

أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا: مقارنة تودا-يمااموتو

The Impact of Stock market Performance on Economic Growth in France: Toda–Yamamoto approach

د. كمال قسول
k.kassoul@centre-univ-mila.dz
مخبر المحاسبة، المالية، الجباية والتأمين/خريج المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف-ميلة(الجزائر)

تاريخ التقديم: 2021/02/07 تاريخ القبول: 2021/04/03 تاريخ النشر: 2021/06/30

الملخص :

تعالج هذه الورقة البحثية دراسة تأثير أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا خلال الفترة (1975-2014)، وذلك من خلال تحليل العلاقة السببية بين المؤشرات المعبرة عن متغيرات الدراسة في الأجل الطويل وفق منهجية تودا-يمااموتو، وقد تم استخدام مؤشرات الرسملة السوقية، عدد المشروعات، حجم التداول ومعدل الدوران للتعبير عن أداء سوق الأوراق المالية، ومؤشر معدل نمو حجم الناتج المحلي الإجمالي للتعبير عن النمو الاقتصادي وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية في الاتجاهين من مؤشر الرسملة السوقية نحو معدل النمو، ومن معدل النمو نحو عدد المشروعات. الكلمات المفتاحية :سوق الأوراق المالية؛ نمو اقتصادي؛ استقرار السلاسل الزمنية؛ سببية تودا-يمااموتو.

تصنيف JEL: E44، O40، C58.

Abstract:

This paper aims to study the impact of Stock market performance on economic growth in France during the period of (1975-2014), by analysing the causal relationship between the indicators expressing the study variables in the long term by the methodology of Toda-Yamamoto, Where use market capitalization, Listed companies, Stocks traded and turnover ratio to express the performance of the stock market, and the index of the rate of GDP to express economic growth. This study concluded that there is a causal relationship in both directions from the market capitalization towards the GDP, and from the GDP towards the listed companies.

Key words: Stock Market; Economic Growth; Stationary; Toda-Yamamoto Causality.

JEL Classification Codes: E44, O40, C58.

مقدمة

تمثل سوق الأوراق المالية الشكل الحديث للسوق التمويلية، فهي تعمل على الربط المباشر بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض وفق آليات وإجراءات محددة ومعروفة مسبقاً وبأسعار خدمية تنافسية إذا ما قارناها بالسوق التمويلية التقليدية ممثلة بالنظام البنكي، فقد انقسمت الأسواق التمويلية اليوم بين نظم مالية قائمة على البنوك، والتي يكون فيها للبنوك دور كبير في تجميع مدخرات الأفراد واستعمالها في تمويل المشروعات الاستثمارية، ونظم مالية قائمة على أسواق الأوراق المالية والتي تعتمد الأسلوب المباشر في عملية الربط بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض؛

كما يعتبر النمو الاقتصادي ذا أهمية كبيرة في كافة اقتصاديات العالم، إذ يعكس مدى كفاءة هاته الدول في تسيير مواردها، بما يتماشى والأهداف الاقتصادية المسطرة على المدى البعيد، وبما أن معدل النمو الاقتصادي يمثل نسبة التغير النسبي في حجم الناتج المحلي الإجمالي الذي يرتبط ارتباطاً وثيقاً بحجم المشروعات الاستثمارية داخل الاقتصاد، فقد سعت مختلف دول العالم لاستغلال كافة الوسائل المتاحة ومن ضمنها سوق الأوراق المالية، لاستيعاب الاحتياجات التمويلية للمشروعات الاستثمارية، إذ يتفق الكثير من الباحثين على أن التمويل يرتبط بقوة بمعدل النمو الاقتصادي؛

وقد استقطبت العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي اهتمام العديد من الباحثين والاقتصاديين، إذ شكلت العلاقة السببية من سوق الأوراق المالية نحو معدل النمو الاقتصادي قطبين رئيسيين، فمنهم من اعتبر أن الأداء الجيد لهذه السوق يزيد من معدل النمو الاقتصادي وبالأخص في الدول المتقدمة، من خلال قنوات عدة أهمها قناة التمويل، التي تعمل من خلالها سوق الأوراق المالية على حشد الفوائض المالية للمجتمع وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاستثمارية، فيزيد بذلك حجم الناتج المحلي الإجمالي، أما الفريق الثاني من الباحثين فقد اعتبر سوق الأوراق المالية مجرد نادي للقمار تتم فيه المراهنة على أداء المشروعات المصدرة للأوراق المالية خلال فترة معينة، ومن تصدق توقعاته يكسب الرهان دون أن يكون لذلك أي تأثير على المشروع في حد ذاته أو على الاقتصاد ككل؛

هذا التباين في الآراء حول حتمية تأثير أداء سوق الأوراق المالية على معدل النمو للاقتصادي من عدمه، دفعنا لمعالجة هذا الموضوع من خلال الإجابة على السؤال المحوري الذي قمنا بصياغته على النحو التالي:

هل يؤثر أداء سوق الأوراق المالية على معدل النمو الاقتصادي في فرنسا؟

فرضية الدراسة

إجابة منا على إشكالية الدراسة، وبناء على أسفرت عنه الدراسات السابقة في هذا المجال قمنا بصياغة الفرضية التالية:

- يؤثر أداء سوق الأوراق المالية على معدل النمو الاقتصادي في فرنسا.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في إثراء الأدبيات المتاحة وتقديم قيمة معرفية مضافة للمهتمين بدور سوق الأوراق المالية في الاقتصاد، وبدراسة حالة فرنسا تكون قد سلطت الضوء على واحدة من أعرق أسواق الأوراق المالية في العالم إن لم تكن أعرقها على الإطلاق .

أهداف الدراسة

الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو محاولة اثبات أو نفي العلاقة السببية في الأجل الطويل بين مجموعة من مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية والمؤشر المعبر عن النمو الاقتصادي في فرنسا، كما تسعى للوصول إلى مجموعة من الأهداف الفرعية نلخصها فيما يلي:

- تحليل علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي؛
- استكشاف قنوات مرور تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي؛
- إثبات أو نفي العلاقة السببية واتجاهها بين مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي في فرنسا باستخدام منهجية تودا-يماوتو؛

منهج الدراسة

بناءً على السؤال المحوري ومن أجل الوصول إلى أهداف الدراسة، اخترنا أن نتبع المنهج التحليلي لاستكشاف العلاقة بين متغيرات الدراسة، كما استخدمنا أساليب القياس الاقتصادي في تحديد العلاقة السببية واتجاهها بين هذه المتغيرات.

الدراسات السابقة

- دراسة "(بوري و بن علال، 2019)، التطور المالي والنمو الاقتصادي في دول المغرب العربي: دراسة قياسية لحالة الجزائر، المغرب وتونس"، أجريت هذه الدراسة على القطاع المالي في الجزائر، المغرب وتونس خلال الفترة (1980-2016)، وتم فيها استخدام اختبار التكامل المشترك لجوهانسون واختبار السببية لغرانجر، لاختبار العلاقة بين متغيرات القطاع المالي ممثلة في حجم القروض، النفقات الحكومية، الكتلة النقدية، مؤشر الانفتاح التجاري ومؤشر رأس المال الثابت، ومتغير النمو الاقتصادي ممثلاً في معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وقد خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة سببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر، وإلى وجودها بشكل ثنائي الاتجاه في المغرب وأحادي الاتجاه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي في تونس؛
- دراسة : Islamic Finance Development and Economic Growth (Jobarteh & Ergec, 2017) "Empirical Evidence from Turkey"، أجريت هذه الدراسة على السوق المالي في تركيا خلال الفترة (2005-2015)، حيث استخدمت اختبار السببية لغرانجر في إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM،

لاختبار العلاقة بين النمو الاقتصادي ممثلاً بمؤشر الإنتاج الصناعي ومتغيرات التمويل المالي الإسلامي المتمثلة في ودائع البنوك الإسلامية، قروض البنوك الإسلامية الممنوحة للعائلات وقروض البنوك الإسلامية الممنوحة للقطاع الخاص، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من التمويل الإسلامي إلى النمو الاقتصادي في الأجل القصير والأجل الطويل؛

- دراسة "(دحماني و العابد برينيس، سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة إندونيسيا والجزائر، 2017)، سوق الأوراق المالية ودورها في النمو الاقتصادي: دراسة حالة إندونيسيا والجزائر"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية لإندونيسيا والجزائر خلال الفترة (1999-2011)، حيث استخدمت اختبار غرانجر للسببية في إطار نموذج VAR، وقد اعتمدت هذه الدراسة على رسملة السوق، حجم التداول ومعدل دوران الأوراق المالية لقياس تطور سوق الأوراق المالية، كما اعتمدت على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لقياس معدل النمو الاقتصادي، وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية وفق مؤشر معدل رسملة السوق يسبب النمو الاقتصادي في إندونيسيا، على عكس مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران، أما في حالة الجزائر فلا مؤشر من مؤشرات قياس درجة تطور سوق الأوراق المالية يسبب النمو الاقتصادي؛

- دراسة "(Badr, 2015), Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (2002-2013)، حيث استخدمت اختبار سببية غرانجر لاختبار ما إذا كانت سوق الأوراق المالية تسبب النمو الاقتصادي والعكس بالعكس، وقد اعتمدت هذه الدراسة على رسملة السوق لقياس تطور سوق الأوراق المالية، والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كبديل داخلي عن النمو الاقتصادي والاستثمار الأجنبي المباشر كبديل خارجي عن النمو الاقتصادي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة سببية بين تطور سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي؛

- دراسة "(دحماني، 2015)، دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر"، أجريت هذه الدراسة على سوق الأوراق المالية في الجزائر خلال الفترة (1999-2011)، حيث استخدمت اختبار غرانجر للسببية في إطار نموذج متجه تصحيح الخطأ ECM، وقد اعتمدت هذه الدراسة على رسملة السوق وحجم التداول لقياس تطور سوق الأوراق المالية، كما اعتمدت على نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لقياس معدل النمو الاقتصادي، وقد خلصت الدراسة إلى أن سوق الأوراق المالية وفق مؤشر معدل رسملة السوق له تأثير إيجابي على معدل النمو الاقتصادي، وأن سوق الأوراق المالية وفق مؤشر حجم التداول له تأثير سلبي على معدل النمو الاقتصادي، كما تم التوصل إلى وجود علاقة سببية في اتجاه واحد من النمو الاقتصادي نحو سوق الأوراق المالية ممثلة فقط بمعدل رسملة السوق؛

- دراسة "Economic Forces and the SukukMarket(Nursilah, Siti, & Zurina, 2012)", أجريت هذه الدراسة على سوق الصكوك الإسلامية في ماليزيا خلال الفترة (1996-2011)، حيث استخدمت اختبار السببية لغرانجر في إطار نموذج VAR، لاختبار العلاقة بين إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية ومتغيرات النمو الاقتصادي المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر أسعار المنتجين ومؤشر أسعار المستهلكين، وقد خلصت الدراسة إلى أن العوامل الاقتصادية الكلية المختارة تؤثر على إصدار الصكوك، فعلى وجه التحديد، تسبب إصدارات الصكوك الناتج المحلي الإجمالي بينما يسبب الناتج المحلي الإجمالي كل من مؤشر أسعار المنتجين ومؤشر أسعار المستهلكين.

أولاً: الإطار النظري للدراسة

شهد الأدب الاقتصادي اهتماماً متزايداً بطبيعة العلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي من جهة، وقنوات مرور تأثير هذه السوق على النمو من جهة أخرى، خاصة في ظل التحولات التي شهدها النظام الاقتصادي العالمي وما ترتب عليه من تزايد الاتجاه نحو إلغاء دور الدولة في النشاط الاقتصادي من خلال خصخصة مشروعات القطاع العام وتحويلها إلى مشروعات مساهمة عامة، حيث تطلبت هذه العملية استخدام أدوات وأساليب جديدة للتمويل تتماشى بشكل كبير مع الآليات المستخدمة في سوق الأوراق المالية (جماع، 2018، صفحة 98).

1. علاقة سوق الأوراق المالية بالنمو الاقتصادي

تشير الأدبيات إلى أن دراسة العلاقة بين القطاع المالي بشكل عام والنمو الاقتصادي قد انطلقت في وقت مبكر، فقد ظهر ذلك في دراسات شومبيتر وماكينون وآخرون ممن اعتبروا أن التطور المالي يعد من العوامل الأساسية التي تساهم في تحقيق النمو الاقتصادي (Khyareh & Oskou, 2015, p. 54)، ويعتبر والتر باغوت أول من قام بربط التمويل بالنمو الاقتصادي من خلال أفكاره التي طرحها في كتابه "وصف السوق النقدي" سنة 1873، والتي أشار من خلالها إلى أهمية التطور المالي بالنسبة للنمو الاقتصادي، ثم تلاه في ذلك الدراسة التي قام بها شومبيتر سنة 1912 والتي ذكرها في كتابه المعنون بـ "نظرية التنمية الاقتصادية" والتي حاول من خلالها إبراز علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي، حيث انطلق من فكرة أساسية تنص على أن الائتمان يخدم التطور والإنشاء الصناعي وأنه شرط أساسي لتطوير الابتكار والاستثمار ومن ثم تحقيق النمو الاقتصادي، لتتعمق الدراسات بعد ذلك من خلال بحوث أخرى قادها كل من غورلي وشاو سنة 1955 لدراسة الروابط السببية للعلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي خاصة بعد هيمنة الأفكار الكينزية لفترة معينة (حفصي، 2020، صفحة 287)، وفي أواخر الثمانينات وأوائل

التسعينات من القرن الماضي، أكدت نماذج النمو الداخلي أن الوظائف التي يقدمها الوسطاء الماليون من تجميع المدخرات، تحليل المعلومات، مشاركة المخاطر وتوفير السيولة لها أثر إيجابي على النمو الاقتصادي، وأن درجة تطور الأسواق المالية تعد مؤشرا جيدا للتنبؤ بمعدلات النمو الاقتصادي في المستقبل (شرف، شعبان، و اسبر، 2009، صفحة 188)، وقد أدى هذا إلى تزايد الاهتمام بالأسواق المالية في مختلف دول العالم كما عزز الاعتقاد السائد بأن التمويل يعد عاملا مهما لتحقيق النمو الاقتصادي، كما تزايد التركيز على تطوير سوق الأوراق المالية باعتبارها ركيزة أساسية لاقتصاديات الدول، فهي تلعب دورا محوريا في نمو الصناعة والتجارة مما يؤثر بشكل كبير في النهاية على اقتصاد الدولة (Nazir , Nawaz, & Gilani, 2010, p. 3473).

وقد اختلفت آراء الاقتصاديين في شرحهم للعلاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وقاد جدل واسع بين من تناول هذا الموضوع إلى ظهور ثلاثة فرضيات، الأولى تعتمد فرضية العرض القائد وتعتبر أن التأثير يتجه من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي، والثانية تعتمد فرضية الطلب التابع وتعتبر أن التأثير يتجه من النمو الاقتصادي إلى سوق الأوراق المالية، أما الثالثة فتعتمد كلا الفرضيتين وتعتبر أن العلاقة السببية بين المتغيرين ثنائية الاتجاه وتعتمد على التغذية المرتدة بينهما.

تنص فرضية العرض القائد على أن تطور سوق الأوراق المالية تؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي من خلال توفير التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، في حين تنص فرضية الطلب التابع على أن النمو الاقتصادي هو الذي يساهم في تطور سوق الأوراق المالية من خلال تغذيته للطلب المتزايد على الأوراق المالية، أما فرضية التغذية المرتدة فتعتبر أن سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي يمكن أن يؤثر كل منهما في الآخر وتربطهما علاقة تبادلية، إذ يُلاحظ أنه في الحالة التي يكون فيها النمو الاقتصادي منخفضا تشهد سوق الأوراق المالية حالة من الركود، وبمجرد أن تبدأ معدلات النمو الاقتصادي في الارتفاع يتبعها تطور ملحوظ في أداء سوق الأوراق المالية (Khyareh & Oskou, 2015, p. 54).

هذا وقد اعتمدت بعض الدراسات آراء أخرى، من بينها ما عرف بفرضية الحياد التي تقضي بعدم وجود علاقة بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، وأن هاذين المتغيرين لا يرتبطان ارتباطا سببيا بينهما، كما يرى آخرون بأن سوق الأوراق المالية تشكل عقبة امام النشاط الاقتصادي، ويجادلون بأن تطور هذه السوق تؤثر سلبا على النمو الاقتصادي، وهو ما يعني وجود علاقة سلبية تتجه من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي (Tekin & Yener, 2019, p. 81).

2. قنوات تأثير سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي

تعددت الدراسات التي بحثت في العلاقة السببية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وبالرغم من أن أغلب الدراسات النظرية تقر بأن العلاقة بينهما تسير في الاتجاهين (من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي ومن النمو الاقتصادي إلى التطور المالي)، إلا أن نتائج معظم الدراسات التطبيقية تدعم اتجاه السببية من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي وليس العكس (شناف، 2018، صفحة 230)، حيث يرى البنك الدولي أن تطوير سوق الأوراق المالية لا يحقق النمو الاقتصادي فقط، بل يوفر كذلك وسائل للتنبؤ بمعدلات النمو المستقبلية لرأس المال والإنتاجية ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، كما خلص البنك إلى أن زيادة عدد البنوك وتطوير سوق الأوراق المالية يؤدي إلى زيادة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Abu Nurudeen, 2009, p. 17).

فسوق الأوراق المالية تعد من مكونات القطاع التمويلي التي تلعب دوراً أساسياً في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك من خلال توسيع خيارات المستثمرين بما يسمح بالتأثير على حجم ونوعية الاستثمارات فيرتفع بذلك حجم الناتج المحلي الإجمالي (جماع، 2018، صفحة 99)، حيث تعمل على تشكيل قنوات يتم من خلالها تدفق الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض نقدية إلى الوحدات التي تعاني من عجوزات مالية، سواء تعلق الأمر بالأفراد أو المشروعات أو القطاع الحكومي، وبغض النظر عن كونها أسواقاً محلية أو إقليمية أو عالمية (شندي، 2013، صفحة 160)، وتساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال قناتين رئيسيتين هما:

1.2 القناة التمويلية

وتعمل من خلال قيام سوق الأوراق المالية بوظائفها الرئيسية التي وجدت من أجلها والمتمثلة في:

1.1.2 تعبئة رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات المحلية

تمثل سوق الأوراق المالية أداة مهمة لحشد المدخرات المحلية وتوجيهها نحو الاستثمارات المنتجة، حيث تساهم سوق الأوراق المالية في تشجيع عمليات الادخار وتنمية الوعي الاستثماري في المجتمع، وذلك

بتعبئة المدخرات السائلة الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توظف في المشروعات الانتاجية(دحماني، 2015، صفحة 358)، كما يساعد وجود سوق أوراق مالية متطورة وذات أداء جيد في اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في تمويل المشروعات المحلية، مما يرفع من حجم الاستثمار ويعمل على زيادة حجم الناتج المحلي الإجمالي(شنطاوي، 2009، صفحة 67)، وقد أكد جون هيكس في كتابه "نظرية التاريخ الاقتصادي" على أن تطوير القطاع المالي ساعد في تحفيز التصنيع في إنجلترا من خلال زيادة وصول الناس إلى رؤوس الأموال، التي كانوا يستخدمونها لتمويل وتنفيذ المشروعات الاستثمارية، كما خلص في دراسات لاحقة إلى أن أداء سوق الأوراق المالية بشكل خاص والسوق المالي بشكل عام، يؤثران على معدلات نمو الاقتصاد(Olweny & Kimani, 2011, p. 186).

2.1.2 توفير السيولة

تحتاج المشروعات التي تحقق أرباح عالية إلى رأس مال على المدى الطويل، في حين يتخوف المستثمرون من فقدان قدرتهم على التصرف في مدخراتهم لفترة زمنية طويلة، لذا فإن سيولة سوق الأوراق المالية تسمح بتلبية رغبة الطرفين من خلال تمكين المدخرين من الحصول على الأوراق المالية مع إمكانية التخلص منها وقتما يشاؤون ببيعها في السوق الثانوية، وفي نفس الوقت، تمكن المشروعات من الحصول على رأس المال أو زيادته بشكل مستمر من خلال اللجوء إلى إصدار أوراق مالية جديدة يتم بيعها في السوق الأولية، وبهذا الشكل تساهم سوق الأوراق المالية من خلال هذه القناة في الرفع من معدلات النمو على المدى الطويل(جماع، 2018، صفحة 110)، وذلك من خلال اجتذاب المزيد من المدخرين المتكررين ودفعهم نحو توظيف أموالهم في المشروعات الاستثمارية عوض الإبقاء عليها في حالة خمول.

وبالرغم من تأكيد العديد من الدراسات على مساهمة سيولة سوق الأوراق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي، إلا أن دراسات أخرى توصلت إلى أنها قد تتسبب في حدوث تحول في الاستثمارات من قبل المساهمين والمستثمرين الذين يبحثون بشكل دائم عن توظيفات أكثر ربحية لمدخراتهم، وهو ما يقلل من مستوى الالتزام بالاستثمار والذي يعد في حد ذاته أمراً غير مرغوب فيه في السعي نحو تحقيق النمو الاقتصادي(Khyareh & Oskou, 2015, p. 54).

3.1.2 التخصيص الأمثل للموارد المالية

في سوق الأوراق المالية يستعين المستثمرون في عملية اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بالمعلومات المتاحة من قبل السوق، حيث تعمل هذه الأخيرة على جمع المعلومات المتعلقة بالمشروعات المدرجة فيها

وعرضها على عموم المستثمرين، وهو ما يعمل على توجيه الموارد المالية نحو المشروعات ذات الأداء الجيد وفق ما تظهره المعلومات المنشورة، وقد أثبتت الدراسات أن أسواق الأوراق المالية الكفؤة والتي تنعكس فيها المعلومات على أسعار الأوراق المالية لحظة وصولها تعمل على تخصيص أفضل للأموال بين المشروعات، وهو ما يعني أن المشروعات الناجحة والأكثر إنتاجية هي التي تحصل على أكبر الفرص للتمويل، مما يساهم في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي.

وقد أشار كينغ وليفين في نموذجهم المتعلق بالابتكار كمحرك للنمو، إلى قيام الأسواق المالية بتقييم المشروعات المُبتكَرة وتمويل استثماراتها الواعدة مع مراقبة تنفيذها، وبهذه الطريقة تساعد الأسواق المالية في وظيفة تخصيص الاقتصاد لموارده المالية بكفاءة، لذلك نجد أن الدول التي يعمل اقتصادها بأسواق مالية سليمة ستشهد معدلات نمو أعلى للإنتاجية (Olweny & Kimani, 2011, p. 184).

2.2 القناة الاقتصادية

وتعمل من خلال قيام سوق الأوراق المالية بمجموعة من الأدوار الثانوية والمتمثلة فيما يلي:

1.2.2 توفير فرصة تنوع المخاطر لعموم المستثمرين

إن سوق الأوراق المالية التي تتمتع بدرجة كفاءة عالية وأداء جيد وأكثر اندماجاً في السوق العالمي تكون لها القدرة على تنوع المخاطر وتخفيضها، وتعد هذه الوظيفة من أهم ما تقوم به سوق الأوراق المالية، فتتنوع المخاطر يحفز المستثمرين على الاستثمار في المشاريع عالية المخاطر وذات العائد المرتفع مما يؤثر إيجاباً على النمو الاقتصادي، وهناك نوعان من المخاطر التي تعمل سوق الأوراق المالية على تقليلها هما مخاطر السيولة ومخاطر التسعير، ففي ظل تزايد مخاطر السيولة الناتجة عن عدم توفر المعلومات اللازمة أو ارتفاع تكاليف الحصول عليها يجعل الأفراد يقومون بالاحتفاظ بأموالهم بدلاً من توظيفها، وهذا يؤدي إلى تخفيض حجم الاستثمار وبالتالي تخفيض معدلات النمو الاقتصادي، كما تعمل سوق الأوراق المالية على خلق آلية معلومات تزيد من كفاءة التسعير وتساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات المناسبة فيما يتعلق بتوزيع مواردهم المالية (جماع، 2018، صفحة 112).

2.2.2 توفير فرصة للرقابة على إدارة المشروعات

تعد الرقابة على إدارة المشروعات الوجه الآخر المكمل لوظيفة سوق الأوراق المالية في تجميع المعلومات ونشرها على عموم المتعاملين، فتوافر المعلومات من أجل اتخاذ القرار الاستثماري دون أن

يصاحب ذلك توافر آليات للرقابة على تلك الاستثمارات قد يؤدي إلى احجام المدخرين عن توظيف اموالهم وهو ما يعيق عملية النمو الاقتصادي، وتجنباً لذلك تعمل سوق الأوراق المالية على توفير آليات للرقابة على أداء المشروعات من خلال وضع شروط لإدراجها في السوق ومعايير للإفصاح عن أدائها بما يضمن المتابعة الدورية للتوظيفات المالية للمستثمرين، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تيسير تدفق الاموال على المشروعات المدرجة في السوق وتصويب عملية توزيع الموارد المالية فيما بينها على حسب أدائها، وهو ما يعمل في النهاية على الرفع من معدلات النمو (شرف، شعبان، و اسبر، 2009، صفحة 189).

3.2.2 تقويم أداء الاقتصاد الحقيقي

تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين مختلف الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل المصارف، المشروعات، المدخرين... إلخ، الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشراً عاماً لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءاً مهماً من واقع الاقتصاد الوطني، وتسهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة (شنطاوي، 2009، صفحة 64)، كما تعد أسعار الاوراق المالية مؤشراً للحالة الاقتصادية المستقبلية للدولة، فانخفاض الأسعار يعد مؤشراً على دخول الاقتصاد لمرحلة الكساد وارتفاعها يعد مؤشراً على بداية مرحلة الانتعاش، ويعتبر هذا بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الترتيبات اللازمة وتنفيذ إجراءات التصحيحية إذا لزم الأمر (شندي، 2013، صفحة 161).

ثانياً: الإطار التطبيقي للدراسة

من أجل دراسة أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا، قمنا بتحليل العلاقة السببية واتجاهها بين مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي، باستخدام برنامج Eviews 7 وبالاعتماد على منهجية هيرو تودا وتوكايمااموتو، وقد اعتمدنا النتائج المتحصل عليها عند مستوى معنوية 5%.

1. التعريف بالمنهجية المستخدمة في الدراسة

تهدف منهجية تودا-يمااموتو إلى تحديد اتجاه العلاقة السببية في الأجل الطويل، وتعتمد على السلاسل الزمنية الأصلية التي يتم تحديد عدد درجات إبطائها باستخدام نموذج VAR، ثم القيام بتقدير نموذج الـ VAR وفق أسلوب تودا-يمااموتو وذلك بإضافة أعلى رتبة استقرار للسلاسل الزمنية لدرجات الإبطاء

المحددة، وبعد إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية حول صحة النموذج، يتم إجراء اختبار السببية وفق أسلوب تودا-يماموتو.

وتكتب المعادلة الإحصائية لهذا الاختبار وفق ما يلي (جودة و عيسى، 2010، صفحة 77):

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{k+d_{max}} \beta_j X_{t-j} + U_t \dots\dots\dots(03)$$

$$X_t = \lambda_0 + \sum_{i=1}^{k+d_{max}} \lambda_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^{k+d_{max}} \delta_j Y_{t-j} + V_t \dots\dots\dots(04)$$

حيث k تمثل عدد درجات الإبطاء المحددة و d_{max} تمثل أعلى رتبة استقرار للسلاسل الزمنية.

وتكون فرضيات العدم في المعادلات المذكورة آنفا كالاتي:

- في المعادلة رقم (01): إن X لا يسبب Y وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=0}^k \beta_j = 0$
 - في المعادلة رقم (02): إن Y لا يسبب X وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=0}^k \delta_j = 0$
 - في المعادلة رقم (03): إن X لا يسبب Y وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=1}^{k+d_{max}} \beta_j = 0$
 - في المعادلة رقم (04): إن Y لا يسبب X وتحقق إذا فقط إذا كان $\sum_{j=1}^{k+d_{max}} \delta_j = 0$
- وعليه سيكون لدينا أربعة احتمالات لكل اختبار وفق ما يلي :

- لا توجد علاقة سببية بين المتغيرين؛
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من X إلى Y ؛
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من Y إلى X ؛
- وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه من X إلى Y ومن Y إلى X .

2. متغيرات الدراسة ومصادر البيانات

من أجل تقدير النموذج المعتمد في هذه الدراسة تم استخدام بيانات سنوية خلال الفترة (1975-2014)، والتي تم الحصول عليها من البيانات المفتوحة للبنك الدولي (the World Bank)، حيث تعرض هذه البيانات في شكل مؤشرات محسوبة، وبناء على طبيعة الدراسة قمنا باستخدام المؤشرات التالية:

1.2 معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP: يمثل هذا المؤشر نسبة التغير السنوي للقيمة السوقية لكل السلع والخدمات النهائية المنتجة في فرنسا خلال السنة، حيث سنستخدم في هذه الدراسة على البيانات المقومة بالأسعار الثابتة لتلافي أثر التضخم؛

2.2 مؤشر الرسملة السوقية IMC: يعبر هذا المؤشر عن مدى قدرة سوق الأوراق المالية على اجتذاب أكبر قدر من الفوائض المالية المحلية والاجنبية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات، ويتم حسابه من خلال قسمة إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق على حجم الناتج المحلي الإجمالي؛

3.2 مؤشر عدد المشروعات ILC: يعبر هذا المؤشر عن مدى قدرة سوق الأوراق المالية على استقطاب أكبر عدد من المشروعات الناشطة في الاقتصاد الوطني أو حتى العالمي، حيث تعتمد هذه المشروعات إلى تقديم طلبات ادراجها في السوق بعد استفتاءها لجميع الشروط المحدد من قبل هذه الاخيرة، لتقوم بعد ذلك بطرح اوراقها المالية على عموم المستثمرين طلبا للتمويل؛

4.2 مؤشر حجم التداول ITV: يعبر هذا المؤشر عن مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تسهيل الاوراق المالية المملوكة لعموم المستثمرين وتحويلها إلى نقود بأسرع وقت وأقل تكلفة، ويتم حسابه بقسمة إجمالي الاوراق المالية المتداولة في السوق مقومة بأسعار تداولها، على حجم الناتج المحلي الإجمالي؛

5.2 مؤشر معدل الدوران ITR: يعد هذا المؤشر مكملا لمؤشر حجم التداول، إذ يعبر عن مدى قدرة المتعاملين في سوق الاوراق المالية على الدخول والخروج من السوق بأسرع وقت وأقل تكلفة، وتزداد أهميته في أسواق الاوراق المالية الناشئة، والتي يكون فيها حجم السوق أصغر بكثير من حجم الاقتصاد، مما يفقد مؤشر حجم التداول لقدرته التعبيرية، ويتم حساب هذا المؤشر بقسمة إجمالي الاوراق المالية المتداولة في السوق مقومة بأسعار تداولها، على رسملة سوق الأوراق المالية؛

3. دراسة استقرارية السلاسل الزمنية

الجدول رقم 1: نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختباري ADF و PP

درجة التكام ل	اختبار PP			اختبار ADF			المستوى او الفرق الأول	المتغير
	بدون حد ثابت واتجاه عام	بوجود حد ثابت وبدون اتجاه عام	بوجود حد ثابت واتجاه عام	بدون حد ثابت واتجاه عام	بوجود حد ثابت وبدون اتجاه عام	بوجود حد ثابت واتجاه عام		
I(0)	-2,223173	-4,716226	-5,437079	-2,275340	-4,632898	-5,418227	المستوى	GDP
I(1)	-0,083297	-1,317745	-2,794830	-0,269114	-1,417346	-2,677949	المستوى	IMC
	-6,203803	-6,616007	-6,508545	-6,085280	-5,939313	-5,863832	الفرق الأول	
I(1)	0,784333	-2,681929	-2,706280	-0,897329	-2,657949	-2,675464	المستوى	ILC
	-10,76129	-10,48787	-11,52599	-7,575631	-7,483375	-7,393238	الفرق الأول	
I(1)	-0,559023	-1,338682	-1,913031	-0,539363	-1,317219	-1,650310	المستوى	ITV

	-4,805659	-4,760699	-4,707851	-4,926940	-4,895611	-4,853126	الفرق الأول	
I(1)	-0,597940	-2,395888	-3,658463	-0,966881	-2,395888	-3,653229	المستوى	ITR
	-9,783494	-10,33538	-11,16531	-8,364419	-8,275986	-6,546312	الفرق الأول	
	-1,949609	-2,938987	-3,529758	-1,949609	-2,938987	-3,529758	القيم الحرجة 5%	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 7.

تم التحقق من استقرارية السلاسل الزمنية من خلال اجراء اختبار جذر الوحدة، وذلك باستخدام اختبار ديكي-فولر الموسع ADF واختبار فيليبس-بيرون PP، وقد اعتمدنا النتائج المتحصل عليها عند مستوى المعنوية 5%، وجاءت النتائج وفق ما يبينه الجدول رقم (1)، والذي نلاحظ من خلاله أن السلسلة الزمنية GDP مستقرة عند المستوى، مما يعني أنها متكاملة من الدرجة I(0)، أما السلاسل الزمنية IMC، ITC، ITR فهي غير مستقرة عند المستوى، بل تستقر بعد اجراء الفروق الأولى مما يعني أنها متكاملة من الدرجة I(1).

4. دراسة العلاقة السببية في الأجل الطويل

تبين لنا من خلال دراسة استقرارية السلاسل الزمنية وجود إمكانية لدراسة العلاقة السببية في الأجل الطويل باستخدام منهجية تودا-يما موتو، والتي تبدأ بتحديد عدد درجات الإبطاء المثلى ثم تقدير نموذج ال VAR مع مجموعة من الاختبارات التشخيصية حول مقبولية النموذج، لتنتهي بإجراء اختبار السببية بين متغيرات الدراسة.

1.4 تحديد عدد درجات الإبطاء المثلى "k"

قمنا بإجراء خمسة درجات إبطاء وأوضحنا النتائج المقدرة أن أفضل عدد لدرجات الإبطاء هو 1 وفق ما هو موضح في الجدول رقم (2).

الجدول رقم 2: نتائج اختيار عدد درجات الإبطاء المثلى "k"

عدد درجات الإبطاء	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1,40e+12	42,15733	42,37952	42,23403
1	163,2167*	2,14e+10*	37,95774	39,29090*	38,41795*
2	24,54450	3,52e+10	38,36362	40,80774	39,20733
3	21,17357	6,22e+10	38,67780	42,23288	39,90501
4	22,87846	8,92e+10	38,47219	43,13824	40,08291

39,64881	43,43160	37,65459*	1,32e+11	20,21554	5
----------	----------	-----------	----------	----------	---

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 7.

2.4 تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR

بعد أن حددنا درجة الإبطاء الزمني المثلى بدرجة واحدة، قمنا بتقدير نموذج VAR(1)، وقد أعطت نتائج التقدير الخاصة بمعادلة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية كمتغيرات مستقلة المقدرات الموضحة في الجدول رقم (3).

الجدول رقم 3: نتائج تقدير نموذج مُتَّجه الانحدار الذاتي VAR

	GDP	IMC	ILC	ITV	ITR
GDP(-1)	0,218893 (0,13335) [1,64155]	0,555417 (1,26106) [0,44044]	32,26259 (14,6745) [2,19855]	0,227326 (0,88091) [0,25806]	-0,311298 (1,35242) [-0,23018]
IMC(-1)	0,027772 (0,01808) [1,53570]	1,384336 (0,17102) [8,09439]	3,118275 (1,99015) [1,56686]	0,518528 (0,11947) [4,34027]	0,141127 (0,18341) [0,76944]
ILC(-1)	0,000759 (0,00133) [0,57033]	0,015077 (0,01259) [1,19767]	0,582317 (0,14649) [3,97522]	0,008164 (0,00879) [0,92836]	-0,016973 (0,01350) [-1,25723]
ITV(-1)	-0,027984 (0,03019) [-0,92680]	-1,215410 (0,28555) [-4,25642]	-4,391580 (3,32281) [-1,32164]	0,446277 (0,19947) [2,23733]	1,121654 (0,30623) [3,66273]
ITR(-1)	-0,019675 (0,01682) [-1,16956]	0,712263 (0,15909) [4,47701]	2,360127 (1,85132) [1,27484]	-0,064041 (0,11113) [-0,57625]	-0,265422 (0,17062) [-1,55564]
c	1,726678 (1,06583) [1,62003]	-26,55021 (10,0797) [-2,63404]	80,89271 (117,293) [0,68966]	-7,742521 (7,04114) [-1,09961]	38,12139 (10,8099) [3,52653]
R ²	0,398652	0,890353	0,543564	0,936896	0,866411
F	4,375336	53,59341	7,859853	97,98962	42,80538

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 7.

من الجدول رقم (3) وبالنظر إلى قيمة t المحسوبة الخاصة بمعاملات النموذج للمتغيرات المستقلة نلاحظ أنها أقل من قيمتها الجدولية عند مستوى المعنوية 5% ($t_{tab}=1,95$)، وهو ما يعني عدم من قبول أي من هذه المعاملات، أما فيما يخص قيمة F المحسوبة فنلاحظ أن قيمتها المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى المعنوية 5% ($F_{tab}=2,53$)، وهو ما يعني أن هذا النموذج يمكن قبوله بشكل عام، حيث أن المتغيرات المستقلة تشرح 39,86% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

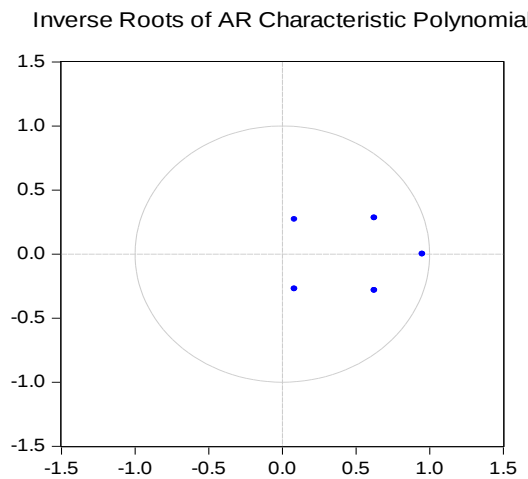
3.4 الاختبارات التشخيصية لنموذج الVAR

قبل المرور إلى اختبار السببية وجب إجراء بعض الاختبارات التشخيصية حتى نتأكد من مدى مقبولية النموذج المقدر، وفي هذا الإطار استأثرنا إجراء اختبارين أولهما يبين مدى استقرار النموذج والثاني نتحقق من خلاله من مدى استقلالية بواقي النموذج.

1.3.4 اختبار استقرار النموذج

نتوقف صحة نتائج نموذج الVAR على مدى استقراره، وفي هذا الإطار يتم استخدام اختبار الجذور المتعددة، إذ يعتبر النموذج مستقرا إذا كان مقلوب الجذور الاحادية لكثير الحدود داخل الدائرة الاحادية، وهو ما يظهره الشكل رقم (1)، مما يعني أن هذا النموذج مستقر ويمكن الوثوق بنتائجه.

الشكل رقم 1: اختبار استقرار نموذج VAR(1)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews7.

2.3.4 اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج

يعد غياب الارتباط الذاتي لبواقي النموذج من أهم الشروط الواجب توافرها في نموذج الـ VAR، وللتأكد من ذلك تم استخدام اختبار مضاعف لاغرانج المتعدد LM الذي تقضي فرضية العدم فيه بعدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج، وهو ما تؤكدته نتائج الجدول رقم (4)، أي أن هذا النموذج خال من الارتباط الذاتي لبواقي النموذج.

الجدول رقم 4: نتائج اختبار الارتباط الذاتي لبواقي النموذج

Lags	LM-Stat	Prob
1	34,03538	0,1072
2	19,27868	0,7836
3	15,38881	0,9318
4	22,46992	0,6085
5	26,01364	0,4069

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 7.

4.4 اختبار سببية تودا-يماموتو

أظهرت لنا نتائج الاختبارات التشخيصية أن النموذج المقدر VAR(1) مقبول من الناحية الإحصائية، وبناء عليه، قمنا بإجراء اختبار السببية وفق منهجية تودا-يماموتو، وقد جاءت نتائج هذا الاختبار وفق ما يبينه الجدول رقم (5).

الجدول رقم 5: نتائج اختبار السببية وفق منهجية تودا-يماموتو

المتغير التابع	المتغير المستقل	الفرضية الصفرية	χ^2	الاحتمال
GDP	IMC	لا يسبب GDP	5,635052	0,0176*
	ILC	لا يسبب GDP	0,004799	0,9448
	ITV	لا يسبب GDP	0,368060	0,5441
	ITR	لا يسبب GDP	1,399884	0,2367
IMC	GDP	لا يسبب IMC	1,370877	0,2417
ILC		لا يسبب ILC	4,977138	0,0257*
ITV		لا يسبب ITV	0,429568	0,5122
ITR		لا يسبب ITR	1,066406	0,3018

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 7.

تظهر لنا بيانات الجدول رقم (5) وجود علاقة سببية عند مستوى المعنوية 5% في الاتجاهين في الأجل الطويل، من أداء سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي من خلال مؤشر الرسملة السوقية، ومن النمو الاقتصادي إلى أداء سوق الأوراق المالية من خلال مؤشر عدد المشروعات، وهو ما يعني أن أداء سوق الأوراق المالية في فرنسا يؤثر ويتأثر بالنمو الاقتصادي في الأجل الطويل.

إن وجود علاقة سببية في الاتجاهين يثبت فرضيتي العرض القائد والطلب التابع في الأجل الطويل، فأداء سوق الأوراق المالية في فرنسا يساهم في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال مساهمتها في حشد التمويل اللازم للمشروعات المدرجة في السوق، كما أن النمو الاقتصادي يساهم في زيادة حجم الادخار بما يزيد من حجم الطلب على الأوراق المالية المدرجة في السوق، وهو ما يشجع المشروعات الاستثمارية على طلب الإدراج من أجل الحصول على التمويل، كما نستنتج أن هذا التأثير المتبادل يمر عبر القناة التمويلية، وهو ما يعني أن سوق الأوراق المالية في فرنسا تؤدي دورها الذي أنشأت من أجله على وجه جيد، وأنها منسجمة بشكل كبير مع أداء الاقتصاد الفرنسي.

الخلاصة

تناولنا من خلال هذه الورقة البحثية أثر أداء سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في فرنسا، من خلال دراسة العلاقة السببية في الأجل الطويل بين مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية ومؤشر النمو الاقتصادي، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة سببية في الاتجاهين، وهو ما يتفق إلى حد ما مع دراسة "بوري صراح وبن علال بلقاسم"، كما توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات نوردتها فيما يلي:

النتائج

- تقرر أغلب الدراسات النظرية بوجود علاقة سببية في الاتجاهين بين سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، في حين تشير نتائج معظم الدراسات التطبيقية إلى أن العلاقة بين المتغيرين تسير في اتجاه واحد من سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي؛
- ينتقل تأثير أداء سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي من خلال قناتين رئيسيتين هما قناة التمويل والقناة الاقتصادية؛
- تعمل قناة التمويل على نقل تأثير سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي من خلال قيام هذه السوق بوظائفها الرئيسية والمتمثلة في تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات،

توفير السيولة لحملة الأوراق المالية عبر السوق الثانوية والتخصيص الأمثل للموارد المالية عبر توجيهها نحو المشروعات الأكثر إنتاجية؛

- تعمل القناة الاقتصادية على نقل تأثير سوق الأوراق المالية إلى النمو الاقتصادي من خلال قيام هذه السوق ببعض الوظائف الثانوية والمتمثلة في توفير فرصة للمستثمرين لتنويع استثماراتهم مع ممارستهم لبعض الرقابة على إدارة المشروعات المصدرة لأوراقهم المالية، بالإضافة إلى عكسها لصورة أداء الاقتصاد الحقيقي وهو ما يدفع بالقائمين على تسيير اقتصاد الدولة للقيام ببعض الاجراءات التصحيحية؛
- أثبتت هذه الدراسة وجود علاقة سببية في الاتجاهين بين أداء سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي في فرنسا في الأجل الطويل، فأداء السوق ممثلاً بمؤشر الرسملة السوقية يؤثر على النمو، كما أن هذا الأخير يؤثر على أداء السوق ممثلاً بمؤشر عدد المشروعات.

التوصيات

- العمل على تحسين أداء سوق الأوراق المالية في فرنسا لما لذلك من أثرٍ إيجابي على معدلات النمو؛
- ضرورة تطوير السوق الثانوية بالعمل على زيادة حجم التداول بما يتناسب وحجم الناتج المحلي الإجمالي في فرنسا، حتى يساهم هذا القسم في جذب المزيد من المترددين من أصحاب الفوائض المالية، ويدفع بهم نحو توظيف اموالهم في المشروعات المدرجة في السوق؛
- دفع المزيد من المشروعات الناشطة في الاقتصاد الفرنسي نحو سوق الاوراق المالية لطلب التمويل؛
- يوصي الباحث القائمين على سوق الأوراق المالية في الجزائر بالعمل على تفعيل بورصة الجزائر وتحسين ادائها لما لذلك من أثر إيجابي على النمو الاقتصادي.

قائمة مراجع

1. أديب قاسم شندي. (2013). الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية: سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، 2013 (4)، 154-173.
2. إسحاق ابكر عبد الله جماع. (2018). تحليل أثر اداء أسواق الأوراق المالية على معدلات النمو الاقتصادي باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاءات الموزعة: دراسة تطبيقية على سوق

- الخرطوم للأوراق المالية (1995-2016). *أطروحة دكتوراه*. قسم الفلسفة في الاقتصاد، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان.
3. جبهة شناعة. (2018). أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1980-2016). *أطروحة دكتوراه*. قسم العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف 1، الجزائر.
4. رشيد حفصي. (2020). تأثير مؤشرات سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي في سلطنة عمان باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المبطأة ARDL خلال الفترة (1993-2016). *مجلة دراسات العدد الاقتصادي*، 11 (1)، 301-281.
5. زكريا سلامة عيسى شنتاوي. (2009). *الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية: من منظور الاقتصاد الإسلامي*. عمان، الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.
6. سمير شرف، اسماعيل شعبان، و هدى اسبر. (2009). دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية. *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية: سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية*، 31 (1)، 202-185.
7. صراح بوري، و بلقاسم بن علال. (2019). التطور المالي والنمو الاقتصادي في دول المغرب العربي: دراسة قياسية لحالة الجزائر، المغرب وتونس (1980-2016). *مجلة البشائر الاقتصادية*، 5 (1)، 128-147.
8. ندوة هلال جودة، و رجاء عبد الله عيسى. (2010). العلاقة بين النمو الاقتصادي والبطالة في العراق باستخدام قانون Okun واختبار Toda-Yamamoto. *مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية*، 12 (3)، 87-63.
9. نور الهدى دحماني. (2015). دور سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي: دراسة حالة الجزائر. *مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات* (37)، 385-349.
10. نور الهدى دحماني، و شريفة العابد برينيس. (2017). سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي: دراسة حالة إندونيسيا والجزائر. *مجلة اقتصاديات المال والأعمال*، 1 (1)، 129-116.
11. Abu Nurudeen. (2009). Does Stock Market Development Raise Economic Growth? Evidence From Nigeria. *The Review of Finance and Banking*, 1(1), 15-26.
12. Badr, O. (2015). Stock Market Development and Economic Growth: Evidences from Egypt. *International Journal of Trade: Economics and Finance IJTEF*, 6(2), 96-101.
13. Jobarteh, M., & Ergec, E. (2017). Islamic Finance Development and Economic Growth: Empirical Evidence from Turkey. *Turkish Journal of Islamic Economics*, 4(1).

14. Khyareh, M., & Oskou, V. (2015). The Effect of Stock Market on Economic Growth: The Case of Iran. *International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences*, 4(16), 52-62.
15. Nazir , M., Nawaz, M., & Gilani, U. (2010). Relationship between economic growth and stock market development. *African Journal of Business Management*, 4(16), 3473-3479.
16. Nursilah, A., Siti, N., & Zurina, K. (2012). Economic Forces and the Sukuk Market. *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science*, 65, 127-133.
17. Olweny, T., & Kimani, D. (2011). Stock market performance and economic growth Empirical Evidence from Kenya using Causality Test Approach. *Advances in Management & Applied Economics*, 1(3), 153-196.
18. Tekin, B., & Yener, E. (2019). The causality between economic growth and stock market in developing and developed countries: Toda-Yamamoto approach. *Theoretical and Applied Economics journal*, 26(2), 79-90.
19. the World Bank. (s.d.). Consulté le 01 30, 2021, sur <https://data.worldbank.org/country/france>