

اثر الانفتاح المالي في تنمية الاسواق المالية

دول مجلس التعاون الخليجي انموذجاً

م.د. محمد فوزي محمد

كلية الادارة والاقتصاد / جامعة الموصل

mohamed_fawzi@uomosul.edu.iq**The Impact of Financial Openness on The Development of Financial Markets: The Gulf Cooperation Council Countries as a Model****Dr. Mohammed Fawzi Mohammed****Department of Banking and Financial Sciences****University of Mosul / College of Administration and Economics**

تاريخ استلام البحث 2022 / 12 / 24 تاريخ قبول النشر 2023 / 2 / 15 تاريخ النشر 2023 / 12 / 30

المستخلص

يهدف البحث الى تشخيص وتحليل وتتبع آلية وقنوات انتقال التأثير الذي يمكن ان تحدثه التغيرات الحاصلة في مؤشرات الانفتاح المالي في تنمية الاسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي للمدة (2005-2021)، فضلاً عن بناء أنموذج كمي تجريبي قادر على اختبار طبيعة وحجم واتجاه ذلك التأثير، ومن خلال اعتماد منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة للبيانات المدمجة (Panel ARDL) التي تفصل الآثار التكاملية للانفتاح المالي في تنمية الأسواق المالية في الاجل الطويل منه عن القصير. وقد افصحت النتائج التجريبية عن وجود اثر ايجابي طويل الاجل لمؤشري الانفتاح المالي والمتمثلان بإجمالي التدفقات الرأسمالية ورصيد الموجودات والمطلوبات الأجنبية في مؤشر تنمية الأسواق المالية، عززت بالآثار الإيجابية للانفتاح التجاري والاطر القانونية والتنظيمية والجودة المؤسسية بوصفها متغيرات ضابطة داعمة للأنموذج المقدر. من جانب اخر فقد افرزت نتائج التقدير قصيرة الاجل فشل جميع المتغيرات التوضيحية ومنها مؤشري الانفتاح المالي في تأكيد تأثيرهم المعنوي في تنمية الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: الانفتاح المالي، الانفتاح التجاري، تنمية الاسواق المالية، الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة.

Abstract

The research aims to measure, analyze and interpret the impact between the indicators of financial openness and the development of financial markets in the Gulf Cooperation Council countries for the period (2005-2021), The research also aims to build a quantitative model linking the variables of the study, by adopting the methodology of Auto Regressive Distributed Lag Model (Panel ARDL) to diagnose the effects of financial openness on the development of financial markets in the short and long term. The results showed the existence of cointegration between the variables of the study and thus the results showed a positive long-term effect of the two indicators of financial openness, which are the total capital flows and the balance of foreign assets and liabilities in the financial markets development index. The results also revealed the positive impact of trade openness, legal and regulatory frameworks, and institutional quality as control variables for the estimated model. On the other hand, the short-term estimation results revealed the

failure of all explanatory variables, including the indicators of financial openness, to confirm their impact on the development of financial markets.

Keywords: Financial openness, Trade openness, Development of financial markets, Auto Regressive Distributed Lag Model.

أولاً: المقدمة

اخفق معظم منظرو الفكر المالي والاقتصادي، ومن خلال ما طرح من آراء ونظريات حول المفاهيم والمصطلحات المالية والاقتصادية، من الوصول الى اجماع واسع ومطلق يمكن ان يعطي لمفهوم الانفتاح المالي محتوا واضحا في معناه ومحددا في متضمناته، ويمنحه القدرة على الغاء تباينات الآراء واختلاف التصورات حول طبيعة ونوع المؤشرات والمقاييس التي يمكن ان تعبر عن ابعاده ومكوناته، وربما جاء ذلك نتيجة لارتباطه وتداخله مع مفاهيم مالية واقتصادية اخرى كالاندماج المالي والتكامل المالي والتحرر المالي وتحرر حساب راس المال والعملة المالية، التي غالبا ما تستعين بالمؤشرات المالية نفسها للتعبير الكمي عن تلك المفاهيم في الدراسات التجريبية. وبالرغم من فقدان الانسجام التام هذا حول تعريف الانفتاح المالي الا انه يمكن الاشارة اليه، وضمن مفهومه الواسع وحسب ما اتفق عليه العديد من الباحثين Ersoy (2011), Yu (2011), Abderrazak et al., (2018)بانه عبارة عن ازالة والغاء جميع العوائق والقيود التي يمكن ان تميز و/او تمنع تدفق وانتقال رؤوس الاموال والادوات والخدمات المالية من وإلى الدولة، وبالشكل الذي يهيئ قطاعاتها المالية للاندماج والتفاعل مع مكونات النظام المالي العالمي، ويتيح الفرصة للوحدات الاقتصادية المحلية والخارجية للتعامل وتنفيذ الصفقات والمعاملات المالية في اطار اسواق ومؤسسات مالية بعيدة عن محددات هوياتها القومية، علاوة على تعميق العلاقات المالية بين الجهات الدولية والغاء كافة الاجراءات والتعاملات التفضيلية لاحد الاتجاهات الاستثمارية سواء الداخلية منها او الخارجية. ووفقا لذلك فقد حدد Bekaert & Harvey (1995) اشكال متنوعة للانفتاح المالي منها انفتاح حساب راس المال، وانفتاح اسواق الاوراق المالية، اصدار السندات الدولية، وتدفق رؤوس الاموال، والاستثمار الاجنبي المباشر (Yu,2011,36-40).

ضمن هذا المفهوم، ورغبة منها في الوصول باقتصاداتها المحلية الى مستويات عالية ومرغوبة من النمو والنقد الاقتصادي عبر قناة تنمية وتطوير القطاع المالي المحلي¹ بمكوناته الرئيسية الذي تشكل الاسواق المالية احد اهمها، حاولت معظم الاقتصادات ومنها الاقتصادات الناشئة ومنذ اوائل التسعينات من القرن الماضي الاندماج في النظام المالي العالمي وفتح مؤسساتها واسواقها المالية على نظيراتها الدولية بعدها احد الاجراءات التي يمكن ان تمارس تأثيرا مهما وبارزا في دفع القطاع المالي بمتضمناته المتنوعة باتجاه التنمية والتطور.

● مشكلة البحث

تخضع الأسواق المالية، ومنها الأسواق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي، في طريقها للوصول الى مستويات متقدمة من التطور والتنمية الى تأثير مصفوفة من المتغيرات الاقتصادية والمالية الداخلية منها والخارجية، قد يعمل البعض منها على دفع الاسواق المالية بالاتجاهات المرغوبة والمطلوبة من التنمية في حين يعمل البعض الاخر منها

¹ اثبتت العديد من الدراسات المالية والاقتصادية التجريبية ومنها, King & Levine (1993), Levine (2004), Soukhakian (2007), Katircioğlu, Kahyalar & Benar (2007) ان تنمية القطاع المالي عادة ما يقود النمو الاقتصادي سواء في البلدان المتقدمة ام النامية. (Ersoy,2011,33-44)

على تثبيط ذلك ودفعه بالاتجاه المعاكس له. ومن تلك العوامل الانفتاح المالي ومستويات انتشاره ومعدلات نموه وانتشاره، الأمر الذي يحفز باتجاه محاولة الاجابة على التساؤل البحثي المتمثل:

هل يمكن للانفتاح المالي وبمؤشراته المتعددة ان يمارس تأثيرا داعما لمستويات تنمية الاسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي للمدة 2005-2021 ؟

● أهمية البحث.
ووفقا لما تقدم، وفي ضوء الدعم الذي يمارسه الانفتاح المالي في تنمية وتطوير الأسواق المالية، ومدى انعكاس ذلك على اصلاح وتحسين البنية المالية ومن ثم رفع مستويات اداء القطاع المالي من خلال زيادة قدرة الوحدات الاقتصادية للوصول الى التمويل المطلوب والحصول على مديات اوسع من الفرص الاستثمارية تتبع أهمية البحث الأساسية، التي تركز على محاولة تقديم الرؤى الاستشرافية الواضحة لمتخذي القرارات المالية ورسمي السياسات الاقتصادية لادراك أهمية الانفتاح المالي واستشعار اثارها التنموية في الاسواق المالية سواء في الاجل القصير ام الطويل، فضلا عن اتخاذ البحث منحى مغاير عما طرحته الدراسات السابقة على مستوى القياس والتحليل، واعتماده بلدان دول مجلس التعاون الخليجي كعينة لتطبيقاته ولفترة زمنية تخلصها الكثير من الاحداث المالية والاقتصادية والسياسية المختلفة.

فرضية البحث.

استنادا الى الأطر النظرية لأثر الانفتاح المالي في تنمية الأسواق المالية والدراسات التي عززت ذلك، وفي ضوء ما طرح من تساؤل شخص مشكلة البحث، شكلت فرضية البحث الأساسية لتتخذ الصيغة التالية: يساهم الانفتاح المالي وبمؤشراته المتعددة وللأجلين القصير والطويل دوراً داعماً ومحفزاً ومعززاً لتنمية الاسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، ولكنه بدرجة اكبر في الاجل الطويل منه في الاجل القصير.

● هدف البحث

تناغما مع فرضية البحث ومشكلته، فقد هدف البحث الى:

1. عرض بانوراما واضحة وتفصيلية عن الادبيات المالية والدراسات المرجعية التي اطرت لطبيعة الأثر الذي يمكن ان يمارسه الانفتاح المالي في تنمية الأسواق المالية مع استعراض قنوات واليات التأثير تلك،
2. تقديم ادلة تجريبية قياسية تستند الى أصول نظرية يراعى فيها اساسيات الفكر المالي يشخص من خلالها حجم واتجاه الأثر الذي يمكن ان يتركه الانفتاح المالي في تنمية الأسواق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي للمدة 2005-2021.

ثانياً: الإطار النظري.

لقد جاءت معظم الادبيات، وضمن الاطر النظرية للفكر الاقتصادي والمالي الحديث، لتركز في عرضها لألية انتقال اثر الانفتاح المالي وارتفاع مستوياته في تطوير القطاع المالي الذي تشكل الاسواق المالية احد اهم مكوناتها، والذي افترضته في غالبيته ايجابيا، على عدد من القنوات، فالانفتاح المالي ومن خلال مساهمته في تخفيف مستويات الكبح المالي (Financial Repression) وكما يشير (Shaw (1973), McKinnon (1973) فانه يعمل على تعويم اسعار الفائدة والسماح لها بالتوازن مع مثيلاتها العالمية مما يزيد من تراكم رؤوس الاموال وبالتالي يدفع بالقطاع المالي باتجاه التنمية والتطور. (Barnor & Wiafe, 2015, 80-88) كما انه ومن خلال ازالته للقيود المفروضة على انتقال رؤوس الاموال، كما يشير (Huang (2006), Garita (2009) الى ذلك وبناء على اراء Bekaert &

Harvey (2000, 2001), Henry (2000), سيزيد من فرص المستثمرين المحليين والاجانب لتوسع خيارات تكوين محافظهم الاستثمارية وتنويع موجوداتها والوصول الى التوليفة المرغوبة والمطلوبة من العوائد والمخاطرة. وبتكامل التأثيرات التي يمارسها الانفتاح المالي من خلال القناتين السابقتين، وبحسب ما يؤكد Stulz (1999) ويؤيده في ذلك، Henry (2000)، تميل تكاليف التمويل الى الانخفاض وتزداد فرص المقترضين للوصول اليه نتيجة لانخفاض المستحقات المالية المتوقعة لتعويض المخاطر وانخفاض تكاليف الوكالة ورسوم السمسرة.

وفي اطار آلية اخرى للتأثير، يبين Hosseininasab et al. (2012), Chinn & Ito (2005) ان الانفتاح المالي يساهم وفي كثير من الاحيان في تهيئة الاسباب الداعمة لتنمية القطاع المالي عن طريق زيادة كفاءة النظم المالية القائمة وتعزيز ادائها والعمل على تعجيل عمليات اصلاح و/او استبعاد المؤسسات المالية المتلكئة وغير الكفوة وخلق ضغوطات واسعة باتجاه اصلاح وتحسين البنية المالية التحتية للاقتصادات القومية، علاوة على استيعاب وتكييف المعايير المالية والمحاسبية الدولية وادخال الادوات والتقنيات والابتكارات المالية الجديدة والمتطورة وزيادة شدة المنافسة (Levine, 2001, 688-702) (Prasad et al, 2008, 149-172)، والتي عادة ما تعمل وبمجملها على رفع مستويات اداء القطاع المالي من خلال التقليل من امكانية حدوث اللاتماثل المعلوماتي (Information Asymmetry)، وتقليص فرص الوقوع في حالات الاختيار السلبي (Adverse Selection) والابتعاد عن المخاطر الاخلاقية (Moral Hazards) علاوة على زيادة قدرة الوحدات الاقتصادية للوصول الى التمويل المطلوب والحصول على مديات اوسع من الفرص الاستثمارية.

كما يشدد Rajan & Zingales (2003)، وفي ظل اتجاه اخر للتأثير، وضمن ما يعرف بنظرية مجموعات المصالح (Interest Group Theory) على ان رغبة أصحاب الاعمال وشاغلو الوظائف، الداعمون لجهود ابقاء القطاعات المالية عند مستوياتها وعدم رغبتهم في تطويرها مدفوعين في ذلك بسعيهم لإبعاد وتحجيم امكانية المنافسين الجدد من الوصول الى الموارد المالية المحلية والدخول الى اسواقها، الى تغيير مواقفهم باتجاهات مناقضة لذلك عند حصول انفتاح مالي او ارتفاع مستوياته كونه يساهم في توليد تدفقات رأسمالية دولية ويوفر تمويل خارجي يرفع من فرصهم في الوصول الى مستويات وقنوات جديدة للتمويل يتطلب استمرارها وكفاءتها دعم وتحفيز القطاعات المالية المحلية والدفع بها باتجاه التطور والتنمية. الا ان امكانية حصول ذلك عادة ما يرتبط بضرورة تزامنه مع وجود حالة من الانفتاح التجاري، حيث تغير المنافسة المتزايدة في كل من السلع والاسواق المالية مصالح الشركات القائمة لصالح التنمية المالية.

من جانب اخر، وضمن حلقة اخرى للتأثير، يشير Hosseininasab et al. (2012) الى ان العديد من التحليلات الاقتصادية والمالية تميل الى فكرة تمتع الاسواق المالية المنفتحة على السواق العالمية بمستويات اعلى من الكفاءة والنشاط من مثيلاتها المغلقة، ويعتبرون هذا الانفتاح عاملا مهما لتنمية وتطور الاسواق المالية المحلية. فالانفتاح المالي ووفقا لـ Levine (2004) ومن خلال مساهمته في تدفق راس المال الاجنبي الذي يذهب جزء منه الى الاسواق المالية لتغطية فرص استثمارية تتمتع بمستويات مقبولة من العوائد، سيعمل على تعزيز الطلب على الاوراق المالية المحلية، ويقود الى، كما يعتقد، Kim & Singal (2000) Errunza (1983)، وتحت ضغط الجهات الاستثمارية الاجنبية، الى تحسين اداء الاسواق المالية من خلال اعادة هيكلة واصلاح اطرها المؤسساتية والتنظيمية، وتفعيل متطلبات الادراج وتحسين قواعد الافصاح وتبني المزيد من الشفافية والمساءلة، وتحقيق عدالة الممارسات

التجارية (Fair Trading Practices) وحماية حقوق المساهمين، والتي تصب في مجملها بارتفاع ثقة المستثمرين في انشطتها واعمالها، نتيجة لما تحققة من تحسن في كفاءتها التشغيلية والمعلوماتية (Henry & Cdhari, 2002, 1) كما يساهم انفتاح الاسواق المالية، وبناء على قدرته في تقييد التشوّهات التي يمكن ان تصيب مكوناتها وانشطتها، ورفع مستويات فاعلية ومرونة الوسطاء الماليين (Baldwin & Forslid, 2000, 497-517) وتحسين جودة الخدمات المالية، وامكانيته في نقل الموجودات المالية الى مستويات اعلى من القبول والجاذبية محليا ودوليا، في توسيع انشطتها وتعاملاتها المالية بحيث تصبح اضخم حجما واكثر سيولة وافضل اندماجا دوليا بعد ازالة القيود المفروضة على تدفقات راس المال وتوزيع الارباح (Lee & Chou, 2018, 124-130). كما يؤكد Cubillas & (2016), Luo et al. (2014), González الى ان الانفتاح للأسواق المالية الناشئة على الاسواق المالية العالمية لا يؤدي فقط إلى زيادة مستويات سيولتها انما تحفز المؤسسات المالية ايضا، مدفوعة بتوسيع فرص المخاطرة، إلى الانخراط في سلوكيات استثمارية تنطوي على المزيد من المخاطر.

وضمن حلقة التأثير ذاتها، وثقت العديد من الدراسات الاقتصادية والمالية النظرية الاثار الايجابية للانفتاح المالي على تنمية وتطوير الاسواق المالية، فاستنادا الى التنبؤات الاساسية لنماذج تسعير الموجودات الدولية (International Asset Pricing Models) الذي يعد البديل المناسب لنماذج تسعير الموجودات المالية المحلية بعد الانفتاح على الاسواق المالية الدولية (Henry & Chari, 2002, 16)، يؤكد Henry (2000b) على ان الانفتاح المالي، ومن خلال سماحه بمشاركة المخاطر بين المستثمرين الاجانب والمحليين وما ينتج عنها من تدني علاوة الاسهم، سيحفز التكلفة الاجمالية لراس المال الى الانخفاض الى الاسفل، والذي يساهم بدوره في احداث تأثيرين مهمين في تنمية وتطور اسواق الاسهم، فعندما يصاحب انخفاض التكلفة هذه ثبات حجم التدفقات النقدية المتوقعة فان مؤشر اسعار الاسهم المحلية سيميل الى الارتفاع الى الأعلى (Bekaert & Harvey, 2000, 565-614) وعندما يعمل هذا الانخفاض في تكلفة راس المال على تحويل صافي القيمة الحالية السالبة لبعض المشاريع الاستثمارية الى قيمة موجبة، فانه سيدفع بالاستثمار المادي باتجاه النمو والتوسع الذي ينعكس بدوره على زيادة العوائد المالية غير المتوقعة للمساهمين المحليين (Henry, 2000b, 565-614). ويضيف Bekaert & Harvey (2000) الى ذلك بالقول ان الانفتاح المالي يمكن ان يحسن من اداء الاسواق المالية من خلال سماحه للمستثمرين المحليين بشراء الاسهم الاجنبية الكفؤة مبتعدين عن مثيلاتها المحلية الفاقدة لمثل تلك الكفاءة، والتي قد يجبرهم عدم وجود انفتاح مالي الى الاستثمار بها. الا انه من جانب اخر، يؤكدان على ان ارتفاع مستويات الانفتاح المالي يمكن ان يكون شرطا ضروريا لتعزيز تنمية الاسواق المالية الا انه ليس كافيا لتحقيق ذلك، في ظل بيئة سياسية واقتصادية وقانونية غير مواتية للمستثمرين الدوليين تمنع من تدفق راس المال الاجنبي بصورة كبيرة.

وفي الاتجاه المقابل يرى Kim & Singal (2000) ان الانفتاح على الاسواق المالية العالمية قد يمارس تأثيرات غير محمودة على الاسواق المحلية، حيث انه ونتيجة للحساسية الشديدة التي تتمتع بها التدفقات النقدية الدولية تجاه الاختلافات في اسعار الفائدة، وتوقعات النمو الاقتصادي، والعوائد المستقبلية المحتملة من الاحتفاظ بالأوراق المالية، فان اتجاه هذه التدفقات قد تنعكس بعيدا عن مصالح الاسواق المالية مع الصدمات المالية والاقتصادية المحلية والعالمية، مما يعظم وبفاقم اثارها على الاقتصادات المحلية ويزيد من عدم استقرارها واستقرار اسواقها (Calderon, 2009). Kubota & علاوة على ذلك فانه ونظرا لتمييز اسعار الاسهم الاجنبية بالتقلب النسبي مقارنة بأسعار

الاسهم المحلية فان ذلك سينعكس على اسعار الاسهم المحلية بارتفاع معدلات تقلبها تماشياً مع تقلب اسعار الاسهم الاجنبية، وهو ما يسبب، وضمن اتجاه اخر، وعندما تكون تلك التقلبات كبيرة، نفور وابتعاد المستثمرين عن امتلاك وحيازة الاسهم ويدفعهم الى رفع علاوة المخاطرة مما ينتج عنه ارتفاع في تكلفة رأس المال وتخفيض مستويات الاستثمار، كما قد يحمل تدفق رؤوس الاموال الاجنبية الى الاسواق المحلية في طياته تأثيرات متناقضة احدهما يخفض من تكاليف الائتمان ناتج عن التنافس بين وحدات الاقراض والاخر يرفع من تكلفة الائتمان ناتج عن زيادة مستويات المخاطر (Tornell et al.,2003,16)، وعادة ما يتفوق التأثير الثاني على الاول مما يحد من استجابة القطاع المالي الى تأثيرات الانفتاح المالي بصورة ايجابية وربما في بعض الاحيان بصورة سلبية ((Ashrafa,2018,434). كما ان عدم الاستقرار المالي الناشئ عن التقلبات الحاصلة في تدفقات رؤوس الاموال قصيرة الاجل قد يكون سببا اخر يدفع بالقطاع المالي الى التراجع عند ارتفاع مستويات الانفتاح المالي (Estrada et al,2015,1)

ثالثاً: مراجعة الادبيات ذات العلاقة

بالرغم من التنوع والاختلاف في الاتجاهات البحثية للمفكرين والكتاب الاقتصاديين والماليين ومنذ نهايات القرن العشرين، الا ان الاهتمام بدراسة وتحديد العوامل الاقتصادية والمالية المؤثرة في تنمية الاسواق المالية وتطورها، ومنها سياسات الانفتاح المالي، لم تغب عن تلك الاتجاهات البحثية، التي جاءت في معظمها لتؤكد، سواء من خلال التوافق في اسسها ومتضمناتها العامة او من خلال نتائجها التي تباينت بفعل تباين ابعادها الزمانية والجغرافية واساليبها التجريبية، على وجود مزايا ايجابية لتلك السياسات على مؤشرات تنمية الاسواق المالية ولتفسر جانب كبير من عدم التقارب بين مستوياتها في البلدان المختلفة.

ففي دراسة (Huang (2006 حول تأثير الانفتاح المالي في تنمية القطاع المالي وباعتماد البيانات المزدوجة (Panel Data) لـ 35 سوقاً مالياً رئيساً ناشئاً خلال الفترة 1976-2003، وبتطبيق منهجية تحليل المكون الرئيسي (Principal Component Analysis) اكدت النتائج التجريبية على عد الانفتاح المالي احد اهم محددات التباين بين الدول المختلفة في مستويات تطور انظمتها المالية، كما اشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة قوية ودائمة بين الانفتاح المالي وتنمية اسواق الاوراق المالية عادة ما تتجاوز في قوتها وديمومتها تلك العلاقة التي تربط بين الانفتاح المالي وتطور القطاع المصرفي.

وباستخدام منهجية التكامل المشترك لـ Pedroni ووفقاً لطريقة العزوم المعممة The Generalized Method of Moments (GMM) (Hanh, 2010) في دراسته التي هدفت الى التحقق من العلاقة المحتملة بين سياسات الانفتاح (المالي والتجاري) وبين تنمية القطاع المالي لعينة من 99 دولة نامية اسيوية خلال الفترة 1994-2008، على وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الانفتاح المالي وتنمية القطاع المالي، الا انها تفنقد الى التجانس عبر المقاييس المختلفة المعبرة عن تلك السياسات، فالاستثمار الاجنبي المباشر الى الناتج المحلي الاجمالي وإجمالي تدفقات رأس المال الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي بعدهما مؤشران للانفتاح المالي يمارسان تأثيراً ايجابياً في مؤشرات تنمية القطاع المالي، في حين يعد التطور في الاسواق المالية المحلية (باعتباره جزء من القطاع المالي) شرطاً ضرورياً لجذب الاستثمار الاجنبي المباشر. كما اشار ان الازمة المالية لعام 2007 وبالرغم من عدم قدرتها

على التأثير المباشر في تنمية النظام المالي المحلي لبلدان عينة الدراسة، الا ان انعكاساتها السلبية على سياسات الانفتاح مازالت تعد احد العوامل المبطنة لتنمية ذلك القطاع.

وكشفت دراسة (Adegboye & Ikponmwoşa (2013) التي اتخذت من دول غرب افريقيا (نيجيريا، عانا وساحل العاج) عينة لها، مستخدمة بياناتها السنويه المزدوجة (Panel Data) للفترة 1988-2010، ومعتمدة منهجية تقدير الاثر الثابت والاثار العشوائى(Fixed Effects & Random Effects Estimations) في تحليلها التجريبي، عن حقيقة ان زيادة مستويات الانفتاح المالي من شأنه ان يعزز تنمية اسواق راس المال لدول العينة، من خلال مساهمته في رفع لمعدلات رسملة سوق الأوراق المالية وإجمالي القيمة المتداولة مع قدرته على تحسين رسملة أسواق السندات الخاصة، كما ان نمط تدفق رأس المال الأجنبي إلى بلد ما وكذلك هيكل الموجودات والمطلوبات الخارجية يمكن ان يلعبان دوراً مهماً في شرح آلية تأثير الانفتاح المالي في أسواق رأس المال المحلية، فالمطلوبات المرتبطة مباشرة بأسواق رأس المال المحلية تساهم في دعمها وتنميتها اكثر مما تساهمها المطلوبات الاخرى.

وفي سعيهما الى دراسة الاثار التي يمكن ان يتركها الانفتاح المالي على تنمية الاسواق المالية في غانا، وباعتماد منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) Autoregressive Distributed Lag اشار Barnor & Wiafe (2015)، وبناء على النتائج التجريبية لدراستهما. الى وجود امكانية كبيرة للانفتاح المالي في التأثير الايجابي على تنمية الاسواق المالية في المديين القصير والطويل، على ان يتم ذلك وفق حالة من التوازن في مستويات الانفتاح المالي تقلل او تمنع من تصاعد حالات التأثير واستقبال الازمات المالية ودورات الاعمال الدولية. وهو ما اكدته دراسة Onanuga & Onanuga (2016)، التي طبقت على الاقتصاد النيجيري وباستخدام منهجية العزوم المعممة (GMM) بإشارتها الى ان الانفتاح المالي لا يمكن ان يمارس تأثيره الداعم لتنمية القطاع المالي بأسواقه المالية ومؤسساته المصرفية دون ان يتزامن ذلك مع تفعيل قنوات الانفتاح التجاري (والعكس بالعكس)، ومع وجود سياسات وتدابير وقائية مانعة من انتقال الاثار السلبية للازمات العالمية. في مقابل ذلك اشارت دراسة Ahmad, Zehraa & Jehan (2018) التي طبقت على الباكستان، ان الانفتاح المالي عادة ما يدعم تنمية الاسواق

المالية دون ان يعد تزامنه مع الانفتاح التجاري شرطاً ضرورياً لتحقيق ذلك

الجدول (1) ملخص لتأثير الانفتاح المالي في اسواق الاوراق المالية

ت	الباحثون والسنة	عينة الدراسة	التأثير
1	Walti (2005)	15دولة صناعية	ايجابي
2	Bonfiglioli (2008)	70دولة نامية ومتقدمة	ايجابي
3	Ozko (2010)	مجموعة من البلدان الناشئة والمتقدمة	سليبي
4	Ersoy (2011)	تركيا	ايجابي
5	Bekaert,Harvey & Lundblad,)2011(	96دولة نامية ومتقدمة	ايجابي
6	Hosseininasab et al.(2012)	بعض دول الشرق الاوسط وشمال افريقيا	سليبي
7	Zafar (2013).	الباكستان	ايجابي
8	Fauzel (2016)	الدول الجزرية الصغيرة	ايجابي
9	Cakan (2017)	تركيا	ايجابي
10	Nugroho & Danarsari (2019)	إندونيسيا وماليزيا والفلبين وسنغافورة وتايلاند	ايجابي

الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على الادبيات ذات العلاقة

وفي محاولة لاستقصاء الدور الذي يحققه الانفتاح المالي في رفع مستويات كفاءة اسواق الاوراق المالية للأسواق الناشئة عند مستوى معين من التطور المؤسسي، اشارت دراسة (Naghavi, Mubarik & Kaur (2018) على ان الاثار الايجابية التي يمكن ان يمارسها الانفتاح المالي في تعديل كفاءة أسواق الاوراق المالية قد تتلاشي مع انخفاض مستويات سلامة وتطور الاطر المؤسسية المحلية لتنعكس الى اثار ربما تكون سلبية عند تجاوزها عتبة معين من التدهور. فغياب درجة معينة من الثقة في عدالة الحكومة، وسيادة القانون، وحقوق الملكية، وسيادة الدكتاتورية والاستبداد لا تشجع على تدفق رؤوس الاموال المحلية الى الخارج فقط وانما تمنع من استقطاب رؤوس الاموال الاجنبية نتيجة لما تسببه من ارتفاع معدلات مخاطرها القطرية، وهو ما جاء متوافقا مع طروحات Chinn & Ito (2006) التي ترى ان المستويات العليا من الانفتاح المالي تقود عادة، وفي ظل وجود أنظمة ومؤسسات قانونية مناسبة يتم من خلالها تعزيز الجودة البيروقراطية وانخفاض مستويات الفساد، الى تنمية اسواق الأوراق المالية.

ولاستكشاف اثر الانفتاح المالي في دعم سيولة الاسواق المالية الناشئة، وباعتماد بيانات ربع سنوية تغطي الفترة من الربع الأول من عام 2001 إلى الربع الرابع من عام 2016. لعينة من 11 اقتصادا متطورا وناشئا، اكدت النتائج التجريبية لدراسة (Lee & Chou (2018) الرأي القائل بقدرة المستويات المرتفعة من الانفتاح المالي على تعزيز سيولة الاسواق المالية المحلية ودفع معدلاتها باتجاه الارتفاع. الا ان ذلك يكون اكثر قوة وفاعلية في الاسواق المالية الناشئة منه في الاسواق المالية المتقدمة.

رابعا: المنهجية التجريبية (Empirical Methodology).

استنادا الى ما طرح من اطر نظرية وتجريبية دعمت من قبل العديد من الدراسات المالية والاقتصادية، واختبار صحة فرضيات البحث، والوصول الى صياغة كمية لطبيعة الأثر الذي يمكن ان يتركه الانفتاح المالي في تنمية وتطور الاسواق المالية اعتمدت البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) لبلدان مجلس التعاون الخليجي الستة (دولة الكويت، دولة قطر، الامارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، سلطنة عمان، المملكة العربية السعودية) لمتغيرات الدراسة وللمدة (2005-2021) لتبلغ عدد مشاهدات السلسلة الزمنية (96) مشاهدة.

مصادر البيانات

بهدف توحيد مصادر البيانات وتجنب تباينها واختلافها فقد اعتمدت قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية (Global Financial Development Database) الصادرة عن البنك الدولي، وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي الخاصة بالإحصاءات المالية الدولية (International Financial Statistics) وقواعد بيانات (Bank Scope) للوصول الى بيانات مؤشرات التنمية المالية وبيانات المتغيرات التوضيحية (الانفتاح المالي، الانفتاح التجاري، والاستقرار السياسي، والجودة التنظيمية)، بينما تم الاستعانة بإحصاءات منظمة الشفافية الدولية للوصول إلى بيانات مؤشر مدركات الفساد (CPI) (Corruption Perception Index).

● متغيرات النموذج

1. المتغير المعتمد: مؤشر تنمية الاسواق المالية

عادة ما يعبر مفهوم التنمية في اتجاه اقتصادي معين الى قدرة ذلك الاتجاه، ومن خلال اعادة تكييف وهيكلته مكوناته الاساسية، على الوصول بوظائفه واهدافه الرئيسة الى مجالات ودرجات متقدمة مثلى، ولا يستثنى من ذلك تنمية او

تطور الاسواق المالية الذي يعكس امكانيتها في نقل وظائفها إلى مستويات مستهدفة من الجودة والكفاءة عبر أحداث التغيرات الكمية والنوعية في الاسس القانونية والتنظيمية والرقابية والتنافسية التي تكفل التطور السريع لمكوناتها من ادوات وخدمات وآليات تعمل بمجموعها على بناء روابط فعالة ومنظمة بين الجهات المتعاملة داخلها وبالشكل الذي يزيل العوامل المسببة لتشوهها (Lynch, 1996, 3)، وبما يحقق توجيه الموارد المالية للاقتصاد القومي باتجاه الاستخدامات الأكثر انتاجية وافضل اداء. من هنا يعد مفهوم التنمية تعبيراً متعدد الواجهات والابعاد، تبلور في اطار تنمية الاسواق المالية وبحسب روى البنك الدولي وصندوق النقد الدولي بأربعة اتجاهات هي العمق (Depth) كتعبير عن حجمها وسيولتها، والوصول (Access) كتعبير عن امكانية الوحدات الاقتصادية في الوصول الى خدماتها المالية، والكفاءة (Efficiency) كتعبير عن قدرتها على تقديم الأدوات والخدمات المالية بتكلفة منخفضة وعوائد مستدامة، والاستقرار (Stability) كتعبير عن تمتعها بالمرونة المطلوبة لمواجهة التغيرات غير المرغوبة في المتغيرات الاقتصادية والمالية (Svirydzhenka, 2016, 5)، (Gupta & Mahakud, 2019, 8) اشتمل كل بعد منها على عدد من المؤشرات تنوعت بتنوع وجهات النظر من جانب واختلاف وتباين الدراسات المتعلقة بها والغايات المطلوبة منها من جانب آخر.

ووفقاً لما تقدم، وللوقوف على مستويات التنمية المالية التي يمكن ان تحتلها الدول في فترة زمنية معينة ومقارنتها مع فترات أخرى و/او مقارنتها مع دول أخرى فقد تم اعتماد مؤشراً تجميعياً (Karanovic & Karanovic, 2015, 3-17) وعده المتغير المعتمد الذي سيتم دراسة وتحديد مدى تبعيته للتغيرات الحاصلة في مستويات الانفتاح المالي، بني على أساس الابعاد الأربعة للتنمية المالية (العمق، الوصول، الكفاءة، الاستقرار) مع اختيار المؤشر الأكثر استخداماً وتعبيراً عن كل بعد منها، وكما يلي:

1. رسملة السوق (MC): ويعد المؤشر الأكثر شيوعاً واستخداماً للتعبير عن مدى التباين والاختلاف في مستويات العمق المالي للأسواق المالية للبلدان المختلفة. ويقاس بقسمة اجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية الى الناتج المحلي الإجمالي، (Ben, Naceur & Kandil, 2014, 212-223) .. (Bayraktar, 2014, 76)
2. تركيز السوق (MO): للتعبير عن تركيز السوق المالية يعتمد عادة مؤشر سندات الدين الدولية (صافي إصدارات المؤسسات المالية الدولية من السندات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، كونه يعكس إمكانية وصول تلك المؤسسات الدولية الى الأسواق المالية المحلية (Setiawan, 2016, 7)، (Svirydzhenka, 2015, 139-158).
3. معدل دوران سوق الأسهم (MS): للتعبير عن مدى الكفاءة التي تتمتع بها الأسواق المالية وقدرتها على استيعاب اعداد كبيرة من التعاملات المالية تكشف عن حالة النشاط الكثيف في حركتها، عادة ما يتم اعتماد مؤشر معدل دوران سوق الأسهم، الذي يقاس بقسمة القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في الأسواق المالية. فارتفاع قيمته عادة ما تعكس ارتفاعاً في معدلات السيولة التي يتمتع بها والناتجة في جزء ليس باليسير منها ويفسر بانخفاض كلفة الحصول على المعلومات التي تعد المركز الأساس للحكم على مدى الكفاءة التي تتمتع بها الأسواق المالية (Čihák et al., 2012, 14).
4. تقلبات السوق (MF): يعد مؤشر متوسط التقلبات خلال 360 يوماً لمؤشر السوق والذي يقاس بتشتت عوائده، المؤشر الأكثر استخداماً وشيوعاً للتعبير عن تقلبات السوق، الذي يعكس بدوره درجة الاستقرار المالي التي يتمتع بها السوق، فارتفاع مستويات استقراره السوق المالي عادة ما يؤثر قدرة اكبر على مواجهة الازمات غير المرغوبة بابتعاد الأسعار الفعلية لأوراقها المالية عن الانحرافات المفرطة في قيمها المتوقعة (Levine & Gray et al, 2007, 16) (Zervos, 1998, 537-558)

وبهدف بناء مؤشر تجميعي¹ يمتلك القدرة على الإحاطة بالأبعاد الأربعة للتنمية المالية وبما يتناسب واوزانها النسبية وبالشكل الذي يعكس المستويات الفعلية لها، فقد اعتمد أسلوب معامل الاختلاف²، الذي يتميز عن الطرق البديلة الأخرى بكونه يسمح بإعطاء وزن لكل مؤشر فرعي وفقاً لأهميته النسبية وبالشكل الذي يساهم في تجنب التحيز المحتمل باتجاه مؤشر دون آخر وكذلك يبتعد عن امكانية التأثير بالأراء او الاحكام الذاتية (Ozkok, 2010, 11-12). ووفقاً لذلك يتم

¹ . للمزيد حول المؤشرات المركبة (التجميعية)، انظر: إسماعيل، محمد علي، سيد، مها عز الدين، حافظ، ندى محمد، 2006، دليل تكوين المؤشرات المركبة، مجلس الوزراء، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، الإدارة العامة لجودة البيانات، جمهورية مصر العربية.

² . هناك طرق أخرى لبناء المؤشرات التجميعية منها طريقة المؤشرات المرجحة بالأوزان المتساوية، وتقنية تحليل المكونات الرئيسية، واسلوب التحليل العاملي، وغيرها.

قياس المؤشر التجميعي من خلال اخذ معامل الاختلاف لكل متغير من متغيرات الدراسة (cvi_i)، والذي يحسب وفق المعادلة الآتية:

$$cvi_i = \frac{\sigma_i}{\mu_i}$$

حيث σ_i الانحراف المعياري للقيم μ_i الوسط الحسابي للقيم i ، ومن ثم يتم تجميع معاملات الاختلاف لجميع متغيرات الدراسة للوصول الى مجموع معاملات الاختلاف (scv). وبقسمة معامل الاختلاف لكل متغير من متغيرات الدراسة (cvi_i) على مجموع معاملات الاختلاف (scv) وكما في المعادلة الآتية:

$$wi = \frac{cvi_i}{scv}$$

يتم تحديد قيمة الاوزان (wi) التي سيتم ترجيح القيم الحقيقية وفقا لها. وعليه فان المؤشر التجميعي المعبر عن تنمية الأسواق المالية (المتغير المعتمد) يحسب وفق الصيغة التالية:

$$\text{Financial Markets Development} = \sum_{i=1}^E wi(\text{means})it$$

حيث يمثل wi الوزن النسبي لكل مؤشر من مؤشرات ابعاد تنمية الأسواق المالية.

وتمثل $measi$ متوسط المؤشرات المستخدمة في بناء مؤشر تنمية الأسواق المالية (Ozkok, 2010, 5-6).
5. المتغيرات التوضيحية:

1. مؤشرات الانفتاح المالي

في ظل غياب الرؤية المشتركة حول ما يمكن ان يعكسه مفهوم الانفتاح المالي من متضمنات واضحة ومحددة، برزت العديد من المؤشرات والمقاييس التي حاولت التعبير عن ذلك الاختلاف في الرؤى من خلال تباين ابعاده ومكوناته وطرق حسابه ولتتخذ صيغ مختلفة تعكس كل منها، وربما تشتت في بعضها، اتجاها معينا من هذه التباينات، ولتتمحور في معظمها حول سيناريوهين، اتخذ الاول اتجاها قانونيا (de jure) استند الى القواعد والقيود القانونية التي تحكم التدفقات الرأسمالية، معتمدا بذلك وبشكل جوهري على المعلومات الواردة في التقارير السنوية لصندوق النقد الدولي حول ترتيبات وقيود الصرف (Annual Report on Exchange Rate (AREAER) (Arrangements and Exchange Restrictions)، والذي صنف بدوره الى مؤشرات او مقاييس ثنائية القيمة الصفر او الواحد، يعكس الرقم واحد وجود قيود تامه على التدفقات الرأسمالية، في حين يشير الرقم صفر الى عدم وجود مثل هذه القيود. ومؤشرات اخرى محسنة، من اهمها مقياس Quinn (1997) ومؤشر KAOPEN المقدم من قبل Chinn & Ito (2006)، ومؤشر (FOI) المقترح من قبل Johnston (1998) & Tamirisa، (Estrada, Park & Ramayandi, 2015, 4).¹ (Schindler (2009) اما السيناريو الاخر فقد اتخذ اتجاها واقعي (de facto) استند الى القيم الفعلية للمتغيرات الاقتصادية التي تعكس حجم التدفقات الرأسمالية، والتي صنفت الى مقاييس سعرية تميل الى تحديد مدى التقارب الذي يتحقق بين أسعار الأدوات المالية المحلية والاجنبية المتماثلة، كالاختلاف في اسعار الفائدة ومقاييس كمية تركيز على مقدار واتجاه التدفقات الرأسمالية، كالتدفقات الرأسمالية الاجمالية او الصافية الى الناتج المحلي الاجمالي، تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر، تدفقات الاستثمار الاجنبي المحفظي، اجمالي الديون (Kose et al, 2006, 14)

¹ للمزيد حول مؤشرات الانفتاح المالي المستندة الى القواعد القانونية انظر (Kose et al, 2006, 12-13), (Yu, 2011, 36-40), (Toyoda, 2011, 488-522).

ولمتطلبات الدراسة، ونظرا لمتنوع مؤشرات ومقاييس الانفتاح المالي المتخذة اتجاها قانونيا (de jure) بالاستقرار النسبي في قيمها، فقد تم اعتماد مؤشرات الانفتاح المالي المتخذة اتجاها واقعيا (de facto) والمستندة الى القيم الفعلية للمتغيرات الاقتصادية التي تعكس حجم التدفقات الرأسمالية، والاكثرها شيوعا وتوافقا مع طبيعة الدراسة الحالية والتي تمثلت بالاتي:

1. اجمالي التدفقات الرأسمالية (CF) وبعد احد المؤشرات المهمة المستخدمة للتعبير عن الاتجاه الواقعي للانفتاح المالي في العديد من الدراسات التجريبية، كونه يعطي صورة اقل اهتزازا وتقلبا واكثر وضوحا وعمقا عن الانفتاح المالي، بحركته سواء الى الداخل او الى الخارج (Bush,2018,6), (Shen,2015.24) والذي يتم حسابه قيما من خلال اضافة التدفقات الرأسمالية الداخلة (Capital Inflow) الى التدفقات الرأسمالية الخارجة (Capital Outflow)¹ كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، وبالتالي فان ارتفاع قيمه يعد دليلا على تقدم مستويات الانفتاح المالي.

2. رصيد الموجودات والمطلوبات الاجنبية (SL) ويعبر عن الارصدة المتراكمة للتعاملات براس المال الدولي، وبذلك يمكن ان يساعد في الكشف عن اتجاهات حركة رؤوس الاموال الداخلة منها والخارجة عبر المدى الطويل، فضلا عن قدرته على تجاوز التقلبات الشديدة والاختفاء التي من المحتمل حدوثها عند القياس والتجميع (Kose et al.,2006,14), ويحسب هذا المؤشر الذي اقترح من قبل (Lane & Milesi-Ferretti (2003, 2007) من خلال اجمالي الموجودات والمطلوبات الاجنبية (Foreign Assets and Liabilities) كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي، الذي تعكس مستوياته المرتفعة درجة متقدمة من الانفتاح المالي. (Bush,2018,6), (Steine,2018,8)

2. المتغيرات الضابطة:

لتعزيز النتائج التجريبية والاقتراب من الحدود الواقعية للظاهرة الاقتصادية المتمثلة بتنمية الاسواق المالية، اضيفت الى مؤشرات الانفتاح المالي بعدها متغيرات تفسيرية، متغيرات اخرى ضابطة تعدهما الدراسات الاقتصادية والمالية من العوامل الرئيسة المؤثرة في تنمية الاسواق المالية بصورة مستقلة من جانب، ومن خلال تأثيرهما في امكانية استجابة تنمية الاسواق المالية للتغيرات الحاصلة في الانفتاح المالي من جانب اخر (Ho & Huang,2010,165) (Bernard,2018,6)، وهي:

1. الانفتاح التجاري (TO) يشبر Onanuga & Onanuga (2003) , Rajan & Zingales (2016) الى ان التأثير الفعال للانفتاح المالي في دعم أسواقه المالية ودفعها باتجاه التنمية والتطور، عادة ما يتطلب في جزء منه وجود مستويات متناسبة من الانفتاح التجاري، الذي اعتمد وللتعبير عنه المؤشر التقليدي الاكثر شيوعا واستخداما والتمثل باجمالي الصادرات زائدا اجمالي الواردات الى الناتج المحلي الإجمالي (Ho & Bernard,2018,17)

¹ تتألف التدفقات الرأسمالية الداخلة من مجموع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والتدفقات الداخلة من الاستثمارات المحفظة الداخلة، فضلا عن الانواع الاخرى من الاستثمارات الداخلة، اما التدفقات الرأسمالية الخارجة فتشمل ايضا تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والتدفقات من الاستثمارات المحفظة والانواع الاخرى من التدفقات الاستثمارية المتوجهة جميعها الى الخارج.

2. الاطر القانونية والتنظيمية والجودة المؤسسية: يرى Chinn & Ito (2006) Bekaert & Harvey (2000) ان المستويات المتقدمة من الانفتاح المالي، وبهدف ممارسة تأثيرها الايجابي في تنمية الاسواق المالية، تحتاج عادة الى اطر قانونية وتنظيمية مناسبة يتم من خلالها تعزيز الجودة البيروقراطية وانخفاض مستويات الفساد. وللتعبير عن تلك الاطر تم اعتماد المؤشرات الاتية:

- مؤشر الجودة التنظيمية (RG): ليعكس الاداء المؤسسي للدولة.
 - مؤشر الاستقرار السياسي (PL): ليعكس البيئة السياسية للدولة.
 - مؤشر مدركات الفساد (CR): ليعكس مستويات الفساد في الدولة.
- وعليه يمكن صياغة نموذج التقدير كدالة رياضية يُستند عليها في بناء المعادلة القياسية، وكما يلي:

$$AM = F \{ CF, SL, TO, RG, PL, CR \}$$

$$AM = \beta_0 + \beta_1 CF + \beta_2 SL + \beta_3 TO + \beta_4 RG + \beta_5 PL + \beta_6 CR + \varepsilon_i$$

الجدول (2) متغيرات البحث

المتغير المعتمد				
ت	المتغير	المؤشر	الرمز	التأثير
1	تنمية الاسواق المالية	المؤشر التجميعي لتنمية الاسواق المالية	(AM)	
المتغيرات التوضيحية				
ت	المتغير	المؤشر	الرمز	التأثير
1	الانفتاح المالي	اجمالي التدفقات الرأسمالية	(CF)	+
		رصيد الموجودات والمطلوبات الاجنبية	(SL)	+
2	الانفتاح التجاري	الصادرات زائدا الواردات الى GDP	(TO)	+
3	الاطر القانونية والتنظيمية والجودة المؤسسية	مؤشر الجودة التنظيمية	(RG)	+
		مؤشر الاستقرار السياسي	(PL)	+
		مؤشر مدركات الفساد	(CR)	+

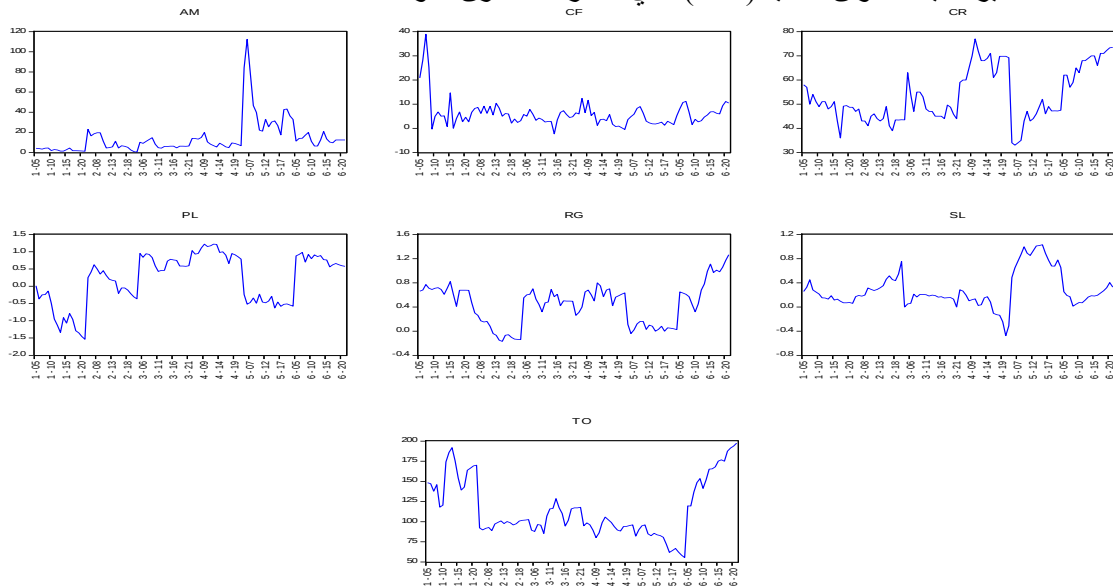
الجدول من اعداد الباحث

● منهجية تقدير الأنموذج
 بغية الحصول على تقديرات اكثر مصداقية وواقعية والوصول الى تفسير منطقي وسليم يتناغم مع الأطر النظرية والتجريبية و/او الواقع الاقتصادي والمالي لبلدان دول مجلس التعاون الخليجي ويتوافق مع طبيعة الأثر الذي يمكن ان يمارسه الانفتاح المالي في تنمية الاسواق المالية في تلك البلدان، يمكن الاستفادة منه في رسم السياسات الاقتصادية والمالية واتخاذ القرارات الصائبة، فقد اعتمدت الدراسة على ما يعرف بمنهجية الانحدار الذاتي للنفجوات الزمنية الموزعة لبيانات المدمجة (PanelARDL) وبصيغة نموذج وسط المجموعة المدمجة (PMG) (ARDL/PMG) (Autoregressive Distributed Lag /Pooled Mean Group)، التي يتم من خلالها تشخيص الاثار التكاملية للانفتاح المالي في تنمية الأسواق المالية في الاجلين القصير منه والطويل، علاوة على تحديد قيمة وحجم واتجاه ذلك التأثير. (Pesaran et al, 2001,289-326)

● تقدير الانموذج ومناقشة النتائج.

للابتعاد عن امكانية اتخاذ نتائج تقديرات اثر الانفتاح المالي في تنمية الاسواق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي للمدة (2005-2021)، فيما مزيفة او مضللة، وعبر معالجة عدم استقرارية البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة، والتي

عكستها الرسوم البيانية المدرجة في الشكل (1)، اعتمد اختبار جذر الوحدة لـ Perron -Phillip (PP) لبيانات الـ Panel Data، الذي ادرجت نتائجه في الجدول (3)، والتي اكدت على استقرارية متغيرات الدراسة عند المستوى، باستثناء متغير تنمية الأسواق المالية (AM) الذي استقر عند الفرق الأول .



الشكل (1) الرسوم البيانية لبيانات الـ Panel Data لمتغيرات الدراسة

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 10)

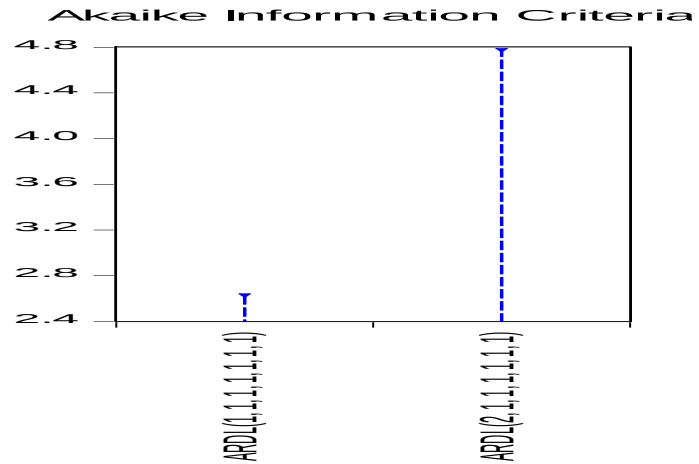
الجدول (3) نتائج اختبار (pp) Phillips-Perron لبيانات الـ Panel Data لمتغيرات الدراسة

Variables	Level		First Difference	
	t-Statistic	p-value	t-Statistic	p-value
AM	11.9933	(0.4462)	60.0302	(0.0000)
CF	71.0813	(0.0000)		
SL	29.3256	(0.0035)		
TO	32.6937	(0.0011)		
CR	26.1878	(0.0101)		
RG	25.7310	(0.0117)		
PL	47.4686	(0.0000)		

● الأرقام بين الأقواس تمثل مستويات المعنوية (P-Values) عند (5%) أو أقل لاختبار (PP).

● الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 10)

نظرا لعدم تجاوز استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج حاجز الفرق الثاني وبقيائها ضمن حدود المستوى والفرق الأول، فقد استوفت شروط اختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة للبيانات المدمجة (PanelARDL). ولتحديد عدد فترات الابطاء الزمني (Lags) واختيار المدة الأمثل للكشف عن العلاقة بين المتغيرات التوضيحية والمتغير التابع المتمثل بتنمية الأسواق المالية والمعبر عنه بـ (AM)، ونظرا لعدده المعيار الافضل في تحقيق ذلك فقد اعتمد معيار (Akaike Information Criterion (AIC الذي جاءت نتائجه، وكما مثبت في الشكل (2)، لتؤكد امثلية التخلف الزمني لمدة سنة واحدة (3(t-



الشكل (2) اختبار عدد فترات الابطاء الزمني وفقاً لمعيار (AIC)

الشكل من إعداد الباحث بالاستناد الى نتائج برنامج (Eviews 10.)
وبالذهاب الى اختبار (Wald Test) للكشف على مدى إمكانية وجود حالة من التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة من عدم وجوده، تم التوصل الى النتائج المدرجة في الجدول (4)، والتي اكدت، وبناء على احصائية F التي انخفضت مستوى معنويتها عن حاجز الـ 5% ولجميع معلمات النموذج المقدرة (C1-C6)، وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة تعكس وجود اثر طويل الاجل للمتغيرات التوضيحية في مؤشر تنمية الأسواق المالية في بلدان عينة الدراسة.

الجدول (4) نتائج اختبار (Wald Test) للتكامل المشترك بين متغيرات الانموذج

ARDL Wald Test			
Sample: 2005 2021			
Included observations: 96			
Null Hypothesis: No long-run relationships exist			
Equation: Untitled			
Test Statistic	Value	Df	Probability
F-statistic	15382.06	(6, 42)	0.0000
Chi-square	92292.36	6	0.0000
Null Hypothesis: C(1)=0, C(2)=0, C(3)=0, C(4)=0, C(5)=0, C(6)=0			
Null Hypothesis Summary:			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(1)	0.025335	0.001432	
C(2)	12.75737	0.155604	
C(3)	0.052394	0.000973	
C(4)	3.244450	0.347249	
C(5)	-0.273820	0.002742	
C(6)	5.740226	0.078955	
Restrictions are linear in coefficients			

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 10.)

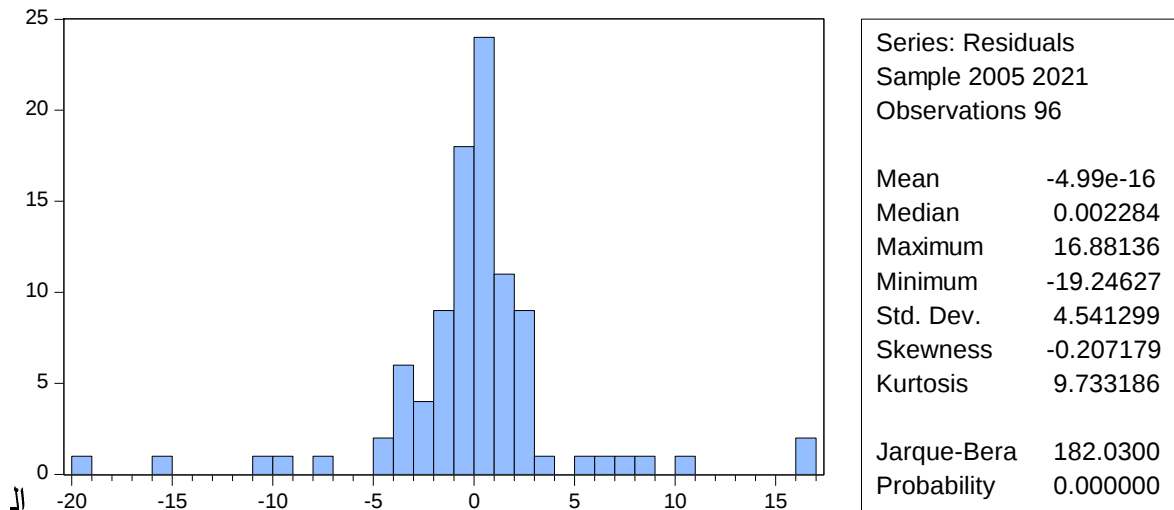
وبناءً على ما أفرزته نتائج اختبار Wald Test من وجود تكامل مشترك بين متغيرات الانموذج وما يعكسه ذلك من وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة، تم تقدير معاملات الأجل الطويل والتي أدرجت نتائجها بالجدول (5).

الجدول (5) نتائج التكامل المشترك وفقاً لـ **ARDL** ومعلمات الأجل الطويل

Dependent Variable: D(AM)				
Method: ARDL				
Sample: 2005 2021				
Included observations: 96				
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (1 lag, automatic): CF RG TO SL CR PL				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 2				
Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1, 1, 1)				
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Long Run Equation				
CF	0.025335	0.001432	17.69403	0.0000
SL	3.244450	0.347249	9.343307	0.0000
TO	0.052394	0.000973	53.84240	0.0000
RG	12.75737	0.155604	81.98590	0.0000
CR	-0.273820	0.002742	-99.84522	0.0000
PL	5.740226	0.078955	72.70235	0.0000
Short Run Equation				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ01	-0.767536	0.224826	-3.413905	0.0014
D(CF)	0.454486	0.728185	0.624135	0.5359
D(SL)	14.77066	8.263944	1.787362	0.0811
D(TO)	-0.053182	0.129672	-0.410127	0.6838
D(RG)	-14.54181	11.92686	-1.219249	0.2296
D(CR)	-0.037513	0.275386	-0.136219	0.8923
D(PL)	-6.275479	3.247422	-1.932450	0.0601
C	9.408609	3.861127	2.436752	0.0191
@TREND	-0.127412	0.156522	-0.814020	0.4202
Mean dependent var	-0.906592	S.D. dependent var		7.321663
S.E. of regression	6.829946	Akaike info criterion		4.062748

Sum squared resid	1959.223	Schwarz criterion	5.606849
Log likelihood	-147.2001	Hannan-Quinn criter.	4.688007
Note:p-values and any subsequent tests do not account for model selection.			

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 10)
من جانب آخر فقد اكدت نتائج اختبار (Jarque-Bera Test) المثبتة في الشكل (3)، على تمتع بواقي النموذج المقدر بميزة التوزيع الطبيعي، حيث انخفضت القيمة الاحتمالية لـ Jarque-Bera عن الـ 0.05.



شكل (3) اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 10)
لقد جاءت نتائج تقدير اثر الانفتاح المالي (AM) في تنمية الأسواق المالية وكما موضح في الجدول (5) لتبين ما يأتي:

- وفقا لنتائج التقدير طويلة الأجل فان مؤشري الانفتاح المالي والمتمثلين بإجمالي التدفقات الرأسمالية (CF) ورصيد الموجودات والمطلوبات الأجنبية (SL) قد نجحا في اثبات تأثيرهما الإيجابي في مؤشر تنمية الأسواق المالية في بلدان مجلس التعاون الخليجي وبمعاملات قدرها (3.244)، (0.025) على التوالي، وهو ما جاء متوافقا مع الأطر النظرية والدراسات التجريبية، كدراسة (Barnor & Wiafe (2015)، (Adegboye & Ikponmwosa (2013) التي اكدت على ارتفاع مستويات تنمية وتطور الاواق المالية بارتفاع معدلات انفتاحها المالي، ومؤكدا لفرضية البحث.
- اكدت نتائج التقدير طويل الاجل على وجود تأثير إيجابي للمؤشر الانفتاح التجاري (TO) في مؤشر تنمية الأسواق المالية (AM) في بلدان عينة الدراسة وبمعامل قدره (0.0524)، وهو بذلك قد تنافس مع طرحه الفكر الاقتصادي والمالي ودراسة (Onanuga & Onanuga (2016) من ان ارتفاع مستوى تنمية الأسواق المالية يتأثر وبشكل ملحوظ بارتفاع مستويات الانفتاح التجاري.

- نجح مؤشري الأطر القانونية والتنظيمية والجودة المؤسسية والمتمثلين بمؤشر الجودة التنظيمية (RG) ومؤشر الاستقرار السياسي (PL) من تأييدهما للأطر الفكرية الداعمة لاعتمادية تنمية الأسواق المالية في جزء منها على توفر مستويات مقبولة من الهياكل القانونية والتنظيمية والمؤسسية، فقد جاء تأثير هذين المؤشرين إيجابيا في مؤشر تنمية الأسواق المالية (AM) وبمعاملات قدرها (5.74)، (12.75) على التوالي.

• تمكن مؤشر مدركات الفساد (CR) من تأكيد تأثيره في مؤشر تنمية الأسواق المالية في بلدان عينة الدراسة، إلا أن تأثيره هذا قد جاء عكسياً، وهو ما يشير إلى تناقضه مع الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي أكدت على أن ارتفاع مؤشر مدركات الفساد وما يعكسه من انخفاض مستويات الفساد له تأثير إيجابي في تنمية الأسواق المالية، وربما يفسر ذلك التأثير العكسي لمستويات الفساد في تنمية الأسواق المالية إلى ما أشارت إليه بعض الأدبيات الفكرية والدراسات التطبيقية كدراسات Aidt (2005) Egger & Winner (1997) Bardhan (1968) Huntington (2009), Lau et al (2013)، من أن ارتفاع مستويات الفساد (انخفاض قيمة مؤشر مدركات الفساد) يمكن أن يمارس تأثيراً إيجابياً في تنمية الأسواق المالية عبر مساهمته في تقليل القيود على إجراء المعاملات وسماعه للشركات بالالتفاف على القوانين واللوائح والتعليمات الحكومية غير الفعالة، كما يؤكد Chêne (2013) Lau et al. (2014)، على أن الرشوة (التي تعد أحد أشكال الفساد) تساهم في بعض الأوقات الشركات على القضاء على أوجه القصور على تعثري النظام الاقتصادي، كما تخفض من حالات عدم اليقين والروتين وتتجاوز الضعف المؤسسي (Aljazaerli, 2016, 117).

• من جانب آخر فقد افترت نتائج التقدير قصيرة الأجل فشل جميع المتغيرات التوضيحية ومنها مؤشري الانفتاح المالي في تأكيد تأثيرهم في تنمية الأسواق المالية، وهو ما جاء متوافقاً مع الأطر الفكرية التي ترى أن الأسواق المالية يمكن أن تتأثر بالتقلبات الاقتصادية والسياسية الطارئة وخلال فترات المدى القصير إلا أن تأثيرها بالسياسات الاقتصادية والمالية وكذلك التجارية عادة ما تتطلب فترة تتباعد قليلاً عن المدى القصير.

• بلغ حد تصحيح الخطأ (CET_{t-1}) الذي حقق الشرط اللازم والكافي (السلبية والمعنوية) ما قيمته (-0.767536) ، أي إن عملية تعديل الاختلالات الحاصلة من الأجل القصير والعودة إلى حالة التوازن تحتاج إلى مدة زمنية قدرها (0.767) من السنة).

خامساً: الخاتمة Conclusion

بشكل، تقدير وتحليل وتفسير آلية وقنوات انتقال التأثير الذي يمكن أن تؤثر مؤشرات الانفتاح المالي تجاه تنمية الأسواق المالية لبلدان مجلس التعاون الخليجي الستة (دولة الكويت، دولة قطر، الامارات العربية المتحدة، مملكة البحرين، سلطنة عمان، المملكة العربية السعودية) وللمدة (2005-2021)، المحور الأساسي لاهتمام البحث. وللوصول إلى ذلك استخدم أسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) لمتغيرات الدراسة لتبلغ عدد مشاهداتها (96) مشاهدة. كما اعتمد على ما يعرف بمنهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة للبيانات المدمجة لاختبار فرضية البحث ومعرفة طبيعة وحجم واتجاه الأثر الذي يمكن أن يتركه الانفتاح المالي في تنمية الأسواق المالية في تلك البلدان.

ولقد جاءت نتائج العمل التجريبي لتؤكد على أن اتجاه مؤشرات الانفتاح المالي باتجاه الصعود عادة ما يرافقها ارتفاع في مؤشر تنمية الأسواق المالية على المدى الطويل بسبب الأثر الإيجابي الذي يتركه الانفتاح المالي في ارتفاع إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق المالية، وارتفاع معدل دوران الأسهم فضلاً عن تحسن مستويات استقرارها المالي، كما ورافق ذلك وعلى المدى البعيد ارتفاع الانفتاح التجاري والاطر القانونية والتنظيمية والجودة المؤسسية (باستثناء مؤشر مدركات الفساد) بوصفها متغيرات ضابطة للنموذج المقدر آثار إيجابية لتنمية الأسواق المالية، مما يؤكد على اعتماد الأخيرة في جزء منها على توفر مستويات مقبولة من الهياكل القانونية والتنظيمية والمؤسسية تساهم في دعم التأثيرات الإيجابية للانفتاح المالي..

وإذا ما سلمنا جدلاً بان الانفتاح المالي يدعم مؤشرات تنمية الاسواق المالية على المدى الطويل وهذا ما اثبتته نتائج البحث، فهل يمكن ان نجد اثراً ايجابية لذلك الانفتاح على المدى القصير؟ والحقيقة ان الاجابة على هذا السؤال تكون بالنفي نتيجة فشل جميع المتغيرات التوضيحية ومنها مؤشري الانفتاح المالي في تأكيد تأثيرهم في تنمية الأسواق المالية، ذلك ان الأسواق المالية وبالرغم من وجود انفتاح مالي الا انها يمكن ان تتأثر بالتقلبات الاقتصادية والسياسية الطارئة وخلال فترات المدى القصير، كما ان التسارع في ارتفاع مؤشرات الانفتاح المالي وعلى المدى القصير لا يتيح المجال للأسواق المالية لتتكيف بشكل كامل مع الظروف المتغيرة والمستجدة الناتجة عن ارتفاع اجمالي التدفقات الرأسمالية ورصيد الموجودات والمطلوبات الأجنبية، فمن العادة ان لا تسير عملية تنمية الاسواق المالية على ذات الوتيرة في الاجل القصير لجميع القطاعات المدرجة في السوق، ففي الوقت الذي يعمل فيه ارتفاع تدفقات الرأسمالية ورصيد الموجودات والمطلوبات الأجنبية تجاه القطاعات النامية والمزدهرة الى ارتفاع اسعار اسهمها، فان الانخفاض النسبي لمؤشري الانفتاح المالي تجاه القطاعات التي تتأخر عن اللحاق بركب التنمية يؤدي الى انكماشها، وبالتالي انخفاض اسعار اسهمها، وعليه فان اي تغير سريع في نمط تخصيص الموارد المالية يؤدي ارتفاع عدم الاستقرار المالي على المدى القصير. لذا ينبغي على صناع القرارات الاقتصادية والمالية والسياسية العمل على وضع وصياغة السياسات الداعمة للانفتاح المالي مع الاخذ بنظر الاعتبار ان الاثار الايجابية لذلك الانفتاح يمكن ادراكها على المدى البعيد نتيجة اعطاء المجال للأسواق المالية التكيف وبشكل مناسب مع الظروف المستجدة، على ان يتم ذلك ليس بعيداً عن تحسين الأطر القانونية والتنظيمية والمؤسسية فضلاً عن البنى المالية التحتية.

المصادر

1. Abderrazak, EL Kilali, Badreeldine, Chegri & Eloualidi, Mohamed Najib, 2018, Trade And Financial Openness And Economic Growth In Morocco: Theoretical Debates, *Journal of Economics and Finance*, 9(4):01-09.
2. Adegboye, Abidemi C. & Ikponmwosa Nosakhare, (2013), Financial Openness and Capital Market Development: Empirical Review of Selected West African Countries, *Journal of Economics and Sustainable Development*, 4(16):65-73.
3. Ahmad, Jawad, Zehraa, Sania & Jehan, Noor (2018), Can Openness Hypothesis Improve Political Economy of Pakistan's Financial Market?, *Global Political Review (GPR)* 3(1):56 – 65.
4. Aljazeera, Alsherfawi M. et al. 2016, Corruption and stock market development: new evidence from GCC countries, *Business: Theory and Practice*, 17(2): 117–127
5. Arestis, Philip & Demetriades, Panicos, 1997, Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence, Wiley, *The Economic Journal*, (107)442, 783-799.
6. Baldwin, Richard E. & Forslid, Rikard, 2000. Trade Liberalisation and Endogenous Growth : a q-theory approach. *Journal of International Economics*, 50 (2):497-517.
7. Barnor, Charles & Wiafe, Emmanuel A., 2015, Financial Sector Openness and Stock Market Development in Ghana, *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(24): 80-88.
8. Bayraktar , Nihal Bayraktar, 2014, Measuring relative development level of stock markets: Capacity and effort of countries , *Borsa - Istanbul Review* 14, 74-95
9. Bekaert Geert, Harvey, Campbell & Christian, Lundblad, 2000, Emerging equity market and economic development, NBER Working Paper No. 7763.
10. Bekaert, Geert. Harvey, Campbell R., 2000, Foreign speculators and emerging equity markets. *Journal of Finance*, 55(2):565-614.
11. Bekaert, Greet, Harvey, Campbell R. & Lundblad, Christian Siegel, Stephan ., 2007. Growth opportunities and market integration. *Journal of Finance*, 62(3): 1081-1137.
12. Bekaert, Greet, Harvey, Campbell R. & Lundblad, Christian, 2011, Financial Openness and Productivity?, *World Development*, 99(1):1-19
13. Ben Naceur ,Sami, Cherif, Mondher & Kandil, Magda ,2014 What drives the development of the MENA financial sector?, *Borsa -Istanbul Review* 14-4, 212-223.
14. Bonfiglioli, A., 2008, Financial integration, productivity and capital accumulation. *Journal of International Economics*, 76(2), 337–355.
15. Bush, Georgia, 2018, Financial openness, policy vs. realized outcomes, Bank Maxeco, Working Paper, No.4.
16. Cakan, Esin, 2017, Impact of Financial and Trade Openness on Financial Development in Emerging Market Economies: The Case of Turkey, *American Journal of Economics and Business Administration*, 9 (4): 71-8.
17. Calderón, C. & Kubota, M. 2009, Does Financial Openness Lead to Deeper Domestic Financial Markets?, World Bank Policy Research Working Paper, No. 497.
18. Chinn, Menzie D. & Hiro Ito, 2021, Notes on The Chinn-Ito Financial Openness Index 2019 Update. http://web.pdx.edu/~ito/Readme_kaopen2019.pdf

19. Chinn, Menzie D. & Ito, Hiro, 2006. What matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions, *Journal of Development Economics*, 81(1):163-192
20. Chinn, Menzie D. and Hiro Ito, 2008, A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10 (3), 309-322.
21. Čihák, Martin et al., 2012, Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010, NBER Working Paper No. 18946, Cambridge.
22. Claessens, Stijn, Asli Demirgüç-Kunt, and Harry Huizinga, 2001, How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?. *Journal of Banking and Finance*. 25(5):891-911.
23. Cubillas, Elena & González, Francisco, 2014, Financial liberalization and bank risk-taking: international evidence, *Journal of Financial Stability*, 11:32-48.
24. Errunza, Vihang R, Miller, Darius P., 2000, Market Segmentation and the Cost of Capital in International Equity Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(4): 577-600.
25. Ersoy, İmre, 2011, The Impact of Financial Openness on Financial Development, Growth and Volatility in Turkey: Evidence From the Ardl Bounds Tests, *Ekonomika istraživanja*, 24(3):33-44.
26. Estrada Gemma, Park, Donghyun & Ramayandi Arief , 2015, Financial Development, Financial Openness, and Economic Growth, ADB Economics Working Paper Series, No.442.
27. Estrada, Gemma, Park, Donghyun, & Ramayandi, Arief , 2015, Financial Development, Financial Openness, and Economic Growth, ASIAN Development Bank, *Economics Working Paper Series*, 442.
28. Fauzel, Sheereen, 2016. Modeling the Relationship between FDI and Financial Development in Small Island Economies, *A PVAR Approach. Theoretical Economics Letters*, 6(3):367-375.
29. Forouheshfar , Yeganeh, 2018, Financial sector development, economic growth and demography in MENA region, *Economies and finances*. PSL Research University.
30. Garita, Gus, 2009, How Does Financial Openness Affect Economic Growth and its Components? *Munich Personal RePEc Archive*, Paper No. 20099.
31. Gray, Dale F., Merton, Robert C. and Bodie, Zvi., 2007, New framework for measuring and managing macro financial risk and financial stability, NBER Working Paper No. 13607, Cambridge.
32. Hanh, Pham Thi Hong, 2010, Financial Development, Financial Openness and Trade Openness: New evidence, *FIW Working Paper*, No.60, Research Centre International Economics, Vienna.
33. Henry, Peter Blair, 2000b, Do market liberalizations cause investments booms? *Journal of Financial Economics*, 58(1-2):301-334.
34. Henry, Peter B. & Chari, Anusha, 2002, Capital account liberalization: Allocative efficiency or animal spirits?, Stanford Institute for Economic and Policy Research. *Stanford University*, Stanford.
35. Henry, Peter B., 2000a, Stock Market Liberalization, Economic Reform and Emerging Market Equity Prices, *Journal of Finance*, 55(2):529-564.

36. Ho, Sin-Yu & Bernard, Njindan Iyke, 2018, Short- and Long-term Impact of Trade Openness on Financial Development in Sub-Saharan Africa, *Munich Personal RePEc Archive*, Paper No.84272.
37. Ho, Sin-Yu & Iyke, Bernard N. , 2017, Determinants of Stock Market Development: A Review of the Literature, *Studies in Economics and Finance* 34(1):143-164.
38. Hosseininasab, Ebrahim et al., 2012, Effects of Trade and Financial Liberalization on Financial Development (Case Study: MENA Countries), *International Economic Studies*, 40(1): 57-66.
39. Huang, Wei, 2006, Emerging Markets Financial Openness and Financial Development , Department of Accounting and Finance, University of Bristol, Discussion Paper No. 588.
40. Huang, Yongfu, 2010, Determinants of Financial Development, *University of Cambridge*. Index of Financial Development, IMF Working Paper. No.5.
41. Karanovic, Goran & Karanovic, Bisera, 2015, Developing An Aggregate Index For Measuring Financial Stability In The Balkan, *Procedia Economics & Finance*, (33)3, 3-17.
42. Kim, E. Han & Singal, Vijay, 2000, Stock market opening: Experience of Emerging economies. *The journal of business*, 73(1):25-66.
43. Kose M. Ayhan et al, 2006, Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper, No.148.
44. Kose, M. Ayhan, Prasad, Eswar, Rogoff, Kenneth, & Wei, Shang-Jin, 2006, Financial Globalization: A Reappraisal Prepared, IMF Working Paper, 189.
45. Lane, Philip & Gian Maria Milesi-Ferretti, 2003, International financial integration,” *IMF Staff Papers* 50: 82-113.
46. Lane, Philip & Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004,” *Journal of International Economics* 73(2): 223-250.
47. Lee, Chia-Hao & Chou Pei-I, 2018, Financial openness and market liquidity in emerging markets, *Finance Research Letters*, 25(3):124-130
48. Levine, R., 2001, International Financial Liberalization and Economic Growth, *Review of International Economic*, 9(4):688-702.
49. Levine, Ross & Zervos, Sara ,1998, Stock Markets, Banks, and Growth. *American Economic Review*, 88(3):537-558.
50. Levine, Ross, 2004, Finance and growth: theory and evidence. *NBER Working Paper* No. 10766.
51. Levine, Ross., Zervos Sara, 1998, Capital control liberalization and stock market development. *World Development* 26(7):1169–1183.
52. Luo, Yun, Tanna, Sailesh & Vita, Glauco D., 2016. Financial openness, risk and bank efficiency: cross-country evidence, *Journal of Financial Stability*, 24:132-148
53. Manolescu, Claudiu Mihail & Manolescu Elena, 2017, The financial stability index – An insight into the financial and economic conditions of Romania, *Theoretical and Applied Economics*, 14(613): 5-24.
54. Navaz, Naghavi, Mubarik, M. Shujaat & Kaur. Devinder, 2018, *Annals of Financial Economics*, 13(4), 1-24.

55. Nugroho, Setyo & Danarsari, Dwi Nastiti, 2019, The Impact of Trade Openness and Financial Openness on Information Efficiency of Five ASEAN Countries' Stock Market 2000-2014, *Indonesian Capital Market Review* 11:130-140,
56. Ozkok, Zeynep, 2010, Financial Openness and Financial Development : An Analysis Using Indices, *MPRA Working Paper* No. 58865
57. Prasad ,Eswar S. & Rajan, Raghuram G., 2008, A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization, *Journal of Economic Perspectives* , 22(3): 149-172.
58. Rajan, Raghuram.G. & Zingales, Luigi, 2003. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics*, 69(1):5-50.
59. Setiawan, Sigit, 2015, Financial Depth and Financial Access in Indonesia, *Journal of Indonesian Economy and Business*, 30(2):139-158.
60. Shen, Jun, 2015, An Empirical Study on The relationship between financial openness and economic growth, partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Public Policy, *KDI School of Public Policy and Management*.
61. Steine, Andreas, 2018, Measuring De Facto Financial Openness: A New Index, University of Groningen. <https://gdre-scipo-aix.sciencesconf.org/195739/document>
62. Stultz, Rene M., 1999. Globalization, corporate finance and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (3):8-25.
63. Svirydzienka ,Katsiaryna, 2016, Strategy, Policy, and Review Department Introducing a New Broad-based Index of Financial Development, *International Monetary Fund*, No,5, Working Paper.
64. Thi Thuy Diem Pham & Trong, Hoai Nguyen, 2021, Impacts of openness on financial development in developing countries: Using a Bayesian model averaging approach, *Cogent Economics & Finance*, 9(1):1-17.
65. Tornell, Aaron, Frank Westermann, & Lorenza Martínez (2003), Liberalization, growth, and Financial Crises: Lessons from Mexico and the Developing World', *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1-112.
66. Walti, S, ,2005, The macroeconomic determinants of stock market synchronization, Trinity College Dublin, <https://www.tcd.ie/Economics/staff/waltis/papers/correl.pdf>
67. Wei, Hsinrong P., 2014, Does Financial Openness Affect Economic Growth in Asian Economies? A Case Study in Selected Asian Economies, 1980-2010, *Journal of Economics and Political Economy*, 21(2):252-301.
68. Yu, Ning, 2011, The Measurement of Financial Openness: From The Perspective of G20 Countries, *International Conference on Economics and Finance Research IPEDR*, Singapore, 4:36-40.
69. Zafar, Mehwish, 2013, Determinants of Stock Market Performance in Pakistan, *Journal of Contemporary Research in Business*, 4(9):1017-1026.