

تاريخ الإرسال (2017-11-21). تاريخ قبول النشر (2017-12-20)

د. علاء الدين عادل الرفاتي¹أ.د. سهير خالد صافي^{*1}أ. صلاح الدين كمال الداهودي¹¹ ، قسم الاقتصاد والعلوم السياسية - كلية التجارة - الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.

* البريد الإلكتروني للباحث المرسل:

E-mail address: samirsafi@gmail.com

دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي دراسة قياسية على الفترة (1997-2015م)

المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي واتجاه العلاقة السببية بينهما في الأجلين الطويل والقصير. وتم استخدام المنهج الوصفي والتحليل القياسي لسلسلة زمنية عن بيانات الدراسة بالاعتماد على تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (vector error correction model VECM) لمتغيرات الدراسة المستقلة (معدل الرسملة السوقية، ومعدل التداول، ومعدل الدوران) لمجموع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وتأثيرها على المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال الفترة من 1997 وحتى 2015م. وتوصل البحث إلى أن 48% من التغيرات في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تفسرها المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول). وأشارت النتائج إلى وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة وأن سرعة التعديل في الأجل القصير لتحقيق التوازن طويل الأجل هي 28% في السنة. وخلص البحث إلى وجود علاقة سببية بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل، وكذلك وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه في الأجل القصير تتجه من المتغير المستقل معدل الرسملة السوقية نحو المتغير التابع.

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

كلمات مفتاحية:

بورصة فلسطين - النمو الاقتصادي

The Role of Palestine Stock Exchange in Economic Growth (1997-2015)

Abstract

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

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

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

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

Keywords:

Palestine Stock Exchange - Economic Growth

المقدمة:

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

واختلفت الأبحاث الاقتصادية في نتائجها حول العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي وتأثير كل منهما على الآخر، فكان من بين الدراسات من أيدت النظرية القائلة بأن تطور أسواق الأوراق المالية والقطاع المالي بشكل عام يؤدي إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي، ومن جهة مغايرة أرجعت عدد من الدراسات تطور أسواق الأوراق المالية إلى ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، فيما نفت دراسات أخرى وجود علاقة سببية مباشرة بينهما، بينما أظهرت دراسات أخرى تبادلية العلاقة وتأثير كل منهما على الآخر.

مشكلة الدراسة

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

أهداف البحث

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

- 1- بيان قنوات تأثير نشاط بورصة فلسطين على النمو الاقتصادي.
- 2- التعرف على تطور مؤشرات بورصة فلسطين خلال فترة عملها.
- 3- دراسة مدى ارتباط النمو الاقتصادي في فلسطين بتطور نشاط البورصة وبيان اتجاه العلاقة السببية بينهما.

الدراسات السابقة:

بناءً على الدور الحيوي لأسواق الأوراق المالية في التأثير على النمو الاقتصادي، وأهمية البورصة كمكون حديث ورئيسي في هيكل الدول الاقتصادي، تعددت الدراسات المحلية والعربية والدولية التي تناولت دورها واختلفت نتائجها باختلاف التجارب الاقتصادية لهذه الدول، إلا أن الدراسات المحلية التطبيقية التي ركزت على دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي كانت قليلة خاصة تلك التي فحصت العلاقة السببية بين البورصة والنمو كونها أحد الجدليات بين الباحثين الاقتصاديين، حيث اختبرت دراسة (العبادلة، 2013م) تأثير المتغيرات المستقلة المعبرة عن سوق فلسطين للأوراق المالية (معدل الرسملة، معدل الدوران، معدل التداول، والبيئة الاستثمارية) على معدل التراكم الرأسمالي كمؤشر على تمويل التنمية الاقتصادية والتي كانت عبارة عن سلسلة بيانات زمنية ربعية خلال الأعوام من 1997-2011م، وتم تقدير معادلة الانحدار المتعدد بواسطة طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً، وتوصلت إلى وجود علاقة ارتباطية بين سوق فلسطين للأوراق المالية وتمويل التنمية الاقتصادية، وخلصت إلى أن الزيادة بمقدار 100% في معدل الدوران سيؤدي لزيادة معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 19% في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة، وكان تأثير معدل الرسملة السوقية سلبياً على معدل التراكم الرأسمالي فزيادته بنسبة 100% سيؤدي إلى خفض معدل التراكم الرأسمالي بمقدار 36% في ظل ثبات تأثير باقي المتغيرات المستقلة. وفسرت المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج بعد التعديل (معدل الرسملة السوقية، ومعدل الدوران) ما نسبته 29% من التباين في المتغير التابع (معدل التكوين الرأسمالي) والنسبة الباقية البالغة 71% تعزى لعوامل أخرى لم تدرج في النموذج. وفي دراسة (خزان، 2014م) حول أثر سوق عمان للأوراق المالية على النمو الاقتصادي أظهرت نتائج اختبار السببية واختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ وجود علاقة سببية في المدى الطويل تتجه من متغيرات تطور سوق الأوراق المالية (حجم التداول، معدل دوران الأسهم، عدد الشركات المدرجة) إلى المتغير التابع إجمالي الناتج المحلي الحقيقي كمؤشر على النمو الاقتصادي، وكانت العلاقة إيجابية بين النمو الاقتصادي وحجم التداول ومعدل الدوران وسلبية بين عدد الشركات المدرجة والنمو الاقتصادي، في حين لا توجد علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي نحو تطور سوق الأوراق المالية. أما في المدى القصير فقد أظهرت الدراسة عدم وجود علاقة سببية بينهما في كلا الاتجاهين.

وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي واختبار جرانجر للسببية توصلت دراسة (شحاتيت وآخرون، 2014م) حول أثر نشاط سوق عمان على الاستثمار في الأردن إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لسوق عمان المالي على الاستثمار، وإلى وجود أثر إيجابي للدلالة للقطاعين المالي والخدمي على الاستثمار، وعدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية للقطاع الصناعي على الاستثمار. وكشفت الدراسة عن وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه

من الاستثمار إلى سوق عمان المالي، ووجود علاقات سببية باتجاه واحد تتجه من حجم التداول في كل من القطاع المالي وقطاع الخدمات إلى الاستثمار.

ومن خلال دراسة (المولى، 2011م) التي هدفت إلى قياس تأثير متغيرات سوق الأوراق المالية متمثلة في (نسبة القيمة السوقية إلى الناتج الإجمالي المحلي، قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الدوران) على النمو الاقتصادي المتمثل بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموعة من الدول العربية (السعودية، الكويت، البحرين، مصر، الأردن، مسقط، بيروت، دبي) خلال السنوات 1994-2007م وذلك باستخدام ثلاثة نماذج انحدار خطي بسيط وتوصلت أن السيولة التي توفرها أسواق الأوراق المالية ليس لها تأثير معنوي في النمو الاقتصادي للدول عينة الدراسة.

واختبرت دراسة (Bader, 2015) العلاقة السببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر بتحليل سلسلة بيانات زمنية خلال الفترة من 2002 إلى 2013م، واستخدم المتغيرات (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي والاستثمار الأجنبي المباشر) للتعبير عن النمو الاقتصادي، ومتغير (معدل الرسملة السوقية) للتعبير عن تطور سوق الأوراق المالية في مصر، وأظهرت النتائج أنه لا يوجد علاقة تكاملية بين مؤشرات سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، وبينت نتائج اختبار نموذج متجه الانحدار الذاتي واختبار جرانجر للسببية أنه لا توجد علاقة سببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في مصر خلال فترة الدراسة، ولكنها أظهرت وجود ارتباط بين تطور سوق الأوراق المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة والذي بدوره يؤثر على النمو الاقتصادي وخلصت إلى وجود ضعف في تأثير سوق الأوراق المالية في مصر على النمو الاقتصادي كونه يركز على المضاربة وليس على الاستثمارات الحقيقية.

ومن خلال دراسة (Jibril et al., 2015) حول تأثير متغيرات سوق الأوراق المالية في نيجيريا متمثلة في (معدل الرسملة السوقية، معدل التداول، ومعدل الدوران) على النمو الاقتصادي ممثلاً بالناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة من 1990-2010م باستخدام طريقة المربعات الصغرى، تبين أن معامل ارتباط متغيري معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول بالناتج المحلي كان قويا لكنه سلبي، وأن معامل ارتباط معدل الدوران بالناتج المحلي الإجمالي كان قوي وإيجابي. وأوضحت النتائج أن 87% من التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي تفسرها المتغيرات المدرجة في النموذج بينما النسبة الباقية تعود لمتغيرات أخرى

وقامت دراسة (Lahura and Vega, 2014) باختبار التأثير السببي لتطور سوق الأوراق المالية على النشاط الاقتصادي الحقيقي في البيرو من خلال التحليل القياسي لبيانات سلسلة زمنية عن الفترة من 1965 حتى 2013م وتمثلت متغيرات تطور سوق الأوراق المالية في (معدل الرسملة السوقية، معدل الدوران، ومعدل التداول) بينما عبر المتغير التابع (نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي) على النمو الاقتصادي في البيرو. وأظهرت الدراسة باستخدام اختبار جرانجر للسببية واختبار نموذج متجه الانحدار الذاتي ودالة الاستجابة

الفورية وجود علاقة سببية بين صدمات سوق الأوراق المالية في المدى القصير على نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي والذي لم يظهر إلا بعد عام 1991م، حيث أن صدمة بمقدار انحراف معياري واحد في المتغيرات المستقلة (معدل التداول، معدل الدوران، ومعدل الرسملة) تزيد نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي بمقدار (1%، 1.4%، 1%) على التوالي، وأشارت إلى أن مساهمة صدمات أسواق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي ضعيفة.

وفي دراسة (Vacu, 2013) التي اختبرت العلاقة طويلة الأجل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في جنوب أفريقيا وذلك من خلال تحليل قياسي لسلسلة زمنية ربعية من 1990: Q1 وحتى 2010: Q4، واستخدمت المتغيرات المستقلة (معدل الاستثمار، الانفتاح التجاري، نسبة الائتمان الممنوح من البنك المركزي للبنوك المحلية، معدل الدوران، معدل الرسملة السوقية، مؤشر الأسهم العام) والمتغير التابع الناتج المحلي الإجمالي، أظهرت نتائج اختبارات جذر الوحدة أن متغيرات الدراسة جميعها مستقرة عند الفرق الأول، ودلت نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للنموذج الأول المستخدم فيه متغيري (معدل الدوران، ومعدل الرسملة) عن وجود ثلاث متجهات للتكامل المشترك بين المتغيرات، بينما أشارت النتائج للنموذج الثاني المستخدم فيه (مؤشر الأسهم العام) عن وجود متجهين للتكامل المشترك بين المتغيرات. ومن خلال نتائج اختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ تبين أن حد تصحيح الخطأ لكلا النموذجين معنوي وسالب والذي يشير إلى وجود علاقة في الأجل الطويل بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وكشفت نتائج اختبار جرانجر للسببية عن وجود علاقة سببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى تطور سوق الأوراق المالية في النموذج الأول، وعن عدم وجود علاقة سببية بينهما في النموذج الثاني.

وهدف دراسة (Antonios, 2010) إلى معرفة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في ألمانيا مستخدمة سلسلة من البيانات السنوية في الفترة من 1956-2007م، وكانت متغيرات الدراسة عبارة عن (المؤشر العام لسوق الأوراق المالية، معدل التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، والائتمان الممنوح من القطاع البنكي للقطاع الخاص)، وأوضحت نتائج اختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ إلى أن زيادة مؤشر سوق الأوراق المالية بمعدل 1% يؤدي إلى زيادة في النمو الاقتصادي بمعدل 0.06%، وأن زيادة الائتمان البنكي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمعدل 0.9%. ومن خلال اختبار جرانجر للسببية تبين وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وأن هذه العلاقة تتجه من سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي.

وجاءت نتيجة اختبار السببية في دراسة (Hossain and Kamal, 2010) والتي أجريت على بنغلاديش متوافقة مع دراسة (Antonios, 2010) إذ اعتمدت على المتغيرات (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، ومعدل النمو في الناتج المحلي الحقيقي) كمؤشرات على النمو الاقتصادي، والمتغيرات (القيمة السوقية للأوراق

المالية، والقيمة السوقية مقسومة على الناتج المحلي الحقيقي) كمؤشرات على تطور سوق بنغلاديش للأوراق المالية، حيث أوضحت نتائج اختبارات التكامل المشترك لكل زوجين من المتغيرات (انجل جرانجر، وفيلبس أوليرز) أن جميع المتغيرات متكاملة مع بعضها مما دل على وجود علاقة توازنه في الأجل الطويل بينها. ومن خلال اختبار جرانجر للسببية تبين وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تتجه من تطور سوق الأوراق المالية نحو النمو الاقتصادي.

وهدفنا دراسة (Nowbutsing and Odit, 2009) إلى اختبار العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في الأجلين القصير والطويل بدراسة حالة دولة موريشيوس، ومن خلال تحليل سلسلة بيانات زمنية سنوية للفترة من 1989-2006م لمتغيرات الدراسة بتقدير نموذجين من الانحدار المتعدد باستخدام طريقة انجل جرانجر ونموذج متجه تصحيح الخطأ VECM والذين كانا على النحو التالي:

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln FDI_t + \beta_2 \ln HUMAN_t + \beta_3 \ln SIZE_t + u_t$$

$$\ln Y_t = \beta_0 + \beta_1 \ln FDI_t + \beta_2 \ln HUMAN_t + \beta_3 \ln LIQUIDITY_t + v_t$$

حيث أن:

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

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

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

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

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

u_t, v_t = حد تصحيح الخطأ (1,2)

وأشارت نتائج التقدير في الأجل القصير إلى أن زيادة بمقدار 10% في معدل الرسملة السوقية تؤدي إلى زيادة بمقدار 1.3% في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، وأن زيادة بمقدار 10% في معدل التداول تؤدي إلى زيادة بمقدار 6.7% في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي. وأظهرت نتائج التقدير في الأجل الطويل أن 0.76 من التغيرات في نصيب الفرد من الناتج الحقيقي تفسرها المتغيرات المدرجة في النموذج الأول، وأن 0.79 من التغيرات في نصيب الفرد من الناتج الحقيقي تفسرها المتغيرات المدرجة في النموذج الثاني، وأن سرعة التعديل في الأجل القصير للوصول إلى التوازن في الأجل الطويل هي 76% في النموذج الأول، و 63% في النموذج الثاني. وخلصت الدراسة إلى أن لسوق الأوراق المالية في موريشيوس تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في الأجلين الطويل والقصير.

التعقيب على الدراسات السابقة

- أظهرت الدراسات السابقة أن علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي تأخذ أشكالاً متعددة منها:
- وجود علاقة سببية تتجه من متغيرات تطور سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في المدى الطويل مثل دراسة (خزان، 2014)، ودراسة (Antonis, 2010)، ودراسة (Hossain and Kamal, 2010)، ودراسة (Nowbutsing and Odit, 2009)
 - وجود علاقة سببية تتجه من النمو الاقتصادي نحو تطور سوق الأوراق المالية كما في دراسة (Vacu, 2013) والتي أجراها على سوق الأوراق المالية في جنوب أفريقيا.
 - عدم وجود علاقة سببية بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي ومثال ذلك دراسة (Bader, 2015) والتي أجراها على سوق الأوراق المالية في مصر.
 - وجود ضعف في تأثير سوق الأوراق المالية للبيرو على النمو الاقتصادي في دراسة (lahura and Vega, 2014) خاصة في الأجل القصير.
 - أظهرت الدراسات السابقة وجود متغيرات أساسية يمكن استخدامها والاعتماد عليها في قياس تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي وهي معدل الرسملة السوقية، معدل قيمة التداول، معدل الدوران، وهي تتفق مع دراسات (Bader, 2015)، ودراسة (Jibril et al., 2015)، ودراسة (lahura and Vega, 2014)، ودراسة (Nowbutsing and Odit, 2009)، ودراسة (العبادلة، 2013)، ودراسة (خزان، 2014)، ودراسة (المولى، 2011).

ما يميز هذه الدراسة

تتناول الدراسة موضوع ذا أهمية في ظل النظام الاقتصادي العالمي، كون أسواق الأوراق المالية باتت تؤثر على اقتصاديات الدول بصورة أكبر، ورغم وجود عدد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع إلا أن الدراسات المحلية القياسية كانت قليلة، وما يميز الدراسة أيضاً هو توضيح الأثر المباشر لنشاط البورصة على النمو الاقتصادي باعتمادها على اختبارات قياسية تحدد طبيعة العلاقة التي تربط تطور سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي وكذلك تحدد سببية واتجاه العلاقة باستخدام اختبار جرانجر للسببية (Granger causality) واختبار نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) وتحليل مكونات التباين ودالة الاستجابة الفورية.

سوق الأوراق المالية في الفكر الاقتصادي

جج

المدارس الفكرية

إن المتنبع للفكر الاقتصادي والدراسات المتعددة التي تناولت علاقة القطاع المالي _والذي تعد أسواق الأوراق المالية أحد مكوناته_ بالنمو الاقتصادي يلاحظ وجود ثلاث مدارس بارزة هي:

أولاً/ المدرسة الهيكلية:

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

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

ويعتبر نظر مفكرو المدرسة الهيكلية أن وجود شبكة واسعة من المؤسسات المالية وكذا تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية بالإضافة وتوسع في أنشطة المؤسسات سيؤثر إيجابياً على الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي، (التميمي وآخرون، 2002).

ثانياً/ المدرسة الليبرالية الحديثة (التحرير المالي):

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

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

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

ثالثاً/ مدرسة نماذج النمو الداخلي:

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

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

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

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

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

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

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

ث. زيادة المنافسة، يؤدي إلى زيادة الكفاءة، تنويع وتقاسم المخاطر بهدف التقليل منها.

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

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

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

ب- قناة إجمالي نمو انتاجية العوامل الكلية: تعرف بالقناة النوعية والتي تؤكد على دور التقنيات المالية الإبداعية في إظهار ونقل البيانات وتقليل المخاطر والتدفق المعلوماتي السريع الذي يزيد من التخصيص الكفؤ للموارد ويسهم في مراقبة مشاريع الاستثمار، والتي تعكس قدرة النظام المالي على جلب المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وتحليلها وبالتالي توجيه الموارد المالية إلى استثمارات أكثر انتاجية. بالإضافة إلى القدرة على تنويع الاستثمارات بهدف التقليل من المخاطر (كثرة، 2016م).

اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي

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

أولاً/ التنمية المالية المؤدية للتنمية الاقتصادية

تقوم هذه الفرضية على أن قيام الجهاز المالي بدور الوساطة بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والتي تعاني من العجز المالي يؤدي إلى زيادة مجمل الادخارات والاستثمارات، إضافة لتعزيز فعالية هذه الاستثمارات والرفع من انتاجيتها، وبذلك يكون للتطورات المالية الأثر الإيجابي على معدل النمو الاقتصادي، وهو ما اصطلح عليه بفرضية العرض القائد والذي يشير إلى أن إيجاد المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابق للطلب على هذه الأصول. وعليه فإن التطور في النظام المالي يقود إلى النمو الاقتصادي (Levin, 1997).

ثانياً/ التنمية الاقتصادية المؤدية للتنمية المالية

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

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

ثالثاً/ العلاقة التبادلية بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية

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

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

وظائف أسواق الأوراق المالية

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

أولاً: القيام بتعبئة المدخرات:

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

ثانياً: تحسين كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية:

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

ثالثاً/ ممارسة الرقابة على إدارة الشركات:

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

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

رابعاً: تنوع المخاطر وتسهيل إدارتها:

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

خامساً: تقليل تكاليف المعلومات والمعاملات:

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

تطور مؤشرات بورصة فلسطين

تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية كشركة مساهمة خصوصية بمبادرة من شركة فلسطين للتنمية والاستثمار (باديكو القابضة) حيث قدمت دراسة شاملة حول إقامة هذه السوق وحصلت بموجبها على موافقة السلطة الوطنية الفلسطينية بتاريخ 19 يوليو 1995م، وتم توقيع اتفاقية تشغيل السوق مع السلطة الوطنية الفلسطينية بتاريخ 7 نوفمبر 1996م وكان رأس مالها التأسيسي 2 مليون دينار أردني (موقع بورصة فلسطين، 2017م). وتعمل بورصة فلسطين على تنظيم تداول الأوراق المالية لأهم الشركات المساهمة العامة المدرجة فيها والبالغة 48 شركة بقيمة سوقية تقارب 3.4 مليار دولار أمريكي خلال عام 2017م، وتعمل فيها 8 شركات وساطة. كما تشغل بورصة فلسطين مواقع ضمن منظومة الاستثمار العالمية بتواجدها على أهم مؤشرات أسواق المال العالمية، كمؤشرات "فاينانشال تايمز العالمية" بصفتها سوقاً مبتدئة، وإطلاق مؤشر خاص بفلسطين ضمن

مؤشرات ستاندرد آند بورز ومورغان ستانلي، فضلا عن حصولها على العضوية الكاملة في اتحاد البورصات العالمي إلى جانب عضويتها في اتحاد البورصات العربية واتحاد البورصات اليوروآسيوية وغيرها (موقع بورصة فلسطين، 2017م).

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

مؤشرات حجم السوق

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، فكلما اتسع حجمها كان ذلك دليلا على تطورها ونضجها. ويقاس حجم السوق بمؤشرين هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في السوق (مزاھدية، 2007م).

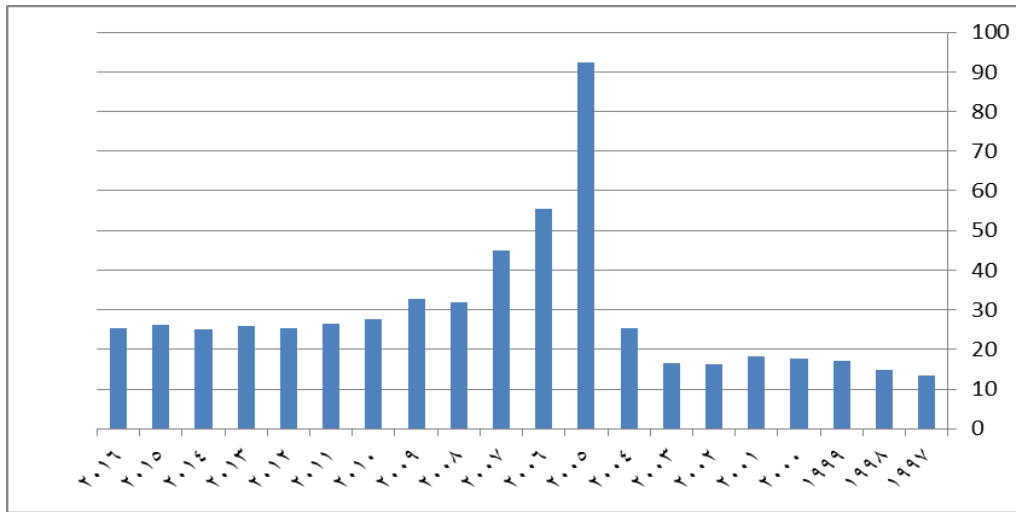
ويعتبر معدل رسملة السوق أحد المؤشرات المهمة التي يعتمد عليها البنك الدولي في قياس العمق المالي للأنظمة المالية (كثرة، 2016م)، ويتم احتساب معدل رسملة السوق للبورصة بنسبة رأس مالها السوقي والذي يمثل القيمة السوقية الإجمالية للأوراق المالية المقيدة في البورصة_ إلى الناتج المحلي الإجمالي في سنة محددة، وذلك على النحو الذي توضحه المعادلة أدناه (موقع البنك الدولي، 2017م).

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

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

ويوضح شكل (1.3) نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة فلسطين من إجمالي الناتج المحلي والتي ارتفعت خلال السنوات الأولى من نشاط البورصة فوصلت من 13.57% عام 1997م إلى 18.16% نهاية 2001م، وتراجع معدل الرسملة خلال سنوات انتفاضة الأقصى ليصل نهاية 2003م إلى 16.52%، ثم أخذ معدل الرسملة في الارتفاع إبان انسحاب الاحتلال الاسرائيلي من قطاع غزة وبفعل الإصلاحات المالية والقانونية عام 2004م فوصل معدل الرسملة إلى ذروته عام 2005م ليلبغ 92.25%. ومع فرض الحصار على قطاع غزة وحركة التصحيح لأسعار الأسهم أخذ معدل الرسملة بالتراجع تدريجيا خلال الأعوام (2006-2009م)، ليشهد استقرارا خلال السنوات الأخيرة (2010-2016م) وبلغ نهاية عام 2016م نسبة 25.30%.

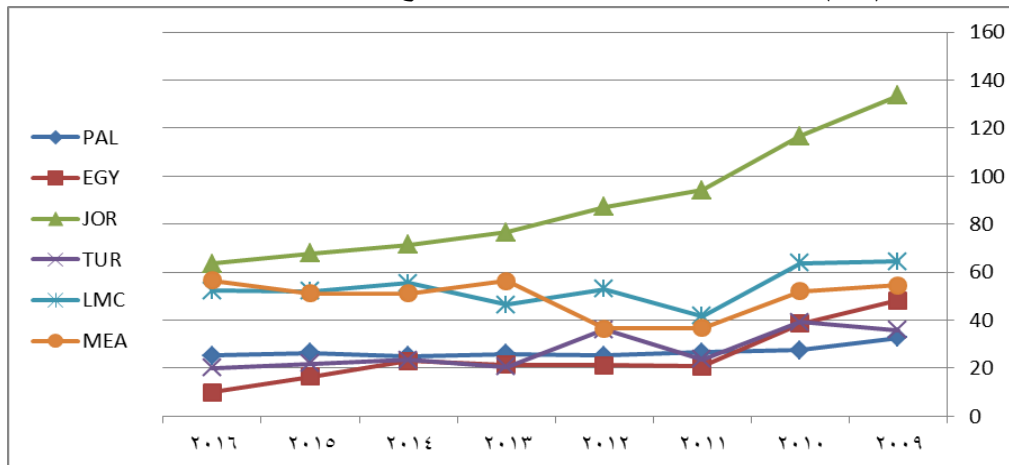
شكل (1.3) معدل الرسملة لبورصة فلسطين خلال السنوات (1997-2016م)



المصدر: (*) النشرة الإحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني 2015-كانون أول 2016م) (***) الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، إحصاءات الحسابات القومية (1994-2016)، 2017م.

وبمقارنة معدل الرسملة لبورصة فلسطين خلال السنوات (2009-2016م) مع بعض الدول المجاورة كمصر والأردن وتركيا كما في الشكل (2.3) نجد أن متوسط معدل الرسملة لبورصة فلسطين خلال الفترة 26.85% مقارب لمتوسط معدل الرسملة لبورصتي مصر وتركيا والذي بلغ 24.9%، 27.6% لكل منهما على التوالي، بينما لوحظ ارتفاع معدل الرسملة لبورصة عمان (الأردن) خلال الفترة حيث بلغ متوسطه 88.9%. بينما بلغ متوسط معدل الرسملة لبورصات الشريحة الدنيا من الدول متوسطة الدخل (Lower Middle Income LMC) _ التي تتدرج فلسطين ضمنها _ خلال ذات الفترة 53.63% ولبورصات مجموع بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA) 49.63%.

شكل (2.3) مقارنة معدل الرسملة لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة



المصدر: (*) النشرة الإحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني 2015-كانون أول 2016م) (***) موقع البنك الدولي، 2017م.

2.3 مؤشرات سيولة السوق

تشير السيولة إلى قدرة السوق لتوفير الفرصة للمستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة المدى (مزاھدية، 2015م). وهذا الأمر من شأنه أن ينعكس إيجاباً على كفاءة تخصيص الموارد المالية وعلى معدلات النمو الاقتصادي.

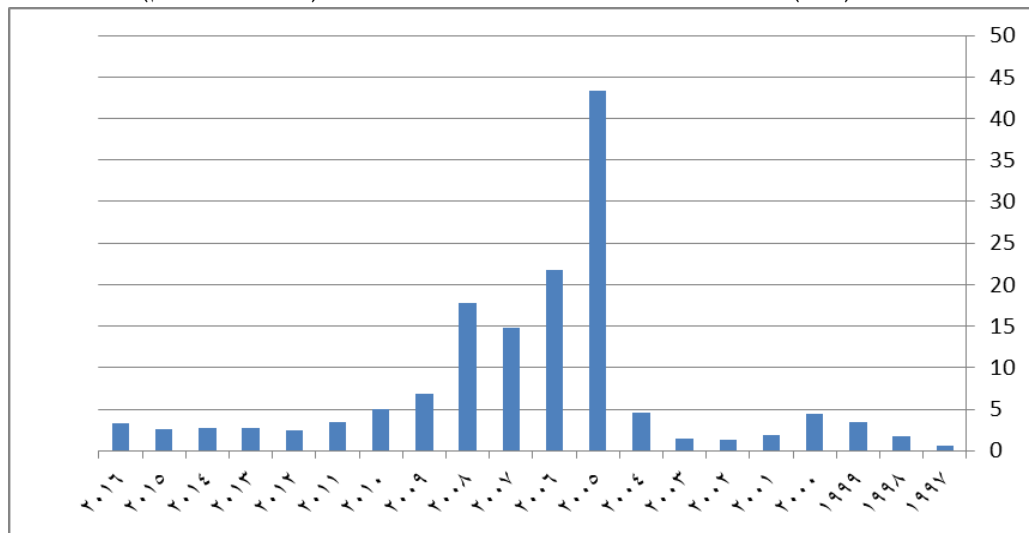
وتقاس سيولة البورصة بمؤشرين هما: معدل التداول ومعدل الدوران.

أ- معدل التداول (TVGDP) وهو نسبة إجمالي القيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة إلى الناتج المحلي للفترة ذاتها (مزاھدية، 2007م)..

ويشير لقدرة البورصة على توفير السيولة للاستثمارات على مستوى الاقتصاد الكلي، ويتم الربط بين مؤشر حجم السوق ومعدل التداول، لوجود احتمال أن تكون السوق واسعة قياساً بمعدل الرسملة أو قياساً بعدد الشركات المدرجة، إلا أنها قد تكون مع ذلك غير نشطة من منظور معدل التداول وذلك بسبب تدني قيمته.

يبين شكل (3.3) تطور معدل التداول لبورصة فلسطين معبراً عن قيمة الأسهم المتداولة بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي. وأخذ معدل التداول بالارتفاع مع بداية نشاط بورصة فلسطين فبلغ 4.38% عام 2000م، ومع اندلاع أحداث انتفاضة الأقصى تراجع المعدل إلى 1.47% في عام 2003م. وعقب الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة وموجة التفاؤل التي رافقت تحسن أداء الاقتصاد الفلسطيني بالتزامن مع عملية الإصلاح القانوني والمالي عام 2004م بلغ معدل التداول أقصى درجاته 43.38% عام 2005م. ثم أخذ معدل التداول بالتراجع مع فرض الحصار على قطاع غزة ليصل إلى 5.06% عام 2010م. وشهدت السنوات الأخيرة (2011-2016م) ثباتاً في معدل التداول إذ بلغ متوسط قيم الفترة 2.8%.

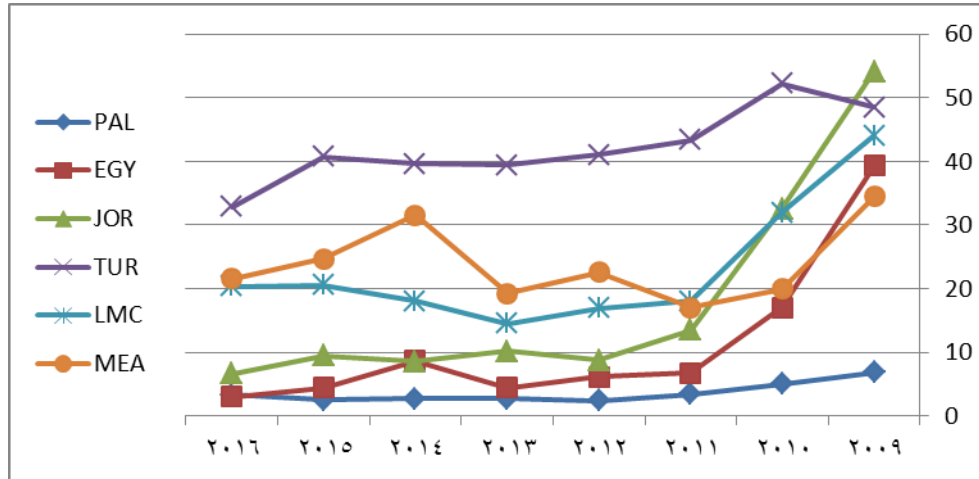
شكل (3.3) معدل التداول لبورصة فلسطين خلال السنوات (1997-2016م)



المصدر: (*) النشرة الإحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني 2015-كانون أول 2016م)
 (***) الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، إحصاءات الحسابات القومية (1994-2016)، 2017م.

ويوضح شكل (4.3) تدني معدل التداول لبورصة فلسطين مقارنة ببعض الدول المجاورة كبورصة مصر والأردن وتركيا إذ بلغ متوسطه 3.65% خلال السنوات (2009-2016م) بينما كان متوسطه 11.21% و 18.01% و 42.21% لكل من بورصة مصر والأردن وتركيا على التوالي.

شكل (4.3) مقارنة معدل التداول لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة



المصدر: (*) النشرة الإحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني 2015-كانون أول 2016م) (** موقع البنك الدولي، 2017م).

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

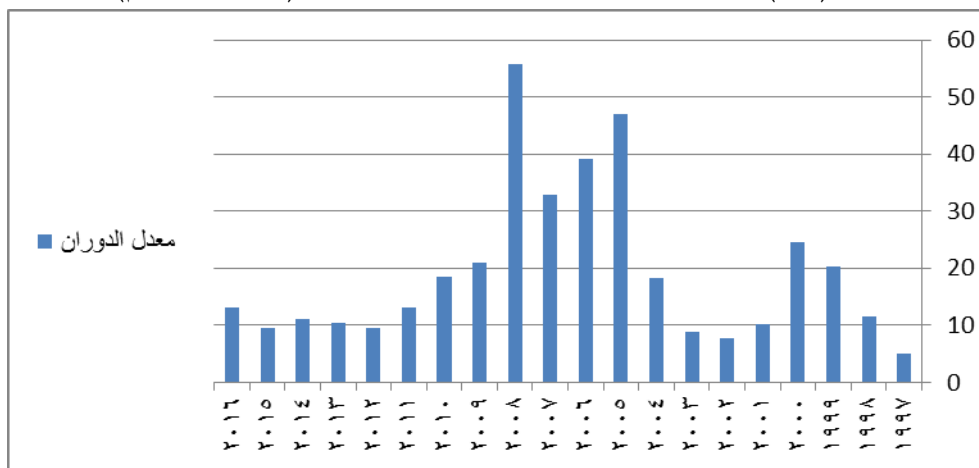
ب- معدل الدوران (TVMC) ويشير إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المتداولة في فترة زمنية معينة مقسوماً على إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية في نفس الفترة (مزايدة، 2007م).

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

من خلال الشكل (5.3) يتضح أن معدل الدوران تزايد بشكل تدريجي في السنوات الأولى لنشاط بورصة فلسطين فبلغ 24.60% عام 2000م، وسرعان ما تناقص المعدل مع بدء انتفاضة الأقصى الثانية ليصل إلى 8.90% نهاية عام 2003م، ومع الانسحاب الإسرائيلي من قطاع غزة وموجة التقاؤل التي صاحبت الإصلاحات المالية والقانونية عام 2004م وصل معدل الدوران إلى ذروته التاريخية بنسبة 47.03% عام 2005م. وأخذ معدل الدوران في التراجع مع تزايد حدة الحصار المفروض على قطاع غزة وكذلك الحركة التصحيحية لأسعار الأسهم والتي اقتربت فيها الأسهم من قيمتها الحقيقية فبلغ 13.14% عام 2011م. وخلال

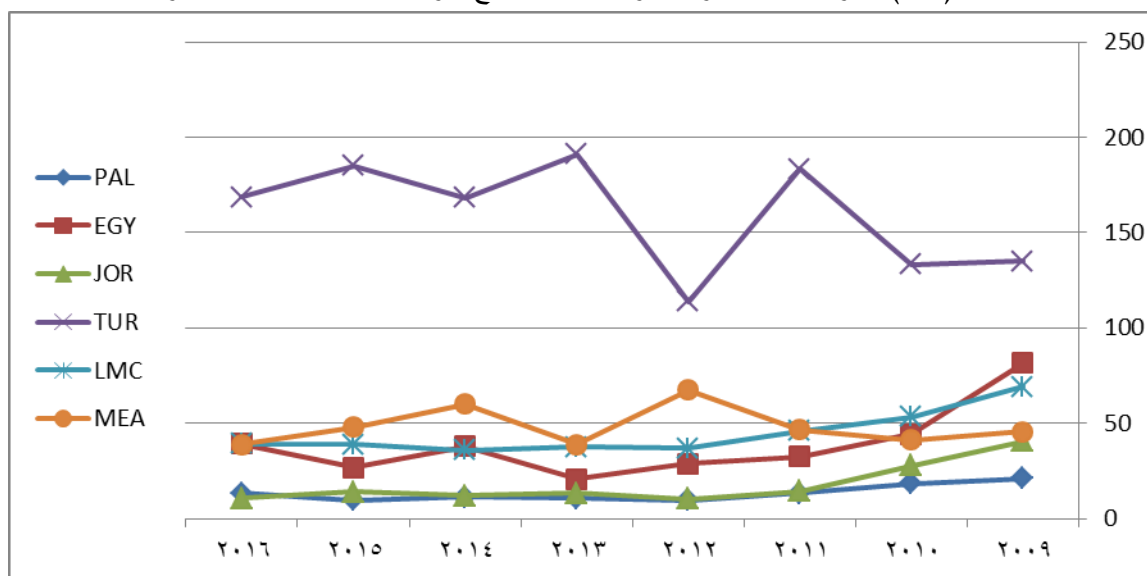
السنوات الأخيرة (2012-2015م) بقي معدل التداول في مستويات متقاربة حول 10%، وارتفع معدل الدوران إلى 13.13% نهاية عام 2016م.

شكل (5.3) معدل الدوران لبورصة فلسطين خلال السنوات (1997-2016م)



المصدر: (*) النشرة الإحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني 2015-كانون أول 2016م) (***) الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني، إحصاءات الحسابات القومية (1994-2016)، 2017م.

شكل (6.3) مقارنة معدل الدوران لبورصة فلسطين مع بورصات بعض الدول المجاورة



المصدر: (*) النشرة الإحصائية الشهرية تداول، الأعداد (94-117)، الفترة من (كانون ثاني 2015-كانون أول 2016م) (***) موقع البنك الدولي، 2017م.

ويوضح الشكل (6.3) تدني قيم معدل الدوران لبورصة فلسطين بالمقارنة مع بعض الدول المجاورة كبورصة مصر والأردن وتركيا إذ بلغ متوسطه 13.31% لبورصة فلسطين خلال السنوات (2009-2016م) بينما كان متوسط معدل الدوران لبورصتي مصر وعمان (الأردن) 38.93% و 17.86% على التوالي، وأظهرت البيانات ارتفاع معدل الدوران لبورصة تركيا إذ بلغ متوسطه 159.82% خلال نفس الفترة. بينما كان متوسط معدل

الدوران لمجموع بورصات الشريحة الدنيا للدول متوسطة الدخل (LMC) 44.5%، ولمجموع بورصات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA) 48.31%.

قياس دور بورصة فلسطين في النمو الاقتصادي

منهجية البحث

تم الحصول على البيانات الثانوية من المصادر ذات العلاقة (بورصة فلسطين والجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني والمصادر الأخرى) على صورة سلسلة زمنية للفترة 1997-2015م وبناء نموذج قياسي عبر الزمن للمتغيرات على شكل معادلة خط انحدار متعدد ومعالجة السلسلة الزمنية وفق قواعد واختبارات الاقتصاد القياسي المطلوبة لهذه المعادلات، وكذلك دراسة اتجاه العلاقة السببية بين نشاط بورصة فلسطين والنمو الاقتصادي في فلسطين، وذلك باستخدام برنامج EViews .

متغيرات وبيانات البحث

تم استخدام مؤشر معدل الرسملة السوقية (MCGDP) ليعبر عن حجم السوق، ومؤشري معدل التداول (TVGDP) ومعدل الدوران (TVMC) ليعبرا عن سيولة سوق الأوراق المالية، و نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (PCAPITA) كمؤشر للنمو الاقتصادي. وقد تم احتساب المتغيرات المستقلة كما يلي:

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

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

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

وتمت صياغة النموذج بشكل مبدئي على النحو التالي:

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

$PCAPITA_t$: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي

$MCGDP_t$: معدل الرسملة السوقية

$TVMC_t$: معدل الدوران

$TVGDP_t$: معدل التداول

فرضيات الدراسة

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

- 1- يوجد علاقة سببية في الأجل الطويل تتجه من تطور نشاط بورصة الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي في فلسطين.
- 2- يوجد علاقة سببية في الأجل القصير بين معدل الرسملة السوقية ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
- 3- يوجد علاقة سببية في الأجل القصير بين معدل التداول ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
- 4- يوجد علاقة سببية في الأجل القصير بين معدل الدوران ونصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي.

التحليل القياسي للبيانات

نتائج تحليل مصفوفة الارتباط

جدول (1.4) عبارة عن مصفوفة ارتباط متغيرات الدراسة بعضها ببعض، حيث يتضح من خلال الجدول معاملات ارتباط المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي (PCAPITA) مع كل من المتغيرات المستقلة. ويلاحظ من الجدول أيضاً أن ارتباط المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة MCGDP، معدل التداول TVGDP ومعدل الدوران TVMC) بالمتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي PCAPITA) في مستواها اللوغاريتمي سالب وغير معنوي عند مستوى دلالة 0.05. ويلاحظ وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة في مستواها اللوغاريتمي حيث كانت نسبة الارتباط بين معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول 90%، والارتباط بين معدل الرسملة ومعدل الدوران 73%، والارتباط بين معدل التداول ومعدل الدوران 95% وذلك عند مستوى دلالة 0.05.

جدول (1.4): مصفوفة الارتباط بين كل زوج من أزواج متغيرات الدراسة

المتغيرات	البيان	LPCAPITA	LMCGDP	LTVGDP	LTVMC
LPCAPITA	معامل الارتباط	1.000000			
	القيمة الاحتمالية	-----			
LMCGDP	معامل الارتباط	009-0.	1.000000		
	القيمة الاحتمالية	960.	-----		
LTVGDP	معامل الارتباط	073-0.	9080.	1.000000	
	القيمة الاحتمالية	760.	*0.0000	-----	
LTVMC	معامل الارتباط	111-0.	380.7	9520.	1.000000
	القيمة الاحتمالية	640.	3*0.000	*0.0000	-----

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

نتائج اختبار السكون للسلاسل الزمنية

جدول (2.4): نتائج اختبارات السكون لمتغيرات الدراسة

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

جدول (2.4) يوضح نتائج اختبار ديكي فولار الموسع (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP) للتحقق من سكون السلاسل الزمنية، أشارت النتائج أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة عند مستوياتها حيث كانت القيمة الاحتمالية (P-Value) أكبر من 0.05، لذلك تم إجراء فروق من الدرجة الأولى لمتغيرات الدراسة، ومن ثم إعادة اختبار السكون مرة أخرى. وكانت نتائج اختبائي (ADF) و (PP) تشير إلى أن مستوى الدلالة المحسوب لجميع السلاسل الزمنية عند الفرق الأول أقل من 0.05، وعليه فإن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تعتبر ساكنة عند الفرق الأول، و باتالي أن السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى ((1)~1).

اختبار التكامل المشترك

تم إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للتحقق من وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية في مستوياتها اللوغاريتمية، وذلك بإدخال المتغير التابع والمتغيرات المستقلة كمتغيرات داخلية إلا أن برنامج EViews توقف عن إعطاء نتائج بسبب ظهور مشكلة المصفوفة المنفردة (NEAR singular matrix) وتشير هذه المشكلة لوجود ارتباط عالٍ جداً بين المتغيرات المستقلة، أي وجود مشكلة التداخل الخطي

المتعدد (Multicollinearity) ومن خلال الفحص لمعاملات الارتباط البسيطة بين المتغيرات المستقلة في النموذج أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين متغير معدل التداول ومتغير معدل الدوران في مستواها اللوغاريتمي بلغ 0.95 مما سبب مشكلة التداخل الخطي المتعدد وعليه توقف البرنامج عن إجراء الاختبار. وللتغلب على هذه المشكلة في النموذج تم حذف متغير معدل الدوران حيث أنه يشير إلى السيولة الداخلية لسوق الأوراق المالية، وتم اعتماد متغير معدل التداول في النموذج كونه يدل على سيولة سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد ككل، ليصبح نموذج الدراسة على الصيغة الآتية:

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

وبناء على ما سبق تم إجراء اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي ومتغير معدل الرسملة السوقية ومتغير معدل التداول) في مستواها اللوغاريتمي، فكانت النتائج تشير لوجود علاقة تكامل مشترك بينها وذلك كما يوضحه الجدول (3.4).

جدول (3.4): اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للصيغة اللوغاريتمية لمتغيرات الدراسة

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

يوضح الجدول (3.4) نتيجة اختبار جوهانسن للتكامل المشترك لمتغيرات الدراسة التي تم اعتمادها في النموذج أن قيمة إحصاء الأثر كانت أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% وعليه تم رفض الفرضية الصفرية والتي تقول بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات وقبول الفرضية البديلة والتي تشير إلى وجود متجه من التكامل المشترك بين المتغيرات، وبمعالجة اختبار مشكلة وجود أكثر متجه واحد للتكامل المشترك تم عدم رفض الفرضية العدمية عند مستوى 5%. وعليه تشير نتيجة اختبار جوهانسن إلى وجود متجه واحد من التكامل المشترك بين المتغيرات، والذي يعني وجود حد تصحيح خطأ (ECM) واحد بينها، ويدل أيضاً على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

بالرجوع إلى نتائج اختبار جذر الوحدة والتي تفيد أن متغيرات الدراسة جميعها مستقرة عند الفرق الأول، وكذلك اختبار جوهانسن للتكامل المشترك والذي أوضح وجود متجه واحد من التكامل المشترك بين المتغيرات، تكون شروط نموذج متجه تصحيح الخطأ تحققت وأمكن استخدامه في تقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة. ومن خلال مخرجات برنامج EViews7 تم تقدير معادلة نموذج متجه تصحيح الخطأ بين المتغيرات المستقلة (معدل الرسملة السوقية، معدل التداول) والمتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي) في مستواها اللوغاريتمي والتي جاءت على النحو التالي:

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

حيث أن:

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

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

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

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

C(5): الحد الثابت.

ومن خلال جدول (4.4) يتضح أن تقدير معادلة نموذج متجه تصحيح الخطأ معنوية وفق نتائج اختبار إحصائية F-statistic عند مستوى دلالة 5%. وتشير نتائج التقدير إلى أن 48% من التغيرات في المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) تفسرها المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) في مستواها اللوغاريتمي.

جدول (4.4): تقدير معادلة نموذج تصحيح الخطأ

المعاملات	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	القيمة الاحتمالية Prob.
C(1)	-0.283294	0.089075	-3.180390	0.0079
C(2)	0.567107	0.193165	2.935865	0.0125

0.0144	-2.860091	0.069541	-0.198895	C(3)
0.1686	1.465210	0.033872	0.049630	C(4)
0.9275	0.092883	0.013935	0.001294	C(5)
R-squared = 0.616859		Prob(F-statistic) = 0.014872		
Adjusted R-squared = 0.489145		Durbin-Watson stat = 2.378684		

العلاقة السببية في الأجل الطويل

بالرجوع إلى النتائج في الجدول (4.4) نجد أن اختبار إحصائية t-Statistic لمعامل حد تصحيح الخطأ C(1) معنوية عند مستوى دلالة 5% إضافة إلى أن قيمته سالبة، وبتحقق هذين الشرطين نستطيع القول بوجود علاقة سببية في الأجل الطويل تتجه من المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج (معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول) نحو المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي) في مستواها اللوغاريتمي. وتشير قيمة C(1) إلى أن سرعة التعديل في الأجل القصير هي 28% خلال مدة زمنية مقدارها سنة والتي تؤدي إلى تحقيق التوازن في العلاقة بين متغيرات الدراسة في الأجل الطويل. مما يعني أن المتغير التابع (نصيب الفرد من الناتج الحقيقي) يحتاج لمرور ما يقارب 3.5 سنة لاستيعاب كامل الصدمة أو التغيرات التي تطرأ على متغيرات بورصة فلسطين المستقلة (معدل الرسملة السوقية، ومعدل التداول)، وتعتبر هذه المدة الزمنية طويلة نسبياً في تأثيرها على النمو الاقتصادي مقارنة بتأثير عوامل أخرى، وكذلك عند النظر إلى التأثير المباشر والسريع للتغيرات في بورصات الدول المتقدمة على نموها الاقتصادي.

العلاقة السببية في الأجل القصير

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

وتشير النتائج الموضحة في جدول (5.4) إلى أن القيمة الاحتمالية لمعامل معدل الرسملة السوقية $c(3)$ معنوية عند مستوى دلالة 0.05 مما يدل على وجود علاقة سببية في الأجل القصير تتجه من معدل الرسملة السوقية نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي في مستواها اللوغاريتمي. كما توضح عدم وجود أدلة كافية للقول بأن هناك علاقة سببية في الأجل القصير تتجه من معدل التداول نحو نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي في مستواها اللوغاريتمي حيث أن القيمة الاحتمالية لمعامل معدل التداول $c(4)$ أكبر من 0.05.

جدول (5.4): نتائج اختبار Wald-Test

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

ومن أجل إيضاح وجود علاقة سببية بين المتغير التابع نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي والمتغيرات المستقلة معدل الرسملة السوقية ومعدل التداول نستخدم اختبار VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests، والذي تأتي نتائجه متوافقة مع نتائج اختبار Wald-Test في اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في الأجل القصير.

جدول (6.4): نتائج اختبار VEC Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests

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

ومن خلال النتائج الموضحة في جدول (6.4) نستنتج أن التغير في معدل الرسملة السوقية يسبب التغير في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي وذلك عند مستوى دلالة 5%. وتشير النتائج أيضا إلى أنه لا توجد أدلة كافية للقول بأن التغير في معدل التداول يسبب تغير في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، كما لا توجد

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

تشخيص نموذج الدراسة

يوضح الجدول (7.4) نتائج تشخيص نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM، حيث تشير النتائج إلى عدم رفض الفرضية الصفريية والتي تقول بعدم وجود ارتباط ذاتي (Serial Correlation) حيث أن القيمة الاحتمالية لاختبار Breusch-Godfrey أكبر من 5%. كما أن النموذج خالٍ من مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity) وذلك بعدم رفض الفرضية الصفريية لاختبار Breusch-Pagan-Godfrey حيث أن القيمة الاحتمالية كانت أكبر من 5%. إضافة إلى أن نتيجة اختبار Jarque-Bera تبين أن توزيع البواقي يتبع التوزيع الطبيعي عند مستوى دلالة 5%.

جدول (7.4): تشخيص نموذج الدراسة

الاختبار	Chi-Square	القيمة الاحتمالية	القرار
الارتباط الذاتي (Serial Correlation)	3.206051	21670.	لا يوجد ارتباط ذاتي
عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)	11.64566	0.0704	يوجد تجانس في التباين
التوزيع الطبيعي للبواقي (Jarque-Bera)	0.4698	0.790	التوزيع طبيعي

تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

تستخدم نتائج تحليل مكونات التباين لمعرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير والعائد إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه، والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ويعتبر تحليل مكونات التباين إحدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج، حيث أن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما يعزى للصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ (خزان، 2014م). وعند تطبيق هذا الاختبار على نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي لفترة 10 سنوات كانت النتائج كما هي مبينة في الجدول (8.4).

ويلاحظ من جدول (8.4) أن النقلب في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي يتأثر بالصدمات في متغير معدل التداول أكثر من تأثره بمعدل الرسملة السوقية، حيث يتضح أنه خلال الفترة (السنة) الثالثة كانت التغيرات في معدل التداول تفسر 12.75% من تباين خطأ التنبؤ في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي والتي تعود إلى أخطاء عشوائية (صدمات) في معدل التداول، ويلاحظ أن هذه النسبة تتزايد حتى تصل قريباً من

24% خلال السنة الخامسة والسادسة وتراجع بنسبة بسيطة في السنوات اللاحقة، ثم تعود لنفس النسبة خلال السنة التاسعة والعاشر. أما نسبة تأثير الصدمات في معدل الرسملة السوقية على تباين خطأ التنبؤ لنصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي تبين أنها تتزايد في الأجل القصير لتصل خلال السنة الثانية والثالثة إلى 10.42% و 9.5% على التوالي، ثم تتراجع إلى ما يقارب 5% خلال السنوات الأخيرة من الفترة. في حين أن التغير في نصيب الفرد من الناتج الحقيقي يفسر نسبة 100% من نفسه في الفترة الأولى، ثم تبدأ هذه القوة بالتناقص حتى تصل إلى 69.77% في الفترة العاشر.

جدول (8.4): تحليل مكونات التباين لنصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي LPCAPITA (بالصيغة اللوغاريتمية)

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

دالة الاستجابة الفورية (Impulse Response Function):

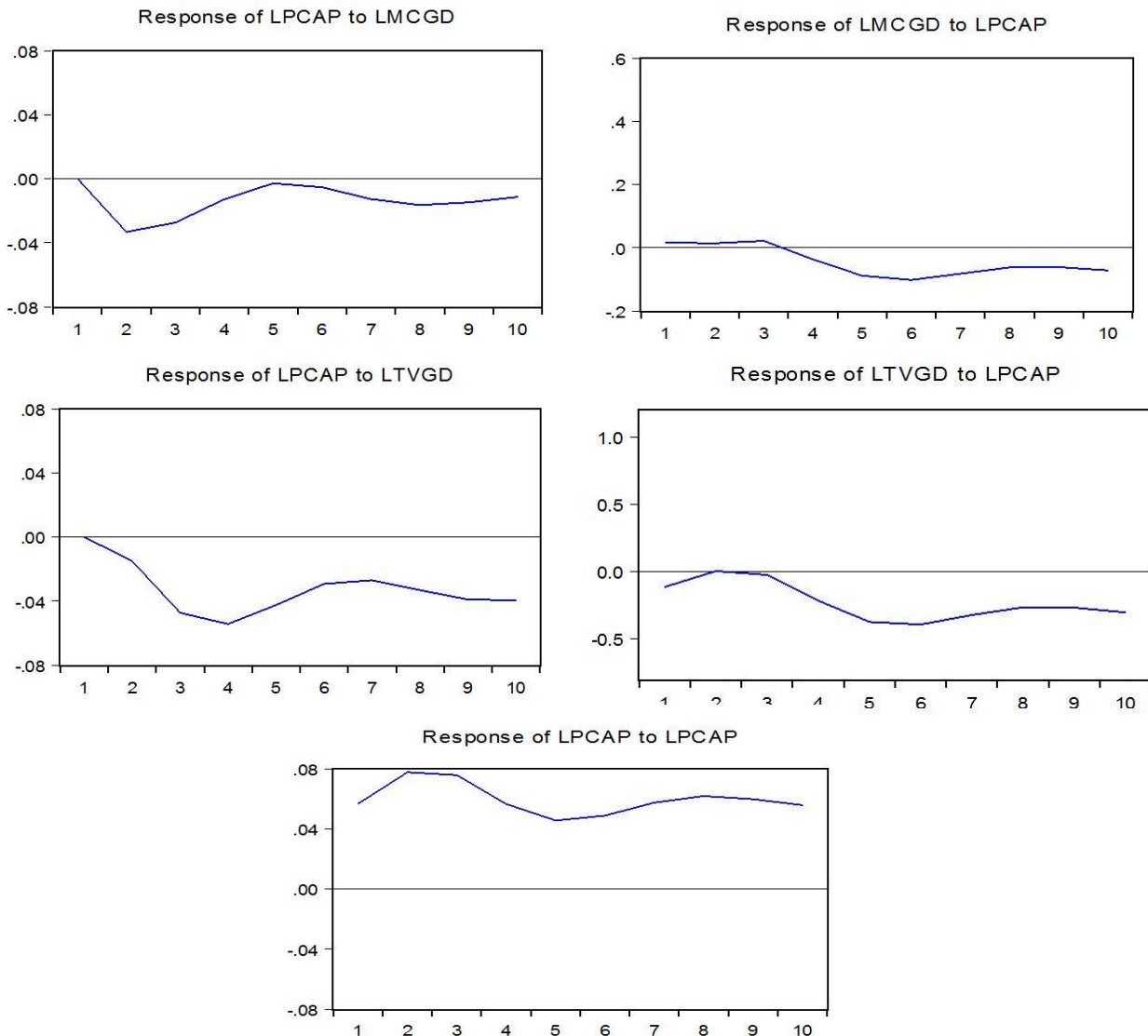
تعكس دالة الاستجابة الفورية لردة الفعل (IRF) كيفية استجابة كل متغير من المتغيرات المدرجة في النموذج لأي صدمة عشوائية تؤدي إلى تغير في أحد متغيرات النموذج خلال الزمن، وبذلك فهي تساعد في تتبع المسار الزمني للصدمات التي يمكن أن تتعرض لها مختلف المتغيرات في ذلك النموذج في المدى القصير، وبالتالي فهي توضح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

ولاختبار كيفية استجابة المتغير التابع للصدمات الواقعة في المتغيرات المستقلة، وكذلك استجابة المتغيرات المستقلة للصدمات الواقعة في المتغير التابع، تم إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل فكانت النتائج على النحو المبين في شكل (1.4) والذي يوضح أن أي صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد لمتغير معدل

الرسمة السوقية تؤثر سلباً على متغير نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي، ويستمر هذا التأثير السلبي حتى السنة الثانية، ثم ينتقل إلى تأثير إيجابي يصل ذروته في السنة الخامسة، ويبدأ التأثير بالتناقص بصورة طفيفة خلال السنوات اللاحقة. ويلاحظ من خلال شكل (1.4) أن صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد على متغير معدل التداول تؤثر سلباً على نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي وتبقى العلاقة سالبة حتى السنة الرابعة، ثم تنتقل إلى التأثير الإيجابي وتستمر كذلك حتى السنة السابعة، وتعود إلى التأثير السلبي بعدها إلى نهاية الفترة. كما يوضح شكل (1.4) أن أي صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد في نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي تؤثر سلباً على معدل الرسمة السوقية من بداية السنة الثالثة، وتستمر بالتناقص حتى السنة السابعة، ثم يستقر التأثير إلى نهاية الفترة في نطاق المنطقة السالبة. حيث يبدأ التأثير الإيجابي حتى السنة الثالثة ويبدأ التأثير السلبي خلال السنوات اللاحقة ليصل أدناها في السنة الخامسة، ثم يشهد معدل التداول تحسناً إيجابياً طفيفاً حتى نهاية الفترة.

شكل (1.4) نتائج اختبار دالة الاستجابة الفورية

Response to Cholesky One S.D. Innovations



النتائج والتوصيات

النتائج

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

التوصيات

1. إدراج المزيد من الشركات المساهمة العامة في البورصة مما يزيد من حجم البورصة ويرفع من سيولتها ويمنع احتكار شركات محددة للحصص السوقية والأوراق المتداولة، والذي سينعكس بالإيجاب على النمو الاقتصادي استناداً إلى نتائج الدراسة بأن التغير في متغيرات البورصة يسبب تغيرات في النمو الاقتصادي في الأجلين الطويل والقصير، حيث أن زيادة الشركات المدرجة في البورصة سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأوراق المتداولة مما يعمل على رفع معدل الرسملة السوقية لبورصة فلسطين.
2. تفعيل الحكومة الفلسطينية للإجراءات التي تجبر الشركات المساهمة العامة على إدراج أسهمها في السوق المالي وذلك من خلال تفعيل المادة 103 من قانون الأوراق المالية رقم 12 لسنة 2004 والذي يلزم شركات المساهمة العامة بتقديم طلب إدراج أسهمها في البورصة.
3. التعاون بين بورصة فلسطين والحكومة الفلسطينية لوضع خطة مشتركة تهدف إلى دعم وتحفيز تحول الشركات العائلية والشركات المساهمة الخصوصية إلى شركات مساهمة عامة تمهيداً لإدراجها في البورصة، مع الأخذ بعين الاعتبار التدرج في تصويب أوضاع تلك الشركات حتى تصبح مؤهلة للدخول في البورصة.
4. دراسة تقديم خيارات أوسع للتداول أمام المستثمرين سواء على صعيد نوعية الأوراق المالية المتداولة مثل الأسهم الممتازة والسندات والمشتقات المالية كعقود الخيارات أو على صعيد الآليات مثل إنشاء صناديق ادخار وصناديق استثمار مما يؤدي إلى جذب المزيد من الادخارات وحفز الاستثمار وتشكيل حماية لصغار المستثمرين.
5. العمل على طرح الأوراق المالية الإسلامية للتداول لما لها من مميزات عديدة أبرزها جذب شرائح جديدة من المدخرين والمستثمرين، وتخفيض مستويات المضاربة وتوجيه التمويل نحو الاستثمارات الحقيقية.
6. العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية وتحفيز المستثمرين من اللاجئين الفلسطينيين في الخارج على استثمار أموالهم في بورصة فلسطين وذلك بالتعاون مع السفارات الفلسطينية.
7. تخفيض أو إلغاء عمولات التداول على عمليات البيع والشراء في البورصة، بما يسهم في تخفيض التكاليف الضمنية للمعاملات.
8. حث المستثمرين خاصة أصحاب الفوائض المالية بتوجيه مدخراتهم نحو الاستثمارات الحقيقية والمنتجة في بورصة فلسطين، وألا يكون دخولهم إليها بهدف المضاربة لأن ذلك يؤثر سلباً على النشاط الاستثماري في البورصة.

المراجع

أولا/ المراجع العربية:

- البنك الدولي. (2017م). البيانات. تاريخ الاطلاع 26 سبتمبر 2017م الموقع: <https://data.albankaldawli.org/indicator>
- بورصة فلسطين. (2017م). النشرة الإحصائية الشهرية تداول. تاريخ الاطلاع 4 يناير 2017م الموقع: <http://www.pex.ps/PSEWebSite/Default.aspx>
- الجهاز المركزي للإحصاء الفلسطيني. (2017م). الحسابات القومية (1994-2015م)، تاريخ الإطلاع 4 يناير 2017م الموقع: <http://www.pcbs.gov.ps>
- حمزة، حسن وعبد الحميد، غسان. (2012م). سوق العراق للأوراق المالية نشأته تحليل وتقييم مؤشرات. مركز دراسات الكوفة، جامعة الكوفة، العدد (24).
- خزان، عبد الحفيظ. (2014م). تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي دراسة سوق عمان للأوراق المالية من: 2002 إلى 2013 (رسالة ماجستير). جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.
- شحاتيت، محمد والطيب، سعود والطراونة، قصي. (2014م). أثر نشاط سوق عمان المالي على الاستثمار في الأردن. دراسات العلوم الإدارية، 41(1)، 21-36.
- شرف، سمير وشعبان، إسماعيل وإسبر، هدى. (2009م). دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية. مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 31(1).
- شندي، أديب. (2013م). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق الأوراق المالية دراسة حالة. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، 154-173.
- العبادلة، سعيد. (2013م). دور سوق فلسطين للأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية 1997-2011 (رسالة ماجستير). الجامعة الإسلامية. غزة.
- عبادي، سليمان. (2007م). دور البورصة في الاقتصاد تقييم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية. مداخلة مقدمة للمؤتمر السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، فلسطين.
- العمر، إبراهيم ووردة، علي. (2007م). خدمات الوساطة المالية المصرفية في الاقتصاد المصري وقدرتها التأثيرية في النمو الاقتصادي-دراسة مقارنة مع الاقتصاد السعودي. جامعة القصيم، المملكة العربية السعودية.
- عودة، سيف الدين. (2013م). محاضرة الادخار نموذج الفجوتين. مادة تمويل التنمية الاقتصادية، الجامعة الإسلامية، غزة.
- الفقي، فخري الدين ووفاء، محمد. (2007م). أسواق الأوراق المالية بين دورها التنموي والإنمائي مع التطبيق على الاقتصاد الليبي. (د. م).
- القدير، خالد. (2004م). تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية. مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، 18(1)، 3-22.
- كثرة، مجاهد. (2016م). تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال *Panal Data Analysis* (رسالة دكتوراه). جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.
- مزاھدية، رفيق. (2007م). كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات _ دراسة حالة سوق الأسهم السعودية _ (رسالة ماجستير). جامعة باتنة، الجزائر.

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

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

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

ثانيا/ المراجع الأجنبية:

- Alomar I. (2005). Development Role of Banks and Financial Intermediaries. *MPRA Paper*, No. 18798.
- Al-Tamimi H., Al-Awad M., Charif H. (2002). Finance and Growth: Evidence from some Arab countries. *Journal of Transnational Management Development*, 7.
- Antonios A. (2010). Stock Market and Economic Growth: An Empirical Analysis for Germany. *Business and Economics Journal*, Vol. 2010: BEJ-1.
- Bader O. (2015). Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 6 (2), 96-101.
- Hossain S., Kamal M. (2010). Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A time Series Analysis for Bangladesh Economy. *International Conference on Applied Economic ICOAE*, 299-305.
- Jibril R., Salihi A., Wambi U., Ibrahim F., Muhammad S., Ahmad T. (2015). An Assessment of Nigerian Stock Exchange Market Development to Economic Growth. *American International Journal of Social Science*, 4 (2), 51-58.
- Lahura E., Vega M. (2014). Stock Market Development and Real Economic Activity in Peru. *The Central Reserve Bank of Peru*.
- Levine R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726.
- Nowbutsing B. M., Odit M. P. (2009). Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Mauritius. *International Business and Economics Research Journal*, 8 (2), 77-88.
- Vacu N. P. (2013). *The Impact of Stock Market Development on Economic Growth: Evidence from South Africa*. The University of Fort Hare. East London Campus.