مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (١٠) العدد (٥) ٢٠٢٦
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (10) No. (5) 2026

هل يؤثر عمق الأسواق الماليّة في النموّ الاقتصاديّ؟
دراسة قياسية على دول مجلس التعاون الخليجي (GCC)

د.ريم جميل محمود*

(تاريخ الإيداع ٢٠٢٦/٤/٧ – تاريخ النشر ٤/٥/ ٢٠٢٦)

□ ملخّص □

يسعى هذا البحث إلى اختبار وجود أثر لعمق السوق الماليّة في تحقيق النموّ الاقتصاديّ لدول مجلس التعاون الخليجيّ خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٠١) باستخدام بيانات Panel السنوية. تمّ استخدام مؤشّر عمق السوق الماليّة المركب الصادر عن صندوق النقد الدوليّ –الذي يتضمّن مؤشرات فرعية متعدّدة لقياس حجم السوق الماليّة وسيولتها–كمتغيّر مستقل، ومعدّل نمو إجماليّ الناتج المحليّ –للتعبير عن النمو الاقتصادي–كمتغيّر تابع. مع إضافة كل من الاستثمار الأجنبيّ المباشر، التطوّر التكنولوجيّ وأسعار النفط كمتغيّرات ضابطة.

لتحقيق هدف البحث، واختبار فرضيته، تم الاعتماد على نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model) "FEM" المقدر بطريقة GLS Weights مع ترجيحات Cross –section SUR، وذلك استناداً إلى نتائج اختبارات المفاضلة بين النماذج. أظهرت نتائج التقدير غياب الأثر المعنوي لعمق السوق المالي في معدلات النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (٢٠٢١-٢٠٠١)، مع وجود أثر إيجابي معنوي لكل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وسعر النفط، بينما كان لانتشار الانترنت كوكيل عن التطور التكنولوجي أثر سلبي ومعنوي على هذا النمو.

الكلمات الرئيسيّة: عمق السوق الماليّة، النموّ الاقتصاديّ، دول مجلس التعاون الخليجيّ.

* أستاذ مساعد في قسم العلوم الماليّة والمصرفيّة–كلية الاقتصاد–جامعة اللاذقية –اللاذقية–سورية. Rime.mahmoud@latakia-univ.edu.sy

مجلة جامعة طرطوس للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (١٠) العدد (٥) ٢٠٢٦
Tartous University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (10) No. (5) 2026

Does the depth of financial markets affect economic growth? An empirical study on the Gulf Cooperation Council GCC Countries

Dr. Rime Jamil Mahmoud*

(Received 7/4/2026.Accepted 4/5/2026)

□ABSTRACT □

This research aims to test the existence of an impact of financial market depth on achieving economic growth in the Gulf Cooperation Council GCC countries during the period 2001-2021 using annual panel data.

The composite financial market depth index issued by the International Monetary Fund, which includes multiple sub-indices to measure the size and liquidity of the financial market, was used as an independent variable, and the gross domestic product growth rate, which expresses dependent variable. In addition, foreign direct investment, technological development, and oil prices were included as control variables.

To achieve the research objective and test its hypothesis, a Fixed Effects Model (FEM) estimated using GLS Weights with cross-section SUR specifications was used, based on the results of tests comparing the three models.

The estimation results showed the absence of a significant impact of financial market depth on the economic growth rate of the GCC countries during the period 2001-2021, with a positive and significant effect of both foreign direct investment and oil prices, whereas interne penetration- as a proxy for technological development- had a negative and significant effect on this growth.

Keywords: Financial Market Depth, Financial Market Depth Index, Economic Growth, GCC Countries.

*Professor- Department of Banking & financial sciences- Faculty of Economics- Latakia university- Latakia-Syria. Rime.mahmoud@latakia-univ.edu.sy.

١- المقدمة:

تعتبر الأسواق المالية من حيث قدرتها على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار من محركات النمو الاقتصادي سواء في الدول المتقدمة او النامية، منذ أن أشار Schumpeter عام ٢٠١١ إلى أن المؤسسات المالية ليست مجرد وسيط بين المدخرين والمستثمرين، بل هي عنصر أساسي وحقيقي لعملية الابتكار والنمو في اقتصادات كل من الدول النامية والمتقدمة. تعتبر دول مجلس التعاون الخليجي (GCC) حالة خاصة من الدول النامية، فهي اقتصادات ريعية يرتبط أدائها بشكل وثيق بتقلبات موارد الطاقة من نفط وغاز، ورغم ذلك تمتلك هذه الدول أسواقاً مالية عرفت نمواً ملحوظاً في حجمها وديناميكيتها وعمقها، واستقطبت المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كما شهدت تطوراً تكنولوجياً وتوسعاً في التحول الرقمي خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٢١. في هذه الفترة عرفت اقتصاداتها موجات متعاقبة من الإصلاحات المالية والاقتصادية ولكنها واجهت صدمات خارجية عديدة.

في هذا السياق يعد التساؤل عن وجود دور فعلي لعمق الأسواق المالية كأحد أهم خصائص الأسواق المالية التي تعكس مستوى تطورها في دفع عجلة النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي ملحاً وضرورياً.

أشار التيار الفكري المرتبط بأعمال كل من (Levine & Zerovs, 1996) (Levine & Zerovs, 1998) و(Stiglitz, 1989) إلى أن دور وتطور الأسواق المالية-التي يشكل عمقها أحد مرتكزاتها الرئيسة- يسهم في تحقيق تخصيص أكفأ للموارد المالية وخفض تكاليف التمويل، مما يعزز الاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي، لكن دون التركيز بشكل منفرد على دور وأهمية عمق الأسواق المالية. بينما لم تحسم نتائج الدراسات التجريبية والقياسية التي تناولت هذا الموضوع وجود هذا الأثر أو طبيعة التأثير. يعود التباين في نتائج هذه الدراسات إلى طبيعة وخصائص الأسواق والاقتصادات المدروسة، الفترات الزمنية، الطرق القياسية المستخدمة. الأمر الذي شكل حافزاً ودافعاً لإعادة دراسة واختبار وجود أثر لعمق الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (٢٠٢٢-٢٠٠١)

٢- الدراسات السابقة:

دراسة (عزام، ٢٠١٧) بعنوان "مؤشرات العمق المالي للأسواق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة حالة: سوق المال الفلسطيني"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر مؤشرات العمق للسوق الماليّ الفلسطينيّ في النمو الاقتصاديّ خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠١٥) باستخدام السلاسل الزمنيّة السنويّة. تم الاعتماد على إجماليّ الناتج المحليّ الحقيقيّ كمتغير تابع، وعلى مؤشرات العمق الماليّ كمتغيرات مستقلة: معبراً عنها بمؤشرات فردية (نسبة الائتمان المحلي، نسبة العرض النقدي للناتج المحلي الإجمالي، مؤشر الرسملة السوقيّة، معدّل التداول). استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطيّ المتعدّد وتمّ تقديره بطريقة المربعات الصغرى OLS. توصّلت الدراسة إلى وجود علاقة **إيجابيّة معنويّة** بين مؤشرات العمق الماليّ الخاصة بالأسواق الماليّة (معدّل التداول ورسملة السوق) والنموّ الاقتصاديّ.

دراسة (بوعبد الله وآخرون، ٢٠٢١) بعنوان أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي- دراسة حالة السعودية (٢٠١٩-١٩٩٢)

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي مقاساً بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي استناداً إلى بيانات سنوية للفترة (٢٠١٩-١٩٩٢) باستخدام نموذج الانحدار

الذاتي لفترات الابطاء الموزعة (ARDL). تم قياس تطور السوق المالي بالرسملة السوقية معبراً لحجم السوق، وبحجم التداول كمقياس لعمق السوق المالي وتم إضافة نسبة العرض النقدي (M2) إلى الناتج المجلي الإجمالي كمتغير ضابط. أظهرت نتائج تقدير النموذج وجود أثر إيجابي لحجم التداول والعرض النقدي في النمو الاقتصادي، ووجود أثر سلبي للرسملة السوقية في النمو الاقتصادي للسعودية.

دراسة (مسعودي، ٢٠٢٤) بعنوان" أثر عمق الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن: دراسة قياسية للفترة (١٩٩٨-٢٠٢٢)"

اختبرت هذه الدراسة أثر عمق الأسواق المالية معبراً عنه بالمؤشرات التالية (معدل الرسملة السوقية، معدل حجم التداول، نسبة سندات الدين العام الى الناتج المحلي الإجمالي) في معدل النمو الاقتصادي للأردن. أظهرت نتائج كل من اختبار (Bound Test) من منهجية (ARDL) وتقدير معلمات النموذج في الأجلين القصير والطويل، وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والتابعة، إضافة إلى وجود أثر معنوي فقط لكل من معدل الرسملة السوقية وسندات الدين العام في النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، بينما أظهرت النتائج في الأجل القصير وجود أثر معنوي لكل مؤشرات العمق المالي.

دراسة (Ali, 2020) بعنوان

" Dynamic Relation Between Economic Growth، Stock Market Depth and Macroeconomic Variables of Bangladesh"

هدفت الدراسة إلى اختبار وجود العلاقة الديناميكيّة بين النموّ الاقتصاديّ وعمق السوق الماليّة في بنغلادش باستخدام بيانات سنوية للفترة (١٩٩٥-٢٠١٨). عبر عن عمق السوق المالية بمؤشر رسملة السوق المالية ومؤشري السيولة (معدّل الدوران ومعدّل التداول). في حين تم اعتماد معدّل نمو إجماليّ الناتج المحليّ كمقياس للنمو الاقتصادي، بوجود متغيرات ضابطة متمثلة في سعر الصرف، التضخّم وسعر الفائدة. تمّ تطبيق اختبار Johansen-Juselius للتكامل المشترك ونموذج VECM لتقدير معلمات النموذج طويلة وقصيرة الأجل، إضافة إلى اختبار Granger Causality للسببية. أشارت نتائج الاختبارات إلى وجود علاقة توازنيّة طويلة الأجل بين مؤشرات عمق السوق الماليّة والنموّ الاقتصاديّ. ووجود أثر إيجابي لعمق السوق الماليّة في النمو الاقتصادي في الأجل الطويل. بالنسبة لنتائج الأجل القصير جاءت متضاربة من حيث طبيعة التأثير بين مؤشرات عمق السوق الماليّة الثلاثة وعلاقتها بالنموّ الاقتصاديّ. تمّ التوصل إلى وجود علاقة سبّبيّة بمفهوم Granger أحادية الاتجاه من مؤشرات عمق السوق الثلاثة الى النموّ الاقتصاديّ.

دراسة (Shaddady,2023) بعنوان

Unveiling the Dynamics of Financial Institutions and Markets Shaping Economic Prosperity in MENA

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ل ٢٦ دولة من دول (MENA) خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠٢٢) باستخدام المعادلات الخطية المقدرة بطريقة (OLS) و (GMM) والمعادلات غير الخطية المقدرة بطريقتي (OLS) و (GMM). تم قياس النمو الاقتصادي بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وقياس التطور المالي بالمؤشرات التالية: مؤشر التطور المالي الصادر عن صندوق النقد الدولي، مؤشر المؤسسات المالية المعبر عنه بنسبة الاحتياطيات ورأس المال إلى إجمالي الأصول في البنوك، الرسملة السوقية كمؤشر عن العمق المالي وسيولة السوق المالي. تم تقدير النماذج بوجود كل من معدل

التضخم، إجمالي الصادرات، معدل الالتحاق بالمدارس ومؤشرات الحوكمة المتمثلة بالالتزام بالقانون، الاستقرار السياسي، فعالية الحكومة كمتغيرات ضابطة.

أظهرت نتائج تقدير النماذج الخطية وجود أثر إيجابي ومعنوي لمؤشر التطور المالي لصندوق النقد بينما مؤشر المؤسسات المالية، مؤشر العمق المالي وسيولة السوق المالي لم يكن لها أثر. كما أظهرت نتائج تقدير النماذج الغير خطية بوجود جميع متغيرات التطور المالي وجود أثر معنوي إيجابي فقط لمؤشر التطور المالي المعبر لصندوق النقد. أما باقي المؤشرات فلم يكن لها أثر معنوي.

دراسة (ABD &Debs, 2024) بعنوان

" Countries" Impact of Financial Market Depth on Economic Growth in GCC"

تم اختبار أثر عمق الأسواق المالية في النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي باستخدام بيانات Panel سنوية للفترة (٢٠١٩-٢٠٠٠). تم قياس النمو الاقتصادي كمتغير تابع بلوغاريتم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وعمق الأسواق المالية كمتغير مستقل بالمؤشر المركب الصادر عن صندوق النقد الدولي. تم تقدير النموذج بوجود ثلاث متغيرات ضابطة لوغاريتم أسعار النفط، التطور التكنولوجي، وقيمة صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة. تشير اختبارات التكامل المشترك (fisher, kow, pedroni) التي تم استخدامها الى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات و بتقدير معلمات النموذج تم التوصل إلى وجود أثر معنوي إيجابي لعمق السوق المالي في هذه الدول على نموها الاقتصادي في الأجل الطويل بينما لم يكن هناك أثر على الأجل القصير.

دراسة (Mahlatse, 2024) The Effect of Financial Market Depth on Economic Growth in Developing Countries with large Financial Sectors

اختبرت أثر عمق الأسواق المالية في النمو الاقتصادي للدول النامية ذات القطاعات المالية الكبيرة بالاستناد إلى نموذج Solow للنمو الاقتصادي. أظهرت نتائج تقدير النموذج ذو الآثار العشوائية المستند إلى بيانات بانل panel السنوية وجود أثر إيجابي معنوي لمؤشرات عمق الأسواق المالية (الرسملة السوقية، والرسملة السوقية × مؤشر الانفتاح المالي، الرسملة السوقية × مؤشر الانفتاح التجاري كمتغيرات تفاعلية) في النمو الاقتصادي الحقيقي لمجموعة الدول المدروسة (البرازيل، الهند، اندونيسيا، ماليزيا، المكسيك، جنوب افريقيا) خلال الفترة ١٩٩٦-٢٠٢٢ وذلك بوجود عدد من المتغيرات الضابطة كمؤشر الانفتاح المالي، الانفتاح التجاري، تكوين رأس المال الثابت، معدل التغير بالقوة العاملة، وثلاث متغيرات وهمية: الأزمة الآسيوية ١٩٩٧، فقاعة الانترنت ٢٠٠١، أزمة الرهن العقاري ٢٠٠٨.

مساهمة الدراسة الحالية:

العديد من الدراسات عبرت عن عمق الأسواق المالية بمؤشرات فردية كالرسملة السوقية، معدل التداول ومعدل الدوران، بوجود متغيرات ضابطة مختلفة، منهجيات تقدير مختلفة، لدول منفردة أو لعينة من دول ليس من بينها مجموعة دول مجلس التعاون الخليجي. جاءت نتائج هذه البحوث متباينة، لم تحسم وجود الأثر أو جدلية العلاقة بين عمق الأسواق والنمو الاقتصادي. لذا يسعى هذا البحث إلى اختبار أثر عمق السوق المالية في اقتصاديات دول مجلس التعاون الخليجي، باستخدام مقياس مركب صادر عن صندوق النقد الدوليّ الذي يقدّم صورة أشمل عن حقيقة عمق الأسواق الماليّة المُقاسة. علماً أن هناك دراسة واحدة عن دول مجلس التعاون

الخليجي وهي دراسة (ABD et Beb , 2024). تتوافق مع دراستنا من حيث اختيار العينة (اقتصادات ريعية ذات اعتماد كبير على عوائد الطاقة من النفط والغاز من جهة، تطور الملحوظ والملفت لأسواقها المالية)، مما قد يسمح بتعقب أثر عمقها في النمو الاقتصادي لمجموع هذه الدول، مع توافقها أيضاً فيما يتعلق بالمتغيرات التي تم الاعتماد عليها لاختبار وجود الأثر.

لكن الاختلاف بين هذه الدراسة ودراستنا في طريقة قياس معدل النمو الاقتصادي، في دراستنا تم الاعتماد على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الذي يعكس أكثر التغييرات الديناميكية في الاقتصاد، كما تم الاعتماد أيضاً على نسبة صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، مما قد يوفر منظوراً أدق حول تأثيرها في النمو الاقتصادي. كذلك أن امتداد البحث لغاية ٢٠٢١ مقارنة بعام ٢٠١٩ قد يسمح بالتقاط تأثيرات جديدة لأحداث حصلت بعد عام ٢٠١٩ (جائحة كوفيد ١٩، انهيار اسعار النفط ٢٠٢٠، التوتر مع ايران –هجمات على أرامكو–) أثرت في كافة العوامل الاقتصادية دون استثناء. إضافة اعتماد منهجية قياسية مختلفة (تقدير بانل الساكنة مع الآثار الثابتة مع خاصية طريقة الأوزان او الترجيح (CS SUR) وWhite cross (period cluster)، الأمر الذي قد يعزز من مصداقية نتائج البحث السابق أو تخالفه.

٣- مشكلة البحث:

على الرغم من الأهمية التي تتخذها العلاقة بين عمق الأسواق المالية –كإحدى أهم سمات تطور الأسواق المالية–وبين النمو الاقتصادي في الأدبيات الاقتصادية التي تناولتها على صعيد الدول المتقدمة والنامية. إلا أن لدول مجلس التعاون الخليجي بيئة اقتصادية خاصة لها العديد من السمات البنيوية (اعتماد التمويل في الموازنات الحكومية بشكل شبه كلي على الإيرادات النفطية، رغم تشابك دور الدولة مع القطاع الخاص لكن لها اليد الأقوى في الإنفاق) ورغم ذلك بذلت هذه الدول جهوداً كبيرة لتطوير أسواقها المالية (بورصات – تحسين بيئة الاستثمار، انشاء الصناديق السيادية)، إلا أن الدراسات أظهرت نتائج متفاوتة حول مساهمة تطور الأسواق المالية في دفع النمو الاقتصادي لهذه الدول. مما يدفع الى طرح هذا التساؤل:

- **هل يؤثر تعميق الأسواق المالية فعلياً في تعزيز معدلات النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٢١؟**

٤- أهمية وأهداف البحث:

تتجلى أهمية هذه الدراسة في أنها تتناول اختبار وجود هذا الأثر في دول ذات اقتصادات ريعية عالية الدخل، تختلف بديناميكيات تطورها عن الدول المتقدمة أو الدول النامية الأخرى، وكذلك في الاعتماد على المؤشر المركب الصادر عن صندوق النقد الدوليّ لقياس عمق السوق الماليّة لالتقاط وجود هذا الأثر. هذا المؤشر يقدّم صورة أكثر شمولاً ودقة ممّا لو تمّ استخدام مؤشرات بسيطة كالرسملة السوقيّة مثلاً، وذلك خلال فترة زمنية حديثة تميزت بالحساسية العالية، إذ شهدت الأزمة العالمية ٢٠٠٨، الربيع العربي٢٠١١، الطفرات النفطية ٢٠١٤،٢٠١٦،٢٠٢٠، جائحة كورونا ٢٠٢٠، إضافة إلى التوترات السياسية والأمنية. يضاف إلى ذلك اعتماد هذه الدراسة على متغيرات ضابطة تم اختيارها نظراً لشموليتها وأهميتها، فربط مستخدمي الانترنت كوكيل للتطور الرقمي مع سعر النفط المتغير الهيكلي الأهم بالنسبة لدول الخليج والاستثمارات الأجنبية المباشرة كمؤشر تقاربي للانفتاح المالي، قد يشكل أنموذجاً شاملاً يفسر النمو الاقتصادي من زوايا مالية واقتصادية، اعتماداً على منهجية

panel ذو الآثار الثابتة مع ترجيحات CS SUR وWhite cross (period cluster) لتقدير معلمات هذا النموذج.

أمّا بالنسبة لأهمية البحث العمليّة، فتكمن في أنّ التحقق من وجود أثر لعمق الأسواق المالية في النمو الاقتصادي في دول العينة وفهم طبيعة هذا الأثر – في حال وجوده–يقدم دليلاً تجريبياً قد يساعد صناع السياسات وأصحاب القرار في دول العيّنة في تقييم فعالية سياسات تعميق الأسواق المتبعة ضمن رؤية واستراتيجيات هذه الدول للتنويع الاقتصادي والنمو المستدام (رؤية السعودية ٢٠٣٠، رؤية الإمارات ٢٠٧١، خطة قطر الوطنية ٢٠٣٠). وعليه يهدف البحث إلى:

- اختبار وجود أثر لعمق الأسواق المالية يعزز معدلات النمو الاقتصادي لدول مجلس التعاون الخليجي خلال هذه الفترة ٢٠٠١–٢٠٢١.

٥- فرضيات البحث:

- يوجد أثر لعمق الأسواق المالية في النمو الاقتصادي لمجلس التعاون الخليجي خلال الفترة ٢٠٠١–٢٠٢١.

٦- منهجية البحث:

٦-١ مجتمع البحث وفترة الدراسة:

٦-٢ مجتمع البحث: هو عينة البحث، تتضمن الأسواق الماليّة في دول مجلس التعاون الخليجيّ (السعودية، الإمارات، البحرين، الكويت، قطر وعُمان). إذ تعتبر أسواقًا متجانسةً إلى حدّ كبير من الناحية الاقتصادية، السياسية، التاريخية، والثقافية.

٦-٣ فترة الدراسة وطبيعة البيانات: تم الاعتماد على بيانات panel سنويّة للمتغيرات المدروسة للفترة من (٢٠٠١–٢٠٢١)، حيث تميزت هذه الفترة بالعديد من الأحداث الهامة كالاحتلال الأمريكي للعراق ٢٠٠٣ الذي كان له تبعاته على دول الخليج العربيّ، آثار الأزمة الماليّة العالميّة ٢٠٠٨، تأثّر بعض دول الخليج كالبحرين مثلاً بالأحداث والأزمات التي بدأت في عام ٢٠١١، الانخفاض الحاد الذي شهدته أسعار النفط ٢٠١٤–٢٠١٦، ٢٠٢٠، الخلاف الحاصل بين قطر من جهة وبعض دول المجلس من جهة أخرى عام ٢٠١٧ إضافة إلى أزمة الكورونا ٢٠٢٠. تم التوقف عند عام ٢٠٢١ لعدم توفر بيانات عن عمق السوق المالي وفق المؤشر المركب لما بعد هذا العام.

٦-٤ بناء النموذج ومتغيراته:

$$GGDP_{it} = \alpha + \beta_1 FMD_{it} + \beta_2 FDI_{it} + \beta_3 TD_{it} + \beta_4 OP_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

يظهر الجدول (١) متغيّرات البحث وطبيعة البيانات ومصادر الحصول عليها:

الجدول (1) وصف متغيرات الدراسة:

متغيرات الدراسة:	طريقة القياس:	شرح الرموز	مصدر البيانات:	
المتغير التابع (النموّ الاقتصاديّ):				الدراسات
معدّل نمو إجماليّ الناتج المحليّ.	GGDP= (GDPt-GDPt-1) \ GDPt-1	GGDPمعدل نمو إجماليّ الناتج المحليّ.	قاعدة بيانات البنك الدوليّ	(Ali, 2020) (جارالله & ذنون، ٢٠١٣)

		GDPtإجماليّ الناتج المحليّ للسنة t. GDPt-1 إجماليّ الناتج المحليّ للسنة السابقة.		
المتغير المستقل (عمق السوق الماليّة):				
عمق السوق الماليّة (FMDI) مؤشر مركب مكّون من:	FMD1= MC\GDP	FMD1 نسبة رسملة السوق. MCالقيمة السوقيّة. GDPإجماليّ الناتج المحليّ.	IMF,2015 قاعدة بيانات صندوق النقد الدوليّ	(ABD, Debs 2024)، (Sahay et al, 2015)
	FMD2= TVT\GDP	FMD2 معدّل التداول. TVTقيمة إجمالي الأسهم المتداولة. GDP إجماليّ الناتج المحليّ.		
	FMD3= IDSG\GDP	FMD3 نسبة السندات السيادية الدولية. IDSG قيمة السندات السيادية الدولية. GDPإجماليّ الناتج المحليّ.		
	FMD4= DSFC\GDP	FMD4نسبة سندات الشركات الماليّة. DSFCقيمة سندات الشركات الماليّة. GDP إجماليّ الناتج المحليّ.		
	FMD5= DSNFC\GDP	FMD5 نسبة سندات الشركات غير الماليّة. DSNFC قيمة سندات الشركات غير الماليّة. GDP إجماليّ الناتج المحليّ.		
المتغيرات الضابطة:				
الاستثمار الأجنبي المباشر	FDI	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من إجماليّ الناتج المحلي	قاعدة بيانات البنك الدوليّ	-
التطوّر التكنولوجيّ انتشار الانترنت	TD	نسبة عدد مستخدمي الإنترنت من التعداد السكاني		(ABD , Debs , 2024)
أسعار النفط	OPC	السعر الحاضر لسلة أوبك	تقارير منظمة أوبك	(ABD, Debs , 2024)

المصدر: من إعداد الباحثة

٦-٥ طرائق البحث

[2].

بعد إجراء التأصيل النظري حول عمق السوق المالي وأثره في النمو الاقتصادي في الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية، تم الاعتماد على دراسة قياسية لتحقيق هدف هذا البحث واختبار فرضياته: باستخدام برنامج Eviews13، تم البدء بإجراء الإحصاءات الوصفية والاختبارات القبلية اللازمة لتحديد طبيعة النموذج وطرق التقدير الملائمة (مصفوفة الارتباط، اختبار الارتباط الذاتي، اختبار الاستقلالية، اختبار الاستقرارية)، ومن ثم القيام باختبارات المفاضلة بين النماذج، ليتم تقدير نموذج بانل الساكنة ذو الآثار الثابتة (panel with Fixed effect Model panel) مع استخدام طريقة الأوزان CS SUR لمعالجة عدم التجانس المقطعي ومصفوفة التباين المشترك White cross (period cluster) لمعالجة عدم التجانس الزمني، كما تم إجراء اختبارات جودة النموذج المقدر.

٧- الإطار النظريّ:

٧-١ عمق الأسواق المالية وقياسها وفق المؤشر المركب الصادر عن صندوق النقد الدولي:

إن مفهوم عمق الأسواق المالية يتجلى بوجود عدد كبير من المتداولين في السوق المالي سواء كبائعين ومشترين مما يسمح بإتمام الصفقات بأقل التكاليف وبسرعة دون التأثير السلبي او الاخلال بأسعار السوق (Alam et al, 2007).

عرف كل من (King,Levine,Levine) عمق السوق المالي بأنه "هو عملية متعددة الأوجه تنطوي على تفاعل عدد من الأسواق، أدوات وأصحاب المصلحة، لتبادل الخدمات، تعبئة وتجميع المدخرات، الحصول ومعالجة المعلومات وتنويع وتقليل مخاطر السيولة والمخاطر الزمنية" (King,Levine,Levinem,2005). لذا كان من الضروري إيجاد مؤشر يعكس هذه الأوجه المتعددة للعمق المالي بحيث يكون أشمل من المؤشرات الفردية لعمق الأسواق المالية.

اعتمد صندوق النقد الدوليّ مفهوماً واسعاً وشاملاً بالنسبة لعمق الأسواق الماليّة حيث تم بناء مؤشر لـ ١٨٣ دولة على أساس التكرار السنوي بين الفترة (٢٠١٣-١٩٨٠). بالاعتماد على مجموعة من خمسة مؤشرات مكونة للمؤشر المركب، أربعة منها تقيس حجم أسواق الأسهم والسندات ومؤشر واحد لسيولة السوق الماليّة (مؤشر معدّل التداول) كما هو وارد في الجدول (١). يتم إنشاء المؤشرات الفرعية كمتوسطات مرجحة للسلسلة المقاسة، وتكون الأوزان عبارة عن تحميلات عامل تربيعي بحيث يصل مجموعها إلى (١) من تحليل المكون الأساسي للسلسلة. عوامل التحميل هذه هي معاملات تربط المتغيرات الملحوظة بالمكونات أو العوامل الرئيسية. ويمثل مربع أحمال العامل نسبة تباين الوحدة الإجماليّ للمؤشر الذي يفسره العامل. وفي النهاية تحصل السلسلة التي تسهم بشكل أكبر في اتجاه التباين المشترك في البيانات على وزن أكبر. أي أنّ الترجيح يتدخل فقط لتصحيح المعلومات المتداخلة بين المؤشرات المترابطة كما يمكن اعتباره مقياساً للأهمية النظرية للمؤشر (IMF, 2015)(Svirydzenka, 2016).

٧-٢ أثر عمق الأسواق الماليّة في النموّ الاقتصاديّ:

تناول العديد من الاقتصاديين العلاقة بين تطور القطاع المالي – بجانبيه القطاع المصرفي والأسواق المالية – والنمو الاقتصادي، ويُعتبر الاقتصادي Schumpeter في كتابه Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung عام ١٩١١، أول من تناول أثر عمق القطاع الماليّ (مؤسسات وأسواق) في النموّ الاقتصاديّ من خلال الدور الفعال للوساطة المالية التي تعمل كوعاء ادخاري للأموال وتقوم بإعادة

توزيعها وتخصصيها بشكل كفؤ على استثمارات تضمن تحقيق عوائد مرتفعة، مما يخلق بيئة محفزة على الابتكار ويعزز النمو الاقتصادي (Bakang, 2013). كذلك أشار كل من (Shaw and Gurley 1960) إلى أن تطور العمق المالي يسمح بزيادة وتنوع مؤسسات الوساطة المالية وارتفاع حدة المنافسة بينها مما يؤدي إلى تراكم أكبر للموارد التمويلية داخل القطاع المالي والذي يوجه بدوره وبطريقة كفؤة نحو الاستثمارات الأكثر ربحية وإنتاجية.

في عام ١٩٦٦ أشار Patrick إلى أن تطور المؤسسات المالية يرتبط بجانبي الطلب والعرض على الخدمات المالية. فتطور المؤسسات المالية مرتبط بتطور طلب المستثمرين على الخدمات المالية أي بتطور النمو الاقتصادي والعلاقة بينهما طردية، فالنمو الاقتصادي يؤدي إلى ارتفاع طلب التمويل من قبل الأفراد والمشروعات. في حالة تفاوت درجات النمو بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، تختلف طبيعة الطلب على الوساطة المالية التي تقوم بتحويل المدخرات من القطاعات الأقل نمواً إلى القطاعات الأعلى نمواً، وبالتالي فإن مؤسسات الوساطة المالية تعزز من نمو هذه القطاعات الاقتصادية لاحقاً. أما في جانب العرض، أشار Patrick إلى أن عملية إنشاء المؤسسات المالية وما تقدمه من خدمات تكون قبل حدوث الطلب عليها. فالمؤسسات المالية تعمل على تشجيع التخصيص الأكثر كفاءة للثروة من خلال الوساطة بين ملاك مختلف الأصول المالية، كما تشجع التخصيص الأكثر كفاءة للاستثمارات الجديدة ليتم توجيهها إلى تلك الأكثر إنتاجية، وعليه تحدث مؤسسات الوساطة المالية ارتفاعاً مع معدلات تراكم رأس المال من خلال تحفيز الادخار والاستثمار. إذاً فسر Patrick العلاقة بين القطاع الماليّ والنموّ الاقتصاديّ من خلال فرضيّة العرض القائد التي تفسّر العلاقة من القطاع الماليّ باتجاه النمو الاقتصاديّ وفرضيّة الطلب التابع التي تفسّر العلاقة من النمو الاقتصاديّ باتجاه إلى القطاع الماليّ (Patrick,1966).

كذلك أشار Hicks–في كتابه Theory of Economic Historyعام ١٩٦٩–إلى أنّ الابتكارات التكنولوجية لم تكن السبب المباشر للثورة الصناعية الحاصلة في بريطانيا في القرن الثامن عشر، وإنّما الأسواق المالية ذات السيولة الجيّدة التي تعتبر من متطلبات عمق السوق المالي ومن مؤشراته الأساسية هي التي وفّرت قدراً كبيراً من الأموال لإقامة المشاريع الضخمة لفترات طويلة وكانت المحرك الأساسي لحصول الثورة الصناعية. خصوصاً مع معرفة أنّ أغلب الابتكارات التكنولوجية التي أسّست للمراحل الأولى من الثورة الصناعية كانت قد وجدت قبل وقت طويل، إلّا أنّ الثورة الصناعية انتظرت وجود مثل هذه الأسواق الماليّة ذات العمق والسيولة لتمويل هذه الابتكارات (Bencivenga et al, 1996). ناقش أيضاً (Stiglitz, 1989) بأهمية الأسواق الماليّة بتجميع المدخرات وتخصيصها الكفؤ نحو القطاعات، الشركات والإدارات الأكثر استحقاقاً لها والأقدر على استغلالها، بما يُعزّز النمو الاقتصاديّ. حيث أكّد على ضرورة قيام المؤسسات الماليّة بتوجيه الأموال إلى الفرص الأكثر ربحية (ضمن ما سماه وظيفة الاختيار أو الفرز) والتي يُمكن القيام بها بشكل أفضل عند وجود أسواق ثانوية تعمل بشكل جيّد أو متطوّرة تتميز بالعمق بما يكفي. إضافة لذلك، ما تقدّمه الأسواق الماليّة من إمكانية التنويع الجيد (وجود أنواع كثيرة من الأوراق المالية إضافة إلى ديناميكية التداول) يسهم بتقليل المخاطر، ويشكّل دافعاً للمستثمرين للانخراط في المزيد من المشاريع الاستثماريّة التي سيظهر أثرها الإيجابيّ لاحقاً بتحقيق معدلات نمو اقتصاديّ مرتفعة. كما أشار (Levine, ١٩٩٨) إلى أنّ قيام الأسواق الماليّة بتسهّيل التداول وتوفيرها للسيولة المطلوبة يؤثّر إيجاباً في النموّ الاقتصاديّ، حيث تتطلّب المشاريع ذات العوائد المرتفعة التزاماً

طويل الأجل برأس المال لا يحبّذه المستثمرون ممّا يجعلهم يتراجعون عن مثل هكذا استثمارات في حالة عدم وجود أسواق ماليّة عميقة ذات سيولة مقبولة منخفضة التكاليف تدفعهم إلى الدخول في هذه المشاريع مع الحفاظ على قدرتهم في تسييل استثماراتهم عند رغبتهم.

من وجهة نظر أخرى، اقترح (Bencivenga et al, 1996) أنّ أثر الأسواق الماليّة في النمو الاقتصاديّ ليس دائماً إيجابيّاً وإنما يرتبط بتكلفة المعاملات وتكاليف تسييل الأوراق الماليّة. حيث أنّ المستثمرين سيكونون أقل حماساً للدخول في الاستثمارات عن طريق الأسواق المالية إذا كانت أسواقاً ضحلة غير كفؤة (قد تكون ضئيلة الحجم أو غير ديناميكية) تتسم بارتفاع تكاليف المعاملات فيها. وفي ذات السياق قد جادل (Demirguc-Kunt & Levine, 1996) بأنّ زيادة السيولة قد تؤثّر سلباً في النموّ الاقتصاديّ، حيث أنّ الأسواق الماليّة العميقة التي يتوافر فيها عدد كبير من البائعين والمشترين وتوفّر السيولة بسهولة قد تقلّل من معدلات الادخار، وتؤثّر سلباً على حوكمة الشركات والإدارة الرشيدة للمشاريع الاقتصاديّة، وذلك بسبب سهولة تنقّل المستثمرين بين حصص الشركات المدرجة في هذه الأسواق. وهذا ما يتفق مع نظرة Keynes للأسواق الماليّة التي اعتبرها كازينوهات للمضاربة البحتة التي تقوم فقط بتغيير توزيع رؤوس الأموال دون التأثير على تخصيصه وتوجيهه نحو القطاعات الأكفأ (Bencivenga et al, 1996).

٨- نتائج الدراسة القياسية ومناقشتها

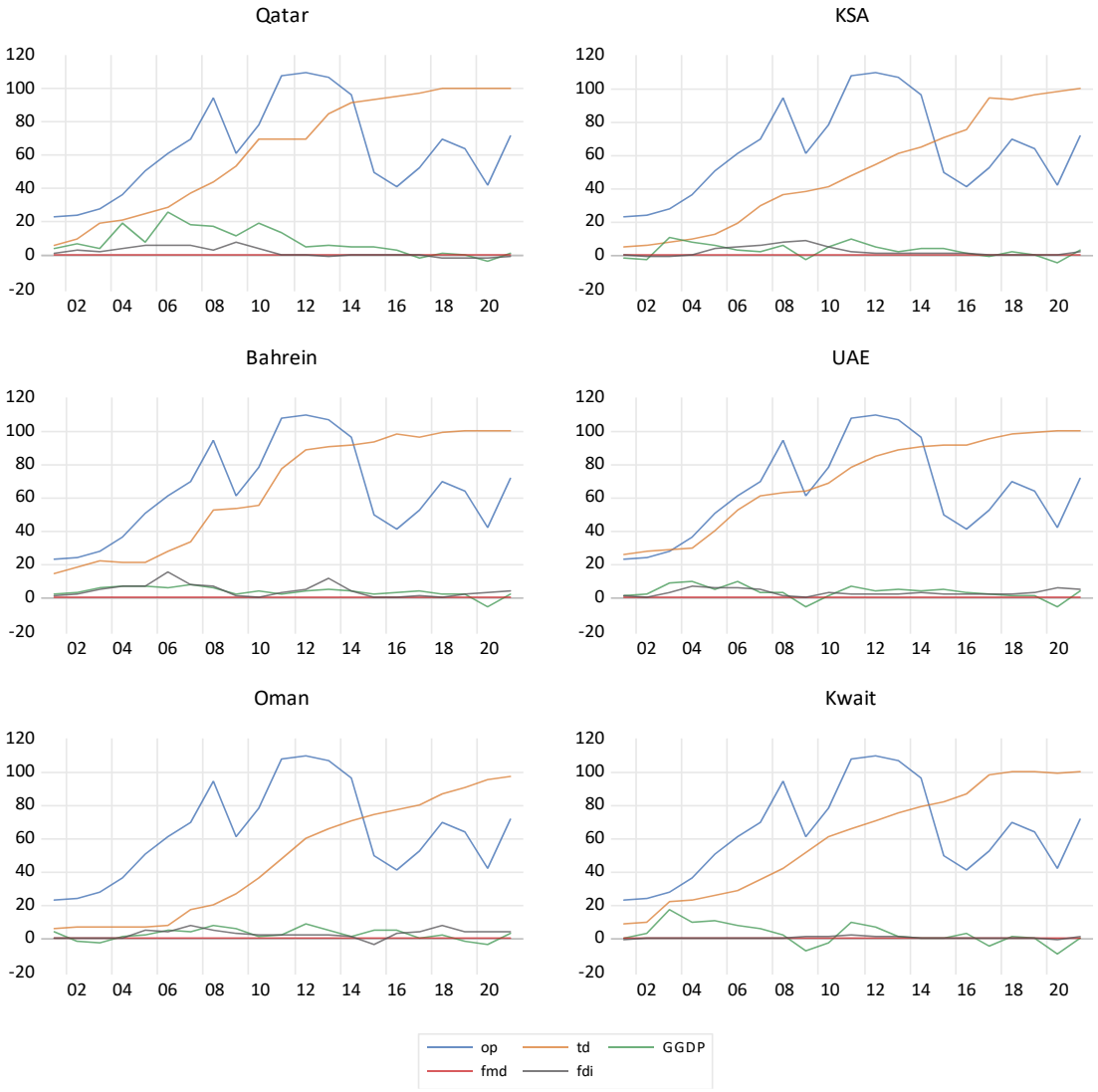
٨-١ الإحصاءات الوصفية والرسوم البيانية

يعرض الجدول (٢) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، كما يعرض الشكل (١) الرسوم البيانية لمتغيرات الدراسة:

الجدول (٢) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات:

	GGDP	FMD	FDI	TD	OP
Mean	3.991606	0.528468	2.516228	59.08414	63.51333
Median	3.270000	0.570000	1.912000	64.50000	61.08000
Maximum	26.17000	0.780000	15.75100	100.0000	109.4500
Minimum	-8.855000	0.150000	-3.176000	5.000000	23.12000
Std. Dev.	5.288308	0.152011	2.833656	32.93763	26.68758
Skewness	1.056611	-0.527304	1.337383	-0.216105	0.271327
Kurtosis	5.944724	2.406580	6.047765	1.562842	2.025319
Jarque-Bera	68.96983	7.687813	86.32701	11.82420	6.533503
Probability	0.000000	0.021410	0.000000	0.002706	0.038130

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات EViews13



الشكل (١) الرسوم البيانية لمتغيرات الدراسة

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews 13

يظهر الجدول (٢)، أنه وفق احتمالية Jarque-Bera جميع المتغيرات لا تخضع للتوزيع الطبيعي، وهو ما يتوافق مع قيم تفرطح والتواء (Kurtosis ,Skewness), توزيع مشاهدات هذه المتغيرات، مما يشير الى تقلبات عنيفة في قيم أغلب المتغيرات المدروسة. بالنسبة للمتغير التابع –النمو الاقتصادي–يُلاحظ التواءه نحو اليمين بمقدار(١,٠٥) مع قمم حادة وموجبة(٥,٩٤) وتقلب شديد (٥,٢٨)، مما يشير الى نمو اقتصادي غير مستقر مع فترات ازدهار /ركود قوية عالية القيم، نتيجة تعرض بعض اقتصادات هذه العينة لصدمات حادة. في حين يلاحظ التواء المتغير المستقل –عمق السوق الماليّة–نحو اليسار بقيمة مقدارها (–٠,٥٣)، مع تفرطح مقداره (٢,٤١)، أيّ شكل التوزيعات مفرطح ولا يوجد تشتت كبير في القيم، مما يشير إلى تغيرات تدريجية ومتوقعة في قيمه، مما يعكس طبيعة هذا المؤشر الذي يتغير ببطء نسبي عبر الزمن. تشير الفروق بين القيم الدنيا والعليا لهذا المؤشر إلى وجود عمق مالي متطور مع الزمن لدى بعض هذه الأسواق سمح بتعبئة المدخرات وتوجيها نحو

الاستثمار، يقابله أسواق مالية من العينة افتقرت إلى العمق انعكس محدودية في الكفاءة والوصول إلى التمويل اللازم للاستثمار.

من الرسم البياني رقم (١) يلاحظ أن النمو الاقتصادي في هذه الدول قد شهد تقلبات عالية جداً، إذ شهدت كل من قطر، البحرين، الإمارات، الكويت أعلى معدلات نمو في (٢٠٠٥-٢٠٠٦) بينما السعودية في عام ٢٠١١ وعمان في عام٢٠١٢، هذا النمو المرتفع كان مدفوعاً بالطفرات في أسعار النفط بالدرجة الأولى وبزيادة إنتاجه، مترافقة مع سياسات مالية توسعية وطفرة في القطاع العقاري في بعض هذه الدول. بينما عمق الأسواق المالية لم يشهد تقلبات واضحة في أغلب الدول.

٨-٢ اختبار استقلالية المقاطع للمتغيرات المدروسة

من الجدول (٣)، يشير الفرض العدم لاختبار استقلالية المقاطع إلى عدم وجود ارتباط بين المقاطع، بما أن جميع المتغيرات لا تخضع للتوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة ٥%، تم الاعتماد على نتائج اختبار (Pesaran CD Test):

الجدول (٣): اختبار الارتباط بين المقاطع

Cross-Section Dependence Test (Pesaran CD Test)
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation)
Sample: 2001 2021
Periods included 21
Cross-sections included 6
Total panel observations: 126
Note: non-zero cross-section means detected in data
Cross-section means were removed during computation of correlations

Variables	Statistic	Prob
GGDP	8.130341	0.0000
FMD	1.931014	0.0535
FDI	3.218285	0.0013
TD	17.29020	0.0000
OP	17.74824	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

تشير نتائج الاختبار إلى أنه تم التقاط عدم الاستقلالية، ووجود اعتماد مقطعي بين الوحدات لدى المتغيرات (GGDP،TD، FDI، OP)، بينما لا يوجد اعتماد مقطعي وبالتالي استقلالية بين الوحدات لدى المتغير (FMD).

٨-٣ اختبار استقرارية سلاسل المتغيرات

بناء على نتائج اختبار الاستقلالية، تم إجراء اختبار CIPS Unit Root Test لاستقرارية المتغيرات (GGDP، FDI،TD) بينما تم استخدام (ADF) لاختبار استقرارية المتغير (FMD). تشير نتائج الاختبارات في الجدول (٤) أن جميع المتغيرات هي مستقرة بالمستوى وعليه فإن النماذج الملائمة للتقدير هي نماذج بانل الساكنة.

الجدول (٤): اختبار استقرار المتغيرات

Panel unit root tests with cross-sectional dependence: Pesaran-CIPS
Sample: 2001-2021
Cross-Section:6
Balanced observations: 20
Total observation: 120
Deterministics : constant
CIPS unit root test
Null hypothes is : unit root

Test Results:			
	Statistic	t.stat	p.value
GGDP	CIPS	-3.53265	<0.01
FDI	CIPS	-3.47093	<0.01
TD	CIPS	-2.43290	<0.05

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)
Series: FMD
Sample: 2001 2021
Exogenous variables: Individual effects
User-specified maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1
Total number of observations: 119
Cross-sections included 6

Method	Statistic	Prob**.
ADF - Fisher Chi-square	٢١,٣٤٢٦	٠,٠٤٥٦
ADF - Choi Z-stat	−١,٨٢٠٠٢	٠,٠٣٤٤

**Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

٨-٤ تقدير النماذج: النموذج التجميعي

من الجدول (٥)، تشير احتمالية قيمة (F-statistique) إلى أن النموذج يبدو جيداُ، ولكنه يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وفق قيم DW. كذلك تشير اختبارات جودة النموذج من الجدول رقم (٦) الى أن بواقي النموذج تعاني من عدم التوزيع الطبيعي، عدم استقلالية الوحدات، وعدم تجانس التباين).

الجدول (٥): نتائج تقدير النموذج

Dependent Variable: GGDP
Method: Panel Least Squares
Date: 11/20/25 Time: 11:06
Sample: 2001 2021
Periods included: 21
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 126

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FDI	0.229749	0.155531	1.477191	0.1422
FMD	6.377243	2.914165	2.188360	0.0306
OP	0.056987	0.017186	3.315785	0.0012
TD	-0.076444	0.014693	-5.202573	0.0000
C	0.940522	1.715870	0.548132	0.5846

Root MSE	4.549603	R-squared	0.253939
Mean dependent var	3.991606	Adjusted R-squared	0.229276
S.D. dependent var	5.288308	S.E. of regression	4.642652
Akaike info criterion	5.947322	Sum squared resid	2608.060
Schwarz criterion	6.059873	Log likelihood	-369.6813
Hannan-Quinn criter.	5.993048	F-statistic	10.29631
Durbin-Watson stat	1.236098	Prob(F-statistic)	0.000000

الجدول (٦)

Panel Cross-section Heteroskedasticity LR Test
Equation: UNTITLED
Specification: GGDP FDI FMD OP TD C
Null hypothesis: Residuals are homoskedastic

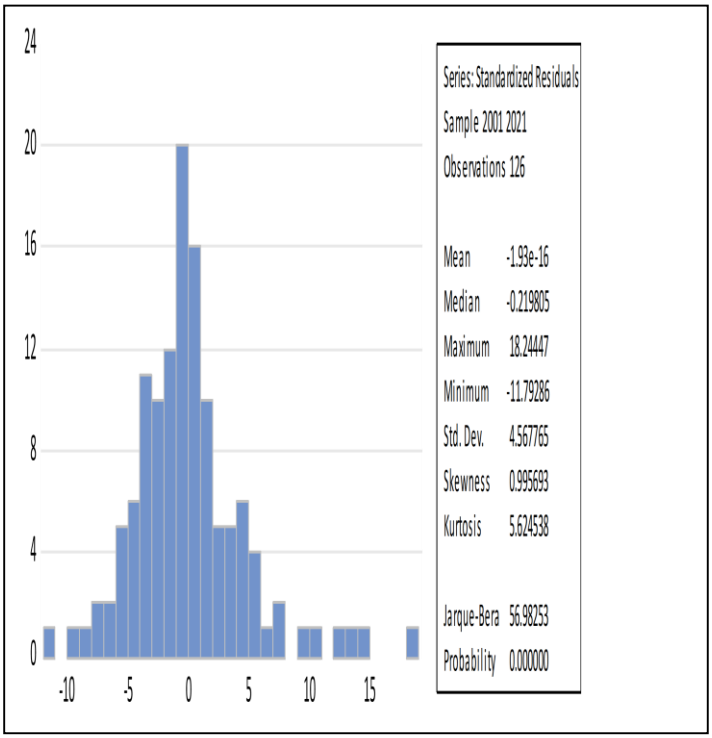
	Value	df	Probability
Likelihood ratio	42.84651	6	0.0000

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-369.6813	121
Unrestricted LogL	-348.2580	121

Residual Cross-Section Dependence Test
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals
Equation: Untitled
Periods included: 21
Cross-sections included: 6
Total panel observations: 126
Note: non-zero cross-section means detected in data
Cross-section means were removed during computation of correlations

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	47.75207	15	0.0000
Pesaran scaled LM	5.979682		0.0000
Pesaran CD	2.977578		0.0029



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

٨-٥ المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبانل الساكنة

نجري اختبار Likelihood Ratio للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة كما في الجدول (٧)، تظهر النتائج رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل بوجود آثار ثابتة فردية أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب. بإجراء اختبار هوسمان Hausman Test للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والآثار

العشوائية، كما في الجدول (٨)، تشير نتائجه إلى قبول الفرض العدم وبالتالي النموذج ذو الآثار العشوائية هو الأنسب.

الجدول (٧): المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: GGDP
Method: Panel Least Squares
Date: 01/17/26 Time: 19:57
Sample: 2001 2021
Periods included: 21
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 126

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FMD	-2.236738	3.882346	-0.576130	0.5656
FDI	0.358510	0.165815	2.162105	0.0327
TD	-0.073083	0.014339	-5.096963	0.0000
OP	0.059331	0.016057	3.695013	0.0003
C	4.821286	2.009218	2.399584	0.0180

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.393935	Mean dependent var	3.991606
Adjusted R-squared	0.346913	S.D. dependent var	5.288308
S.E. of regression	4.273684	Akaike info criterion	5.818868
Sum squared resid	2118.668	Schwarz criterion	6.043970
Log likelihood	-356.5887	Hannan-Quinn criter.	5.910320
F-statistic	8.377621	Durbin-Watson stat	1.483492
Prob(F-statistic)	0.000000		

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.358986	(5,116)	0.0002
Cross-section Chi-square	26.185239	5	0.0001

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

الجدول (٨): اختبار هوسمان Hausman Test

Dependent Variable: GGDP
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 01/17/26 Time: 20:10
Sample: 2001 2021
Periods included: 21
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 126
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FMD	-0.129830	3.627655	-0.035789	0.9715
FDI	0.326432	0.161868	2.016660	0.0459
TD	-0.074328	0.014199	-5.234597	0.0000
OP	0.058960	0.016020	3.680410	0.0003
C	3.885663	2.152045	1.805568	0.0735

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	2.405354	0.2406
Idiosyncratic random	4.273684	0.7594

Weighted Statistics

R-squared	0.291645	Mean dependent var	1.442950
Adjusted R-squared	0.268229	S.D. dependent var	4.987708
S.E. of regression	4.266667	Sum squared resid	2202.738
F-statistic	12.45459	Durbin-Watson stat	1.431155
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.220561	Mean dependent var	3.991606
Sum squared resid	2724.744	Durbin-Watson stat	1.156975

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.602981	4	0.6263

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

ورغم أفضلية نموذج الآثار العشوائية، لكن وجود العديد من المشاكل القياسية في النموذج الأساسي (من عدم توزيع طبيعي، اعتماد مقطعي، عدم التجانس في التباين و الارتباط الذاتي) كما بينا في الجدول (٥) يضعف كفاءة مقدر الآثار العشوائية ويبقي نتائجه متحيزة، لذا تم الاعتماد على نموذج الآثار الثابتة المقدر بطريقة GLS Weightsمع ترجيحات Cross –section SUR لمعالجة مشاكل النموذج، وهو توجه يسنده (Baltagi,2005)، وWooldridge، (Jeffrey,M. 2010) في حالة البيانات المقطعية الصغيرة [٣].

٨-٦ نتائج تقدير نموذج (Fixed Effect model)

يظهر الجدول (٩) نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة:

الجدول (٩): نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: GGDP
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 01/17/26 Time: 20:30
Sample: 2001 2021
Periods included: 21
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 126
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FMD	0.069363	2.285432	0.030350	0.9758
FDI	0.243846	0.086485	2.819534	0.0057
TD	-0.068760	0.012101	-5.682189	0.0000
OP	0.058689	0.015627	3.755686	0.0003
C	3.676431	1.656636	2.219215	0.0284

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.386373	Mean dependent var	0.786983
Adjusted R-squared	0.338765	S.D. dependent var	1.379901
S.E. of regression	1.030157	Sum squared resid	123.1018
F-statistic	8.115563	Durbin-Watson stat	1.646748
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.387917	Mean dependent var	3.991606
Sum squared resid	2139.705	Durbin-Watson stat	1.460585

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 13

تشير نتائج تقدير النموذج في الجدول (٩)، أنه ورغم الإشارة الإيجابية لعمق الأسواق المالية إلا أنها غير معنوية، وبالتالي غياب أي أثر لعمق الأسواق المالية في نمو اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي. فاقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي اقتصادات ريعية تعتمد بنسبة عالية جداً على الإيرادات النفطية لتمويل انفاقها الحكومي بشقيه الاستهلاكي والاستثماري، وبالتالي لا تعتمد على وساطة مالية لتمويل نموها، مما يسبب تراجع الدور الوظيفي للأسواق المالية كقناة رئيسية لتمويل النمو. مع الإشارة إلى أن عمق أسواقها المالية رغم تطوره،

[٣] – طريقة Fixed Effect Panel (GLS-SUR) لمعالجة عدم تجانس التباين بين الوحدات المقطعي، مع خاصية White cross (period cluster) لتصحيح عدم التجانس الزمني مع نموذج الآثار الثابتة لأنه لا يفترض هيكل تباين محدد وصارم، مصفوفة (Covariance martrix) غير مقيدة نسبياً. بينما في نموذج الآثار العشوائية الذي يتطلب الالتزام بهيكل تباين محدد لا يتوافق مع (White-type Correction) غير المقيدة لذا تقديرات النموذج في هذه الحالة تأتي غير متسقة، (Baltagi,B.H,2005).

لا تزال هذه الأسواق صغيرة نسبياً مقارنة بحجم القطاع الحكومي وهي بذاتها تعتمد على سيولة القطاع الحكومي والمؤسسات شبة الحكومية، إضافة إلى إن كبرى الشركات في هذه الدول تمول نفسها ذاتياً أو عبر البنوك وليس عبر السوق المالي. لذا قد لا يكون تعميق السوق المالي قد وصل لمستوى يستطيع به أن يكون محركاً للنمو. مع ضرورة الإشارة إلى أن بعض دول مجلس التعاون الخليجي قد امتلكت أسواق مالية كبيرة نسبة إلى أحجامها الاقتصادية، وبالتالي وصول هذه الأسواق إلى نقطة تشبع يتحول بعدها أثر تعميقها إلى محايد أو سلبي في النمو وهو ما يسمى بالإفراط المالي (Too Much Finance) (Arcand et al 2015). إضافة إلى أن التداول في هذه الأسواق يركز في أغلبه على تداول أوراق مالية لشركات قائمة أو في القطاع العقاري وبالتالي هذا التداول لم ينعكس في تمويل مشاريع جديدة ذات قيمة مضافة تحدث أثر في معدلات نمو اقتصاداتها مما إلى يضعف الترابط بين أنشطة الاقتصاد الحقيقي وأنشطة الأسواق المالية إلى حد ما.

هذه النتيجة لا تتوافق مع دراسة (ABD et Debs,2024) التي أفضت نتائجها إلى وجود أثر معنوي لعمق الأسواق المالية. لا يعود تباين النتائج إلى اختلاف العينة أو تباين المتغيرات المستخدمة، وإنما يعود إلى منهجية اتبعها الباحث وأشير إلى بعض النقاط التي تفسر هذا التباين. في دراسة (ABD et Debs,2024) لم يبين الباحثان نتائج اختبار الاستقلالية أو الاعتماد المقطعي لكل المتغيرات فقط اكتفى باختبار لسلسلة واحدة، كما اعتمد الباحثان على ٣ اختبارات للاستقرارية لكل منها خصائصه، منها ما يستخدم للسلسلة التي تخضع للتوزيع الطبيعي ومنها ما يستخدم في حالة السلسلة غير موزعة طبيعياً، والباحثان استخدما الاختبارات الثلاث للاستقرارية لكل سلسلة من سلاسل المتغيرات المدروسة دون مراعاة خاصية التوزيع الطبيعي أو نتائج الاعتماد المقطعي، مما يؤدي إلى تناقض النتائج، وتفضي إلى نموذج غير دقيق للتقدير. بناءً على نتائج اختباراته للاستقرارية اتجه الباحثان إلى استخدام منهجيات التكامل المشترك (Kaw -Pedroni) التي تشترطان أن تكون جميع المتغيرات مستقرة بالمستوى بينما جدول الاستقرارية في الدراسة يظهر متغيرات مستقرة عند الفرق الأول وهو ما يناقض شرط استخدام هذه المنهجية هذا بالإضافة إلى أن نموذج vector error correlation المستخدم غير مخصص لبيانات بانل، هذه الملاحظات قد تفسر انحياز النتائج وتباينها عن نتائج هذه الدراسة.

بينما كان لكل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وسعر النفط أثر إيجابي معنوي على نمو هذه الاقتصادات. هذه النتيجة متسقة مع الطبيعة الريعية لاقتصادات دول العينة المرتبطة بشدة بإيرادات مواردها من النفط والغاز. فارتفاع هذه الإيرادات يزيد من الانفاق الحكومي بشقيه، مما يسبب ارتفاع في الطلب الكلي على الانفاق والاستثمار، الأمر الذي يؤثر إيجاباً على معدلات نمو هذه الدول. إضافة إلى أن التدفقات الاستثمارية الأجنبية خلال الفترة المدروسة، قد أسهمت في خلق قيمة مضافة من خلال تنشيط القطاعات غير النفطية (السياحة، العقارات، صناعات تحويلية، صناعة مصرفية، بنية تحتية) وهي قطاعات تتمتع بتشابكات إنتاجية عالية الأمر الذي عزز من التنويع الاقتصادي في العديد من هذه الدول ومن النمو الاقتصادي.

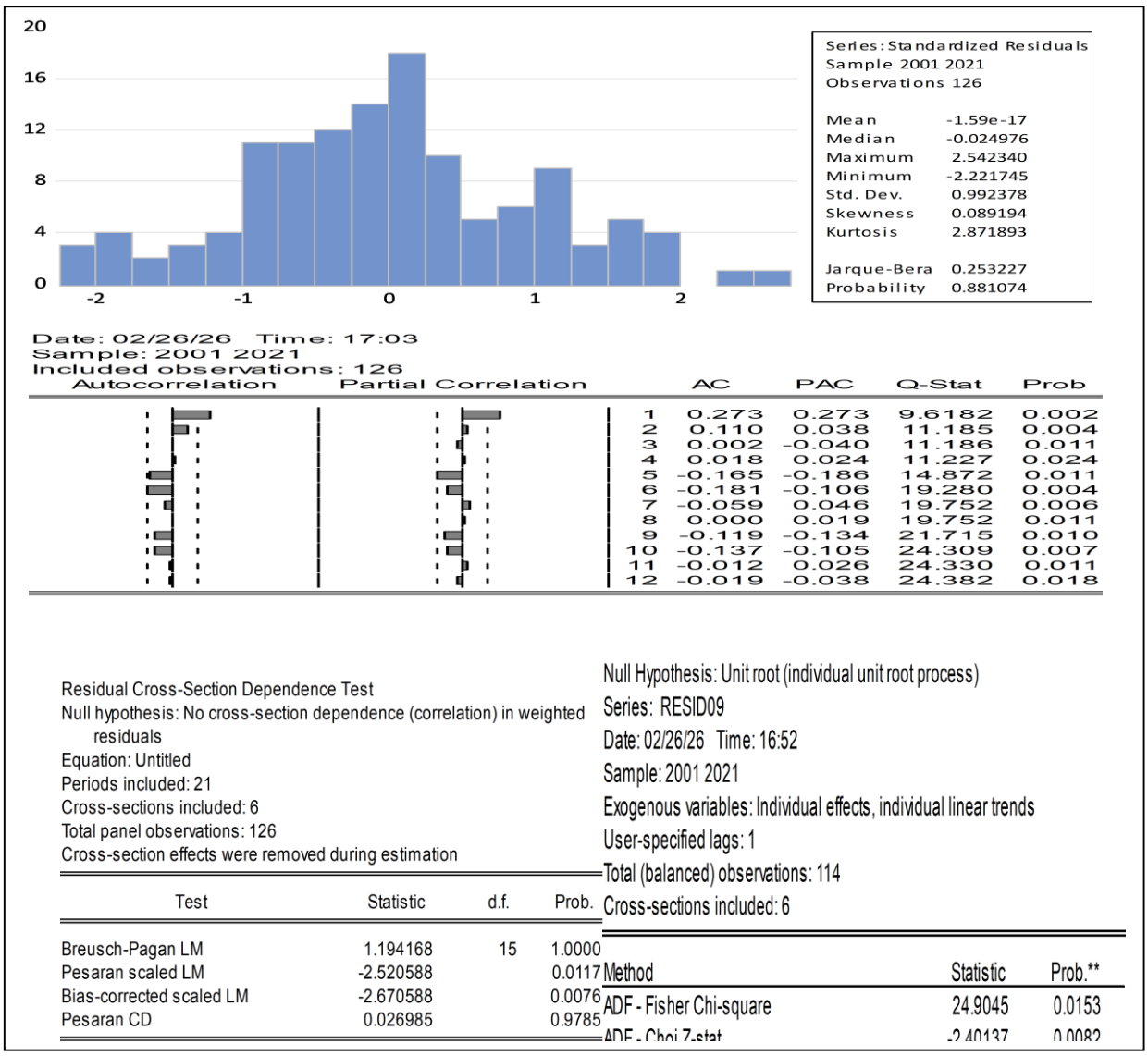
أشارت نتائج تقدير النموذج إلى أثر سلبي معنوي لمؤشر انتشار الانترنت في نمو اقتصادات هذه الدول. هذه النتيجة قد تناقض تيارات فكرية ودراسات تجريبية تناولت العلاقة بين التطور التكنولوجي والنمو الاقتصادي. في دول مجلس التعاون الخليجي تعتبر الفترة (٢٠٢١-٢٠٠١) فترة من الانطلاق(٢٠١٠-٢٠٠١) ومن التوسع(٢٠٢١-٢٠١٠) في البعد التكنولوجي. حيث قامت معظم حكومات هذه الدول بالاستثمار المكثف والعالي التكلفة في البنية التحتية الرقمية (من شبكات الجيل الخامس، مراكز البيانات، المدن الذكية والتحول الرقمي

الحكومي وفقا لرؤية استراتيجية لدى العديد من دول مجلس التعاون الخليجي: رؤية السعودية ٢٠٣٠، رؤية الامارات ٢٠٧١، رؤية قطر الرقمية ٢٠٣٠). هذه الاستثمارات تدخل ضمن الانفاق الحكومي، لكن العوائد الاقتصادية منها تحتاج لفترات زمنية طويلة لجنيها وظهور أثرها في النمو الاقتصادي، لذلك في الأجل القصير والمتوسط تعتبر هذه الاستثمارات إنفاقاً مع عوائد مؤجلة مما قد يسبب أثراً سلبياً في النمو. هذا لا يعني أن التطور التكنولوجي كان ضاراً بهذه الدول، ولكن عوائدها مؤجلة في الاقتصادات الريعية وتحتاج زمناً أطول للظهور والتأثير الايجابي على معدلات النمو والفترة المدروسة فترة التقطت أثر الاستثمار الثقيل دون جني عوائد اقتصادية تذكر (Elmasry. Benni, 2016)(Ram BI et al, 2025)

٨-٧ نتائج اختبارات جودة النموذج:

الجدول (١٠): نتائج اختبار جودة النموذج

المصدر: مخرجات Eviews13



إن نتائج اختبارات جودة النموذج في الجدول (١٠) تظهر أن بواقي النموذج المقدر لا تعاني من أي مشاكل قياسية. إذ تشير احتمالية (Jarque-Bera =0.88) إلى خضوع بواقي النموذج للتوزيع الطبيعي، كذلك عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي حسب اختبار الارتباط الذاتي، كما تشير احتمالية اختبار البواقي (pesaran CD) و (ADF) إلى استقلالية البواقي، واستقرارها في المستوى. وبالتالي النموذج المقدر لا يعاني من تحيز في نتائجه.

٩- الاستنتاجات والتوصيات:

٩-١ الاستنتاجات:

١- عدم وجود أثر لعمق الأسواق المالية في النمو الاقتصادي يشير الى أن هذه الأسواق رغم تطورها الملحوظ خلال الفترة المدروسة، إلا أنها لم تحقق المستوى المطلوب الذي يجعلها محركاً للنمو الحقيقي في اقتصادات هذه الدول ذات الطبيعية الريعية. حيث مازالت موارد النفط والغاز تدير اقتصاداتها.

٢- تؤثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة بشكل معنوي في النمو الاقتصادي مما يشير إلى مساهمتها الفعالة في تعزيز النمو الاقتصادي لهذه لدول العينة.

٣- التأثير المعنوي السلبي لانتشار الانترنت كوكيل عن التطور التكنولوجي في النمو الاقتصادي لهذه الدول يعكس حجم الانفاق الكبير على البنية التحتية والتحول الرقمي مقارنة بحجم الانفاق الكلي، مما يؤثر على حصة باقي القطاعات من الإنفاق الحكومي الأمر الذي يؤثر سلباً في النمو الاقتصادي (فتكاليف مرحلة الاستثمار الثقيل في البنية التحتية التكنولوجية تحتاج لوقت طويل لجني عوائد هذا الانفاق).

٤- وجود أثر معنوي موجب لسعر للنفط في النمو الاقتصادي يشير إلى حساسية النمو الاقتصادي لهذه الدول تجاه التقلبات في أسعار الطاقة من نفط وغاز.

٩-٢ التوصيات:

استناداً إلى نتائج الدراسة القياسية التي تم التوصل إليها توصي الباحثة:

١. ضرورة التركيز على جودة عمق الأسواق المالية أكثر بما يتلاءم مع حجمها من خلال تنويع للأوراق المالية المتداولة، تحسين الشفافية والحوكمة وتطوير عمليات الربط بين الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي مما يرفع من عمق وأداء هذه الأسواق.

٢. قد يكون من الأفضل بدلاً من الاعتماد على التمويل البنكي أو السيولة الحكومية، تعزيز دور الأسواق المالية في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة والمشاريع الناشئة.

٣. ، زيادة مشاركة المستثمرين الأفراد والمؤسسات المحاية غير الحكومية فيها.

٤. العمل على إدارة التحول الرقمي في هذه الأسواق بما يقلل من التكاليف ويعجل بجني الفوائد منها.

٥. تعزيز دور الاستثمارات الأجنبية المباشرة في النمو الاقتصادي من خلال تبسيط الإجراءات الإدارية والتنظيمية المرتبطة بتأسيس الشركات الأجنبية لديها، فتح الترخيص لهذه الاستثمارات بالدخول إلى قطاعات اقتصادية جديدة بهدف جذبها إلى قطاعات ذات قيمة مضافة عالية بالنسبة لهم كما فعلت السعودية والإمارات، تعزيز الحوافز الضريبية واللوجستية في المناطق الاقتصادية الخاصة والحرة.

٦. مع تعزيز التطور الرقمي في البيئة التحتية يمكن تبني استراتيجيات تكنولوجية متزامنة تركز على الأنشطة ذات العائد السريع من الرقمنة (خدمات مالية الكترونية، سياحة رقمية، تعليم عن بعد، تجارة الكترونية).

٧. التوسع في الصناديق السيادية من حيث العدد والحجم لزيادة الاحتياطيات المالية والتمويلية من عائدات النفط والغاز لمواجهة الصدمات السلبية، مع تخصيص أكبر من الموارد النفطية للاستثمار في القطاعات غير النفطية مما يسهم في تنويع الاقتصاد وتحقيق نمو مستدام.

٨. توصي الباحثة في إعادة تقييم أثر تطور الأسواق المالية من خلال أبعادها الثلاث العمق والكفاءة والدخول أو الشمول في نمو اقتصادات دول مجلس التعاون الخليجي، مع إمكانية توسيع النموذج ودراسة التفاعل بين عمق الأسواق والتطور التكنولوجي. كما توصي الباحثة بإجراء دراسة عن هذه العلاقة في سوريا في حال توفرت البيانات.

٩. توصي الباحثة أيضاً بقياس عمق سوق دمشق للأوراق المالية من خلال المنهجية التي وضعها صندوق النقد الدولي ومقارنتها مع الأسواق المالي في دول مجلس التعاون الخليجي والأسواق المالية لدول الجوار.

المراجع:

١- بوعبد الله، علي، دبي، منيرة، ٢٠٢١. *أثر مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي-دراسة حالة السعودية (٢٠١٩-١٩٩٢)*. مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، المجلد السادس، العدد الثاني.

٢- جارالله، ذنون، مروان. ٢٠١٣. *قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزّع للفترة ١٩٦٠-٢٠١٠*. مجلة تنمية الرافدين، المجلد الخامس والثلاثون، العدد المائة والأربعة عشرة.

٣- سعدالله، أحمد، ٢٠١٥. *العلاقة بين حجم السوق المالية والنمو الاقتصادي في منطقة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا-دراسة تجارب ثلاثة بلدان (المغرب، تونس، الأردن)*. مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد الرابع، العدد الثامن.

٤- عزام، أشرف، ٢٠١٧. *مؤشرات العمق المالي للأسواق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة حالة: سوق المال الفلسطيني*، رسالة ماجستير منشورة، جامعة الأزهر، فلسطين

٥- مسعودي، عبد الباسط. ٢٠٢٤، *أثر عمق الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في الأردن: دراسة قياسية للفترة (٢٠٢٢-١٩٩٨)*. مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد الحادي عشر، العدد الأول.

6- MAHLATSE , M. 2024. *The Effect of Financial Market Depth on Economic Growth in Developing Countries with large Financial Sectors, Social Science Studies, Vol. 4, N[2]*.

7- LEVINE, R. 2005. *Finance and Growth: Theory, Evidence and Mechanisms, In Handbook of Economic Growth, (ed.) Philippe Aghion and Steven Durlauf, edition[1], Vol. 1, Chapter 12, pp. 865-934.*

8- ABD, S,. DEB,S. 2024. *Impact of Financial Market Depth on Economic Growth in GCC Countries. Educational administration Theory and practice, Vol, 30, N[10]*.

9- ALA,M,M.,AlAM,K.A,&UDDIN,M.G.S. 2007. *Market Depth and Risk Return Analysis of Dhaka Stock Exchange: An Empirical Test of Market Efficiency*. *ASA University Review, Vol 1, N[1]*.

10- ALI, M. 2020. *Dynamic Relation between Economic Growth, Stock Market Depth and Macroeconomic Variables of Bangladesh*. *Eurasian Journal of Business and Economics, Vol. 13, N[26]*.

11- ARCAND, J. L,.BERKES, A,.PANIZZA,U.2015. *Too Much Finance, Journal of Economic Growth, Vol. 20, N[2], Springer.*

12- BAKANG,. Marlyse L. 2013. *Effects of Financial Deepening on Economic Growth in Kenya. International Journal of Business and Commerce, Vol. 4, N[7]*.

13- BALTAGI,B.H. 2005. *Econometric Analysis of Panel Data ,3[ed] ,John Wiley and Sons .Ch 5*

14- BENCIVENGA,V.R,.SMITH,B.D.,&STARR,R.M.1996. *Equity Markets, Transactions costs and Capital Accumulation: an Illustration, the World Bank Economic Review, Vol. 10, N[2]*.

15- DEMIRGUE- KUNT, A,.LEVINE, Ross. 1996. *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts, the World Bank Economic Review, Vol. 10, N[2]*.

16- ELMASRY,T,. BENNI,E,. PATEL,J,.& MOORE, J. P. aus dem. 2016. *Digital Middle East: Transforming the region into a leading digital economy, IMF,McKinsey &company.*

17- GURLEY, J.G.,SHAW, E.S. 1960. *Money in a Theory of Finance, Washington: Brookings.*

18- LEVINE, R,.ZEROVS, S. 1996. *Stock Market Development and Long Run Growth*. *The World Bank Economic Review. Vol. 10, N[2]*.

19- LEVINE, R. 1998. *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. *Journal of Economic Literature, Vol. 35, N[2]*.

20- PATRIC, H. 1966. *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, Economic Development and Cultural Change*.

21- RAM, B., FAREED,F., LEE,J,D., REHMAN, S., ROLLINSON,Y,G., & YUAN, T. 2025. *Digital Transformation in the Gulf Cooperation Council Economies*. *IMF Departmental Paper.*

22- SAHAY,R.,CIHAK,M.,NDIAYE,P.,BARAJAS,A.,MITRA,S.,K YOBE,A.,MOOI,Y.N.,&YOUSEFI,S.R.2015. *Financial Inclusion and Macroeconomic Goals: An IMF Analysis,IMF.*

23- SHADDADY, A. 2023. *Unveiling the Dynamics of Financial Institutions and Markets Shaping Economic Prosperity in MENA, International Journal of Financial Studies Vol. 11, N[48]*,

24- STIGLITZ, J. 1989. *Financial Markets and Development. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 5, N[4]*.

25- SVIRYDZENKA, K. 2016. *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development, IMF Working Paper 16\5, International Monetary Fund.*

26- WOOLDRINGE, J. M. 2010. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data. 2[nd]. Cambridge, Massachusetts.*