	1526.7	194.5148	0.188-	1807.5	1143.7
معدل الرسملة السوقية%	29.15211	25.35	18.53865	2.312	92.25	13.57
معدل التداول%	7.526842	3.49	10.50823	2.389	43.38	0.67
معدل الدوران%	19.72421	13.14	14.28703	1.285	55.83	4.94

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

ومن جانب المتغيرات المستقلة كان الوسط الحسابي لمعدل الرسملة السوقية 29.15 بانحراف معياري 18.53 خلال فترة الدراسة، وكانت أقل قيمة له 13.57% في عام 1997م، ووصل إلى أعلى قيمة في عام 2005م حيث بلغ 92.25%، أما قيمة الوسيط فكانت 25.35% والتي جاءت في عام 2012م أي في نهاية فترة الدراسة مما أدى لوجود التواء موجب نحو اليمين في بيانات المتغير.

بينما بلغ الوسط الحسابي لمعدل التداول 7.52 بانحراف معياري 10.50، وكانت قيمة الوسيط 3.49% والتي جاءت في عام 2011م مما أدى لوجود التواء موجب نحو اليمين في بيانات المتغير، وكانت أقل قيمة له عند 0.67% خلال عام 1997م، ووصل إلى أعلى قيمة له خلال فترة الدارسة في عام 2005 حيث بلغ 43.38%.

وعلى صعيد متغير معدل الدوران فقد كان وسط قيمه الحسابي 19.72 بانحراف معياري 14.28، وكانت أقل قيمة له 4.94% في عام 1997م، وبلغ أكبر قيمه 55.83% في عام 2008م. بينما جاءت قيمة الوسيط 13.14% في عام 2011م أي في نهاية الفترة ليحدث التواء موجب نحو اليمين في بيانات المتغير.

من خلال استقراء بيانات الجدول نلاحظ أن القيم شهدت طفرة في الارتفاع خلال عام 2005م بسبب التوقعات الإيجابية نحو الاقتصاد الفلسطيني إبان انتهاء انتفاضة الأقصى والانسحاب من قطاع غزة.

ونستنتج وجود تذبذب في بيانات متغيرات الدراسة والذي يعود لعدم استقرار الأوضاع السياسية والاقتصادية في الأراضي الفلسطينية والتي أثرت على أداء البورصة والمتغيرات الاقتصادية الأخرى.

4.6.2 نتائج تحليل مصفوفة الارتباط

جدول (4.2): مصفوفة الارتباط بين كل زوج من أزواج متغيرات الدراسة

المتغيرات	البيان	LPCAPITA	LMCGDP	LTVGDP	LTVMC
LPCAPITA	معامل الارتباط	1.000000			
	القيمة الاحتمالية	-----			
LMCGDP	معامل الارتباط	-0.009	1.000000		
	القيمة الاحتمالية	0.96	-----		
LTVGDP	معامل الارتباط	-0.073	0.908	1.000000	
	القيمة الاحتمالية	0.76	*0.0000	-----	
LTVMC	معامل الارتباط	-0.111	0.738	0.952	1.000000
	القيمة الاحتمالية	0.64	*0.0003	*0.0000	-----

* الارتباط دال إحصائيا عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

الجدول (4.2) عبارة عن مصفوفة ارتباط متغيرات الدراسة بعضها ببعض، حيث يتم حساب معامل ارتباط بيرسون بين كل زوج من المتغيرات، وذلك لقياس درجة ونوع ارتباط المتغيرات مع بعضها البعض بصورة أولية، حيث يتضح من خلال الجدول معاملات ارتباط المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي (PCAPITA) مع كل من المتغيرات المستقلة.

ويلاحظ من الجدول أن ارتباط المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة MCGDP، معدل التداول TVGDP ومعدل الدوران TVMC) بالمتغير التابع في مستواها اللوغاريتمي سالب وغير معنوي عند مستوى دلالة 0.05.

ولوحظ وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة في مستواها اللوغاريتمي حيث كانت نسبة الارتباط بين معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول 90%، والارتباط بين معدل الرسملة ومعدل الدوران 73%، والارتباط بين معدل التداول ومعدل الدوران 95% وذلك عند مستوى دلالة 0.05.

4.6.3 نتائج اختبار السكون للسلاسل الزمنية

جدول (4.3): نتائج اختبارات السكون لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	قيمة الاختبار	ADF		PP	
		المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول
LOG PCAPITA	اختبار T	0.940704	-3.903094	0.447572	-3.067816
	القيمة الاحتمالية	0.8984	***0.0007**	0.8006	***0.0044**
LOG MCGDP	اختبار T	0.149278	-3.857575	0.139381	-3.850363
	القيمة الاحتمالية	0.7173	***0.0007**	0.7142	***0.0007**
LOG TVGDP	اختبار T	-0.847321	-3.244129	-0.847321	-3.199473
	القيمة الاحتمالية	0.3349	***0.0029**	0.3349	***0.0032**
LOG TVMC	اختبار T	-0.179456	-3.576736	-0.179456	-3.585591
	القمية الاحتمالية	0.6076	***0.0013**	0.6076	***0.0013**

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

الجدول (4.3) يوضح نتائج اختبار ديكي فولار الموسع (ADF) واختبار فيلبس بيرون (PP) للتحقق من سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، حيث أشارت النتائج إلى أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة عند مستواها حيث كانت القيمة الاحتمالية (P–Value) أكبر من 0.05، مما دعا لإجراء فروق من الدرجة الأولى لمتغيرات الدراسة، ومن ثم إعادة اختبار السكون مرة أخرى. وكانت نتائج اختباري (ADF) و (PP) تشير إلى أن مستوى الدلالة المحسوب لجميع السلاسل الزمنية عند الفرق الأول أقل من 0.05، وعليه فإن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تعتبر ساكنة عند الفرق الأول، ونستنتج من ذلك أن السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى ((1)~I).

4.6.4 اختبار التكامل المشترك

اعتمادا على نتائج اختبارات سكون السلاسل الزمنية بأن جميع السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة عند مستوى دلالة 5%، تم إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية في مستواها اللوغاريتمي، وذلك بإدخال المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كمتغيرات داخلية إلا أن برنامج EViews توقف عن إعطاء نتائج بسبب ظهور مشكلة المصفوفة المنفردة (NEAR singular matrix) وتشير هذه المشكلة لوجود ارتباط عالٍ جدا بين المتغيرات المستقلة، وبمعنى آخر وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد (Multicollinearity) ومن خلال الفحص لمعاملات الارتباط البسيطة بين المتغيرات المستقلة في النموذج أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين متغير معدل التداول ومتغير معدل الدوران في مستواها اللوغاريتمي بلغ 95% مما سبب مشكلة التداخل الخطي المتعدد وعليه توقف البرنامج عن إجراء الاختبار.

وللتغلب على هذه المشكلة في النموذج تم حذف متغير معدل الدوران من النموذج حيث أنه يشير إلى السيولة الداخلية لسوق الأوراق المالية، وتم اعتماد متغير معدل التداول في النموذج كونه يدل على سيولة سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد ككل، ليصبح نموذج الدراسة على الصيغة الآتية:

$$LPCAPITA_t = F(LMCGDP_t + LTVGDP_t)$$

وبناء على ما سبق تم إجراء اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي ومتغير معدل الرسملة السوقية ومتغير معدل التداول) في مستواها اللوغاريتمي، فكانت النتائج تشير لوجود علاقة تكامل مشترك بينها وذلك كما يوضحه الجدول (4.4):

جدول (4.4): اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للصيغة اللوغاريتمية لمتغيرات الدراسة

التكامل	H_0	إحصائية الأثر λ_{trace}	القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%	القيمة الاحتمالية
(لا شيء)*	**r=0**	**31.13050**	**29.79707**	**0.0349**
على الأكثر 1	r≤1	8.565467	15.49471	0.4071
على الأكثر 2	r≤2	0.753422	3.841466	0.3854
يشير اختبار الأثر لوجود متجه واحد من التكامل مشترك عند مستوى معنوية 5%				
***رفض الفرضية العدمية عند مستوى معنوية 5%**				

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

الجدول (4.4) يوضح نتيجة اختبار جوهانسن للتكامل المشترك لمتغيرات الدراسة التي تم اعتمادها في النموذج أن قيمة إحصاء الأثر كانت أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% وعليه تم رفض الفرضية الصفرية والتي تقول بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات وقبول الفرضية البديلة والتي تشير إلى وجود متجه من التكامل المشترك بين المتغيرات، وعندما وصل الاختبار لاختبار الفرضية العدمية التي تفترض وجود على الأكثر متجه واحد للتكامل المشترك تم عدم رفض الفرضية العدمية عند مستوى 5%.

وعليه تشير نتيجة اختبار جوهانسن إلى وجود متجه واحد من التكامل المشترك بين المتغيرات، والذي يعني وجود حد تصحيح خطأ (ECM) واحد بينها، ويدلل أيضا على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

4.6.5 تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

بالرجوع إلى نتائج اختبار جذر الوحدة والتي تفيد أن متغيرات الدراسة جميعها مستقرة عند الفرق الأول، وكذلك اختبار جوهانسن للتكامل المشترك والذي أوضح وجود متجه واحد من التكامل المشترك بين المتغيرات، تكون شروط نموذج متجه تصحيح الخطأ تحققت وأمكن استخدامه في تقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة.

ومن خلال مخرجات برنامج EViews7 توصل الباحث إلى تقدير معادلة نموذج متجه تصحيح الخطأ بين المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية، معدل التداول) والمتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي) في مستواها اللوغاريتمي والتي جاءت على النحو التالي:

$$D(LPCAPITA) = C(1)*(LPCAPITA(-1) - 0.62*LMCGDP(-1) + 0.33*LTVGDP(-1) - 5.79) + C(2)*D(LPCAPITA(-1)) + C(3)*D(LMCGDP(-1)) + C(4)*D(LTVGDP(-1)) + C(5)$$

حيث إن:

C(1): حد تصحيح الخطأ والذي يشير إلى مقدار التعديل المطلوب في الأجل القصير لتحقيق التوازن في العلاقة بين المتغيرات في الأجل الطويل، ويشترط فيه أن يكون سالبا ومعنويا لتكون هناك علاقة سببية في الأجل الطويل تتجه من المتغيرات المستقلة نحو المتغير التابع.

C(2): معامل الفرق الأول لنصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي بالصيغة اللوغاريتمية عند فترة إبطاء تساوي 1.

C(3): معامل الفرق الأول لمعدل الرسملة السوقية بالصيغة اللوغاريتمية عند فترة إبطاء تساوي 1.

C(4): معامل الفرق الأول لمعدل التداول بالصيغة اللوغاريتمية عند فترة إبطاء تساوي 1.

C(5): الحد الثابت.

ومن خلال الجدول (4.5) يتضح أن تقدير معادلة نموذج متجه تصحيح الخطأ معنوية وفق نتائج اختبار إحصائية F-statistic عند مستوى دلالة 5%.

وتشير نتائج التقدير إلى أن 48% من التغيرات في المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) تفسرها المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) في مستواها اللوغاريتمي.

جدول (4.5): تقدير معادلة نموذج تصحيح الخطأ

المعاملات	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
C(1)	**-0.283294**	**0.089075**	**-3.180390**	**0.0079**
C(2)	0.567107	0.193165	2.935865	0.0125
C(3)	-0.198895	0.069541	-2.860091	0.0144
C(4)	0.049630	0.033872	1.465210	0.1686
C(5)	0.001294	0.013935	0.092883	0.9275
Prob(F-statistic) = 0.014872		R-squared = 0.616859		
Durbin-Watson stat = 2.378684		Adjusted R-squared = 0.489145		

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

4.6.6 العلاقة السببية في الأجل الطويل

بالرجوع إلى النتائج في الجدول (4.5) نجد أن اختبار إحصائية t-Statistic لمعامل حد تصحيح الخطأ C(1) معنوية عند مستوى دلالة 5% إضافة إلى أن قيمته سالبة، وبتحقق هذين الشرطين نستطيع القول بوجود علاقة سببية في الأجل الطويل تتجه من المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) نحو المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) في مستواها اللوغاريتمي.

وتشير قيمة C(1) إلى أن سرعة التعديل في الأجل القصير هي 28% خلال مدة زمنية مقدارها سنة والتي تؤدي إلى تحقيق التوازن في العلاقة بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل. مما يعني أن المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج الحقيقي) يحتاج لمرور ما يقارب 3.5 سنة لاستيعاب كامل الصدمة أو التغيرات التي تطرأ على متغيرات بورصة فلسطين المستقلة (معدل الرسملة السوقية، ومعدل التداول)، وتعتبر هذه المدة الزمنية طويلة نسبيا في تأثيرها على النمو الاقتصادي مقارنة بتأثير عوامل أخرى، وكذلك عند النظر إلى التأثير المباشر والسريع للتغيرات في بورصات الدول المتقدمة على نموها الاقتصادي.

4.6.7 العلاقة السببية في الأجل القصير

من أجل معرفة وجود علاقة سببية في الأجل القصير بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع يلزم إجراء اختبار Wald-Test لكل من معاملات المتغيرات المستقلة C(3) و C(4)، بحيث نرفض الفرضية الصفرية التي تقول بعدم وجود علاقة سببية تتجه من المتغير التابع إلى المتغير المستقل إذا كانت نتائج اختبار إحصاءة Chi-square (F) معنوية عند مستوى دلالة 5% وبالتالي نقبل الفرضية البديلة والعكس صحيح في عدم رفض الفرضية الصفرية.

جدول (4.6): نتائج اختبار Wald-Teset

الفرضية الصفرية H_0	Chi-square	القيمة الاحتمالية Prob.	القرار
C(3) = 0	8.180123	0.0042*	رفض الصفرية
C(4) = 0	2.146839	0.1429	عدم رفض الصفرية

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

وتشير النتائج الواردة في الجدول (4.6) إلى أن القيمة الاحتمالية لمعامل معدل الرسملة السوقية c(3) معنوية عند مستوى دلالة 0.05 مما يدل على وجود علاقة سببية في الأجل القصير تتجه من معدل الرسملة السوقية نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي في مستواها اللوغاريتمي. كما توضح عدم وجود أدلة كافية للقول بأن هناك علاقة سببية في الأجل القصير تتجه من معدل التداول نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي في مستواها اللوغاريتمي حيث أن القيمة الاحتمالية لمعامل معدل التداول c(4) أكبر من 0.05.

ومن أجل إيضاح وجود علاقة سببية بين المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي والمتغيرات المستقلة معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول نستخدم اختبار VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests، والذي تأتي نتائجه متوافقة مع نتائج اختبار Wald-Test في اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في الأجل القصير.
ومن خلال النتائج الواردة في الجدول (4.7) نستنتج أن التغير في معدل الرسملة السوقية يسبب التغير في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي وذلك عند مستوى دلالة 5%.

وتشير النتائج أيضا إلى أنه لا توجد أدلة كافية للقول بأن التغير في معدل التداول يسبب تغير في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، كما لا توجد أدلة كافية تشير إلى أن التغير في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي يسبب تغير في معدل الرسملة السوقية، وكذلك لا توجد أدلة كافية للقول بأن التغير في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي يسبب تغير في معدل التداول وذلك عند مستوى دلالة 5%. وبالتالي فإنه توجد علاقة سببية أحادية الاتجاه من معدل الرسملة السوقية إلى المتغير التابع.

جدول(4.7): نتائج اختبار VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

الفرضية الصفرية (H_0)	Chi-sq	Prob	القرار
التغير في D(LMCGDP) لا يسبب التغير في D(LPCAPITA)	8.180123	0.0042*	رفض الصفرية
التغير في D(LTVGDP) لا يسبب التغير في D(LPCAPITA)	2.146839	0.1429	عدم رفض الصفرية
التغير في D(LPCAPITA) لا يسبب التغير في D(LMCGDP)	0.543816	0.4609	عدم رفض الصفرية
التغير في D(LPCAPITA) لا يسبب التغير في D(LTVGDP)	3.743043	0.0530	عدم رفض الصفرية

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

4.6.8 تشخيص نموذج الدراسة

يوضح الجدول (4.8) نتائج تشخيص نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM، حيث تشير النتائج إلى عدم رفض الفرضية الصفرية والتي تقول بعدم وجود ارتباط ذاتي (Serial Correlation) حيث أن القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch-Godfrey أكبر من 5%.

كما أن النموذج خالٍ من مشكلة عدم تجانس التباين (Hetroskedasticity) وذلك بعدم رفض الفرضية الصفرية لاختبار Breusch-Pagan-Godfrey حيث أن القيمة الاحتمالية كانت أكبر من 5%.

إضافة إلى أن نتيجة اختبار Jarque-Bera تبين أن توزيع البواقي يتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة 5%.

جدول (4.8): تشخيص نموذج الدراسة

الاختبار	Chi-Square	القيمة الاحتمالية	القرار
الارتباط الذاتي (Serial Correlation)	3.206051	0.2167	لا يوجد ارتباط ذاتي
عدم تجانس التباين (Hetroskedasticity)	11.64566	0.0704	يوجد تجانس في التباين
التوزيع الطبيعي للبواقي (Jarque-Bera)	0.4698	0.790	التوزيع طبيعي

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

4.6.9 تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

تستخدم نتائج تحليل مكونات التباين لمعرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والعائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويعتبر تحليل مكونات التباين إحدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج، حيث أن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما يعزى للصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ (خزان، 2014م).

جدول(4.9): تحليل مكونات التباين لنصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي LPCAPITA (بالصيغة اللوغاريتمية)

Period	SE	LPCAPITA	LMCGDP	LTVGDP
1	0.056921	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.103110	87.46145	10.42249	2.116061
3	0.139296	77.68925	9.554675	12.75608
4	0.160421	71.02575	7.845069	21.12918
5	0.172191	68.70543	6.837347	24.45722
6	0.181449	69.12427	6.244752	24.63098
7	0.192730	70.22481	5.965576	23.80961
8	0.205844	70.63891	5.868422	23.49267
9	0.218416	70.26523	5.672189	24.06258
10	0.229150	69.77625	5.401235	24.82251

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

وعند تطبيق هذا الاختبار على نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي لفترة 10 سنوات كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (4.9).

ويلاحظ من الجدول أن التقلب في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي يتأثر بالصدمات في متغير معدل التداول أكثر من تأثره بمعدل الرسملة السوقية، حيث يتضح أنه خلال الفترة (السنة) الثالثة كانت التغيرات في معدل التداول تفسر 12.75% من تباين خطأ التنبؤ في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي والتي تعود إلى أخطاء عشوائية (صدمات) في معدل التداول، ويلاحظ أن هذه النسبة تتزايد حتى تصل قريبا من 24% خلال السنة الخامسة والسادسة وتتراجع بنسبة بسيطة في السنوات اللاحقة، ثم تعود لنفس النسبة خلال السنة التاسعة والعاشرة.

أما نسبة تأثير الصدمات في معدل الرسملة السوقية على تباين خطأ التنبؤ لنصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي تبين أنها تتزايد في الأجل القصير لتصل خلال السنة الثانية والثالثة إلى 10.42% و 9.5% على التوالي، ثم تتراجع إلى ما يقارب 5% خلال السنوات الأخيرة من الفترة.

في حين أن التغير في نصيب الفرد من الناتج الحقيقي يفسر نسبة 100% من نفسه في الفترة الأولى، ثم تبدأ هذه القوة بالتناقص حتى تصل إلى 69.77% في الفترة العاشرة.

4.6.10 دالة الاستجابة الفورية (Impulse Response Function):

تعكس دالة الاستجابة الفورية لردة الفعل (IRF) كيفية استجابة كل متغير من المتغيرات المدرجة في النموذج لأي صدمة عشوائية تؤدي إلى تغير في أحد متغيرات النموذج خلال الزمن، وبذلك فهي تساعد في تتبع المسار الزمني للصدمات التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات في ذلك النموذج في المدى القصير، وبالتالي فهي توضح تأثير الصدمات بمقدار انحراف معياري واحد لأحد المتغيرات على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج.

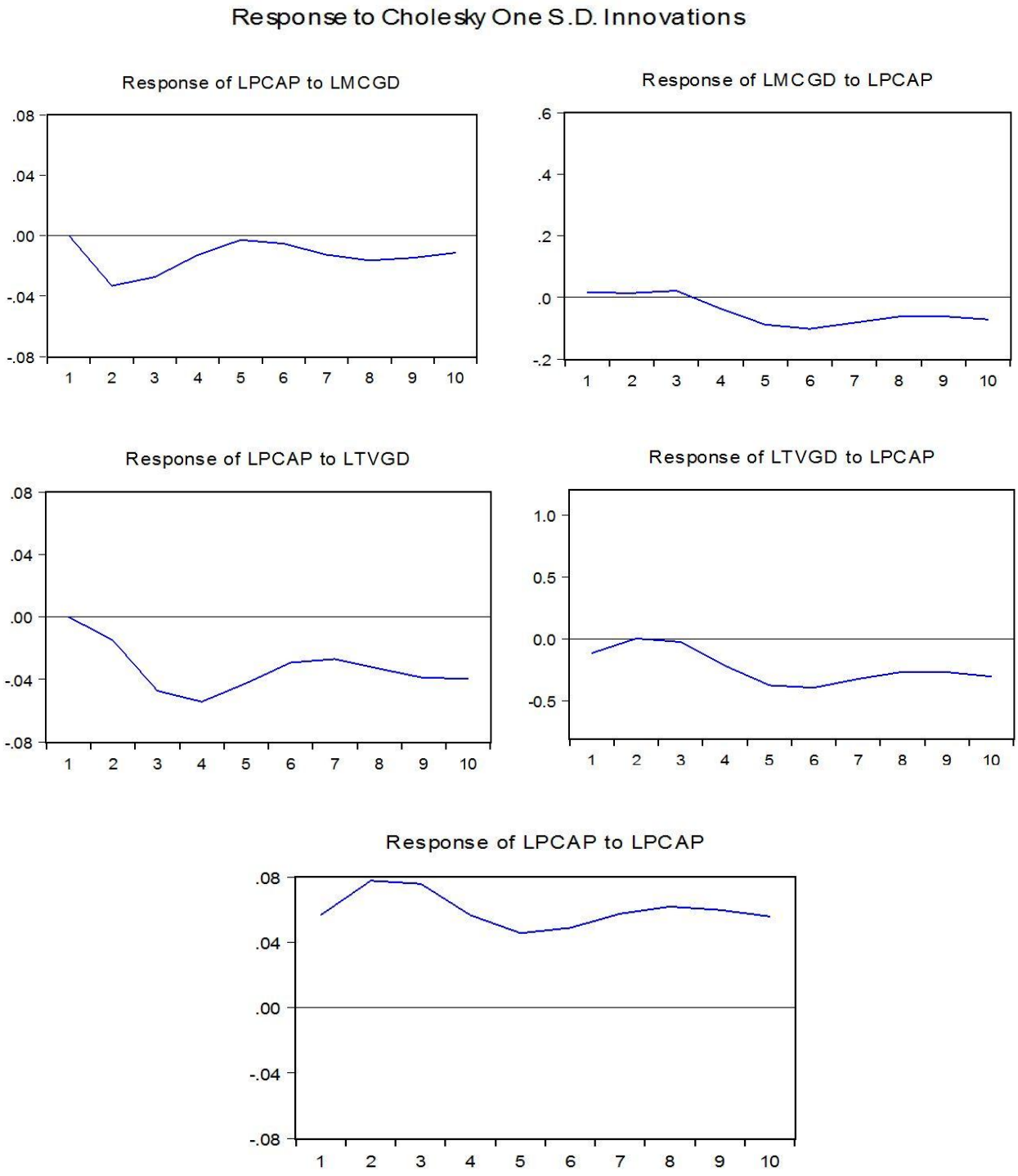
ولاختبار كيفية استجابة المتغير التابع للصدمات الواقعة في المتغيرات المستقلة، وكذلك استجابة المتغيرات المستقلة للصدمات الواقعة في المتغير التابع، تم إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل فكانت النتائج على النحو المبين في الشكل (4.1) والذي يوضح أن أي صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد لمتغير معدل الرسملة السوقية تؤثر سلبا على متغير نصيب الفرد من الناتج المحلي

الحقيقي، ويستمر هذا التأثير السلبي حتى السنة الثانية، ثم ينتقل إلى تأثير إيجابي يصل ذروته في السنة الخامسة، ويبدأ التأثير بالتناقص بصورة طفيفة خلال السنوات اللاحقة.

ويلاحظ من خلال الشكل (4.1) أن صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد على متغير معدل التداول تؤثر سلبا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي وتبقى العلاقة سالبة حتى السنة الرابعة، ثم تنتقل إلى التأثير الإيجابي وتستمر كذلك حتى السنة السابعة، وتعود إلى التأثير السلبي بعدها إلى نهاية الفترة.

كما يوضح أن أي صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي تؤثر سلبيا على معدل الرسملة السوقية من بداية السنة الثالثة، وتستمر بالتناقص حتى السنة السابعة، ثم يستقر التأثير إلى نهاية الفترة في نطاق المنطقة السالبة.

ومن جانب تأثير الصدمة العشوائية في نصيب الفرد من الناتج الحقيقي على معدل التداول فإنه يبدأ بتأثير إيجابي ينتهي خلال السنة الثالثة ويبدأ التأثير السلبي خلال السنوات اللاحقة ليصل أدناها في السنة الخامسة، ثم يشهد معدل التداول تحسنا إيجابيا طفيفا حتى نهاية الفترة.



شكل (4.1) نتائج اختبار دالة الاستجابة الفورية

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7

4.7 الخلاصة

يتضح من خلال نتائج تحليل السلاسل الزمنية أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين متغيرات بورصة فلسطين والمتمثلة في معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول والمتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي كمؤشر على النمو الاقتصادي، كما بينت النتائج أن هناك علاقة توازنية في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وأن سرعة التعديل في الأجل القصير لتحقيق التوازن طويل الأجل هي 28% في السنة.

وأشارت نتائج تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة 48% من التغيرات الحاصلة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي.

كما أوضحت النتائج وجود علاقة سببية في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) والمتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي)، وأن هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل القصير تتجه من معدل الرسملة السوقية نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي.

الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

الفصل الخامس: النتائج والتوصيات

5.1 النتائج

1. توجد علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة: المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، والمتغيرات المستقلة معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول. وأن سرعة التعديل في الأجل القصير لتحقيق التوازن طويل الأجل هي 28% في السنة.
2. أن 48% من التغيرات في المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) تفسرها المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) في مستواها اللوغاريتمي.
3. يوجد علاقة سببية في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) والمتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي) في مستواها اللوغاريتمي.
4. يوجد علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل القصير تتجه من المتغير المستقل معدل الرسملة السوقية نحو المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي في مستواها اللوغاريتمي.
5. أن التقلب في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي يتأثر بالصدمات في متغير معدل التداول أكثر من تأثره بالصدمات في معدل الرسملة السوقية.
6. أن أي تغير بمقدار انحراف معياري واحد لمتغير معدل الرسملة السوقية تؤثر سلبا على متغير نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، ويستمر هذا التأثير السلبي حتى السنة الثانية، ثم ينتقل إلى تأثير إيجابي يصل ذروته في السنة الخامسة، ويبدأ التأثير بالتناقص بصورة طفيفة خلال السنوات اللاحقة.
7. أن أي تغير بمقدار انحراف معياري واحد على متغير معدل التداول تؤثر سلبا على نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي وتبقى العلاقة سالبة حتى السنة الرابعة، ثم تنتقل إلى التأثير الإيجابي وتستمر كذلك حتى السنة السابعة، وتعود إلى التأثير السلبي بعدها إلى نهاية الفترة.
8. أن أي تغير بمقدار انحراف معياري واحد في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي تؤثر سلبا على معدل الرسملة السوقية من بداية السنة الثالثة، وتستمر بالتناقص حتى السنة السابعة، ثم يستقر التأثير إلى نهاية الفترة في نطاق المنطقة السالبة.

9. أن أي تغير بمقدار انحراف معياري واحد في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي يبدأ بتأثير إيجابي على معدل التداول ينتهي خلال السنة الثالثة، ثم يتبعه تأثير سلبي خلال السنوات اللاحقة ليصل أدناها في السنة الخامسة، ثم يشهد معدل التداول تحسنا إيجابيا طفيفا حتى نهاية الفترة.

5.2 التوصيات

1. إدراج المزيد من الشركات المساهمة العامة في البورصة مما يزيد من حجم البورصة ويرفع من سيولتها ويمنع احتكار شركات محددة للحصص السوقية والأوراق المتداولة، والذي سينعكس بالإيجاب على النمو الاقتصادي استنادا إلى نتائج الدراسة بأن التغير في متغيرات البورصة يسبب تغيرات في النمو الاقتصادي في الأجلين الطويل والقصير.
2. تفعيل الحكومة الفلسطينية للإجراءات التي تجبر الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها في السوق المالي وذلك من خلال تفعيل المادة 103 من قانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2004 والذي يلزم شركات المساهمة العامة بتقديم طلب إدراج أسهمها في البورصة.
3. التعاون بين بورصة فلسطين والحكومة الفلسطينية لوضع خطة مشتركة تهدف إلى دعم وتحفيز تحول الشركات العائلية والشركات المساهمة الخصوصية إلى شركات مساهمة عامة تمهيدا لإدراجها في البورصة، مع الأخذ بعين الاعتبار التدرج في تصويب أوضاع تلك الشركات حتى تصبح مؤهلة للدخول في البورصة.
4. دراسة تقديم خيارات أوسع للتداول أمام المستثمرين سواء على صعيد نوعية الأوراق المالية المتداولة مثل الأسهم الممتازة والسندات والمشتقات المالية كعقود الخيارات أو على صعيد الآليات مثل إنشاء صناديق ادخار وصناديق استثمار مما يؤدي إلى جذب المزيد من الادخارات وحفز الاستثمار وتشكيل حماية لصغار المستثمرين.
5. العمل على طرح الأوراق المالية الإسلامية للتداول لما لها من مميزات عديدة أبرزها جذب شرائح جديدة من المدخرين والمستثمرين، وتخفيض مستويات المضاربة وتوجيه التمويل نحو الاستثمارات الحقيقية.
6. العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية وتحفيز المستثمرين من اللاجئين الفلسطينيين في الخارج على استثمار أموالهم في بورصة فلسطين وذلك بالتعاون مع السفارات الفلسطينية.

7. تخفيض أو إلغاء عمولات التداول على عمليات البيع والشراء في البورصة، بما يسهم في تخفيض التكاليف الضمنية للمعاملات.
8. حث المستثمرين خاصة أصحاب الفوائض المالية بتوجيه مدخراتهم نحو الاستثمارات الحقيقية والمنتجة في بورصة فلسطين، وألا يكون دخولهم إليها بهدف المضاربة لأن ذلك يؤثر سلبا على النشاط الاستثماري في البورصة.

المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

- القرآن الكريم.

أولا- المراجع العربية:

أونور، إبراهيم. (2009م). تطور أسواق المال والتنمية. *مجلة جسر التنمية*، السنة الثامنة، العدد(86).

بن شعيب، فاطمة الزهراء. (2011م). *دور البورصة في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة حالة الأسواق المالية الخليجية* (رسالة ماجستير). جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، الجزائر.

البنك الدولي. (2017م). البيانات. تاريخ الاطلاع 26 سبتمبر 2017م الموقع: https://data.albankaldawli.org/indicator

بورصة فلسطين. (2016م). التقرير السنوي لبورصة فلسطين لعام 2015م. تاريخ الاطلاع 4 يناير 2017م الموقع: http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx

بورصة فلسطين. (2017م). 20 عاما على بدء التداول في بورصة فلسطين. *ملحق صحفي يصدر عن بورصة فلسطين لمرة واحدة*. تاريخ الاطلاع 4 يناير 2017م الموقع: http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx

بورصة فلسطين. (2017م). النشرة الإحصائية الشهرية تداول. تاريخ الاطلاع 4 يناير 2017م الموقع: http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx

بورصة فلسطين. (2017م). تاريخ الاطلاع 4 يناير 2017م الموقع: http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx

بوكساني، رشيد. (2006م). *معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها* (رسالة دكتوراه). جامعة الجزائر، الجزائر.

الجمل، جمال. (2002م). *الأسواق المالية والنقدية*. عمان: دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع.

الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني. (2017م). الحسابات القومية (1994-2015م)، تاريخ الإطلاع 4 يناير 2017م الموقع: http://www.pcbs.gov.ps

الجواري، مناضل والراجحي، محسن وكاظم، مشكور. (2008). الأسواق المالية على المستويين العربي والعالمي مع تعليق قياسي .*جامعة كربلاء*، العراق.

حسن، علي وشومان، عبد اللطيف. (2013م). تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL). *مجلة العلوم الاقتصادية*، *9*(34)، 174-209.

حمزة، حسن وعبد الحميد، غسان. (2012م). سوق العراق للأوراق المالية نشأته تحليل وتقييم مؤشراته. *مركز دراسات الكوفة*، جامعة الكوفة، العدد (24).

خزان، عبد الحفيظ. (2014م). *تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013* (رسالة ماجستير).جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر.

خضر، حسان. (2004م). تحليل الأسواق المالية. *مجلة جسر التنمية*، السنة الثالثة، العدد(27).

زيطاري، سامية. (2004م). *ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية* (رسالة ماجستير). جامعة الجزائر، الجزائر.

سمور، نبيل. (2007م). *سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا* (رسالة ماجستير). الجامعة الإسلامية، غزة.

شاهين، ياسر. (2012م). كفاءة بورصة فلسطين ودورها في دعم الاقتصاد الوطني. *مجلة أماريك*، *13* (5)، ص ص83-104.

شحاتيت، محمد والطيب، سعود والطراونة، قصي. (2014م). أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن. *دراسات العلوم الإدارية*، *41*(1)، 21-36.

شرف، سمير وشعبان، إسماعيل وإسبر، هدى. (2009م). دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية. *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية –سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية*، *31* (1).

شندي، أديب. (2013م). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة. *مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة*، 154– 173.

الصفاوي، صفاء ويحيى، مزاحم. (2008م). تحليل العلاقة بين الأسعار العالمية للنفط، اليورو والذهب باستخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR). *المجلة العراقية للعلوم الإحصائية*، (14)، 15–42.

طارق، خاطر وصالح، مفتاح. (2014م). التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي وأهم مؤشراته في الجزائر خلال الفترة 1990–2013. *أبحاث اقتصادية وإدارية*، (16)، 141–160.

الطلاع، حمادة. (2010م). *دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي* (رسالة ماجستير). جامعة الأزهر، غزة.

العبادلة، سعيد. (2013م). *دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية 1997–2011* (رسالة ماجستير). الجامعة الإسلامية. غزة.

عبادي، سليمان. (2007م). *دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية*. مداخلة مقدمة للمؤتمر السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، فلسطين.

عبد مولاه، وليد. (2009م). دور القطاع التمويلي في التنمية. *مجلة جسر التنمية*، السنة الثامنة، العدد(85).

عربي، خلف الله. (2009م). دور سوق الخرطوم للأوراق المالية في النمو الاقتصادي. جامعة بخت الرضا، السودان.

عطية، عبد القادر. (2005م). *الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق*. الاسكندرية: الدار الجامعية.

بن علال، بن قاسم. (2014م). دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري(2011/1990). *المركز الجامعي نور بشير البيض*، الجزائر.

العمر، إبراهيم ووردة، علي. (2007م). *خدمات الوساطة المالية المصرفية في الاقتصاد المصري وقدرتها التأثيرية في النمو الاقتصادي–دراسة مقارنة مع الاقتصاد السعودي*. جامعة القصيم، المملكة العربية السعودية.

العمر، إبراهيم. (2007م، 2–4 يونيو). *الدور التنموي لخدمات الوساطة المالية في النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 1980–2005م*. ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية (الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية)، السعودية: مركز الملك فهد الثقافي بالرياض.

عمر، دينا. (2009م). أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي. *جامعة الموصل: تنمية الرافدين*، *31*(96). 55–67.

عودة، سيف الدين. (2013م). محاضرة الادخار نموذج الفجوتين. مادة تمويل التنمية الاقتصادية، الجامعة الإسلامية، غزة.

الفقي، فخري الدين ووفاء، محمد. (2007م). أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي. (د. م).

القدير، خالد. (2004م). تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية. *مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة*، *18*(1)، 3–22.

كترة، مجاهد. (2016م). *تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال Panal Data Analysis* (رسالة دكتوراه). جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.

بن محياوي، سميحة. (2015م). *دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية* (رسالة دكتوراه). جامعة محمد خيضر –بسكرة–، الجزائر.

المدهون، سائد. (2016م). *العلاقات التشابكية بين القطاعات الاقتصادية في فلسطين تقديرها وتحليلها باستخدام متجه الانحدار الذاتي* (رسالة ماجستير). الجامعة الإسلامية، غزة.

مزاهدية، رفيق. (2007م). *كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات _ دراسة حالة سوق الأسهم السعودية_* (رسالة ماجستير). جامعة باتنة، الجزائر.

مزاهدية، رفيق. (2015م). *الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري* (رسالة دكتوراه). جامعة الحاج لخضر-باتنة-، الجزائر.

مشعل، أحمد ومشعل، زكية. (2012م). القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي: بينة إضافية. *دراسات العلوم الإدارية*، الجامعة الأردنية، *39*(1).

المولى، إيمان. (2011م). مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي. *مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية*، *7*(23)، 117-129.

هولي، رشيد. (2011م). *مدى فاعلية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برامج الخصخصة* (رسالة ماجستير). جامعة منتوري-قسنطينة-.

ثانيا- المراجع الأجنبية:

Abd Majid S. (2007). Does Financial Development Cause Economic Growth in The Asian4 Countries?. *Article in Savings and Development*, No. 4.

Abdalla S. (2011). Stock Market Development and Economic Growth in Sudan (1995-2009): Evidence from Granger Causality Test. *Journal of Business Studies Quarterly*, *3*(2), 93-105.

Alajekwu U., Ezeabasili V., Nzotta S. (2013). Trade Openness, Stock Market Development and Economic Growth of Nigeria: Empirical Evidence. *Research Journal of Finance and Accounting*, *4* (3), 120-127.

Alomar I. (2005). Development Role of Banks and Financial Intermediaries. *MPRA Paper*, No. 18798.

Alomar, I. (2002). Financial Intermediation and Economic Growth. *Kansas State University*.

Al-Tamimi H., Al-Awad M., Charif H. (2002). Finance and Growth: Evidence from some Arab countries. *Journal of Transnational Management Development*, *7*.

Ang J. B. (2008). A survey of recent of development in the literature of finance and growth. *Journal of economics Surveys*, *22* (3), 536-576.

Antonios A. (2010). Stock Market and Economic Growth: An Empirical Analysis for Germany. *Business and Economics Journal*, Vol. 2010: BEJ-1.

Badr O. (2015). Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, *6* (2), 96-101.

Bagehot W. (1873). *A description of Money Market*. Federal Reserve Bank, USA.

Beck T., Levine R. (2002). Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence. *NBER Working Paper*, No. 9082.

Beck T., Levine R., Loayza N. (1999). Finance and Sources of Growth.

Bencivenga V. R., Smith B. U. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economic Studies*, *58* (2), 195-209.

Boubakari A., Jin D. (2010). The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countries. *International Journal of Financial Research*, *1*(1), 14-20.

Creane S., Goyal R., Mobarak A., Sab R. (2004). Financial Sector Development in the Middle East and North Africa, *IMF Working Paper*.

Demetriades P., Hussien K. (1996). Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries.

Eschenbach F. (2004). Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, TI 2004-039/2.

Goledsmith R. W. (1969). Financial Structure and Development as a Subject for International Comparative Study. *National Bureau of Economic Research*, pp. 114-123.

Greenwood J., Jovanovic B. (1990). Financial Development, Growth, and the Distribution of Income, *The Journal of Political Economy*, *98* (5), 1076-1107.

Hossain S., Kamal M. (2010). Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A time Series Analysis for Bangladesh Economy. *International Conference on Applied Economic ICOAE*, 299-305.

Jibril R., Salihi A., Wambi U., Ibrahim F., Muhammad S., Ahmad T. (2015). An Assessment of Nigerian Stock Exchange Market Development to Economic Growth. *American International Journal of Social Science*, *4* (2), 51-58.

King R. G., Levine R. (1993a). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *The Quarterly Journal of Economics*, *108* (3), 717-737.

King R. G., Levine R. (1993b). Finance, Entrepreneurship, and Growth Theory and Evidence. Journal of Monetary Economics, *32*, 513-542.

Lahura E., Vega M. (2014). Stock Market Development and Real Economic Activity in Peru. *The Central Reserve Bank of Peru*.

Levine R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, *35*, 688-726.

Levine R. (2003). More on Finance and Growth: More Finance More Growth. *The Federal Reserve Bank of St. Louis*.

Levine R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In P. Aghion and S. Durlauf (Eds.), *Economic Growth* (pp. 866-934). USA: Elsevier B. V.

Levine R., Zervos S. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth. *The World Bank Economic Review*, *10* (2), 323-339.

Liang H., Reichert A. (2007). Economic Growth Financial Sector Development. *The International Journal of Business and Finance Research*, *1* (1). 68-78.

Mishkin F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, (4th ed.), Columbia University.

Nowbutsing B. M., Odit M. P. (2009). Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Mauritius. *International Business and Economics Research Journal*, *8* (2), 77-88.

Pagano M. (1993). Financial markets and growth An overview. *European Economic Review*, *37*, 613-622.

Pradhan R.P., Arvin B., Samadhan B., Taneja S. (2013). The Impact of Stock Market Development on Inflation and Economic of 16 Asian Countries: A panel VAR Approach. *Applied Econometrics and International Development*, *13* (1), 203-220.

Prasad E., Rogoff K., Wei S., Kose M. (2003). Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. *IMF Occasional Paper*, No. 220.

Rahman M., Salahuddin M. (2010). The Determinants of Economic Growth in Pakistan: Dose Stock Market Development Play A major Role. *Economic Issues*, *15* (2), 69-86.

Vacu N. P. (2013). *The Impact of Stock Market Development on Economic Growth: Evidence from South Africa*. The University of Fort Hare. East London Campus.

Wang B., AJit D. (2013). Stock Market and Economic Growth in China. *University of Northern British Columbia*.

الملاحق

الملاحق

ملحق (1):

الشركات المدرجة في بورصة فلسطين حسب القطاع نهاية عام 2015م

قطاع	#	اسم الشركة	رمز التداول	عدد الأسهم المتداولة بالمليون	قيمة الأسهم المتداولة بالمليون (US$)	عدد الصفقات
التأمين	1	المجموعة الأهلية للتأمين	AIG	5.04	0.653	388
	2	العالمية المتحدة للتأمين	GUI	0.27	0.447	63
	3	المشرق للتأمين(*)	MIC	–	–	–
	4	التأمين الوطنية	NIC	0.34	0.962	221
	5	فلسطين للتأمين	PICO	0.36	0.452	25
	6	التكافل الفلسطينية للتأمين	TIC	0.26	0.484	33
	7	ترست العالمية للتأمين	TRUST	0.03	0.084	9
المجموع				6.3	3.082	739
الصناعة	1	العربية لصناعة الدهانات	APC	0.17	1.11	13
	2	دواجن فلسطين	AZIZA	0.013	0.043	27
	3	بيت جالا لصناعة الأدوية	BJP	0.053	0.152	11
	4	بيرزيت للأدوية	BPC	1.21	3.84	355
	5	مصنع الشرق للالكترود	ELECTRODE	0.031	0.09	6
	6	مطلحن القمح الذهبي	GMC	0.52	0.528	254
	7	سجاير القدس	JCC	0.39	0.4	369
	8	القدس للمستحضرات الطبية	JPH	0.92	1.59	328
	9	فلسطين لصناعة اللدائن	LADAEN	0.1	0.039	65
	10	الوطنية لصناعة الألمنيوم	NAPCO	0.03	0.034	47

قطاع	#	اسم الشركة	رمز التداول	عدد الأسهم المتداولة بالمليون	قيمة الأسهم المتداولة بالمليون (US$)	عدد الصفقات
		والبروفيلات "نابكو"				
	11	الوطنية لصناعة الكرتون	NCI	0.369	0.372	236
	12	دار الشفاء لصناعة الأدوية	PHARMACARE	0.193	0.692	91
	13	مصانع الزيوت النباتية	VOIC	0.049	0.597	43
المجموع				4.048	9.487	1845
الخدمات	1	أبراج الوطنية	ABRAJ	0.033	0.043	61
	2	المؤسسة العربية للفنادق	AHC	1.55	1.2	79
	3	المؤسسة العقارية العربية	ARE	0.08	0.026	103
	4	العربية الفلسطينية لمراكز التسوق	BRAVO	0.1	0.205	3
	5	جلوبال كوم للاتصالات	GCOM	0.826	0.068	221
	6	مركز نابلس الجراحي التخصصي	NSC	0.1	0.241	23
	7	بال عقار لتطوير وإدارة وتشغيل العقارات	PALAQAR	0.042	0.036	9
	8	الاتصالات الفلسطينية	PALTEL	9.12	71.268	4,925
	9	الفلسطينية للكهرباء	PEC	1.37	1.459	1,154
	10	مصايف رام الله	RSR	0.284	1.212	57
	11	الفلسطينية للتوزيع والخدمات اللوجستية	WASSEL	0.143	0.131	226
	12	موبايل الوطنية الفلسطينية للاتصالات	WATANIYA	7.185	5.359	2,533
المجموع				20.833	81.248	9394
البنوك والخدمات المالية	1	البنك الإسلامي العربي	AIB	0.974	1.179	459
	2	بنك فلسطين	BOP	38.871	104.804	5,393
	3	البنك الإسلامي الفلسطيني	ISBK	2.666	3.459	789

قطاع	#	اسم الشركة	رمز التداول	عدد الأسهم المتداولة بالمليون	قيمة الأسهم المتداولة بالمليون (US$)	عدد الصفقات
	4	البنك التجاري الفلسطيني	PCB	7.481	6.512	685
	5	بنك الاستثمار الفلسطيني	PIBC	0.882	0.865	60
	6	سوق فلسطين للأوراق المالية	PSE	0.004	0.024	2
	7	بنك القدس	QUDS	14.444	15.705	2,049
	8	البنك الوطني	TNB	28.232	37.613	1,415
المجموع				93.554	170.161	10852
الاستثمار	1	العربية الفلسطينية للاستثمار "أبيك"	APIC	13.563	14.495	1,815
	2	العقارية التجارية للاستثمار	AQARIYA	0.333	0.326	113
	3	المستثمرون العرب	ARAB	0.008	0.01	8
	4	القدس للاستثمارات العقارية	JREI	0.903	0.431	14
	5	فلسطين للتنمية والاستثمار	PADICO	30.052	36.748	3,700
	6	الفلسطينية للاستثمار والإنماء	PID	0.072	0.111	79
	7	فلسطين للاستثمار الصناعي	PIIC	0.324	0.858	131
	8	فلسطين للاستثمار العقاري	PRICO	4.224	3.069	1,912
	9	الاتحاد للإعمار والاستثمار	UCI	0.935	0.332	412
المجموع				50.414	56.38	8,184

ملحق (2):

نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (سنة الأساس 2004م) خلال السنوات 1997-2015م

بالدولار الأمريكي

السنة	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (US$)	السنة	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (US$)
1997	1487.5	2007	1406
1998	1645.2	2008	1449.1
1999	1723.9	2009	1529.8
2000	1526.7	2010	1606.4
2001	1345	2011	1752.5
2002	1143.7	2012	1807.5
2003	1267	2013	1793.3
2004	1358.1	2014	1737.4
2005	1459.4	2015	1744.5
2006	1360.1		

ملحق (3):

اختبار ADF لجذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى

Null Hypothesis: LPCAPITA has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.940704	0.8984
Test critical values:	1% level	-2.728252	
	5% level	-1.966270	
	10% level	-1.605026	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 15

Null Hypothesis: LMCGDP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.149278	0.7173
Test critical values:	1% level	-2.699769	
	5% level	-1.961409	
	10% level	-1.606610	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: LTVGDP has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.847321	0.3349
Test critical values:	1% level	-2.699769	
	5% level	-1.961409	
	10% level	-1.606610	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: LTVMC has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.179456	0.6076
Test critical values:	1% level	-2.699769	
	5% level	-1.961409	
	10% level	-1.606610	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

ملحق (4):

اختبار PP لجذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى

Null Hypothesis: LPCAPITA has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		0.447572	0.8006
Test critical values:	1% level	-2.699769	
	5% level	-1.961409	
	10% level	-1.606610	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: LMCGDP has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		0.139381	0.7142
Test critical values:	1% level	-2.699769	
	5% level	-1.961409	
	10% level	-1.606610	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: LTVGDP has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-0.847321	0.3349
Test critical values:	1% level	-2.699769	

	5% level	-1.961409
	10% level	-1.606610

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

Null Hypothesis: LTVMC has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-0.179456	0.6076
Test critical values:	1% level	-2.699769	
	5% level	-1.961409	
	10% level	-1.606610	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 18

ملحق (5):

اختبار ADF لجذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LPCAPITA) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.903094	0.0007
Test critical values:	1% level	-2.728252	
	5% level	-1.966270	
	10% level	-1.605026	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 15

Null Hypothesis: D(LMCGDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.857575	0.0007
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Null Hypothesis: D(LTVGDP) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.244129	0.0029
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	

	10% level	-1.606129

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Null Hypothesis: D(LTVMC) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=3)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.576736	0.0013
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

ملحق (6):

اختبار PP لجذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند الفرق الأول

Null Hypothesis: D(LPCAPITA) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.067816	0.0044
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Null Hypothesis: D(LMCGDP) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.850363	0.0007
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Null Hypothesis: D(LTVGDP) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.199473	0.0032
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	

	10% level	-1.606129

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

Null Hypothesis: D(LTVMC) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.585591	0.0013
Test critical values:	1% level	-2.708094	
	5% level	-1.962813	
	10% level	-1.606129	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 17

ملحق (7):

نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك

Date: 04/01/17 Time: 08:41
Sample (adjusted): 1999 2015
Included observations: 17 after adjustments
Trend assumption: Linear deterministic trend
Series: LPCAPITA LMCGDP LTVGDP
Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.734822	31.13050	29.79707	0.0349
At most 1	0.368421	8.565467	15.49471	0.4071
At most 2	0.043351	0.753422	3.841466	0.3854

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

ملحق (8):

نتائج تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM

Vector Error Correction Estimates
Date: 04/01/17 Time: 23:04
Sample (adjusted): 1999 2015
Included observations: 17 after adjustments
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
LPCAPITA(-1)	1.000000
LMCGDP(-1)	-0.620936 (0.16923) [-3.66928]
LTVGDP(-1)	0.334922 (0.07822) [4.28169]
C	-5.799969

Error Correction:	D(LPCAP)	D(LMCGD)	D(LTVGD)
CointEq1	-0.283294 (0.08908) [-3.18039]	-0.776068 (0.60513) [-1.28248]	-2.829951 (1.00643) [-2.81187]
D(LPCAPITA(-1))	0.567107 (0.19317) [2.93587]	0.967716 (1.31227) [0.73744]	4.222492 (2.18251) [1.93469]
D(LMCGDP(-1))	-0.198895 (0.06954) [-2.86009]	-0.665949 (0.47243) [-1.40963]	-1.281401 (0.78573) [-1.63085]
D(LTVGDP(-1))	0.049630 (0.03387) [1.46521]	0.350550 (0.23011) [1.52341]	0.683786 (0.38271) [1.78670]
C	0.001294 (0.01393) [0.09288]	0.019954 (0.09466) [0.21079]	-0.025455 (0.15744) [-0.16168]
R-squared	0.616859	0.229854	0.491209
Adj. R-squared	0.489145	-0.026862	0.321612
Sum sq. resids	0.038880	1.794350	4.963365
S.E. equation	0.056921	0.386690	0.643128

F-statistic	4.830016	0.895365	2.896332
Log likelihood	27.56230	-5.009107	-13.65736
Akaike AIC	-2.654388	1.177542	2.194983
Schwarz SC	-2.409325	1.422605	2.440046
Mean dependent	0.003447	0.034091	0.024084
S.D. dependent	0.079638	0.381599	0.780834

Determinant resid covariance (dof adj.)	5.31E-05
Determinant resid covariance	1.87E-05
Log likelihood	20.17884
Akaike information criterion	-0.256334
Schwarz criterion	0.625892

ملحق (9):

نتائج تقدير معادلة نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM

واختبار العلاقة السببية في الأجل الطويل

Dependent Variable: D(LPCAPITA)
Method: Least Squares
Date: 04/01/17 Time: 23:06
Sample (adjusted): 1999 2015
Included observations: 17 after adjustments
D(LPCAPITA) = C(1)*(LPCAPITA(-1) - 0.620935620428*LMCGDP(-1) + 0.334921955213*LTVGDP(-1) - 5.79996904497) + C(2)*D(LPCAPITA(-1)) + C(3)*D(LMCGDP(-1)) + C(4)*D(LTVGDP(-1)) + C(5)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	**-0.283294**	**0.089075**	**-3.180390**	**0.0079**
C(2)	0.567107	0.193165	2.935865	0.0125
C(3)	-0.198895	0.069541	-2.860091	0.0144
C(4)	0.049630	0.033872	1.465210	0.1686
C(5)	0.001294	0.013935	0.092883	0.9275

R-squared	0.616859	Mean dependent var	0.003447
Adjusted R-squared	0.489145	S.D. dependent var	0.079638
S.E. of regression	0.056921	Akaike info criterion	-2.654388
Sum squared resid	0.038880	Schwarz criterion	-2.409325
Log likelihood	27.56230	Hannan-Quinn criter.	-2.630028
F-statistic	4.830016	Durbin-Watson stat	2.378684
Prob(F-statistic)	0.014872		

ملحق (10):

نتائج اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات في الأجل القصير

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	Df	Probability
t-statistic	-2.860091	12	0.0144
F-statistic	8.180123	(1, 12)	0.0144
Chi-square	8.180123	1	**0.0042**

Null Hypothesis: C(3)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(3)	-0.198895	0.069541

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: Untitled

Test Statistic	Value	Df	Probability
t-statistic	1.465210	12	0.1686
F-statistic	2.146839	(1, 12)	0.1686
Chi-square	2.146839	1	**0.1429**

Null Hypothesis: C(4)=0
Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(4)	0.049630	0.033872

Restrictions are linear in coefficients.

VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Date: 04/08/17 Time: 17:11
Sample: 1997 2015
Included observations: 17

Dependent variable: D(LPCAPITA)

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
D(LMCGDP)	8.180123	1	0.0042
D(LTVGDP)	2.146839	1	0.1429
All	10.55027	2	0.0051

Dependent variable: D(LMCGDP)

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
D(LPCAPITA)	0.543816	1	0.4609
D(LTVGDP)	2.320783	1	0.1277
All	3.385917	2	0.1840

Dependent variable: D(LTVGDP)

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
D(LPCAPITA)	3.743043	1	0.0530
D(LMCGDP)	2.659668	1	0.1029
All	6.150303	2	0.0462

ملحق (11):

نتائج اختبار فحص جودة النموذج

(أ)اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

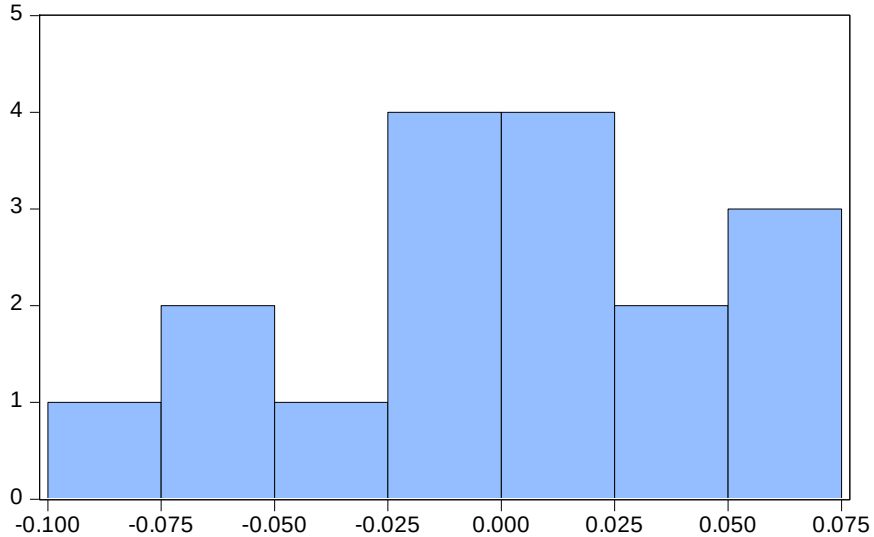
F-statistic	1.084638	Prob. F(1,11)	0.3200
Obs*R-squared	1.525809	Prob. Chi-Square(1)	0.2167

(ب)اختبار عدم تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	3.624995	Prob. F(6,10)	0.0355
Obs*R-squared	11.64566	Prob. Chi-Square(6)	0.0704
Scaled explained SS	4.201515	Prob. Chi-Square(6)	0.6494

(ج) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



تمّ بحمد الله وتوفيقه