



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عين تموشنت - بلحاج بوشعيب
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في مالية المؤسسة
تحت عنوان:

دور الأسواق المالية الناشئة في دعم النمو الاقتصادي
دراسة قياسية لسوق الأوراق المالية الماليزي خلال الفترة (1981-2022)
باستخدام نموذج ARDL

تحت إشراف الأستاذ:
- د. العشابي فاطيمة زهرة

إعداد الطلبة:
- سالم فردوس
- عباوي رزيقة هاجر

لجنة المناقشة

- بن نافلة نصيرة..... رئيسا
- دريش زهرة ممتحنا

السنة الجامعية: 2023 – 2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

الحمد لله والشكر لله الذي وفقني لأصل لجزء
مما حلمت وسعيت لتحقيقه.
الى الحنونة قرة عيني التي سهرت الليالي
لتراني في اعلى المراتب
الى من علمتني واكسبتني شخصية فذة
(امي حبيبتني حفظها الله)
الى أعظم رجل الذي تعب وسعى
لأجلنا ولأجل سعادتنا ومستقبلنا
(ابي الغالي)
سندي ورفيق دربي الذي شجعني لإكمال دراستي
(زوجي الغالي سطاح مصطفى)
الى اخوتي من كان لهم بالغ الأثر في كثير من العقبات والصعاب
الى العائلة زوجي الكريمة

فردوس

إهداء

من قال انا لها.. نالها

وانا لها وان ابت رغما عنها اتيت بها
الحمد لله حبا وشكرا وامنتان على البدء والختام
(وَأَخِرُ دَعْوَاهُمْ أَنِ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ)

الى من كلل العرق جبينه و علمني ان النجاح لا يأتي الا بالصبر والاصرار، الى
النور الذي انار دربي والسراج الذي لا ينطفئ نوره بقلبي ابداء، من بذل الغالي
والنفيس واستمدت منه قوتي واعتزازي بذاتي
(والدي العزيز)

الى من جعل الله الجنة تحت اقدامها وسهلت لي الشدائد بدعائها، الى الانسانه
العظيمة التي طالما تمننت ان تقر عينها برويتي في يوم كهذا
(والدتي الحبيبة)

الى ضلعي الثابت وامان ايامي، الى من شددت عضدي بهم فكانوا لي ينابيع
ارتوي منها، الى خيرة ايامي وصفوتها الى قرة عيني، اخواني واخواتي الغاليين
لكل من كان عونا وسندا في هذا الطريق... للأصدقاء الاوفياء ورفقاء السنين
وأصحاب الشدائد والازمات، الى من افاضني بمشاعره ونصائحه المخلصة اليكم
عائلتي

اهديكم هذا الإنجاز وثمره نجاحي الذي لطالما تمنيته، ها انا اليوم اتممت اول
ثمراته بفضل من الله عز وجل، فالحمد لله على ما وهبني، وان يعينني ويجعلني
مباركة أينما كنت.

رزيقة

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين تبارك وتعالى له الكمال وحده
وصلاة والسلام على سيدنا محمد نبيه ورسوله الأمين
وعلى سائر الانبياء والمرسلين
أحمد الله تعالى الذي بارك لي في إتمام بحثي هذا
وأقدم بجزيل الشكر وخالص الامتنان
الى كل أساتذتي الافاضل الذين كان لهم الفضل في سلوكي هذا الدرب
خاصة الأستاذة دريش زهرة
كل الشكر الى الأستاذة المشرفة العشابي فاطيمة زهرة
على قبول الاشراف على هذه المذكرة
رغم انشغالاتها الكبيرة
الى كل زملائي وزميلاتي عبر مسارنا الدراسي
دون ان أنسي كل من امد لي يد العون في انجاز بحثي هذا
ليرقى الى المستوى المطلوب ان شاء الله

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
04	أهم الدول الناشئة حتى 2008	01
39	التحليل الاحصائي لمتغيرات الدراسة	02
41	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات	03
42	نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) لاستقرارية السلاسل الزمنية	04
43	نتائج اختبار فيليبس بيرون (pp) لاستقرارية السلاسل الزمنية	05
46	اختبار bound test	06
47	نتائج تقدير نموذج (ARDL(1.0.0.2.1.0)	07
47	اختبار العلاقة طويلة الاجل	08
48	اختبار العلاقة قصيرة الاجل	09
49	نتائج اختبار ARCH	10
49	نتائج اختبار Breusch-Godfrey	11
49	نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين أخطاء	12

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
07	مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة	01
28	الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا	02
37	تطور الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا	03
38	تطور متغيرات مستقلة محل الدراسة	04
45	اختبار فترات الابطاء الملائمة للنموذج	05
50	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	06
50	اختبار مجموع التراكمي للبواقي الراجعة (CUSUM)	07
51	اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبواقي الراجعة	08



في ظل التطور المتزايد للعلوم والتكامل الاقتصادي العالمي، ظهرت الأسواق المالية الناشئة كلاعب رئيسي في المنظومة الاقتصادية العالمية. بعد أن كانت تلك الأسواق طويلاً على هامش الاقتصاد العالمي، أصبحت الآن محركات حيوية للنمو والتنمية في البلدان النامية.

تشكل الأسواق المالية الناشئة جزءاً لا يتجزأ من عملية التحول الاقتصادي التي تشهدها العديد من الدول النامية، حيث تسعى إلى الانتقال نحو اقتصادات السوق الحر والانفتاح على التجارة والاستثمار الأجنبي. وتلعب هذه الأسواق دوراً محورياً في جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية الإنتاجية.

تساهم الأسواق المالية الناشئة في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال عدة قنوات رئيسية. أولاً، تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها بشكل أكثر كفاءة، مما يؤدي إلى زيادة مستويات الاستثمار والإنتاجية. ثانياً، تسمح بتنويع المخاطر وإدارتها بطريقة أفضل، مما يشجع على المزيد من الاستثمارات ويدفع عجلة النمو قدماً.

بالإضافة إلى ذلك، تلعب الأسواق المالية الناشئة دوراً حاسماً في عملية التحول الهيكلي للاقتصادات النامية، حيث تسهم في تيسير عملية الخصخصة وتمويل المشاريع الخاصة الجديدة. كما تساهم في رفع معايير الحوكمة والشفافية في الشركات، مما يعزز كفاءة استخدام الموارد ويرفع معدلات الإنتاجية.

من ناحية أخرى، يؤثر النمو الاقتصادي المتسارع في البلدان النامية بدوره على تطور أسواقها المالية وزيادة عمقها وتنوعها. فالنمو الاقتصادي المرتفع يولد مزيداً من فرص الاستثمار ويزيد الطلب على الخدمات المالية، مما يدفع نحو تطوير هذه الأسواق لتلبية الاحتياجات المتنامية.

تشير العديد من الدراسات إلى وجود علاقة تبادلية إيجابية بين تطور الأسواق المالية الناشئة والنمو الاقتصادي، حيث يعزز كل منهما الآخر في دورة متكاملة. ومع ذلك، فإن قوة هذه العلاقة قد تختلف باختلاف مستوى التنمية الاقتصادية للبلد ودرجة تطور قطاعه المالي.

لذلك، أصبح من الضروري على الحكومات والجهات المعنية في البلدان النامية العمل على خلق الظروف المواتية التي تسهم في تطوير وتعزيز كفاءة الأسواق المالية، بهدف ضمان توفير التمويل اللازم للاستثمارات الإنتاجية وتعزيز النمو الاقتصادي على المدى الطويل. وكلما زادت فعالية هذه الأسواق، زادت قدرتها على المساهمة في تحقيق معدلات نمو اقتصادي أعلى ومستدامة في البلدان النامية.

و على هذا الأساس جاءت اشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما هو دور الأسواق المالية الناشئة في تحفيز النمو الاقتصادي؟ وكيف ساهم تطور السوق المالي الماليزي في معدلات النمو الاقتصادي خلال الفترة 1981-2022؟

تتفرع عن هذه الإشكالية الرئيسية عدة أسئلة فرعية يمكن طرحها:

✓ ما هي طبيعة العلاقة بين تطور السوق المالي الماليزي، ممثلاً بمؤشرات مثل الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة، اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق) ، وإجمالي الناتج المحلي؟

✓ كيف تأثرت هذه العلاقة بين السوق المالي وإجمالي الناتج المحلي بمتغيرات أخرى مثل معدل التضخم ومعدل الفائدة الحقيقي؟

❖ **الفرضيات الدراسة:**

وحتى يمكننا الإجابة على هذه الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، وقصد توجيه الدراسة تم

صياغة الفرضيات الآتية:

• **الفرضية الأولى:** توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية، أسعار الفائدة، معلمة الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية) والمتغير التابع (ناتج المحلي الإجمالي).

• **الفرضية الثانية:** توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة كل من (معدل التضخم، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة) والمتغير التابع (ناتج المحلي الإجمالي).

❖ **اهمية الدراسة:**

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال تسليط الضوء على دور الأسواق المالية الناشئة في تعزيز

النمو الاقتصادي، وهو موضوع ذو أهمية بالغة بالنسبة للدول النامية التي تسعى لتحقيق معدلات نمو مرتفعة ومستدامة. تركز الدراسة على حالة السوق المالي الماليزي، الذي يُعدُّ واحدًا من الأسواق المالية الرائدة في منطقة جنوب شرق آسيا، مما يوفر رؤى قيمة حول تجربة ماليزيا في تطوير قطاعها المالي ودوره في تعزيز النمو الاقتصادي. بالإضافة إلى ذلك، ستسهم الدراسة في إثراء الأدبيات المتعلقة بهذا الموضوع الحيوي، وستقدم توصيات للحكومة الماليزية وصناع السياسات حول كيفية تحسين كفاءة الأسواق المالية لتعزيز النمو المستدام، بالإضافة إلى تسليط الضوء على الدروس المستفادة التي يمكن أن تفيد البلدان الأخرى التي تمتلك أسواق مالية ناشئة.

❖ أهداف الدراسة:

ما يلي أهداف الدراسة بشكل مختصر:

1. تحليل العلاقة طويلة الأجل بين تطور السوق المالي الماليزي ونتاج محلي الاجمالي خلال الفترة 1981-2022.
2. فحص تأثير المتغيرات الاقتصادية الأخرى مثل معدل التضخم ومعدل الفائدة، على هذه العلاقة.
3. المساهمة في إثراء الأدبيات حول دور الأسواق المالية الناشئة في النمو الاقتصادي.

❖ منهجية الدراسة:

من أجل تحقيق فهم شامل للموضوع والإجابة عن إشكالية البحث والتساؤلات المطروحة، تم اعتماد طريقة IMRAD لمعالجة هذا الموضوع. وقد تم اتباع المنهج الوصفي في الجانب النظري لتوضيح المبادئ العلمية والمفاهيم الأساسية لمكونات الدراسة. بالإضافة إلى ذلك، تم استخدام المنهج التحليلي من خلال استخدام نموذج ARDL ومجموعة من الأدوات والمقاييس في الجانب التطبيقي.

❖ حدود الدراسة:

تتمثل الفترة الزمنية للدراسة في الفترة من عام 1981 إلى عام 2022، نظرًا لتوفر البيانات اللازمة والمتعلقة بجميع متغيرات الدراسة. أما الحدود المكانية، فتم تحديدها على مستوى سوق المالي الماليزي.

❖ هيكل الدراسة:

تم تجزئة البحث إلى فصلين بغية ضبطه، وذلك وفقاً للطريقة المعروفة بـ IMRAD.

يتناول الفصل الأول (الجانب النظري) المبادئ العلمية والمفاهيم الأساسية لمكونات الدراسة،

حيث ينقسم إلى مبحثين:

يتضمن المبحث الأول عموميات حول الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، بينما يتضمن المبحث الثاني الدراسات السابقة.

أما الفصل الثاني (الجانب التطبيقي)، فهو يشكل دراسة قياسية لتأثير المؤشرات السوق المالي الماليزي على الناتج المحلي الإجمالي باستخدام نموذج ARDL.

الفصل الأول

تمهيد

تلعب الأسواق الناشئة دورًا حيويًا في تعزيز النمو الاقتصادي العالمي، حيث تتميز هذه الأسواق بالديناميكية والإمكانات الهائلة التي تجذب انتباه المستثمرين والشركات العالمية. وتفتح هذه الأسواق آفاقًا جديدة للتنمية والازدهار.

شهدت السنوات الأخيرة تحولًا كبيرًا في توازن القوى الاقتصادية العالمية، حيث ظهرت الأسواق الناشئة كقوى اقتصادية صاعدة. تتمتع هذه الأسواق بقوى عاملة شابة وموارد طبيعية غنية، وتمثل فرصًا هائلة للنمو والتطور. ومع ذلك، تواجه الأسواق الناشئة تحديات مثل البنية التحتية الضعيفة والأطر التنظيمية غير الملائمة وعدم الاستقرار السياسي.

لذلك، يعد دراسة العلاقة بين الأسواق الناشئة والنمو الاقتصادي أمرًا بالغ الأهمية، حيث يمكن أن تساعد في فهم الديناميكيات المعقدة التي تحكم هذه العلاقة. من خلال البحث والتحليل، يمكن تحديد العوامل الرئيسية التي تؤثر على النمو الاقتصادي في هذه الأسواق، وبالتالي وضع سياسات واستراتيجيات فعالة لتعزيز التنمية المستدامة.

في هذا السياق، سيقدم هذا الفصل عموميات حول الأسواق المالية الناشئة والنمو الاقتصادي في المبحث الأول، مستفيدًا من الدراسات السابقة ذات الصلة في المبحث الثاني.

المبحث الأول: عموميات حول الاسواق المالية والنمو الاقتصادي

تعد الأسواق الناشئة قوى اقتصادية صاعدة في العالم المعاصر. في هذا المبحث، سنلقي نظرة عامة على مفهوم، خصائص وأهمية هذه الأسواق في المطلب الاول وبمفهوم وخصائص وطرق قياس النمو الاقتصادي في المطلب الثاني.

المطلب الاول: مفاهيم الاساسية حول الاسواق الناشئة

قبل الخوض في تفاصيل العلاقة بين الأسواق الناشئة والنمو الاقتصادي، من المهم أن نفهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذه الأسواق. في هذا المطلب، سنستعرض التعريفات، اهمية والخصائص الرئيسية للأسواق الناشئة.

أولاً: مفهوم الاسواق الناشئة

1- تعريف الأسواق المالية الناشئة:

لا يوجد تعريف موحد عالمياً للأسواق المالية الناشئة، ويعود أصل مصطلح الأسواق الناشئة إلى - الاستثمار الأمريكية التي كانت تبحث عن مناطق جغرافية قوية النمو من أجل الاستفادة من العوائد المرتفعة توفرها الأسواق المالية في طريق التطور. تغطي خاصية الناشئة" عدة معاني، حيث يمكن أن تصف سوق بدأت في عملية النمو والتحديث حتى تصبح أكثر جاذبية للمستثمرين، يمكن أن تطلق أيضاً على سوق بدأت في عملية التغيير من حيث الحجم والتطور حتى تتميز عن تلك الأسواق صغيرة الحجم والتي لم تصل إلى مرحلة الانطلاق.

يشير مصطلح السوق المالية الناشئة إلى سوق مالية في مرحلة انتقالية، بمعنى آخر التي تتميز بزيادة الحجم، النشاط ومستوى التطور حسب شركة Standard & Poor تصنف الأسواق المالية على أنها ناشئة إذا توفرت على الأقل على أحد الشرطين التاليين :

- ✓ أن تنتمي إلى اقتصاد ذو دخل وطني منخفض أو متوسط حسب تصنيف البنك الدولي ؛
 - ✓ أن تكون رسمتها السوقية القابلة للاستثمار منخفضة نسبياً مقارنة بالنتائج الوطني الخام.PNB
- بعبارة أخرى، تعتبر السوق المالية لأي اقتصاد ناشئة إلى غاية وصول ناتجه المحلي الخام فئة الاقتصادات ذات الدخل المرتفع لثلاث سنوات متتالية، إضافة إلى وصول نسبة الرسملة السوقية القابلة للاستثمار إلى PNB ضمن 25% من الأسواق المالية الناشئة الأفضل أداء لثلاث سنوات على التوالي،

فحسب هذا التعريف كل سوق مالية غير متطورة هي سوق ناشئة، في حين أن الفرق بين السوق المالية المتطورة والسوق المالية الناشئة لا ينحصر فقط في هذين الشرطين .

كما يرتبط تعريف الأسواق المالية الناشئة بالدول التي تشهد اقتصاداتها عملية نمو متسارعة من مرحلة انتقالية نحو اقتصاد السوق، والتي تتيح أسواقها فرصاً أكبر للمستثمرين فيها لتحقيق عوائد مرتفعة مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، ومن أهم ملامح الأسواق المالية الناشئة صغر حجم الاقتصاد المتواجدة فيه، انخفاض نصيب الفرد من الناتج القومي الإجمالي للفرد وانفتاح معتبر على الاستثمار الأجنبي. (رزق الله، 2022، صفحة 38، 39).

ومن الواضح أن أغلبية الأسواق المصنفة حالياً كناشئة ستدخل في المستقبل ضمن إطار الأسواق المتقدمة، فمرحلة النشوء هذه مرت بها كل سوق مالية في بداية تطورها حيث في بداية القرن العشرين كانت السوق الأمريكية تعتبر ناشئة بالنسبة للمستثمر البريطاني بينما السوق اليابانية أعدت ناشئة في الستينات والسبعينات. (بوعبد الله، 2014، صفحة 180)

الجدول رقم (01) أهم الدول الناشئة حتى 2008.

أمريكا اللاتينية	آسيا	أوروبا	الشرق الأوسط	إفريقيا
- الأرجنتين	- الصين	- جمهورية	- البحرين	- نيجيريا
- برازيل	- الهند	- التشيك	- الأردن	- مصر
- الشيلي	- أندونيسيا	- المجر	- العربية	- المغرب
- كولومبيا	- كوريا الجنوبية	- بولونيا	- السعودية	- جنوب
- المكسيك	- ماليزيا	- روسيا	- عمان	- افريقيا
- البيرو	- فلبيين	- تركيا	- ايران	- زيمبابوي
- فنزويلا	- سريلنكا	- سلوفينيا		
	- تايوان			
	- تايلندا			

المصدر: (بوعبد الله، 2014، صفحة 180)

2- خصائص الاسواق المالية الناشئة:

1.2 حجم السوق :ويقيسه مؤشرين

1- **الرسملة السوقية**: يقصد بالرسملة السوقية القيمة السوقية لجميع الأصول المسجلة والمسعرة في البورصة، حيث تتغير الرسملة بتغير الأسعار في البورصة، الدخول أو الخروج من البورصة، الخوصصة، رفع رأس مال الشركة... إلخ.

2- **عدد الشركات المدرجة في السوق**: يقصد به عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق أن هذا المؤشر يفقد تلك الدلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية أي قد يكون عدد الشركات المدرجة في السوق كبيرا ولكن إجمالي صغيرا السوقية لتلك الشركات.

2.2 **السيولة**: ويقصد بها سهولة بيع وشراء الأوراق المالية، وهناك مؤشران:

1- **معدل التداول**: ويقاس التداول المنظم لأسم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

2- **معدل الدوران**: هو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية، وهو يقاس حجم المعاملات بالنسبة لحجم السوق، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في السوق الأوراق المالية، وإلى أن تكاليف اتمام الصفقات منخفضة. وجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية، واقترب أسعار الأسهم من السعر العادل، وكلما انخفض معدل الدوران، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الاوراق المالية، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل.

3.2 **التمركز**: في العديد من البلدان تسيطر بضعة شركات على السوق الأمر الذي يعني ارتفاع درجة التمرکز في السوق. وتعد درجة التركيز المرتفعة أمرا غير مرغوب فيه لأنها قد تؤثر بشكل سلبي على سيولة السوق. وتقاس درجة تركيز السوق من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق أو في قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رأس مال السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق هذه الشركات.

4.2 **افتقارها للتنظيم**: تشهد الأسواق المالية الناشئة في معظمها سوء تنظيم وعدم الكفاءة في الإدارة، كونها أسواقا وجدت نتيجة ظروف اقتصادية ميزت البلدان المتواجدة فيها، ولم يتوخى في إنشائها تحضير القوانين والتشريعات المنظمة للعمل فيها، بمعنى أن سلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها. وتتعلق الجوانب التنظيمية بالشروط الخاصة التي تقيد

الشركات في هذه الأسواق، تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات، في الكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع أعضائها والوسطاء فيها.

5.2 ارتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل الأسواق المالية الناشئة مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي، لاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المتقدمة لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق مقارنة بما يحققونه في الأسواق المتطورة.

6.2 التطور السريع: تتميز الأسواق المالية الناشئة بنموها السريع، حيث تشهد ارتفاعا متزايدا في عدد الشركات المدرجة بها، وما يتبعه من زيادة في حجم الأوراق المالية المتداولة فيها، ويعود ذلك إلى أن إنشاء تلك الأسواق يدخل في إطار عملية الخصخصة المتبعة من قبل تلك الدول، والتي تهدف أساسا إلى تغيير الطبيعة القانونية للشركات العمومية إلى شركات مساهمة مصدرة للأوراق المالية، مما يؤدي إلى تعزيز تلك الأسواق. (خزان، 2017، صفحة 108 و 118)

3-مراحل تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة:

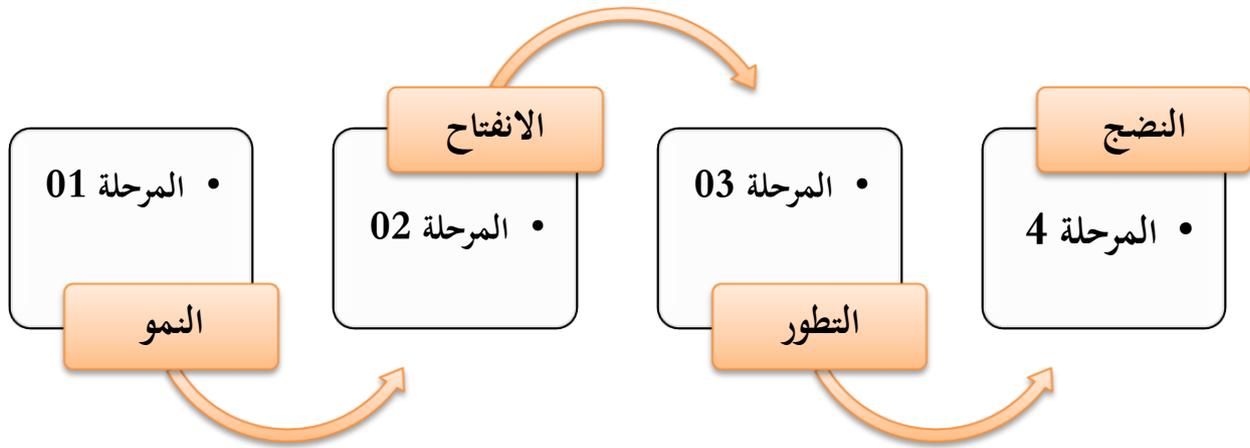
تمر الأسواق المالية الناشئة في تطورها بأربعة مراحل وقبل أن يمر السوق إلى المرحلة الموالية يكون قد مر بالمرحلة التي قبلها، وتتمثل هذه المراحل في:

- ❖ **المرحلة الأولى (النمو):** تتميز الأسواق الناشئة في هذه المرحلة بما يلي :
 - قلة عدد الشركات المسجلة وانخفاض عدد الأسهم وتعرضها لتقلبات شديدة في الأسعار .
 - ارتفاع درجة التركيز وانخفاض السيولة.
 - تتجه أسعار الأوراق المالية في هذه المرحلة إلى الارتفاع الأمر الذي يجعلها تجذب المدخرات المحلية التي كانت توجه إلى أنشطة أخرى، أي هي بداية استخدام سوق الأوراق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم للنمو الاقتصادي بالدولة .
- ❖ **المرحلة الثانية (الانفتاح):** تتميز السوق الناشئة في هذه المرحلة بارتفاع مستوى السيولة مع تنوع الأسهم إضافة إلى تطور اللوائح التنظيمية، الأمر الذي يوفر فرص لتحقيق الربح للمستثمرين بهذه الأسواق خاصة للمستثمرين الأجانب .
- ❖ **المرحلة الثالثة (التطور):** تتميز الأسواق التي تكون في هذه المرحلة بتحقيق قدر من الاستقرار في أسعار الأوراق المالية ما يؤدي إلى قلة التقلب في العوائد، بالإضافة إلى سرعة التداول وارتفاع القيمة السوقية للأسهم مقارنة بالمرحلتين السابقتين.

❖ المرحلة الرابعة (النضج): في هذه المرحلة تكون السوق الناشئة حققت درجات كبيرة من النضج في نشاطها بحيث تتميز بما يلي:

- ارتفاع درجة السيولة بالنظر الى ارتفاع حركة التداول.
- تميزها باتساع السوق بالنظر الى كثرة الشركات المسجلة.
- انخفاض مخاطر الأوراق المالية الى مستوى منافسة الأسواق الدولية (سهايلية، 2019، صفحة 210).

الشكل رقم (01): مراحل تطور الأسواق المالية الناشئة



المصدر: من اعداد الطالبتين

4- أهمية الاسواق المالية الناشئة:

تعود أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل مهمة منها:

- 1- تعريف المستثمرين ورجال الأعمال بالشركات والمؤسسات الوطنية ووضعها المالي.
- 2- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة.
- 3- تسهيل النقاء مدخرات الأفراد والهيئات بالمستثمرين.
- 4- تعمل الأسواق على تحقيق موازنة فعالة بين قوى الطلب والعرض، وتزيد أهمية أسواق الأوراق المالية في المجتمعات التي تنتم بحرية الاقتصاد.
- 5- السوق تعتبر وسيلة رئيسية لتحقيق سيولة الاستثمارات المدخرة وتعبئة المدخرات لتنمية الاقتصاد.

- 6- تعمل الأسواق على إحداث توازن فعال بين قوى الطلب والعرض، وتمنح حرية كاملة لإجراء جميع الصفقات والتبادلات. وتتزايد أهمية أسواق الأوراق المالية وتبرز ضرورتها في المجتمعات التي تتمتع بحرية اقتصادية وتعتمد على المبادرة
- 7- تقدم الأسواق مؤشراً مالياً يكمل المؤشرات الاقتصادية لقياس الأداء الإنتاجي من خلال تطوير أسعار الأوراق المالية.
- 8- تسهل الأسواق لقاء مدخرات الأفراد والهيئات مع المستثمرين من خلال طرح الأسهم والسندات للاكتتاب العام وبوساطة الوسطاء.
- 9- تعتبر الأسواق مصدراً أساسياً للتمويل من خلال إصدار الأسهم والأوراق المالية.
- 10- تضم الأسواق مجموعة من المؤسسات المنتجة للاستثمارات والصناديق والشركات التعاونية.
- 11- تشكل الأسواق حافزاً للشركات المدرجة على متابعة تغيرات أسعار أسهمها وتحسين أدائها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهمها. كلما كانت الأسواق المالية فعالة، كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتعزيز الاستقرار الاقتصادي للدولة: (سلطان، 2015، صفحة 14)

ثانياً: أثر الاسواق المالية في الاقتصاديات الدول الناشئة:

تتميز الأسواق المالية العالمية باتجاهها نحو المزيد من التكامل والتحرير، حيث تتدفق أموال ضخمة عبر الحدود للاستفادة من تنوع المخاطر. هذه الزيادة في التدفقات العابرة للحدود ناتجة عن فتح الأسواق المالية المحلية وإزالة القيود على رأس المال، بالإضافة إلى تحسين السياسات الداخلية وزيادة النمو الاقتصادي.

تميزت هذه التدفقات بالتحول من القروض التجارية إلى استثمارات أخرى، مثل الاستثمار المباشر واستثمارات المحفظة. تم تشجيع التدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية بناءً على عدة أسس، ولكن يجب موازنة منافع الأسواق المالية مع التكاليف والمخاطر المحتملة.

بعد عرضنا لتعريف الأسواق الناشئة ومراحل نشأتها وخصائصها وأهميتها، يظل هناك بحث ومحاولة للإجابة عن الأسئلة التالية: ما هي الآثار الإيجابية والسلبية التي نتجت عن نمو الأسواق الناشئة؟ وللإجابة على هذه الأسئلة يجب مناقشة النقاط التالية :

- الآثار الإيجابية للأسواق الناشئة .
- الآثار السلبية للأسواق الناشئة.

1- الآثار الايجابية للأسواق المالية الناشئة:

لقد نتج عن تدفقات رؤوس الأموال للدول النامية من خلال الاستثمار في الأسواق الناشئة عدد من الآثار الايجابية على كل من الاستثمار والتنمية الاقتصادية لهذه الدول كما ساعد نمو هذه الأسواق على تحقيق مكاسب صافية على مستوي العالم وذلك كمايلي:

- انخفاض تكلفة تمويل التنمية:

اعتمدت الدول النامية على الاقتراض لتمويل عمليات التنمية لفترات طويلة، حيث كانت القروض تُمنح غالبًا بأسعار فائدة عالمية، مما يزيد من تكلفة الديون وخدمتها. ومع ظهور الأسواق الناشئة في الدول النامية وجذبها لتدفقات مالية هائلة كاستثمار مالي في الأدوات المالية المختلفة، ساعد ذلك هذه الدول على الحصول على التمويل اللازم بتكلفة أقل مما كانت تدفعه سابقاً للقروض.

- زيادة الاستثمار في دول الأسواق الناشئة:

قاد نمو الأسواق الناشئة إلى زيادة الاستثمار في هذه الدول، حيث فتحت الباب أمام الشركات للحصول على التمويل بتكلفة منخفضة. هذا التطور أدى إلى زيادة نسبة الاستثمارات في الناتج المحلي الإجمالي، كما حدث في تايلاندا حيث ارتفعت نسبة الاستثمار من 23.9% في عام 1987 إلى 38.2% في عام 1991. يعكس هذا النمو تأثير سوق الأوراق المالية في تايلاندا على زيادة الاستثمارات ونسبتها من الدخل القومي. يمكن تفسير هذا النمو بزيادة النشاط المالي في الأسواق الناشئة، وبالتالي زيادة الاستثمار الحقيقي. وبموجب العلاقة المضاعفة، سيؤدي هذا الزيادة في الاستثمار إلى زيادة أكبر في الدخل القومي، مما يؤكد على الأثر الإيجابي لنمو الأسواق الناشئة على النمو الاقتصادي لهذه الدول.

- تحسين قيمة العملة في دول الأسواق الناشئة:

بمساعدة نمو الأسواق الناشئة، يمكن أن يتدفق حجم كبير من الاستثمارات إلى هذه البلدان، مما يمكن أن يؤدي إلى تحسن في قيمة عملتها. في البلدان التي تتبع نظام تعويم العملات، يمكن أن يؤدي أي تدفق للرأسمال الزائد إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وبالتالي تحسن سعر الصرف. وهذا يمكن أن يؤدي إلى تحسن في القيمة الحقيقية للعملة، خاصة في حالة انخفاض مرونة الطلب على الصادرات والواردات.

- تخفيف حدة التقلبات الاقتصادية:

ساهم نمو الأسواق الناشئة في تخفيف تقلبات الاقتصاد، حيث يتمتع المستثمرون عن بيع أصولهم في

فترات الكساد وعن شراء أصول في فترات الرواج لتحقيق أرباح رأسمالية. هذا السلوك يعتبر عاملاً داخلياً يساهم في تقليل حدة الدورة الاقتصادية، وبالتالي يساعد على تحقيق الاستقرار في الاقتصاد لدول الأسواق الناشئة

- دورها في استعادة رأس المال الخارج:

قرارات المستثمرين تعتمد على تحليل العوائد والمخاطر في الدول المختلفة، وعدم الثقة في البيئة الاستثمارية يدفع رؤوس الأموال للجوء إلى الدول المتقدمة. وقد شهدت أمريكا الجنوبية خروجاً كبيراً لرؤوس الأموال بقيمة 151 مليار دولار خلال فترة معينة، وكانت أسواق الأوراق المالية الناشئة تعتبر جاذبة لاسترداد هذه الأموال، حيث توفر فرصاً للاستثمار بعائدات مجزية. وغالباً ما يعود جزء من هذه الأموال إلى الأسواق الناشئة قبل اكتشاف الفرص الاستثمارية من قبل المستثمرين الأجانب، نظراً لقربهم من التطورات الاقتصادية والمعلومات المحلية. ووجود أسواق مالية ناشئة يقلل من احتمالية خروج الأموال للخارج، حيث توفر بدائل استثمارية متنوعة وتقلل من الاعتماد على الأسواق الخارجية. (عائشة،

2013، صفحة 194،195،196)

2- الآثار السلبية للأسواق الناشئة:

يتم عرض فيما يلي الآثار السلبية التي تترتب على النمو في أسواق الأوراق المالية الناشئة على اقتصاديات هذه الدول النامية، ويوجد عدد من العناصر التي تؤدي إلى ارتفاع نواحي عدم الثبات وزيادة الآثار السلبية للتدفقات الرأسمالية:

- كثير من المشكلات المرتبطة بانتهاء الأسواق تدور حول تناسق البيانات وانتظامها.
- الطبيعة الخاصة للتدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية، والتي عادة ما تكون قصيرة الأجل وتتسم بالمضاربة.
- ويؤثر هذا بدوره على عدد من المتغيرات الاقتصادية الهامة الأخرى مثل الاستثمارات والصادرات والواردات والاستهلاك.
- ويؤدي التحرير المالي إلى التفاعل بين سوقين يتصفان بشدة عدم الثبات وهما سوق الأوراق المالية وسوق الصرف الأجنبي، ويمكن أن تؤدي هذه العلاقة، وفي ظل الأزمات الداخلية والخارجية، إلى حلقة متصلة من تداول المعلومات غير الصحيحة بل إلى عدم ثبات أكبر. (قاسم شاوش ، 2013،

صفحة 90)

وقبل استعراض أهم هذه المشاكل المتمثلة في التقلب والمضاربة من جهة والمشاكل الأخرى الخاصة باستمرارية هذه التدفقات من جهة أخرى، نورد فيما يلي بعض الظواهر التي تحد من كفاءة النظام المالي في الأسواق المالية العالمية بصفة عامة وتظهر بصفة أكثر عمقا في كثير من الأسواق الناشئة وبالتالي تزيد من حدة وأثر المشاكل التي تتعرض لها هذه الأسواق، ومن أهم هذه المشاكل ما يلي:

• عدم تجانس المعلومات:

بالنسبة للقيمة الحقيقية وتكوين المشاكل التي تهز السوق، فإن اقتصاديات الأسواق الناشئة تعاني من نقص شديد في المعلومات، ولكن مع توفير قواعد الإفصاح التي تفرضها السلطات التنظيمية، من المتوقع أن تقلل من حدة هذه المشاكل. وتتجم عن عدم توفر المعلومات مشكلتان أساسيتان: الاختيار العكسي والخطر المعنوي .

- **الاختيار العكسي:** يحدث عندما لا يمكن لأعوان الفاضل التمويلي التمييز بين أصحاب العجز التمويلي بسبب نقص المعلومات، مما يؤدي إلى طرد المنتجات المالية الجيدة والاحتفاظ بالمنتجات الرديئة.

- **الخطر المعنوي:** يحدث بعد إتمام المعاملة، حيث يمكن للمقترض ممارسة أنشطة غير أخلاقية لتقليل احتمال سداد القرض، مما يضع المستثمر في موقف صعب.

• مشكلة الاستفادة دون دفع التكاليف:

تحدث هذه الأخيرة عندما يقوم الأشخاص الذين لا ينفقون مواردهم على جمع المعلومات بالاستفادة منها على حساب الذين جمعوها ولهذه المشكلة أهميتها الخاصة في أسواق الأوراق المالية، فإذا حصل بعض المستثمرين على معلومات فان مستثمرين آخرين لم يدفعوا للحصول عليها ربما يتمكنون من الشراء جنبا إلى جنب مع المستثمرين الذين حصلوا على المعلومات، ومن شأن ذلك التحييط من الحافز على السعي للحصول على المعلومات.

• أثر العدوى: (عائشة، 2013، صفحة 197، 198)

يظهر تأثير العدوى عندما ينتشر الشك في هيكل النظام المالي، مما يؤدي إلى زيادة في عمليات التصفية وضغوط متزايدة للبيع وتصاعد في سحب العملات. منذ بداية أزمة الديون في الثمانينات، أصبح واضحا أن الصعوبات التي تواجهها دولة ما تؤثر على قدرتها الائتمانية وتنتقل إلى الدول المجاورة. تهدد آثار الذعر والعدوى استقرار المقرضين والنظام المالي بأكمله، بالإضافة إلى تهديد استقرار

الأنظمة المجاورة. بعد التعرض لأبرز سمات الأسواق الناشئة التي ساهمت في ضعف النظام المالي في تلك الدول، يجب الآن التفصيل في أهم المشاكل التي تواجهها هذه الأسواق على النحو التالي:

1- المشاكل المتعلقة بالتقلبات و المضاربة:

غالبًا ما يُلقى باللوم على سوق الأوراق المالية كمصدر للتقلبات الاقتصادية المفرطة، ومن بين الأسباب الرئيسية لذلك هي

- تعرض الدول النامية للأزمات الداخلية والخارجية بشكل أكبر، مما يمكن أن يهدد استقرار أي نظام اقتصادي.

- عدم استقرار شروط التجارة الدولية في الاقتصادات التي تعتمد على منتج أو محصول معين، مما يسهم في عدم استقرار المالية.

- برامج التكيف الهيكلي في بعض الدول النامية تزيد من التقلبات وتنتقل بسرعة إلى الأسواق المالية، مما يؤدي إلى تفاعلات سلبية في الأسواق الأخرى .

- تضخيم التأثيرات السلبية والتفاعلات في الأسواق الأخرى بسبب المضاربة في الأسواق الناشئة .

- زيادة مخاطر المضاربة والمشاكل المتعلقة بالسيولة العالية في أسواق الاستثمار، مما يؤدي إلى تقلبات مفرطة في العائدات ويثبط المشاركة من المستثمرين الذين يفضلون تجنب المخاطر.

الضغوط المضاربية التي قد تنشأ من المعاملات الناتجة عن التفاؤل الزائد وتحرير المعاملات المالية، مما يؤدي إلى تحقيق أرباح في الأجل القصير دون النظر إلى النظرة الطويلة المدى.

- توجيه الموارد بعيداً عن الأنشطة الإنتاجية نحو سوق المالية بسبب المؤسسات غير المالية التي تدخل البورصة لاقتناص العائدات الأعلى المتاحة.

2- المشاكل المرتبطة بالاستثمار بالمحفظة:

تثير المخاوف من أن تؤدي تدفقات الاستثمار في المحفظة إلى تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي، سواء كانت هذه التدفقات مؤقتة أو دائمة. يمكن أن تسبب التدفقات غير المستمرة اضطرابات في الاقتصاد المحلي عند وصولها وخروجها، وقد بدأت في التسعينات مشكلة في زيادة رؤوس الأموال الوافرة للبلدان النامية، مما يؤثر على الاقتصاد الكلي ويثير مخاوف أخرى. إذا لم يتمكن البنك المركزي من التصدي لهذه التأثيرات بسبب نقص الاحتياطات الأجنبية، فإنه قد يؤدي إلى انخفاض في ميزان المدفوعات وتدهور في الأسعار وتدفقات رأس المال، مما يجبر المستثمرين الأجانب على سحب

استثماراتهم وتحويلها للخارج للحصول على عوائد أعلى. يمكن أن يؤدي هذا إلى انخفاض في أسعار الأسهم ويعتمد ذلك على نظام الصرف ومعدلات الفائدة المحلية. (عائشة، 2013، صفحة 199، 200)

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول النمو الاقتصادي

يعتبر النمو الاقتصادي في أي بلد ذو أهمية في الارتفاع بمستوى الناتج (الدخل) والتخفيض من معدلات البطالة التي باتت الشغل الشاغل لمختلف دول العالم فهو يعتبر أيضا من أهم المواضيع التي لا بد من الوقوف عندها.

أولا: مفهوم النمو الاقتصادي

من المفيد تعريف المقصود بالنمو الاقتصادي الذي يختلف عن مفهوم التنمية الاقتصادية، والعناصر التي يركز عليها وأهم أهدافه.

1- تعريف النمو الاقتصادي

✓ يقصد بالنمو الاقتصادي حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي (PIB) إجمالي الدخل القومي بما يحقق زيادة في متوسط نصيب الفرد في الدخل الحقيقي.

✓ ويعرف أيضا على انه الزيادة أو التوسع في الناتج الحقيقي أو التوسع في دخل الفرد من الناتج القومي الحقيقي وهو بالتالي يخفف من عبء ندرة الموارد ويولد زيادة في الناتج القومي الذي يعمل على مواجهة المشاكل الاقتصادية.

(عبد العزيز، عجيبة، و عطية، 2000، صفحة 50، 51)

✓ - أيضا: "يعتبر مفهوما كميًا يعبر عن زيادة الإنتاج في المدى الطويل أي هو الزيادة المحققة في إنتاج البلد على المدى الطويل ويأخذ مفهوم التوسع الاقتصادي أو التطور الاقتصادي بمنظور كمي بحيث هذا التوسع الاقتصادي يمثل الزيادة الظرفية لإنتاج البلد".

وبما إن النمو الاقتصادي يعبر عن الزيادة الحاصلة في الإنتاج فانه يأخذ بعين الاعتبار نصيب الفرد من الناتج أي معدل نمو الدخل الفردي.

والخلاصة يتجلى فيما يلي:

- زيادة الناتج الوطني الحقيقي بين فترتين.
- أن تكون الزيادة على المدى البعيد وليست عابرة.
- ارتفاع معدل الدخل الفردي بالقيمة الحقيقية. (بلوناس، 2005، صفحة 271)

2-- الفرق بين النمو والتنمية:

تعتبر التنمية والنمو الاقتصادي من المفاهيم الشائعة في علم الاقتصاد إذ تعتبر الهدف الرئيسي لأغلب النظريات الاقتصادية وأكثر المواضيع التي تهتم إدارة الحكومات التي تهتم بتطوير بلادها وازدهار شعبها ولكن يجب الانتباه إلى وجود فرق بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية. إن مصطلح التنمية والنمو الاقتصادي كلاهما يشير إلى معدل زيادة في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي خلال فترة زمنية طويلة إلا أن النمو الاقتصادي يشير إلى الزيادة المطردة في الناتج القومي الإجمالي لفترة طويلة من الزمن دون حدوث تغيرات مهمة ملموسة في الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والسياسية... الخ بينما تعني التنمية الاقتصادية إلى جانب الناتج القومي الإجمالي حدوث تغيرات هيكلية مهمة وواسعة في المجالات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية وفي التشريعات والأنظمة.

3- خصائص النمو الاقتصادي: (خباية، 2014، صفحة 16، 17)

يمتاز النمو الاقتصادي بعدة خصائص نذكر منها:

- النمو الاقتصادي لا يهتم بتوزيع العائد أي لا يهتم بمن يستفيد من ثمار هذا الأخير.
- النمو الاقتصادي ذو طبيعة تراكمية، فلو أن دولة ما تنمو بمعدل أسرع من غيرها، فإن الفجوة بين المستويات في كل منهما تتوسع بطريقة طردية.
- يؤدي إلى رفع المستويات المعيشية على المدى الطويل، ويتناول كذلك سياسات إعادة توزيع الدخل بين أفراد المجتمع بصورة أكثر يسرا وسهولة.
- يؤدي أيضا إلى خلق الكثير من فرص الاستثمار.

ثانيا: عناصر وطرق قياس النمو الاقتصادي

1- عناصر النمو الاقتصادي:

توجد العديد من العناصر الذي يؤدي تركيبها بنسب عقلانية إلى تحقيق النمو الاقتصادي وتتمثل أساسا في: العمل، رأس المال والتقدم التكنولوجي.

1.1 العمل: يعتبر عنصر العمل من أهم العوامل التي تؤثر على النمو الاقتصادي، وأهم عنصر في تكوينه هو السكان ونوعية هؤلاء السكان والهرم السكاني، وزيادة السكان في هذه الحالة تعني زيادة عرض العمل، مع الأخذ بعين الاعتبار أثر النمو السكاني على مستوى نصيب الفرد من الدخل الوطني، حيث يعتبر ذلك مصدرا لزيادة النشاط الاقتصادي والنمو الاقتصادي، ومن هنا يجب الاهتمام بتدريب العنصر

البشري، وتنمية المهارات الفنية الأساسية لأن مجموع هذه المهارات تؤدي إلى زيادة الإنتاجية، وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي. (عبد المطلب، 2001، صفحة 273)

2.1 رأس المال: هو عبارة عن سلع تستخدم في إنتاج سلع وخدمات أخرى وهي تعتبر أيضا كعنصر أساسي ومهم للنمو الاقتصادي، بحيث يعتبر رأس المال كل مؤشر يشرح مستوى ودرجة التجهيزات التقنية تحت شروط خاصة للظاهرة المشروحة فهو يساعد على تحقيق التقدم التقني وتوسيع الإنتاج بواسطة الاستثمارات المختلفة.

ورأس المال لأي دولة أو أي اقتصاد، هو عبارة عن كمية رأس المال في تلك الدولة، والاقتصاد في لحظة معينة، أي يعبر عما تملكه تلك الدولة من مباني ومعدات وآلات في تلك اللحظة، وهذا الموجود من رأس المال لا يثبت عبر الزمن.

3.1 التقدم التكنولوجي: هو تلك التغيرات ذات الطابع التكنولوجي لطرق الإنتاج أو لطبيعة السلع المنجزة، والتي تسمح بإنتاج أكبر بنفس كمية المدخلات أو بالحفاظ على نفس كمية الإنتاج بمدخلات أقل، إنتاج سلع جديدة من ذات نوعية أحسن فالتقدم التقني هو عبارة عن حقيقة ذات طابع كفي. (مسعودي و عزوي، 2019، صفحة 119، 120)

2- طرق قياس النمو الاقتصادي: (مسعودي و عزوي، 2019، صفحة 120)

تعتبر دراسة النمو الاقتصادي الوسيلة التي يمكن من خلالها التعرف على ما يحققه المجتمع من نمو، وبالتالي فإن قياس هذا النمو يتم من خلال:

1.2 الدخل الفردي: تتمثل أهمية قياس نمو الدخل الفردي في معرفة العلاقة بين نمو الإنتاج وتطور السكان، بحيث يعتبر هذا المقياس قياس عيني للنمو، أي يقيس النمو المحقق على مستوى كل فرد من حيث زيادة ما ينفقه.

2.2 الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RPIB): يمكن حساب الناتج المحلي بحساب الناتج المحقق في البلد وتقييمه بعملة ذلك البلد، ومن ثم مقارنته بنتائج الفترة السابقة ومعرفة معدل النمو، بحيث انه يعتبر مقياس لا يأخذ بعين الاعتبار أثر التضخم كما أن لكل دولة عملتها الوطنية وبالتالي لا يمكن مقارنة النمو المحقق في مختلف البلدان وفق هذا المقياس.

3.2 الناتج المحلي الإجمالي (PIBG): هو المقياس الأكثر شيوعا للنمو الاقتصادي، يُعرف على أنه القيمة الإجمالية لجميع السلع والخدمات النهائية المنتجة داخل بلد ما خلال فترة زمنية محددة (عادةً سنة واحدة)، ويُقاس الناتج المحلي الإجمالي بطريقتين:

- ✓ نهج الانتاج: يجمع قيمة الإنتاج من جميع القطاعات الاقتصادية.
- ✓ نهج الانفاق: يجمع قيمة الانفاق على السلع والخدمات من جميع القطاعات (الاسر، الشركات، الحكومة، القطاع الخارجي).

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

من أجل تحديد المتغيرات والأدوات المستخدمة في الدراسة التطبيقية، اضطرت الطالبتان إلى الرجوع إلى مجموعة من الدراسات التطبيقية السابقة التي تناولت موضوع البحث أو لها صلة بموضوع الدراسة. سيتم في هذا السياق استعراض مجموعة من الدراسات السابقة التي اعتبرت الطالبتان مهمة وذات صلة مباشرة بالموضوع، ومن ثم مقارنة النتائج التي توصلت إليها مع نتائج الدراسات السابقة.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سنحاول من خلال هذا المطلب تقديم مجموعة متنوعة من الدراسات السابقة التي تناولت نفس موضوع دراستنا.

1. دراسة دحمانى نور الهدى، العابد برينيس شريفة، (2017) بعنوان: سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي-دراسة حالة إندونيسيا والجزائر.

هدفت هذه الدراسة الى تبيان دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، والوصول الى العلاقة السببية بينهما في اندونيسيا والجزائر خلال الفترة (2011-1999) وذلك بتطبيق اختبار غرانجر للسببية وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه وخلصت هذه الدراسة الى وجود علاقة سببية باتجاه واحد من سوق الأوراق المالية وفق مؤشر معدل رسملة السوق إلى النمو الاقتصادي في حالة اندونيسيا على عكس الجزائر حيث لا توجد علاقة سببية بين سوق أوراقها المالية ونموها الاقتصادي.

2. دراسة منصورى حاج موسى، (2018/2017) بعنوان: كفاءة الأسواق المالية في دعم النمو الاقتصادي دراسة تحليلية قياسية لدول عربية مختارة خلال الفترة 2010-2016 أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية و علوم تسيير.

و التي هدفت الى دراسة علاقة كفاءة الأسواق المالية بالنمو الاقتصادي خلال الفترة 2010-2016 من خلال تحليل مؤشرات الأسواق المالية لدول عربية مختارة (السوق المالي السعودي و السوق المالي البحرينى) و من ثم دراسة علاقتها بالنمو الاقتصادي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع غير المتماثل Asymmetric ARDL التي تسمح بتقدير الأثر غير المتناظر للتغيرات الموجبة و السالبة لمؤشر الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي في اطار التكامل المشترك ومن أبرز النتائج التي

توصلت إليها الدراسة أن سوق المال السعودي استطاع ان يساهم في دعم النمو الاقتصادي رغم عدم كفاءته و توجد علاقة طردية بين التغيرات الموجبة والسالبة لمؤشر القيمة السوقية و الناتج المحلي الإجمالي و هذا الأخير يتأثر بشكل كبير للتغيرات السالبة لمؤشر القيمة السوقية لسوق المال البحريني و أن نموذج Asymmetric ARDL نموذج كفؤ يساعد على دراسة تكامل كفاءة الأسواق المالية و النمو الاقتصادي.

3. دراسة ساسية جدي (2022/2021) بعنوان: دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تحقيق التنمية الاقتصادية "دراسة تحليلية قياسية لبعض مؤشرات البورصات: بورصة ماليزيا وإندونيسيا من 2007 إلى 2017" أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية.

هدفت هذه الدراسة إلى الاستفادة من تجربة دولتي إندونيسيا وماليزيا في تطوير سوق أوراقهما المالية واكتشاف مدى أثر وفعالية هذه الأسواق على النمو الاقتصادي، وكذا تفعيل التنمية الاقتصادية وذلك من خلال تحديد أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي و قياس تأثير المتغيرات المستقلة والمتمثلة في (مؤشر البورصة، الرسملة السوقية، معدل التداول، معدل الدوران، عدد الشركات المدرجة بالبورصة، إجمالي القيمة السوقية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة المعروض النقدي بمعناه الواسع الاستثمار ال الأجنبي المباشر، سعر الفائدة على الودائع، معدل التضخم، معامل تكميش، الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص) على المتغير التابع و هو (إجمالي الناتج المحلي) وهذا في كل من دولتي إندونيسيا و ماليزيا و ذلك باستخدام البرنامج الاحصائي 12 eviews لتحليل معامل الارتباط بين المتغيرات، كما تم استخدام طريقة "البوتسترات" لتقدير معلمات النموذج التي يمكن من خلالها مدى أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع لكل دولة على حدى خلال الفترة من 2007 إلى 2017 و من أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن كل المتغيرات المفسرة لها أثر إيجابي على النمو الاقتصادي في دولتي ماليزيا وإندونيسيا خلال فترة الدراسة باستثناء مؤشر التضخم و مؤشر سعر الفائدة أين كان الأثر عكسيا و بإشارة سالبة مما يوضح الأثر الإيجابي لتطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي و التنمية.

4. دراسة سامي مباركى (2015-2014) بعنوان: تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية.

هدفت هذه الدراسة الى تحليل العلاقة بين تطور النظام المالي من خلال الأسواق المالية والجهاز المصرفي و مدى تأثيرهما على النمو الاقتصادي و ذلك بغرض إثراء النقاش حول تلك العلاقة من خلال

المعوقات التي قد تعترض الدور الذي من المفترض أن تلعبه البنوك و الأسواق المالية في تحقيق النمو بمنطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا و قد تم تحليل بيانات أحد عشر دولة من دول منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة بين 1998 و 2012 فاستخدمت ستة متغيرات مالية هي : رسمة البورصة ،قيمة التداول و معدل الدوران بالنسبة لسوق الأوراق المالية ، والائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي و المعروف النقدي. أما لقياس النمو الاقتصادي فاستخدم معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج وإجمالي تكوين الرأس المال الثابت. كما تم بناء مؤشر مركب يأخذ بعين الاعتبار المعايير الكمية والنوعية وضم هذا المؤشر عشرون متغير. وتم الاستعانة بالتحليل القياسي من عبر استخدام نماذج البائل الساكنة، والنماذج الديناميكية عن طريق المربعات الصغرى المعدلة بالكامل FMOLOS وطريقة مقدر العزوم المعممة GMM، و من أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان للأسواق المالية دور إيجابي في زيادة معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي و في الاستثمار، وغياب هذا التأثير على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج كما توصلت الدراسة التأثير الإيجابي لمتغيرات القطاع المصرفي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت فيما كان التأثير سلبيا على حصة الفرد من الناتج و على الإنتاجية. و عند إدراج المتغيرات المالية الكمية و النوعية في مؤشر مالي شامل كانت النتيجة تأثير سلبى على الإنتاجية و نصيب الفرد من الناتج على المدى الطويل، بينما كان التأثير إيجابيا على الاستثمار.

5. دراسة رابح خوني، عيسى حجاب، (2016) بعنوان: مساهمة الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل سياسة التحرير المالي- دراسة حالة السوق المالي الأردني.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان دور الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي وهذا في ظل سياسة التحرير المالي، وكذا معرفة أهمية هذا الأخير كونه من ابرز الإفرازات التي جاءت بها العولمة المالية، بالإضافة إلى إبراز أهمية الأسواق المالية في تحقيق معدلات نمو مرتفعة وذلك من خلال التطرق للسوق المالي الأردني كنموذج للدراسة، ومن أهم النتائج المتحصل عليها أن الأسواق المالية الناشئة تعتبر كمحرك مهم في نمو الاقتصاديات المختلفة كما أنها تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال الفرص العديدة التي تخلقها لتمويل الاقتصاد المحلي والدولي.

6. دراسة Evangelia Papapetrou، Sarantis Lolos، George Hondroyiannis (2004)

بعنوان:

FINANCIAL MARKETS AND ECONOMIC GROWTH IN GREECE, 1986-1999

وهي عبارة عن مقال منشور من قبل البنك اليوناني في العدد 17 سبتمبر 2004 على الموقع :

<https://www.bankofgreece.gr/Publications/Paper200417.pdf>

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم العلاقة بين تطور النظام المصرفي وسوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في اليونان خلال الفترة 1986-1999 باستخدام نماذج الانحدار الذاتي (var). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو على المدى الطويل، وتشير النتائج أيضاً إلى أن كلاً من التمويل البنكي وسوق الأوراق المالية يمكن أن يحفز النمو الاقتصادي على المدى الطويل، وأن مساهمة تمويل سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي أقل بكثير مقارنة بتمويل المصرفي.

7. دراسة Luís Miguel Marques , José Alberto Fuinhas , António Cardoso Marques (2013) بعنوان:

Does the stock market cause economic growth? Portuguese evidence of economic regime change

وهي عبارة عن مقال منشور في جريدة Economic Modelling العدد 30 على الموقع :

www.elsevier.com/locate/ecmod

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في البرتغال خلال الفترة من 1993 إلى 2011 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (VAR) Vector Autoregressive وتقنية غرانجر GRANGER CAUSALITY ومن أبرز نتائج التي توصلت اليها الدراسة الى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي، بينما لا يوجد دليل على وجود علاقة سببية تمتد من تمويل البنوك إلى النمو الاقتصادي.

8. دراسة Oladele Akeeb Olushola & Makwe Emmanuel Uzoma (2018) بعنوان:

**Financial Sector Development and Economic Growth in Nigeria:
An Econometrics Analysis, 1981-2017**

وهي عبارة عن مقال منشور في جريدة International Journal of Economics and Financial

Management المجلد: 03- العدد: 03 على الموقع : www.iiardpub.org

هدفت الى دراسة العلاقة بين التنمية القطاع المالي و النمو الاقتصادي في نيجيريا وذلك من خلال تحديد أثر سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي و قياس تأثير المتغيرات المستقلة والمتمثلة في (الاجمالي دخل التأمين (TIY)، الإجمالي الأصول ارصدة الودائع النقدية (DMBASST) و الاجمالي رسملة سوق

الأوراق المالية (TSMC) و المعروض النقدي (M2)) على المتغير التابع و هو (إجمالي الناتج المحلي) باستخدام الطريقة المربعات الصغرى العادية OLS خلال الفترة من 1981 إلى 2017 و من أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- علاقة موجبة بين إجمالي دخل التأمين (TIY) و النمو الاقتصادي في نيجيريا.
 - علاقة موجبة بين الإجمالي الأصول ارصدة الودائع النقدية (DMBASST) ، الإجمالي رسمة سوق الأوراق المالية (TSMC) و النمو الاقتصادي في نيجيريا.
 - للمعروض النقدي تأثير سلبي كبير على النمو الاقتصادي في نيجيريا.
9. دراسة Alövsat Müslümov، Gürsoy Cudi Tuncer (1998) تستند هذه الدراسة على أطروحة ماجستير في إدارة الأعمال التي أعدها الأستاذ Alövsat Müslümov تحت اشراف الأستاذ Gürsoy Cudi Tuncer و تم تقديمها في معهد العلوم الاجتماعية بجامعة إسطنبول التقنية.

STOCK MARKETS AND ECONOMIC GROWTH : A CAUSALITY TEST

تهدف هذه الدراسة الى استكشاف العلاقة السببية بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية باستخدام البيانات بانل (PANEL DATA). تعتمد الدراسة على عينة تتكون من 20 دولة خلال الفترة من 1981 الى 1994 وأظهرت النتائج عن وجود علاقة سببية بين تطور اسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في هذه الدول.

10. دراسة Suman Neupane،Surya Bahadur G.C (2006)، بعنوان:

Stock Market and Economic Development: a Causality Test

وهي عبارة عن مقال منشور في جريدة The Journal of Nepalese Business Studies المجلد:03 العدد:03 على الموقع :

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1566002

هدفت الى دراسة وجود علاقة سببية بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي لدولة نيبال استنادا الى بيانات السلاسل الزمنية خلال فترة من 1988 الى 2005 باستخدام اختبار السببية Granger ومن أبرز نتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة سببية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات سوق المالية كما أظهرت نتائج الدراسة ان لسوق المالي دورا مهما في تحديد النمو الاقتصادي.

11. دراسة باريك مراد، بن مريم محمد(2015) بعنوان: السوق المالي ونمو الأداء الاقتصادي في

الجزائر ،

تهدف الدراسة إلى إبراز العلاقة بين تطور السوق المالي الجزائري بالنشاط الاقتصادي خلال الفترة (1997-2013) باستخدام نموذج الانحدار الذاتي (VAR) وتم استعمال اختبار العلاقة السببية Granger، للتأكد من مدى وجود علاقة بين المتغيرات. والمؤشرات التي استعملت في قياس نمو السوق المالي، معدل الرسملة، لقياس نمو حجم السوق، ومعدل السيولة. أما بالنسبة لقياس النشاط الاقتصادي، عبر عنه بمعدل الناتج المحلي لكل فرد، ومعدل تغيرات الادخار المحلي. وتوصلت الدراسة من خلال اختبار التكامل المتزامن، أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين نمو السوق المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر. بسبب صغر حجم سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى عدم الشفافية في المعلومات.

المطلب الثاني : ما يميز دراستي الحالية بالدراسات السابقة

بعد استعراض أهم الدراسات التي تناولت دور الأسواق المالية الناشئة في النمو الاقتصادي، تبين لنا أن هذه الدراسات تختلف في طريقة استخدامها للنماذج. فقد استخدمت كل دراسة نموذجًا يتناسب مع البيانات المتاحة لديها، حيث اعتمدت بعضها على بيانات أسبوعية أو شهرية أو سنوية. وبالنسبة للمتغيرات، اعتمدت معظم الدراسات على متغير ناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع في نموذج الدراسة، واعتمدت رسملة السوق كمتغير مستقل. (دراسة منصورى حاج موسى 2018) و دراسة دحماني نور الهدى، العابد برينيس شريفة، (2017) وأضافت بعض الدراسات متغيرات مستقلة أخرى مثل العرض النقدي كدراسة (سامي مباركي 2015) و دراسة **Oladele Akeeb Olushola & Makwe Emmanuel Uzoma (2018)** ، واعتبرت بعض الدراسات أن سعر الفائدة على الودائع والائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص يمكن أن يفسر أيضاً العلاقة بين السوق المالي الناشئ ومعدلات النمو. كدراسة (ساسية جدي 2022) و دراسة (سامي مباركي 2015).

في الدراسة الحالية، تم الاعتماد على البيانات السنوية. وتمت إضافة متغير سعر الفائدة الحقيقي المتداول في السوق كوسيلة لتوجيه الأموال من المدخرين إلى المقترضين عن طريق الوطاء. وبالتالي، تُعدُّ أسعار الفائدة المحرك الرئيسي لآلية السوق المالي، إلى جانب متغيرات أخرى مثل معدل التضخم، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة، والقيمة السوقية الإجمالية للشركات المحلية (رسملة السوق). وقد تم استخدام هذه المتغيرات في دراسة (ساسية جدي 2022).

من حيث النماذج المستخدمة، فحسب طبيعة بيانات كل دراسة لاختبار العلاقة بين الأسواق

المالية الناشئة والنمو الاقتصادي. وقد اعتمدت بعض الدراسات نموذج VAR ، مثل (دراسة دحماني نور الهدى والعايد برينيس شريفة 2017) و دراسة Sarantis ، George Hondroyiannis ، Lolos ، Evangelia Papapetrou (2004) و دراسة Luís Miguel Marques ، José Alberto ، António Cardoso Marques (2013) Fuinhas ، وبالمراد، استخدمت دراسات أخرى اختبار جرانجر للسببية granger causality test لتحديد دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي، مثل دراسة (دراسة دحماني نور الهدى والعايد برينيس شريفة 2017) وخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في إندونيسيا، بينما لا توجد علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الجزائر. وأظهرت دراسة Surya Bahadur G.C ، Suman Neupane (2006) وجود علاقة سببية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات سوق المالية، وأشارت نتائج الدراسة إلى دور مهم للسوق المالية في تحديد النمو الاقتصادي، وكذا هناك دراسات استخدمت استخدام نماذج البانل كدراسة (سامي مباركي 2015) و Gürsoy Cudi ، Alövsat Müslümov، Tuncer (1998) ومنهم من أثبتت نتائج الدراسة عبر نموذج الانحدار الخطي المتعدد كدراسة دراسة ساسية جدي (ساسية جدي 2022) و دراسة Oladele Akeeb ، Olushola & Makwe Emmanuel Uzoma (2018)

فيما يتعلق بالدراسة الحالية، تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطن (ARDL) ل (Pesaran (2001) في مختلف خطواته لدراسة العلاقة في المدى الطويل والقصير بين الأسواق المالية الناشئة والنمو الاقتصادي.

بالنسبة للنتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسات السابقة، يمكن القول أن هناك تضارباً في النتائج. فهناك بعض الدراسات التي وجدت وجود علاقة توازنية في المدى الطويل وغيابها في المدى القصير، وهناك بعض الدراسات التي وجدت وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة (معدل الفائدة الحقيقي، نسبة دوران الأسهم المحلية، وإجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق)) والنتائج المحلي الإجمالي. وهناك بعض الدراسات التي وجدت عدم وجود أي علاقة سواء من حيث الارتباط أو السببية.

تشير هذه المناقشات السابقة إلى عدم وجود اتفاق حول التأثير الذي يحدثه التغيير في المتغيرات مستقلة (معدل الفائدة الحقيقية، معدل التضخم، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة وإجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية) على الناتج المحلي الإجمالي. كما أنه لا يوجد اتفاق

حول اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات ولا من حيث نوعها سواء كانت إيجابية (طردية) أم سلبية (عكسية). يمكن أن يرجع ذلك إما إلى تعدد أساليب القياس التي لا تساعد في الوصول إلى نتيجة واحدة، أو إلى اختلاف الأسواق المالية بين البلدان. وبناءً على ذلك، قررت الباحثتان اختيار ماليزيا كعينة للدراسة، نظرًا للبنية الاقتصادية الجيدة للبلد ونشاط السوق المالي الماليزي كسوق مالي ناشئ.

خلاصة الفصل:

في ختام هذا الفصل، تم إلقاء الضوء على الإطار النظري والدراسات السابقة المرتبطة بموضوع العلاقة بين الأسواق الناشئة والنمو الاقتصادي. من خلال استعراض العموميات الأساسية حول الأسواق الناشئة والنمو الاقتصادي، تم توضيح المفاهيم الرئيسية والعوامل المؤثرة في هذه العلاقة. كما تم استعراض مجموعة من الدراسات السابقة ذات الصلة، حيث تم تحليل نتائجها واستنتاجاتها الرئيسية. هذه الدراسات ساهمت في توفير فهم أعمق للعلاقة بين الأسواق الناشئة والنمو الاقتصادي، وكشفت عن بعض الفجوات والمجالات التي تحتاج إلى مزيد من البحث.

الفصل الثاني



تمهيد:

تهدف هذه الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين المتغير التابع (ناتج المحلي الإجمالي) والمتغيرات المستقلة (معدل التضخم، الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق) ومعدل الفائدة الحقيقي) في سوق ماليزيا المالي. بعد استعراض المفاهيم والمكونات الأساسية لمتغيرات الدراسة في الفصل الأول، بالإضافة إلى الدراسات السابقة، سنحاول في هذا الفصل التطبيقي التعامل مع العلاقة بين ناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة خلال الفترة من 1981 إلى 2022 باستخدام بيانات سنوية واعتماد نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) ثم سنقوم بتحليل نتائج الدراسة لفهم طبيعة العلاقة بين ناتج المحلي الإجمالي والمتغيرات المستقلة في المدى الطويل، وكذلك لاستكشاف نوع العلاقة واتجاهها، بهدف الوصول إلى مجموعة من النتائج الأساسية التي تساعد في اختبار فرضيات الدراسة. ومن أجل ذلك، تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين:

- المبحث الأول: نظرة عامة حول سوق الاوراق المالية الماليزي والإطار النظري لنموذج القياسي محل الدراسة.
- المبحث الثاني: عرض ومناقشة الدراسة القياسية

المبحث الأول: نظرة عامة حول سوق الاوراق المالية الماليزي والإطار النظري لنموذج القياسي محل الدراسة.

تعتبر سوق الأوراق المالية في ماليزيا من الأسواق المالية النشطة والمتقدمة في منطقة جنوب شرق آسيا. تعد هذه السوق من الأسواق المالية الرئيسية في المنطقة، حيث تتميز بتوفر مجموعة واسعة من الأدوات المالية والمنتجات المالية المتنوعة. تعتبر سوق الأوراق المالية في ماليزيا مركزاً للتداول والاستثمار، حيث يتم تنفيذ الصفقات المالية وتبادل الأوراق المالية بشكل فعال وفي ظروف موثوقة. تعتبر هذه السوق محفزاً للنمو الاقتصادي في ماليزيا، حيث تساهم في تمويل الشركات وتوفير فرص الاستثمار للمستثمرين المحليين والأجانب.

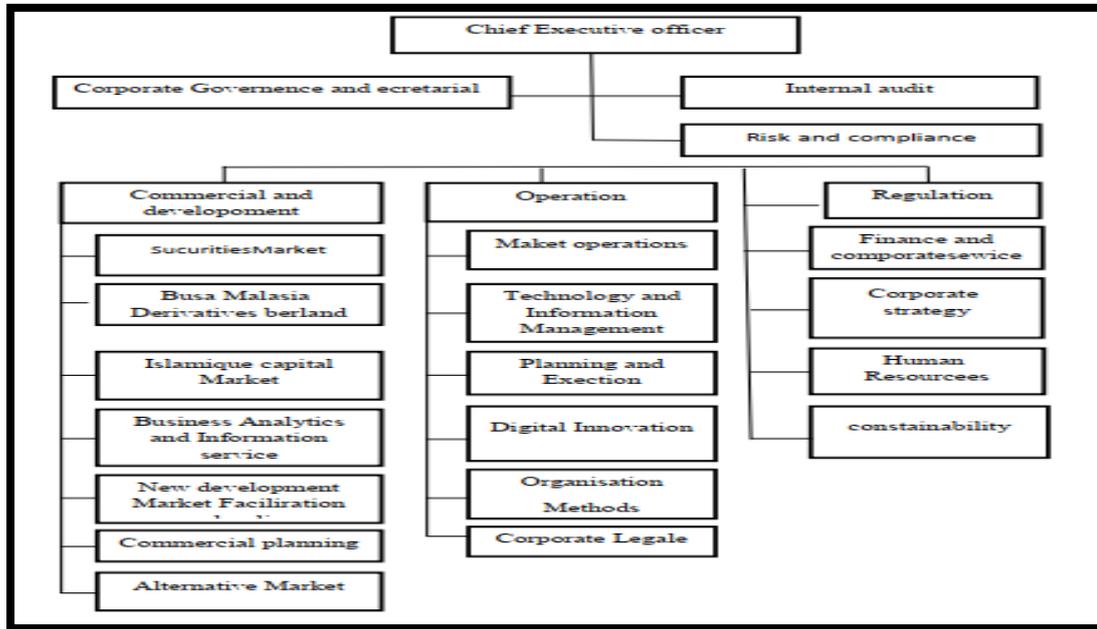
المطلب الأول: نظرة عامة حول سوق الاوراق المالية الماليزي

يعتبر سوق الأوراق المالية الماليزي من أكبر وأكثر الأسواق المالية تطوراً في منطقة جنوب شرق آسيا، حيث يلعب دوراً محورياً في تعزيز النمو الاقتصادي وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة. في هذا المطلب، سنلقي نظرة شاملة على هيكل وخصائص هذا السوق المهم ودوره في الاقتصاد الماليزي.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية

يتميز سوق رأس المال الماليزي بتكوينه المتمثل في سوق رأس مال تقليدي وسوق رأسمال إسلامي للأصول المالية ذات المدى المتوسط والطويل. يشمل السوق المنظم البورصة الماليزية للأوراق المالية والبورصة الماليزية للمشتقات، بالإضافة إلى السوق غير المنظم وسوق السندات. تتنوع الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق وتشمل سندات الحكومة وسندات الشركات الخاصة وأسهم الشركات المساهمة وغيرها من الأسهم والسندات، بالإضافة إلى العقود المستقبلية على السلع والخدمات المالية وغيرها من المشتقات المالية. (سمور، 2007، صفحة 85)

الشكل رقم 02: الهيكل التنظيمي لبورصة ماليزيا



المصدر: (زهرة، 2019-2020، صفحة 115)

ثانيا: تطور سوق الأوراق المالية الماليزية

يتألف سوق الأوراق المالية الماليزية من عدة أسواق، بما في ذلك السوق التقليدي للأوراق المالية والسوق الإسلامية للأوراق المالية وسوق ميز داك (mesdaq) والبورصة المالية للمشتقات ومركز لبوان (la buan).

تأسس اتحاد حائزي الأوراق المالية في عام 1930، وتأسست أول بورصة للأوراق المالية في عام 1960 (بورصة ملايو) وبدأت تداول الأوراق المالية فيها. تتألف هذه البورصة من غرفتين للتعامل، الأولى في ماليزيا والثانية في سنغافورة، وتعمل بنظام الغرف التجارية (حيث تكون نفس الأوراق المالية المدرجة في كل بورصة وب نفس الأسعار). ومع خروج سنغافورة من الاتحاد الماليزي في عام 1964، تم فصل هذه التشكيلة وانقسمت البورصة السابقة إلى بورصتين مستقلتين، وهما بورصة كوالالمبور للأوراق المالية (KLSE) وبورصة سنغافورة للأوراق المالية (SES). (صالح، 2015، صفحة 132)

ومنذ سنة 1993 تطور سوق المالي في ماليزيا بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة

كوالالمبور للأسهم، وسوق

المشتريات وسوق السندات، كذلك أصبح يقدم أنذاك بعض المعاملات المالية الجديدة كشهادات الشراء من الأسهم الموجودة (call warrants)، وبهذا أصبح هذا السوق مصدر تمويل المشاريع طويلة الأجل ذات رؤوس الأموال الكبيرة تمزج بين القطاع العام والقطاع الخاص .

وبعرض تدعيم هذا السوق اعتمدت الحكومة الماليزية خطة رئيسية لسوق رأس المال تحت رعاية وزير المالية الماليزية بتاريخ 22 فبراير 2001، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية، هي: (مونية، 2015، صفحة 162)

- ✓ تشجيع إدارة الاستثمار فعالية وبيئة استثمارية أمثل للمستثمرين .
 - ✓ جعل السوق رأس المال مركزا للحصول على الموارد التمويلية لشركات ماليزية.
 - ✓ توفير المكانة التنافسية والكفاءة لمؤسسات السوق.
 - ✓ توفير أنظمة رقابة فعالة ومنتظمة.
 - ✓ تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة.
 - ✓ جعل ماليزيا مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي.
- وللوصول إلى الأهداف المسطرة السالفة الذكر، انتهجت ماليزيا ثلاثة مراحل أساسية، هي:
- ✓ المرحلة الأولى (2001-2004): سعت ماليزيا جاهدة في هذه الفترة على تقوية الوسطاء، وتشجيع المؤسسات المحلية على الاستثمار.
 - ✓ المرحلة الثانية (2004-2006): حصرت جهودها في هذه المرحلة على تقوية القطاعات الأساسية لجعلها أكثر تنافسية، والعمل أكثر لجعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح.
 - ✓ المرحلة الثالثة (2006-2010): تميزت هذه المرحلة بانفتاح السوق المالي على الأسواق العالمية والشركات الأجنبية، مع حماية وتحسين المؤسسات المحلية، ذلك لمواجهة التحديات المختلفة في مختلف الجوانب.

المطلب الثاني : الاطار النظري لنموذج القياسي محل الدراسة.

تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع (ARDL) في هذه الدراسة، والذي ينتمي إلى النماذج الديناميكية التي تأخذ في الاعتبار عامل الزمن في تفسير الظواهر الاقتصادية، تم استخدام تقنية آجال التعديلات لتفسير المتغيرات.

سنقوم في هذا المطلب بتقديم شرح للنموذج وخصائصه.

أولاً: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL:

تم تطوير نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع ARDL من قبل Pesaran (1997)، و shiramd and sun (1998)، و pesaran and al (2001)، حيث يتميز هذا النموذج بأنه لا يشترط أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من نفس الدرجة.

ويلاحظ Pesaran and al أن اختبار الحدود (Bound test) المبني في إطار نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع، أنه لا يولي أهمية قصوى كباقي الاختبارات لخصائص السلاسل الزمنية ما إذا كانت مستقرة عند المستوى $I(0)$ ، أو مستقرة أو متكاملة عند الفرق الأول $I(1)$ ، أو مزيج بينهما، ولكن الشرط الوحيد الذي يركز عليها هذا النوع من الاختبار أنه لا تكون السلسلة الزمنية عن الفرق الثاني $I(2)$.

إضافة إلى هذا تتميز طريقة pesaran بمجموعة من الخصائص والمميزات، جعلته من أفضل النماذج والأكثر استعمالاً من حيث الشروط والنتائج، فبفضل هذا الاختبار يمكن للسلاسل الزمنية قصيرة المدى إجراء اختبار التكامل المشترك على عكس الطرق الأخرى كطريقة Engel granger (1987) واختبار التكامل المشترك لـ Johansen Co-integration test. في إطار نموذج Var. (محمد و عبد

القادر، 2013، صفحة 16)

يعد نموذج الانحدار الذاتي بالإبطاء الزمني الموزع ARDL من النماذج الديناميكية لأنه يمكن من

معرفة الآثار الزمنية كالأجل المعدلة، حيث يتم تفسير المتغير التابع Y_t كالاتي:

❖ القيم المطلقة المبطنة: بما أنه نموذج ديناميكي (حركي) AR:

(auto-regressive) فيكتب وفق المعادلة التالية:

$$Y(t) = \alpha(0) + \alpha(1)y(t-1) + \dots + \alpha(p)y(t-p)$$

$$Y(t) = \alpha(0) + \sum_{i=1}^p \alpha_i y(t-i) + \varepsilon(t) \dots \dots \dots (1)$$

حيث $\varepsilon(t)$: يمثل نسبة الخطأ العشوائي.

❖ قيم تمثل التغيرات المستقلة: (x_t) وقيمتها المبطأة (x_{t-i}) ويتعلق بالنماذج المبطأة الموزعة (DL) (Modèles à retard Echollonés)، وتكتب معادلته كالاتي:

$$y(t) = B + b(0) x(t) + \dots + b(q) x(t - q) + Z(t)$$

$$y(t) = B \sum_{j=0}^q b_j X(t - j) + Z(t) \dots \dots \dots (2)$$

❖ قيم المتغيرات المستقلة (x_t) وقيمتها المبطأة في الزمن (x_{t-i}) : هذا النوع من النماذج يتكون من خصائص نموذجين، والتي تسمى بنماذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطأة، وهي اختصار لكلمة ARDL، والذي يأخذ الصيغة التالية: (مومني، 2019، صفحة 53)

$$Y(t) = \emptyset + \alpha(1)y(t - 1) + \dots + \alpha(p)y(t - p) + B(0)x(t) + \dots + B(0) x(t) - q + \varepsilon(t)$$

$$Y_t = \emptyset + \sum_{i=t}^p \alpha_i y(t - i) + \sum_{j=0}^q b_j (x_t - j) + \varepsilon(t) \dots (3)$$

حيث:

\emptyset : الحد الثابت.

B: الأثر في الأجل القصير.

P: فترة إبطاء المتغير التابع Y.

Δ : الفروق من الدرجة الأولى.

q_1, q_2, \dots, q_k : عدد فترات الإبطاء (رتب الإبطاء)

T: متغير الزمن.

ε_t : حد الخطأ العشوائي .

ثانيا: مميزات نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL

يستند هذا النوع من النماذج إلى تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد UECM. ويتميز هذا الأسلوب

الحديث بمجموعة من المميزات جعلته أكثر استعمالاً مقارنة مع أنواع النماذج التقليدية للتكامل المشترك، ومن مميزاته ما يلي : (علي عبد الزهرة و عبد اللطيف حسن، 2013، صفحة 87)

- يميز بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة.
- يعتبر النموذج الأنسب للعينات الصغيرة التي تتكون من 30 إلى 80 مشاهدة عكس النماذج التقليدية التي تتطلب حجم أكبر للعينة لكي تكون النتائج مقبولة.
- يستخدم هذا النموذج إذا كانت المتغيرات مستقرة في قيمتها أي متكاملة من الدرجة صفر $I(0)$ أو متكاملة من الدرجة الأولى أو مزيج بينهما أي $I(1)$ و $I(0)$ ، لكن أن لا يكون أحد المتغيرات متكاملًا عند الدرجة الثانية $I(2)$.
- تمنع هذه الطريقة حدوث ارتباط ذاتي لأن مخرجات النموذج أو مقدراته تكون غير متحيزة وكقوة.
- يساعد نموذج ARDL على التخلص من مشاكل الارتباط الذاتي، ومشكلات حذف المتغيرات.
- يستطيع نموذج ARDL تقدير العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل في وقت واحد (أي معادلة واحدة تحتوي على العلاقة طويلة وقصيرة الأجل في آن واحد).
- يأخذ نموذج ARDL على عدد كافي من فترات الإبطاء للحصول على عملية توليد البيانات، وهو يقدر عدد $(p+1)^k$ من الانحدارات بغرض الحصول على طول فترة الإبطاء المثلى، وهو يقوم بتقدير عدد $(p+1)^k$ من مجموع الانحدارات للحصول على فترة الإبطاء المثلى لكل متغير، حيث أن P تمثل فترة الإبطاء القصوى، ويتم اختيار فترة الإبطاء المثلى بالاعتماد على معايير إحصائية، و التي تتمثل: (زقير، 2016، صفحة 250)

في: AIC^2 ، SIC^1 ، و Hannan_ Quinn

ثالثاً: مراحل تطبيق نموذج ARDL

قبل القيام بالنمذجة القياسية بواسطة نموذج ARDL يجب التأكد من بعض الاختبارات، وعليه يتوجب

المرور بالخطوات التالية:

¹ Schwarz Info Criteria

² Akaike Info Creterion

1. التأكد من أن متغيرات الدراسة متكاملة إما عند الرتبة أو الدرجة الأولى (1)I ، أو عند المستوى (0)I أو مزيج بينهما، ولا يوجد أي متغير مستقر عند الدرجة الثانية (2)I .
 2. تحديد فترة الإبطاء الكافية والملائمة للنموذج.
 3. اختبار جودة النموذج للتأكد من أن الأخطاء النموذج مستقلة تسلسليا.
 4. اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج للتأكد من أن النموذج مستقر ديناميكيا.
 5. التأكد من وجود تكامل مشترك من خلال اختبار الحدود (Round test) للتأكد من وجود العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.
 6. تقدير العلاقة طويلة الأجل (مستويات النموذج).
 7. بالاعتماد على نتائج الاختبار في الخطوة السادسة نقيس تأثيرات العلاقة قصيرة الأجل والعلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.
- ولتطبيق منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة، يجب اختبار فرضيتين، وهما:
- H_0 الفرضية العدمية: والتي تنص على عدم وجود تكامل مشترك يعني لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وتتمثل بالعلاقة: $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$
 - H_1 الفرضية البديلة: التي تنص على وجود تكامل مشترك أي يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وتتمثل بالعلاقة: $\alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq 0$
- وباعتماد منهجية التكامل المشترك وفق نموذج ARDL وانطلاقا من هاتين الفرضيتين يستلزم القيام بأربعة إجراءات، وهي كالاتي:
- **الإجراء الأول:** يتمثل في اختيار فترة الإبطاء المثلى أو الملائمة لقيم المتغيرات التي هي مستقرة عند الفرق الأول، أو عند الدرجة الأولى (1)I في نموذج UECM، وذلك باعتماد نموذج متجه إلى انحدار ذاتي غير مقيد (Auto regressive model unresyricedvector) ، بالاعتماد على معايير إحصائية لتحديد فترة التخلف الملائمة التي تقدر لأقل قيمة من المعايير الإحصائية التالية

- معيار Akaike، ومعيار Schwarz 1978، معيار Hannan and Quinn 1978، معيار خطأ التوقع النهائي لـ Akaike 1969.
- **الإجراء الثاني:** تقدير نموذج UECM بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية OLS، ولاختيار النموذج المناسب يجب أخذ النموذج الذي ينتقل من العام إلى الخاص، والذي يتمثل في إلغاء متغير الفروق الأولى لأي متغير تكون القيمة المطلقة لإحصائية t الخاصة به أقل من الواحد، وبشكل متتالي.
 - **الإجراء الثالث:** اختيار المعنوية المشتركة لمعاملات المتغيرات المبطنة لفترة واحدة بواسطة اختبار Wald باستعمال إحصائية F (Fisher).
 - **الإجراء الرابع:** مقارنة قيمة إحصائية F المحسوبة لمعاملات المتغيرات المستقلة المبطنة لفترة واحدة بقيمة إحصائية F (الحرية) المحسوبة من قبل Psarand and al 2001، وبما أن اختبار F له توزيع غير معياري، فيأخذ قيمتين حرجتين للإحصاء: قيمة أدنى $I(0)$ ، وقيمة أعلى $I(1)$ ، ويكون القرار وفقاً لثلاث حالات، وكالاتي: (علي عبد الزهرة و عبد اللطيف حسن، 2013، الصفحات 188-190)
 - **الحالة الأولى:** إذا كانت F المحسوبة $F < F_{جدولية}$ عند الحد الأعلى: يتم رفض الفرضية العدمية التي تنص على عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة (أي يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات).
 - **الحالة الثانية:** إذا كانت F المحسوبة $F > F_{جدولية}$ عند الحد الأدنى: يتم قبول الفرضية العدمية التي تؤكد عدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة (أي لا يوجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات).
 - **الحالة الثالثة:** إذا كانت F الجدولية عند الحد الأعلى $F < F$ المحسوبة $F < F_{جدولية}$ عند الحد الأدنى: النتيجة غير محددة، وهذا يعني أنه لا يمكن اتخاذ قرار محدد فيما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات، أو أنه لا يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.

رابعاً: بناء نموذج الدراسة:

النموذج بمعناه البسيط يشير إلى تمثيل الظاهرة الموضوعية للدراسة بواسطة رموز وعلاقات ومعدلات،

ويهدف إلى صياغة العلاقات الاقتصادية الموضوعية للدراسة بشكل رياضي، مما يمكن من قياس متغيراتها باستخدام الأساليب الإحصائية. وسنتناول في هذا الفرع المتغيرات المعتمدة في الدراسة، مع تحديد الشكل الرياضي للنموذج.

أ- متغيرات النموذج:

استندت الطالبتين في تحديد المتغيرات المشمولة في نموذج الدراسة على مجموعة من المصادر، وتشمل ذلك النظرية الاقتصادية، والدراسات السابقة، والمعلومات المتعلقة بالظاهرة محل الدراسة. ونظرًا لأن الهدف من الدراسة هو فهم دور الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي، فإن متغيرات الدراسة تتمثل في: إجمالي الناتج المحلي كمتغير تابع و كل من: معدل التضخم، الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة، إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسلمة السوق) و معدل الفائدة الحقيقي كمتغيرات مستقلة، بالاعتماد على بيانات سنوية للفترة من 1981 إلى غاية 2022.

ب- تحديد شكل الرياضي للنموذج :

تستغرق العوامل الاقتصادية المفسرة محل الدراسة فترة زمنية للتأثير على المتغير التابع ، وهذه الفترة تنقسم بين الأجل القصير و الأجل الطويل و بالتالي يمكن استخدام اختبار (ARDL) و كتابة نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$GDP=F(INF ,TRN,TRAD,LCAP,INR)$$

حيث أن :

GDP: إجمالي الناتج المحلي Gross domestic product

INF: معدل التضخم INFLATION RATE (%)

TRN: الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية (Stocks traded, turnover ratio of domestic shares (%))

TRAD: القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة (% من GDP) Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)

LCAP: إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية كنسبة % من (GDP) (رسملة السوق) Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)

INR: معدل الفائدة الحقيقي Real interest rate

$$\Delta GDP = \alpha_0 + \alpha_1 GDP_{t-1} + \alpha_2 INF_{t-1} + \alpha_3 TRN_{t-1} + \alpha_4 TRAD_{t-1} + \alpha_5 LCAP_{t-1} + \alpha_6 INR_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_1 GDP_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_2 INF_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_3 TRN_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_4 TRAD_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_5 LCAP_{t-i} + \sum_{i=1}^q \beta_6 INR_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

GDP, INF, TRN, TRAD, LCAP, INR متغيرات الدراسة

Δ : يشير الى الفروق الأولى لمتغيرات الدراسة.

p, q: الحد الأعلى لفترات الابطاء الزمني للمتغيرات الدراسة.

β_i : معاملات العلاقة قصيرة الأجل.

α_i : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

المبحث الثاني: عرض و مناقشة نتائج الدراسة القياسية

بعد أن قمنا بشرح النموذج المستخدم في هذه الدراسة، سنقوم في هذا المبحث بتقدير النموذج عن طريق إدخال البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة في برمجية Eviews.13 وفقاً للخطوات المذكورة سابقاً، ثم سنقوم بتفسير النتائج التي تم التوصل إليها.

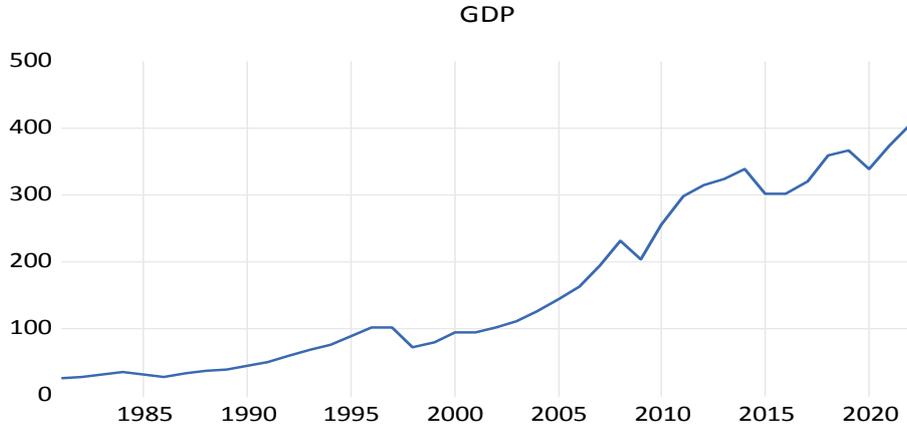
المطلب الأول: فحص وتحليل متغيرات وتقدير نموذج محل الدراسة

سنحاول من خلال هذا المطلب شرح وتفسير تطور المتغيرات المعتمدة في الدراسة، والتي تشمل الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم، والأسهم المتداولة، ونسبة دوران الأسهم المحلية، والقيمة الاجمالية للأسهم المتداولة، وإجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق)، ومعدل الفائدة الحقيقي. ثم سنحاول تحديد الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة، ومن ثم إنشاء النموذج القياسي للدراسة وفقاً لنموذج ARDL. سنبدأ بفحص استقرار سلاسل الزمنية، ثم اختبار الحدود، ومن ثم اختبار جودة واستقرارية النموذج المتبع.

أولاً: تحليل تطور متغيرات الدراسة:

1- تحليل تطور الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا:

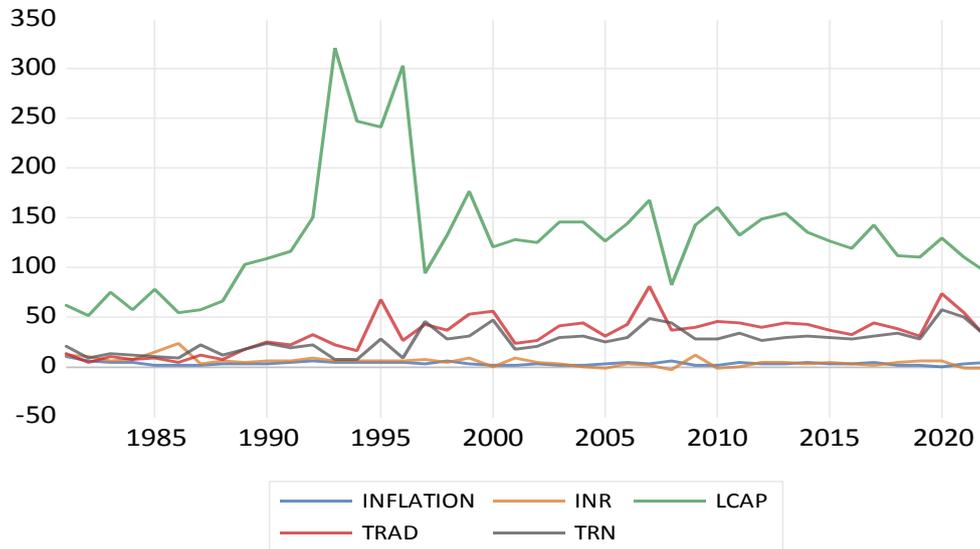
الشكل الرقم (03): تطور الناتج المحلي الإجمالي لماليزي



من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

- يشير الرسم البياني إلى أن الاقتصاد الماليزي قد شهد نموا ملحوظاً خلال الفترة المشار إليها. فقد ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من 25 مليار دولار أمريكي في عام 1981 إلى 407.02 مليار دولار أمريكي في عام 2022، وقد ساهمت عدة عوامل في هذا النمو، بما في ذلك:
- 1- **التقدم التكنولوجي:** أدى التقدم التكنولوجي إلى زيادة الإنتاجية وتحسين كفاءة الإنتاج، مما ساهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي.
 - 2- **العولمة:** أدت العولمة إلى زيادة التجارة الدولية والاستثمار، مما ساهم في توسيع الأسواق وزيادة فرص العمل.
 - 3- **السياسات الاقتصادية:** اتبعت الحكومة الماليزية سياسات اقتصادية سليمة، مثل خفض الضرائب وتشجيع الاستثمار، مما ساهم في تحفيز النمو الاقتصادي.
- ومع ذلك، لا تزال هناك العديد من التحديات التي تواجه الاقتصاد الماليزي، مثل الاعتماد على الموارد الطبيعية وعدم المساواة والفساد.
- 2- تحليل تطور متغيرات مستقلة محل الدراسة:

الشكل رقم (04) : تطور متغيرات مستقلة محل الدراسة



من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

*تحليل المنحنى:

INF: معدل التضخم :

يُلاحظ أنّ معدل التضخم قد ارتفع بشكل طردي من عام 1981 إلى عام 2022، ثم استقر إلى حد ما بعد ذلك، ويرجع ذلك إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي التي حققتها دولة ماليزيا خلال هذه الفترة، ومن أسباب أخرى هي العولمة والتحرير الاقتصادي الماليزي.

TRN: الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية :

يُلاحظ أنّ نسبة دوران الأسهم المحلية قد نمت بشكل كبير من عام 1981 إلى عام 2022، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب منها زيادة الثقة في سوق الأسهم، وتحسين سيولة السوق، وتوسع قاعدة المستثمرين.

TRAD: القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة :

يُلاحظ أنّ القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة قد نمت بشكل مطرد من عام 1981 إلى عام 2022، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب منها نمو الاقتصاد، وزيادة الاستثمار في سوق الأسهم، وإدراج المزيد من الشركات في البورصة.

LCAP: اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق):

يتم ملاحظة ارتفاع القيمة السوقية الإجمالية للشركات المحلية بشكل مستمر من عام 1981 إلى عام 2022. يرجع ذلك إلى عدة عوامل بما في ذلك نمو الاقتصاد وتحسن ربحية الشركات وزيادة الثقة في سوق الأسهم.

INR : معدل الفائدة الحقيقي:

يتم ملاحظة انخفاض معدل الفائدة الحقيقية بشكل مستمر من عام 1981 إلى عام 2022. يرجع ذلك إلى عدة عوامل بما في ذلك انخفاض التضخم والسياسات النقدية التوسعية والعولمة.

ثانيا: خصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم (02): التحليل الاحصائي لمتغيرات الدراسة

	GDP	INFLATION	INR	LCAP	TRAD	TRN
Mean	161.0452	2.724552	4.468213	130.8346	33.08456	25.71559
Median	100.8505	2.640150	4.372289	126.4254	34.14562	27.39635
Maximum	407.0275	9.700000	22.95688	320.9910	79.89710	56.94990
Minimum	25.00429	-1.138700	-3.903382	51.77345	4.213584	6.489802
Std. Dev.	125.6500	1.861863	4.941595	59.42517	18.32354	12.31736
Skewness	0.555016	1.120433	1.215763	1.429479	0.421702	0.446368
Kurtosis	1.745164	6.160010	6.210331	5.491752	2.958833	2.911212
Jarque-Bera	4.911877	26.26250	28.38245	25.16931	1.247791	1.408508
Probability	0.085783	0.000002	0.000001	0.000003	0.535853	0.494477
Sum	6763.899	114.4312	187.6649	5495.052	1389.552	1080.055
Sum Sq. Dev.	647305.0	142.1278	1001.194	144785.4	13765.83	6220.415
Observations	42	42	42	42	42	42

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

1- إجمالي الناتج المحلي:

تظهر قيم المتغير GDP أن قيم ناتج محلي اجمالي خلال فترة الدراسة كانت محصورة بين أدنى قيمة 25.00429 المسجلة في سنة 1981 وأعلى قيمة 407.0275 المسجلة في سنة 2022، مع متوسط قيمة يبلغ 161.0452 وانحراف معياري قدره 125.65 بالإضافة إلى ذلك، بلغت قيمة

Jarque-Bera 4.911877 بإحتمال قدره 0.085783، مما يشير على ان البيانات تتوزع توزيعاً طبيعياً.

2- معدل التضخم :

يتبين من قيم متغير معدل التضخم خلال فترة الدراسة أنه كان محصور بين ادنى قيمة 1.1387- مسجلة في سنة 2020 و أعلى قيمة 9.7 مسجلة في سنة 1981 مع متوسط يبلغ 2.724552 وانحراف معياري قدره 1.861863 اما قيمة jarque-bera بلغت 26.26250 ب احتمال قدره 0.000002 مما يشير على ان البيانات لا تخضع لتوزيع الطبيعي .

3- الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية :

يتبين من قيم متغير الاسهم المتداولة، نسبة دوران الاسهم المحلية خلال فترة الدراسة أنه كان محصور بين ادنى قيمة 6.489802 مسجلة في سنة 1994 و أعلى قيمة 56.94990 مسجلة في سنة 2020 مع متوسط يبلغ 25.71559 وانحراف معياري قدره 12.31736 اما قيمة jarque-bera بلغت 1.408508 ب احتمال قدره 0.494477 مما يشير على ان البيانات تخضع لتوزيع الطبيعي .

4- القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة :

يتبين من قيم متغير القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة خلال فترة الدراسة أنه كان محصور بين ادنى قيمة 4.213584 مسجلة في سنة 1986 و أعلى قيمة 79.89710 مسجلة في سنة 2007 مع متوسط يبلغ 33.08456 وانحراف معياري قدره 18.32354 اما قيمة jarque-bera بلغت 1.247791 ب احتمال قدره 0.535853 مما يشير على ان البيانات تخضع لتوزيع الطبيعي.

5- اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية(رسملة السوق) :

يتبين من قيم متغير اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية(رسملة السوق) خلال فترة الدراسة أنه كان محصور بين ادنى قيمة 51.77345 مسجلة في سنة 1982 و أعلى قيمة 320.9910 مسجلة في سنة 1993 مع متوسط يبلغ 130.8346 وانحراف معياري قدره 59.42517 اما قيمة jarque-bera بلغت 25.16931 ب احتمال قدره 0.000003 مما يشير على ان البيانات لا تخضع لتوزيع الطبيعي.

6- معدل الفائدة الحقيقي:

يتبين من قيم متغير معدل الفائدة الحقيقي خلال فترة الدراسة أنه كان محصور بين ادنى قيمة -3.903382 مسجلة في سنة 2008 و أعلى قيمة 22.95688 مسجلة في سنة 1986 مع متوسط يبلغ 4.468213 وانحراف معياري قدره 4.941595 اما قيمة jarque-bera بلغت 28.38245 ب احتمال قدره 0.000001 مما يشير على ان البيانات لا تخضع لتوزيع الطبيعي.

ثالثاً: الارتباط الجبري بين متغيرات الدراسة

تلعب إشارة الارتباط دوراً هاماً في تحديد نوع العلاقة بين متغيرات الدراسة، فإذا كانت قيمة معامل الارتباط موجبة، فهذا يشير إلى وجود علاقة طردية بين المتغيرات. وعلى الجانب الآخر، إذا كانت قيمة معامل الارتباط سالبة، فذلك يدل على وجود علاقة عكسية بين متغيرات الدراسة. وتوضح قيمة معامل الارتباط قوة العلاقة بين المتغيرين.

يتعين التحقق من الدلالة الإحصائية لقيمة الارتباط r ، ولذلك يتم مقارنة احتمالية r أي (sig/r) مع مستوى المعنوية (5%)، وإذا كانت $sig > 5\%$ ، فإن قيمة معامل الارتباط تختلف بشكل معنوي عن الصفر، وبالتالي لا يوجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين. فيما يلي جدول يوضح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الدراسة.

الجدول رقم (03): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

CORRELATION	GDP	INFLATION	INR	LCAP	TRAD	TRN
GDP	1.000000	-0.287844	-0.487666	0.054131	0.519233	0.587535
INFLATION	-0.287844	1.000000	-0.042417	-0.014722	-0.268817	-0.237537
INR	-0.487666	-0.042417	1.000000	-0.145169	-0.458240	-0.520181
LCAP	0.054131	-0.014722	-0.145169	1.000000	0.358680	-0.080105
TRAD	0.519233	-0.268817	-0.458240	0.358680	1.000000	0.844616
TRN	0.587535	-0.237537	-0.520181	-0.080105	0.844616	1.000000

من اعداد طالبيتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

من خلال نتائج الجدول المذكور أعلاه، يمكننا ملاحظة وجود ارتباط سالب، أو علاقة عكسية،

بين المتغير التابع (GDP) والمتغير المستقل (INR)، حيث بلغت درجة الارتباط 48.76% وعلى الجانب الآخر، تبين وجود ارتباط موجب بنسبة 58.75% و 51.92 بين المتغير التابع (GDP) والمتغيرات المستقلة (TRAD و TRN)، وهذا يعني وجود علاقة طردية قوية و ان المتغيرات المستقلة تؤثر بشكل ايجابي على المتغير التابع GDP، في حين اتضح وجود ارتباط موجب أو علاقة طردية ضعيفة بين متغير التابع GDP و متغير مستقل LCAP حيث بلغت درجة ارتباط 5.41%.

أما بالنسبة للتضخم، فقد أظهرت نتائج الجدول وجود ارتباط سالب ضعيف إلى حد ما بنسبة 28.78%، بين اجمالي ناتج محلي ومعدل التضخم. وبمعنى آخر، فإن زيادة معدل التضخم تؤثر سلباً أو بشكل عكسي على قيمة اجمالي ناتج محلي.

رابعاً: تقدير نموذج الدراسة

في هذا الفرع، سنقوم بصياغة النموذج القياسي للدراسة وفقاً للنموذج (ARDL)، بدءاً من اختبار استقرارية سلاسل الزمنية، ثم اختبار الحدود، وبعد ذلك اختبار جودة واستقرارية النموذج المتبع.

أ- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص السلاسل الزمنية المدروسة وتحديد درجة تكاملها، حيث يعتبر ذلك شرطاً أساسياً في عملية التحليل للوصول إلى نتائج صحيحة ومنطقية، وذلك لتجنب الانحدار الزائف أو المضلل.

تم استخدام اختبارين في هذه الدراسة وهما اختبار (Augmented Dickey-Fuller 1981) واختبار (Phillips-Perron 1988)، حيث يُعتبران الاختبارين الأكثر استخداماً في الدراسات الاقتصادية القياسية.

• اختبار ديكي فولر الموسع (ADF):

الجدول الرقم (04): نتائج اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) لاستقرارية السلاسل الزمنية

Without Constant & Trend		With Constant & Trend		With Constant		المتغيرات	
<u>At First Difference</u>	<u>At Level</u>	<u>At First Difference</u>	<u>At Level</u>	<u>At First Difference</u>	<u>At Level</u>		
-4.6726	3.1200	-5.9740	-1.7719	-5.6862	1.0068	t stat	GDP
0.0000	0.9993	0.0001	0.7000	0.0000	0.9959	Prob	

-8.8104	-2.1865	-8.7610	-5.4233	-8.7147	-5.5978	t stat	INF
0.0000	0.0293	0.0000	0.0003	0.0000	0.0000	Prob	
-7.3746	-1.7174	-7.2165	-6.4277	-7.3254	-4.8418	t stat	INR
0.0000	0.0812	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	Prob	
-3.1599	-0.7001	-6.8535	-3.0873	-3.1188	-3.1890	t stat	LCAP
0.0024	0.4069	0.0000	0.1228	0.0335	0.0279	Prob	
-8.6170	0.1606	-8.5277	-5.3281	-8.6398	-3.8042	t stat	TRAD
0.0000	0.7272	0.0000	0.0005	0.0000	0.0058	Prob	
-7.7582	0.3667	-7.6431	-6.0260	-7.7864	-3.7830	t stat	TRN
0.0000	0.7856	0.0000	0.0001	0.0000	0.0062	Prob	

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

• اختبار فيليبس بيرون (pp):

الجدول الرقم (05): نتائج اختبار فيليبس بيرون (pp) لاستقرارية السلاسل الزمنية

Without Constant & Trend		With Constant & Trend		With Constant		المتغيرات	
At First Difference	At Level	At First Difference	At Level	At First Difference	At Level		
-4.6307	3.3941	-5.9814	-1.6934	-5.6489	1.2114	t stat	GDP
0.0000	0.9997	0.0001	0.7361	0.0000	0.9977	Prob	
-8.8104	-3.1519	-8.7610	-5.4233	-8.9232	-5.5978	t stat	INF
0.0000	0.0024	0.0000	0.0003	0.0000	0.0000	Prob	
-18.4413	-3.3272	-36.6923	-6.4297	-37.8168	-4.8919	t stat	INR
0.0000	0.0014	0.0000	0.0000	0.0001	0.0003	Prob	
-9.2299	-0.8380	-9.1201	-3.1023	-9.1181	-3.2025	t stat	LCAP
0.0000	0.3468	0.0000	0.1193	0.0000	0.0270	Prob	
-15.1795	-1.5216	-32.1376	-5.3979	-18.1961	-3.7284	t stat	TRAD
0.0000	0.1186	0.0000	0.0004	0.0001	0.0072	Prob	
-11.7626	-0.9893	-11.7412	-6.0254	-11.9767	-3.8626	t stat	TRN
0.0000	0.2838	0.0000	0.0001	0.0000	0.0050	Prob	

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

من خلال دراسة الجدول السابق، يتضح أن المتغيرات (مثل ناتج محلي الأسهم المتداولة، نسبة

دوران الأسهم المحلية، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة، اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسمة السوق) غير مستقرة عند المستوى، ولكنها تستقر عند أخذ الفرق الأول، أي متكاملة من الدرجة الأولى (1)I، عند مستوى المعنوية 5%.

ويتبين من الجدول نفسه أن متغير معدل تضخم مستقر عند المستوى اي متكاملة عند مستوى (0)I، كما تشير القيم المتغير معدل الفائدة الحقيقي غير مستقر عند مستوى في اختبار ADF و لكنه يستقر عند أخذ الفرق الأول اما في اختبار PP مستقر عند مستوى وهذا ما يدل على انه متكامل من الدرجة الاولى و متكامل عند مستوى (0)I and (1)I.

من خلال الاختبارين السابقين ADF و PP لاختبار استقراريه السلاسل الزمنية، تؤكد نتائج عدم استقرارية السلاسل الزمنية من نفس الدرجة هذا ما يمنعنا من تطبيق منهجية E-granger و johansen للتكامل متزامن، مما يلزمنا اعتماد على نموذج ARDL.

ب- اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة

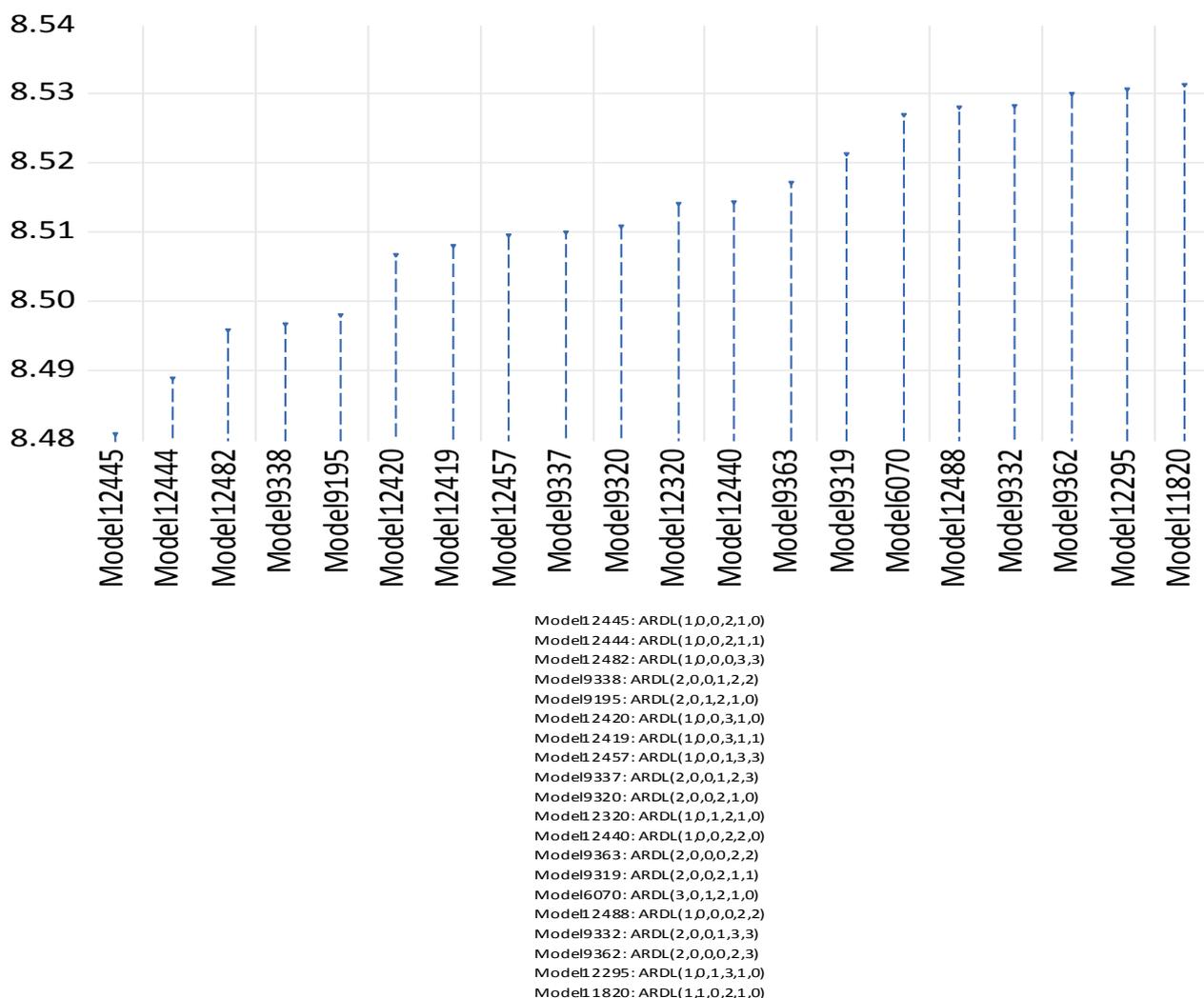
قبل تطبيق نموذج ARDL سوف يتم تحديد فترة الابطاء مثلى

1- تحديد فترة الابطاء المثلى :

وفقا للشكل رقم (04) موضح لمجموع النماذج الممكنة عند تغيير درجات ابطاء متغيرات النموذج ، و حسب إحصائية AKAIKE يتبين ان النموذج (1.0.0.2.1.0) ARDL هو النموذج الأمثل و يمثل أقل قيمة حسب إحصائية AKAIKE.

الشكل الرقم(05)اختبار فترات الابطاء الملائمة للنموذج

Akaike Information Criteria (top 20 models)



من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

*يمكن صياغة نموذج الدراسة و وفق المعادلة التالية:

$$\Delta GDP_t = C + \alpha_1 GDP_{t-1} + \alpha_2 INF_{t-1} + \alpha_3 INR_{t-1} + \alpha_4 LCAP_{t-1} + \alpha_5 TRAD_{t-1} + \alpha_6 TRN_{t-1} + \sum_{c=1}^1 \beta_1 i \Delta GDP_{t-1} + \sum_{c=1}^0 \beta_2 i \Delta INF_{t-1} + \sum_{c=1}^0 \beta_3 i \Delta INR_{t-1} + \sum_{c=1}^2 \beta_4 i \Delta LCAP_{t-1} + \sum_{c=1}^1 \beta_5 i \Delta TRAD_{t-1} + \sum_{c=1}^0 \beta_6 i \Delta TRN_{t-1} + \varepsilon_t$$

Δ :فروق من درجة أولى

C:حد الثابت

t:اتجاه الزمن

ϵ :حد الخطأ العشوائي

β :معاملات العلاقة قصيرة الاجل

α : معاملات العلاقة طويلة الاجل

2- اختبار الحدود للتكامل المشترك (bound test):

كجزء من منهجية ARDL ، يتطلب اختبار الحدود (BOUND TEST) في المرحلة الأولى للتحقق من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات قيد الدراسة. يتم ذلك من خلال استخدام اختبار الحدود الذي تم تقديمه من قبل (NARAYAN (2005) و (PESSARAN (2001) حيث قدرنا النموذج ARDL مع الأخذ بعين الاعتبار الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ومتغيرات (معدل التضخم، الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة، اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية، معدل الفائدة الحقيقي) كمتغيرات مستقلة، ومن خلال الجدول أدناه نلاحظ أن قيمة fisher المحسوبة كانت 5.599028 وهي أكبر من القيم الجدولية للمستويات المعنوية الثلاث (1%، 5%، 10%) سواء الحد الأدنى (0) أو الحد الأعلى (1) مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين متغيرات المستقلة و المتغير التابع خلال الفترة قيد الدراسة ، الجدول ادناه يلخص هذه النتائج:

الجدول الرقم(06): اختبار bound test

Null hypothesis: No levels relationship
Number of cointegrating variables: 5
Trend type: Rest. constant (Case 2)
Sample size: 40

Test Statistic	Value
F-statistic	5.599028

Sample Size	10%		5%		1%	
	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
35	2.331	3.417	2.804	4.013	3.900	5.419
40	2.306	3.353	2.734	3.920	3.657	5.256
Asymptotic	2.080	3.000	2.390	3.380	3.060	4.150

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

وفقا لذلك، يمكن تطبيق منهجية تصحيح الخطأ على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL لتحليل العلاقات طويلة وقصيرة الأجل.

ج- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL

وفقا للنموذج المختار في هذه الدراسة (1.0.0.2.1.0) ARDL، يُظهر الجدول رقم (07) نتائج تقدير النموذج (1.0.0.2.1.0) ARDL أما بالنسبة للجدول رقم (08) و (09)، فإنه يُعرض المعاملات المقدر للنموذج على المدى الطويل والقصير.

الجدول الرقم (07): نتائج تقدير نموذج (1.0.0.2.1.0) ARDL

Dependent Variable: GDP
Method: ARDL
Date: 04/27/24 Time: 17:32
Sample: 1983 2022
Included observations: 40
Dependent lags: 4 (Automatic)
Automatic-lag linear regressors (4 max. lags): INFLATION INR LCAP TRAD TRN
Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Number of models evaluated: 12500
Selected model: ARDL(1,0,0,2,1,0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
GDP(-1)	0.989839	0.027034	36.61398	0.0000
INFLATION	0.948964	2.073550	0.457652	0.6505
INR	-1.723389	0.674051	-2.556764	0.0159
LCAP	-0.194298	0.097235	-1.998241	0.0548
LCAP(-1)	0.167819	0.061917	2.710394	0.0110
LCAP(-2)	-0.184565	0.054926	-3.360257	0.0021
TRAD	1.072384	0.469219	2.285464	0.0295
TRAD(-1)	0.480615	0.202994	2.367628	0.0245
TRN	-1.747355	0.762649	-2.291166	0.0292
C	37.01836	16.21189	2.283408	0.0297

R-squared 0.989441 Mean dependent var 167.8023
Adjusted R-squared 0.986273 S.D. dependent var 124.9565
S.E. of regression 14.64034 Akaike info criterion 8.417756
Sum squared resid 6430.184 Schwarz criterion 8.839976
Log likelihood -158.3551 Hannan-Quinn criter. 8.570417
F-statistic 312.3399 Durbin-Watson stat 1.716455
Prob(F-statistic) 0.000000

*Note: p-values and any subsequent test results do not account for model selection.

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

الجدول رقم (08) اختبار العلاقة طويلة الاجل

$$CE = GDP(-1) - (93.394996 * INFLATION - 169.612222 * INR - 20.770463 * LCAP(-1) + 152.842802 * TRAD(-1) - 171.970913 * TRN + 3643.267300)$$

Variable *	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLATION	93.39500	366.3567	0.254929	0.8003
INR	-169.6122	446.3893	-0.379965	0.7063
LCAP(-1)	-20.77046	55.37769	-0.375069	0.7099
TRAD(-1)	152.8428	401.9596	0.380244	0.7061
TRN	-171.9709	467.9569	-0.367493	0.7155
C	3643.267	9541.679	0.381827	0.7050

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

الجدول الرقم (09) : اختبار العلاقة قصيرة الاجل

Dependent Variable: D(GDP)
 Method: ARDL
 Date: 04/30/24 Time: 20:29
 Sample: 1983 2022
 Included observations: 40
 Dependent lags: 4 (Automatic)
 Automatic-lag linear regressors (4 max. lags): INFLATION INR LCAP TRAD TRN
 Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)
 Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
 Number of models evaluated: 12500
 Selected model: ARDL(1,0,0,2,1,0)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ*	-0.010161	0.001482	-6.857976	0.0000
D(LCAP)	-0.194298	0.051000	-3.809781	0.0005
D(LCAP(-1))	0.184565	0.042967	4.295536	0.0001
D(TRAD)	1.072384	0.213295	5.027694	0.0000

R-squared	0.542156	Mean dependent var	9.505574
Adjusted R-squared	0.504003	S.D. dependent var	18.97670
S.E. of regression	13.36474	Akaike info criterion	8.117756
Sum squared resid	6430.184	Schwarz criterion	8.286644
Log likelihood	-158.3551	Hannan-Quinn criter.	8.178821
F-statistic	14.20982	Durbin-Watson stat	1.716455
Prob(F-statistic)	0.000003		

* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

د- اختبار جودة نموذج:

الهدف الأساسي لهذه المرحلة هو التحقق من عدم وجود مشاكل قياسية اختلاف التباين، الارتباط الذاتي، الارتباط الذاتي المتعدد و مشكلة عدم التوزيع الطبيعي للبواقي في النموذج.

1- اختبار مشكلة اختلاف التباين :

1-1 اختبار ARCH: الهدف من هذا الاختبار هو تحديد مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي.

الجدول الرقم (10): نتائج اختبار ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.218546	Prob. F(1,37)	0.6429
Obs*R-squared	0.229006	Prob. Chi-Square(1)	0.6323

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة Prob. Chi-Square أكبر من 5% وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط بين البواقي.

1-2 اختبار Breusch-Godfrey: الهدف من هذا الاختبار هو تحديد مشكلة عدم ثبات التباين.

الجدول رقم (11): نتائج اختبار Breusch-Godfrey

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	0.654218	Prob. F(9,30)	0.7422
Obs*R-squared	6.562603	Prob. Chi-Square(9)	0.6826
Scaled explained SS	8.329445	Prob. Chi-Square(9)	0.5013

من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة Prob. Chi-Square أكبر من 5% وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنص على عدم تجاني التباين.

و من خلال نتائج مستخلصة من الاختبارين السابقين، يتضح ان القيمة الاحتمالية لجميع الاختبارات أكبر من 5% و بالتالي يمكن استنتاج ان النموذج لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين و هي سمة مرغوبة في النموذج.

2- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

الجدول رقم (12): نتائج اختبار الارتباط الذاتي بين أخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.862010	Prob. F(2,28)	0.4332
Obs*R-squared	2.320035	Prob. Chi-Square(2)	0.3135

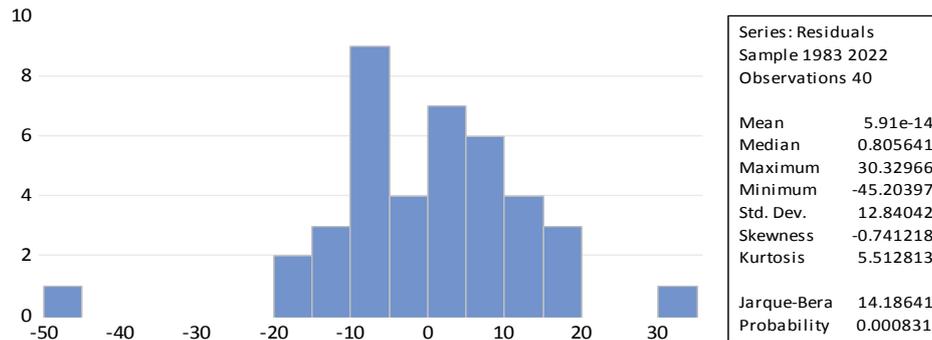
من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيمة الاحتمالية ل LM TEST أكبر من 5% مما يدل على عدم

وجود الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

الشكل الرقم(06): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة الاحتمالية ل JARQUE-BERA أقل من 5% مما يدل

على ان البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي.

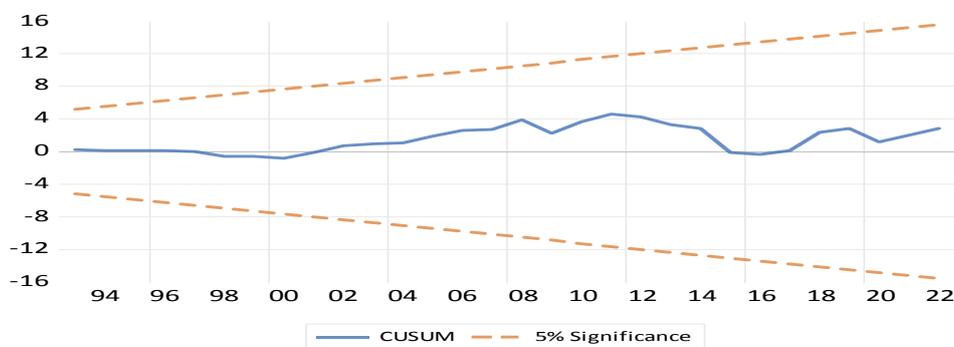
ت- اختبار استقرار الهيكلي للنموذج:

هدف من هذا الاختبار التحقق من عدم أي تغيرات هيكلية في البيانات المستخدمة في الدراسة عبر

فترة زمنية محددة ولتحقيق ذلك يتم استخدام الاختبارين التاليين:

1- مجموع التراكمي للبواقي الراجعة (CUSUM):

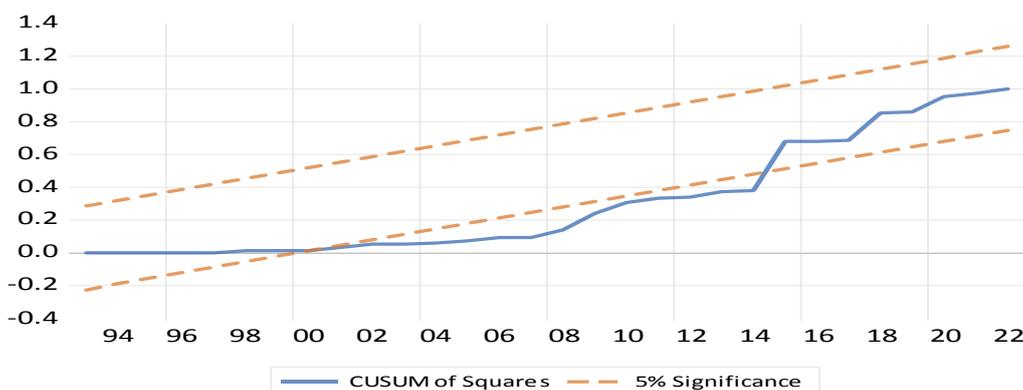
الشكل رقم (07): اختبار مجموع التراكمي للبواقي الراجعة (CUSUM)



من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

2- اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبقاوي الراجعةCUSUMSQ

الشكل رقم (08):اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبقاوي الراجعة



من اعداد طالبتين اعتمادا على مخرجات 13 eviews

من خلال الشكلين يمكننا ملاحظة أن CUSUM كان ضمن مجال الثقة 95% على طول فترة الدراسة مما يؤكد استقرارية المعاملات في المدى الطويل عند المستوى المعنوية 5% في حين نلاحظ ان المنحنى CUSUMSQ انحرف لمدة قصيرة وخرج على مجال الثقة 95% قم عاد لكن يمكننا الاعتماد على هذا النموذج وافترض استقرارية المعاملات على المدى الطويل.

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة القياسية

أولاً: جودة توفيق النموذج

يتضح من الجدول رقم (07) أن معامل التحديد يساوي $R^2=0.989839$ ، وهو معدل جد مقبول، مما يعني أن 98.98% من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي يمكن تفسيرها عن طريق المتغيرات التفسيرية المدرجة في النموذج، وهذه المتغيرات هي معدل التضخم، الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق)، ومعدل الفائدة الحقيقي. بينما 1% من هذه التغيرات يمكن أن يرجعها إلى متغيرات اقتصادية أخرى غير مدرجة في النموذج، مما يشير إلى أن النموذج لديه قدرة تفسيرية قوية. بالإضافة إلى ذلك، قيمة فيشر المحسوبة بلغت 312.3399 وهي أكبر من القيمة المجدولة،

وقيمة الاحتمال تساوي 0.000000 (أي أن النموذج لديه دلالة معنوية)، ونقبل هذا النموذج عند مستوى دلالة 5%، وبالتالي يمكن القول أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير التغيرات في المتغير التابع.

ثانياً: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM

أ- بالنسبة لعلاقة الأجل القصير:

تشير نتائج الأجل القصير في الجدول (09) أن قيمة معامل سرعة التكيف، والتي تمثل المعلمة المقدره لحد تصحيح الخطأ الذي يكشف عن سرعة أو إبطاء عودة المتغيرات الى حالة التوازن، والذي يجب أن يكون هذا المعامل معنوياً وسالباً للكشف عن وجود تكامل مشترك بين المتغيرات الذي بلغ هذا النموذج $cointeq(-0.010161)$ بإشارة سالبة، ذات معنوية إحصائية قوية بلغت 0.0000 وهذا ما يؤكد صحة العلاقة التوازنية في المدى الطويل، ولكن نسبة 01% نستنتج منها أن هناك عملية تصحيح الخطأ من الأجل القصير الى الاجل الطويل بسرعة تعديل سنوي تصل الى 1%.

نلاحظ من خلال نموذج تصحيح الخطأ أن معظم المتغيرات معنوية عند مستوى الدلالة 5% مما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر المتغير التابع GDP في الأجل القصير. تشير نتائج الأجل القصير في الجدول 09 إلى أن جميع معالم النموذج جاءت منسقة مع النظرية الاقتصادية وذلك على النحو التالي:

1- قيمة متغير إجمالي قيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق) جاءت سالبة -0.194298 ، وهذا ما يدل على وجود علاقة ذات أثر سلبي وذات دلالة إحصائية بين إجمالي قيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق) و ناتج محلي الإجمالي وهذا يحدث غالباً في حالات الركود الاقتصادي أو الأزمات المالية، قد تنخفض القيمة السوقية للشركات بشكل حاد بسبب انخفاض توقعات الأرباح، في حين قد يستمر الناتج المحلي الإجمالي في النمو لفترة قصيرة قبل أن ينعكس تأثير الأزمة على الاقتصاد الحقيقي.

2- قيمة متغير القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة جاءت موجبة 1.072384 ، وهذا ما يدل على وجود علاقة ذات أثر ايجابي وذات دلالة إحصائية بين القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة و ناتج محلي الإجمالي وهذا راجع لعدة الأسباب:

- ✓ **التوقعات المستقبلية الإيجابية:** إذا كانت التوقعات المستقبلية للاقتصاد والشركات إيجابية، فإن ذلك سينعكس على ارتفاع أسعار الأسهم وقيمتها الإجمالية. وفي نفس الوقت، قد تبدأ هذه التوقعات الإيجابية في التأثير على الناتج المحلي الإجمالي عبر زيادة الاستهلاك والاستثمار والإنتاج .
- ✓ **السياسات الحكومية التحفيزية:** عندما تتخذ الحكومات إجراءات تحفيزية مثل خفض أسعار الفائدة أو زيادة الإنفاق الحكومي، فإن ذلك قد يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بسبب التوقعات الإيجابية وتدفق السيولة. وفي نفس الوقت، تعمل هذه السياسات على تحفيز النشاط الاقتصادي ورفع الناتج المحلي الإجمالي .
- ✓ **تحسن البيانات الاقتصادية:** إذا كانت البيانات الاقتصادية الرئيسية مثل الإنتاج الصناعي ومبيعات التجزئة تشير إلى تحسن، فإن ذلك قد يرفع من أسعار الأسهم وكذلك الناتج المحلي الإجمالي في نفس الوقت .
- ✓ **تحسن ثقة المستهلكين والشركات:** عندما تزداد ثقة المستهلكين والشركات في الاقتصاد، فإنهم سيزيدون من إنفاقهم واستثماراتهم، مما سيرفع من الناتج المحلي الإجمالي وأرباح الشركات وبالتالي أسعار أسهمهم.

ب- بالنسبة لعلاقة الأجل الطويلة:

من نتائج الأجل الطويلة في الجدول رقم (08) نجد أن معظم معالم النموذج جاءت منسقة النظرية الاقتصادية من حيث القيمة، في حين خالفت بعض المعالم معطيات النظرية الاقتصادية، وذلك على النحو التالي:

- جاءت إشارة معلمة **معدل التضخم** موجبة عند مستوى المعنوية 5%، مما يدل على وجود علاقة طردية بين معدل التضخم في ماليزيا و ناتج المحلي الإجمالي، وهذا لا يتعارض بالضرورة مع النظريات الاقتصادية الرئيسية، بل إنه يتماشى مع بعضها ويدل على ما يلي:
1. يتفق مع نظرية منحنى فيليبس في المدى الطويل: تفترض هذه النظرية أن انخفاض البطالة (الناتج من النمو الاقتصادي المرتفع) سيؤدي إلى زيادة الضغوط التضخمية من خلال ارتفاع الأجور والتكاليف.

2. يتماشى مع نظرية الطلب الكلي :حيث أن الزيادة في الطلب الكلي الناتجة عن النمو الاقتصادي القوي قد تدفع الأسعار للارتفاع وتزيد من التضخم على المدى الطويل.

- أظهرت معلمة أسعار الفائدة إشارة سالبة بلغت (-169.6122) غير معنوية، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة والناتج المحلي الإجمالي لماليزيا في الأجل الطويل وهذه نتيجة تتوافق مع نظرية الاستثمار الكينزية: (Keynesian Investment Theory) وفقاً لهذه النظرية، فإن ارتفاع معدلات الفائدة سيؤدي إلى انخفاض الاستثمار من قبل الشركات، وبالتالي انخفاض الطلب الكلي والناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل.

- إشارة معلمة اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية جاءت سالبة حيث بلغت قيمتها- 20.77046 مما يدل على وجود علاقة عكسية بين اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية وناتج محلي الإجمالي وهذه نتيجة غير متوافقة مع النظرية الاقتصادية حيث أنه من المتوقع أن يصاحب النمو الاقتصادي المرتفع والناتج المحلي الإجمالي المتزايد ازدهاراً في أداء الشركات وأرباحها، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية وإجمالي رسملة السوق.

- إشارة معلمة القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة جاءت موجبة حيث بلغت قيمتها 152.8428 مما يدل على وجود علاقة طردية بين القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة وناتج محلي الإجمالي وهذا يتوافق مع نظرية المحفظة الحديثة (Modern Portfolio Theory) التي تفترض أن المستثمرين سيزيدون من استثماراتهم في الأسهم عندما يتوقعون نمواً اقتصادياً قوياً، مما سيرفع من أسعار الأسهم وقيمتها الإجمالية المتداولة.

- إشارة معلمة الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية جاءت سالبة حيث بلغت قيمتها- 171.9707 مما يدل على وجود علاقة عكسية بين الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية وناتج محلي الاجمالي.

خلاصة الفصل:

تتضمن هذه الدراسة القياسية تحليلاً لتأثير مؤشرات السوق المالية على الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطنة. ARDL

يتم تناول الجانب العام لسوق الأوراق المالية الماليزية في القسم الأول من المبحث الأول، ويتم تقديم الإطار النظري للنموذج المستخدم في الدراسة في المطلب الثاني، يتم تعريف النموذج وتوضيح مميزاته ومراحل تطبيقه، ويتم عرض الدراسة القياسية ومناقشة النتائج المتوصل إليها في المبحث من الفصل، تم اختبار استقرارية سلاسل الزمنية لجميع المتغيرات وتوصلت الطالبتين إلى أنها مستقرة عند الفرق الأول وبعضها مستقر عند المستوى، وبالتالي تحقق الشرط الأول لنموذج الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطنة. ARDL تم تقدير النموذج وتوصلت الطالبتين إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة.



في هذه الدراسة التي تحمل عنوان "دور الأسواق المالية الناشئة في النمو الاقتصادي - دراسة قياسية" سوق المالي الماليزي خلال فترة 1981-2022 ، حاولنا معرفة وتوضيح العلاقة بين النمو الاقتصادي ومؤشرات سوق المال وللإجابة على السؤال المطروح، والذي يتمثل في **دور الأسواق المالية الناشئة في تعزيز النمو الاقتصادي؟ وكيف ساهم تطور سوق المال الماليزي في معدلات النمو الاقتصادي خلال الفترة 1981-2022؟**

تم تقسيم الدراسة إلى فصلين:

يتضمن الفصل الأول المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة، والتي تشمل النمو الاقتصادي والأسواق المالية، ومن ثم، قمنا بمراجعة الدراسات السابقة المهمة التي تناولت موضوع الدراسة والتي لها صلة مباشرة بالبحث، ومن خلال هذه الدراسات، تمكنا من تحديد متغيرات الدراسة.

أما الفصل الثاني، فقد تم تخصيصه للدراسة القياسية، والتي تهدف إلى فهم دور الأسواق المالية الناشئة في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال استخدام منهجية الانحدار الذاتي ذو الفجوات الزمنية المبطئة (ARDL).

وتوصلنا من خلال دراستنا إلى:

• في المدى القصير:

- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين قيمة متغير إجمالي قيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق) و ناتج محلي إجمالي.
- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة و ناتج المحلي الإجمالي.

• في المدى الطويل:

- ✓ توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية ناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة و ناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم و ناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مع القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة و ناتج المحلي الإجمالي.

✓ توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معلمة الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية ونتاج محلي الاجمالي.

❖ اختبار الفرضيات:

من أجل القيام بهذه الدراسة قمنا بوضع مجموعة من الفرضيات تحت الاختبار، فكانت الإجابة كما يلي:

✓ **تفترض الفرضية الأولى** على توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة (اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية، أسعار الفائدة، معلمة الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية) والمتغير التابع (نتاج المحلي الإجمالي) ، وهذا ما تم التوصل إليه من خلال دراستنا، وبالتالي قبول الفرضية الأولى.

✓ **تفترض الفرضية الثانية** على توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة كل من (معدل التضخم، القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة) والمتغير التابع (نتاج المحلي الإجمالي)، وهذه الفرضية صحيحة استنادا إلى النظرية الاقتصادية والنتائج القياسية المتوصل إليها.

❖ النتائج الدراسة:

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن استخلاص النتائج التالية:

✓ تغيرات الدراسة لها دلالة إحصائية بالإضافة إلى الثابت.
✓ أظهرت نتائج اختبار الاستقرار من خلال اختبار ADF و PP أن السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى و الفرق الأول بمستوى معنوية 5% .

✓ توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين اجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية ونتاج المحلي الإجمالي.

✓ توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة ونتاج المحلي الإجمالي.

✓ توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ونتاج المحلي الإجمالي.

✓ توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مع القيمة الاجمالية للأسهم المتداولة ونتاج المحلي الإجمالي.

✓ توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معلمة الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية ونتاج محلي الاجمالي.

- ✓ بينت نتائج اختبار الحدود BOUND أن لهذا النموذج علاقة توازنية طويلة الأجل، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.
- ✓ بينت نتائج تقدير نموذج ARDL أن معامل التحديد يساوي 95%، مما يدل على أن للنموذج قدرة تفسيرية قوية.
- ✓ بينت نتائج اختبارات جودة النموذج أن النموذج يخلو من المشاكل القياسية.
- ✓ بينت نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي أن معاملات الأجل الطويل مستقرة.

❖ التوصيات الدراسة:

- من أجل تعزيز كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية في ماليزيا وتحسين دورها في دعم النمو الاقتصادي على المدى الطويل، يمكن اقتراح التوصيات التالية:
- تعزيز البنية التحتية للأسواق المالية وتطوير الأطر التنظيمية والقانونية لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية والمحلية، وذلك بهدف تنشيط السوق المالي وتعزيز النمو الاقتصادي.
- تشجيع الشركات على الإدراج في سوق الأوراق المالية الماليزية وتوفير الحوافز والتسهيلات اللازمة لزيادة عمق السوق وتنويع الأدوات المالية المتاحة.
- تطوير قطاع الخدمات المالية وتعزيز دور المؤسسات المالية في توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية والتنموية، وذلك بهدف دعم النمو الاقتصادي على المدى الطويل.
- تنمية رأس المال البشري في قطاع الخدمات المالية من خلال برامج التدريب والتعليم المتخصصة، لضمان توفر الكفاءات والمهارات اللازمة لإدارة وتطوير الأسواق المالية بكفاءة.
- تشجيع الادخار والاستثمار المحلي من خلال توفير الحوافز والبيئة المناسبة، حيث يمكن أن يساهم ذلك في تعزيز السيولة في السوق المالية وتوفير مصادر تمويل للاستثمارات الإنتاجية.
- تعزيز التعاون والتكامل الإقليمي في مجال الأسواق المالية، من خلال تنسيق السياسات والأنظمة التنظيمية، مما يساعد على زيادة حركة رؤوس الأموال وتدفقات الاستثمار عبر الحدود.
- إجراء المزيد من الدراسات والبحوث المتعلقة بدور الأسواق المالية الناشئة في النمو الاقتصادي، مع التركيز على تحليل العوامل المؤثرة والممارسات الفضلى في هذا المجال.

قائمة المراجع

أ- الكتب:

- عبد الحميد عبد المطلب. (2001). لقاهرة، مصر: الدار الجامعية.
- عبد الله خباية. (2014). تطور نظريات و استراتيجيات التنمية الاقتصادية. الاسكندرية، مصر: دار الجامعة الجديدة.
- محمد عبد العزيز، ايمان عجمية، و ناصف عطية. (2000). التنمية الاقتصادية، دراسة نظرية . مصر: قسم الاقتصاد، جامعة الاسكندرية.

ب- البحوث الجامعية:

- زهرة دريش. (2019-2020). أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية الناشئة دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL. أطروحة دكتوراه ل.م.د. شعبة علوم تسيير تخصص مالية ونقود. سيدي بلعباس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم تسيير.
- عادل زقير. (2016). أثر تطورات الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة 1998-2012. أطروحة دكتوراه. جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
- عبد الله بلوناس. (2005). الاقتصاد الجزائري: الانتقال من الخطة إلى السوق ومدى إنجاز أهداف السياسة الاقتصادية. أطروحة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير تخصص نقود ومالية. جامعة الجزائر، الجزائر.
- عزوز عائشة. (2013). دور الاسواق المالية الناشئة في التنمية بالبلاد النامية الجزائر. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم تسيير. جامعة الجزائر 3، الجزائر.
- علي بوعبد الله. (2014). أثر الاسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية و العلوم التسيير.، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
- لمياء قاسم شاوش. (2013). دور أسواق المال في تمويل اقتصاديات دول العالم- دراسة حالة بورصة- . بحث لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية فرع نقود، مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم تسيير. جامعة الجزائر 3، الجزائر.

- لمياء مومني. (2019). أثر تقلبات أسعار البترول على النمو الاقتصادي: حالة الجزائر. اطروحة دكتوراه. جامعة جيلالي اليابس، سيدي بلعباس، الجزائر.
 - مونية سلطان. (2015). كفاءة الاسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني " دراسة حالة بورصة ماليزيا". أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
 - نبيل خليل طه سمور. (2007). سوق الأوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا. رسالة ماجستير. الجامعة الاسلامية غزة، غزة، فلسطين.
 - نرجس رزق الله. (2022). أثر كفاءة الأسواق المالية الناشئة على تحديد القيمة السوقية للشركات -دراسة حالة سوق قطر للأوراق المالية. ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث نظام LMD في علوم المالية و المحاسبة ،كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و العلوم التسيير. جامعة العربي التبسي، التبتة، الجزائر.
 - هالة صالح. (2015). آليات اندماج وتفاعل الاسواق المالية الناشئة ضمن العولمة المالية. رسالة ماجستير. جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر.
 - يمينة سهايلية. (2019). دور حوكمة الشركات في تحسين بيئة الأعمال وتنشيط سوق الأوراق المالية- دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة. أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير. جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، الجزائر.
- ت- المقالات العلمية:**
- حسن علي عبد الزهرة ، و شومان عبد اللطيف حسن. (2013). تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة واسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الابطاء(ardl). مجلة العلوم الاقتصادية، 9(34)، 87.
 - زكرياء مسعودي، و خليفة عزي. (2019). محددات النمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام نموذجي ECM و FMOLS دراسة قياسية للفترة 1980-2017. مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات المجلد 04 العدد 7، ص 119، 120.
 - عبد الحفيظ خزان. (2017). أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية دراسة: " مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994 إلى 2016. مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12 (3)، 108 و 118.

- محددات النمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام نموذجي دراسة قياسية بين (1980-2017). (2019).
مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، 119، 120.

ث- الملتقيات العلمية:

- الدرويش دحماني محمد ، و ناصور عبد القادر. (2013). دراسة قياسية لمحددات الاستثمار في الجزائر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ملتقى الدولي) تقييم آثار برامج الاستثمار و انعكاسها على التشغيل و الاستثمار و النمو الاقتصادي خلال الفترة 2001-2014، (صفحة 16). جامعة سطيف الجزائر.

الملاحق

الملحق الرقم (1): البيانات المستخدمة في الدراسة القياسية

DATE	GDP	LCAP	INR	TRN	TRAD	INFLATION
1981	25,00	61,18	10,72	20,29	12,41	9,70
1982	26,80	51,77	9,59	8,82	4,57	5,82
1983	30,35	74,80	5,54	13,22	9,89	3,70
1984	33,94	56,96	7,08	11,15	6,35	3,90
1985	31,20	77,42	14,39	9,93	7,69	0,35
1986	27,73	53,58	22,96	7,86	4,21	0,74
1987	32,18	56,72	2,50	20,88	11,84	0,29
1988	35,27	65,37	5,48	10,86	7,10	2,56
1989	38,85	102,18	4,24	16,64	17,01	2,81
1990	44,02	108,73	4,80	22,38	24,33	2,62
1991	49,14	115,42	5,56	18,84	21,74	4,36
1992	59,17	150,43	7,56	20,86	31,38	4,77
1993	66,89	320,99	5,81	6,60	21,17	3,54
1994	74,48	247,08	4,64	6,49	16,04	3,73
1995	88,71	240,97	4,92	28,13	67,79	3,45
1996	100,86	303,57	6,04	8,38	25,43	3,49
1997	100,01	93,23	6,91	45,69	42,59	2,66
1998	72,17	132,42	3,35	27,79	36,79	5,27
1999	79,15	176,77	8,51	30,06	53,14	2,74
2000	93,79	120,65	-1,09	46,41	55,99	1,53
2001	92,78	128,23	8,85	17,68	22,67	1,42
2002	100,85	124,72	3,30	20,46	25,51	1,81
2003	110,20	145,93	2,91	28,43	41,48	1,09
2004	124,75	145,59	0,03	29,84	43,44	1,42
2005	143,53	125,77	-2,67	24,73	31,10	2,98
2006	162,69	144,80	2,41	29,35	42,50	3,61
2007	193,55	168,07	1,46	47,54	79,90	2,03
2008	230,81	81,99	-3,90	43,50	35,67	5,44
2009	202,26	143,00	11,78	27,95	39,97	0,58
2010	255,02	160,26	-2,11	28,09	45,01	1,62
2011	297,95	132,78	-0,47	32,94	43,74	3,17
2012	314,44	148,39	3,75	26,50	39,33	1,66
2013	323,28	154,79	4,47	28,41	43,98	2,11
2014	338,07	135,77	2,07	31,08	42,20	3,14
2015	301,36	127,08	3,31	29,11	36,99	2,10
2016	301,26	119,43	2,83	27,01	32,63	2,09
2017	319,11	142,83	0,80	30,06	43,06	3,87
2018	358,79	110,93	4,28	34,00	37,72	0,88
2019	365,18	110,62	4,80	26,89	29,74	0,66
2020	337,46	129,36	4,80	56,95	73,67	-1,14
2021	373,83	110,82	-2,14	49,33	54,67	2,48
2022	407,03	93,66	-2,38	28,98	27,14	3,38

فهرس المصنويات



	اهداء
	شكر وتقدير
	قائمة الجداول
	قائمة الاشكال
أ	مقدمة عامة
01	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والدراسات السابقة
02	تمهيد
03	المبحث الأول: عموميات حول الاسواق المالية والنمو الاقتصادي
03	المطلب الاول: مفاهيم الاساسية حول الاسواق الناشئة
03	أولاً: مفهوم الاسواق الناشئة
03	1-تعريف الأسواق المالية الناشئة
04	2-خصائص الاسواق المالية الناشئة
06	3- مراحل تطور أسواق الأوراق المالية الناشئة
07	4-اهمية الاسواق المالية الناشئة
08	ثانياً: أثر الاسواق المالية في اقتصاديات دول ناشئة
09	1-الآثار الايجابية للأسواق المالية الناشئة
10	2-الآثار السلبية للأسواق الناشئة
13	المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول النمو الاقتصادي

13	أولاً: مفهوم النمو الاقتصادي
13	1- تعريف النمو الاقتصادي
14	2- الفرق بين النمو والتنمية
14	3- خصائص النمو الاقتصادي
14	ثانياً: عناصر وطرق قياس النمو الاقتصادي
14	1- عناصر النمو الاقتصادي
15	2- طرق قياس النمو الاقتصادي
16	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
16	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
21	المطلب الثاني: ما يميز دراستي الحالية بالدراسات السابقة
24	خلاصة الفصل
25	الفصل الثاني: دراسة القياسية
26	تمهيد
27	المبحث الأول: نظرة عامة حول سوق الأوراق المالية الماليزي والإطار النظري لنموذج القياسي محل الدراسة
27	المطلب الأول: نظرة عامة حول سوق الأوراق المالية الماليزي
27	أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الماليزية
28	ثانياً: تطور سوق الأوراق المالية الماليزية
29	المطلب الثاني: الإطار النظري لنموذج القياسي محل الدراسة
30	أولاً: نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL

31	ثانيا: مميزات نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL
32	ثالثا: مراحل تطبيق نموذج ARDL
34	رابعا: بناء نموذج الدراسة
36	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة القياسية
36	المطلب الأول: فحص وتحليل متغيرات وتقدير نموذج محل الدراسة
36	أولا: تحليل تطور متغيرات الدراسة
39	ثانيا: خصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة
41	ثالثا: الارتباط الجبري بين متغيرات الدراسة
42	رابعا: تقدير نموذج الدراسة
42	أ- اختبار استقراره السلاسل الزمنية
44	ب- اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة
47	ج- تقدير نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL
48	د- اختبار جودة نموذج
50	ت- اختبار استقرار الهيكل للنموذج
51	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة القياسية
51	أولا: جودة توفيق النموذج
52	ثانيا: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM
52	أ- بالنسبة لعلاقة الأجل القصير
53	ب- بالنسبة لعلاقة الأجل الطويلة

55	خلاصة الفصل
56	خاتمة عامة
60	قائمة المراجع
64	الملاحق
66	فهرس المحتويات
71	الملخص

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد دور الأسواق المالية الناشئة في النمو الاقتصادي من خلال اختبار العلاقة بين المتغير التابع (ناتج المحلي الإجمالي) والمتغيرات المستقلة (معدل التضخم، الأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية، القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة، إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق) ومعدل الفائدة الحقيقي) في سوق المالي الماليزي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) على البيانات الزمنية السنوية خلال الفترة من 1981 إلى 2022.

وأظهرت النتائج أن النموذج المناسب للدراسة هو نموذج $ARDL(1.0.0.2.1.0)$ وبناءً على ذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين قيمة متغير إجمالي قيمة السوقية للشركات المحلية (رسملة السوق) وناتج المحلي الإجمالي، وهذا يحدث غالباً في حالات الركود الاقتصادي أو الأزمات المالية، حيث قد تنخفض القيمة السوقية للشركات بشكل حاد بسبب انخفاض توقعات الأرباح، في حين قد يستمر ناتج المحلي الإجمالي في النمو لفترة قصيرة قبل أن ينعكس تأثير الأزمة على الاقتصاد الحقيقي وتوجد أيضاً علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة وناتج المحلي الإجمالي في المدى القصير الأجل.

كما أظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معاملات متغيرات (إجمالي القيمة السوقية للشركات المحلية، أسعار الفائدة والأسهم المتداولة، نسبة دوران الأسهم المحلية) وناتج المحلي الإجمالي، ووجدت علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معاملات متغيرات (معدل التضخم والقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة) وناتج المحلي الإجمالي في المدى الطويل الأجل.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية الناشئة، النمو الاقتصادي، النمذجة القياسية، ARDL

ABSTRACT :

This study aims to determine the role of emerging financial markets in economic growth by examining the relationship between the dependent variable (gross domestic product) and the independent variables (inflation rate, traded stocks, domestic stock turnover ratio, total value of traded stocks, total market capitalisation of domestic companies (market capitalisation) and real interest rate) in the Malaysian financial market using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model on annual time series data for the period from 1981 to 2022.

The results showed that the appropriate model for the study is the $ARDL(1.0.0.2.1.0)$ model, and accordingly, the study found an inverse statistically significant relationship between the value of the total market capitalisation of domestic companies (market capitalisation) variable and gross domestic product. This is often the case during economic recessions or financial crises, when the market value of companies may fall sharply due to lower profit expectations, while GDP may continue to grow for a short period before the impact of the crisis

on the real economy is reflected. There is also a direct statistically significant relationship between the total value of shares traded and GDP in the short term.

The results also show an inverse statistically significant relationship between the coefficients of variables (total market capitalisation of domestic companies, interest rates, traded shares and turnover ratio of domestic shares) and gross domestic product, and a direct statistically significant relationship between the coefficients of variables (inflation rate and total value of traded shares) and gross domestic product in the long run.

Keywords: Emerging Financial Markets, Economic Growth, Econometric Modeling, ARDL

Résumé :

Cette étude vise à déterminer le rôle des marchés financiers émergents dans la croissance économique en examinant la relation entre la variable dépendante (Produit Intérieur Brut) et les variables indépendantes (taux d'inflation, actions négociées, ratio de rotation des actions nationales, valeur totale des actions négociées, capitalisation boursière totale des entreprises nationales (capitalisation boursière) et taux d'intérêt réel) sur le marché financier malaisien en utilisant le modèle Autoregressive Distributed Lag (ARDL) sur les données chronologiques annuelles pour la période de 1981 à 2022.

Les résultats ont montré que le modèle approprié pour l'étude est le modèle ARDL(1.0.0.2.1.0), et en conséquence, l'étude a trouvé une relation inverse statistiquement significative entre la valeur de la capitalisation boursière totale des entreprises nationales (capitalisation boursière) et le Produit Intérieur Brut. Cela se produit souvent en cas de récession économique ou de crises financières, où la valeur boursière des entreprises peut baisser considérablement en raison de perspectives de bénéfices plus faibles, tandis que le Produit Intérieur Brut peut continuer à croître pendant une courte période avant que l'impact de la crise sur l'économie réelle ne se reflète. Il existe également une relation directe statistiquement significative entre la valeur totale des actions négociées et le Produit Intérieur Brut à court terme.

Les résultats ont également montré une relation inverse statistiquement significative entre les coefficients des variables (capitalisation boursière totale des entreprises nationales, taux d'intérêt, actions négociées et ratio de rotation des actions nationales) et le Produit Intérieur Brut, et une relation directe statistiquement significative entre les coefficients des variables (taux d'inflation et valeur totale des actions négociées) et le Produit Intérieur Brut à long terme.

Mots-clés : Marchés financiers émergents, Croissance économique, Modélisation économétrique, ARDL