



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد - تلمسان -



كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث نظام ل.م.د.

في علوم إقتصاد النقدي المالي

تخصص : مالية

بعنوان:

التطور المالي و النمو الإقتصادي في الدول النامية

دراسة قياسية بإستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة

2014-1989

إشراف الأستاذ :

أ.د.بن بوزيان محمد

إعداد الطالبة :

أ.د.بن دحمان أمينة

أعضاء لجنة المناقشة :

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	- أ.د.بزاوية محمد
مشرفا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	- أ.د.بن بوزيان محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	- د.شكوري محمد
ممتحنا	جامعة وهران	أستاذ التعليم العالي	- أ.د. بن باير حبيب
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر	- د. مختاري فيصل
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر	- د. تشيكو فوزي

السنة الجامعية : 2015-2016 م

شكر و تقدير:

أشكر الله عز و جل الذي وفقني لإتمام هذا العمل

أشكر أستاذي الفاضل "بن بوزيان محمد" الذي أشرفه على هذه الأطروحة
على كافة التوجيهات و النصائح التي قدمها لي و على كرمه و ابتسامته
المرسومة دائما على محياه

أتقدم بالشكر إلى كل عمال مكتبة العلوم الاقتصادية و كل من ساعدني في
انجاز هذا العمل

كما أشكر أعضاء اللجنة على قبولهم مناقشة هذه الأطروحة

فهرس المحتويات

الفهرس

الصفحة	المحتويات
1	مقدمة عامة
10	الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة
11	مقدمة الفصل
13	I. عموميات حول الأنظمة المالية وتطورها
33	II. محددات التطور المالي
64	III. الأدبيات النظرية حول العلاقة بين التمويل والنمو
120	IV. التطور المالي بين الحد من الفقر والتسبب في عدم الاستقرار المالي
170	خاتمة الفصل
171	الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة
172	مقدمة الفصل
174	I. الدراسات التي اختبرت العلاقة الخطية بين النمو والتمويل
212	II. الدراسات التي اختبرت العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي (أثر العتبة)
219	III. الإطار المؤسسي والعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
230	خاتمة الفصل
232	الفصل الثالث: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لمجموعة من الدول النامية
233	مقدمة الفصل
234	I. عموميات حول الأوضاع الاقتصادية والتطورات المالية في الدول النامية
243	II. الإطار القياسي المتبع في التحليل
250	III. منهجية ونموذج الدراسة
266	IV. تقدير النموذج وعرض نتائج الدراسة القياسية
287	خاتمة الفصل
289	خاتمة عامة

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الفصل الأول		
01-I	مؤشرات التطور المالي	32
02-I	قنوات تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي	119
03-I	سياسات و آليات تطوير الأنظمة المالية	169
الفصل الثالث		
01-III	الأداء المقارن لنمو الناتج (1999-2012)	238
02-III	الحصص في الناتج المحلي الإجمالي العالمي (1970-2012)	239
03-III	مقارنة لتطور بعض المؤشرات الاقتصادية بين الدول النامية والدول المتقدمة (1997_2014)	141
04-III	مقارنة للتطور المالي بين الدول النامية و الدول المتقدمة خلال الفترة 2011-2013 (متوسط)	242
05-III	اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل	247
06-III	التعريف بالمتغيرات المستعملة في نموذج الدراسة	258
07-III	مؤشرات التطور المالي في دول العينة خلال الفترة 1989-2014 (المتوسط)	265
08-III	الإحصاء الوصفي للمتغيرات التفسيرية	266
09-III	مصفوفة الارتباط	267
10-III	نتائج اختبارات التجانس Hsiao (1986)	269
11-III	نتائج اختبارات LLC ، IPS ، و ADF Fisher الخاصة باستقرارية بيانات Panel	270
12-III	نتائج اختبار التكامل المشترك ل Pedroni	272
13-III	نتائج التحليل باستخدام المركبات الأساسية للمؤشر المركب للمؤسسات (INST)	274
14-III	نتائج التحليل باستخدام المركبات الأساسية للمؤشر المركب للتطور المصرفي (BANK)	274

275	نتائج التحليل باستخدام المركبات الأساسية للمؤشر المركب للتطور المصرفي (MARKET)	15-III
277	نتائج تقدير أثر التطور المصرفي على النمو الاقتصادي باستخدام طريقة GMM	16-III
278	نتائج تقدير أثر تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي باستخدام طريقة GMM	17-III
283	نتائج تقدير أثر التطور المصرفي على النمو الاقتصادي في ظل شرط الإطار المؤسسي باستخدام طريقة GMM	18-III
284	نتائج تقدير أثر تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في ظل شرط الإطار المؤسسي باستخدام طريقة GMM	19-III

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
الفصل الأول		
14	مؤسسات النظام المالي	01-I
17	تصنيف المؤسسات المالية	02-I
25	الطرق النظرية للتمويل و النمو	03-I
82	الضرائب المفروضة على القطاع المالي	04-I
102	تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا	05-I
104	أثر تحديد معدلات الفائدة تحت مستواها التوازني على الادخار والاستثمار	06-I
109	أثر ارتفاع معدلات الفائدة على القروض على العوائد المتوقعة من البنوك	07-I
116	قنوات التفاعل بين النظام المالي والنمو الاقتصادي	08-I
125	الآثار المباشرة و الغير مباشرة للتطور المالي على الفقر	09-I
129	أثر القيادة ل'effet de conduit ل Mckinnon (1973)	10-I
143	العوامل المؤثرة في أداء النظام المالي	11-I
153	العلاقة بين التحرير المالي - سلوك المضاربة و الأزمات المصرفية	12-I
الفصل الثالث		
244	خطوات اختبار التجانس لـ Hsiao	01-III
261	تطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي خلال الفترة 2014-1989	02-III
262	تطور نسبة النقود و أشباه النقود M2/GDP خلال الفترة 1989-2014	03-III
263	تطور الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص إلى GDP خلال الفترة 2014-1989.	04-III
264	تطور رسيمة البورصة إلى GDP خلال الفترة 2014-1989	05-III
264	تطور معدل دوران البورصة خلال الفترة 2014-1989	06-III

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
313	تصنيف الدول حسب مصادر أنظمتها القانونية	01
315	ملخص الدراسات السابقة حول علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي	02
321	ملخص الدراسات السابقة حول المؤسسات، التطور المالي والنمو الاقتصادي	03
324	قائمة دول العينة	04
325	المتغيرات والمؤشرات المستعملة في الدراسة	05

المقدمة العامة

يعتبر النمو الاقتصادي أحد أهم المؤشرات الاقتصادية التي شغلت حيز كبير من اهتمام الاقتصاديون وصناع القرار في الدول خاصة النامية منها والتي تسعى إلى تحسين المستوى المعيشي لديها من خلال رفع معدلات نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي فيها. وفي هذا الإطار، السؤال الرئيسي الذي شغل الباحثون في التنمية الاقتصادية هو لماذا تنمو الدول بمعدلات مختلفة أو بعبارة أخرى كيف استطاعت بعض الدول تحقيق مستويات نمو اقتصادي عالية فيما عجزت دول أخرى عن تحقيق ذلك؟

وفي محاولة للإجابة عن السؤال السابق، أولت العديد من الأدبيات اهتمام خاص لدور النظام المالي في عملية النمو، وللتطور المالي كمحدد للنمو الاقتصادي. حيث للنظام المالي أهمية كبيرة في دفع عجلة النمو والتنمية الاقتصادية لمختلف اقتصاديات الدول بغض النظر عن مستوى تطورها الاقتصادي ودرجة التصنيع لديها، وذلك من خلال الوظائف التي يقوم بها، فبحسب Levine (1997) النظام المالي يسهل تعبئة وتجميع الادخار وبالتالي يشكل مخزن للموارد المالية الضرورية لتمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، يوفر المعلومات الضرورية حول مردودية المشاريع الاستثمارية والقدرة المالية للمؤسسات المقترضة، يسهل تبادل السلع والخدمات من خلال تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات المرتبطة بهذه المبادلات، يمارس وظيفة مراقب للشركات والمدراء، كما يسهل النظام المالي إدارة وتنويع وتوزيع المخاطر من خلال السماح للمدخرين ببناء محافظ أصول متنوعة الأمر الذي يشجع الأعوان اللذين يتخوفون من المخاطر على الاستثمار في المشاريع المحفوفة بالمخاطر والتي تتميز بمردودية عالية.

وتعود جذور الأدبيات حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي إلى نهاية القرن الثامن عشر، وذلك مع ظهور أفكار Bagehot (1973) الذي دافع على فكرة التأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي و أكد على الأهمية الحاسمة للوسطاء الماليين في دفع عجلة التصنيع في إنجلترا في بداية القرن التاسع عشر، أما المساهمة الأهم فقد جاءت مع أعمال Schumpeter (1911) الذي أكد على الأهمية الحاسمة للنظام المصرفي في تشجيع أنشطة الابتكار و النمو الاقتصادي، وقد علل ذلك بقدرة المصارف على تحديد وتمويل الاستثمارات المنتجة أي من خلال زيادة الإنتاجية الحدية لرأس المال ومساهمتها في تمويل الابتكار التكنولوجي.

وبالرغم من أن القطاع المالي يعتبر القلب النابض للاقتصاد الحقيقي، إلا أنه وبعد أعمال Bagehot (1983) و Schumpeter (1911)، بقي موضوع دور التمويل في النمو مهمشا لفترة طويلة وذلك لعدة أسباب أهمها سيطرة نظرية اقتصادية تقوم على نظرية تفضيل السيولة لكينز (1936) والنموذج النقدي للنمو لطوبين (1956) خلال سنوات الخمسينات والستينات، حيث منحت هذه النظرية مجالا صغيرا جدا للتطور المالي، كما أوصت بمعدلات فائدة منخفضة، وبضرورة توجيه الائتمان والتدخل الكبير للدولة في الحياة الاقتصادية بصفة عامة و القطاع المالي بصفة خاصة. في نفس السياق اعتبر Minsky (1964) أن الوسطاء الماليين المتسبب الرئيسي في عدم الاستقرار المالي، لأنه في غيابهم، الضائقة المالية التي يعاني منها الأعوان الاقتصاديون الذين يسجلون انخفاضا في مداخيلهم لا تنتقل لباقي الاقتصاد. كما أن النموذج النيوكلاسيكي للنمو المقدم من قبل Solow-Swan يفترض أن الاستثمار مساوي للادخار، دون النظر إلى مختلف أشكال الادخار أو إلى الآليات التي يحول من خلالها الادخار إلى استثمار مما يعني أن هذا النموذج لم يأخذ بعين الاعتبار التمويل. كما اعتبرت الأدبيات النيوكلاسيكية قبل سنوات السبعينات أن التمويل غير مهم، فبالنسبة للنظرية النيوكلاسيكية التقليدية التمويل لا يلعب دور حاسم لأن قرارات الاستثمار و الاستهلاك تأخذ دون الإشارة إلى طريقة التمويل. أيضا في نظرية المستهلك، العائلات تختار محفظة السلع التي تعظم منفعتها نسبة إلى قيود الدخل خلال فترة معينة دون الإشارة إلى طريقة الدفع. كما عاجلت النظرية النيوكلاسيكية النقود بطريقة سطحية بافتراض أن أسواق رؤوس الأموال تتميز بأنها كاملة مما يعني أن الأفراد يمكنهم إقراض و اقتراض المبالغ التي يرغبون بها بالمعدلات التي تسمح لهم بتعظيم منفعتهم، الأمر الذي يعني وجود افتراض ضمني أن التمويل محايد. وهذا ما أكد عليه Modigliani and Miller (1958) اللذان أظهرنا أن هيكل التمويل للمؤسسة ليس له أي تأثير على أدائها و على التوازن الاقتصادي الكلي.

وقد استمر هذا الوضع إلى غاية سنوات الستينات عندما ظهرت مجموعة من التحليلات التي تناقضت مع الأطروحة الكينزية، حيث انتقد مجموعة من الاقتصاديين النظرية الكينزية بسبب تجاهلها الجانب المالي على رأسهم Gurley and Shaw (1955) ، Patrick (1966) ، Hicks (1969) وغيرهم، مما أدى إلى ظهور المزيد من الدراسات التي ذهبت في اتجاه تحليلات Bagehot (1873) و Schumpeter (1911) ودعمت فرضية التأثير الايجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي. كما شكلت هذه الانتقادات الأرضية الخصبة التي مهدت لظهور نظرية التحرير المالي في بداية السبعينات بقيادة Shaw و McKinnon. حيث قدم Gurley

Shaw and (1955) انتقادات لاذعة للكينزيون بسبب عدم أخذهم بعين الاعتبار جانب التطور المالي في تحليلاتهم و اعتبروا أن النموذج الكينزي ليس أداة فعالة لدراسة التنمية الاقتصادية خاصة من الجانب المالي. كما أكد Hicks (1969) على أن النظام المالي لعب دورا حاسما في إيقاد شعلة التصنيع في إنجلترا عن طريق تيسير عملية تعبئة رأس المال. من جهته استخلص Goldsmith (1969) من خلال دراسته التي أعدها أن للهيكل المالي أهمية كبيرة في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي وتحسين أداء الاقتصاد من خلال تسهيل عملية تخصيص وتوجيه الأموال نحو المشاريع القادرة على توفير عائد اجتماعي أعلى. كما أوصى Cameron (1972) بضرورة توقف الدولة عن التدخل في عمل المصارف و كبح النظام المالي، وأشار إلى أن التطور المالي يمكن أن يساهم إلى حد كبير في النمو الاقتصادي إذا كانت الدولة لا تتدخل في عمل المؤسسات المالية.

وقد شكلت سنوات السبعينات نقطة تحول في الفكر الاقتصادي نظرا للتشكيك في الفكر الكينزي وظهور النظرية النقدية، الأمر الذي أثر على مفهوم دور التمويل في التنمية الاقتصادية وساعد على ظهور نظرية التحرير المالي بقيادة Mckinnon (1973) و Shaw (1973) اللذان نادى بضرورة رفع القيود عن القطاع المالي وقدموا سياسة التحرير المالي كعلاج لحالة التخلف الاقتصادي الذي كانت تعاني منه الدول النامية. حيث يتضمن تحرير القطاع المالي التخلي عن سياسة الكبح المالي المتمثلة أساسا في تسقيف أسعار الفائدة، توجيه الائتمان وإلغاء سياسة تدخل الحكومة في عمل النظام المالي، وبالتالي تحرير حركة رؤوس الأموال ومنح استقلالية للمؤسسات المالية بحيث تصبح كل من معدلات الفائدة، كمية الائتمان والمشاريع الممولة يتم تحديدها في السوق بناء على عوامل العرض و الطلب، الأمر الذي ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي. وقد رحبت المنظمات والمؤسسات المالية الدولية بتحليلهما و أيده العديد من الاقتصاديين، كما انتهجت العديد من الدول مثل الشيلي، الأرجنتين وعدد من دول أمريكا اللاتينية سياسة التحرير المالي لقطاعها المالية، وقد حاول العديد من الاقتصاديين أمثال Kapur (1976)، Galbis (1977)، Vogel and Buser (1976) و Mathieson (1979) توسيع نطاق تحليل Mackinnon و Shaw، وأمام فشل موجة التحرير الأولى حاولت العديد من الدراسات تحديد أسباب هذه النتائج من خلال دراسة نقدية لنظرية التحرير المالي.

ومع نهاية سنوات الثمانينات، ظهر مجددا الحديث عن مفهوم التطور المالي وذلك مع تطوير مجموعة من نماذج النمو الذاتي التي منحت اهتماما خاصا لتحليل العلاقة بين التمويل والنمو، والتي أكدت على أهمية النظام المالي في تعزيز النمو الاقتصادي وذلك من خلال العديد من القنوات. [Bencivenga and Smith]

King ،(1991) Greenwood and Smith ،(1997) Greenwood and Jovanovic ،(1990) King ،(1996) Varoudakis and Berthelemy ،(1993) Pagano ،(1993) and Levine ،(1995) Amable and Chatelain ،(1996) de la Fuente and Marin ،(1995) Roubini et Sala- i-Martin ،(1992) ،(1995).

كما قدمت بعض الأدبيات النظرية توقعات متضاربة حول دور مختلف المكونات الفرعية للنظام المالي في النمو الاقتصادي، وعلى الخصائص النسبية للأنظمة المالية القائمة على البنوك والأنظمة المالية القائمة على الأسواق. حيث أكد بعض الاقتصاديون على أهمية النظام المصرفي في النمو الاقتصادي، وقد برروا ذلك بان النظم المالية القائمة على البنوك -وخاصة خلال المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية وبوجود بيئة مؤسسية ضعيفة- تعمل بشكل أفضل من الأنظمة المالية القائمة على الأسواق في تعبئة المدخرات، تخصيص رأس المال ومراقبة الشركات. بينما سلط آخرون الضوء على فوائد الأسواق المالية، وأكدوا على أن الأسواق توفر الخدمات المالية الأساسية و الضرورية التي تحفز الأنشطة الابتكارية على المدى الطويل. [Allen and Gale (1999)، Boot ،(1997) and Thakor ،(1995) Amable and Chatelain ،(1997) Levine ،(1997) Tadesse ،(2002) Levine ،(2005)]. بينما في المقابل ظهرت نظرية جديدة قللت من أهمية الجدل القائم حول الأهمية النسبية للأنظمة القائمة على السوق والقائمة على البنوك، وسلطت الضوء على نوعية الخدمات المقدمة من قبل النظام المالي ككل، حيث أن لكل من البنوك والأسواق أهمية كبيرة في ممارسة الرقابة على الشركات، إدارة المخاطر وتعبئة المدخرات للمشاريع الأكثر إنتاجية، إلا أن فعاليتها تعتمد على نوعية الخدمات التي تقدمها. في حين اعتبر La porta et al (1998) أن كل من البنوك والأسواق المالية لديها مهام مهمة تؤثر على نتائج القطاع الحقيقي، إلا أن فعاليتها النسبية تختلف باختلاف البيئة المؤسسية والتعاقدية وخصائص الهيكل الاقتصادي للبلد.

بينما أشار بعض الاقتصاديين إلى وجود علاقة غير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فقد أكد Rioja and Valev (2004) على أن تأثير التمويل على النمو الاقتصادي يختلف باختلاف مستوى التنمية الاقتصادية للبلد نفسه، حيث أن هذه العلاقة تكون قوية في الدول النامية، في حين أن هذه العلاقة تكون أضعف في الاقتصاديات التي تتميز بمستويات تنمية اقتصادية عالية جدا و المنخفضة جدا. و عليه فمساهمة التطور المالي في النمو لا تحدث إلا إذا وصل البلد مستوى معين من الدخل (تقريبا في حدود الدول المتوسطة الدخل). كما طوّرا Deidda and Fattouh (2002) نموذج حيث أن نفور أو تحوّف الأعوان من المخاطر وتكاليف المعاملات المرتبطة بالعمليات المالية يجعلان أثر التطور المالي على النمو غير واضح في الدول منخفضة

الدخل، ولكنه يصبح إيجابي عندما تصل هذه الدول إلى مستويات عالية من الدخل. بينما لم يصنّف Rioja and Valev الدول بدلالة مداخيلها، وإنما بدلالة مستوى تطورها المالي، حيث أشارا إلى أن التطور المالي لا يمارس تأثير إيجابي وقوي على النمو الاقتصادي إلا عندما يصل أو يتجاوز هذا التطور إلى مستوى أو عتبة threshold معينة.

مع بداية سنوات التسعينات قدمت العديد من الأوراق البحثية دراسات قياسية بهدف اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في العديد من الدول وباستخدام مختلف مؤشرات قياس التطور المالي التي عرفت تطورا عبر الوقت، حيث ركزت في المراحل الأولى على النظام البنكي وتوسعت فيما بعد إلى أسواق رأس المال، كما تنوعت المؤشرات التي تقيس التطور المالي بين تلك التي تقيس عمق النظام المالي، تنوعه، فعاليته، ربحيته، انفتاحه، إمكانية النفاذ إليه وكذا استقراره. وقد استعانت هذه الدراسات ببيانات تغطي فترات مختلفة وعينات انقسمت بين سلاسل زمنية، مقاطع عرضية ومؤخرا بيانات السلة، كما تطورت أساليب التقدير المستخدمة مع تطور تقنيات الاقتصاد القياسي. وقد أكدت أغلبية النتائج المتحصل عليها من هذه الدراسات على أن التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي على سبيل المثال King and Levine (1993)، Atje and Jovanovic (1993)، Demirguc-Kunt and Maksimovic (1998)، Levine and Zervos (1998)، Chistopoulos and Tsionas (2004). في المقابل، أكدت دراسات أخرى أن النمو الاقتصادي يحفز التطور المالي Al-Yousif (2002)، Ang and McKibbin (2007)، وتوصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو Demetriades and Hussein (1996)، بينما بينت الدراسات المقدمة من قبل Van Wijnbergen (1983)، Buffie (1984) De Gregorio and Guidotti (1995)، Ram (1999)، Al-Malkawi et al (2012) وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وذلك نتيجة تسببه في ارتفاع درجة عدم الاستقرار المالي ومن ثم نشوب الأزمات.

وبالرغم من النتائج المتضاربة التي توصلت إليها هذه الدراسات إلا أن أغلبها قدمت أدلة مقنعة على أن النظام المالي مصدر أساسي لتعزيز النمو الاقتصادي حيث توفر مؤسسات وأسواق مالية تعمل بشكل جيد يعزز النمو الاقتصادي على المدى الطويل، وأن مستويات التطور المالي تفسر بقوة الاختلافات بين الدول في مستويات النمو الاقتصادي وأكدت على أهمية تعزيز السياسات الرامية إلى تعميق وتوسيع القطاع المالي. لكن السؤال الذي يطرح نفسه هنا، إذا كان التطور المالي من شأنه أن يسهل النمو الاقتصادي، فلماذا لا تزال النظم المالية في العديد

من الدول متخلفة؟ أو بالأحرى لماذا استطاعت بعض الدول تطوير مؤسسات وأسواق مالية تعمل بشكل جيد، في حين عجزت دول أخرى على تحقيق ذلك؟، وبالتالي ظهرت هنا مسألة تحديد محددات التطور المالي، وفي محاولة للإجابة عن هذا السؤال ظهر عدد كبير من الأدبيات التي سلطت الضوء على أهمية المؤسسات وعلى وجه الخصوص النظام القانوني في تفسير الاختلافات بين الدول في مستويات التطور المالي، وتعود جذور هذه الأدبيات إلى أعمال (1997) La porta et al، (1998) La porta et al والتي تطرقت إلى موضوع تأثير القواعد القانونية على التطور المالي وأكدت على أن ضعف النظام القانوني والبيئة المؤسسية يعيق التطور المالي.

وعليه وانطلاقاً مما تم عرضه سابقاً سنحاول من خلال دراستنا هذه تقديم دراسة نظرية وتجريبية بهدف التحقق من إذا كان التطور المالي الكلي (تطور الأسواق المالية والقطاع المصرفي) يعزز النمو الاقتصادي وما إذا كانت الإطار المؤسسي متغير شرطي يؤثر على العلاقة بينهما. وذلك باستخدام سلة Panel من البيانات لعينة من 25 دولة نامية تغطي الفترة الممتدة ما بين 1989-2014. اعتماداً على نموذج ديناميكي Dynamic Panel Data وتقنية العزوم المعممة GMM للتقدير.

➤ إشكالية الدراسة:

سنحاول من خلال دراستنا هذه معالجة الإشكالية التالية:

هل يوجد علاقة بين مستوى التطور المالي لدولة معينة ومعدل نموها الاقتصادي؟ وهل هذه العلاقة مشروطة بتوفر إطار مؤسسي (Quality institutional) ملائم؟

➤ فرضيات الدراسة:

بهدف الإجابة عن الإشكالية السابقة وبعد التعرض لمختلف الدراسات التجريبية السابقة والتي عاجلت موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، تم وضع الفرضيات المؤقتة التالية:

- تطور القطاع المصرفي أثر بشكل إيجابي على معدلات النمو الاقتصادي المحققة في الدول النامية.
- تطور الأسواق المالية أثر بشكل إيجابي على معدلات النمو الاقتصادي في الدول النامية.
- الإطار المؤسسي (نوعية المؤسسات) متغير شرطي في العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية.

➤ أهداف الدراسة:

- نسعى من خلال هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف التي يمكن إنجازها فيما يلي:
- تحديد مفهوم، أنواع ووظائف النظام المالي، بالإضافة إلى تحديد مفهوم، أبعاد ومؤشرات قياس مختلف جوانب التطور المالي.
 - إبراز أهم محددات التطور المالي.
 - سرد مختلف الأدبيات والنماذج النظرية والدراسات التجريبية التي عالجت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.
 - تحديد السياسات المساعدة على تعميق وتطوير النظام المالي في الدول النامية.
 - قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية وتحديد شروط نجاح التطور المالي في تعزيز النمو الاقتصادي.

➤ أهمية الدراسة:

تظهر أهمية هذه الدراسة في أن موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يعتبر من المواضيع الحديثة التي تزايد اهتمام الباحثين بها خلال العقود الأخيرة، ذلك أن طبيعة العلاقة بينهما لا تزال محل جدل ونقاش بين الباحثين والمختصين حول مدى صحة أهمية تحرير وتطوير القطاع المالي في دفع وتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية، والشروط الواجب توفرها من أجل تعميق وتطوير القطاع المالي وضمان مساهمته في تعزيز هذا النمو.

كما تكمن أهمية البحث في كونه من الدراسات العربية القليلة التي عالجت موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. وبالتالي ستمثل هذه الدراسة مرجع يقدم استفادة للطلبة والباحثين المهتمين، نظراً لأنها تقدم قدراً لا بأس به من المعلومات الهامة الخاصة بمختلف جوانب العلاقة بين التمويل والنمو.

➤ مبررات اختيار الموضوع:

تعود أسباب اختيارنا هذا الموضوع إلى الأهمية البالغة التي أولتها الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية حديثاً لموضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والجدل الذي لا يزال قائم بين الاقتصاديين حول أهمية تطوير

القطاع المالي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية وطبيعة واتجاه العلاقة بينهما، الأمر الذي حفزنا وشجعنا على اختيار هذا الموضوع رغبة منا في اختبار أثر تطوير القطاع المالي على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول النامية، والتحقق من إذا كان هذا الأثر مرتبط بالإطار المؤسسي، وتقديم إضافة للدراسات التجريبية السابقة في هذا الميدان.

➤ منهجية وأدوات البحث المستخدمة في الدراسة:

بما أنه تقسيم البحث إلى جزأين أحدهما نظري والآخر تطبيقي فإنه سيتم الاعتماد على منهجين وهما:

- **المنهج الوصفي:** وذلك من خلال عرض كل ما يتعلق بتطور القطاع المالي وعلاقته بالنمو الاقتصادي من مفاهيم وسرد للأدبيات النظرية وكل ما يتعلق بالجانب النظري إضافة إلى عرض مختلف الدراسات التجريبية السابقة الخاصة بالموضوع.
- **المنهج التحليلي:** أما الجانب التطبيقي سيتم فيه استخدام أساليب الاقتصاد القياسي من أجل تقدير نموذج ديناميكي **Dynamic Panel Data**، بهدف اختبار أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية في ظل شرط البيئة والإطار المؤسسي (**institutional Quality**).

➤ خطة البحث:

من أجل بلوغ أهداف البحث والإجابة عن الإشكالية الموضوعية وإثبات مدى صحة الفرضيات الموضوعية، سيتم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول رئيسية مرفوقة بمقدمة عامة للموضوع تتضمن إشكالية الدراسة والفرضيات المقترحة، إضافة إلى أهداف، أهمية ومبررات اختيار البحث وكذا منهجية وحدود الدراسة، كما سيتم إنهاء البحث بخاتمة عامة تتضمن مختلف النتائج المتوصل إليها إضافة إلى مجموعة من التوصيات المقدمة.

الفصل الأول: الذي تم تخصيصه للإطار النظري للدراسة، حيث تناولنا من خلال هذا الفصل مفاهيم عامة حول النظام المالي والتطور المالي ومؤشرات قياسه ومحدداته كما قمنا بسرد التطور التاريخي لمختلف الأدبيات النظرية ونماذج النمو الذاتي التي عاجلت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، كما تناولنا دور التطور المالي في الحد من الفقر، وأثر عدم الاستقرار المالي على العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وختمنا هذا الفصل بتحديد السياسات المساعدة على تطوير القطاع المالي.

الفصل الثاني: قدمنا من خلاله مختلف الدراسات التطبيقية والتجريبية السابقة التي عالجت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي باستخدام مختلف تقنيات وطرق الاقتصاد القياسي منذ سنوات التسعينات وإلى غاية يومنا هذا.

الفصل الثالث: أما بالنسبة للفصل الأخير فسوف يتضمن دراسة تجريبية قياسية لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية وفي ظل شرط البيئة المؤسساتية، وذلك باستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة نامية تغطي الفترة 1989-2014، وباستخدام نموذج ديناميكي Dynamic Model وتقنية العزوم المعممة GMM للتقدير.

➤ حدود الدراسة:

تنحصر حدود هذه الدراسة في الفترة الزمنية التي قامت فيها أغلب الدول النامية بتحرير أنظمتها المالية وإنشاء أسواق مالية والتي يمكن تحديدها مع نهاية سنوات الثمانينات وبداية سنوات التسعينات. وفي ظل المعطيات والبيانات الإحصائية المتوفرة والتي تخص تطور كل من القطاع المصرفي والأسواق المالية وكذلك مؤشرات قياس نوعية البيئة المؤسساتية في دول العينة المختارة، تم تحديد فترة الدراسة ما بين سنتي 1989-2014.

➤ الصعوبات التي واجهتنا أثناء الدراسة:

مثل أي بحث علمي واجهتنا أثناء إعداد الدراسة مجموعة من الصعوبات التي يتعرض لها معظم الباحثين والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- قلة المراجع التي تناولت موضوع العلاقة بين التمويل والنمو باللغة العربية.
- صعوبة الحصول على المعطيات والبيانات الإحصائية خاصة تلك المتعلقة بقياس تطور الأسواق المالية ومؤشرات قياس البيئة المؤسساتية، كما أن تعدد المصادر الرسمية للمعطيات وتضاربها صعب مهمة التوفيق والتقريب بين هذه المعطيات.

الفصل الأول:

الإطار النظري للدراسة

مقدمة الفصل:

يعتبر موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي من المسائل الهامة التي شغلت حيزا كبيرا ضمن الأدبيات والدراسات الاقتصادية والتجريبية الحديثة، بدءا من Bagehot (1873) الذي أكد على أن نجاح التنمية الاقتصادية في بريطانيا يعود إلى تفوق السوق المالية البريطانية التي كانت لديها سهولة نسبية في تعبئة المدخرات لتمويل مختلف الاستثمارات في المدى الطويل، Schumpeter (1911) الذي أكد على قدرة المصارف على تحفيز أنشطة الابتكار والنمو في المستقبل عن طريق تحديد وتمويل الاستثمارات المنتجة، و Gurley and Shaw (1955) اللذان اعتبرا أن النموذج الكينزي ليس أداة فعالة من أجل دراسة التنمية الاقتصادية بسبب إهماله الجانب المالي. وصولا إلى نظريات الاقتصاديين في مدرسة ستانفورد Mckinnon (1973) و Shaw (1973)، اللذان صمما سياسة التحرير المالي باعتبارها وسيلة بسيطة وفعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية.

كما ركزت العديد من نماذج النمو الذاتي على الآليات التي يمكن أن يؤثر من خلالها التطور المالي على النمو الاقتصادي، واعتبرت أن النظام المالي ومن خلال الوظائف التي يقوم بها يؤثر على معدلات الادخار، القرارات الاستثمارية، الابتكار التكنولوجي وبالتالي معدلات النمو على المدى الطويل. بينما ركز عدد كبير من الاقتصاديين على المزايا النسبية للأنظمة المالية القائمة على البنوك والأنظمة المالية القائمة على الأسواق ودورها في تعزيز الأداء الاقتصادي على رأسهم Allen and Gale (1999)، Boot and Thakor (1997). في الوقت الذي سلط La Porta et al (1998) الضوء على دور النظام القانوني في خلق نظام مالي يعزز النمو، واعتبروا أن الإطار القانوني وآليات إنفاذ العقود تعتبر وسيلة أفضل للتمييز بين الأنظمة المالية بدلا من الاعتماد على ما إذا كان الهيكل المالي للدولة قائما على البنوك أو الأسواق، وأن نوعية الخدمات المالية – التي يحددها النظام القانوني – هي التي تحسن كفاءة تخصيص الموارد وتعزز النمو الاقتصادي.

وسنحاول من خلال هذا الفصل تقديم دراسة نظرية شاملة لمختلف وظائف النظام المالي، ومحددات التطور المالي، و العوامل المؤثرة و المفسرة للاختلافات في مستوى تطور الأنظمة المالية بين الدول و التي يمكن تقسيمها إلى المؤسسات القانونية و المالية (القواعد القانونية، فعالية إنفاذها، و الإشراف البنكي). والعوامل السياسية، الاقتصادية، الجغرافية والهيكلية. ثم سنتطرق للأدبيات النظرية ونماذج النمو الذاتي التي تناولت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بما في ذلك نظرية التحرير المالي، وكذا قنوات الانتقال بينهما. كما سنتناول أثر التطور

المالي والذي ينقسم إلى أثر إيجابي من خلال دراسة دور تطوير الخدمات المالية وإمكانية النفاذ للأسواق المالية في الحد من الفقر، من جهة أخرى سنتناول الجانب السلبي للتطور المالي من خلال دراسة دوره في الرفع من درجة عدم الاستقرار المالي والتسبب في حدوث الأزمات، وسنختم هذا الفصل بأهم السياسات المساعدة على تطوير القطاع المالي ورفع مساهمته في تعزيز النمو الاقتصادي.

I. عموميات حول الأنظمة المالية و تطورها

قبل التطرق إلى الإطار النظري للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي سنتعرض في البداية إلى تعريف النظام المالي، هيكل النظام المالي، أنواع الأنظمة المالية، ووظائف النظام المالي. ثم سنحدد تعريف التطور المالي، ومؤشرات قياسه.

1. تعريف وهيكل النظام المالي:

1.1. تعريف النظام المالي

عرف دريد كامل شبيب النظام المالي على أنه "عبارة عن وحدات ومؤسسات مالية تشكل القطاع المالي في الاقتصاد وهي جزء أساسي مهم من الهيكل الاقتصادي العام للدولة يساهم في تسيير المعاملات المالية وتمويل المشاريع و الأنشطة المختلفة في هذا الاقتصاد، حيث أن القطاع المالي هو المسئول عن تحويل رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض إلى قطاعات التي تعاني من العجز وبالتالي فإنه يسهل توظيف رأس المال بهدف زيادة الاستثمارات والإنتاجية."¹

بينما عرفه عبد الغفار حنفي "النظام المالي هو أحد المكونات الأساسية لاقتصاديات أي دولة فهو يزود المجتمع بخدمات أساسية بدونها لا يستطيع الاقتصاد في الوقت الحاضر أن يعمل، حيث يتكون النظام المالي من الأسواق المالية والمؤسسات المالية والشركات والعائلات ورجال الأعمال والحكومة التي تكون هذا النظام وتضبط عملياته وتراقبه."²

كما يمكن تعريف النظام المالي على أنه شبكة من المؤسسات المالية (مصارف، مصارف تجارية، جمعيات البناء...) والأسواق (سوق المال، البورصة) التي تتعامل بعدة أنواع من السندات المالية (ودائع مصرفية، سندات خزينة، أسهم...) التي تسهل تحويل النقود و اقتراض الأموال وإقراضها³. ويتكون النظام المالي من عناصر مالية تربطها علاقات مالية خاصة بتكوين واستخدام الموارد المالية. ويتكفل النظام المالي بتوفير الاحتياجات المالية لمختلف المتعاملين الاقتصاديين من خلال تحويل الأموال من عند أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وذلك

¹ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص 25.

² عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 19.

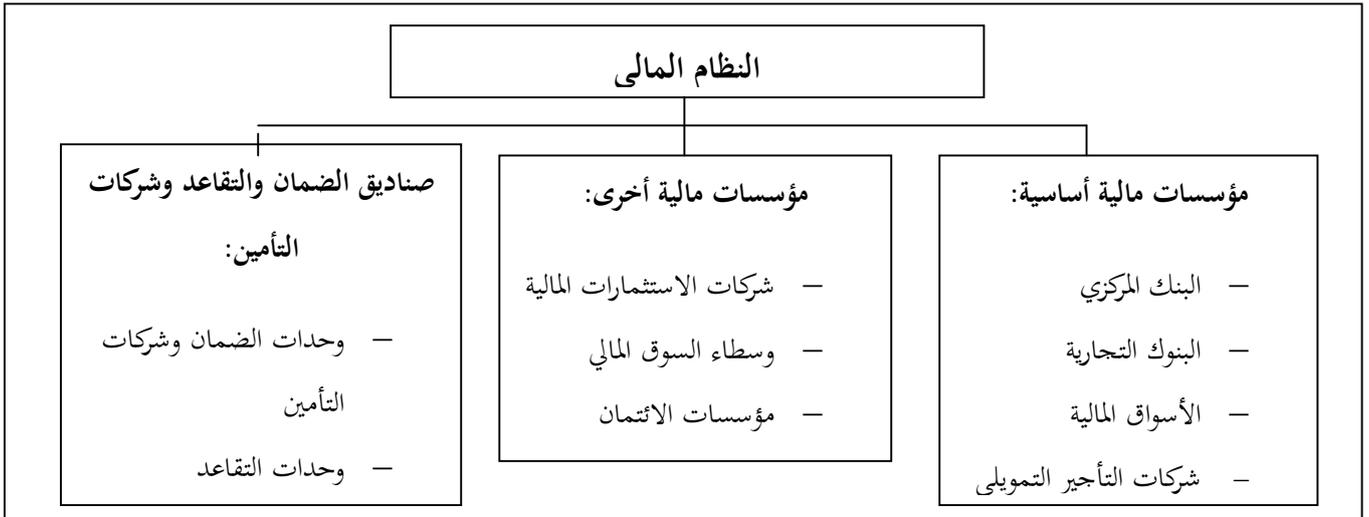
³ بن شيخ عبد الرحمن، اتجاهات تقييم استقرار النظام المالي في الإطار العولمي الجديد- دراسة حالة الجزائر، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2009، ص 21.

إما بطريقة مباشرة أي من خلال الأسواق المالية، أو بطريقة غير مباشرة وذلك من خلال البنوك والمؤسسات المالية المختلفة. و تتوقف فاعلية النظام المالي على قدرته في تعبئة الادخار وضمان أفضل التخصيصات للموارد المالية المتاحة في الاقتصاد¹.

2.1. هيكل النظام المالي:

يتكون النظام المالي من مجموعة من المؤسسات المالية الأساسية وأهمها وزارة المالية والبنك المركزي والبنوك التجارية والأسواق المالية وشركات الاستئجار التمويلي ومجموعة من المؤسسات المالية الوسيطة الأخرى كشركات الاستثمارات المالية ومؤسسات الائتمان من غير البنوك و الوسطاء الماليين، أما المجموعة الثالثة فهي عبارة عن مؤسسات ذات رصيد مالي كبير ومؤثر على النظام المالي كصناديق التقاعد الضمان الاجتماعي وشركات التأمين.

الشكل رقم (I-01): مؤسسات النظام المالي



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 26.

يمكن تقسيم النظام المالي إلى فئتين من المتعاملين، مستخدمو الخدمات المالية ومقدمو الخدمات المالية:

1.2.1. مستخدمو الخدمات المالية:

يقدم النظام المالي خدمات متعددة لكل من قطاع الأعمال والعائلات والحكومات:

¹ غربي ناصر صلاح الدين (2007)، سياسة التحرير المالي في الدول النامية دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، ص

أ. **العائلات:** التي تتكون من المنشآت الصغيرة غير الخاضعة للتنظيمات الصناعية بالإضافة إلى الأفراد وتمثل الاحتياجات المالية لقطاع العائلات في خدمات المدفوعات، الحصول على قروض صغيرة وحاجاتها لأصول مالية سائلة تودع فيها مدخراتها ويبحث القطاع في معاملاته مع القطاع المالي على السيولة والأمان وبساطة المعاملات.

ب. **قطاع الأعمال:** يشمل هذا القطاع مختلف المؤسسات الاقتصادية العامة والخاصة والأسر الميسورة الحال والتي لها احتياجات مالية كبيرة وتحتاج لخدمات مالية أكثر تعقيدا، كما تحتاج إلى المشورة في المسائل المالية والمحاسبية، ويحتاج قطاع الأعمال إلى التمويل والذي قد يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل لتمويل استثماراته و تمويل توسعه الرأسمالي.

ج. **الحكومات:** بالإضافة إلى تعاملها مع القطاع المالي، تقوم الحكومة بتنظيم وضبط عملياته وتراقب النظام المصرفي كما تستخدم الحكومة النظام المالي كمصدر لتمويل نفقاتها الجارية والرأسمالية وتمويل العجز في ميزانيتها من خلال عرض أوراقها المالية (السندات الحكومية ، أذونات الخزينة) للاكتتاب العام.¹

2.2.1. مقدمو الخدمات المالية:

بالإضافة إلى البنك المركزي يوجد خمس أنواع رئيسية من المؤسسات المالية وهي: مؤسسات الإيداع والائتمان، مؤسسات المدخرات التعاقدية، مؤسسات الاستثمار الجماعي، أسواق الأوراق المالية، والمشروعات المالية الغير رسمية. وسنحاول تعريف كل من المؤسسات المالية والأسواق المالية.

أ. **المؤسسات المالية:** المؤسسات المالية هي شركات أعمال تتكون أصولها بصفة أساسية من الأصول المالية أو الالتزامات ومستحقات لدى الغير (أسهم، سندات، قروض) بدلا من الأصول المادية كما في منشآت الأعمال الأخرى، و هي تقوم بمنح القروض للعملاء وتستثمر في الأوراق المالية وتعرض جملة من الخدمات المالية في الاقتصاد.² وباعتبارها -أي المؤسسات المالية- حلقة وصل بين عارضي الأموال وطالبيها فإنه يمكن تعريفها على أنها مؤسسات تنشط في:³

- قبول الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة.

¹ شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي - دراسة حالة الجزائر-، رسالة ماجستير، جامعة تلمسان، 2006، ص 03.
² عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص، أسواق المال و تمويل المشروعات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005، ص 191.
³ أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي -دراسة قياسية لعينة من الدول خلال الفترة 1965- 2008، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2008، ص 17.

- حيازة الأصول المالية مثل القروض والأوراق المالية.
- تأدية مهام السلطة النقدية.
- الاستثمار في الأوراق المالية.
- تقديم تشكيلة من الخدمات المالية مثل التأمين.
- تعمل داخل أسواق سواء كانت منظمة أو غير منظمة.

ويمكن تصنيف المؤسسات المالية إلى:¹

- المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية (الوسطاء الماليين):

ويمكن تعريف الوساطة المالية بأنها العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشر بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية.²

كما يمكن تعريف الوسطاء الماليون على أنهم: " أشخاص طبيعيين أو معنويون يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار و بين الاستثمار الباحث عن الأموال "³.

وتشمل المؤسسات المالية التي تقوم بالوساطة كل من: البنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك المتخصصة، البنوك الإسلامية.

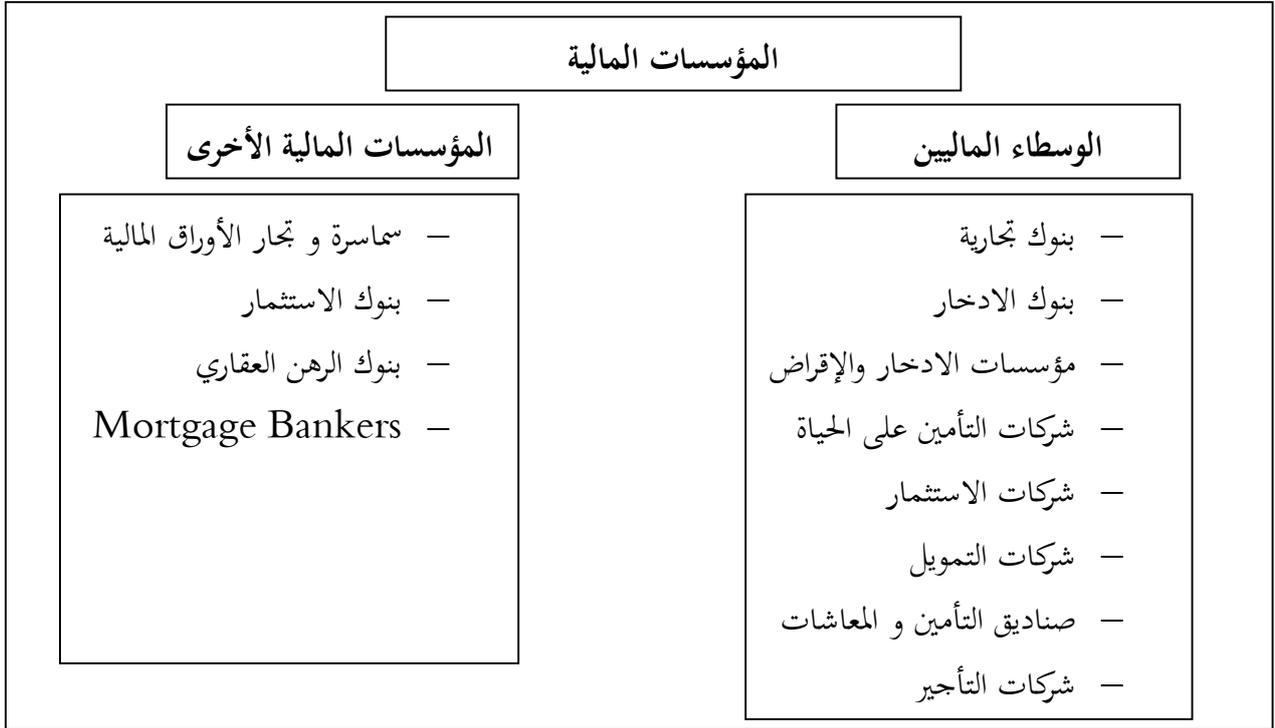
- المؤسسات المالية التي لا تقوم بدور الوساطة المالية: و التي تشمل بنوك الاستثمار، سحاسة الأوراق المالية، تجار الأوراق المالية.

¹ غربي ناصر صلاح الدين، مرجع سبق ذكره، ص 14.

² وفاء احمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)، مجلة الأستاذ- العدد (201)، 2012، ص 836.

³ حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها - أدائها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 32.

الشكل رقم (I- 02): تصنيف المؤسسات المالية



المصدر: عبد الغفار حنفي (2008)، إدارة المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، ص 17.

ب. الأسواق المالية: تعتبر أسواق رأس المال أحد أهم المؤسسات المالية التي تحظى باهتمام جميع الدول المتقدمة والنامية، نظرا لأهميتها الكبيرة في جمع الأموال وتعبئة الادخارات و توجيهها نحو الاستثمارات.

ويمكن تعريفها على أنها "عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري هذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز"¹

2. أنواع الأنظمة المالية :

غالبا ما يتم تصنيف الأنظمة المالية إلى أنظمة مالية قائمة على البنوك وأنظمة مالية قائمة على الأسواق، إلا أنه في بعض الدول تكون البنوك العمومية المملوكة للدولة هي المهيمنة على النظام المالي والمسئولة عن تخصيص الموارد و تمويل الاستثمارات، كما أنه في الدول التي لم تتطور فيها هذه الأنظمة بالشكل الكافي يعتمد الأعوان الاقتصاديون على التمويل الذاتي من أجل تمويل استثماراتهم، و عليه يمكن تقسيم الأنظمة المالية كما يلي:

دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 37.¹

1.2. الأنظمة المالية القائمة على التمويل الذاتي:

غياب نظام مالي متطور، يعيق لجوء المؤسسات إلى التمويل الخارجي. وفي هذه الحالة يكون أمام الأعوان الاقتصاديين حل وحيد من أجل تمويل استثماراتهم وهو الاعتماد على التمويل الذاتي. حيث يقدم هذا النوع من التمويل للمؤسسة ميزة مهمة جدا وهي عدم وجود تكاليف التمويل، مما يسمح من تقليل تكاليف الإنتاج وزيادة ربحية المؤسسة. والأكثر من ذلك التمويل الذاتي يقلل من تبعية المؤسسات للقطاع المالي و يمنحها استقلالية مالية. إلا أنه في المقابل هذا النوع من التمويل يجد من إمكانية توسع المؤسسة ويمنعها من انجاز المشاريع التي تتطلب رؤوس أموال طائلة والتي تتميز بإنتاجية عالية، وبالتالي فإن التمويل الذاتي يجبر المؤسسات على الاستثمار فقط في المشاريع الصغيرة والمتوسطة .

ويعتبر التمويل الذاتي هو المصدر الوحيد لتمويل المشاريع في الدول النامية التي عادة ما تمتلك أنظمة مالية متخلفة. فغياب الأسواق المالية المتطورة و المصارف النشطة يقلل من إمكانية اعتماد التكنولوجيات الجديدة التي تتميز بالكفاءة العالية والإنتاجية المرتفعة. ولهذا أكد Mckinnon (1973) على أهمية التطور المالي والتحرير المالي في دعم الاستثمار والنمو الاقتصادي في الدول النامية¹.

2.2. الأنظمة المالية القائمة على البنوك:

يسلط أنصار النظم المالية القائمة على البنوك الضوء على الآفاق طويلة الأجل التي تمنح الأفضلية لهذه الأنظمة، حيث يتميز هذا النوع من الأنظمة بأن البنوك تخلق علاقات طويلة الأجل مع المؤسسات التي تمويلها. وفقا ل Amble (2005)، هذه العلاقات الطويلة الأجل يمكن أن تساهم في ظهور سلوك تعاوني بين المؤسسات والبنوك و بالتالي تمنع أي سلوك انتهازي².

وقد لخص Beck (2010) مزايا هذا النوع من الأنظمة مقارنة بالأسواق كما يلي: أولا، العلاقة التي تبنيها البنوك مع عملائها تسمح لها بخفض التكاليف المتعلقة باقتناء المعلومات. ثانيا، البنوك يمكنها أن تعزز الابتكار من خلال قدرتها على تحديد المشاريع التي لديها فرصة أكبر للنجاح و الأكثر مردودية. ثالثا، البنوك

¹ Mahjouba Zaiter Lahimer (2011), "L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économiques dans les pays en développement", THESE Pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences Economiques, l'Université Paris Dauphine , pp 30.

² Bruno Amable (2005), "Les cinq capitalismes : Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation", Éditions du Seuil, Paris, pp 374.

يمكن أن تقلل من مخاطر السيولة من خلال تركيز الادخار والتوزيع المناسب للاستثمارات بين الأجل القصير و الطويل. رابعاً، الأنظمة المالية القائمة على البنوك تسمح للمستثمرين الأفراد تنويع وتقاوم المخاطر وتشجعهم على الاستثمار في المشاريع الأكثر مخاطرة و الأكثر ربحية.¹

كما أنه في النظم المالية التي تهيمن فيها البنوك على النظام المالي، تؤمن هذه الأخيرة جميع الخدمات المصرفية، حيث أنها تجمع الودائع وتمنح القروض، كما أنها تتدخل في أسواق الأسهم والسندات وتشارك في تسيير خزينة البنوك، وفي نفس الوقت هي بنوك استثمار وتدير عمليات الاستحواذ والاندماج.

3.2. النظام المالي القائم على الأسواق :

أنصار النظم المالية القائم على الأسواق يستندون على دور الأسواق في تنويع و تسيير المخاطر، نشر المعلومات، تحسين حوكمة الشركات وتخصيص الموارد. علاوة على ذلك، تمنح الأسواق مجموعة متنوعة من أدوات التحوط وتنويع المخاطر عكس البنوك حيث عرض هذه المنتجات يكون محدود جدا . الأسواق المالية تسمح للمستثمرين بالتغلب على المشاكل المرتبطة بالسيولة حيث يكون بإمكانهم بيع أصولهم في الأسواق السائلة عندما يرغبون. إلا أن هذه السيولة والكفاءة للأسواق المالية أصبحت تحوم عليها العديد من الشكوك خاصة بعد اندلاع أزمة الرهن العقاري. وذلك بسبب أن المعلومات المتوفرة في هذه الأسواق غير كاملة وخاصة أن الأعوان الاقتصاديين لا يعيرون اهتمام للتأكد من صحة هذه المعلومات وإنما يسعون إلى تحديد آراء مختلف الأعوان حول هذه المعلومات.

فعلى سبيل المثال في نموذج يقوم على السوق الحرة، الفرد لا يسعى إلى معرفة السلامة المالية للشركة و إنما يسعى إلى معرفة ما يفكر به مختلف الأعوان حول هذه الشركة. وبالتالي الأسواق المالية تتميز بأدوات مراقبة جودة الاستثمارات أقل كفاءة من تلك الموجودة في البنوك، كما أن المضاربة تحول دون تمويل الاستثمارات المنتجة. فالفرق الذي قد يوجد بين سعر الأسهم في السوق و القيمة الحقيقية لهذه الأسهم تؤدي إلى أن المستثمر قد ينجذب للمشاريع ذات الربحية العالية و القصيرة الأجل لكن غير منتجة. علاوة على ذلك، زيادة الفرق بين قيمة

¹ Thorsten Beck (2010), "Développement de la finance et croissance économique : banques versus marchés financiers?", La revue Secteur privé et développement, N° 5, pp 24-26.

الأسهم الحقيقية و القيمة السوقية، عادة ما تؤدي إلى تشكل فقاعات ، انفجارها يؤثر على النشاط الاقتصادي ككل¹.

4.2. النظام المالي القائم على سيطرة الحكومة:

يتميز هذا النوع من الأنظمة بانتشار البنوك العمومية وسيطرة الدولة على عمل الأسواق، وقد دافع Gerschenkron (1962) على تدخل الدولة في الأنظمة المالية وأكد على كفاءة البنوك العمومية في تشجيع الادخار، تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية.

ويعتبر فشل (إخفاق) السوق نتيجة المشاكل المرتبطة بالمعلومات مبرر لتدخل الدولة في النظام المالي من خلال إنشاء المصارف العمومية، حيث أن توفر سوق مصرفية متطورة سيدعم النشاط في سوق الأسهم. فنظرا للمشاكل المرتبطة بعدم تماثل المعلومات وفشل المؤسسات المالية الخاصة، وجود البنوك العمومية يمكن أن يؤثر بشكل إيجابي على التطور المالي و التنمية الاقتصادية. حيث يمكن للبنوك العمومية أن تكون أكثر كفاءة من البنوك الخاصة في تعبئة الادخار عند فشل نظام تعبئة الادخار، كما أن تخصيص الأموال المجمعة من قبل الحكومة قد يكون أيضا أكثر كفاءة من السوق.

ويمكن الدور المهم للبنوك العمومية في تعبئة الادخار والتوجيه الأمثل للائتمان الذي يهدف إلى: تعزيز التكنولوجيا الجديدة وتشجيع الابتكار من خلال توجيه الائتمان نحو الأنشطة المكثفة للتكنولوجيا. وتشجيع الصادرات من خلال توجيه الائتمان نحو أنشطة التصدير، وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي.

وقد رفض أنصار التحرير المالي تدخل الدولة في عمل النظام المالي، واعتبروا أن هذا التدخل يعيق عمل الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي ككل. إلا أن هذا النوع من الهياكل المالية لقي نجاحا كبيرا في فرنسا وكوريا الجنوبية وساهم في تعزيز النمو الاقتصادي ودفع عجلة التنمية في هذه الدول.

وفي هذا الصدد تطرق Altunbas et al (2001) في دراستهم إلى حالة البنوك الألمانية خلال الفترة 1989-1996، من خلال المقارنة بين تكاليف وأرباح مختلف البنوك التي تعمل في السوق، إلا أن الباحثون لم يجدوا أي دلائل تبين أن البنوك الخاصة أكثر كفاءة من البنوك العمومية.² كما تناول Karas et al (2010)

¹ Mahjouba Zaiter Lahimer (2011), Op. Cit, pp 31-32.

² Yener Altunbas, Lynne Evans , Philip Molyneux (2001), "Bank Ownership and Efficiency", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33(4), pp.926-954.

حالة البنوك الروسية وتوصلوا إلى نفس النتيجة. وقد فسر هؤلاء الاقتصاديون هذه النتائج بأن البنوك العمومية يمكنهم الوصول إلى الودائع بتكلفة أقل نظرا لأنهم يمنحون ضمانات حكومية ضمنية.¹ كما أن النظام المالي الصيني والذي يتميز بسيطرة البنوك العمومية، ساعد في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال تحفيز الإنتاجية ونمو القيمة المضافة للشركات التي تمولها هذه البنوك.

3. وظائف النظام المالي:

تكاليف الحصول على المعلومات والقيام بالمعاملات يخلق حوافز لظهور الأسواق والمؤسسات المالية التي من خلال الوظائف التي تقوم بها تعمل على التخفيف من هذه الاحتكاكات. وقد قسم Levine (1997) وظائف النظام المالي كما يلي:

1.3. تنوع المخاطر:

أظهر النموذج المقدم من قبل Pagano (1993) أن الوسطاء الماليين يحفزون الأفراد على الاستثمار في المشاريع الأكثر خطورة والأكثر إنتاجية من خلال تنوع و تقسيم المخاطر، مما يرفع إنتاجية رأس المال وبالتالي يعزز النمو الاقتصادي. كما أكد Levine (2005) على أن النظم المالية يمكن أن تسهل تقاسم المخاطر. للقضاء على مخاطر السيولة، النظم المالية يمكن أن تزيد الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة التي يكون لديها تأثير إيجابي على النمو. بعض المشاريع المرتفعة العائد تتطلب حجز رأس المال لمدة طويلة، ولكن المستثمر غالبا ما يترددون في ربط مدخراتهم، ولهذا ومن أجل الحد من المشاكل المرتبطة بالسيولة، تقدم النظم المالية حلال من خلال السماح للمستثمرين الاستثمار في المشاريع ذات العوائد المرتفعة والتي تسمح لهم ببيع هذه الاستثمارات بسرعة والحصول على النقد عند الضرورة.²

2.3. جمع معلومات حول الاستثمارات و تخصيص الموارد :

تعتبر مسألة تقييم الشركات، المديرين ومتطلبات السوق أمر صعب وجد مكلف. فالمدخرين الأفراد قد لا يملكون الوقت، القدرة أو الوسائل من اجل تجميع و معالجة المعلومات التي تساعد على تقييم المشاريع واختيار

¹ Alexei Karas, Koen Schoors, Laurent Weill (2010), "Are private Banks More Efficient Than Public Banks?", The Economics of Transition, The European Bank for Reconstruction and Development, Vol. 18(1), pp. 209-244.

² Kaouthar Gazdar (2011), Institutions, Développement Financier et Croissance Économique dans la Région MENA, Thèse Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences Économiques, Université De Reims Champagne-Ardenne, pp 13.

الأفضل من بينها، ما قد يجعلهم يترددون في الاستثمار في الأنشطة التي تتوفر عنها معلومات قليلة و غير موثوق بها.

فعلى سبيل المثال إذا كان يتوجب على المستثمر دفع تكاليف ثابتة للحصول على معلومات حول تكنولوجيات الإنتاج. ففي غياب الوسطاء، يتوجب على كل مستثمر دفع هذه التكاليف من أجل الحصول على هذه المعلومات. لكن من أجل الاقتصاد في تكاليف الحصول ومعالجة المعلومات حول الاستثمارات، يتشكل وسيط مالي يعمل على جمع هذه المعلومات وتحليلها لجميع عملائه بدلا من أن يقوم كل شخص بذلك. و بالتالي تعتبر تكاليف الحصول على المعلومات من بين الحوافز التي ساعدت على ظهور الوسطاء الماليين اللذين يوفران المعلومات حول الفرص الاستثمارية ويحددون المستثمرين الذين لديهم فرص أكبر لنجاح ابتكاراتهم. مما يحسن تخصيص الموارد وينعكس بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي.

إلى جانب الوسطاء الماليين، أسواق الأسهم يمكن أيضا أن تحفز إنتاج المعلومات حول الشركات، فعندما تصبح الأسواق أكبر وأكثر سيولة، يصبح لدى الأعوان حوافز أكبر لإنفاق مواردهم في البحث حول الشركات، لأنه من السهل الاستفادة من هذه المعلومات من خلال الاتجار بها في الأسواق الكبيرة و الأكثر سيولة.¹

3.3. رصد المدراء و ممارسة الرقابة على الشركات:

يواجه المستثمرون تكاليف كبيرة تتعلق بالتحقق من عوائد المشاريع، وبالتالي، يظهر النظام المالي من أجل التخفيف من تكاليف اقتناء المعلومات والإنفاذ المتعلقة برصد مديري الشركات وممارسة الرقابة على الشركات بعد تمويل النشاط. بالإضافة إلى ذلك، وجود الترتيبات المالية التي تعزز حوكمة الشركات يمكن أن تحسن الكفاءة التي تخصص بها الشركات الموارد، وتجعل المدخرين أكثر استعدادا لتمويل الإنتاج والابتكار مما ينعكس بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي. وقد تم دعم وجهة النظر هته من قبل العديد من النماذج النظرية التي بينت أن الأنظمة المالية التي تعمل بشكل جيد تؤثر على النمو من خلال تعزيز حوكمة الشركات، فعلى سبيل المثال، بين النموذج المقدم من قبل Harrison et al (1999) أنه في ظل وجود عدم تماثل المعلومات، الوسطاء الماليين يسهلون تدفق الموارد من المدخرين إلى المستثمرين مما يعزز النمو الاقتصادي.²

¹ Ross Levine (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2 , pp 694.

² Kaouthar Gazdar (2011), Op cit, pp 12.

4.3. تعبئة المدخرات :

حيث اعتبر King and Levine (1993) أن النظم المالية تعتبر أفضل وسيلة لتعبئة الادخار و توفير التمويل المناسب لأصحاب المشاريع (المقاولين) مقارنة بالأفراد. فالنظم المالية تحفز تعبئة الادخار من خلال تجميع مدخرات مختلف العائلات وجعلها متاحة للإقراض. مما يوفر للعائلات فرص لبناء محافظ متنوعة، الاستثمار في الشركات ذات الكفاءة العالية و زيادة سيولة أصولها. وبالتالي، من خلال قدرتها على تجميع الادخار تعمل النظم المالية على تحسين الابتكار التكنولوجي مما ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي.¹

5.3. تسهيل التبادل:

إلى جانب تسهيل تعبئة المدخرات، النظام المالي يمكن أن يعزز التخصص، الذي يعتبر أمر ضروري في عملية التنمية الاقتصادية و ذلك من خلال تخفيض تكاليف المعاملات. حيث أكد Adam Smith (1779) أن تقسيم العمل - التخصص - هو العامل الأساسي وراء تحسين الإنتاجية. حيث زيادة التخصص يتطلب المزيد من المعاملات. وبما أن هذه المعاملات مكلفة، فالنظم المالية التي تعمل على تخفيض تكاليف المعاملات تشجع على المزيد من التخصص الذي بدوره يعزز الابتكار التكنولوجي وينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي.²

4. مفهوم التطور المالي:

لم يأخذ مصطلح التطور المالي تعريف دقيق و محدد فبالنسبة لـ Robinson (1952) أكد على ما يلي: في نظام مالي ما، عندما يكون الطلب على الخدمات المالية كبير في إطار توسع اقتصادي ، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة في المؤسسات المالية، المنتجات والخدمات المالية. وبالتالي يمكن اعتبار التطور المالي بمثابة توسع في النظام المالي يتميز بزيادة الطلب على الخدمات المالية وارتفاع في عدد المؤسسات المالية.³

كما قام turunç (1999) في تحليله بالتمييز بين التطور المالي الداخلي (الطلب على الخدمات المالية) والتطور المالي الخارجي (عرض الخدمات المالية)، حيث بحسبه نقول عن نظام مالي بأنه متطور، إذا و فقط إذا كان

¹ Ross Levine (1997), Op cit, pp 698.

² Ross Levine (1997), Op cit, pp 700.

³ James B. Ang (2007), « Financial Deepening and Economic Development in Malaysia », Economic Papers: A journal of applied economics and policy , Vol 26, Issue 3, pp 249-260.

يضمن سير نظام دفع فعال و قابل للتطور، تعبئة الادخار وتحسين تخصيصه للاستثمار. فتوفر وسائل تبادل موثوق بها تعتبر شرط ضروري للنمو.¹

أما بالنسبة إلى Ang and Mackibbing (2005) ، فنقول عن نظام ما أنه متطور ماليًا إذا كان قادر على ضمان: تعبئة الادخار الخاص ، التخصيص الكفء للموارد ، تعزيز السيولة ، تنويع المخاطر ، الحد من تكاليف المعلومات و المعلومات ، اقتراح بديل أو تجميع الأموال من خلال الادخار الفردي للعائلات و أرباح الشركات الغير موزعة.²

أما حسب تقرير DFID (department for international development) نقول عن قطاع مالي بأنه متطور إذا كان قادر على:³

- تحسين مستويات الكفاءة و المنافسة.
- زيادة كمية و تحسين نوعية الخدمات المالية المتاحة.
- زيادة و تنويع المؤسسات التي تعمل في القطاع المالي.
- زيادة نسبة السيولة المتاحة من خلال القطاع المالي.
- مدى قدرة مؤسسات القطاع المالي على تخصيص رأس المال للقطاع الخاص، و الاستجابة لحاجياته .
- تحسين تنظيم و استقرار القطاع المالي.

كما عرف تقرير التطور المالي (financial development report) التطور المالي على أساس انه العوامل، السياسات، و المؤسسات التي تقود إلى وساطة و أسواق مالية ذات كفاءة عالية وفعالة، إضافة إلى تعميق و توسيع الوصول إلى رأسمال و الخدمات المالية.⁴

كما عرف Tchakounte et al (2008) التطور المالي على أنه ارتفاع نسبة الوصول إلى الخدمات المالية (المخصصة للاستثمارات المنتجة) لصالح الأشخاص أو مجموعات من الأشخاص المحرومين (الذين يعانون

¹ Turunc, G. (1999), "Développement du Secteur Financier et Croissance: Le Cas des Pays Emergents Méditerranéens", Revue Région et développement, N° 10, 1999, pp 92.

² Sandra KENDO, Francis MENJO BAYE, Fondo SIKOD (2008), Financial Sector Development, Gender Parity, and Poverty Reduction: Theoretical and Empirical Evidences, Proceedings of the African Economic Conference, pp 92.

³ department for international development (2004); The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction; Policy Division Working Paper; p 6.

⁴ The Financial Development Report 2009, World Economic Forum, New York, USA, pp xiii.

من احتياج مالي) و ذلك من خلال تحسين ميكانيزمات تجميع الادخار الخاص و تخصيص الائتمان في إطار التقليل من التكاليف المرتبطة بعدم تماثل المعلومات.¹

الشكل رقم (I- 03) : الطرق النظرية للتمويل و النمو



Source: Ross Levine (1997); financial development and economic growth: views and agenda ; journal of economic literature ; p 691 .

بينما عرف Levine (2005) التطور المالي على انه: "العملية التي من خلالها تحسن الأدوات، الأسواق و الوسطاء الماليين معالجة المعلومات، تنفيذ العقود و انجاز المعاملات، و أيضا تمكن النظام المالي من أداء وظائفه

¹ Corine Sandra Kendo Tchakounte , Francis Menjo Baye , Fondo Sikod (2008) , Impact Du Developpement Du Secteur Financier Sur La Pauvrete Selon Le Genre En Milieu Rural Camerounais , African Economic Conference (Aec) , pp 07.

بشكل أفضل". حيث أن التطور المالي يحدث عندما يستطيع الهيكل المالي (المتكون من المؤسسات المالية والأسواق المالية التي تنشط في الاقتصاد) تقليل الاحتكاكات المتمثلة في تكاليف المعلومات و تكاليف المعاملات و التي يمكن أن تشكل عائق أمام الأداء الجيد للجهاز المالي، و ذلك من خلال الوظائف التي يقوم بها (التمثلة أساسا في: تعبئة المدخرات، تخصيص الائتمان، مراقبة و متابعة المشاريع الممولة، إدارة المخاطر وتبادل السلع والخدمات).

ومن اجل توضيح فكرته هذه استعمل Levine التمثيل البياني أعلاه في مقارنته النظرية حول التمويل والنمو حيث وبحسب Levine تطور النظام المالي يقاس من خلال وظائفه الخمسة، حيث يحدث التطور المالي عندما يستطيع هذا النظام القيام بوظائفه بفعالية أكبر، بحيث يضمن عوائد أعلى، بتكاليف و مخاطر اقل. إلا انه ليس من السهل قياس التطور المالي من خلال وظائفه، لان ذلك يتطلب مؤشرات جد معقدة، و نادرا ما تكون متاحة. هذا ما جعل الاقتصاديون يميلون إلى تعريف كلاسيكي: "التطور المالي هو توسع حجم و زيادة فعالية وكفاءة النظام المالي"، حيث من مميزات هذا التعريف انه يضع على قدم المساواة الركيزتين الأساسيتين للتطور المالي: حجم (كمية) ونوعية التبادلات و الأدوات. وذلك على عكس Levine الذي لم يشر إلى أهمية نوعية الخدمات المقدمة من قبل النظام المالي كمحدد لمدى تطوره، بينما أكدت العديد من الدراسات على أن نوعية الخدمات المالية تمثل العامل الأكثر تأثيرا على النمو و على الاقتصاد ككل.

5. مؤشرات قياس التطور المالي:

للتطور المالي جوانب مختلفة تتفاعل مع بعضها لضمان تنمية و تطوير النظام المالي، حيث نقول عن نظام مالي أنه متطور إذا توفرت فيه مجموعة من الشروط التي يمكن اختصارها فيما يلي: عمق النظام المالي، فعالية وكفاءة الوسطاء الماليين، ضمان وصول (نفاذ) وحصول واستفادة جميع الأعوان الاقتصاديين من الخدمات المقدمة من قبل النظام المالي، وجود مؤسسات تدعم وتساعد على الأداء الجيد لهذا النظام، ربحية واستقرار المؤسسات والنظام ككل، تنوع وتكامل النظام المالي وقدرته على تقديم أنواع مختلفة من المؤسسات والأوراق المالية و فترات زمنية مختلفة ولمختلف العملاء، وأخيرا انفتاح هذا النظام على العالم. وسنحاول فيما يلي شرح هذه الأبعاد و تحديد مؤشرات قياسها.

1.5. عمق وحجم النظام المالي:

يشير العمق المالي إلى أهمية القطاع المالي في الاقتصاد وقدرته على توجيه الادخار لتمويل الفرص الاستثمارية المربحة. وبالتالي يرتبط العمق المالي بجانبين متكاملين وهما التعميق المالي و التمويل. ويشير العمق المالي إلى نسبة القطاع المالي إلى بقية الاقتصاد، ويستخدم غالبا من أجل قياس درجة النضج المالي للاقتصاد، حيث يفترض أنه كلما وصل بلد ما إلى مستوى تنمية أكبر كلما زاد احتفاظ الأعوان الاقتصاديين بجزء كبير من مدخراتهم على شكل أصول مالية. أما التمويل فيرتبط بالموارد المقدمة من قبل القطاع المالي إلى الاقتصاد ككل، ويشمل جانبين تعبئة الموارد وتخصيصها. ويتم استخدام مجموعة من النسب لتحديد نسبة العمق المالي، حيث يفترض أنه كلما كانت هذه المؤشرات مرتفعة كلما كان العمق المالي ومساهمة القطاع المالي في التنمية أكبر. ومن بين المؤشرات التي تستخدم لقياس العمق المالي:

✓ مجموع الأصول المالية إلى GDP.

✓ الائتمان المخصص للقطاع الخاص نسبة إلى GDP.

✓ معدل الادخار نسبة إلى GDP.

✓ ودائع النظام المالي نسبة إلى GDP.

✓ رسملة البورصة نسبة إلى GDP.¹

2.5. تنوع وتكامل القطاع المالي:

يعكس تنوع القطاع المالي قدرة الأعوان الاقتصاديين على الحصول على أدوات مالية ومؤسسات مالية متنوعة قادرة على تلبية احتياجاتهم:²

■ **التنوع المؤسساتي:** هذا المفهوم يميز النظام المالي الذي تجري فيه الوساطة المالية من قبل مؤسسات مالية متنوعة، والتي قد تشمل البنوك، شركات الائتمان العقاري، وشركات القرض الايجاري، والمؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد، شركات السمسرة ومؤسسات رأس المال المخاطر.

¹ Jean-Paul Mvogo (2012) , "Les politiques de développement financier en Afrique subsaharienne Définition - Enjeux- Réalités et propositions" , THESE pour l'obtention du titre de Docteur , Universite Paris Dauphine , pp 81-82.

² Jean-Paul Mvogo (2012), Op cit, pp 82-86.

■ **تنوع الأدوات:** والذي يعكس قدرة النظام المالي على توفير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية لتلبية احتياجات الأعوان الاقتصاديين، حيث يمكن أن يتم تعبئة الادخار من خلال أدوات متنوعة مثل الودائع، السندات، الأسهم، أذونات الخزينة. وبالتالي يكون بإمكان الأعوان الاستعانة بأنواع مختلفة من المنتجات للحصول على التمويل، استثمار مدخراتهم وكذا التحوط ضد المخاطر (بوليصات التأمين، المشتقات المالية).
التنوع الزمني: يشير إلى إمكانية استفادة الأعوان الاقتصاديين من أنواع من التمويل والادخار تلي احتياجاتهم من حيث تواريخ الاستحقاق، خاصة في الدول النامية حيث أن المؤسسات لا تملك إلا خيارات محدودة لتمويل استثماراتها طويلة الأجل. ذلك أن النظام المالي يمول فقط النمو قصير و متوسط الأجل على حساب النمو طويل الأجل.

■ **التنوع الوظيفي:** حيث يمكن للأعوان الاقتصاديين الاستفادة من خمس وظائف متنوعة يقوم بها النظام المالي وهي:

✓ تسهيل تبادل السلع و الخدمات.

✓ تعبئة و جمع المدخرات .

✓ توفير المعلومات حول الاستثمارات الممكنة و تخصيص الادخار.

✓ تقسيم ، تنويع و تسيير المخاطر .

✓ و متابعة تنفيذ الاستثمارات و مراقبة الحوكمة.

■ **تنوع العملاء:** يقيس هذا المفهوم قدرة النظام المالي على تقديم خدمات ذات جودة عالية لجميع العملاء المحتملين سواء كانوا مؤسسات (صغيرة، متوسطة أو كبيرة) أو عائلات (أكثر أو أقل فقرا).

3.5. ربحية و استقرار النظام المالي:

استقرار النظام المالي لا يشير فقط إلى السلامة المالية للمؤسسات المالية وإنما أيضا إلى قدرتها على الصمود بعد التعرض للصدمات الاقتصادية الكلية. وترتبط مردودية النظام المالي ارتباطا وثيقا مع الاستقرار لأنها تحدد وجود رؤوس الأموال الخاصة التي تمكن من التعامل مع الصدمات.

ويمكن استعمال العديد من المؤشرات لتحديد المردودية: هامش الوساطة، مستوى العمولات، النتيجة الإجمالية للاستغلال، العائد على حقوق الملكية ROE و العائد على الأصول ROA. أما بالنسبة للاستقرار فبالرغم من صعوبة قياس الأداء الكلي للأنظمة المالية من ناحية الاستقرار نتيجة عدم تجانس المعايير التنظيمية إلا

أنه يمكن استخدام مؤشرات مختلفة مثل: احترام النسب القانونية لرأس المال الخاص (cook, Macdonough)، مراقبة نسب تقسيم المخاطر ، نسب ديون العائلات و الشركات.¹

4.5. الفعالية:

تعكس الفعالية قدرة النظام المالي على تقديم منتجات وخدمات ذات جودة عالية وبأقل تكلفة، أي بأقل استهلاك ممكن للموارد. وبالتالي هنا يجب الموازنة بين الاقتطاعات (العمولات، هامش الوساطة) التي تتم من قبل مختلف الوسطاء الماليين من أجل تنفيذ المعاملات المالية والآجال المرتبط بالوساطة المالية والتكاليف التي تتكبدها (هامش الاستغلال).²

حيث كلما زاد هامش الوساطة فهذا يعكس قدرة المؤسسات المالية على توليد ربحية عالية على عمليات الإقراض من خلال جمع الموارد بأقل التكاليف و إقراضها بمعدلات مرتفعة نسبيا. كما يعتبر تركيز البنوك كمؤشر لقياس درجة المنافسة و التي ترتبط بدورها بالفعالية.

5.5. إمكانية النفاذ (الوصول إلى الخدمات المالية):

تشير إلى قدرة مختلف فئات الأعوان الاقتصاديين (بغض النظر عن مكان إقامتهم، مستوى معيشتهم، مستوى الدخل بالنسبة للعائلات والحجم بالنسبة للشركات) على الوصول والحصول على خدمات مالية ذات جودة عالية. إذ توجد مجموعة من العوامل التي قد تمنع وصول العائلات للخدمات المالية أهمها: التكاليف المالية العالية نسبة إلى دخل العائلات، البعد الجغرافي والإجراءات المعقدة للحصول على الائتمان والتي قد تؤدي إلى إقصاء هذه العائلات من الاستفادة من تطور النظام المالي.³

6.5. مؤسسات الدعم أو المؤسسات المساعدة:

يشير هذا المفهوم إلى وجود قواعد ومنظمات تسمح بتسوية العقود المالية، هذه المؤسسات الداعمة قد تكون داخلة في النظام المالي مثل (وكالات التصنيف الائتماني، مركزية الميزانيات، البنوك المركزية، وكالة حماية المنافسة، سلطات السوق المالي) وقد تكون خارجية والمتمثلة في الإطار الاقتصادي الكلي والسياسي والقانوني.

¹ Jean-Paul Mvogo (2012), Op. cit, pp 86-87.

² Jean-Paul Mvogo (2012), Op. Cit ; pp 87.

³ Jean-Paul Mvogo (2012), Op.Cit, pp 88.

- **الاستقرار السياسي والاقتصادي الكلي:** والذي يعتبر شرط أساسي لتطوير النظام المالي، فالفساد والجريمة الاقتصادية ترفع من تكاليف المقاولاتية وعدم اليقين بشأن حقوق الملكية، فقد بين Ayyagari, Demirguc-Kunt et Maksimovic (2005) أن عدم الاستقرار السياسي والجريمة عقبات أساسية أمام نمو المؤسسات.¹ كما أكد Detriagache, Gupta et Tressel (2005) على أنه في الدول منخفضة الدخل عدم الاستقرار السياسي والفساد يحدثان تأثيرات سلبية على التنمية الاقتصادية.² على العكس من ذلك توفر بيئة سياسية مستقرة، الانضباط المالي وسياسات الاقتصاد الكلي المستقرة كلها عوامل تساهم في ظهور مؤسسات مالية نشطة، فحسب Boyd et al (2001)، الدول التي تسجل معدلات تضخم مستقرة تحقق درجات تطور مالي مرتفعة.³
- **نوعية النظام القانوني:** توفير إطار قانوني ملائم وبيئة تحتية تسهل تبادل المعلومات كلها شروط ضرورية لتطوير نظام بنكي فعال، كما أن قدرة المؤسسات على الحصول على الأموال من النظام المالي الرسمي تعتمد على درجة الحماية الممنوحة للمستثمرين الخارجيين. فحماية حقوق الملكية وإنفاذ العقود تعتبر عناصر أساسية لتطوير النظام المالي. وقد بين من Djankov et al (2005) أن حماية أفضل للدائنين يزيد من حجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص.⁴ كما أكد Beck et al (2004) على أن المؤسسات تكون أكثر قدرة على الحصول على الائتمان في البلدان التي تضمن فيها المحاكم إنفاذ العقود حرفيا.⁵
- **معلومات حول الدائنين:** فقد أكدت العديد من الدراسات على أن نوعية المعلومات وإمكانية الحصول عليها تعتبر عوامل مهمة لتشكيل قطاع مالي متطور. فبالنسبة لـ Jappelli et Pagano (2002) حجم الإقراض البنكي أعلى في البلدان التي تمتلك نظم تبادل المعلومات.⁶
- **التنظيم المالي:** التنظيم والإشراف الكافيين يشكلان شروط أخرى لنجاح و تطور الأنظمة المالية، فبعيدا عن نظرية "دعه يعمل"، يعتبر التنظيم من قبل السلطات الحكومية كحل لإخفاقات وفشل السوق. ومن أجل

¹ Meghana Ayyagari & Asli Demirgüç-Kunt & Vojislav Maksimovic (2008) , "How Well Do Institutional Theories Explain Firms' Perceptions of Property Rights?" , Review of Financial Studies, Society for Financial Studies, vol. 21(4), pages 1833-1871.

² Enrica Detragiache, Poonam Gupta , Thierry Tressel (2005) , "Finance in Lower-Income Countries: An Empirical Exploration" , International Monetary Fund , IMF Working Paper , Research Department , pp 01-48.

³ John H. Boyd , Ross Levine , Bruce D. Smith (2001) , "The impact of inflation on financial sector performance" , Journal of Monetary Economics , Vol 47, Issue 2, pp 221-248.

⁴ Simeon Djankov , Caralee McLiesh , Andrei Shleifer (2007) , "Private credit in 129 countries" , Journal of Financial Economics , Vol 84, Issue 2, pp 299-329.

⁵ Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Vojislav Maksimovic (2004) , "Bank Competition and Access to Finance: International Evidence" , Journal of Money, Credit and Banking , Vol. 36, No. 3 , pp 627-648.

⁶ Tullio Jappelli , Marco Pagano (2002) , "Information sharing, lending and defaults: Cross-country evidence" , Journal of Banking & Finance, Vol 26, Issue 10, pp 2017-2045.

تنظيم فعال ينبغي على الحكومات معرفة السوق أفضل من الجهات الفاعلة فيه كما ينبغي عليها أن تعمل من أجل تحقيق المصلحة العامة.

7.5. انفتاح القطاع المالي:

ويشير هذا الانفتاح إلى عمليتين منفصلتين: إمكانية دخول المؤسسات المالية الأجنبية إلى القطاع البنكي المحلي ومن ثم إلى باقي القطاع المالي، وإمكانية إرسال واستقبال التدفقات المالية بدون قيود على شكل: الخطوط الائتمانية، المحافظ الاستثمارية، الاستثمارات الأجنبية المباشرة، التحويلات المالية، والاستثمارات في البورصة أو على مستوى المؤسسات المالية. ومن أجل قياس درجة الانفتاح المالي اعتمدت بعض الدراسات على مؤشرات لاختبار وجود أو غياب ومستوى القواعد المراقبة لتدفقات رؤوس الأموال، والمصدر الأكثر استعمالاً لإجراء هذا الاختبار هو نشرة صندوق النقد الدولي، التقرير السنوي لترتيبات الصرف وقيود الصرف (AREAER). مؤشر KAOPEN المقدم من قبل Chinn and Ito (2002) والذي يشمل ثلاث مجموعات رئيسية من المتغيرات: القيود المفروضة على معاملات حساب رأس المال، وجود أنظمة صرف موازي، والقيود المفروضة على الحساب الجاري.¹ كما استعملت بعض الدراسات التقارب بين معدلات الفائدة المحلية ومعدلات الفائدة الدولية، الارتباط بين الادخار المحلي والاستثمارات المحلية والادخار المحلي وتدفقات رؤوس الأموال.

¹ Menzie D. Chinn, Hiro Ito (2008), "A New Measure of Financial Openness" , Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice , Vol 10, Issue 3, pp 311.

الجدول رقم (I-01): مؤشرات التطور المالي

العنصر	التعريف	مؤشرات القياس
العمق	<ul style="list-style-type: none"> مقياس لدرجة تمويل الاقتصاد و أهمية التمويل الممنوح من قبل النظام المالي للاقتصاد 	<ul style="list-style-type: none"> إجمالي الأصول المالية نسبة إلى GDP الائتمان الممنوح للقطاع الخاص نسبة إلى GDP ودائع النظام المالي نسبة إلى GDP رسملة البورصة نسبة إلى GDP
الوصول	<ul style="list-style-type: none"> مقياس لقدرة مختلف الأعوان الاقتصاديين مهما كانت صفتهم على النفاذ و الاستفادة من المنتجات والخدمات المالية 	<ul style="list-style-type: none"> الائتمان الممنوح للقطاع الخاص نسبة إلى GDP عدد الشبائيك لكل 100,000 شخص نسبة المقرضين علاوة مخاطر القروض البنكية
مؤسسات الدعم والتنظيم	<ul style="list-style-type: none"> مقياس لفعالية المؤسسات، القواعد واللوائح التي تضمن احترام العقود المالية 	<ul style="list-style-type: none"> مؤشر المعلومات البنكية مؤشر تطور القوانين البنكية ، مركزية الميزانية و سجلات الائتمان مؤشر انفاذ العقود
الاستقرار	<ul style="list-style-type: none"> مقياس الجدارة الائتمانية و مرونة النظام المالي المحلي. استقرار الاقتصاد الكلي يشكل عامل للاستقرار المالي 	<ul style="list-style-type: none"> أصول البنك المركزي نسبة إلى GDP احتياطات النقد الأجنبي لشهر من الواردات الشفافية و التقارير المالية إجمالي الدين العام نسبة إلى GDP التضخم
الفعالية	<ul style="list-style-type: none"> قياس قدرة النظام المالي على تقديم عروض و أداء عالي بقدر الإمكان و بأقل التكاليف 	<ul style="list-style-type: none"> تركز النظام البنكي سيولة أسواق البورصة السيولة النقدية (M2/GDP) هوامش أسعار الفائدة التكاليف العمومية للبنوك
الانفتاح	<ul style="list-style-type: none"> قياس درجة انفتاح النظام المالي المحلي أمام المستثمرين الأجانب 	<ul style="list-style-type: none"> الاستثمارات الأجنبية المباشرة الائتمان الممنوح من قبل البنوك الأجنبية تحويلات أموال المهاجرين

Source: Nicolas Meisel, Jean-Paul Mvogo (2007), Quelles politiques de développement financier en zone franc?, Rapport Thématique, Agence Française de Développement, pp 08

II. محددات التطور المالي

شهدت السنوات الأخيرة تزايد عدد البحوث حول محددات التطور المالي والتي سلطت الضوء على العوامل المؤثرة على التطور المالي والمفسرة للاختلافات في الأنظمة المالية بين الدول، فالنمو الاقتصادي ليس بالضرورة هو المحدد الوحيد للتطور المالي، حيث حددت الأدبيات النظرية العديد من العوامل الأخرى والتي يمكن تقسيمها إلى صنفين أساسيين: (1) المؤسسات القانونية و المالية (القواعد القانونية، فعالية إنفاذها، والإشراف البنكي). (2) العوامل السياسية، الاقتصادية، الجغرافية والهيكلية. و قد حاولت هذه الأدبيات الإجابة على مجموعة من التساؤلات أهمها: لماذا بعض الدول لديها رأس مال أكبر بكثير مقارنة بدول أخرى؟، على سبيل المثال لماذا الولايات المتحدة الأمريكية لديها أسواق مالية ضخمة في حين أن دول مثل فرنسا و ألمانيا لديها أسواق مالية صغيرة نسبياً؟، لماذا اليابان لديها أنظمة مالية و مصرفية قوية مقارنة مع الاقتصاديات الغنية الأخرى.

وسنحاول من خلال هذا المبحث دراسة مختلف العوامل المحددة للتطور المالي و تحديد آليات التي من خلالها تؤثر على النظام المالي، و ذلك من اجل تفسير الاختلافات في مستوى التطور المالي بين الدول.

1. المؤسسات (الإطار المؤسسي):

تعتبر طبيعة المؤسسة والبيئة المؤسسية من أهم المؤشرات المفسرة للاختلاف بين الدول في مستويات التطور المالي، لما تشتمل عليه من قوانين وأنظمة تسمح بتنمية وزيادة كفاءة الوسطاء الماليين والأسواق والخدمات فضلاً عن الرقابة المالية، ويشمل ذلك القوانين العامة واللوائح والرقابة على القطاع المالي وإدارة الشركات. ومن المعلوم أن النظرية الاقتصادية تؤكد على أن وجود بيئة مؤسسية قوية يؤدي إلى انخفاض في حدة المشاكل المرتبطة بالمعلومات والمعاملات السلبية مع العلم إن وجود مثل تلك المؤسسات يعتبر مؤشر إيجابي لحماية مصالح المستثمرين والذين يعتبرون جزء لا يتجزأ من التنمية المالية التي تسهم في زيادة الكفاءة في القطاع المالي بشكل عام.¹

وحسب North (1990) المؤسسات تأخذ جميع أشكال القيود التي يصممها البشر من اجل تأطير التفاعلات البشرية. هذه القيود تتضمن المحظورات التي هي ممنوعة القيام بها (بالنسبة للأفراد)، وأحياناً، يتوجب

¹ تقرير التنمية المالية الصادر عن منتدى الاقتصاد العالمي، وزارة التخطيط والتعاون الدولي، 2009، ص 02

بعض الشروط في بعض الأفراد حتى يسمح لهم القيام ببعض الأنشطة . بمعنى آخر ، هي الإطار الذي تحدث فيه التفاعلات البشرية.

حيث وضح North أهمية التمييز في التحليل بين قواعد اللعبة (المؤسسات) واللاعبين (الأفراد والمنظمات) وطريقة اللعب (الحاكمية). فالمؤسسات هي قواعد اللعبة في مجتمع ما، أو القيود التي وضعت إنسانيا والتي تحدد شكل التفاعل البشري.¹ حيث تتألف هذه القيود من القيود الغير رسمية التي تشمل المحرمات أو المحظورات العادات والتقاليد والأعراف أما القيود الرسمية فتتمثل في الدساتير والقوانين وبالتالي فالمؤسسات وضعت من قبل الإنسان لخلق النظام وحفظ الحقوق والتقليل من عدم اليقين.² وحسب North يقصد أيضا بالمؤسسات "القيود الرسمية (القوانين والدساتير)، غير الرسمية (العادات والتقاليد)، السياسات الحكومية (التنفيذ والعقاب) والتي تحدد التفاعلات بين المتعاملين الاقتصاديين". وفي هذا الإطار يرى North and Thomas (1973) أن المؤسسات تؤثر على النمو الاقتصادي من خلال التأثير على حقوق الملكية، هياكل الحوافز والمعاملات، فالمجتمعات التي يشعر فيها المستثمرون بالأمان فيما يتعلق بحقوق الملكية، محدودية المخاطر القانونية والاقتصادية، تكون العقوبات البيروقراطية فيها محدودة و الوصول إلى أسواق العمل فيها يكون مأمنا وبالتالي من المرجح أن تزهر فيها الأعمال وتزيد الإنتاجية وترتفع فيها مستويات الدخل. أما المجتمعات التي يواجه فيها المستثمرين مخاطر عالية فيما يتعلق بمصادرة الملكية محدودية اللجوء إلى القانون، الفساد الشديد أو المطالب البيروقراطية الخائفة، تجعلها أقل جذبا لاستثمارات أصحاب المشاريع بسبب عدم اليقين وتعطيل نشاط السوق.³

و عموما يتم تصنيف المؤسسات في أربع مجموعات:⁴

- ✓ المؤسسات القانونية: التي تحدد نوع النظام القانوني، المفاهيم و كيفية تنفيذ القواعد القانونية، وخاصة ما يتعلق بحقوق الملكية.
- ✓ المؤسسات الاقتصادية: التي تحدد مجموع القواعد التي تحكم عمليات الإنتاج، تخصيص وتوزيع السلع والخدمات، بما في ذلك قواعد تنظيم الأسواق.

¹ North, Douglass (1990); Institutions, Institutional Change, and Economic Performance; New York: Cambridge University Press.

² Douglass C. North (1991); Institutions; The Journal of Economic Perspectives; Vol. 5, No. 1 ; 1991 ; pp 97.

³ أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، المؤسسات والنمو الاقتصادي، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 13، 2015، ص 143.

⁴ Kangni Kpodar (2006); Développement Financier, Instabilité Financière Et Croissance Economique: Implications Pour La Rédaction De La Pauvreté ; Thèse De Doctorat ; Université D'auvergne Clermont I ; P 15.

- ✓ المؤسسات السياسية: التي تتعلق بنوع النظام السياسي و القواعد واللوائح الانتخابية.
- ✓ المؤسسات الاجتماعية: التي تغطي عادة القواعد المتعلقة بالحصول على التعليم، الصحة وبنظام التأمين الاجتماعي.

وتزايد في الآونة الأخيرة اهتمام الباحثين في مجال تمويل الشركات بأهمية البيئة المؤسسية والقانونية باعتبارها من أهم العناصر المحددة لتطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وذلك من خلال ما يسمى أدبيات القانون والمال (law and finance literature). وتعود جذور هذا الأدبيات إلى أبحاث كل من La porta et al (1997، 1998) والتي أولت اهتمام كبير لعامل القانون وحاولت تفسير العلاقة الموجودة بين الإطار القانوني لبلد معين و تطور قطاعه المالي. فعلى سبيل المثال كل من فرنسا والمملكة المتحدة لديهما مستويات دخل فردي متماثلة، مؤسسات ديمقراطية ومميزات جغرافية متماثلة، إلا أنهما يختلفان في أصول أنظمتها القانونية. حيث أن النظام القانوني الفرنسي يعتمد على القانون المدني المشتق من القانون الروماني بينما النظام القانوني البريطاني يعتمد على العام أو القانون المشترك Common law. ففي سنوات التسعينات وصلت نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص إلى 113% نسبة إلى GDP في المملكة المتحدة مقابل 89% بالنسبة لفرنسا، كما أن رسملة البورصة في المملكة المتحدة مرتفعة جدا مقارنة بفرنسا. وعليه فالسؤال المطروح إلى أي مدى يمكن للاختلافات في أصل القاعدة القانونية أن تفسر الاختلافات في مستوى التطور المالي بين الدول؟

1.1 نظرية القانون والتمويل:

يعتبر المناخ القانوني الذي يعمل في إطاره النظام المالي من المحددات المهمة لأنواع الخدمات التي يمكن أن تقدمها المؤسسات المالية ومدى جودتها، وفي العديد من البلدان النامية لا تجذب البنوك منح قروض إذا كان النظام القضائي غير كفاء، أو إذا كانت الطبقة البيروقراطية والمؤسسات السياسية الفاسدة تقف عائقا أمام استرداد القروض المتعثرة. ويعتبر كل من La porta، Lopez-de-Silanes، Shleifer و Vishny (1996، 1997، 1998) قادة هذا الموضوع. حيث تركز نظرية القانون والمال على دور المؤسسات القانونية في تفسير الاختلافات بين الدول في مستوى التطور المالي. و يمكن تقسيم النظرية إلى جزأين:¹

¹ Kangni Kpodar (2006); Op. Cit, pp 17.

❖ الجزء الأول من نظرية القانون والتمويل يرى بأنه في الدول التي تمتلك نظام قانوني يحمي حقوق الملكية، ويسهل الترتيبات التعاقدية بين المتعاملين ويحمي الحقوق القانونية للمستثمرين، المدخرين يكونون أكثر استعدادا للاستثمار في الشركات مما يساهم في توسع الأسواق المالية. في المقابل، الدول صاحبة المؤسسات و النظام القانوني الذي لا يحمي أو يحمي بشكل أقل حقوق الملكية وحقوق المستثمرين ولا يسهل التعاقدات بين المتعاملين، يتسبب في كبح الاستثمار ويشكل عائق أمام التطور المالي.

❖ الجزء الثاني من نظرية القانون والتمويل يشير إلى أن الأصل القانوني للنظام القضائي يمكن أن يفسر الاختلافات بين الدول في كيفية حماية حقوق المستثمرين، تنفيذ العقود وبالتالي مستوى التطور المالي. وقد ميز هؤلاء الباحثون بين نوعين من الأصول القانونية: القانون المدني والقانون العام.

و يؤثر الأصل القانوني على التمويل من خلال آليتين هما : الآلية السياسية و آلية التكيف .

— الآلية السياسية: تعتمد هذه الآلية على مبدئين، الأول الأنظمة القضائية تختلف من حيث الأهمية النسبية، لحماية حقوق المستثمرين في القطاع الخاص أو الملكية الخاصة مقارنة بحقوق الدولة. الثانية، حماية حقوق الملكية الخاصة تمثل الأساس في الأنشطة المالية. فالدول التي تحمي حقوق الملكية الخاصة بشكل أكبر من حقوق الدولة نجد أنها تحقق مستويات تطور مالي أعلى. فعلى سبيل المثال المستثمرين وخاصة الأجانب يكونون اقل استعدادا للاستثمار في القطاع المالي أو الحقيقي في الدول التي تكون فيها المخاطر المتعلقة بحماية حقوق الملكية اكبر. ففي الدول النامية غالبا ما تكون الحكومات اكبر المقترضين من النظام المالي المحلي والبنوك تكون غير قادرين على إجبار الدولة على دفع هذه الديون، حيث أن إمكانية متابعة أو محاكمة الدولة بسبب عدم الدفع (تخلفها عن التزاماتها) من خلال محكمة قضائية يعتبر أمر غير وارد. ويتسبب هذا الأمر في انخفاض قروض البنوك التجارية الممنوحة للقطاع الخاص وارتفاع تكاليف الوساطة المالية. واعتبر La porta et al (1996) أن الاختلاف في الأصل القانوني يمكن أن يساعد في تفسير هذا الأمر. حيث أن القانون المدني (Civil Law) يميل إلى دعم حقوق الدولة نسبة إلى حقوق الملكية الخاصة بدرجة أكبر من القانون العام (القانون المشترك، Common law) مما يؤثر سلبا على التطور المالي. ففي الدول التي تتبع

القانون المدني احتمال منح الدولة الاستقلالية للقضاة وإعطاء المحاكم صلاحية الفصل في القضايا التي تكون الدولة طرفاً فيها أو السماح بمراجعة القوانين تكون أقل.¹

فالقانون المدني يساعد على بناء مؤسسات تعزز قوة الدولة. قوة الدولة مع استجابة القانون المدني الموجود تحت تصرفها يعمل على تحويل تدفق موارد المجتمع نحو غايات محددة وهذا ما يتناقض مع تنافسية الأسواق المالية. كما أن هذا الأمر يجعل من الصعب الالتزام بمصادقية عدم تدخل الدولة في الأسواق المالية مما يعرقل التطور المالي. وبالتالي ووفقاً لنظرية القانون والمال، دول القانون المدني تتميز بأنها أضعف من الدول الأخرى في حماية حقوق الملكية. في المقابل، الأحداث التاريخية توضح أن القانون العام يقف مع أصحاب الملكية الخاصة أمام الدولة وفقاً لهذه النظرية، حيث بدلاً من أن يصبح أداة في يد الدولة، القانون العام يعمل كقوة موازنة تعزز حقوق الملكية الخاصة. وهذا ما يفسر أن الدول التي تبني القانون العام تمتلك أنظمة مالية أكثر تطوراً.

وقد لاحظ Rajan and Zingales (2003) أن الحكومات في دول القانون المدني عملت على توسيع دورها على حساب تطور الأسواق المالية خلال الفترة ما بين الحربين 1919-1939. ويعود هذا الأمر إلى الدور القوي للقضاء في مواجهة السلطة التشريعية في الدول القائمة على القانون العام. وبالتالي فإن نظرية القانون والتمويل تذهب إلى أن القانون العام البريطاني يعزز التطور المالي بشكل أكبر مقارنة بنظام القانون المدني.²

— آلية القدرة على التكيف: الآلية الثانية التي تربط الأصل القانوني مع التطور المالي هي آلية القدرة على التكيف، التي بنيت على أساسين. الأول، كلما كان النظام القانوني يتكيف ببطء مع التغيرات الحاصلة، كلما ظهرت فجوات واسعة بين الاحتياجات المالية للاقتصاد وقدرة النظام القانوني على تغطية هذه الاحتياجات. ثانياً، الأنظمة القانونية تختلف في قدرتها على التطور والتكيف مع التغيرات في الظروف المالية واحتياجات الاقتصاد فيما يتعلق بالعقود.³

ووفقاً لهذه القناة النظم القانونية التي تعتمد على السوابق القضائية والتقدير القضائي تستجيب بشكل أكبر للتغيرات في الظروف الاقتصادية مقارنة بالنظم القانونية التي تلتزم وتعتمد بشكل صارم على الأحكام المستندة على القانون التشريعي (المكتوب).

¹ Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2003); Law And Finance: Why Does Legal Origin Matter? ; Journal Of Comparative Economics ; Vol 31; Pp 657 .

² Thorsten Beck , Ross Levine (2003); Legal Institutions And Financial Development ; Nber Working Paper Series ; No. 10126 ; Pp 261 .

³ Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2003); Op. Cit; Pp 660 .

"... through the process of litigation and re-litigation inefficient rules will be replaced by efficient rules ..."

فمن خلال التقاضي وإعادة التقاضي القواعد القانونية الغير كفأة تحل محلها قواعد قانونية كفأة. في المقابل، النظم القانونية التي لا تعترف بالأحكام القضائية السابقة وتعتمد على القانون التشريعي المكتوب تحتاج إلى تحديث وتعديل القانون من أجل تغييرها. وبالتالي فإن تغيير القانون التشريعي يتم ببطء ويعتبر مكلف. وقد اعتبر Djankov et al (2003) أن الاختلافات في الشكليات القانونية تؤثر هي الأخرى على قدرة القانون على التكيف مع المستجدات، حيث في بلدان القانون العام تعتمد الإجراءات القانونية بشكل اقل على الشكليات القانونية في جمع وتقديم البراهين، والتي تتطلب إجراءات معقدة، بينما القانون المدني يصر على كتابة الوثائق في كل مرحلة، وتحديد الشروط في التعامل بين الأطراف¹.

وتعتبر الأنظمة القانونية الأكثر تغيراً أكثر كفاءة في تحفيز التطور المالي مقارنة الأنظمة الجامدة، حيث يترافق التطور المالي مع تطور الأصول المالية بفضل الابتكارات المالية، إلا أن هذه الأدوات المالية الجديدة تحتاج إلى إدخال تغييرات على الإطار القانوني قبل أن يصبح العمل بها ممكناً، وبالتالي فالدول التي لديها نظام قانوني يتغير استجابة للابتكارات المالية ولتغير الأدوات المالية، لديها مستوى تطور مالي عالي. فعلى سبيل المثال الدول التي تستند أنظمتها القانونية على القانون المدني مثل القانون الفرنسي، الألماني والتي تعتبر قوانين مكتوبة ولا يمكن تغييرها إلا من خلال البرلمان، بينما في الدول التي تستند أنظمتها القانونية على القانون العام، فقرارات القضاة هي التي تشكل القانون. وبالتالي فإن القانون العام يعتبر قدرة على التكيف مع التغيرات التي تحدث في الاقتصاد مقارنة بالقانون المدني، وهذا ما يفسر أن الدول التي لديها نظام قانوني يستند على القانون المدني لديها في المتوسط مستوى تطور مالي أقل من الدول التي تستند أنظمتها القانونية على القانون العام.²

بالرغم من أن كل من الآلية السياسية وآلية التكيف هي أجزاء تتعلق بنظرية القانون والتمويل وكل منهما يتوقع بان أصل القانون يؤثر على التطور المالي، إلا أن القناة السياسية تعتبر أن دول القانون المدني تعمل على تعزيز سلطة الدولة وبالتالي تكزن أقل قدرة على تطوير أنظمة مالية حرة مقارنة مع القانون العام. في المقابل، قناة التكيف تؤكد على أن القانون العام أكثر قدرة على التكيف من القانون المدني.

¹ Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer (2003); Courts ; The Quarterly Journal Of Economics ; Vol 118 ; No. 2; Pp 453-517.

² Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2003); Op. Cit; Pp

أيضا كل من الآليتين تضع توقعات مختلفة بشأن القنوات التي من خلالها النظم القانونية تؤثر على تطور الأسواق المالية. الآلية السياسية تدعي بان سيطرة الدولة على القضاء تنتج متحيز لسلطة الدولة مقابل حقوق التعاقد الخاص للمستثمرين الأفراد على عكس النظام القانوني الذي يتسم بالاستقلالية القضائية. وبالتالي القناة السياسية تؤكد على أن الاختلافات بين الدول في استقلالية القضاء تفسر الاختلافات في التطور المالي بين هذه الدول. في المقابل، آلية التكيف تؤكد بان الاختلافات بين الدول في مرونة القانون تفسر الاختلافات بين الدول في التطور المالي. وعليه فان قناة السياسة تركز على سلطة الدولة في حين أن قناة التكيف تسلط الضوء على الاختلافات في قدرة النظم القانونية في التطور مع الظروف المتغيرة.¹

وفي هذا الإطار عدد كبير من الدراسات التجريبية ناقشت هذه المسألة على رأسها الدراسة التي قدمها كل من La porta ، Lopez-de-Silanes ، Shleifer و Vishny (1996) بعنوان " Law and Finance" وذلك من اجل اختبار العلاقة بين أصل القواعد القانونية التي تحمي المساهمين والدائنين للشركات وكفاءة تطبيقها، وذلك بالاعتماد على عينة من 49 بلدا. وقد بينت النتائج أن بلدان القانون العام تحمي حقوق المستثمرين بشكل أفضل من بلدان القانون المدني خاصة الفرنسي، بينما القانون المدني الألماني على سبيل المثال يأتي في وسط القانونين السابقين من حيث حماية حقوق المستثمرين. أما من ناحية كفاءة إنفاذ القوانين، فالقانون المدني الألماني يتفوق على القانونين السابقين، وهذا ما يفسر المستويات العالية في متوسط دخلها، كما تتميز دول القانون العام هي الأخرى بكفاءة عالية في إنفاذ القوانين، على عكس بلدان القانون المدني الفرنسي. أما فيما يخص المعايير المحاسبية، هذه المعايير صنفت بأنها أدنى في دول القانون المدني الفرنسي. وقد اعتمدت الدراسة على متغيرين لقياس درجة حماية حقوق المساهمين و هي²:

✓ متغير أصم يساوي 1 عندما تكون القاعدة "سهم واحد-صوت واحد" مطبقة في الدولة و 0 في الحالة العكسية. حيث إذا كانت حقوق التصويت متناسبة مع عدد الأسهم فهذا دليل على حماية جيدة لحقوق المستثمرين.

✓ مؤشر مركب يمثل قوة المساهمين مقابل مديري المؤسسة. يأخذ هذا المؤشر قيمة ما بين 0 و 5 .

أما لقياس حقوق الدائنين، استعمل الباحثون ثلاث مؤشرات صماء وتأخذ قيمة 1 إذا كان:

¹ Thorsten Beck , Ross Levine (2003); Op. Cit ; Pp 262 .

² Rafael La Porta , Florencio Lopez-De-Silanes , Andrei Shleifer , Robert W. Vishny (1996); Law And Finance ; Nber Working Paper 5661.

- ✓ إذا كان القانون يفرض التجميد الآلي لأصول المؤسسة في حالة إعادة الهيكلة (هذه العملية تمنع الدائنين الممتازين من أخذ ضمانات على ديونهم مما يجد من حقوق ملكيتهم).
- ✓ إذا كان مديري المؤسسة يستمرون في مناصبهم خلال فترة إعادة الهيكلة.
- ✓ إذا كانت هناك قيود على إعادة الهيكلة مثل موافقة الدائنين.

كما قدم Levine , Loayza and Beck (2000)¹ دراسة بهدف التأكد من أن الاختلافات بين الدول في النظم القانونية والمحاسبية (حماية حقوق الدائنين، كفاءة إنفاذ العقود والمعايير المحاسبية) تفسر الاختلافات في مستوى التطور المالي. وقد استعمل الباحثون 3 مؤشرات لقياس درجة حماية حقوق الدائنين مستوحاة من تلك المبنية من قبل La porta et al (1996)، أما من اجل قياس كفاءة تطبيق القانون، يتم استعمال 3 مؤشرات كما يلي:

- ✓ RULELAW هو تقييم للنظام القانوني للدولة الذي يتراوح بين 1 و 10 ، 10 في حالة وجود نظام قانوني قوي، و 1 في حالة وجود نظام قانوني ضعيف. وقد تم بناء هذا المؤشر من قبل الدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG).
- ✓ CONRISK يقيس هذا المؤشر خطر أن تقوم الحكومة بتعديل أو تغيير العقد بعد التوقيع عليه، وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين 1 و 10، حيث يأخذ القيمة 1 في حالة وجود خطر كبير لإمكانية تغيير العقد. هذه التغييرات تشمل الفسخ، التأجيل والمماطلة، أو تخفيض الالتزامات المالية للحكومة. وقد تم بناء هذا المؤشر من قبل (ICRG).
- ✓ نوعية المعايير المحاسبية يتم قياسها من خلال متغير هو ACCOUNT و تتراوح قيمة هذا المؤشر بين 0 و 90.

دراسة أخرى قدمها Beck ، Demirgüç-kunt و Levine (2003)² من أجل اختبار الآليات (القنوات) التي يؤثر من خلالها الأصل القانوني على التطور المالي. وذلك بالاستعانة بعينة من 54 دولة تختلف مستويات تنميتها خلال الفترة الممتدة ما بين 1990 و 1995. حيث أن القناة السياسية تفترض بان الأنظمة القانونية تختلف من حيث الأولوية المعطاة لحقوق الملكية الخاصة نسبة إلى حقوق الحكومة، وأن القانون المدني

¹ Ross Levine , Norman Loayza , Thorsten Beck (2000); Financial Intermediation And Growth: Causality And Causes ; Journal Of Monetary Economics ; Vol 46; 31-77 .

² Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2003); Op. Cit; Pp 653–675.

يحفز نمو المؤسسات التي تعزز سلطة الدولة مما يؤثر سلبا على التطور المالي. أما قناة التكيف تفترض أن الأنظمة القانونية تختلف من حيث قدرتها على الاستجابة للتغيرات الاقتصادية والاجتماعية، الأنظمة القانونية الجامدة والغير مرنة تنتج فجوات بين الاحتياجات التجارية والقواعد القانونية وهذا ما يحدث في دول الأصل القانوني الفرنسي. وقد بينت النتائج أن حماية حقوق الملكية والوساطة المالية والأسواق تطورت بشكل أكبر في الدول التي تتبنى القانون المدني الألماني و القانون العام. وأن الأنظمة القانونية التي تتطور بشكل مستمر تحفز تطور أنشطة الوساطة المالية. بينما المكون الخارجي للآلية السياسة لا يرتبط مع التطور المالي وبالتالي فالأصل القانوني يؤثر على التطور المالي من خلال آلية التكيف.

2.1. الانتقادات الموجهة لنظرية القانون والتمويل:

وجهت العديد من الانتقادات لنظرية القانون والتمويل وذلك لعدة أسباب أهمها أن العلاقة بين الأصل القانوني ومستوى التطور المالي ليست بسيطة كما بينها النظرية. كما أن تقسيم الأنظمة القانونية حسب أصل القانون يطرح العديد من المشاكل نظرا لأن القواعد القانونية وتطبيقاتها تتغير عبر الزمن وتتطور بشكل دائم. فقد أكد Stulz (2000) أنه بسبب حقيقة أن الأصل القانوني لبلد معين قائم على ماضيه البعيد، فإنه من الصعب التمييز بين الحالة التي يكون فيها الأصل القانوني يفسر أهمية الأسواق المالية والحالة التي يكون فيها الأصل القانوني يرتبط مع العوامل المحددة لحجم الأسواق المالية. إذا كان الأصل القانوني وعوامله التي من الممكن أن تؤثر على أهمية الأسواق المالية تتغير خلال الوقت، فبالتالي مشكل المتغيرات المهملة يمكن حلها. كما أن نظرية القانون والتمويل لا تستطيع تفسير لماذا اليابان، كوريا وتايوان، دول أصل قوانينها هو القانون الفرنسي والألماني لديها في يومنا هذا مستويات تطور مالي مماثل للدول الآسيوية الأخرى التي تستمد قوانينها من القانون الانجلوسكسوني (ماليزيا، تايلاند، هونغ كونغ وسنغافوريا). وتعتبر الأنواع المختلفة للأصل القانوني كعوامل خارجية لأن تأثيرها حدث بسبب العادات، الغزو والاستعمار. لكن بالنسبة لدول المصادر (على سبيل المثال فرنسا بالنسبة للقانون الفرنسي، انجلترا بالنسبة للدول الانجلوساكسونية) من غير الممكن أن يكون أصل القانون خارجي لأنه بالنسبة لهذه الدول يمكن أن تكون طبيعة النظام القانوني حددتها خصائص الخاصة لهذه الدول، وبالتالي بالنسبة لهذا النوع من البلدان، استعمال الأصل القانوني كأداة لقياس مستوى التطور المالي يعتبر أمر قابل للنقاش.¹

¹ Kangni Kpodar (2006); Op Cit, Pp 24 .

الانتقاد الثاني الذي وجه للنظرية يرتبط بالتوقعات المتباينة للآلية السياسية وآلية التكيف. وهذا ما أشارا إليه Beck et levine (2003)، فعلى الرغم من انه هاتين الآليتين تعتبران جزء من نظرية القانون والتمويل، إلا أن توقعاتهما تبدو متناقضة عندما نقارن بين النظام القانوني الفرنسي والنظام القانوني الألماني. حيث أن الآلية السياسية تفترض بان البلدان القانون المدني (فرنسا وألمانيا) تتجه نحو تعزيز وتكثيف سلطة الدولة وبالتالي لا يمكنها تطوير نظام مالي حر ومستقل ومنافس أكثر من الدول التي تعتمد أنظمتها القانونية على القانون العام. بالمقابل آلية التكيف تفترض أن القانون العام والقانون المدني الألماني قابل للتطوير أكثر من القانون المدني الفرنسي، وبالتالي أكثر تعزيزا للتطور المالي.

الانتقاد الأخير يرتبط بأهمية العوامل السياسية في التطور المالي، فبالنسبة إلى Rajan et Zingales (1999) بعيدا عن بريطانيا العظمى، الدول الأكثر تطورا في 1913 وبغض النظر عن أصل أنظمتها القانونية، كان لديها مستويات تطور مالي متماثلة. وبالتالي ليس النظام القانوني هو الذي يحدد مسار التطور المالي وإنما الهيئات السياسية التي ساعدت على تنمية المؤسسات المالية. فالقطاع المالي لا يتطور بنفس الوتيرة عبر الزمن والتباينات في مستوى التطور المالي بين الدول تتغير مع الزمن، وبالتالي فعامل غير متغير مثل الأصل القانوني لا يمكن أن يفسر لوحده التباينات عبر الزمن والاختلافات في مستوى التطور المالي بين الدول. وبالتالي هؤلاء الباحثين استبعدوا دور الأصل القانوني في تكوين النظام القانوني والتطور المالي. وسلطوا الضوء على خصائص السياسات الاقتصادية في درجة حماية القوانين حقوق المستثمرين، تنفيذ العقود، الأهمية التي يمنحها النظام القانوني لحقوق الملكية الخاصة نسبة إلى حقوق الدولة، وبالتالي تطور أسواق مالية منافسة. وانطلاقا من أفكارهم ظهرت نظرية أصحاب المصالح التي سنتحدث عنها لاحقا.¹

3.1. نظرية الأوقاف Endowment Theory:

تعود جذور هذه النظرية إلى المقال الذي نشره Acemoglu , Johnson and Robinson (2001) وقد تم استعمال معدل وفيات المستوطنين من اجل تفسير اثر المؤسسات على الأداء الاقتصادي. حيث تسلط النظرية الضوء حول دور الجغرافيا والمحيط الصحي في تكوين المؤسسات المالية. فقد لاحظ الباحثون أن المستعمرين الأوربيين وجدوا ظروف وأوضاع مختلفة في الأراضي التي استعمروها، ففي بعض المناطق وجد المستعمرون صعوبة في تسوية أوضاعها والاستقرار فيها وبالتالي ركزوا على استخراج الموارد في هذه المناطق، أما المناطق التي كانت

¹ Kangni Kpodar (2006); Op Cit; Pp 25.

الظروف مناسبة للاستيطان بما انشأ فيها الأوروبيون مؤسسات لتعزيز الازدهار على المدى الطويل. وبالتالي الظروف الأولية للأرض، المناخ، والمحيط الصحي أثرت بشكل كبير على استراتيجيات الاستيطان وأنواع المؤسسات التي شيدها المستعمرون. حسب نظرية AJR (2001) هذه المؤسسات تساعد في تفسير الاختلافات في يومنا هذا بين الدول في المؤسسات و مستويات التطور المالي.¹

و تركز النظرية على ثلاث نقاط :

أولاً: اختلاف استراتيجيات الاستيطان تخلق أنواع مختلفة من المؤسسات، فمن جهة كان هنالك مستعمرات المستوطنين "settler colonies" حيث استقر الأوروبيون وحاولوا خلق حياة مماثلة للبلد الأم. فعلى سبيل المثال في الولايات المتحدة، استراليا ونيوزلندا، أنشأ المستوطنون مؤسسات تهدف إلى تعزيز سيادة القانون، ضمان حقوق الملكية والحد من قدرة الدولة على مصادرة الممتلكات الخاصة أو التدخل في الترتيبات الخاصة وبالتالي ضمان الازدهار على المدى الطويل، وبالتالي فالمناطق التي كان يتواجد بها العديد من المستوطنين، عمل الأوروبيون على خلق مؤسسات تعزز الرفاه الاقتصادي. أما في باقي المستعمرات "extractive states"، فكان الغرض الأساسي للمستوطنين هو استغلال أكبر قدر من الموارد الطبيعية للبلد بأقل تكلفة ممكنة. وبالتالي لم يهتم المستعمرون بإنشاء مؤسسات لحماية حقوق الملكية الخاصة وتعزز سيادة القانون في هذه المستعمرات، بل عملوا على خلق مؤسسات تعمل على تركيز السلطة في أيدي النخبة التي تستعملها من أجل استغلال الموارد على حساب بقية السكان، وتعتبر مثل هذه المؤسسات مضرّة بالتنمية الاقتصادية على المدى الطويل. ومن أمثلة هذه المستعمرات تلك التي أنشأت في الكونغو، ساحل العاج والكثير من دول منطقة بحر الكاريبي والبرازيل.²

ثانياً: أكد الباحثون على أن معدلات الوفيات المبكرة في صفوف المهاجرين الأوروبيين إلى جانب كثافة السكان الأصليين ساعد في اختيار إستراتيجية الاستعمار المتبعة. ففي المناطق التي كانت البيئة (معدلات الوفيات أقل) مواتية للاستيطان تم إنشاء مستعمرات استيطانية وبالتالي إنشاء مؤسسات تعزز التنمية الاقتصادية على المدى الطويل. في المقابل، في المناطق الغير ملائمة حيث تنتشر الأمراض والوباء وهذا ما حدث في الدول الاستخراجية والتي تميزت بارتفاع عدد الوفيات بشكل مذهل. ومن اجل تفعيل المناطق ذات الكثافة السكانية

¹ Daron Acemoglu, Simon Johnson, And James A. Robinson (2001); The Colonial Origins Of Comparative Development: An Empirical Investigation ; The American Economic Review ; Vol. 91 ; No. 5; Pp. 1369-1401 .

² Ross Levine (2005); Law, Endowments And Property Rights; Journal Of Economic Perspectives; Vol 19 ; N° 3 , pp 75 .

المنخفضة وتشجيع الأوروبيون على الاستيطان بها وإنشاء مؤسسات استيطانية، قامت الصحافة الأوروبية وخاصة الفرنسية و البريطانية بنشر معدلات الوفيات في المستعمرات مما ساعد المستوطنين على اتخاذ القرار. وبالتالي ساعدت الخصائص الجغرافية للمناطق والمتمثلة أساسا في عدد الوفيات و انتشار الأمراض في تحديد ما إذا كانت المستعمرة ستصبح "مستعمرة للمستوطنين" أو "دولة استخراجية"، ففي المناطق التي تسبب المرض في ارتفاع معدلات وفيات تم إنشاء مستعمرات استخراجية أي تم إنشاء مؤسسات ذات أهداف استغلالية، في المقابل في البيئات الجغرافية المناسبة عمل المستوطنين على إنشاء مستعمرات سكنية أي إنشاء مؤسسات تعمل على حماية حقوق الملكية و تعزيز سلطة القانون¹.

ثالثا: النقطة الثالثة التي تحدث عنها الباحثون هو أن المؤسسات التي تم إنشائها من قبل المستوطنين استمرت حتى بعد الاستقلال السياسي لهذه الدول وإلى غاية يومنا هذا. حيث تفترض النظرية أن المستعمرات السكانية تميل إلى إنتاج حكومات أكثر ديمقراطية في فترة ما بعد الاستعمار مقارنة بالمستعمرات الاستغلالية. وقد أشار AJR إلى أن احد الأسباب الرئيسية التي تجعل هذه المؤسسات تستمر في فترة ما بعد الاستعمار هو أن حكام ما بعد الاستقلال يستعملون هذه المؤسسات الاستخراجية لفائدتهم الخاصة. وهذا ما حدث في السنغال والكونغو، أمريكا اللاتينية والمكسيك حيث استفادت النخبة التي تولت السلطة من المؤسسات القائمة لاستخراج الموارد، بدلا من إنشاء مؤسسات لحماية الملكية الخاصة، إنفاذ العقود، وتعزيز التنمية الاقتصادية.²

وبالتالي وبالتطبيق على القطاع المالي نظرية الأوقاف تتوقع أنه في المستعمرات الاستخراجية احتمال إنشاء مؤسسات تعزز تطور أسواق مالية حرة ومنافسة، ضعيف جدا لأن هذا الأمر قد يهدد مصالح النخبة.

حاول Beck ، Demirguç-kunt و Levine (2003) اختبار صلاحية النظريتين السابقتين المتعلقةتان بالمحددات التاريخية للتطور المالي باستخدام بيانات 70 مستعمرة سابقة خلال الفترة 1990-1995. فبالنسبة إلى نظرية القانون والمال التي تعتبر بان الاختلافات في الأصل القانوني يمكن أن تفسر الاختلافات بين الدول في مستوى التطور المالي. وعلى وجه التحديد تعتبر النظرية بان البلدان التي تتبع القانون العام البريطاني أنظمتها القانونية تعزز حقوق الملكية الخاصة والتطور المالي بشكل أفضل من تلك التي تستند أنظمتها القانونية على القانون المدني الفرنسي. أما نظرية الوقف تعتبر أن المناطق التي ترتفع فيها عدد الوفيات تحفز على بناء

¹ Thorsten Beck , Asli Demirgüi-Kunt , Ross Levine (2001); Law, Politics, And Finance ; The World Bank ; Policy Research Working Paper 25 85; Pp 23 .

² Thorsten Beck Helpse Xplaint He ; Asli Demirgüi-Kunt ; Ross Levine (2001); Op Cite; Pp 23 .

مستعمرات استغلالية، وقد استمرت هذه المؤسسات بعد الاستقلال وإلى غاية يومنا هذا مما انعكس سلبا على مستوى التطور المالي في هذه الدول. وأهم الاختلافات بين النظريتين هو أن نظرية القانون والتمويل تركز على التقاليد القانونية التي نشرها المستعمرين، وبالتالي فإن هوية المستعمر هي الأساس. أما نظرية الأوقاف تؤكد على ظروف المستعمرة، وليس هوية المستعمر.¹

وقد قدم الباحثون أدلة داعمة لنظرية القانون و التمويل، فقد بينت النتائج أن أصل القانون يساعد على تفسير الاختلافات بين الدول في درجة حماية حقوق الملكية الخاصة، وأن هناك علاقة قوية بين أصل القانون وتطور أسواق الأوراق المالية، فالبلدان التي تطبق القانون المدني الفرنسي تطورت أسواق أوراقها المالية بشكل أقل مقارنة بأسواق البلدان التي تستند أنظمتها القضائية على القانون العام. كما بينت النتائج أن المناطق الجغرافية الفقيرة والتي عانت من ارتفاع عدد الوفيات في أوساط المستوطنين بها، تميزت بضعف تطور الوساطة المالية والأسواق المالية بها نظرا لضعف وعدم توفر مؤسسات تحمي الملكية الخاصة. وبالرغم من أن النتائج التجريبية تشير إلى أن كل من أصل القانون والأوقاف الأولية في المستعمرات هي محددات هامة لتطور سوق الأوراق المالية وحماية حقوق الملكية الخاصة، إلا أنه عند مقارنة الباحثون بين النظريتين من خلال إدخال المتغيران في نفس الانحدار، فقد تبين أن الأوقاف الأولية أو بالأحرى عدد الوفيات في المستعمرات تفسر التباينات بين الدول في مستوى تطور الوساطة المالية وأسواق الأسهم بشكل أفضل من الأصل القانوني، حيث يوجد ارتباط قوي بين الأوقاف الأولية initial endowment والمستويات للتطور المالي حاليا وهذا ما يتوافق مع نظرية AJR (2001).

4.1. الانتقادات الموجهة لنظرية الأوقاف:

وجهت مجموعة من الانتقادات لنظرية الأوقاف أهمها أنه عند اقتصار التحليل على البلدان الإفريقية، نجد أن أغلبية هذه الدول تعاني من ضعف بيئتها المؤسساتية، بغض النظر عن نوع أوقافها، وموقعها الجغرافي وأصل أنظمتها القضائية. فحسب الباحثون ضعف البيئة المؤسساتية التي تعاني منها هذه الدول سببه معاناة هذه الدول من انتشار الوباء و الأمراض المميتة في السابق والتي نتج عنها ارتفاع في عدد الوفيات المبكرة الأمر الذي جعل المستوطنين يفرون منها نحو المناطق الجغرافية الآمنة، إلا أن دول مثل زامبيا، كينيا وإفريقيا التي صنفت على أنها مستعمرات آمنة حيث خطر الإصابة بالمرض بها كان أقل والتي استقر بها عدد كبير من المستوطنين، تعاني حاليا

¹ Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt , Ross Levine (2003); Law, Endowments, And Finance ; Journal Of Financial Economics ; Vol 70; Pp 137-181 .

من ضعف بيئتها المؤسساتية. فإذا كان عدد الوفيات في الماضي يحدد نوع المؤسسات ومستوى التطور المالي الحالي، السؤال الذي يطرح نفسه هو لماذا لم تستطع كينيا الوصول إلى مستوى تطور مالي مماثل لذلك الذي حققته الولايات المتحدة وبلدان جنوب شرق آسيا. نفس التساؤل يطرح بالنسبة لزامبيا التي تعاني من انخفاض في مستويات نموها الاقتصادي بالرغم من أنها ورثت بيئة مؤسساتية ملائمة¹.

انتقادات أخرى مماثلة لتلك التي وجهت لنظرية القانون والتمويل يمكن توجيهها لنظرية الأوقاف. فعامل تاريخي غير متغير مثل معدل وفيات المستوطنين لا يمكن أن يفسر لوحده الاختلافات في مستويات التطور المالي الحالية بين الدول. باختصار، نظرية الأوقاف يمكن أن تفسر الاختلافات خلال فترة طويلة في مستويات التطور المالي بين دول تختلف جغرافيا، ولكن لا تسمح بتفسير التباينات عبر الزمن في مستويات التطور المالي².

2. العوامل السياسية:

1.2. نظرية أصحاب المصالح An interest group theory

عرف دور الانفتاح الاقتصادي في التطور المالي اهتماما كبيرا خاصة بعد ظهور "نظرية أصحاب المصالح" التي جاء بها Rajan and Zingales (2003) والتي أكدت على دور التجارة والانفتاح المالي في الحد من تأثير أصحاب المصالح الذين يعارضون تطور القطاع المالي. فبوجود اقتصاد مغلق، تستفيد الشركات القائمة من الكبح المالي الذي يعيق دخول منافسين جدد للسوق، بينما زيادة الانفتاح التجاري وفتح حساب رأس المال يغير هذا الوضع نتيجة دخول الأجانب إلى أسواق السلع المحلية مما يقلل عوائد هذه الشركات ويخلق المزيد من الاحتياجات الاستثمارية لديها لتتمكن من مواجهة المنافسة والاستفادة من الفرص الجديدة³. وبالتالي المصالح الخاصة لهذه الشركات تحفزها على الوقوف في وجه التطور المالي لأن المنافسة التي قد تنتج عن هذا الأخير من المحتمل أن تضعف الامتيازات الاحتكارية التي كانوا يحصلون عليها والعوائد المرتبطة بها⁴. وبالتالي فإن المستفيدون من تخلف القطاع المالي يمنعون أي تغيير في اللوائح القانونية والذي قد يؤدي إلى تحرير القطاع المالي المحلي، أو في اللوائح القانونية التي تبقي الحساب الجاري و حساب رأس المال مغلقان.

¹ Kangni Kpodar (2006); Op cit; Pp 31 .

² Kangni Kpodar (2006), Op cit; Pp 32 .

³ Cagatay Bircan, David Hauner and Alessandro Prati (2012); The interest nterest group theory of financial development: evidence from regulation ; european bank for reconstruction and development ; Working Paper No. 150; p 01 .

⁴ Horatio M. Morgan (2013); The Political Economy of Trade-Financial Liberalization and Financial Underdevelopment : A perspective from China ; MPRA Paper No. 50031; p 04 .

وبالتالي فإن التطور المالي سيعرض أصحاب المناصب للخسارة وتعد هذه الفكرة هي الركيزة الأساسية التي بنا عليها Rajan and zingales (2003) نظريتهما. أما الركيزة الثانية، تتمثل في أن زيادة الانفتاح في كل من التجارة و حساب رأس المال أمر ضروري لتغيير موازين الاقتصاد السياسي. ومع ذلك الانفتاح التجاري وحده لن يكون كافيا لترجيح كفة الميزان لصالح التطور المالي لان أصحاب المناصب يمكن أن تحاول إشباع احتياجاتها المالية الكبيرة من خلال المزيد من الكبح المالي. كما أن فتح حساب رأس المال وحده أيضا لا يكفي لأنه في غياب المنافسة في سوق السلع، أصحاب المناصب المحليين لن يكونوا في حاجة إلى المزيد من التمويل والشركات المحلية الصغيرة لن تكون قادرة على الاستفادة من التمويل الدولي. ولكن إذا تم فتح كل من التجارة وحساب رأس المال في وقت واحد، فزيادة المنافسة في كل من أسواق السلع والأسواق المالية ستؤدي إلى تغير مصالح أصحاب المناصب لصالح التطور المالي، لأنهم لن يستطيعوا إشباع احتياجاتها الاستثمارية المتزايدة من خلال المزيد من الكبح المالي. وبالتالي فحسب Rajan and zingales هو أن كل من الانفتاح التجاري وانفتاح حساب رأس المال يجب أن يسبق تحرير القطاع المالي المحلي وهذا على عكس ما جاء به Mckinnon والذي أوصى بضرورة تحرير القطاع المالي المحلي قبل تحرير حساب رأس المال¹.

بالرغم من أن التطور المالي يعزز التنمية الاقتصادية إلا أنه يوجد من قد يعارضون هذا التطور ويعملون على تأخير قدر الإمكان لأنه قد يشكل تهديدا لمصالحهم. فعلى سبيل المثال الشركات الصناعية الكبرى عادة لا تحتاج إلى وجود نظام مالي متطور من اجل تمويل أنشطتها الإنتاجية. حيث يمكنها تمويل مشاريعها الجديدة باستعمال أموالها الخاصة ومن دون الحاجة إلى الوصول إلى أسواق رأس المال الخارجية. وحتى إذا لم تمتلك هذه الشركات الأموال الكافية لتمويل استثماراتها، يمكنها استعمال مشاريعها الحالية وسمعتها كضمان من اجل الحصول على القروض. حيث أن هذا الأمر لا يتطلب تطور كبير في القطاع المالي، فحتى النظام البدائي يمكن أن يوفر الأموال اللازمة لمثل هكذا تمويل مقابل ضمانات. وبسبب وصولهم المتميز للتمويل في الأنظمة المالية المتخلفة، تحصل هذه الشركات على عوائد جيدة. بالإضافة إلى ذلك، لا تكتفي هذه الشركات بالعوائد التي تحصل عليها من نشاطها في الأسواق التي تنشط فيها بل تستولي على معظم مداخيل المشاريع الجديدة من خلال قيامها بشراء كلي أو جزئي لهذه المشاريع و التي لا يستطيع أصحابها الحصول على التمويل. هذه العوائد ستتناقص مع زيادة تطور القطاع المالي، فتوفر سوق مالي متطور سيقبل من الأهمية النسبية للضمانات والسمعة، ويتيح الفرصة للمؤسسات

¹ David Hauner, Alessandro Prati (2008); Openness And Domestic Financial Liberalization: Which Comes First? ; International Monetary Fund; P 3-4 .

الجديدة بالدخول في السوق ومنافسة الشركات الكبيرة. وبالتالي فالتطور المالي يرفع المنافسة نتيجة تشجيعه دخول المؤسسات الجديدة في السوق¹.

ونفس الأمر ينطبق على البنوك الكبرى، ففي حين أن التطور المالي يوفر لها الفرصة لتوسيع أنشطتها، إلا أنه من الممكن أن يهدد مركزهم المسيطر في السوق. ففي غياب قطاع مالي متطور، التمويل يتم عادة من خلال العلاقات، حيث تستخدم البنوك اتصالاتها للحصول على معلومات تساعد على رصد ومراقبة المشاريع الممولة وإقناع عملائها على تسديد التزاماتهم. وبالتالي الإقراض يتم على أساس العلاقات مع أولئك الذين لديهم تأثير على الشركة (المدراء، المقرضين الآخرين، الموردين، السياسيين وإلى غير ذلك) وبالتالي احتكار التمويل للعملاء، بينما تطور القطاع المالي يزيل الحواجز أمام الدخول في القطاع المالي، نتيجة انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات وإنفاذ العقود يصبح أسهل. وبالتالي التطور المالي لا يرفع فقط المنافسة أي دخول بنوك جديدة الذي يخفض عوائد وأهمية شبكة علاقات البنوك القديمة وإنما أيضا يخفض رأس مالها البشري².

باختصار توفر نظام مالي أكثر كفاءة يسهل دخول مؤسسات مالية وشركات جديدة، مما يؤدي إلى انخفاض أرباح الشركات والمؤسسات المالية القائمة. ليس فقط البنوك القديمة والمؤسسات تستفيد بشكل أقل من التطور المالي وإنما يمكن أن تتعرض للخسارة وبالتالي يمكن لهذه البنوك والمؤسسات أن تعمل على منع وإفشال التطور المالي من خلال التأثير على السياسات الاقتصادية. وبالتالي فالتطور المالي لا يمكن أن يحدث إلا إذا قبلت هذه الشركات والبنوك الخسارة أو إذا عرف الهيكل السياسي للدولة تغيير جذري.

من اجل توضيح وجهة نظره استشهد RZ بدراسة مقارنة لصناعة الغزل والنسيج في المكسيك والبرازيل في بداية القرن العشرين التي قدمها Haber (1997) وبين من خلالها أن البرازيل في أعقاب تغيير نظامها السياسي وتحرير قطاعها المالي، عرفت نمو سريع في قطاع النسيج. في المقابل، وخلال نفس الفترة عمل دكتاتور المكسيك Partfirio Diaz على خدمة المصالح الخاصة للوبيات lobbies؛ حيث بقيت الأسواق المالية المكسيكية متخلفة خلال حكمه، مما ترتب على ذلك تدهور الصناعة النسيجية في المكسيك التي بدأت أكبر وأكثر تنافسية،

¹ Raghuram G. Rajan , Luigi Zingales (2003); The Great Reversals: The Politics Of Financial Development In The Twentieth Century ; Journal Of Financial Economics ; N° 69 ; 2003 ; Pp 18 .

² Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales (2003); Op Cite, pp 18-19 .

وأصبحت فرص الدخول إلى سوق صناعة النسيج أقل، وقطاع النسيج المكسيكي اصغر حجماً وأكثر تركيزاً من الصناعة النسيجية البرازيلية.¹

العديد من الدراسات دعمت فكرة بأن التطور المالي يسهل دخول مؤسسات جديدة، فعلى سبيل المثال توصلوا Rajan and zingles (1998) إلى أن النمو في عدد من المنشآت الجديدة أعلى بكثير من الصناعات المعتمدة على التمويل الخارجي في الاقتصاديات المتطورة مالياً.

وبالتالي فإن النظرية تتوقع أن المتضررين من التطور المالي سيضغطون على السلطات السياسية من أجل أن لا تجري هذه الأخيرة الإصلاحات اللازمة لتطوير القطاع المالي. ولكن قدرة هذه المجموعات التي تعارض التطور المالي تضعف مع الانفتاح المالي والتجاري، أي أن قدرة جماعات الضغط على إعاقة التطور المالي تصبح ضعيفة جداً عندما يتمتع البلد بانفتاح مالي و تجاري كبير. فمن ناحية الانفتاح الاقتصادي (التجاري و المالي) يقلل من تأثير جماعات الضغط على السياسة الاقتصادية، ومن ناحية أخرى مصالح جماعات الضغط من القطاع الحقيقي والمالي تصبح متوافقة مع التطور المالي في حالة حركة تدفقات السلع والخدمات وتدفقات رؤوس الأموال. فالانفتاح التجاري يعرض المؤسسات الوطنية إلى المنافسة الأجنبية وبالتالي يصبح من الضروري إنشاء استثمارات جديدة تمكنهم من مواجهة هذه المنافسة، كما أن قدرة الدولة على وضع سياسات تعمل على منح قروض مدارة تضعف مع فتح حساب رأس المال. فالمؤسسات عالية المردودية يمكن أن تمول نفسها في أسواق رؤوس الأموال الدولية، كما أن هذه المؤسسات لديها القدرة على منافسة المؤسسات الأجنبية و بالتالي لن تشعر بأنها مهدد بسبب الدخول الجدد للسوق، وبالتالي لن يعارضوا التطور المالي. بينما المؤسسات ذات المردودية الضعيفة سيعارضون التطور المالي لأنها الأكثر تضرراً من المنافسة الأجنبية. من ناحية أخرى، البنوك المحلية سوف تفقد بعض من عملائها الكبار (الذين سيفضلون طلب التمويل من الأسواق الدولية)، مما يجعل هذه البنوك مضطرة إلى التحول نحو تمويل المؤسسات الحديثة النشأة التي لم تتمكن في السابق من الحصول على التمويل. وبما أن هؤلاء العملاء الجدد ليس لديهم علاقات قديمة مع البنوك، فالمخاطر المرتبطة بمشاريعهم تكون مرتفعة، البنوك تطالب بالكشف عن المعلومات و إنفاذ العقود بشكل أفضل مما يحسن المنافسة في الأسواق المالية. وبالتالي فبالنسبة لـ RZ دعوة المنظمات الدولية من أجل تحسين نوعية المؤسسات من أجل تحفيز النمو في الدول النامية يعتبر غير كاف إذ يجب التركيز أولاً على ضرورة توفير الظروف السياسية المناسبة.

¹ Raghuram G. Rajan , Luigi Zingales (2003); Op Cit, pp 19 .

واحد من الانتقادات الرئيسية لنظرية أصحاب المصالح هي أنها غير قابلة للاختبار مباشرة. وباستخدام عينة من 24 بلدا خلال الفترة 1913 - 1997 ، حاول RZ اختبار فرضية أن قدرة جماعات الضغط على إعاقة الإصلاحات تضعف مع زيادة الانفتاح الاقتصادي (تجاري و مالي) من خلال اختبار الفرضيتين التاليتين:

✓ في الفترة التي تكون فيها حركة رؤوس الأموال كبيرة ، البلدان التي يكون فيها الانفتاح التجاري أكبر هي التي تمتلك أسواق مالية أكثر تطورا. البلدان التي تكون مستويات التجارة فيها أقل تكون لديها فرصة أقل لتطوير أسواقها المالية.

✓ الأثر الإيجابي للتجارة على التطور المالي يكون اضعف عندما تكون حركة رؤوس الأموال ضعيفة.

وباستعمال العديد من المؤشرات التي تقيس تطور الأسواق المالية (نسبة الودائع البنكية إلى PIB، القيمة الكلية للأوراق الجديدة المصدرة نسبة إلى الاستثمار في رأس المال الثابت، رسملة البورصة، عدد المؤسسات المدرجة في البورصة نسبة إلى عدد السكان) عززت النتائج المتحصل عليها توقعات نظرية RZ. وجد الباحثان بان في سنة 1913 والتي تميزت بحركة كبيرة لرؤوس الأموال، الانفتاح التجاري كان لديه اثر ايجابي ومعنوي على التطور المالي. مع نهاية سنة 90 والتي شهدت عودت حركة رؤوس الأموال النتائج التقدير كانت مماثلة لتلك المتحصل عليها في سنة 1913. وقد عرفت الفترة الممتدة ما بين 1938 و 1980 تراجع في حركة رؤوس الأموال الدولية. وقد بينت النتائج أن الفترة التي تزامن مع ضعف حركة رؤوس الأموال، اثر الانفتاح التجاري على التطور المالي يصبح ضعيف.

2.2. الاستقرار السياسي:

عدم الاستقرار السياسي (أعمال الشغب، الحروب، الصراعات العسكرية، الإرهاب ...) يؤدي إلى زيادة عدم اليقين بشأن مردودية المشاريع الممولة ويمكن أن يزيد مشاكل عدم الدفع. مما يدفع البنوك إلى التوجه نحو تمويل الاستثمارات القصيرة الأجل فقط. ففي حالة وجود حروب، القطاع المالي يتم تسخيره للمساهمة في تمويل الاحتياجات العسكرية والعتاد الحربي. كما أن هذه النزاعات تؤدي إلى حوكمة سيئة وغياب التنظيم في القطاع المالي. مما يعرض سلامة النظام المالي إلى الخطر. ونظرا لتزايد الصراعات العسكرية في السنوات الأخيرة، أدرج العديد من الباحثون عنصر عدم الاستقرار السياسي في تفسير التطور المالي.

وقد أشارت الدراسات الحالية في هذا المجال إلى أن عدم الاستقرار السياسي يؤثر بشكل كبير على التنمية الاقتصادية ككل. كما أن عدم الاستقرار السياسي يمكن أن يؤثر على التطور المالي وبشكل مستقل عن التنمية الاقتصادية. حيث أن الاستقرار السياسي يعتبر من المحددات الأساسية للتطور المالي. إذ أن الاختلاف بين الدول في شدة الاضطراب السياسي يفسر بشكل كبير التباين في مستويات التطور المالي بين الدول.

وقد أكدوا Roe and Siegel (2011) على الدور المهم للاستقرار السياسي في تطور القطاع المالي. فمن خلال دراستهما بينا وجود علاقة قوية بين عدم الاستقرار السياسي والتخلف المالي وأن عدم الاستقرار السياسي في السنوات الماضية يفسر مستويات التطور المالي الحالية بشكل أفضل من أصل النظام القانوني وذلك خلافاً لما جاء به La porta et al. حيث أن الدول التي تتمتع بالاستقرار السياسي استطاعت تحقيق مستويات تطور مالي ونمو اقتصادي أكبر وتعد هذه النتائج قريبة من أفكار Rajan and zingales (2003) واللدان اعتبروا السياسة الاقتصادية كمحدد للتطور المالي¹.

كما أنه باستخدام بيانات 79 بلداً، بين Addison, Chowdhury and Murshed (2002) أن الصراعات الداخلية تخفض مستويات التطور المالي وأن هذا التأثير السلبي يزداد مع زيادة حدة الصراعات، وأن الحد من هذه الصراعات أمر ضروري حتى تستطيع هذه الدول الاستفادة من الإصلاحات المالية.²

وفي دراسة أخرى لـ Khalaf and Sanhita (2009) والتي حاولت تقفي أثر سياسات الكبح المالي خلال الفترة 1970-2002 ونتائج سياسات التحرير المالي خلال الفترة 2003-2007 على التطور المالي في العراق باستخدام نموذج ARDL. كشفت النتائج أن التطور المالي في العراق كان منخفض خلال كامل الفترة 1970-2007 وأن انتهاج سياسات التحرير المالي لم تستطع الرفع من معدلات التطور المالي. وقد أرجع الباحثان هذا الأمر إلى الأوضاع الأمنية الغير مستقرة والمشهد السياسي، غياب مناخ استثماري ملائم، والبيئة الاقتصادية الكلية الغير مستقرة (معدلات التضخم المرتفعة) في العراق.

كما بين Sourafel Girma and Anja Shortland (2004) باستخدام بيانات Panal Data لمجموعة من الدول النامية والمتقدمة خلال الفترة الممتدة ما بين 1975 و2000 أن درجة الديمقراطية والاستقرار

¹ Mark J. Roe , Jordan I. Siegel (2011); Political Instability: Effects On Financial Development, Roots In The Severity Of Economic Inequality ; Journal Of Comparative Economics ; N° 39.

² Tony Addison ,Abdur R. Chowdhury , S. Mansoob Murshed (2002); By How Much Does Conflict Reduce Financial Development? ; WIDER Discussion Papers // World Institute For Development Economics (UNU-WIDER), No. 2002/48.

السياسي تعد عوامل مهمة لتفسير مستويات التطور المالي. فتطور القطاع البنكي يزداد مع زيادة استقرار الأنظمة وزيادة الديمقراطية في حين أن الأسواق المالية لا تتطور إلا بوجود أنظمة ديمقراطية تماما.¹

3. العوامل الاقتصادية:

1.3. النمو الاقتصادي:

هناك العديد من النظريات والدراسات التي عاجلت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. وقد ركزت الدراسات الحديثة على اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فبعض الاقتصاديين اعتبروا أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي من خلال رفع معدلات التراكم الرأس مالي وعلى رأسهم Schumpeter (1911) الذي استخلص الأثر الإيجابي الذي يمكن أن يحدثه تطور القطاع المالي في بلد معين على معدل نموه الاقتصادي وذلك من خلال الخدمات التي يوفرها القطاع المالي والتي تمثل الداعم الحقيقي للنشاط الاقتصادي. كما أكد على الأهمية الحاسمة للنظام المصرفي في النمو الاقتصادي وذلك من خلال قدرة المصارف على تحفيز أنشطة الابتكار والنمو في المستقبل عن طريق تحديد وتمويل الاستثمارات المنتجة. بينما اعتبر اقتصاديون آخرون أن النمو الاقتصادي هو الذي يعزز التطور المالي من خلال زيادة الطلب على الأنواع المختلفة من الترتيبات المالية وهذا ما أكد عليه Robinson (1952) والذي اعتبر أن المؤسسة هي التي تقود التمويل: « where » *entreprise leads finance follows* ، ووفقا لهذا فان النمو الاقتصادي يخلق الطلب على أنواع مختلفة من الترتيبات المالية والنظام المالي يستجيب تلقائيا لهذه الطلبات، وبالتالي فحسب هذا الرأي توفير التمويل لا يؤدي إلى النمو، وإنما التمويل يستجيب تلقائيا لمختلف طلبات القطاع الحقيقي مما يعني أن التطور المالي ليس هو المسبب للنمو الاقتصادي إنما هو نتيجة لذلك النمو. وستعرض لهذا الموضوع بالتفصيل في المبحث الموالي.

2.3. التضخم:

يعتبر التطور المالي قناة هامة يمكن من خلالها أن يؤثر التضخم على النمو الاقتصادي بشكل سلبي. وذلك من خلال تسببه في خلق حالة عدم التأكد في السوق المالية، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يقلل من كفاءة النظام المالي في تخصيص الموارد، ويؤثر سلبا على التطور المالي ومن ثم النمو الاقتصادي. فقد أكدت الأدبيات النظرية الحديثة أن التضخم له آثار سلبية على أداء النظام المالي، فعلى سبيل المثال، فارتفاع معدلات التضخم

¹ Sourafel Gimra , Anja Shortland (2004); The Political Economy Of Financial Development ; Working Paper N° 04/21 ; University Of Leicester ; July 2004 .

يخلق المزيد من ترشيد الائتمان credit rationing ويعيق (يشوه) تدفق المعلومات مما يؤدي إلى تفاقم الاحتكاكات المتعلقة بتكاليف المعلومات والمعاملات في سوق الائتمان، كما أكدت هذه النماذج أن الاحتكاكات المرتبطة بعدم تماثل المعلومات لا تلعب دورا إلا عندما يتجاوز التضخم مستويات معينة (عتبة)، ومن أمثلة هذه النماذج تلك التي قدمها Azariadas and Smith (1999-1998) Huybens and Smith (1996)، (1996) Bose، (2002) Hung و (2003) Smith.¹

كما سلطت كل (1986) More ، (1996) Choi et al و (1996) Azariadis and Smith (1996) من خلال أعمالهم الضوء على حقيقة انه إذا كان التضخم مرتفع بشكل كبير، سوف ينخفض العائد على الادخار مما يؤدي إلى انخفاض في كل من حجم الادخار وعدد المدخرين على حد سواء وبالتالي يتناقص مجموع المقترضين وتزداد حدة الاحتكاكات المتعلقة بالمعلومات، وبالتالي يصبح الائتمان ضعيف في مثل هذه الاقتصاديات.² وفي هذا الإطار أكد Boyd, Levine and Smith (2001) على أن ارتفاع معدلات التضخم يزيد من التقلب في عوائد الأوراق المالية. ويتسبب في انخفاض النشاط المالي. ففي الاقتصاديات ذات معدلات التضخم المرتفعة، الوسطاء يمنحون القروض بشكل اقل وتخصيص الموارد يكون اقل كفاءة وأسواق الأوراق المالية اصغر حجما واكل سيولة³. ومن خلال دراستهما التحريبية، عثر Gregorior and Guidotti (1995) على دلائل تبين أن التطور المالي تسبب في خفض معدلات النمو الاقتصادي في بلدان أمريكا اللاتينية خلال الفترة 1970-1980، والتي تتزامن مع الفترة التي شهدت خلالها هذه البلدان معدلات تضخم مرتفعة نسبيا. مما دفع البنك العالمي إلى حث البلدان النامية على عدم مواصلة الإصلاحات المالية ما لم تنخفض معدلات التضخم بما فيه الكفاية. ذلك أن ارتفاع معدلات التضخم يؤثر سلبا على عمل الأسواق المالية وبالتالي العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تتغير⁴.

بالإضافة إلى حقيقة بان ارتفاع معدلات التضخم يقلل من المعدل الحقيقي للعائد على رأس المال ويضعف ثقة المستثمرين المحليين والأجانب، فإنه يؤثر أيضا على تراكم المخدات الأخرى للنمو مثل رأس المال البشري أو

¹ Ho-Chuan Huang, Shu-Chin Lin , Dong-Hyeon Kim , Chih-Chuan Yeh (2010); Inflation And The Finance-Growth Nexus ; Economic Modelling ; N° 27; P 230 .

² Manoel Bittencourt (2010), « Inflation And Financial Development: Evidence From Brazil », Economic Modelling , P 03 .

³ John H Boyd, Ross Levine, Bruce D Smith (2001), « The Impact Of Inflation On Financial Sector Performance » , Journal Of Monetary Economics , Pp 223 .

⁴ Fu-Sheng Hung (2003), « Inflation, Financial Development And Economic Growth », International Review of Economics And Finance, P 46 .

مخرجات ومدخلات الاستثمار، ويؤثر على أداء الاقتصاد الكلي على المدى الطويل عن طريق تخفيض كفاءة استخدام عوامل الإنتاج. حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يتسبب في أخطاء كبيرة فيما يخص التوقعات نتيجة تشويه محتويات المعلومات حول الأسعار وبالتالي يؤدي بالمعاملين الاقتصاديين لإنفاق المزيد من الوقت والمال لجمع المعلومات وحماية أنفسهم ضد الأضرار الناجمة عن عدم استقرار الأسعار وهذا ما يولد خطر عدم كفاءة تخصيص الموارد¹.

كما أن ارتفاع معدلات التضخم يجعل الاحتفاظ بالاحتياطي الإجباري مكلف بالنسبة للبنوك، التي تتكبد المزيد من التكاليف عند جذب المزيد من الأموال خارجية، وفي محاولة منها لخفض هذه التكاليف تلجأ البنوك إلى تخفيض سعر الفائدة الحقيقي الذي تدفعه للمودعين. ويتسبب هذا الانخفاض في أسعار الفائدة الحقيقية عند ارتفاع معدلات التضخم، في انخفاض العوائد مما يؤدي إلى تدفق الأموال خارج النظام المالي وبالتالي انخفاض رأس المال الاستثماري المتوفر، وهذا الأخير يؤدي إلى الحد من كمية القروض الممنوحة من قبل النظام المالي، انخفاض نشاط الأسواق المالية مما يؤدي إلى انخفاض العمق المالي.²

كما أشار Rousseau and Yilmazkuday (2009) إلى أن الوساطة المالية تصبح أكثر صعوبة عندما يتزايد الغموض حول المعلومات المتدفقة حول عوائد الاستثمار الحقيقي، مما يدفع المقرضين إلى التركيز أكثر على أهداف استثمارية قصيرة الأجل عند بناء محافظهم الاستثمارية والابتعاد عن الإقراض الطويل الأجل. وبالتالي سيتم توجيه جزء كبير من الائتمان نحو القروض المستخدمة لتغطية نفقات التشغيل بدلا من تمويل الاستثمارات الرأسمالية طويلة الأجل. وبالإضافة إلى أن ارتفاع معدلات التضخم يعطل عمل الأسواق المالية، فإنه يهدد أيضا استقرار الاقتصاد الكلي عن طريق رفع درجة عدم التأكد بالأسعار (أسعار الفائدة وأسعار الصرف) مما يجعل عملة البلد أكثر عرضة للمضاربة، كما أن التضخم يرفع تكاليف التحوط ضد المخاطر المالية بين الشركاء التجاريين بسبب صعوبة تسعير الأدوات المالية، الأمر الذي يعيق التجارة، ويؤدي إلى تدفق رؤوس الأموال نحو الخارج وبالتالي يصبح الاقتصاد اقل اندماجا مع باقي اقتصاديات العالم.³

¹ Javier Andrés , Ignacio Hernando , J. David Lopez-Salido (2004); The Role Of The Financial System In The Growth –Inflation Link: The OECD Experience ; European Journal Of Political Economy ; Vol N° 20; Pp 944.

² Nurettin Ozturk, Kadir Karagoz (2012); Relationship Between Inflation And Financial Development: Evidence From Turkey ; International Journal Of Alanya Faculty Of Business ; Vol:4, No:2; P 82 .

³ Peter L. Rousseau, Hakan Yilmazkuday (2009); Inflation, Financial Development, And Growth: A Trilateral Analysis; Economic Systems; Vol 33; 312.

ومن ناحية أخرى، الأعمال الأدبية الحديثة وفرت تفسيراً بديلاً للعلاقات بين التضخم والنمو وتطور الأسواق المالية. حيث اعتبرت هذه الأدبيات أن استراتيجيات الحكومة في تمويل العجز الكبير في الميزانية من خلال اللجوء إلى سياسات الكبح المالي يفسر العلاقة السلبية بين التضخم ومستوى النشاط في الأسواق المالية. فالكبح المالي يرفع تكاليف المعاملات لتحويل الأصول إلى سائلة ونتيجة لذلك يتوسع الطلب على النقود. هذا التوسع يزيد الوعاء الضريبي ويولد حوافز للتضخم. بالإضافة إلى ذلك، تتوقع هذه النماذج أن الكبح المالي سيكون له آثار سلبية على أداء القطاع المالي ويخفض كفاءة تخصيص المدخرات. نتيجة لذلك، تشير هذه النماذج إلى أن التأثير السلبي للتضخم على النمو يعتبر زائفاً لأن كل من ارتفاع معدلات التضخم و انخفاض معدلات النمو هو بسبب سياسات الكبح المالي. وفي نفس الإطار توصل Chari et al (1996) إلى أن التضخم في حد ذاته لا يكون له آثار كبيرة على النمو ولكن التنظيمات المالية وتفاعلها مع التضخم هي التي تؤثر بشكل كبير على النمو، وأن سياسات الكبح المالي يكون لها انعكاسات وخيمة على النمو في الأجل الطويل وترتبط أيضاً مع معدلات تضخم عالية، وبالتالي العلاقة السلبية بين هذين المتغيرين الأخيرين يحركها المتغير الثالث.¹

كما أكد العديد من الاقتصاديين على أن الآثار المترتبة عن الزيادة في معدلات التضخم تختلف اعتماداً على ما إذا كان معدل التضخم أعلى أو أقل من مستوى العتبة، حيث تشير النتائج النظرية والتجريبية إلى أنه هناك عتبات (يمكن أن تكون هنالك أكثر من عتبة واحدة) في العلاقة بين التضخم والنشاط المالي وبالتالي في العلاقة بين التضخم والنشاط في القطاع الحقيقي. حيث بينا Haslag and Koo (1999) أن التضخم يرتبط مع الكبح المالي وأكدوا على وجود علاقة سلبية بين التضخم والتطور المالي ولكن العلاقة تتلاشى عندما يتجاوز معدل التضخم العتبة.² كما قدم Boyd et al (2001) أدلة على وجود علاقة سلبية وغير خطية بين التضخم وتطور القطاع المالي، وخاصة بالنسبة للاقتصاديات التي تتجاوز معدلات التضخم فيها 15%.³ وقد أكد Khan et al (2001) على وجود هذه العتبة وقد أشارت تقديراتهم إلى أن مستوى عتبة التضخم هي عموماً ما بين 3% و 6% سنوياً، أما بالنسبة لمعدلات التضخم فوق مستوى العتبة، فالمزيد من الارتفاع في معدلات

¹ Javier Andrés , Ignacio Hernando , J. David Lopez-Salido (2004); The Role Of The Financial System In The Growth –Inflation Link: The OECD Experience ; European Journal Of Political Economy ; Vol N° 20; P 945-946.

² Joseph H. Haslag , Jahyeong Koo (1999); Financial Repression, Financial Development And Economic Growth ; Federal Reserve Bank Of Dallas ; Research Department ; Working Paper 9902.

³ John H Boyd , Ross Levine , Bruce D Smith (2001), « The Impact Of Inflation On Financial Sector Performance » , Journal Of Monetary Economics.

التضخم يؤدي إلى آثار سلبية قوية على التطور المالي.¹ من جهة أخرى أكد Huang et al (2010) على وجود عتبة التضخم في العلاقة بين التطور المالي والنمو حيث عندما يكون التضخم في مستويات أقل من العتبة، التطور المالي يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي بينما عندما يتجاوز التضخم هذه العتبة أثر التطور المالي على النمو يصبح غير معنوي.²

في دراسة أجراها P L Rousseau and P Wachtel (2002) بهدف التحقق من إذا كانت العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي تختلف مع اختلاف معدل التضخم، باستخدام متوسطات (كل خمس سنوات) المؤشرات القياسية للتطور المالي، التضخم والنمو في 84 دولة خلال الفترة 1960 – 1995. وقد أظهرت النتائج وجود عتبة للتضخم في العلاقة بين التمويل والنمو تقع ما بين 13 و 25%، حيث عندما يتجاوز التضخم هذه العتبة (ما بين 13 و 25%) فإن المزيد من التطور المالي لن يساعد على رفع معدلات النمو الاقتصادي. كما وجد الباحثان بأن مستوى العمق المالي يرتبط عكسيا مع النمو في بيئة مرتفعة التضخم. حيث أن العمق المالي يكون له تأثير إيجابي على النمو فقط عندما تكون معدلات التضخم تحت العتبة المذكورة سابقا. كما بينا أن الآثار الإيجابية للتطور المالي على النمو تصبح أكبر عندما تكون معدلات التضخم أقل من العتبة ما بين 6% و 8%.³

خلاصة القول بان الوساطة المالية تصبح أكثر صعوبة مع وجود معدلات تضخم مرتفعة ذلك أن تدفق المعلومات حول المشاريع الاستثمارية والعوائد تصبح غير مؤكدة وغير متاحة في ظل بيئة تضخمية. كما أن ارتفاع معدلات التضخم يكبح الوساطة المالية من خلال تقليص العائد على النقود. كما يتسبب التضخم في تعطيل عمل المؤسسات والأسواق المالية للدولة المعنية ويمنع اندماجها مع المؤسسات والأسواق الدولية. حيث أن الارتفاع المستمر في معدلات التضخم سيولد الغموض حول الأسعار المستقبلية بما في ذلك أسعار الفائدة وأسعار الصرف، وهذا بدوره يزيد من تكاليف التحوط ضد المخاطر المالية بين الشركاء التجاريين. كما يزيد التضخم من احتمال تعرض العملة للمضاربة، كل هذا سيكون له تأثير سلبي على التجارة وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وبالتالي النمو الاقتصادي.

¹ Mohsin S. Khan , Abdelhak S. Senhadji , Bruce D. Smith (2001); Inflation And Financial Depth ; Imf Working Paper .

² Ho-Chuan Huang , Shu-Chin Lin , Dong-Hyeon Kim , Chih-Chuan Yeh (2010); Inflation And The Finance–Growth Nexus ; Economic Modelling ; Vol 27; 229–236 .

³ Peter L. Rousseau , Paul Wachtel (2002); Inflation Thresholds And The Finance–Growth Nexus ; Journal Of International Money And Finance ; Vol 21; 777–793 .

4. العوامل الهيكلية:

1.4. سيطرة البنوك العمومية على القطاع المالي:

في جميع أنحاء العالم أنشأت المؤسسات المالية العمومية من أجل تخفيض تكاليف القروض، زيادة القدرة على الوصول إلى القروض، تخصيص الموارد للمشاريع الإستراتيجية ومراقبة المخاطر في القطاع المالي. حيث سيطرت السلطات العمومية على الوساطة المالية بهدف تعزيز التطور المالي وبالتالي التنمية الاقتصادية. إلا أن هذا النموذج من التدخلات لم يعطي النتائج المتوقعة. فقد تميزت البنوك العمومية بسوء التسيير، منح القروض لأغراض سياسية وغياب الكفاءة. وبالرغم من موجة الخصخصة الأخيرة إلا أن البنوك العمومية لا زالت تسيطر على جزء مهم من النظام المالي خاصة في الدول النامية. ففي سنة 1980، نصيب أصول البنوك العمومية في مجمل الأصول المالية كان في المتوسط 46% في الدول النامية وقد انخفضت هذه النسبة لتصل إلى 39% في 1997.

وقد بينت الدراسات حول تقسيمات البنوك عبر الدول بان هذا النوع من البنوك يتركز بصفة عامة في البلدان ضعيفة الدخل والتي تتميز بوجود أنظمة مالية أقل تطوراً. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هو: هل يوجد علاقة بين درجة تدخل السلطات العمومية في النظام المالي ومستوى تطوره؟

في هذا الإطار قدمت بعض النظريات حجج تبرر تدخل السلطات العمومية في النظام المالي، بينما انتقد آخرون هذه التدخلات، وبررت النظريات تدخل السلطات العمومية في عمل النظام المالي بهدف تخصيص الادخار الوطني للقطاعات ذات الأولوية والتي تدفع عجلة التنمية خاصة في المراحل الأولى. حيث أن البنوك العمومية لا تأخذ بعين الاعتبار فقط المردودية المالية للمشروع ولكن أيضاً المردودية الاقتصادية، وذلك على عكس البنوك الخاصة، إذ يمكن للبنوك العمومية أن تساهم في تمويل مشاريع اجتماعية وبالتالي إذا كانت الفائدة الاجتماعية الناتجة عن تدخل السلطات العمومية في النظام المالي مرتفعة مقارنة بالتكاليف الاجتماعية والسلبيات التي يمكن أن تتولد عن هذا التدخل فإن توسع البنوك العمومية يعتبر مبرر. وحتى في حالة عدم وجود بنوك عمومية تدخل الدولة من خلال قنوات أخرى يمكن أن يساهم في التطور المالي.

بينما المنتقدون لوجود الدولة في القطاع المالي أو على الأقل تدخلها في عمل النظام المالي اعتبروا أن الدولة تراقب المؤسسات والبنوك بهدف توفير العمل، المنح وفوائد أخرى لمؤيديها، أي أنها تستغل النظام المالي لخدمة أغراضها السياسية مدعية رغبتها في التنمية. وتكون رغبة السياسيين في مراقبة القطاع البنكي وفرض سيطرتهم

عليه، أكبر في الدول النامية والتي تتميز بضعف حماية حقوق الملكية لان النظام المالي فيها يشكل مصدر أساسي لتمويل العجز الحكومي. حيث في الغالب إخفاق النظام المالي في القيام بوظائفه يكون سببه السلطات العمومية وليس عدم كفاءة السوق، فحتى إن كان يوجد سلبيات في سوق الائتمان، تدخل السلطات العمومية ليست الوسيلة الأفضل للتخفيف منها. حيث بدلا من التدخل في نشاطات الوساطة المالية من الأفضل أن تعمل السلطات العمومية على تأسيس المؤسسات الضرورية لتقليل هذه النقائص والسلبيات. وهذا ما أكد عليه . (1994) Shleifer et Vishny .

وقد بينت الدراسة المقدمة من قبل La porta et al (2002) أن الملكية الحكومية للبنوك كبيرة خاصة في الدول التي تتميز: بانخفاض مستوى نصيب الفرد من الدخل، تأخر أنظمتها المالية، تدخل الحكومة في النشاط الاقتصادي وضعف حماية حقوق الملكية. وارتبط ملكية الحكومة للبنوك في 1970 مع تباطؤ التطور المالي في المستقبل وانخفاض نمو نصيب الفرد من الدخل في المستقبل وانخفاض في الإنتاجية. وتدعم هذه النتائج توقعات النظريات السياسية¹.

وفي هذا الإطار قام Sheng Xiao and Shan Zhao (2012) بإجراء دراسة بهدف الكشف عن كيفية تأثير التطور المالي على الابتكار في الشركات في جميع أنحاء العالم وذلك باستخدام بيانات لأكثر من 28000 شركة لـ 46 دولة. وقد بينت النتائج انه في حين أن تطوير سوق الأوراق المالية يعزز إلى حد كبير الابتكار في الشركات إلا أن تطوير القطاع المصرفي له تأثيرات متفاوتة، حيث يمكن تفسير هذه النتائج من خلال الاختلافات في مستويات ملكية الحكومة للبنوك، ففي البلدان التي تنخفض فيها الملكية العمومية للبنوك، تطور القطاع المصرفي يعزز إلى حد كبير الابتكار في الشركات، بينما في البلدان التي ترتفع فيها ملكية الحكومة للبنوك تطور القطاع المصرفي لا يكون له آثار كبيرة على الابتكار في الشركة والأكثر من ذلك في بعض الأحيان يكون هناك تأثير سلبي بشكل كبير على الابتكار، كما أن هذه الآثار السلبية تكون أكبر بالنسبة للشركات الصغيرة.²

أيضا في سنة 2012 قام كل من Arusha Cooray بانجاز بحث بهدف التحقق من تأثيرات تحويلات المهاجرين على القطاع المالي خاصة من ناحية الحجم والكفاءة وذلك من خلال تفاعلها مع ملكية الحكومة للبنوك. حيث باستخدام عينة تتكون من 94 بلدا، تشير النتائج إلى أن تحويلات المهاجرين تسهم في زيادة حجم

¹ Rafael La Porta , Florencio Lopez-De-Silanes , Andrei Shleifer (2002); Government Ownership Of Banks ; The Journal Of Finance ; Volume 57, Issue 1; Pp 265–301 .

² Sheng Xiao, Shan Zhao (2012); Financial Development, Government Ownership Of Banks And Firm Innovation; Journal Of International Money And Finance ; Vol 31.

وكفاءة القطاع المالي، إلا أن التحويلات تؤدي إلى زيادة أكبر في حجم القطاع المالي في البلدان التي تكون فيها الملكية الحكومية للبنوك أقل، بينما هذه التحويلات تؤدي إلى زيادة كفاءة النظام المالي في البلدان التي تكون فيها الملكية الحكومية للبنوك أكبر¹.

2.4. التطور المالي وفتح النظام المالي للبنوك الأجنبية:

في إطار سياسة التحرير المالي، خصوصية البنوك العمومية و تخفيف قيود الدخول للنظام المالي يعزز و يسهل دخول البنوك الأجنبية في الدول النامية. ومن الناحية النظرية دخول البنوك الأجنبية يكون له اثر ايجابي على تطور القطاع المالي المحلي. حيث اعتبر Levine (1996) بان البنوك الأجنبية يمكن أن تعزز المنافسة في النظام المالي وأيضا تفتح المجال لتحويل التكنولوجيا والمعارف البنكية وبالتالي تحسين نوعية وكمية الخدمات المالية. كما أن انخفاض تكاليف الوساطة المالية الناتج عن زيادة المنافسة في القطاع المصرفي، يكون له منفعة للمستهلكين الذين يرغبون في الحصول على القرض بتكاليف أقل ويستفيدون من تنوع المنتجات المالية الجديدة. كما انه بالنسبة إلى Demirguç-kunt et Huizinga (2001) البنوك الأجنبية في الدول النامية تعتبر أكثر ربحية من البنوك المحلية لأنها تملك عدد أقل من الدائنين المشكوك في قدرتهم على السداد وتكون لها قدرة أكبر على الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية بفضل المؤسسة الأم. كما أن البنوك الأجنبية تشجع السلطات المنظمة على اعتماد المعايير الدولية وتساهم في تطوير النظام المالي المحلي.

إلا أن نشاط البنوك الأجنبية يمكن أن يكون له اثر سلبي على الحصول على القروض وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعلى مردودية البنوك المحلية. لان هذه البنوك سوف تتجه إلى تمويل المؤسسات المتعددة الجنسيات والمؤسسات الكبيرة والتي تطلب الخدمات المالية المتطورة بشكل أكبر، كما أن هذه البنوك سوف تستغل قدرتها المالية من اجل احتكار المشاريع الأكثر ربحا وهذا ما يؤثر بشكل سلبي على مردودية البنوك المحلية الغير قادرة على المنافسة. وإذا كانت المنافسة تحتم على البنوك المحلية أن تكون أكثر كفاءة، فإنها يمكن أن تشجعها على تمويل المشاريع الأكثر خطرا و التي يمكن أن تقودها إلى الإفلاس.

وقد ارتفعت خلال النصف الثاني من سنوات التسعينات، نصيب الأصول المحجوزة من قبل البنوك الأجنبية بالنسبة للأصول المالية الكلية، بشكل ملحوظ في الدول المتقدمة وخاصة في أمريكا اللاتينية، هذا النصيب تعدى

¹ Arusha Cooray (2012); Migrant Remittances, Financial Sector Development And The Government Ownership Of Banks: Evidence From A Group Of Non-Oecd Economies ; Journal Of International Financial Markets, Institutions & Money ; Vol 22.

8% في سنة 1994 ليصل إلى 25% في سنة 1999، بالنسبة لدول أمريكا اللاتينية، إفريقيا وآسيا لا تزال متخلفة بحيث في هذه المنطقة الأخيرة هذه النسبة قد تضاعفت ثلاث مرات خلال نفس الفترة (2% في 1994، 6% في 1999).

باستخدام عينة تتكون من 7900 بنك لـ 80 بلد خلال الفترة 1988-1995 قام Claessens (2001) بإعداد دراسة بهدف اختبار اثر دخول البنوك الأجنبية على أسواق البنوك المحلية، وقد توصل الباحثون إلى أن البنوك الأجنبية تكون أكثر مردودية من البنوك المحلية في البلدان المتقدمة ولكن هذا الأثر يكون عكسي في حالة البلدان النامية، كما بينت النتائج بان مردودية وهامش الفائدة ينخفض بشكل ملحوظ بالنسبة للبنوك المحلية مع زيادة عدد البنوك الأجنبية، كما أن الحد من القيود المفروضة على دخول البنوك الأجنبية يمكن أن يكون له مخاطر وبالخصوص من خلال زيادة المنافسة وبالتالي تخفيض أرباح البنوك المحلية مما يؤدي إلى تخفيض قيمة البنوك المحلية وتصبح أكثر ضعفا، ويمكن لهذا الأمر أن يزعزع استقرار النظام المالي وخاصة إذا كانت اللوائح التحوطية والإشرافية المحلية ليست قوية حيث من اجل رفع فوائد دخول البنوك الأجنبية وتخفيض تكاليفها المحتملة يجب على المسؤولين أن يولوا أهمية لتوقيت عملية التحرير وضمان توفير التنظيم و الإشراف الكافيين¹.

وقد اعد Clarke et al (2001) دراسة على مستوى 4000 مؤسسة في 38 بلدا بما في ذلك الاقتصاديات النامية و التي تمر بمرحلة انتقالية وذلك بهدف التحقق من تأثير دخول البنوك الأجنبية على وصول الشركات إلى الائتمان. وقد بينت النتائج بان دخول البنوك الأجنبية يعزز وصول الشركات إلى الائتمان، فالمؤسسات في البلدان التي تتميز بارتفاع كبير في عدد البنوك الأجنبية، تتجه إلى تخفيض القيود المتعلقة بأسعار الفائدة والوصول إلى الائتمان الطويل الأجل التي تقيد عمليات المؤسسة والنمو بشكل اكبر من المؤسسات في البلدان التي تتواجد فيها البنوك الأجنبية بشكل أقل. كما أن فوائد زيادة عدد البنوك الأجنبية لا تظهر فقط في الشركات الكبيرة، فبالرغم من أن بعض الأدلة تشير إلى أن دخول البنوك الأجنبية تستفيد منه المؤسسات الكبيرة بشكل اكبر من الصغيرة إلا انه ليس هنالك أدلة على أن المؤسسات الصغيرة تتضرر بسبب دخول البنوك الأجنبية. وتشير النتائج عبر البلدان إلى أن زيادة دخول البنوك الأجنبية يرتبط مع انخفاض هامش الفائدة والتكاليف العامة، حيث إذا تحسنت كفاءة الإقراض الكلي، كمية الإقراض إلى المؤسسات الصغيرة و المتوسطة يمكن أن تزيد حتى وإن كانت هذه الحصة منخفضة. كما أن زيادة عدد البنوك الأجنبية يجبر البنوك المحلية على

¹ George R.G. Clarke , Robert Cull , Mary M. Shirley (2005); Bank Privatization In Developing Countries: A Summary Of Lessons And Findings ; Journal Of Banking & Finance ; Vol N° 29; Pp 1905-1930 .

تحسين أدائها، فالمنافسة الأجنبية على كبار العملاء تفرض على البنوك المحلية البحث عن منافذ جديدة في الأسواق و التي يمكن أن تفيد صغار المقترضين في المدى القصير¹.

دراسة أخرى أعدت من قبل Clarke et al (2006) على مستوى 3000 مؤسسة في 35 دولة بما في ذلك اقتصاديات النامية والتي تلك التي تمر بمرحلة انتقالية ، باستخدام بيانات حول درجة تواجد البنوك الأجنبية في هذه البلدان وذلك بهدف التحقق من إذا كانت زيادة مشاركة البنوك الأجنبية يحسن إمكانية الوصول إلى التمويل الخارجي للشركات. وقد أشارت النتائج إلى أن جميع الشركات بما في ذلك الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم تواجه عقبات أقل للوصول إلى التمويل في البلدان التي تتواجد فيها البنوك الأجنبية بشكل كبير.²

وباستخدام البيانات المصرفية لمجموعة من دول أمريكا اللاتينية ابتداء من منتصف التسعينات قام Crystal et al (2001) بإجراء دراسة بهدف التحقق من إذا كان دخول البنوك الأجنبية في الأسواق الناشئة يحسن أداء المؤسسات ويعزز الاستقرار المالي المحلي بشكل عام. وقد بينت النتائج بان البنوك الأجنبية ليست أكثر كفاءة وفعالية من البنوك المحلية، حيث أن الدراسة التي ركزت على كل من شيلي، كولومبيا والأرجنتين لا تشير إلى انه يوجد اختلافات كبيرة في مجال السلامة المالية بين البنوك الأجنبية والبنوك المحلية، إلا أنه مع ذلك غالبا ما تكون معدلات نمو الإقراض، ارتفاع حجم الودائع والقدرة على امتصاص الخسارة في البنوك الأجنبية أعلى، حيث أن البنوك الأجنبية يمكن أن تحدث تأثيرات ايجابية مهمة على استقرار وتطور الأنظمة المصرفية في الأسواق الناشئة.³

كما أعد M Chelo V Manlagnit (2011) بحث لدراسة الآثار الاقتصادية لرفع القيود على دخول البنوك الأجنبية في الفلبين خلال الفترة 1990-2006 ، وقد قدمت النتائج دلائل قوية على أن المنافسة الشديدة الناجمة عن دخول البنوك الأجنبية تؤدي إلى انخفاض ربحية البنوك التجارية المحلية. ضغط المنافسة المفروض على البنوك المحلية تعني أن البنوك الأجنبية قد تكون بمثابة قوة فعالة تقلل من الأرباح الزائدة المحققة من قبل البنوك وتحفز البنوك المحلية لتحديث تكنولوجيات إنتاجها وتقنياتها لتحسين كفاءتها. كما أن نتائج آثار المنافسة من قبل

¹ George R.G. Clarke , Robert Cull, María Soledad Martínez Pería (2001); Does Foreign Bank Penetration Reduce Access To Credit In Developing Countries? Evidence From Asking Borrowers ; Policy Research Working Paper ; World Bank Washington.

² George R.G. Clarke , Robert Cull, María Soledad Martínez Pería (2006); Foreign Bank Participation And Access To Credit Across Firms In Developing Countries ; Journal Of Comparative Economics ; Vol 34; 774-795 .

³ Crystal Jennifer S, Dages B.Gerard , Goldberg Linda S (2001); Does Foreign Ownership Contribute To Sounder Banks In Emerging Markets? The Latin American Experience, Staff Report, Federal Reserve Bank Of New York, No. 137.

البنوك الأجنبية على النظام المصرفي المحلي تبرر تحرير دخول البنوك الأجنبية في الفلبين، حيث أن النتائج تبين بان الهدف الأساسي من تحرير الخدمات المصرفية والمتمثل في أن تصبح البنوك المحلية أكثر قدرة على المنافسة وأكثر كفاءة قد تحقق إلى حد كبير في الفلبين. إلا أنه وبرغم ذلك فإن التحسن المستمر في كفاءة البنوك التجارية المحلية لا يتطلب فقط تحرير دخول البنوك الأجنبية و إنما ينبغي الاستمرار في تعزيز القواعد التنظيمية و التحوطية المحلية والإشراف على النظام البنكي¹.

وبالتالي فبالرغم من أن مختلف الدراسات حول دور البنوك العمومية في إنشاء أنظمة مالية صلبة وأكثر فعالية إلا أن أغلبية الباحثون يؤكدون على الدور الفعال و الآثار الإيجابية للبنوك الأجنبية على زيادة قدرة النظام المصرفي المحلي على المنافسة وتخفيف البنوك المحلية لتطوير خدماتها المالية ورفع كفاءتها وهذا ما سينعكس بشكل إيجابي على المؤسسات المقترضة وعلى النظام المالي ككل للدولة المستقبلية. ومن أجل تفادي الآثار السلبية لدخول البنوك الأجنبية على الاستقرار المالي لا بد أن يتزامن هذا التحرير مع تطهير البنوك المحلية وتوفير المحيط القانوني اللازم والعمل على تحرير تدريجي للنظام المالي.

5. عوامل أخرى:

يوجد العديد من المتغيرات الأخرى التي تعتبر كمحددات لمستوى التطور المالي مثل مستوى الدخل عدد السكان والخصائص العرقية والدينية واللغوية، حيث تعرض Levine (1997، 2003، 2005) في أعماله إلى أهمية مستويات الدخل في التطور المالي. كما أثبت Jaffee and Levonian (2001) باستخدام البيانات المالية لتطور القطاع المصرفي في 23 دولة تمر بمرحلة انتقالية أن مستوى نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومعدل الادخار لديهما آثار إيجابية على هيكل النظام المصرفي الذي يقاس بأصول البنك وعدد العمال والفروع.²

من جهته أكد Stulz and Williamson (2003) على تأثير الاختلافات في الثقافة أي الاختلافات في الدين واللغة على التطور المالي، حيث اعتبرا أنه لا يمكن تجاهل الاختلافات بين الدول في الدين واللغة عند تفسير الاختلافات بين الدول في حماية حقوق الملكية. حيث قدموا أدلة على أن الدين الأساسي للدولة يفسر الاختلاف بين الدول في حماية حقوق الملكية بشكل أفضل من انفتاحها على التجارة الخارجية، لغتها، نصيب

¹ Maria Chelo V. Manlagñit (2011); The Economic Effects Of Foreign Bank Presence: Evidence From The Philippines ; Journal Of International Money And Finance ; Vol 30; Pp 1180–1194 .

² Dwight Jaffee and Mark Levonian (2001); the structure of banking systems in developed and transition economies ; european financial management ; Vol 07 ; N° 2; pp 161-181 .

الفرد من الدخل أو أصل نظامها القانوني، حيث أن الدول الكاثوليكية تحمي حقوق الدائنين بشكل أقل من الدول البروتستانتية. كما اعتبر الباحثان أن الاختلاف في الثقافة يساعد على فهم كيف يتم إنفاذ حقوق الملكية في مختلف الدول.¹ كما سلط Djankov et al (2003) الضوء على دور ملكية الدولة لوسائل الإعلام في إحداث التطور المالي.

كما اعتبر بعض الاقتصاديين أن الموقع الجغرافي يؤثر على التطور المالي، إذ ربط هؤلاء بين خطوط الطول والتنمية الاقتصادية فالبلدان الأقرب إلى خط الاستواء عادة ما تتوفر على مناخ استوائي، حيث أشارت البحوث المقدمة من قبل Kamarck (1976)، Diamond (1977) Gallop et al (1999) و Sachs (2003) إلى أن المناطق المدارية تتميز بالمحاصيل الزراعية وقلة الإنتاج بسبب الظروف البيئية السيئة مثل هشاشة التربة وإمدادات الماء الغير مستقرة وانتشار الآفات الزراعية. وهنالك من ربط بين التطور المالي والبلدان الغير ساحلية التي تكون بعيدة عن الأسواق الكبيرة مما يؤثر سلبا على حجم هيكل تجارتها وبالتالي على قدرتها على دخول الأسواق الاقتصادية الكبيرة وقدرتها على تطوير قطاع الصناعات التحويلية بسبب عدم قدرتها على توفير المدخلات الوسيطة لإنتاج السلع المصنعة التي يتم استيرادها من أسواق بعيدة، كما أن الميزة الرئيسية للتجارة الخارجية لهذه البلدان هي اعتمادها على تصدير السلع الأولية مما يبين ضعف هذه الدول في مواجهة الصدمات الخارجية. وبصفة عامة، الجغرافيا تؤثر أساسا على جانب الطلب على التطور المالي على الرغم من أنها قد تؤثر على جانب العرض عن طريق التأثير على نوعية المؤسسات، فعلى سبيل المثال، إنتاج منتجات زراعية خاصة أو السلع الأساسية واستغلال بعض الموارد الطبيعية يمكن أن يخفض الطلب على التمويل الخارجي مقارنة بدول أخرى لديها مستوى مماثل لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.²

¹ René M. Stulza , Rohan Williamson (2003); Culture, openness, and finance ; Journal of Financial Economics ; Vol N° 70; pp 313–349 .

² Yongfu Huang (2010); Determinants of Financial Development, Cambridge; pp 6-7 .

III. الأدبيات النظرية حول العلاقة بين التمويل – النمو

عرفت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي قبل ظهور أعمال Mackinnon (1973) و Shaw (1973) إهمالا، وذلك نتيجة هيمنة الكينزيون والفكر الكينزي على النقاشات الاقتصادية والذين وضعوا نظرية اقتصادية أعطت مساحة صغيرة جدا لموضوع التطور المالي كمحدد للنمو الاقتصادي. وهذا ما يفسر حقيقة أن الأدبيات قبل سنوات الستينات وضعت نظرية ذهبت إلى حد كبير نحو فكرة أن اتجاه العلاقة السببية بين التمويل والنمو هو من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي.

وقد ساعدت الانتقادات الموجهة للنظرية الكينزية وإعادة إحياء النظرية الكلاسيكية وظهور المدرسة النقدية بقيادة فريدمان في أواخر سنوات الستينات، على ظهور نظرية اقتصادية جديدة قدمت التطور المالي على أساس أنه من أهم محددات النمو وقد شكلت هذه النظرية الأرضية الخصبة التي مهدت لظهور نظرية التحرير المالي في بداية السبعينات بقيادة Shaw و Mckinnon.

1. النظريات حول العلاقة بين التمويل والنمو:

يمكن تقسيم الأدبيات النظرية حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي إلى ثلاث مجموعات، وذلك بحسب اتجاه العلاقة بينهما: فرضية العرض القائد التي تنص على أن التطور المالي هو الذي يسبب النمو الاقتصادي، فرضية الطلب التابع التي تفترض أن النمو الاقتصادي يقود التطور في القطاع المالي، والعلاقة السببية الثنائية الاتجاه.

1.1. فرضية العرض القائد The supply-leading hypothesis:

يعتبر Bagehot أول من ربط التمويل بالنمو من خلال كتابه a description of the money market¹ الذي قام بنشره في سنة 1873 وأكد من خلاله على الأهمية الحاسمة للوسطاء الماليين في دفع عجلة التصنيع في إنجلترا في بداية القرن التاسع عشر. إذ اعتبر Bagehot (1873) أن نجاح التنمية الاقتصادية في بريطانيا يعود إلى تفوق السوق المالية البريطانية التي كانت لديها سهولة نسبية في تعبئة المدخرات لتمويل مختلف الاستثمارات في المدى الطويل، حيث أن توفر الفرص السانحة للوصول إلى تمويل المؤسسات شكل أمرا حاسما أمام

¹ Walter Bagehot (1873): Lombard Street : A Description of the Money Market, London : Henry S. King and Co.

تنفيذ وتطوير تكنولوجيات جديدة في إنجلترا، في المقابل، ربط التخلف الاقتصادي باستحالة أو عدم القدرة على تعبئة الموارد¹.

أما المساهمة الأهم في الأدبيات النظرية التي درست العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي فقد جاءت مع أعمال Schumpeter (1911) من خلال كتابه الذي قام بنشره في سنة 1934 تحت عنوان ² the theory of economic development والذي أكد من خلاله على الأثر الإيجابي الذي يمكن أن يحدثه تطور القطاع المالي في بلد معين على معدل نموه الاقتصادي وأكد على أهمية الخدمات المالية المقدمة من قبل البنوك وخاصة القروض المصرفية في تعزيز النمو الاقتصادي وتحسين الإنتاجية من خلال تشجيع الابتكار التكنولوجي. على الأهمية الحاسمة للنظام المصرفي في النمو الاقتصادي وذلك من خلال قدرة المصارف على تحفيز أنشطة الابتكار والنمو في المستقبل عن طريق تحديد وتمويل الاستثمارات المنتجة. وقد استخدم Schumpeter العلاقة بين المصرفي والصناعي من أجل توضيح أهمية النظام المالي في اختيار واعتماد التكنولوجيات الجديدة واعتبر أن الخدمات المقدمة من طرف الوسطاء الماليين والمتمثلة أساسا في تعبئة المدخرات، تقييم المشاريع، إدارة المخاطر، مراقبة المديرين وتسهيل المعاملات تعتبر ضرورية لنجاح الابتكار التكنولوجي الذي يعتبر أساس تعزيز النمو الاقتصادي. حيث أن المصرفي يعمل على تحديد المقاولين الذين يملكون فرص أكبر لنجاح ابتكاراتهم، فالمقاول المبتكر يحتاج للموارد المالية من أجل تنفيذ ابتكاراته وإدخال تكنولوجيات جديدة في الإنتاج ذلك أن الإنتاج يحتاج إلى الائتمان من أجل شراء المعدات، والمصرفي يختار الأفضل من بين هذه الابتكارات الجديدة ويقوم بتمويلها³. وبالتالي فقد بين Schumpeter أن الوسطاء الماليين يعززون النمو من خلال تحديد وتوجيه الأموال نحو المشاريع المبتكرة أي من خلال التخصيص الأمثل للموارد. وأكد على الأهمية الحاسمة للنظام المصرفي في النمو الاقتصادي وذلك من خلال قدرة المصارف على تحفيز أنشطة الابتكار والنمو في المستقبل عن طريق تحديد وتمويل الاستثمارات المنتجة. اعتبر بان الائتمان البنكي والوساطة المالية المصدر الرئيسي والمشجع للابتكار والتنمية الاقتصادية⁴.

¹ Paresh Kumar Narayan, Seema Narayan (2013), The Short-Run Relationship Between The Financial System And Economic Growth: New Evidence From Regional Panels, International Review Of Financial Analysis, Vol 29, Pp 70.

² Joseph A. Schumpeter (1934), The theory of Economic Development ; An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle, Harvard University Press, Cambridge.

³ Harry Blocha, Sam Hak Kan Tang (2003), The Role Of Financial Development In Economic Growth, Progress In Development Studies, Vol 3, Pp 243.

⁴ Augustine UJUNWA (2010); bank development and economic growth :evidence from Nigeria ; international journal of management sciences ; vol 2; p 140 .

إلا انه يعاب على Schumpeter انه لم يشر إلى عملية تعبئة المدخرات وإنما أعطى أهمية فقط لعملية لمنح الائتمان، وهذا معناه أن المصرفي (في حالة عدم وجود مدخرات كافية) يوفر الأموال لصاحب المشروع عن طريق خلق النقود، من دون ضمان ضرورة وجود عرض يقابل الطلب من ناحية، وبدون تقييم المخاطر المرتبطة بعملية الابتكار والتجديد. فقد اعتبر Schumpeter بان الوسطاء الماليين يلعبون دورا محوريا في التنمية الاقتصادية لأنهم يختارون الشركات التي يحصلون و يستعملون مدخرات المجتمع. وسلط الضوء على دور الوسطاء الماليين في رفع الإنتاجية وتغيير مسار التقدم الاقتصادي من خلال التأثير على تخصيص المدخرات وليس بالضرورة عن طريق تغيير معدل الادخار. بينما نجد في المقابل العديد من الأدبيات تعتبر بان تراكم رأس المال هو العامل الرئيسي الكامن وراء النمو الاقتصادي إذ أن توفر وسطاء ماليين أكثر تطورا يؤثر على النمو في المقام الأول من خلال رفع معدلات الادخار المحلي وجذب رؤوس الأموال الأجنبية. وبالتالي، في الوقت الذي تؤكد فيه العديد من النظريات على أن الوسطاء الماليين ينشئون بصفة خاصة من اجل التقليل من السلبيات والاحتكاكات (المتعلقة بعدم تماثل المعلومات وتكاليف المعاملات) الموجودة في الأسواق، إلا أنه يوجد تضارب آراء حول القنوات الرئيسية التي يؤثر من خلالها الوسطاء الماليين على النمو.

إلا أنه بعد ذلك تم إهمال العلاقة بين التمويل والنمو، وذلك نتيجة ظهور أفكار كينز (1936) الذي وضع نظرية في التنمية تختلف عن تلك المقدمة من قبل Bagehot (1873) و Schumpeter (1911)، حيث أكد على الدور الحاسم للاستثمار في الإنتاج الكلي والعمالة. وعلى عكس النظرية النيوكلاسيكية، في نظريته حول سعر الفائدة وتفضيل السيولة، أوصى كينز بتخفيض معدلات الفائدة من أجل تشجيع الاستثمار. وقد فرق كينز بين نشاط الوساطة المالية الذي من المفروض أن يدعم الاستثمار والمضاربة المالية التي تحدث في أسواق البورصة و التي تولد عدم الاستقرار المالي. أيضا اعتبر Tobin أن معدلات الفائدة المنخفضة تخفض الطلب على الأصول النقدية لصالح رأس المال المنتج، مما يرفع نسبة رأس المال للعامل الواحد ويسرع النمو الاقتصادي. أما فيما يخص اتجاه العلاقة السببية بين التمويل والنمو، فتحليل كينز يوضح أن التطور المالي يحدث استجابة للتغيرات في الطلب والعرض في القطاع الحقيقي، ومن هذا المنظور، التطور المالي لا يسبب النمو وإنما يتبع النمو، وهذا ما أكدت عليه Robinson (1952).

إلا أنه خلال سنوات الستينات ظهرت مجموعة من التحليلات التي تناقضت مع الأطروحة الكينزية، حيث انتقد مجموعة من الاقتصاديين النظرية الكينزية بسبب تجاهلها الجانب المالي على رأسهم Gurley and Shaw

(1955) ، (1966) Patrick ، (1969) Hicks ، وغيرهم، مما أدى إلى ظهور المزيد من الدراسات التي ذهبت في اتجاه تحليلات Bagehot (1873) و Schumpeter (1911) ودعمت فرضية العلاقة والتأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي.

ففي سنة 1955 اعتبر Gurly and Shaw بان جانب التطور المالي قد أهمل لأنه وعند الحديث عن التنمية الاقتصادية فغالبا ما تشير الأدبيات إلى المسائل المتعلقة بالعمل، الإنتاج والدخل. حيث قدم الباحثان نظرية لتحليل اثر الأصول النقدية على معدل النمو، كما قدما انتقادات لاذعة ضد الكينزيون بسبب عدم أخذهم بعين الاعتبار جانب التطور المالي في تحليلاتهم، واعتبرا أن النموذج الكينزي ليس أداة فعالة من اجل دراسة التنمية الاقتصادية خاصة من الجانب المالي¹.

وقد حاول كل من Shaw و Gurly من خلال كتابهما financial aspects of² economic development الذي نشره في سنة 1955 تفسير العلاقة بين تطور الهيكل المالي والنمو الاقتصادي، واعتبرا أن تطور المؤسسات المالية بما في ذلك الوساطة الغير مصرفية تعتبر متغير حاسم في عملية التنمية. وقد أكدوا أن الوسطاء الماليون يؤثرون على عرض الائتمان بدلا من التأثير على العرض النقدي، ذلك أن الوسطاء الماليون يعملون على تعزيز كفاءة الادخار الذي يحول إلى استثمار (الدور الرئيسي للوسطاء الماليين يتمثل في تحويل جزء من الدخل الغير منفق من الأعوان الاقتصاديين الذين يمتلكون فائض إلى الأعوان الذين هم بحاجة إلى تمويل مما يحسن مستوى الادخار والاستثمار ويرفع مستويات التخصيص الأمثل للادخار)، الأمر الذي يؤثر على النشاط الاقتصادي ككل، وقد انطلق الاقتصاديين في تحليلهما من فكرة أن "النظرية التقليدية للدخل والفائدة والنقود لم تعطي اهتمام كاف للعلاقة المتبادلة بين التنمية في القطاع الحقيقي و تطور القطاع المالي".

ويعتبر كل من Gurley and Shaw أول من درسا العلاقة بين الأسواق المالية والنشاط في القطاع الحقيقي وتوصلا إلى نتيجة مفادها أن القدرة التمويلية تكون مقيدة في حالة عدم وجود أسواق قادرة على التوفيق بين أصحاب الفائض (المدخرين) وأصحاب العجز (المستثمرين)، أي في حالة وجود أسواق غير كاملة (incomplete) حيث أن عرض الائتمان هو اقل من المستوى المطلوب والممكن، أي أن مستوى التراكم في هذه الأسواق اقل مما يمكن أن يكون عليه، وقد كانت حجتهما في ذلك أن الأسواق المالية ترفع القدرة المالية

¹ Jude C. EGGOH (2009), Développement financier et croissance: Une synthèse des contributions pionnières, Document de Recherche n° 2009-18, Laboratoire d'Economie d'Orléans, pp 04.

² John G. Gurley, E. S. Shaw (1955), Financial Aspects of Economic Development, The American Economic Review , Vol. 45, No. 4, pp. 515-538.

للمقترضين، فبوجود أسواق مالية متطورة يمكن للمستثمر الحصول على الأموال اللازمة للقيام بمشاريعه. كما أكدنا انه من بين أهم الاختلافات بين الدول النامية والدول المتقدمة والتي تفسر الاختلافات في مستويات التنمية بين هذه الدول هي أن النظام المالي هو أكثر تطوراً في الدول المتقدمة مما سمح له بدعم التنمية الاقتصادية في هذه الدول. حيث انه في الدول المتقدمة عموماً يوجد انتشار واسع للوساطة المالية مما سهل تدفق رؤوس الأموال القابلة للتداول بين المقرضين و المقترضين، بينما النظم المالية في الدول النامية نجدها قد تطورت بشكل اقل (حيث انه في الاقتصاديات البدائية يتم تمويل الاستثمار في رأس المال البشري أو المادي من قبل مستثمر فردي أو من قبل مجموعة من الأفراد الذين يقترضون ويقرضون فيما بينهم). وعلى عكس Schumpeter الذي اعتبر أن التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي من خلال التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، اعتبر Gurley and Shaw أن الأسواق المالية تساهم في التنمية الاقتصادية من خلال تعزيز تراكم رأس المال المادي.

كما اعتبر Gurley and Shaw (1967) بأنه يوجد محددتين للتطور المالي وهما: تقسيم العمل (تبادل الخدمات والمنتجات التي تتضمن الإقراض والاقتراض، تعزيز كمية ونوعية الخدمات المالية) وتقنيات تحويل الادخار إلى استثمار. كما قدما الباحثان ثلاث أسباب من اجل تفسير الاختلافات في مستويات التطور المالي وهي: معدل التضخم، معدل التطور المالي الداخلي والقواعد والنظم القانونية. بالإضافة إلى هذه العوامل الثلاث يمكن إضافة مجموعة من العناصر التي تؤثر على مستوى التنمية الاقتصادية وهي، هيكل التكاليف ومؤشرات البيئة الاقتصادية الكلية، هذه العوامل تفسر الاختلافات في مستويات التطور المالي وتفسر وجود ثلاث أنواع من الأنظمة المالية في إطار اقتصاد السوق: النوع الأول من الأنظمة حيث يوجد فقط النقود الخارجية، حيث نلاحظ تخصيص سيء للموارد وتباطؤ وتيرة نمو الإنتاج، النوع الثاني من الأنظمة يتميز بأن النقود الداخلية أما النوع الثالث فيتميز بوجود أصول مالية أخرى، تؤثر بشكل ايجابي على الادخار والاستثمار وتحسن تخصيص الموارد¹.

وتعد أعمال Gurley and Shaw (1960) Money in a theory of finance من خلال كتابه Money in a theory of finance² واحدة من أهم المحاولات الأولى لوضع نظريات حول دور القطاع المالي في التنمية الاقتصادية: فبالنسبة لهما توفر نظام مالي بدائي يتنافى مع تكوين مستوى كاف من الادخار وبالتالي مستوى كاف من الاستثمار مما يؤثر سلبياً على التنمية الاقتصادية وبحسب تحليلهم العلاقة بين القطاع المالي والحقيقي تعتبر واضحة:

¹ Jude C. EGGOH (2009), Croissance Economique et Développement Financier : éléments d'analyse théorique et empirique, these de doctorat, Université D'orléans, pp 21.

² John G. Gurley and E. S. Shaw (1960), Money in a theory of finance, Washington: The brookings institution.

حيث أن التنوع والمنافسة داخل الدائرة المالية يسمحان بتعميق العلاقة بين هذين المتغيرين. وبالتالي فحسب تحليلهما تطوير القطاع المالي يسمح في نفس الوقت برفع مستويات الادخار والمنافسة بين الوسطاء الماليين بفضل تنوع المؤسسات المالية الأمر الذي يسمح بتخصيص أمثل لهذا الادخار نحو الاستثمار بفضل الأسواق.¹

في سنة 1962 أكد Gershenkron على أهمية التطور المالي في النمو الاقتصادي واعتبر بان التمويل لعب دورا رئيسيا في عملية التنمية وخاصة بالنسبة للبلدان المتخلفة نسبيا²، ذلك أن البنوك المملوكة للقطاع الخاص مثلت الوسيلة الحاسمة في توجيه المدخرات إلى القطاع الصناعي في الدول الصناعية في النصف الثاني من القرن 19، خاصة في ألمانيا، بينما في بعض البلدان مثل روسيا لم تتطور المؤسسات الاقتصادية بما فيه الكفاية للسماح للمصارف بان تلعب دور حاسم في التنمية.³ وأكد Gershenkron على أهمية تدخل ومشاركة الحكومة في الأسواق المالية وأكد بان الحكومة يمكنها أن تدفع التطور المالي والتنمية الاقتصادية في بداية التنمية من خلال مؤسساتها المالية.

وقد قام Gershenkron (1962) بدراسة دور القطاع المصرفي في إطار ما سماه بالتخلف الاقتصادي «Economic Backwardness»، وذلك من خلال مؤلفه «Economic Backwardness in historical perspective: a book of essays»⁴ في مجموعة من الدول الأوروبية (انجلترا، روسيا، ألمانيا و إيطاليا) وحاول شرح العلاقة الموجودة بين الاختلافات في نمط التنمية الاقتصادية (بين بريطانيا وباقي اقتصاديات القارة الأوروبية) والاختلافات في النظم المالية (القائمة على البنك و القائمة على السوق)، وقد توصل إلى نتيجة مفادها أن الاختلاف في هيكل النظم المالية (المستندة على البنوك و المستندة على الأسواق) تنتج أنماط مختلفة من التنمية أي أن الاختلاف في النظم المالية يفسر الاختلاف في أنماط و مستويات التنمية بين الدول.⁵

¹ Baptiste Venet (2004), Les approches théoriques de la libéralisation financière , Université Paris IX Dauphine, pp 07.

² Richard Reid (2010); financial development : a broader perspective ; ADBI Working papers series ; N 258 ; pp 2 .

³ Rafael La Porta; Florencio lopez-de-silanes; Andrei shleifer (2002), Government ownership of banks ; The journal of finance; pp 265.

⁴ Alexander Gershenkron (1969), Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays , Cambridge, MA: Harvard University Press.

⁵ Asli Demirguc-Kunt : Vogislav Maksimovic (2010), Funding growth in Bank-based and market-based financial systems: evidence from firm level data; pp 01.

كما يرى Gerschenkron (1962) أن البنوك يمكنها أن تمول التنمية بشكل أكثر فعالية مقارنة بالأسواق في الاقتصاديات النامية، وفي حالة البنوك المملوكة من قبل الدولة (البنوك العمومية)، ذلك أن البنوك يمكنها تخصيص المدخرات بشكل أكثر إستراتيجية ويمكنها التغلب على الاحتكاكات التي تعاني منها الأسواق، خاصة في المراحل الأولى من التنمية حيث تكون المؤسسات غير قادرة على دعم أنشطة السوق.¹ حيث كلما زاد التخلف الاقتصادي في البلد كلما زاد الدور الذي تلعبه المؤسسات العارضة للأموال (الوسطاء الماليين أو الدولة) وأصبح القطاع المصرفي أكثر أهمية باعتباره المصدر الوحيد للتمويل، مما يعني بان دور البنوك في التنمية يختلف بحسب مراحل التنمية. ومن ناحية أخرى كلما كان البلد متخلف كلما كان قادر على تطوير تكنولوجيات عالية الأداء وبالتالي يمكن أن يكون لهذا التخلف ميزة ولكن بشرط أن يكون انتقال التكنولوجيا بين الدول ممكنا.

وبالتالي فوفقا لـ Gerschenkron درجة التنمية الاقتصادية للبلد في بداية التصنيع تحدّد دور القطاع المصرفي. واعتبر Gerschenkron أنه في بلد مثل إنجلترا يتميّز باقتصاد أكثر تقدما، التصنيع لا يحتاج إلى قطاع مالي نشط لأن الاستثمار كان يحتاج إلى رأس مال قليل، بينما روسيا التي كانت تمتلك اقتصاد متخلف هي في حاجة أكبر إلى قطاع مالي قوي، وإلى دعم حكومي لوضع المشاريع ذات الكثافة الرأسمالية على الطريق الصحيح ودفع عجلة التصنيع.² وبالتالي فحسب Gerschenkron فإن البنوك تساهم بشكل كبير في التنمية الاقتصادية في الاقتصاديات المتخلفة، أي في المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية وفي ظل وجود بيئة مؤسسية ضعيفة. لكن بمجرد أن يصل النمو الاقتصادي إلى مستوى محدد، التمويل الغير مباشر يستبدل تدريجيا بالتمويل المباشر، ولذلك نجد أن للأسواق المالية دور بارز في القطاعات المالية للدول الأكثر تقدما.³

كما سعى Goldsmith (1968) من خلال كتابه الذي نشره تحت عنوان الهيكل المالي والتنمية "Financial structure and development"⁴، إلى تحقيق 3 أهداف:

¹ Kul B. Luintel , Mosahid Khan , Philip Arestis , Konstantinos Theodoridis (2008) , Financial structure and economic growth , Journal of Development Economics Volume 86, Issue 1, pp 183.

² Felix Eschenbach (2004), Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature, Tinbergen Institute Discussion Paper No. TI 2004-039/2. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=530123>.

³ Bert Scholtens (2000), Financial regulation and financial system architecture in Central Europe, Journal of Banking & Finance, Vol 24, pp 527.

⁴ Raymond W. Goldsmith (1969) , Financial structure and development. New Haven, CT: Yale University Press .

1. توثيق كيف أن الهيكل المالي (المتكون من مزيج من: الأدوات المالية، الأسواق والوسطاء الذين ينشطون في الاقتصاد) يتغير مع تغير وارتفاع معدل النمو الاقتصادي، وهو يحاول من خلال ذلك تتبع تطور هيكل القطاع المالي من خلال التنمية الاقتصادي.
 2. حاول Goldsmith تحليل اثر التطور المالي الكلي (كمية ونوعية إجمالي الأدوات المالية، الأسواق والوسطاء) على النمو الاقتصادي. وقد هدف من خلال هذا إلى التأكد من أن التطور المالي يمارس تأثير سبيبي على النمو الاقتصادي.
 3. سعى Goldsmith إلى تقييم ما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على وتيرة النمو الاقتصادي وبعبارة أخرى، هل الخليط المتكون من الأسواق والوسطاء الناشطون في الاقتصاد تؤثر على النمو الاقتصادي.
- وقد لخص Goldsmith (1969) الدافع من وراء هذه الدراسة فيما يلي:

"One of the most important problems in the field of finance , if not the signal most important one , almost everyone would agree , is the effect that financial structure and development have on economic growth"

" واحد من أهم المشاكل في مجال التمويل أن لم يكن أهم واحد _ والجميع تقريبا يوافق على ذلك _ هو هل هناك اثر للهيكل المالي وتطوره على النمو الاقتصادي ؟ "

وقد حصل Goldsmith على درجات نجاح متفاوتة في تحقيق كل هدف من الأهداف الثلاثة السابقة، فقد حقق نجاح إلى حد كبير في توثيق تطور النظم المالية للدول، وخاصة تطور الوسطاء الماليين، حيث اظهر أن البنوك تتجه إلى أن تصبح اكبر نسبة إلى الناتج الوطني وذلك مع تطور البلدان، وقدم أيضا أدلة تشير إلى أن الوسطاء الماليين غير المصرفيين وأسواق الأوراق المالية، في كثير من الأحيان، لا تنمو دائما بنفس حجم نمو البنوك مع توسع البلدان اقتصاديا. كما حقق Goldsmith نجاح أكثر محدودة في تقييم الروابط بين مستوى التطور المالي والنمو الاقتصادي، وقد وثق بوضوح وجود علاقة ايجابية بين التطور المالي ونمو مستوى النشاط الاقتصادي في 35 دولة وذلك باستخدام بيانات تغطي الفترة ما قبل سنة 1964. أما بالنسبة للهدف الثالث والخاص بالعلاقة بين تطور الاقتصاد وخليط من الأسواق المالية والوسطاء الناشطون في الاقتصاد، فإن Goldsmith لم يكن قادرا على تقديم الكثير من الأدلة بسبب محدودية البيانات، ولكن بدلا من ذلك، ومثل العديد من الباحثين الذين سبقوه اعتمد دراسات تفصيلية مقارنة للهيكل المالي في ألمانيا والمملكة المتحدة وفيما بعد الولايات المتحدة

الأمريكية و اليابان. وقد قدم Goldsmith مساهمة بارزة في مجال العلاقة بين التمويل والنمو، وأعطى تعريف أكثر دقة لدور المؤسسات المالية في النمو الاقتصادي، وتوصل إلى أن للهيكل المالي دور في تسريع النمو الاقتصادي وتحسين أداء الاقتصاد من خلال تسهيل عملية تخصيص وتوجيه الأموال نحو المشاريع القادرة على توفير عائد اجتماعي أعلى.

أما في سنة 1969 اظهر Hicks¹ الأثر الايجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، حيث اعتبر أن النظام المالي في المملكة المتحدة لعب دورا هاما في الثورة الصناعية، وفي إيقاد شعلة التصنيع في إنجلترا عن طريق تيسير عملية تعبئة رأس المال،² وتمثلت حجته في أن المنتجات المصنعة خلال العقود الأولى من الثورة الصناعية تم اختراعها قبل ذلك بكثير، إلا أن تنفيذ هذه الابتكارات كان يتطلب استثمارات ضخمة وضخ رأس مال لفترات طويلة، وهذا الأمر لم يكن ممكنا في غياب أسواق مالية قادرة على توفير السيولة المطلوبة. وبالتالي فالابتكار الأهم الذي أشعل النمو في إنجلترا هي سيولة سوق رأس المال. وهذا يعني انه اعتبر أن الثورة الصناعية ليست مرتبطة فقط بتطبيق الاكتشافات التكنولوجية الجديدة وإنما هي مرتبطة أيضا بالثورة المالية التي دعمت النمو الهائل للاستثمارات. كما أكد Hicks أن الثروة الصناعية ليست النتيجة المباشرة لسلسلة من الابتكارات التكنولوجية الجديدة، وإنما هي نتيجة الابتكارات المالية التي سمحت بتطبيق هذه الابتكارات التكنولوجية على نطاق واسع. وبالتالي فالابتكارات التكنولوجية في حد ذاتها لم تكن كافية لتحفيز النمو، وإنما كان الشرط الأساسي لتنفيذ هذه التكنولوجيات الجديدة هو توفر أسواق رؤوس الأموال السائلة التي سمحت بتجميع الادخارات الفردية الصغيرة، وضخها في مشاريع التنمية الصناعية. وعليه فحسب Hicks كان على الثورة الصناعية، انتظار الثورة المالية لتحديث³.

واعتبر Hicks أن المؤسسات المالية تسهل النمو من خلال قدرتها على تكوين رأس المال، ومن هذا المنظور يرى Hicks أن تكوين رأس المال يمكن أن يتأثر بالمؤسسات المالية من خلال تغيير معدل الادخار أو من خلال إعادة تخصيص رأس المال، وبالتالي تظهر هنا الأهمية الكبيرة للمؤسسات المالية في تخفيض خطر للسيولة، ذلك أن المشاريع ذات المردودية العالية تنطوي على حجز رؤوس الأموال لمدة طويلة، والمدخرين عموما لا يرغبون في فقدان السيطرة على أموالهم لمدة طويلة، والمؤسسات المالية تعمل على تعزيز سيولة الاستثمارات طويلة الأجل،

¹ John R. Hicks (1969). A Theory of Economic History, Oxford : Clarendon Press.

² Franklin Allen ; Hiroko Oura (2004); sustained economic growth and the financial system ; monetary and economic studies (special edition) ; pp 96 .

³ Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith, and Ross M. Starr (1996), Equity Markets, Transactions Costs, and Capital Accumulation: An Illustration, The World Bank Economic Review, VOL. 10, NO. 2, pp 242.

فبالنسبة لـ Hicks السبب الرئيسي للثورة الصناعية في إنجلترا هو تطوير سوق رأس المال الذي قلل مخاطر السيولة.¹ حيث أكد على أن الأسواق المالية تستطيع تقليل المخاطر المرتبطة بالسيولة عن طريق تنويع أنشطتها والتحول إلى المحفظة الانتقائية للمشاريع ذات العائد العالي.²

في سنة 1972 ومن خلال مؤلفه Banking and economic development :some lessons of history حاول Cameron³ توضيح تأثير التطور المالي على النمو الحقيقي من خلال دراسة تاريخية للولايات المتحدة، اليابان وعدد من الدول الأوروبية حيث ومن خلال دراسته التاريخية هذه حاول تفسير: فشل محاولة التصنيع في اسبانيا وسيريا، التصنيع البطيء والغير كامل في النمسا وإيطاليا، ونجاح التصنيع في الولايات المتحدة واليابان. واعتبر أن هذه النتائج المختلفة هي نتيجة سلوك السلطات الحكومية اتجاه القطاع البنكي إذ من اجل أن يستطيع هذا الأخير لعب دوره المركزي في التنمية الاقتصادية يتوجب على الدولة التوقف عن كبحه وأشار إلى أن التطور المالي يمكن أن يساهم إلى حد كبير في النمو الاقتصادي إذا كانت الدولة لا تتدخل في عمل المؤسسات المالية.⁴ وبصفة خاصة تطور البنوك لديها دور مهم في التنمية الاقتصادية (فمن ناحية البنوك تؤمن مدخرات الأفراد ومن ناحية أخرى إقراض الأموال إلى أصحاب المشاريع من اجل الشروع في إنجاز مشاريع جديدة أو توسيع المشاريع القائمة مما يخلق في نهاية المطاف سهولة في الحصول على التمويل وتوليد فرص عمل داخل الاقتصاد).⁵

وقد ذهب Cameron (1967) في تحليله إلى وجود علاقة متبادلة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي أي أن تطور الأنظمة المالية قد يكون إما محفز للنمو أو ناجم عن النمو وسلط الضوء على الدور الحاسم الذي تلعبه نوعية الخدمات المالية والكفاءة التي توفرها، وبالتالي يعتبر الوسطاء الماليين بمثابة وسيلة لتوجيه الأموال إلى الأفراد الأقل تخوفا من المخاطر، والأكثر من ذلك الوسطاء الماليين يقدمون الحوافز للمستثمرين ويعملون على

¹ Katarzyna Burzynska (2009); financial development and economic growth the case of Chinese banking sector ; lund university ; pp 08 .

² Hamed Khodaei (2012); the experimental investigation of financial development on economic growth in iran using vector auto regressive approach; journal of basic and applied scientific research; pp 9224.

³ Rondo Cameron (1972), Banking and Economic Development: Some lessons of history. Oxford University Press.

⁴ Akingunola R O Phd ; Adekunle Olusegun A ; Badejo Oluwaseyi ; Salami Ganiyu Olusoji (2013); the effet of financial liberalisation on economic growth ; international journal of academic research in economics and management sciences ; pp 135 .

⁵ Shakiqur et al (2011); socio-economic development of bangladesh : the role of islami bank bangladesh limited ; world journal of social sciences ; world journal of social sciences ; vol 1 ; pp 86 .

خلق الظروف الملائمة من اجل تخصيص أكثر كفاءة للثروة في المراحل الأولى من التصنيع.¹ كما تطرق إلى الدور الحاسم للبنوك في تمويل الابتكارات التكنولوجية وأضاف أن الوسطاء الماليين يشجعون الاستثمارات على نطاق واسع نتيجة انخفاض التكاليف المرتبطة بالاقتراض والأكثر من ذلك التطور المالي يقلل من التباينات في أسعار الفائدة عبر الوقت وبين المناطق المرتبطة بتقلبات موسمية. وقد لخص Cameron وظائف النظام المالي فيما يلي:

- الوساطة المالية أداة لتوجيه الأموال من المدخرين الذين يكرهون المخاطرة إلى الأشخاص الأقل تخوفا من المخاطر و القادرون على القيام بالمشاريع مما يعني أنهم يوفرون الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع.
- الوساطة المالية تحفز المستثمرين على القيام بالمشاريع واستثمارات نتيجة انخفاض تكاليف الاقتراض، أي توسع القطاع المالي يقلل التباينات في أسعار الفائدة بين المستخدمين، المناطق وخلال فترات التقلبات الموسمية.
- المؤسسات المالية تخلق إمكانيات لتخصيص أكثر كفاءة للموارد.
- كما يساهم الوسطاء الماليين في تعزيز التقدم التكنولوجي، حيث أن أغلبية الابتكارات التي تم تنفيذها من قبل الشركات الناشئة اعتمد فيها على التمويل المصرفي.

2.1. العلاقة السببية الثنائية الاتجاه:

أما وفقا ل Patrick (1966)² فإتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يتغير خلال مسار التنمية³، حيث انه في المراحل الأولى من التنمية، التطور المالي يقود التنمية لكن عندما النمو في القطاع الحقيقي يأخذ مكانه في الاقتصاد تصبح هذه العلاقة اقل أهمية، ويصبح النمو الاقتصادي من شأنه أن يحفز الطلب على أنواع جديدة من الخدمات المالية.⁴ فمن وجهة نظره التطور المالي له أهمية كبيرة في النمو الاقتصادي ولكن هذه العلاقة بينهما تتغير و تتطور، فخلال عملية التنمية العرض الذي كان المحرك الرئيسي في تطور القطاع المالي يصبح اقل أهمية ويستبدل بالطلب.

¹ Jude C Eggoh (2009); développement financier et croissance: une synthèse des contributions pionnières ; document de recherche ; laboratoire d'économie d'Orléans ; pp 05.

² Hugh T. Patrick (1966), Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries , Economic Development and Cultural Change, Vol. 14, No. 2, pp. 174-189.

³ Nicholas M ODhiambo (2008); "Financial development in Kenya : a dynamic test of the finance-led growth hypothesis" ; econome issues ; pp 23.

⁴ Roland Craigwell ;allan wright ; anthony wood (2012); Finance and Growth Causality: A Test of the Patrick's Stage-of-Development Hypothesis ; international journal of business and social science; pp 129.

وقد حدد شكلين ممكنين في العلاقة السببية، الأول « supply_leading » أي العرض القائد ويشير العرض القائد إلى الظاهرة التي يكون فيها إيجاد المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابقا للطلب على هذه الأصول ، فالتطور المالي يحفز النمو في القطاع الحقيقي من خلال العديد من القنوات على سبيل المثال: إنشاء أسواق مالية محلية يعزز كفاءة تراكم رأس المال، كما أن الوساطة المالية يمكن أن تساهم في رفع معدلات الادخار وبالنتيجة معدلات الاستثمار، وبالتالي وجود نظام مالي متطور يلعب دور في تنشيط النمو الاقتصادي عن طريق تحويل الموارد من القطاعات المتخلفة إلى القطاعات المتقدمة وعن طرق تحفيز الاستجابة للمشاريع.

النمط الثاني الذي حدده Patrick هو ظاهرة « Demand following » أي الطلب التابع وتشير هذه الظاهرة إلى الحالة التي يكون فيها وجود المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها استجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد الحقيقي، أي انه نتيجة للنمو الاقتصادي في القطاع الحقيقي تتطور الأسواق المالية وتتوسع وتصبح أكثر كفاءة.¹

وبالتالي فانه من ناحية، تطوير النظام المالي يدفع عجلة النمو الاقتصادي في القطاع الحقيقي من خلال زيادة عرض خدماتها، ومن ناحية أخرى النمو في القطاع الحقيقي يحفز تطور القطاع المالي من خلال زيادة الطلب على الخدمات المالية. لذلك يرى Patrick أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث تتجه هذه العلاقة من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي في المراحل الأولى من التنمية، في حين أن هذه العلاقة تتغير و تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي في المراحل المتأخرة من التنمية. كما أكد Lewis (1955) الذي يعتبر واحد من الرواد الأوائل لاقتصاد التنمية، على أن الأسواق المالية تتطور نتيجة لزيادة النمو الاقتصادي وهذه الأسواق بدورها تصبح بمثابة دافع للنمو الاقتصادي.²

¹ Muhsin Kar ; Eric J.Pentecost (2000); financial development and economic growth in turkey : further evidence on the causality issue ; economic research paper ; loughborough university ; pp 02.

² Hossein Jalilian, Colin Kirkpatrick (2002), Financial Development And Poverty Reduction In Developing Countries, International Journal Of Finance And Economics, Vol 7, Pp 97.

3.1. الطلب التابع *the demand-following hypothesis*:

في المقابل نجد اقتصاديين أمثال Robinson (1952)¹ و Lucas (1988)² الذين أكدوا على أن عمليات القطاع المالي تأتي استجابة إلى للنمو الاقتصادي وتتكيف مع تطور الدائرة الحقيقية، واعتبروا بان الأهمية البالغة التي أسندتها الاقتصاديون إلى القطاع المالي في إحداث النمو الاقتصادي تعتبر غير مبررة ومبالغ فيها.

حيث وبحسب Robinson (1952): " where enterprise leads finance follows " هذا معناه أن المؤسسة هي التي تقود التمويل، ووفقا لهذا فان النمو الاقتصادي يخلق الطلب على أنواع مختلفة من الترتيبات المالية والنظام المالي يستجيب تلقائيا إلى هذه الطلبات (التنمية الاقتصادية تعزز الزيادة في الطلب على الخدمات المالية مما يؤدي في نهاية المطاف إلى تطور القطاع المالي³ كما أن النمو الاقتصادي يؤدي إلى ظهور المزيد من المؤسسات المالية والمنتجات من اجل تلبية الطلب على هذه المنتجات المالية⁴، وبالتالي فحسب هذا الرأي توفير التمويل لا يؤدي إلى النمو، وإنما التمويل يستجيب تلقائيا لمختلف طلبات القطاع الحقيقي مما يعني أن التطور المالي ليس هو المسبب للنمو الاقتصادي إنما هو نتيجة لذلك النمو. بدوره Kuznet (1955) أكد على أن الأسواق المالية لا تبدأ في النمو إلا عندما يقترب الاقتصاد من المراحل المتوسطة في عملية النمو، وتتطور هذه الأسواق عندما يصبح الاقتصاد ناضج أي في المراحل المتقدمة من النمو⁵. وبالتالي فوفقا لـ Kuznet التطور المالي يتوقف على مستوى التنمية الاقتصادية وليس العكس.

في سنة 1958 ظهرت أعمال Modigliani and Miller⁶ التي تأسست في سياق تحليل الهيكل المالي للشركة وبالاعتماد بشكل خاص على فرص المراجعة في الأسواق المالية، حيث اعتبرا بأنه وفي غياب الضرائب وبوجود أسواق مالية كفأه فان قيمة الشركة مستقل عن هيكلها المالي (الهيكل المالي ليس له أي تأثير

¹ Joan Robinson (1952), The Generalization of the General Theory, The Rate of Interest and Other Essays, London, Macmillan, Page 69-142.

² Robert E. Lucas Jr (1988), On the Mechanics of Economic Development, Journal of Monetary Economics, Vol 22, Issue 1, pp 3-42.

³ R B Atindéhou , J P Gueyie , E K Amenounve (2005); financial intermediation and economic growth :evidence from Western Africa ; Applied Financial Economics ; vol 15 ; pp 779.

⁴ Sunday Lyare , Winston Moore (2011); financial sector development and growth in small open economies ; Applied Economics ; vol 43 ; pp 1289 .

⁵ Kul B. Luintel, Mosahid Khan (1999), A quantitative reassessment of the finance–growth nexus: evidence from a multivariate VAR, Journal of Development Economics, Vol. 60, pp 382.

⁶ Franco Modigliani and Merton H. Miller (1958) , The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment , The American Economic Review , Vol. 48, No. 3 , pp. 261-297.

على قيمة الشركة) أي عن نسبة الديون أو نسبة الأرباح الموزعة¹. كما أظهرها Modigliani and Miller (1958) بأنه عندما تكون أسواق رأس المال قادرة على المنافسة بشكل كامل والمعلومات والمعاملات غير مكلفة، فإن قيمة الشركة وقرارات الاستثمارات تكون مستقلة عن مصادر التمويل أي لا يأخذ بعين الاعتبار ما إذا كان الشركة تمويل قراراتها الاستثمارية من خلال الديون أو الأسهم².

أيضا بالنسبة ل Lucas (1988) فمن وجهة نظره لا تلعب القيود المالية أي دور في عملية النمو ورفض فكرة وجود علاقة بين التمويل والنمو حيث اعتبر بان الكتاب الاقتصاديين بالغوا و أفرطوا في التأكيد على دور العوامل المالية في عملية النمو. كما أن Stern (1989) في كتابه حول اقتصاد التنمية لم يذكر مساهمة التطور المالي في النمو الاقتصادي، وفي نهاية كتابه قدّم قائمة طويلة بالموضوعات التي لم يكن لديه المساحة الكافية لتغطيتها، إلا أن هذه القائمة لم تتضمن التمويل³. من جهته أكد Chandavarkar (1992) على أن التمويل لم يتم إدراجه كعامل أساسي للتنمية من قبل رواد اقتصاديات التنمية⁴.

والأكثر من ذلك تطوير الأسواق المالية قد يتحول إلى أن يصبح عائقا أمام النمو الاقتصادي عندما يؤدي إلى تقلبات كبيرة ويشبط المستثمرين الذين يكرهون المخاطر من الاستثمار وهذا ما يؤكد عليه Singh في سنة 1997. إلى جانب ذلك، إدخال بعض الأدوات المالية التي تسمح للأفراد بالتحوط ضد المخاطر قد يؤدي إلى انخفاض في الادخار التحوطي the precautionary saving وبالتالي يخفض النمو الاقتصادي. زعم Singh (1997) بان التطور المالي قد لا يكون مفيد للنمو وذلك لعدة أسباب: أولاً، التقلبات الملازمة والعشوائية في عملية التسعير في أسواق الأوراق المالية خاصة في البلدان النامية أضعف من كفاءتها في تخصيص الاستثمار، ثانياً: التفاعلات بين أسواق الأسهم وأسواق العملات في أعقاب الصدمات الاقتصادية الغير مواتية قد تؤدي إلى تفاقم عدم استقرار الاقتصاد الكلي ويحد من النمو على المدى الطويل، ثالثاً: تطور أسواق الأوراق المالية من المرجح أن يضعف وجود نظم المجموعة البنكية group-banking في الدول النامية والتي على الرغم من الصعوبات العديدة التي تواجهها لم تكن تخلو من الجدارة في العديد من البلدان على الأقل في اقتصاديات

¹ Eric Molay (2005); la structure financiere de capital: tests empiriques sur le marché français ; finance contrôle stratégie ; vol 8 ; pp 155.

³ R Levine, S Zervos (1996), Stock market development and long-run growth, The World Bank Economic Review, Vol 10, N° 2, pp 326.

⁴ Arjun Teotia (2014), Financial Development and Economic growth: Evidence from Developing Asian Economies, International Journal of Applied Research and Studies (iJARS), Volume 3, Issue 12, pp 02.

شرق آسيا الناجحة للغاية.¹ كما أشار كلا من Singh and Weisse (1998) أيضا إلى مخاطر الانهيار المالي الذي قد ينتج عن إلغاء القيود بشكل سريع عن الأنظمة المالية التي كانت تعاني من الكبح المالي وما يترتب عليه من ركود اقتصادي.²

كما اعتبر Minsky (1964) أن الوسطاء الماليين يلعبون دور كبير في التسبب في انتشار عدم الاستقرار المالي، لأنه و في غيابهم، الضائقة المالية التي قد يعاني منها الأعوان الاقتصاديين الذين يسجلون انخفاض في دخلهم، لا تنتقل إلى بقية الاقتصاد. فحسب Minsky أن الاستثمار هو ظاهرة لا تعتمد في الأساس على معدلات الفائدة وإنما على مناخ الثقة في الأعمال التجارية (العلاقة بين المصرفي والمقاول). فتوفر بيئة الأعمال المناسبة تولد بشكل طبيعي ازدهار اقتصادي والذي يمكن أيضا أن يتسبب في عدم الاستقرار المالي. ذلك أن الازدهار الاقتصادي ينتج عنه زيادة في التفاؤل لدى الأعوان الاقتصاديين، وارتفاع أسعار الأصول وارتفاع عمليات المضاربة. حيث أكد Minsky على أن الأزمة المالية الناجمة عن النشوة الاقتصادية تتسبب في: تقييد وتشديد شروط تمويل الاستثمار، زيادة علاوة المخاطر، انخفاض قيمة الأصول المالية، إفلاس الشركات، وفي الأخير حدوث كساد اقتصادي. وفي هذا السياق منح Minsky دور مهم للدولة التي ينبغي عليها العمل على عكس وتصحيح التوقعات المتشائمة للأعوان، والتنبؤات السلبية والغير مواتية للبنوك والتي من خلال تجميدها للائتمان (التوقف عن منح الائتمان) تفاقم وضع الاقتصاد الحقيقي.

2. نماذج النمو الذاتي المتضمنة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

مع بداية سنوات التسعينات ظهرت العديد من نماذج النمو الداخلي المتضمنة لنشاط الوسطاء الماليين والتي حاولت تفسير العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. حيث أن كل نموذج نظري تضمن وظيفة محددة للوسطاء الماليين وسمح بدراستها بشكل مميز عن باقي الوظائف.

➤ نموذج Greenwood and Jovanovic (1990):

في سنة 1990 قام Greenwood and Jovanovic¹ ببناء نموذج حيث الوسطاء الماليين يعملون على إنتاج المعلومات بشكل أفضل، و تحسين عملية تخصيص الموارد (عن طريق تمويل الشركات مع باستخدام

¹ D K Christopoulos , E G Tsionas ; financial development and economic growth :evidence from panel unit root and cointegration tests ; journal of development economics ; 2004 ; p 58 .

² Muhsin Kar, Şaban Nazlıoğlu, Hüseyin Ağır (2011), Financial development and economic growth nexus in the MENA countries: Bootstrap panel granger causality analysis, Economic Modelling 28, pp 686.

أفضل التقنيات) وتعزيز النمو. وقد افترض الباحثان وجود اتجاهين في العلاقة السببية الايجابية بين التطور المالي والنمو. فمن ناحية، المؤسسات المالية تعمل على جمع وتحليل المعلومات من اجل إيجاد الفرص الاستثمارية المتميزة بعائد أعلى، أي أنهم يوجهون الأموال إلى الاستخدامات الأكثر إنتاجية وبالتالي يساهمون في زيادة كفاءة الاستثمار والنمو. من ناحية أخرى، يوفر النمو الوسائل اللازمة والظروف الملائمة لتوسع وتطور الهيكل المالي. كما اعتبر الاقتصاديين بان السبب الرئيسي وراء التأثير الايجابي للهيكل المالي على النمو (كفاءة أكبر في القيام بالاستثمار وتخصيص رأس مال بشكل أكثر فعالية) يتمثل في أن الأعوان الاقتصاديين يمكنهم الحصول على معلومات أفضل حول طبيعة الصدمات التي عانت منها مشاريع معينة. وبالتالي فقد لفت Greenwood and Jovanovic الانتباه إلى الدور الايجابي الذي تلعبه الوساطة المالية في جمع و تحليل المعلومات.

وقد طور الباحثان نموذج للنمو الذاتي حيث يمكن لكل عون أن يختار بين نوعين من تكنولوجيا الإنتاج، الأولى تضمن توفير عائد معين (ثابت) ولكن ضعيف نسبياً، أما الثانية توفر عائد مرتفع ولكن أكثر خطراً (يرتبط العائد بالمخاطر المتعلقة بالاستثمار). حيث تنشأ المؤسسات المالية لتسهيل المعاملات في الاقتصاد: ففي غياب الوسطاء الماليين سيكون على كل مدخر يرغب في الاستثمار أن يتحمل تكاليف عالية من اجل تقييم المؤسسات أو الظروف الاقتصادية التي تحكم عمل الأسواق، ومن اجل تخفيض هذه التكاليف من المهم العمل على تشكيل مجموعات "وسطاء ماليين" (يعتبرون كبديل عن كل مدخر يأخذون على عاتقهم تكاليف عملية البحث، اقتناء وإنتاج المعلومة وأيضا تنسيق الأنشطة الإنتاجية)، وبناءا عليه يعتبر الوسطاء الماليين بمثابة تنظيم يسمح بتحقيق اقتصاد (تخفيض) في تكاليف المعلومات. كما أنهم ومن خلال تجميع وتحليل المعلومات، يوجه الوسطاء الماليين عملائهم إلى الاستثمار في المشاريع الأكثر فعالية من اجل تعظيم أرباحهم، وبالتالي يضمنون تخصيص الموارد المالية نحو الاستخدامات الأكثر ربحية مما يسمح برفع وتيرة النمو الاقتصادي.

➤ نموذج Bencivenga and Smith (1991):

كما درس Bencivenga and Smith (1991)² دور الوسطاء الماليين في الحد من مخاطر السيولة باستخدام نموذج نمو داخلي مع أجيال متداخلة *génération imbriquées*. حيث اظهرا بان التطور المالي يؤثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي. وأن هذا الأثر الايجابي للتطور المالي يترجم عن طريق عنصرين: نمو

¹ Jeremy Greenwood , Boyan Jovanovic (1990); financial development , growth and the distribution of income ; journal of political economy ; vol 98 , p 1076-1107 .

² Valerie R Bencivenga , Bruce D Smith (1991); financial intermediation and endogenous growth ; review of economics studies ; Vol 58; 195-209 .

الاستثمارات في الأصول الغير سائلة وتحسن مردودية رأس المال وتحفيز النمو الاقتصادي. كما بينا بأنه حتى وإن كانت الوساطة المالية تحفز النمو الاقتصادي فهي لا تحفز الادخار، حيث اعتقدا بان معدل الادخار في وضعية الاكتفاء المالي الذاتي هو أكبر من المتحصل عليه في حالة تدخل الوسطاء الماليين وبالتالي القناة التي يؤثر من خلالها الوسطاء الماليين على النمو الاقتصادي هي ليست قناة تراكم الادخار مثلما أكد Mackinnon et Shaw في مقارنتهما وإنما التخصيص الأمثل للموارد. حيث اظهر هؤلاء الباحثين بأنه بغياب الوساطة المالية، الأفراد غير متأكدون من احتياجات السيولة في المستقبل، هذا الغموض يشجع على تشكيل مدخرات سائلة وغير فعالة أي غير منتجة (مدخرات احتياطية وقائية غير محفزة للنمو)، بمعنى آخر القيود المرتبطة بالسيولة تؤثر بشكل سلبي على تراكم رأس المال لأنها تثبط الاستثمارات الخطرة الأقل سيولة. على العكس من ذلك نشوء وسطاء ماليين يوفر تامين كامل ضد مخاطر السيولة. ذلك أن هؤلاء الوسطاء قادرون على تلبية طلبات السيولة من قبل المدخرين، وذلك بفضل الاحتياطات السائلة (بمعنى أن البنوك تضمن سيولة ودائع المدخرين وتخفض مخاطر السيولة). وبالتالي فان الوساطة المالية تشجع المستثمرين الذين يكرهون المخاطرة على إنشاء ودائع بنكية بدلا من اقتناء أصول سائلة غير منتجة وتعزز تمويل الاستثمارات الغير سائلة وخاصة المرحة وتوجيه المدخرات المحلية لصالح تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي. كما أن التأثير المتوقع للوسطاء الماليين على تراكم رأس المال حسب نتائج النموذج يكون مشروط بمستوى عال بما فيه الكفاية من النفور من المخاطرة.

➤ نموذج King and Levine (1993):

عرف King and Levine (1993)¹ الابتكار innovation على انه محرك للنمو وهذا ما يتفق مع أفكار Schumpeter. حيث قام الباحثين ببناء نموذج للنمو الذاتي حيث توفر أنظمة مالية أكثر كفاءة يحسن إمكانية نجاح الابتكار، وبالتالي تسريع وتيرة النمو الاقتصادي. وفي المقابل وجود تشوهات مرتبطة بالقطاع المالي تحفز معدل النمو الاقتصادي من خلال خفض معدلات الابتكار، إذ أن العديد من الأدلة تشير إلى أهمية النظم المالية في رفع الإنتاجية والتنمية الاقتصادية. وبين الباحثان أن الأنظمة المالية تؤثر على أنشطة الابتكار التي تؤدي إلى تحسين الإنتاجية من خلال أربع طرق:

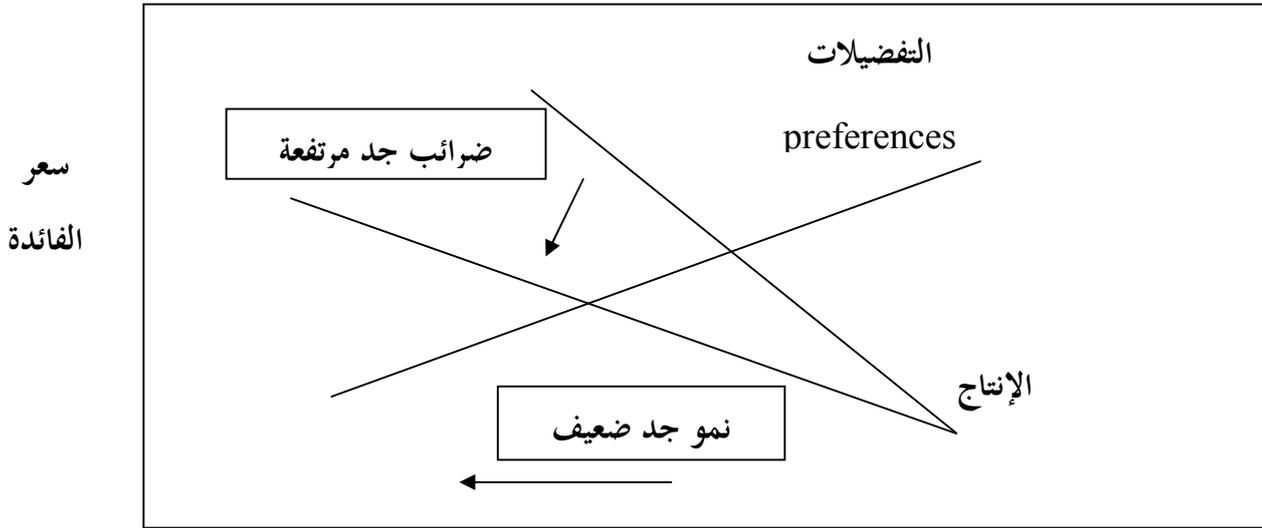
- تقييم المبتكرين المحتملين و تختار المشاريع الواعدة،

¹ Robert G King , Ross Levine ; Finance ,Entrepreneurship and Growth ; journal of monetary economics ; vol 32 ; 1993 ; p 513-542 .

- تعبئة الموارد اللازمة لتمويل المشاريع الواعدة،
- تنويع المخاطر المرتبطة بأنشطة الابتكار،
- الكشف عن المردودية المتوقعة عن المشاركة في الابتكار مقارنة بالمردودية المتحصل عليها في حالة الاستمرار في إنتاج المنتجات الحالية باستخدام التقنيات الموجودة.

وبالتالي تؤثر النظم المالية على قرارات المستثمرين من خلال توجيههم للاستثمار في المشاريع المعززة للإنتاجية. الأمر الذي يساعد على التخصيص الفعال للموارد والذي يرفع من احتمال نجاح الابتكارات، وعليه وجود أنظمة مالية أفضل يسرع وتيرة النمو الاقتصادي من خلال تعزيز الإنتاجية.

الشكل رقم (I-07): الضرائب المفروضة على القطاع المالي



معدل النمو y

Source: Robert G King , Ross Levine (1993); Finance ,Entrepreneurship and Growth ; journal of monetary economics ; vol 32; p 572 .

باستخدام الشكل رقم (I-07) حاول King and Levine (1993) توضيح الآثار المترتبة عن زيادة التشوهات في القطاع المالي (الضرائب الصريحة والضمنية المفروضة من قبل الحكومة) على العائد الحقيقي ومعدل النمو، حيث أن الزيادة في هذه الضرائب يرفع التكلفة الكلية للابتكار. كما أن ارتفاع تكلفة تقييم وتمويل المشاريع يعني أن هناك انخفاض في معدل العائد وبالتالي معدل النمو. وبالتالي هذه التداخلات تؤدي إلى انخفاض معدل النمو التوازني في السوق. كما أنهما استعملتا نموذجهما من اجل الكشف عن التأثيرات المترتبة عن زيادة النمو على كفاءة القطاع المالي مثل انخفاض التكلفة والوقت المستغرق في التقييم، هذه التحسينات في الكفاءة

ترفع معدل العائد الحقيقي ومعدل النمو. حيث كما هو موضح في الشكل الزيادة في التسهيلات المالية يؤثر سلباً على النمو المتوازن، كما أن تطور الوسطاء الماليين يزيد من كفاءة تقديم الخدمات المالية ويسهل اعتماد الأنشطة الابتكارية المفيدة من حيث الكفاءة الإنتاجية وتسريع وتيرة النمو الاقتصادي. على عكس ذلك، وجود تسهيلات في هذا القطاع (الكبح المالي) يقلل كفاءة الخدمات المقدمة من قبل المؤسسات المالية لمختلف الأعوان الاقتصاديين (مدخريين، مبتكرين ومنتجين) ويثبط الابتكار ويبطئ نمو الإنتاجية.

➤ نموذج Pagano (1993):

نموذج Pagano (1993)¹ الذي اعتمد على نموذج AK الذي تم تطويره من قبل Robelo (1992) والذي اعتبر بان الإنتاج الإجمالي هو دالة في مخزون رأس المال:

$$Y = AK$$

حيث Y يمثل مستوى الإنتاج الإجمالي في الفترة t .

K يمثل مخزون رأس المال في الفترة t .

A تمثل إنتاجية رأس المال.

ويعتبر هذا النوع من دوال الإنتاج شكل مصغر للإطار العملي حيث الاقتصاد هو اقتصاد منافس للاقتصاديات الخارجية كما هو الحال بالنسبة لـ Romer (1989) حيث أن التكنولوجيا المستعملة ذات عوائد ثابتة والإنتاج هو دالة متزايدة في مخزون رأس المال الإجمالي K . بدلا من ذلك نموذج AK يمكن أن يشتق من افتراض أن K يتكون من رأس المال المادي والبشري كما هو الحال بالنسبة لـ Lucas (1988). لا يوجد نمو سكاني في هذا النموذج أي أن عدد السكان ثابت والاقتصاد ينتج سلعة واحدة فقط و التي يمكن استهلاكها أو استثمارها. وبافتراض أن رأس المال ينخفض بمعدل معين خلال كل فترة فان الاستثمار الكلي يساوي:

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t$$

حيث δ يمثل معدل اهتلاك رأس المال خلال فترة معينة .

¹ Marco Pagano (1993); financial markets and growth ; european economic review An overview ; Vol 37; p 613-622 .

في هذا النموذج الوسيطاء الماليين هم المسئولون عن تحويل الادخار إلى استثمار في اقتصاد مغلق ومع عدم وجود حكومة، التوازن في سوق رأس المال يتطلب أن الادخار الكلي S يساوي الاستثمار الكلي I . افترض Pagano أن جزءاً من الادخار الكلي $(1-\phi)$ تمت خسارته خلال عملية الوساطة المالية (تكاليف الوساطة المالية وقواعد الحيطة والحذر التي تفرض الاحتياطي الإلزامي) :

$$I_t = \phi S_t$$

انطلاقاً من المعادلة (1) معدل النمو الاقتصادي g للسنة $t+1$ يكتب كما يلي :

$$g_{t+1} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t} = \frac{Y_{t+1}}{Y_t} - 1 = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1$$

باستخدام المعادلة (2) يمكن كتابة معدل النمو كما يلي:

$$g = \frac{1 + (1 - \delta)K}{K} - 1 = \frac{\phi S + (1 - \delta) \frac{Y}{A}}{Y/A} - 1 = A\phi \frac{S}{Y} + (1 - \delta) - 1$$

$$= A\phi s - \delta$$

حيث s : يمثل معدل الادخار الإجمالي

المعادلة الأخيرة تمثل معدل النمو في حالة الاستقرار في اقتصاد مغلق باستخدام نموذج AK مع وجود وساطة مالية. حيث تكشف هذه المعادلة عن ثلاث قنوات رئيسية يمكن من خلالها للتطور المالي أن يؤثر على النمو الاقتصادي. إذ انه من المفترض أن يحدث التطور المالي نتيجة لزيادة الوساطة المالية على الرغم من انه يمكن أن يتأثر بعوامل أخرى مثل الابتكار المالي أو السياسات الحكومية .

أولاً: كفاءة تخصيص المدخرات إلى الاستثمار، حيث عندما يتطور الوسيط المالي هذا الأمر يسمح بانخفاض تكلفة الوساطة المالية بين المقرض والمقترض، مما يؤدي إلى الزيادة في نسبة المدخرات الموجهة إلى الاستثمار، ونتيجة لهذه الزيادة فإن g في المعادلة (4) سوف يزداد.

ثانيا: الزيادة في الوساطة المالية يمكن أن تؤثر على النمو إذا كان هنالك تحسن في تخصيص رأس المال. من أهم الوظائف للوسيط المالي هو تخصيص الأموال إلى المشاريع حيث الإنتاجية الحدية لرأس المال عالية، في هذا النموذج أي تحسن في تخصيص رأس المال يترجم بنمو أعلى لأنه يزيد من الإنتاجية الإجمالية لرأس المال A. ذلك أنه مع زيادة الوساطة المالية يفترض أن البنوك تكون قد اكتسبت خبرة في تقييم المشاريع الاستثمارية وبالتالي تصبح أكثر قدرة على تحديد المشاريع ذات العائد المرتفع. بالإضافة إلى ذلك، فهي قادرة على توجيه نسبة عالية من الأموال إلى المشاريع حيث الإنتاجية الحدية لرأس المال عالية، لأنها أيضا قادرة على توفير توزيع وتسيير للمخاطر، وبالتالي فهي قادرة على تحفيز الأفراد على الاستثمار في المشاريع العالية المخاطر ولكن الأكثر إنتاجية.

ثالثا: كما يري Pagano أن زيادة معدل الادخار S يؤثر على النمو الاقتصادي وترتبط هذه الزيادة في معدل الادخار بنوعية الخدمات المالية المقدمة للمدخرين من قبل الوسطاء الماليين، فكلما زاد عرض وتنوع الأدوات المالية المتاحة للمدخرين والعائد المتوقع على الادخار يقل الميل للاستهلاك والادخار الغير منتج وبالمقابل يرتفع الادخار المالي فيزداد حجم الموارد المالية المتاحة للاستثمار ويرتفع النمو الاقتصادي.

➤ نموذج (1994، 1996) Varoudakis and Berthelemy:

كما حاول Varoudakis and Berthelemy (1996) إظهار وجود مصيدة الفقر (poverty trap) المرتبطة بتطور القطاع البنكي. حيث أن نموذجهما النظري عرض عدة حالات استقرار توازني ويرجع ذلك إلى العوامل الخارجية التبادلية بين القطاع البنكي والقطاع الحقيقي، حيث أن النمو في القطاع الحقيقي يؤدي إلى توسع الأسواق المالية وبالتالي يرفع المنافسة البنكية والكفاءة، وفي المقابل، تطور القطاع البنكي يرفع معدل العائد الصافي على الادخار ويجفز تراكم رأس المال والنمو. حيث أنه في حالة التوازن، معدل النمو يرتبط إيجابيا مع عدد البنوك أو درجة المنافسة للقطاع المالي، واعتبرا أن تطوير التعليم هو شرط مسبق للنمو¹.

كما ربط Varoudakis and Berthelemy (1994) من خلال نموذجهما، العوامل الحقيقية للنمو بالعوامل المرتبطة بتطور القطاع المالي، حيث قاما بنمذجة النمو الداخلي من خلال إدخال العوامل الخارجية المتمثلة في التعلم. فالقطاع المالي يعمل في ظروف المنافسة الاحتكارية، ويتمثل دوره في تحسين كفاءة تراكم رأس المال المادي من خلال السماح بتخصيص امثل للمدخرات إلى الاستثمار، ومن اجل ذلك القطاع المالي يحتاج إلى

¹ Jean-Claude Berthélemy , Aristoméne A Varoudakis (1996); economic growth , convergence clubs and the role of financial development ; Oxford economic papers ; Vol. 48; 300-328 .

استخدام موارد حقيقية التي تستخدم بشكل أكثر فعالية عندما يكون مبلغ الادخار المستخدم في الوساطة عالي، حيث أن نموذجهم كشف عن وجود العديد من التوازنات للنمو الداخلي مرتبط بمختلف مستويات تطور القطاع المالي على المدى الطويل¹.

ويرتكز نموذج Varoudakis and Berthelemy (1994) على أربع ميزات رئيسية:²

- النمو الداخلي ينشأ في القطاع الحقيقي من خلال العوامل الخارجية المتعلقة بالتعلم من خلال الممارسة المرتبطة بتكوين رأس المال Romer (1986). المؤسسات تستعمل تكنولوجيا ذات عوائد ثابتة نسبة إلى رأس المال وإلى وحدات العمل الكفاء، مخزون رأس المال لا يتساوى مع الادخار المجمع من قبل العائلات. المستهلكين لديهم أفق غير محدود ويحافظون على ثرواتهم على شكل ديون على الوسطاء الماليين. معدل الفائدة المتعلق بقرارات الادخار هو معدل الفائدة الدائن للبنوك، انحرافه عن الإنتاجية الحدية لرأس المال يعكس هامش الوساطة المالية.
- هذا الهامش هو نظير الخدمات المالية المقدمة من قبل البنوك، التي تعمل على تحويل ادخار العائلات إلى استثمارات (توليد مكاسب إنتاجية). القيام بوظيفة التخصيص الأمثل للمدخرات إلى الاستثمار يتضمن تكاليف تجميع المعلومات، هذه التكاليف تمثل تكاليف الفرصة البديلة لنشاط الوساطة المالية. تفسر تكلفة الفرصة البديلة بخدمات العمل المستعمل من قبل البنوك.
- يفترض بأنه من اجل كل بنك فردي، نسبة رأس المال المستخدم في الوساطة بالنسبة للادخار المجمع يزداد مع زيادة كمية وحدات العمل المستخدمة، كما انه مستقل عن كمية الادخار المجمع من قبل البنوك، ويمكن تفسير هذا الأمر بأن كفاءة اليد العاملة المستخدمة من قبل البنوك تعتمد (تقاس) على حجم عملياتها (الادخار المجمع) ويعود ذلك ما يسمى بأثر التعلم عن طريق الممارسة داخل البنوك. ويتوقف هذا الأمر على عوامل خارجية ممارسة من قبل القطاع الحقيقي على القطاع المالي في الاقتصاد، ذلك أن نمو حجم الادخار المولد من قبل القطاع الحقيقي (زيادة حجم السوق والادخار المجمع من قبل كل بنك) يحسن فعالية البنوك من خلال مساهمته في ارتفاع إنتاجية العمل. هذا التحسن في فعالية البنوك يؤثر بدوره على هوامش الوساطة المطبقة من قبلها.

¹ Jean-Claude Berthélemy, Aristoméne A Varoudakis (1994); intermédiation financière et croissance endogène ; Vol. 45; 737-750.

² Jean-Claude Berthélemy , Aristoméne A Varoudakis (1995); clubs de convergence et croissance le role du developpement financière et du capital humain ; Revue économique ; Vol. 46; p 217-235 .

• وجود اقتصاديات داخلية يقود بطبيعة الحال إلى ظروف منافسة غير كاملة في القطاع البنكي، أي نموذج المنافسة الاحتكارية في سوق الودائع، هامش الوساطة المالية يرتبط عكسيا مع عدد البنوك المتنافسة في السوق التي في حد ذاتها تزداد مع زيادة حجم السوق المالية (حجم المدخرات المستخدمة في الوساطة) بسبب الدخول الحر إلى السوق.

التفاعل بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي يمكن أن يولد ظواهر التوازنات المتعددة، تتميز بوجود توازيين ثابتين: "توازن عالي" مع نمو قوي وتطور عادي للقطاع المالي، و"توازن منخفض" مع نمو ضعيف، حيث لا يمكن للاقتصاد أن يطور قطاعه المالي. بين هذين التوازنين يوجد توازن غير مستقر الذي يحدد عتبة تطور القطاع المالي، بعد هذا المستوى (العتبة) لتطور القطاع المالي (المقاس عن طريق نسبة اليد العاملة المستخدمة) يقترب الاقتصاد إلى التوازن مع نمو قوي، دون هذه العتبة الاقتصاد يبقى عالق في "التوازن المنخفض" الذي يشكل مصيدة الفقر . piège de pauvreté .

الحجم الصغير المبدئي للقطاع المالي يتضمن مستوى منخفض للمنافسة البنكية وهوامش وساطة مالية مرتفعة، هذا يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة الحقيقي الصافي المدفوع للعائلات وبالتالي معدل ضعيف للنمو المتوازن في المدى الطويل. كما أن تثبيط ادخار العائلات نتيجة المستوى الضعيف لمعدلات الفائدة يقلل حجم السوق المالية، انخفاض كمية الادخار المجمع من قبل كل بنك يضعف أثر التعلم من خلال الممارسة ويقلل إنتاجية العمل في القطاع البنكي، الأمر الذي يمنع البنوك من تقديم مكافآت (rémunérations) منافسة ومن منافسة القطاع الحقيقي بشكل فعال في سوق العمل. ويترتب عن ذلك انكماش مستمر في القطاع البنكي حتى الوصول إلى "توازن منخفض" بدون وساطة مالية مع نمو ضعيف. بالمقابل، توفر مستوى مبدئي مرتفع لتطور القطاع المالي يعزز المنافسة البنكية ويخفض هوامش الوساطة المالية، مما ينتج معدل نمو مرتفع، حافز قوي للادخار وارتفاع في حجم القطاع المالي. الأمر الذي يؤثر إيجابا على إنتاجية العمل في القطاع البنكي والذي يسمح له بمنافسة القطاع الحقيقي في سوق العمل ودعم المستوى العالي للعمالة.

➤ نموذج Sain Paul (1992):

في سنة 1992 درس Sain Paul¹ أثر ظهور الأسواق المالية على الخيارات التكنولوجية وتقسيم العمل، حيث اعتبر بان ظهور الأسواق المالية يرفع من إمكانية تنفيذ الاستثمارات الخطرة من خلال تنوع المحافظ، في المقابل وفي غياب هذه الأسواق يمكن للأعوان الحد من المخاطر فقط من خلال اختيار تكنولوجيات اقل تخصصا واكل إنتاجا. حيث يختار رجال الأعمال بين نوعين من التكنولوجيا، التكنولوجيا الأولى مرنة تسمح بتنوع الإنتاج ولكنها منخفضة المردودية. أما الثانية فهي جامدة، أكثر تخصصا وإنتاجية. حيث انه في غياب المؤسسات المالية، الأفراد الذين يكرهون المخاطرة يفضلون التقنية المرنة. على العكس من ذلك، ظهور الأسواق المالية يسهل تنوع المحفظة ويشجع اعتماد العمليات الأكثر إنتاجية ومخاطرة. في المقابل، الخيار التكنولوجي يؤثر على بقاء (استمرارية) الأسواق المالية، هذه التفاعلات هي مصدر التوازنات المتعددة: التوازن الأول يتميز بتخلف مالي وحقيقي "توازن منخفض" حيث أن الخدمات المقدمة تعتبر غير متطورة والتكنولوجيا المستخدمة غير متخصصة (ضمن هذا التوازن تخلف الأسواق المالية يشجع على اعتماد تكنولوجيات أكثر مرونة ولكن اقل إنتاجية) كما انه نظرا إلى المخاطر المنخفضة المرتبطة بهذه التكنولوجيات لا يوجد في هذه الحالة إلا القليل من الحوافز لتطوير الأسواق المالية. توازن ثاني "توازن عالي"، حيث الأسواق المالية متطورة بشكل كبير وتقنيات الإنتاج ذات مردودية، ضمن هذا التوازن، التقنيات المعتمدة هي تلك الأكثر تخصصا والأكثر خطرا، مما يخلق الحاجة إلى تطوير الأسواق المالية اللازمة للحد من المخاطر.

➤ نموذج Roubini et Sala-i-Martin (1995، 1992):

في مقارنة مختلفة و بهدف تقديم تحليل نظري و تجريبي للعلاقة بين سياسات الكبح المالي والنمو على المدى الطويل، عرض Roubini et Sala-i-Martin (1992)² نموذج حيث الكبح المالي يصبح الأداة التي يمكن للحكومة استخدامها من اجل زيادة إيراداتها الضريبية. إذ اعتبر النموذج أن الحكومة يمكن أن تتجه إلى كبح القطاع المالي لان هذه السياسة ترفع الطلب على النقود وتقدم عوائد تضخمية سهلة، حيث يولد الكبح المالي رسوم سك عملات تستعمل لتمويل النفقات. كما اظهرا بان وجود تحرب ضريبي كبير يؤدي بالسلطات العمومية إلى كبح النظام المالي مما يتسبب في ارتفاع معدلات تضخم في محاولة لتوليد إيرادات من الضريبة على التضخم. وبما أن الكبح المالي يقلل من إنتاجية رأس المال ويقلل الادخار فانه يؤدي إلى إبطاء النمو. أيضا اعتبرا

¹ Gilles Saint-Paul (1992); technological choice , financial markets and economic development ; european economic review ; North Holland ; Vol. 36; p 763-781 .

² Nouriel Roubini , Xavier Sala-i-Martin (1992); financial repression and economic growth ; journal of development economics ; Vol. 39; 5-30

Roubini et Sala-i-Martin (1995)¹ أن السبب الرئيسي وراء كبح الحكومات للقطاع المالي هو أن هذا القطاع هو مصدر "سهل" من موارد الميزانية العامة (ضريبة التضخم). ذلك أن سياسات الكبح المالي تميل إلى تقليل كمية الخدمات التي يقدمها القطاع المالي إلى الاقتصاد ككل وبالتالي الحد من الاستثمار الكلي نتيجة انخفاض معدلات الادخار. ومن اجل زيادة إيراداتها من عملية خلق النقود، حكومات الدول ذات الأنظمة الضريبية الغير فعالة (التي تعاني من تهرب ضريبي كبير) قد تلجأ إلى كبح القطاع المالي من اجل زيادة رسوم سك العملات، حيث يرتبط الكبح المالي مع نمو نقدي عالي، معدلات تضخم عالية وزيادة رسوم سك عملات (seigniorage) أي معدلات ضريبة مرتفعة وانخفاض في معدلات النمو الاقتصادي. إذ أن هذه السياسة تقلل كفاءة القطاع المالي، تزيد تكاليف الوساطة، تحد من حجم الاستثمار وتخفض معدلات نمو الاقتصاد.

➤ نموذج Greenwood and Smith (1997):

كما أنه وباستخدام نموذجين، بين Greenwood and Smith (1997)² أن الأسواق المالية تلعب دور مهم في تعزيز التخصص في النشاط الاقتصادي، زيادة الإنتاجية و تحفيز النمو. كما أن النمو يحفز إنشاء الأسواق ويعتبر هذا التحليل مماثل لتحليل Greenwood and Jovanovic (1990). كما قام Greenwood and Smith (1997) بتحليل دور البنوك في توفير السيولة انطلاقاً من نموذج Bencivenga and Smith (1991). وقد أكد الباحثان على التأثير الايجابي لظهور الوساطة المالية على النمو المتوازن لمخزون رأس المال، وأنه ومن خلال توفير السيولة الوسطاء الماليين يرفعون وتيرة النمو الاقتصادي.

➤ نموذج de la Fuente and Marin (1996):

كما اعتبر de la Fuente and Marin (1996)³ أن عدم تماثل المعلومات تمثل أساس ظهور الوسطاء الماليين، حيث بين الباحثان أن الوسطاء الماليين يساهمون في النمو من خلال جمع المعلومات ومن خلال تحسين قدرتها على تقديم خدمات تنويع المخاطر، تسهيل تدفق الموارد لأنشطة الابتكار المحفوفة بالمخاطر. نمو القطاع الحقيقي في المقابل يحفز تطوير القطاع المالي، ذلك انه و من خلال التغيرات في أسعار عوامل الإنتاج تزداد

¹ Nouriel Roubini , Xavier Sala-i-Martin (1995); A growth model of inflation , tax evasion and financial repression ; journal of monetary economics; p 275-301 .

² Jeremy Greenwood , Bruce D Smith (1997); financial markets in development and the development of financial markets ; journal of economics dynamics and control ; Vol. 21 ; p 145-181 .

³ Angel de la Fuente , José Maia Marin (1996); innovation bank monitoring and endogenous financial development ; journal of monetary economics ; Vol. 38 ; 1996 ; p 269-301 .

الحاجة إلى جمع المعلومات عن طريق الوسطاء. حيث اعتبرا أن الاقتصاد يعاني من مشكلة تميل إلى جعل معدل الابتكار ينخفض، والتي تتمثل في عدم تماثل المعلومات الذي يبطئ النمو من خلال تأثيره على تدفق الموارد إلى الأنشطة الابتكارية، حيث يعمل الوسطاء الماليين على التخفيف من المشاكل المرتبطة بعدم تماثل المعلومات وذلك من خلال التخصص في الإشراف على الأنشطة المحفوفة بالمخاطر. بالإضافة إلى أن العقود المالية التي وفرها هؤلاء الوسطاء توفر آليات فعالية لتقاسم المخاطر المرتبطة بالابتكار.

3. الأنظمة المالية القائمة على البنوك والأنظمة المالية القائمة على الأسواق:

ركز عدد كبير من الاقتصاديين على المزايا النسبية للأنظمة المالية القائمة على البنوك والأنظمة المالية القائمة على الأسواق ودورها في تعزيز الأداء الاقتصادي على رأسهم Allen and Gale (1999)، Boot and Thakor (1997). وقد حاولت هذه الأدبيات الإجابة على السؤال: أي من الأنظمة المالية (الأنظمة المالية القائمة على البنوك أم الأنظمة المالية القائمة على الأسواق) أكثر فعالية في تخصيص رؤوس الأموال وأكثر تأثيراً على أداء الاقتصاد وتعزيز النمو الاقتصادي على المدى الطويل؟. أي بمعنى آخر هل الاختلاف في طبيعة الهيكل المالي له تأثير على الأداء الاقتصادي في القطاع الحقيقي، وهل الهيكل المالي المرتكز على الأسواق يعمل على نحو أفضل من ذلك الذي يركز على البنوك، وإذا كان الأمر كذلك، تحت أي شروط أو ظروف يمكن أن يحدث ذلك؟ وبالرغم من أن العديد من البحوث تناولت هته المسألة إلا انه ليس هناك إجماع من قبل الاقتصاديين حول هذا الموضوع.

1.3. البنوك ممول أفضل للتنمية (bank-based financial systems):

فبالنسبة إلى وجهة النظر التي ترجح البنوك فقد استندت إلى الدور الإيجابي الذي تقوم به البنوك في: توفير المعلومات حول الشركات والمدراء [Ramakrishnan and Thakor (1984) و Diamond (1984)]، تعبئة رؤوس الأموال، تحديد المشاريع الجيدة و تمويلها، مراقبة المديرين وإدارة وتسيير المخاطر [Allen and Gale (1999)، Bencivenga and Smith (1991)]، وإلى السلبيات والنقائص التي تعاني منها الأسواق. فوفقاً إلى هذا الرأي فإن البنوك يمكنها تمويل التوسع الصناعي بشكل أكثر فعالية من الأسواق خاصة في الدول النامية. حيث أكد كل من Gerschenkron (1962) و Rajan and Zingales (1998) أن قوة وسلطة البنوك تمكنها من حث وإرغام الشركات على الكشف عن المعلومات وسداد الديون بشكل أفضل من الأسواق خاصة

في الدول التي تتميز بضعف النظام والإطار القانوني والمؤسسي وضعف القدرة على إنفاذ العقود، مما يجعل المستثمرين الأجانب يترددون في تمويل التوسع الصناعي في مثل هذه البلدان. كما أن البنوك أكثر فعالية في توفير الموارد الخارجية اللازمة لتمويل الأنشطة الجديدة والابتكارات التي تحتاج إلى تمويل منظم ودائم، لأن البنوك تمتلك المصدقية في توفير المزيد من التمويل (تمويل إضافي) مع تطور المشروع، خاصة في المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية. كما أنه بالنسبة لـ Stiglitz (1985) التطور السريع للأسواق ونشر المعلومات علنا، يقلل الحافز لدى المستثمر للحصول على المعلومات. بينما تعمل البنوك على التخفيف من هذه السلبات من خلال تكوين علاقات طويلة الأجل مع الشركات مما يساعدها على التقليل من المخاطر المرتبطة بعدم تماثل المعلومات، وأيضا من خلال عدم الكشف عن المعلومات مباشرة في الأسواق العامة. كما يمكن للبنوك ممارسة رقابة على عمل الشركات وعلى استعمال القروض والحد من المخاطر الأخلاقية بشكل أفضل من الأسواق السائلة التي تخلق مناخ استثمار قصير الأجل، حيث يمكن للمستثمرين بيع حصصهم بسهولة وبطريقة غير مكلفة مما يقلل الحافز لديهم لممارسة رقابة صارمة على الشركات، هذا إضافة إلى أن التطور السريع للأسواق يعيق مراقبة الشركات مما ينعكس سلبا على النمو.

وفي هذا الإطار اعتبر Amable and Chatelain (1995) أن معدل النمو الاقتصادي يرتفع بوتيرة أسرع في البلدان التي تعتمد نظام مالي قائم على البنوك، حيث قارن فعالية الأنظمة المالية في إطار نموذج للنمو الذاتي وألقى الضوء على مشكلة الآجال القصيرة التي تتميز النظام المالي القائم على الأسواق. وهدف من خلال هذه الدراسة إلى بحث كيف أن نمو الاستثمارات والنمو الاقتصادي يختلفان في الاقتصاديات التي تعتمد الأنظمة المالية القائمة على الأسواق والاقتصاديات التي تسيطر عليها الوساطة المالية. حيث أن المقارنة بين النظامين الماليين السابقين تظهر مشكلة الآجال القصيرة المرتبطة بالنوع الأول من الأنظمة. حيث يفترض أن الأسواق المالية الكفأة تستطيع تشجيع اختيار المشاريع الأكثر كفاءة وفعالية وهذا ليس بالضرورة هو ما يحدث في ظل وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث تتميز الأسواق بأن الالتزامات قابلة للإلغاء في أي وقت ذلك انه يمكن للمستثمر ببساطة ومن خلال بيع أصوله تحقيق مكاسب قصيرة الأجل بدلا من انتظار أرباح طويلة الأجل، وهذا النوع من التمويل يعني استحالة قيام علاقات والتزامات طويلة الأجل بين المسيرين ومالكي الأوراق المالية. على عكس ذلك، التمويل البنكي للشركات يضمن علاقات طويلة الأجل.¹

¹ Bruno Amable, Jean-Bernard Chatelain (1995), Systemes financiers et croissance: les effets du court termisme, Revue Economique, Presses de Sciences Po, Vol. 46 (3), pp.827-836.

وقد توصل الباحث إلى نتيجة مفادها انه يوجد نوعان من الاختلافات المهمة بين النظم المالية المركزية والنظم المالية اللامركزية، أولها أن تدفق المعلومات يكون بشكل أفضل في الأنظمة المالية المصرفية كما أن هذا النظام لديه القدرة على تعويض الخسائر المحتملة الناتجة عن المشاريع الغير كفأة الطويلة الأجل من خلال تحقيق أرباح من المشاريع الكفأة طويلة الأجل. وبالرغم من أن الباحث اعتبر بأنه لكل نوع من الأنظمة المالية السابقة الذكر أوجه القصور المرتبطة به، إلا انه وبوجود شروط معينة أكد Amable and Chatelain بان الأنظمة المالية المصرفية تعزز النمو بشكل أفضل من الأنظمة المالية السوقية من خلال قدرتها على تشجيع المشاريع الطويلة الأجل (تمويل الابتكار) وهذا ما يدعم فرضية بان البنوك الشاملة تقدم دعم أفضل للنمو الصناعي على المدى الطويل.

كما بين Allen and Gale (1997) بان البنوك توفر توزيع وتقسيم وتنوع أفضل للمخاطر عبر الزمن من الأسواق المالية وأن درجة فعاليتها تعتمد على درجة المنافسة في الأسواق، حيث بالنتيجة إذا المنافسة قوية في الأسواق المالية فهذا يعني أن اللاوساطة المالية سترتفع مما يخفض قدرة البنوك على التقسيم الفعال للمخاطر.¹

1.3. الأسواق ممول أفضل للتنمية (Market-Based Financial Systems):

أما بالنسبة إلى وجهة النظر القائمة على الأسواق فهي تسلط الضوء حول الدور الايجابي الذي تقوم به هته الأخيرة في تعزيز إدارة المخاطر، نشر المعلومات، مراقبة الشركات، تخصيص رؤوس الأموال، وخلق الحافز لدى الشركات المتخصصة في البحث عن المعلومات لأنه يمكنها الاستفادة من هذه المعلومات من خلال المتاجرة بها في الأسواق السائلة Holmstrom and Tirole (1993). ودورها في التخفيف من السلبيات التي تعاني منها البنوك خاصة تلك المتعلقة بالرقابة الصارمة والمفرطة للبنوك والتي يمكن أن تعيق الابتكار، كما أنها تؤكد بان الأسواق توفر الخدمات المالية الأساسية التي تحفز الابتكار والنمو على المدى الطويل.

في هذا الإطار اعتبرا Dow and Gorton (1997) بان أسواق الأسهم توجه المستثمرين بشكل غير مباشر عن طريق نقل نوعين من المعلومات: معلومات حول الفرص الاستثمارية المتاحة ومعلومات حول القرارات السابقة للمدريين. ومع ذلك وبما أن هذا الدور غير مباشر، فإن الربط بين كفاءة التسعير والكفاءة الاقتصادية يعتبر أمر ضعيف، حيث أن كفاءة التسعير في الأسواق ليس كافية لتحقيق الفعالية الاقتصادية، حيث أظهر

¹ Franklin Allen, Douglas Gale (1999), Diversity of Opinion and Financing of New Technologies, Journal of Financial Intermediation, Vol 8, pp 68–89.

الباحثان أن النموذج قد يحتوي على توازن آخر حيث الأسعار كفاءة ولكن قرارات المستثمرين دون المستوى الأمثل، كما اظهرا بان كفاءة أسواق الأوراق المالية ليس ضرورية من اجل فعالية الاستثمارات بالنظر إلى النظام البنكي الذي يمكن أن يقدم كمؤسسة بديلة من اجل التخصيص الفعال للموارد الاستثمارية.¹

كما بين Greenwood and Smith (1997) أن وجود أسواق أسهم متطورة تساعد على تخفيض تكاليف تعبئة المدخرات وبالتالي تسهل الاستثمار في التكنولوجيات الأكثر إنتاجية. إذ اعتبر الباحثان بأن حجم، سيولة وكفاءة أسواق الأوراق المالية يمكن أن تسهل تعبئة الموارد المالية التي تساعد على تنفيذ مجموعة من المشاريع الاستثمارية الممكنة والتي تتطلب ضخ رأس مال كبير، مما يعزز الفعالية الاقتصادية ويسرع النمو الاقتصادي على المدى الطويل.²

كما قام Boot and Thakor (1997) ببناء نموذج اعتبرا من خلاله البنوك بمثابة مراقبين مفوضين (as delegated monitors)، وافترضوا انه يوجد ثلاث أنواع من المشاكل المرتبطة بالمعلومات: أولاً، انه يوجد معلومات غير كاملة حول المشاريع المستقبلية المتاحة للشركات. ثانياً، المقرضين لا يمكنهم مراقبة المقترضين والتأكد من أنهم قد استثمروا أموالهم في مشاريع آمنة أو في مشاريع محفوفة بالمخاطر. ثالثاً، احتمال أن المقترضين سوف تتاح لهم الفرص للاستثمار في مشاريع محفوفة بالمخاطر فقط. حيث يرى الباحثان أن الأسواق المالية يمكنها معالجة المشكلة الأولى بشكل أكثر فعالية، أما الثانية و الثالثة فتحل بشكل أفضل من قبل الوسطاء الماليين، وأن البنوك تعمل بشكل أفضل في البلدان الناشئة بينما الأسواق يمكن لها أن تتطور بشكل أفضل في الاقتصاديات المتقدمة. كما أكدوا بان البنوك تعتبر أفضل من الأسواق في مراقبة الشركات والحد من الخطر الأخلاقي.³

3.3. الخدمات المالية والبيئة المؤسسية أداة أفضل للتمييز بين الأنظمة المالية:

بالإضافة إلى وجهتي النظر السابقتين، تؤكد وجهة النظر القائمة على الخدمات المالية (the financial services view) كما عبر عنها Merton and Bodie (1995) و Levine (1997) بان الترتيبات المالية (عقود، أسواق ووسطاء) إنما نشأت من أجل تخفيف من المشاكل المرتبطة بالتمويل

¹ James Dow, Gary Gorton (1997), Noise Trading, Delegated Portfolio Management, and Economic Welfare, Journal of Political Economy, Vol. 105, N°. 5 .

² Jeremy Greenwood, Bruce D. Smith (1997), Financial markets in development, and the development of financial markets, Journal of Economic Dynamics and Control , Vol. 21, Issue 1, pp 145–181.

³ Arnold W. A. Boot; Anjan V. Thakor (1997), Financial System Architecture, The Review of Financial Studies, Vol. 10, No. 3, pp. 693-733.

وتوفير الخدمات المالية الضرورية. حيث أن كل من الأسواق والمصارف ظهرت من أجل تقدير وتحديد الفرص الاستثمارية الممكنة، ممارسة الرقابة على الشركات، تسهيل إدارة المخاطر، تعزيز السيولة وتسهيل تعبئة الادخار. وبالتالي فإن فعالية الأنظمة المالية المختلفة في تعزيز النمو الاقتصادي إنما يتوقف على كفاءة الخدمات المالية التي توفرها. وفقا لهذا فان القضية الأساسية لا تكمن في البنوك أو الأسواق وإنما في خلق بيئة يمكن فيها للوسطاء والأسواق توفير خدمات مالية جيدة وملائمة وذات كفاءة عالية. وبالتالي فأنصار وجهة النظر هته يسلطون الضوء على كيفية خلق بيئة تسمح بأداء أفضل للبنوك والأسواق.

أما وجهة النظر الرابعة فهي تلك التي جاء بها (La Porta et al (1998) والتي تستند على العلاقة بين القانون والتمويل. حيث أكد هؤلاء على أن التمييز بين الأنظمة المالية على أساس استنادها على الأسواق أو البنوك لا تعتبر وسيلة جيدة ...

" bank-versus market-centeredness is not an especially useful way to distinguish financial systems "

حيث سلط الباحثان الضوء على دور النظام القانوني في خلق نظام مالي يعزز النمو. واعتبرا أن التمويل هو عبارة عن مجموعة من العقود، وأن كفاءة هذه العقود تحدد من خلال قدرتها على ضمان الحقوق القانونية لأصحابها ومن خلال إلزام انفاذها بحذافيرها، وبالتالي فتوفر نظام قانوني يعمل بشكل جيد يسهل عمل كل من الأسواق والوسطاء. وأن نوعية الخدمات المالية – التي يحددها النظام القانوني – هي التي تحسن كفاءة تخصيص الموارد وتعزز النمو الاقتصادي. حيث اعتبر (La Porta and al (2000) أن الإطار القانوني وآليات إنفاذ العقود تعتبر وسيلة أفضل للتمييز بين الأنظمة المالية بدلا من الاعتماد على ما إذا كان الهيكل المالي للدولة قائما على البنوك أو الأسواق.

في سنة 2006 حاول كل من Chakraborty and Ray تسليط الضوء على الجدل القائم حول المزايا النسبية للأنظمة المالية القائمة على الأسواق والأنظمة المالية القائمة على البنوك ودور كل من هذين النظامين في النمو والتنمية الاقتصادية. فقد اعتبر الباحثان بأنه وبالرغم من أن العديد من البلدان النامية في السنوات الأخيرة تتجه نحو النظم المالية القائمة على السوق إلا انه لا يمكن الإجماع حول أن هذه الأنظمة هي بالضرورة أكثر تحفيزا للنمو من الأنظمة المالية القائمة على البنوك. حيث لا يمكن الجزم أي نوع من النظامين السابقين هو أكثر فعالية من الآخر في دعم النمو. ففي الواقع، يمكن لكلا النظامين في دولتين مختلفتين تقديم معدلات نمو مماثلة في

نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. وعلاوة على ذلك، اعتبر الاقتصاديان بأن نوعية المؤسسات المالية والقانونية تعد أكثر أهمية وتأثيراً على النمو. إلا أنه ومع ذلك، أكدوا على أن النظم المالية القائمة على البنوك لديها مزايا أكثر من تلك التي تعتمد على الأسواق، حيث أن مستويات الاستثمار ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي هي أعلى في النظم المالية القائمة على البنوك ذلك بفضل الرقابة المصرفية التي تعالج المخاطر المحتملة وتسمح للشركات بالاقتراض أكثر. كما أن البنوك تسمح بتوسيع الأنشطة الصناعية من خلال توفير التمويل الخارجي لعدد كبير من المشاريع. وبالتالي فقد اعتبر الباحثان بان النظم المالية القائمة على البنوك هي أكثر ملائمة لدفع عجلة التصنيع والنمو في الدول النامية.¹

4. التحرير المالي:

مع ظهور نظرية التحرير المالي، أخذ مفهوم التطور المالي بعداً جديداً وتجاوز إطار المناقشات الأكاديمية، ويعود جذور أطروحة التحرير المالي إلى نظريات الاقتصاديين في مدرسة ستانفورد (1973) Mckinon و Shaw (1973)، وقد تم تصميم التحرير المالي من قبل الباحثان باعتباره وسيلة بسيطة وفعالة لتسريع وتيرة النمو الاقتصادي في الدول النامية، وجاءت فكرة التحرير المالي هذه كنتيجة لما سماه الباحثان "الكبح المالي".

1.4. عموميات حول التحرير المالي:

1.1.4. تعريف سياسة التحرير المالي:

ركزت نظرية (1973) Mckinon و Shaw (1973) على أسباب الكبح المالي (الذي يتميز خصوصاً بتحديد أسعار الفائدة الحقيقية تحت مستواها التوازني في السوق أي تسقيف معدلات الفائدة، فرض احتياطي إجباري عالي على البنوك، فرض على البنوك تمويل المشاريع الحكومية ذات الأولوية و الأقل مردودية) واعتبرتها بمثابة سوء تسيير للنظام النقدي نتج عنها نمو الكتلة النقدية وسوء تخصيص للموارد والائتمان. فحسب Shaw و Mckinon فان تثبيت أسعار الفائدة عند مستويات اقل من مستواها التوازني تسبب في:

- خفض مستويات الادخار (أي خفض الودائع البنكية) لصالح الاستهلاك الجاري.
- تثبيت الاستثمار عند مستويات اقل من المستوى الأمثل.

¹ Shankha Chakraborty, Tridip Ray (2006), Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis, Journal of Monetary Economics, Vol. 53, Issue 2, pp 329–350.

- تدهور نوعية الاستثمارات المحققة على اعتبار أن البنوك يتم إجبارها من قبل الحكومات على تمويل المشاريع ذات العائد الضعيف (الإنتاج الفلاحي...).

حيث يعتمد تحليلهما على فكرة انه من خلال الحد من الكبح المالي الذي يعتبر السبب في تباطأ النمو الاقتصادي يمكن للدول النامية تحقيق المزيد من النمو الاقتصادي. فالنظام المالي الذي يعاني من الكبح المالي هو النظام الذي يعاني من الاحتكار في تخصيص القروض من قبل الحكومة التي تحدد أسعار الفائدة المطبقة وتضع القواعد التي يجب على المؤسسات المالية تطبيقها مما يسمح لها بفرض رقابة من ناحية على البنوك والوسطاء الماليين الآخرين ومن ناحية أخرى على حركة رؤوس الأموال الدولية، مما يعني أن النظام المالي والبنكي موجود تحت رقابة أو سلطة الحكومة الأمر الذي يعيق العمل الجيد للاقتصاد ويكبح النمو والاستثمار. وعليه فقد اعتبر الاقتصاديين أن الحد من الكبح المالي، وسيلة من اجل تعزيز عملية النمو الاقتصادي، فالقطاع المالي بحاجة إلى الاستقلالية التي يمكن ضمانها من خلال التحرير المالي.

وفي هذا الإطار نجد أن العديد من الاقتصاديين عرفوا التحرير المالي باعتباره مرور من حالة الكبح المالي إلى حالة التحرير المالي، هذا المرور يحتاج إلى القضاء على مجموعة معينة من القيود والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

- التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع .
- الحواجز أمام دخول البنوك الأجنبية والبنوك المحلية الخاصة للقطاع المصرفي المحلي .
- الحواجز أمام وصول العملاء الأكثر احتياجا للخدمات المالية.
- برامج تقنين وتخصيص الائتمان للقطاعات ذات الأولوية في الاقتصاد .
- مراقبة تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

وعليه يمكن تعريف التحرير المالي على أنه "مجموعة الأساليب والإجراءات التي اتخذتها الدولة لإلغاء أو تخفيض درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بغية تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً".¹

2.1.4. جوانب سياسة التحرير المالي:

لخص Williamson and Mahar (1998) خصائص سياسة التحرير المالي كما يلي:¹

¹ حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011، ص 54.

- إلغاء الرقابة على تخصيص الائتمان.
- تحرير معدلات الفائدة الدائنة والمدينة.
- حرية الدخول إلى القطاع المصرفي وبشكل عام إلى القطاع المالي.
- منح الاستقلالية للقطاع المصرفي.
- خصخصة البنوك.
- تحرير تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

وعليه يمكن القول أنه يوجد ثلاث جوانب للتحرير المالي:²

- تحرير القطاع المالي المحلي والذي يشمل تحرير أسعار الفائدة الدائنة و المدينة، التحلي عن سياسة توجيه الائتمان، و إلغاء الحواجز أمام دخول البنوك و المؤسسات المالية الأجنبية للقطاع المصرفي المحلي الأمر الذي يسمح بخلق بنوك ومؤسسات مالية ذات ملاءة عالية وقدرة تنافسية قوية. كذلك تخفيض معدل الاحتياطي الإلزامي المفروض على البنوك التجارية من طرف البنك المركزي وجعله عند مستوى معقول يسمح للبنوك بالتوسع في نشاطها.
- تحرير الأسواق المالية من خلال إلغاء القيود على حيازة الأوراق المالية للشركات المحلية أمام المستثمرين المحليين و الأجانب والتي تحول دون تمكنهم من تملك الأصول المالية المختلفة المصدرة من قبل المؤسسات الاقتصادية المحلية.
- فتح حساب رأس المال والذي يشمل إزالة الحواجز التي تمنع البنوك و المؤسسات المالية الأخرى من تقديم القروض إلى الخارج، إزالة الرقابة المفروضة على سعر الصرف المطبق على المعاملات المتعلقة بالحساب الجاري وحساب رأس المال وتحرير تدفقات رأس المال.

وحسب Kaminsky et Schmukler (2003) يتم التحرير المالي من خلال رفع القيود على كل من: القطاع المالي المحلي، حساب رأس المال وسوق الأوراق المالية. حيث تستخدم هذه المعايير الثلاثة لتحديد درجة التحرير، فنقول عن قطاع المالي أنه محرر كلياً إذا كان على الأقل، قطاعين من القطاعات الثلاثة السابقة

¹ John Williamson, Molly Mahar (1998), A Survey of Financial Liberalization , essays in international finance N. 211 , International Finance Section, Department of Economics, Princeton University , pp 74.

² Saoussen Ben Gamra, Mickael Clévenot (2008); Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement : croissance économique ou instabilité financière ? ; Disponible sur L'URL suivant : <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00323334/document> .

محررة كليا، والقطاع الثالث محرر جزئيا، ونقول عن دولة أن قطاعها المالي محرر جزئيا، إذا كان على الأقل، قطاعين من القطاعات السابقة محررة جزئيا. أما في باقي الحالات فنقول أن القطاع المالي مغلق.¹

2.4. تحليل Mckinnon و Shaw لسياسة التحرير المالي:

1.1.4. تحليل Mckinnon (1973):

تتمثل المساهمة الرئيسية التي قدمها Mckinnon في إعادة صياغة دالة الطلب على النقود بما يتوافق مع الخصائص الاقتصادية للدول النامية، ومن أجل ذلك وضع Mckinnon مجموعة من الفرضيات المتمثلة فيما يلي:²

❖ الاقتصاد مجزأ: إذ اخذ بعين الاعتبار غياب أسواق مالية منظمة، حيث أن جميع الوحدات المالية تعتمد على التمويل الذاتي دون الحاجة إلى التمييز بين المدخرين (العائلات) والمستثمرين (المؤسسات)، أي أن المؤسسات والعائلات لا يقرضون و لا يقترضون فيما بينهم.

❖ الاستثمار غير قابل للتجزئة: أي انه يعتمد على التمويل الذاتي ويتطلب تراكم مسبق للادخار.

❖ الادخار يتخذ شكلين:

- ادخار على شكل أصول حقيقية غير منتجة التي تتعلق بمعدلات التضخم المتوقعة.
- ادخار على شكل أرصدة نقدية حقيقية (ودائع بنكية)، الادخار على شكل ودائع بنكية أي الادخار المالي يفترض انه دالة متزايدة للعائد الحقيقي أي سعر الفائدة الممنوح على الودائع، حيث كلما زاد هذا المعدل يزيد الحافز على الادخار بشكل أكبر. وبالتالي فان الأرصدة النقدية تلعب دور قناة في تراكم رأس المال، النقود ورأس المال هي تكاملية أكثر من أن يكونا بديلين لبعضهما البعض.

يستند تحليل Mckinnon على فكرة التكامل بين النقود وتراكم رأس المال المادي وقد وضع فرضيته هذه انطلاقا من الانتقادات الموجهة إلى نظرية المحفظة التي تعتبر النقود ورأس المال أصولا بديلة لبعضها البعض (هذا التكامل هو نتيجة أهمية التمويل الذاتي في اقتصاديات الدول النامية ونتيجة لذلك ينبغي على المستثمرين تراكم أرصدة نقدية من اجل تمويل استثماراتها).

¹ Graciela Kaminsky, Sergio Schmukler (2003), Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization, IMF Working Paper WP/03/34.

² Baptiste Venet (1994); libéralisation financière et développement économique: revue critique de la littérature ; Revue d'économie financière ; N° 29 ; pp 88.

بالأخذ بعين الاعتبار هذه النظريات النقود ورأس المال يعتبران كأصلين بديلين، مما يعني أن دالة الطلب على الأرصد الحقيقية تكتب كما يلي:¹

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = H(Y, r, d - P^*) \dots \dots \dots (1)$$

Y : الدخل الحقيقي الإجمالي.

r : العائد الحقيقي لرأس المال والأصول المالية الأخرى.

d-P* : العائد الحقيقي على الودائع ويساوي الفرق بين سعر الفائدة الاسمي على الودائع d ومعدل التضخم المتوقع P*.

$\partial H / \partial Y > 0$: حيث كلما زاد الدخل الحقيقي الاجمالي يزيد الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية (الادخار).

$\partial H / \partial r < 0$ اي وجود علاقة عكسية بين الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية ومعدل العائد الحقيقي لرأس المال والأصول المالية، أي انه عندما يرتفع العائد على رأس المال والأصول المالية الأخرى ينخفض الطلب على النقود (يقبل ميل الادخار) ذلك أن الأفراد في هذه الحالة يفضلون استثمار أموالهم على شكل أسهم وسندات بدلا من الاحتفاظ بها على شكل ودائع بنكية، مما يدل على أن النقود ورأس المال تعتبر أصول بديلة ولا وجود تكاملية بينهما.

$\partial H / \partial (d - P^*) > 0$ عندما يرتفع معدل الفائدة الحقيقي على الودائع، يزيد الطلب على الارصد النقدية الحقيقية (الایداعات البنكية).

بالنظر إلى مفهوم الاقتصاد الجزأ و إلى الفرضيات التي وضعها ، اعتبر Mckinnon أن نظرية المحفظة المالية لا يمكن تطبيقها في الدول النامية حيث فضل صياغة دالة جديدة للطلب على النقود أين الأرصد الحقيقية و رأس المال هما متكاملان و ذلك اعتمادا على الفرضيات التالية :

¹ Baptiste Venet (2004); les approches théoriques de la libéralisation financière; Université paris IX dauphine; pp 19.

- الوصول إلى التمويل الخارجي غير ممكن، كل الأعوان الاقتصاديين يعتمدون على التمويل الذاتي دون وجود الحاجة للتمييز بين المدخرين و المستثمرين.
- الاستثمار غير مجزأ
- الحكومة لا تشارك بطريقة مباشرة في تراكم رأس المال و تستعمل مداخيلها من الضرائب في تمويل نفقاتها الجارية بمعنى أنها لا تحصل على القروض من البنوك، حيث يقتصر دورها على تحديد معدلات الفائدة الممنوحة على الودائع و تحديد معدلات نمو عرض النقود الاسمية.

وبالتالي فان معادلة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية الجديدة تكتب كما يلي¹:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L\left(Y, \frac{I}{Y}, d - P^*\right)$$

حيث:

– Y: الدخل الجاري.

– I/Y : الاستثمار بالنسبة إلى الدخل الجاري.

– d-P* : العائد الحقيقي على النقود.

و $\partial/\partial(I/Y) > 0$ الاشتقاق الجزئي يشير إلى أن الطلب على الأرصدة النقدية هو دالة متزايدة في الاستثمار و بالتالي يوجد تكاملية بين النقود و رأس المال .

ليكن \bar{r} العائد المتوسط لرأس المال. الزيادة الخارجية في \bar{r} سيشجع الأعوان على الاستثمار أكثر. ومن اجل ذلك، سوف يضطرون إلى طلب المزيد من الأرصدة الحقيقية. وعليه فإن دالة الطلب على النقود يمكن إعادة كتابتها كما يلي²:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L(Y, \bar{r}, d - P^*) \dots \dots \dots (3)$$

مع: $\partial L/\partial(d-P^*) > 0$ ، $\partial L/\partial \bar{r} > 0$ ، $\partial L/\partial Y > 0$.

¹ Baptiste Venet (2004) ; Op.Cit ; pp 20.

² Baptiste Venet (2004); op.Cit; pp 21.

وبالتالي أي ارتفاع في العائد المتوسط لرأس المال يترجم عن طريق ارتفاع الرغبة في الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية لان الادخار على شكل أرصدة حقيقية يعتبر ضروري للقيام بأي مشروع استثماري.

وفي هذا السياق، العائد الحقيقي على النقود يلعب دورا أساسيا، حيث كلما ارتفع كلما زادت رغبة الأعوان في زيادة ادخاراتهم. كما انه في تحليل Mckinnon لا يوجد نقود بحسب المعنى و إنما يوجد فقط ادخار الذي يصبح نقود بشرط أن يودع في أجهزة الوساطة المالية. وبالنتيجة عندما يرتفع سعر الفائدة الحقيقي المقدم على الودائع فان التكوين المسبق "للادخار/النقود" سوف يصبح أسهل وتراكم رأس المال على حد سواء يكون أكبر وأسرع. وبالتالي حدد Mckinnon دالة الاستثمار على الشكل التالي¹:

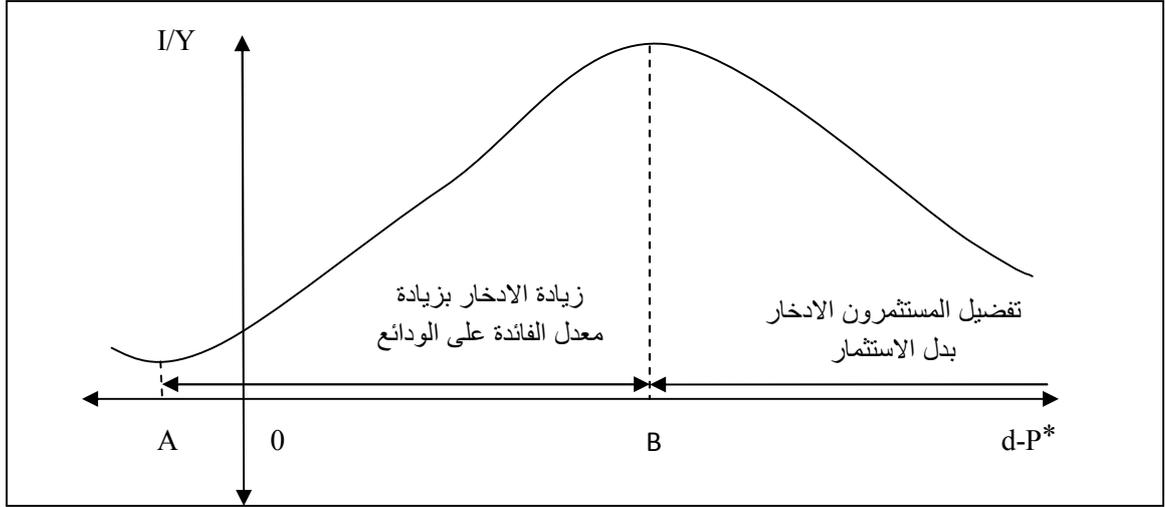
$$\frac{I}{Y} = F(\bar{r}, d - P^*)$$

مع: $\partial F / \partial (d - P^*) > 0$ ، $\partial F / \partial \bar{r} > 0$

الاشتقاق الجزئي الثاني يشير إلى أن التكاملية بين النقود و رأس المال يحدث فقط عندما يصل العائد الحقيقي على الأرصد الحقيقية إلى قيمة محددة، وإذا لم تجاوز هذه القيمة فان النقود ورأس المال تصبح مرة أخرى بديلة لبعضها البعض أي قابلة للإحلال. وبالتالي فحسب Mckinnon يوجد عائد امثل للنقود *rendement optimal de la monnaie*. فإذا كان العائد على النقود مبدئيا ضعيف فان أي زيادة حدية في هذا الأخير سوف يشجع الأعوان على زيادة أرصدتهم الادخارية عوض تملك أصول مادية غير إنتاجية (الجزء [AB] من الشكل رقم I-04)، بمعنى أن الادخار المالي سوف يرتفع مما يحفز على تراكم رأس المال (I/Y)، بينما عندما يصبح العائد الحقيقي على النقود ($d - P^*$) مرتفع جدا (انطلاقا من النقطة B) فان اثر الإحلال يتفوق لان الأعوان الاقتصاديين سيفضلون الاحتفاظ بأرصدة نقدية بدلا من الاستثمار. وبالتالي عندما يصل هذا العائد على النقود مستوى معين، فان النقود ورأس المال ستصبح مرة أخرى أصول منافسة لبعضها البعض في محفظة الأعوان الاقتصاديين.

¹ Baptiste Venet (2004); op. Cit, pp 21 .

الشكل رقم (I-04): تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا



Source: Baptiste Venet (2004); les approches théoriques de la libéralisation financière ; op.Cite ; pp 22

ووفقا لهذا فإذا ما رغبت دولة نامية ما في زيادة تراكم الادخار اللازم لتمويل الاستثمار الجاري في الاقتصاد فإنه ينبغي عليها أن تركز على زيادة الطلب الحقيقي على النقود في شكل ودائع بنكية وهذا عن طريق رفع معدل العائد الحقيقي على النقود. حيث بين Mckinnon أنه إذا تدخلت الحكومة في تحديد معدلات فائدة تحت مستوياتها التوازني، فإن هذا التدخل سوف يؤثر على فعالية الوساطة المالية في عملية تعبئة الادخار وبالتالي ينخفض حجم الاستثمار الأمر الذي ينعكس سلبا على التطور المالي والنمو الاقتصادي للدولة، هذا ما دفع Mckinnon إلى التأكيد على ضرورة تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية كحل لرفع درجة التطور والتعمق المالي لهذه الدول ودفع وتيرة نموها الاقتصادي نحو الأمام.

2.1.4. تحليل Shaw (1973):

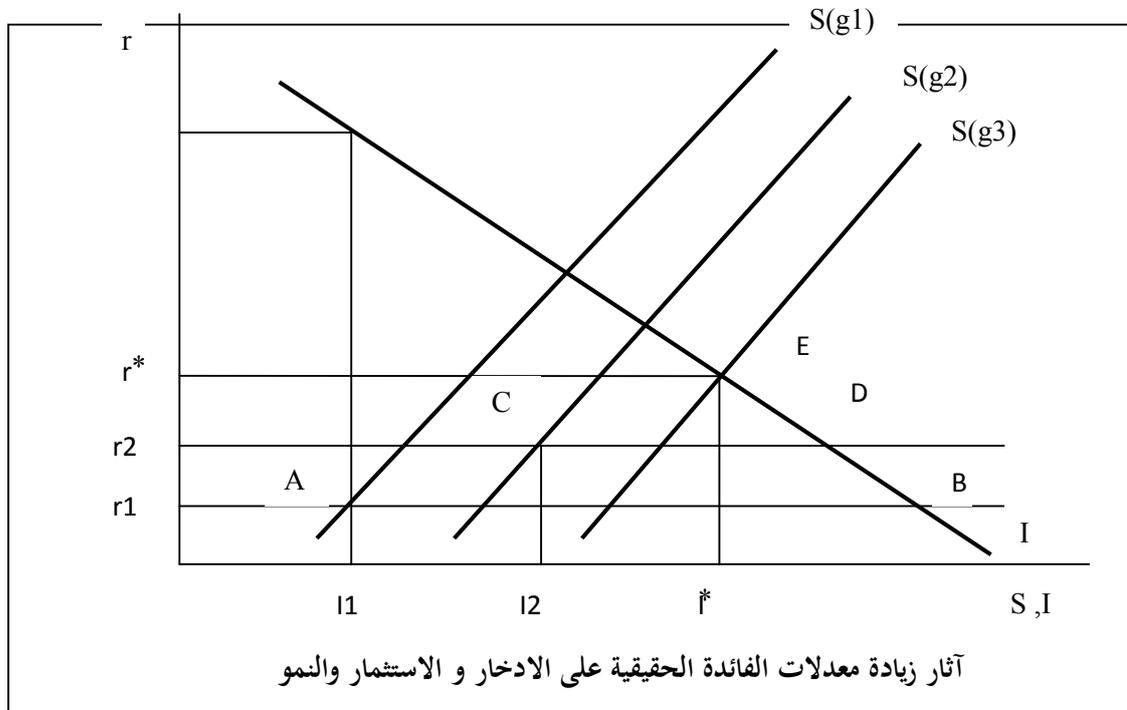
اعتبر Shaw (1973) أن ارتفاع معدلات الفائدة الممنوحة على الودائع، يشجع الأعوان الاقتصاديين على إيداع أموالهم مما يرفع قدرة القطاع المصرفي على الإقراض وتمويل الاستثمارات. وتعتبر مساهمته هذه كتكملة لأعمال Mckinnon.¹

¹ Baptiste Venet (1994); libéralisation financière et développement économique: revue critique de la littérature ; op cite ; pp 89.

حيث أن الأثر الايجابي للتحرير المالي على الاقتصاد يمر بشكل أكبر عن طريق قناة سعر الفائدة الحقيقي والتي يجب أن تتحدد في السوق حسب العرض والطلب على الموارد المالية بشكل يعكس الندرة النسبية للادخار. ويمكن تلخيص اثر تثبيت معدلات الفائدة عند مستويات اقل من القيمة التوازنية عن طريق الرسم البياني رقم (I-05) الذي يظهر أفكار Shaw. حيث اعتبر بان الاستثمار (I) هو دالة متناقصة لسعر الفائدة الحقيقي (I)، أما فيما يتعلق بدالة الادخار فهي دالة متزايدة لمعدل نمو الاقتصاد (g) وسعر الفائدة الحقيقي (I). في المنحنى معدلات الفائدة I_1 و I_2 متعلقة بحالتين أين سعر الفائدة الحقيقي هو محدد بأقل من قيمته التوازنية في السوق ($I_1 < I^*$ ، حيث I^* تمثل سعر الفائدة الحقيقي التوازني الذي يصبح عنده $(I = S^*)$).

معدل النمو المبدئي للاقتصاد هو g_1 . من اجل I_1 (سعر الفائدة الحقيقي الممنوح على الودائع البنكية)، الادخار يكون مساو ل I_1 ، تثبيت أسعار الفائدة الحقيقية (الدائنة والمدينة) عند مستوى اقل من قيمتها السوقية يقلل من الادخار وفي نفس الوقت الاستثمار. جزء من الطلب على الاستثمار لا يمكن إشباعه بسبب عدم كفاية الادخار وهو المتمثل في الجزء [AB].

الشكل رقم (I-05): أثر تحديد معدلات الفائدة تحت مستواها التوازني على الادخار و الاستثمار



Source: Baptiste Venet ; les approches théoriques de la libéralisation financière ; Octobre 2004 ; pp 34.

المرور من r_1 إلى r_2 يوضح تخفيف القيود المفروضة من قبل الدولة على القطاع المصرفي. ارتفاع معدلات الفائدة سوف يسمح بارتفاع معدلات الادخار ونتيجة لهذا الارتفاع حجم ونوعية الاستثمار سوف يرتفع أيضا. وبالنتيجة من اجل أن تكون البنوك قادرة على منح أسعار فائدة أعلى ($r_2 > r_1$) فإنه من الضروري أن تكون مردودية الاستثمار مرتفعة أكثر، ارتفاع أسعار الفائدة يسمح بتقليل عدم كفاية الادخار ($[CD] < [AB]$)، يحفز الاستثمار ويرفع المداحيل.

أما عند المستوى (r^*) فإن الطلب الغير مشبع على الأموال من اجل الاستثمار (I^*) سوف يختفي تماما وذلك عند النقطة E وفي هذه الحالة يكون معدل النمو الاقتصادي (g_3) أكبر من معدل النمو الاقتصادي السابق (g_2) وبالتالي يتحقق التوازن المالي ($I^* = S^*$) أي أن الادخار قام بتغطية كل الاحتياجات المالية للاستثمار وهذا ما يفسر حالة التحرير لمعدلات الفائدة وهو ما يعني الخروج من حالة الكبح المالي.¹

3.4. توسيع تحليل Mckinon and Shaw:

في أعقاب أعمال Mckinon and Shaw حاول عدد من الكتاب توسيع نطاق تحليلهما، حيث عمل Kapur (1976)، Galbis (1977)، Vogel and Buser (1976) على تطوير نماذج اقتصاد كلي حيث الكبح المالي يطبق من قبل السلطات الوطنية التي تثبت أسعار الفائدة على الودائع تحت قيمتها التوازنية في السوق والتحرير المالي يترجم عن طريق ارتفاع في مستويات أسعار الفائدة الحقيقية .

يعتبر Kapur (1976) من بين الاقتصاديين الأوائل الذين حاولوا إكمال تحليل Mckinon و Shaw من خلال إدماجهما في نموذج ديناميكي. واعتبر انه من أجل التقليل من معدلات التضخم من الأفضل زيادة أسعار الفائدة الاسمية الممنوحة على الودائع بدلا من الحد من معدل نمو الكتلة النقدية. حيث أن هذا الأمر سيسمح بتحقيق هدفين في آن واحد: أولا خفض معدلات التضخم نتيجة انخفاض الطلب على النقود كما أن الارتفاع في أسعار الفائدة المدفوعة على الودائع يحفز الأفراد على زيادة الادخار.²

كما قام Galbis (1977) ببناء نموذج يتكون من قطاعين: قطاع تقليدي حيث عائد رأس المال ثابت وضعيف وقطاع حديث حيث أن عائد رأس المال هو أيضا ثابت ولكن مرتفع ، القطاع الأول قادر على تمويل

¹ Baptiste Venet (2004); les approches théoriques de la libéralisation financière ; op. Cite; pp 34.

² Basant K . Kapur (1976); alternative stabilization policies for less-developed economies ; Journal of Political Economy ; Vol 84 ; N° 4; pp 77-95.

استثماراته كليا (تمويل ذاتي)، أما الثاني فبالإضافة إلى التمويل الذاتي فإنه يعتمد على الادخار والقروض المصرفية في تمويل استثماراته. حيث أن التحرير المالي المترجم من خلال ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يؤدي إلى الزيادة في متوسط إنتاجية الاستثمار بالقدر الذي يسمح بتحويل الادخار من القطاع التقليدي إلى القطاع الحديث.¹

أما بالنسبة لـ Mathieson (1979) فقد اعتبر بان السياسة الأمثل هي الإفراط في خفض سعر الصرف. حيث اخذ Mathieson بعين الاعتبار التحرير المالي في ظل اقتصاد مفتوح، آخذا بعين الاعتبار التغيرات التي تطرأ على مستوى سعر الصرف الحقيقي. حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يزيد من ناحية تكاليف الإقراض مما قد يجعل المؤسسات تقترض من الخارج ومن ناحية أخرى تجذب رؤوس الأموال الأجنبية التي ترفع الضغوط التضخمية. هذا الارتفاع في معدلات التضخم يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية، الأمر الذي قد يتسبب في ارتفاع في الأسعار الاسمية مرة أخرى. من اجل تجنب هذا المشكل، اقترح Mathieson تخفيض قيمة العملة من اجل دعم سياسة التحرير المالي. حيث اعتبر بان هذا التخفيض يقلل من دخول رؤوس الأموال وبالتالي يقلل من الارتفاع الغير مرغوب فيه في لأسعار الفائدة.²

أما Vogel and Buser (1976) عرض فرضية تكاملية النقود ورأس المال لـ Mckinnon و Shaw من خلال دمجها ضمن نموذج تحليلي يتضمن العلاقة بين العائد والمخاطرة. حيث ادخل الاقتصاديين أصل ثالث الذي يتمثل في المخزونات من السلع النهائية والسلع نصف النهائية والذي يعتبر كعناصر مؤمنة ضد التضخم. في حين Mckinnon and Shaw اعتبروا بان الكبح المالي هو كبح للعائد الحقيقي للنقود (الفرق بين المعدل الاسمي على الودائع والتضخم)، فان Vogel and Buser ركز على الكبح المالي من حيث الزيادة في المخاطر المتعلقة بهذا العائد أي الزيادة في المعدلات الاسمية المدفوعة على الودائع أو الانخفاض في معدلات التضخم . حيث أن التحرير المالي يمكن أن يأخذ شكلين: ارتفاع في العوائد الحقيقية على النقود أو استقرار في مستوى العوائد الحقيقية أي انخفاض في المخاطر المتعلقة بجيازة النقود.³

4.4. الانتقادات الموجهة لنظرية التحرير المالي:

¹ Vicente Galbis (1977) ; financial intermediation and economic growth in less-developed countries :a theoretical approach ; Journal of Development Studies ; Vol 13; pp 58-72 .

² Donald J. Mathieson (1979) , Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy , Staff Papers (International Monetary Fund), Vol. 26, No. 3 (Sep., 1979), pp. 450-489.

³ Baptiste Venet (1994); libéralisation financière et développement économique : revue critique de la littérature ; Revue d'économie financière ; N° 29; pp 92 .

وجهت العديد من الانتقادات لتحليل Mckinon و Shaw والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

أ. انتقاد فرضية الأثر الإيجابي لسعر الفائدة:

حيث انه خلافا لما جاء به (1973) Mckinon و (1973) Shaw، العلاقة بين سعر الفائدة الحقيقي، مستوى الادخار والاستثمار هي ليست دائما ايجابية. وفي هذا الصدد نجد أعمال عدد من الاقتصاديين التابعين للكينزية الجديدة néo-keynésienne اللذين هاجموا إحدى النقاط الأساسية في المذهب المالي لـ (1973) Mckinon و (1973) Shaw المتمثل في أن ارتفاع أسعار الفائدة يعتبر محفز للادخار، للاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي.

فعلى عكس ما جاءت به نظرية التحرير المالي و التي أكدت على أن تحرير أسعار الفائدة يشجع الاستثمار والنمو الاقتصادي من خلال زيادة عرض الائتمان المصرفي وتحسين كفاءة تخصيص الائتمان، قام Burkett and Dutt (1991) بتطوير نموذج Kaleckien حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يدفع الأفراد إلى الادخار أكثر وبما أن الادخار يعتبر كتسرب فإنه يقلل من الطلب الكلي على القروض فينخفض الاستثمار، بمعنى أن ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع يخفض الطلب الفعال على القروض بسبب انخفاض معدل ربح المستثمرين الأمر الذي يؤثر سلبا على الإنتاج والاستثمار. وبالتالي فحسب Burkett and Dutt (1991) يوجد علاقة سلبية بين معدل الفائدة الحقيقي والاستثمار مبررين ذلك بارتفاع معدلات الفائدة وتكلفة الإقراض التي تؤدي إلى خفض الطلب الفعال على القروض وبالتالي خفض الإنتاج والاستثمار.¹

ب. التمويل الرسمي و التمويل الغير رسمي :

بالرغم من أن الباحثون حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ركزوا فقط على القطاع الرسمي إلا أن الأدبيات تعترف بوجود الدور الذي يلعبه القطاع المالي الغير رسمي في التطور المالي خاصة في الدول النامية أين الأنظمة المالية والأسواق المالية تتميز بوجود بعض الازدواجية مما يعني وجود قطاع مالي رسمي وقطاع مالي غير رسمي جنبا إلى جنب .

¹ Burkett Paul , Amitava Krishna Dutt (1991) , Interest rate policy, effective demand, and growth in LDCs , International Review of Applied Economics , Volume 5, Issue 2, 1991, pp 127-153.

اعتبر الهيكليون الجدد الأسواق المالية الغير رسمية أساس لتشغيل النظام المالي خاصة في الدول النامية حيث يلعب النظام المالي دور محدود في هذه الاقتصاديات لأنها تسهل المعاملات بين المدخرين والمستثمرين. حيث يشكل الاحتياطي الإجباري المفروض على البنوك التجارية تسرب في النظام المالي مما يجعل البنوك غير قادرة على تخصيص الادخار على نحو فعال مثل الأسواق الغير رسمية من حيث أن هذه الأخيرة غير خاضعة لمثل هذه القيود، فبالنسبة للهيكليون الجدد تشكل هذه الاحتياطات عائق أمام الوساطة المالية ذلك أنها تخفض من حجم الأموال المتاحة للإقراض .

حيث ادمج L Taylor (1983)¹ و S V Wijnbergen (1983)² هذه الازدواجية في تحليلهما والتي أهملت في أعمال Mckinnon و Shaw. فحسب هاذين الباحثين هذا النوع من الأسواق يمكن أن يمثل عامل مهم للنمو والتنمية الاقتصادية، فالأسواق المالية الغير رسمية تغطي النشاطات المالية الغير منظمة من قبل سلطات البنك المركزي، فعلى عكس المؤسسات المالية الرسمية الأسواق الغير رسمية نادرا ما تستعمل الوثائق القانونية أو النظام القانوني من اجل متابعة العقود.³

ج. عدم كفاءة الأسواق:

أكد كل من Stiglitz and Wiess (1981) أن تقييد الائتمان يبقى ضرورة حتمية يطبق في الدول النامية التي تريد أن تتبع نهج الاقتصاد المفتوح الذي يتميز بسيادة المنافسة التامة، وهذا راجع إلى خصوصية الأسواق المالية في هذه الدول كونها تعاني من عدم كفاءة والفعالية ومن المشاكل المرتبطة بعدم تماثل المعلومات وغياب الإشراف والرقابة التامة على العمليات المالية والمصرفية. فالمقترض في ظل غياب المعلومات اللازمة عن المقترض يصبح متأكدا من عدم قدرة المقترض على سداد ديونه وهذا ما يدفعه إلى تقييد الائتمان والحد من معدل الفائدة وترشيد توزيعه تجنباً لانخفاض أرباحه المتوقعة الذي قد ينجم عن تمويل المقترض الأكثر تعرضاً للمخاطرة.

فمن خلال الشكل رقم (I-06) يبين الباحثان انه أي زيادة إضافية في معدل الفائدة على القروض I_1 عن المعدل الأمثل I^* سيخفض العوائد المتوقعة من طرف البنك و يرجع ذلك إلى سببين :

¹ Lance Taylor (1983) , Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World, Basic Books, New York.

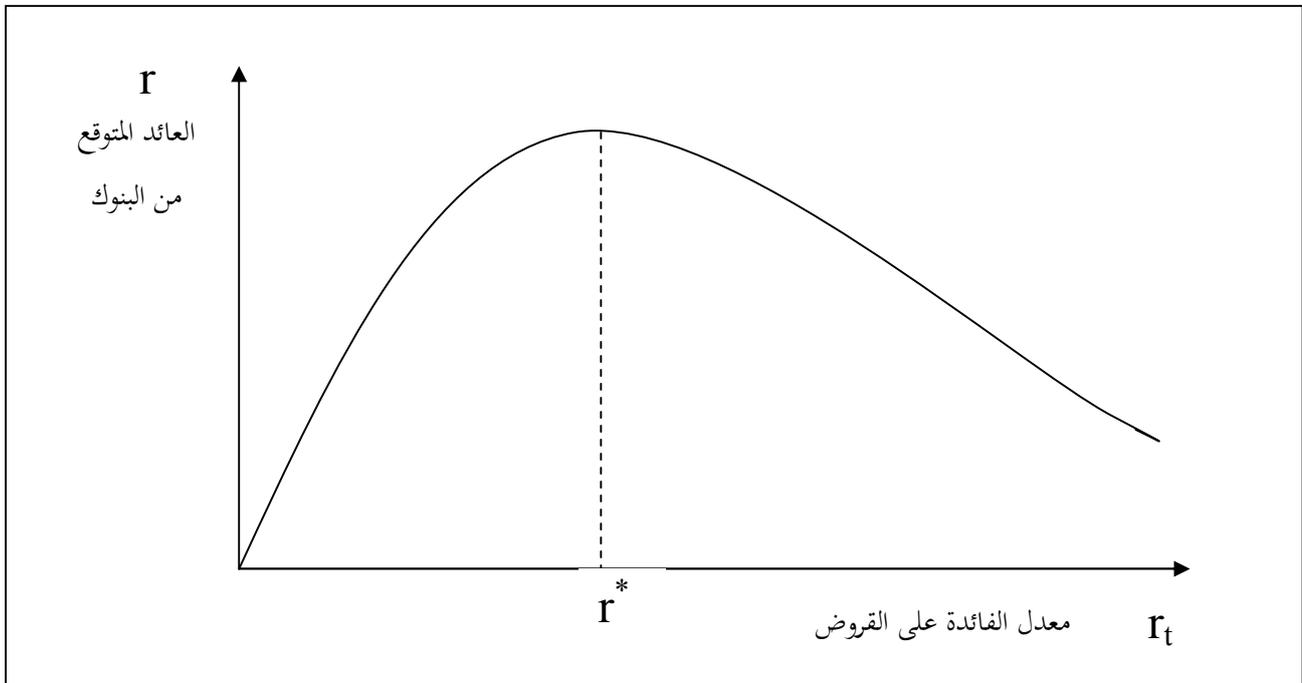
² S. Van Wijnbergen (1983) , Interest rate management in LDC's , Journal of Monetary Economics , Volume 12, Issue 3, September 1983, pp 433-452.

³ Baptiste Venet ; libéralisation financière et développement économique : revue critique de la littérature ; op cite ; pp 96.

- ✓ عند مستوى مرتفع لمعدل الفائدة على القروض تتقدم نسبة أكبر من المقترضين الأكثر ميلا للمخاطرة لطلب التمويل على شكل قروض في حين انه ستنخفض نسبة المقترضين الأكثر كرها للمخاطرة و اللذين لا يتحملون الهروب من سداد ديونهم وهذا ما يسميه الباحثان "الاختيار ذو المخاطرة".
- ✓ كل مقترض يحصل على التمويل بمعدل فائدة يفوق المعدل الأمثل يميل إلى تغيير طبيعة مشروعه طالما أن البنك لا يمكنه فرض رقابة على تصرفاته مما يجعله أكثر اتساما بالمخاطرة وهذا ما يسمى "التحفيز على المخاطرة".

وبالتالي فانه في الحالتين سوف يلجا البنك إلى خفض معدل الفائدة على القروض التي تمنحها وذلك حتى تستطيع أي فئة من المقترضين تحمل تكاليف القروض وبالتالي يرتفع العائد المتوقع لهذه البنوك إلى حده الأقصى. ولهذا يعتبر الباحثان انه كلما ارتفع معدل الفائدة الحقيقي على القروض كلما توجه المقترض إلى تبني استثمارات أكثر خطورة من اجل تعظيم أرباحه وكلما زاد احتمال توقفه عن سداد ديونه اتجاه المقرض وبالتالي تصبح الأرباح المتوقعة للمقرض منخفضة.¹

الشكل رقم (I-06): أثر ارتفاع معدلات الفائدة على القروض على العوائد المتوقعة من البنوك



¹ Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss (1981) , Credit Rationing in Markets with Imperfect Information , The American Economic Review , Vol. 71, No. 3, pp. 393-410.

Source: Baptiste Venet ; les approches théoriques de la libéralisation financière ; Octobre 2004 ; pp 34.

أيضا Cho (1986) تحدث عن أهمية المشاكل المرتبطة بالمعلومات في أسواق القروض حيث اعتبر بان: "نظام تحرير أسعار الفائدة لوحده يعتبر غير كاف من اجل ضمان تخصيص امثل وكامل لرأس المال عند وجود مشاكل متعلقة بعدم تماثل معلومات (سوق غير كفئة) مما يدفع البنوك إلى تفادي تمويل مجموعات جديدة من المقترضين لأنهم يعتبرونهم أكثر خطرا وهذا حتى وإن كان البنك حيادي اتجاه المخاطر أو عدم وجود تحديد لأسعار الفائدة"، وبشكل آخر، تخصيص اختياري للائتمان والذي يعتبر سمة من سمات سياسة الكبح المالي التي يمكن أن يكون استجابة لعدم كفاءة الأسواق.¹

5.4. شروط نجاح سياسة التحرير المالي:

بينت التحليلات النظرية والتجريبية بأن نجاح تحرير الأنظمة المالية لا يمكن أن يتحقق إلا من خلال احترام مجموعة من الشروط المسبقة مثل: الإصلاحات الضريبية، المالية والتنظيمية إضافة إلى استقرار الاقتصاد الكلي، إذ اعتبر الاقتصاديين انه ومن أجل نجاح سياسات التحرير المالي لابد من توفير الظروف الملائمة لنجاح هذه العملية، حيث يتوقف نجاح هذه السياسة على:

أ. **استقرار الاقتصاد الكلي:** والذي يتمثل في استقرار المستوى العام للأسعار، تحقيق عجز معتدل في الميزانية، واستقرار سعر الصرف، حيث أن عدم استقرار الأسعار يرفع من احتمال وقوع أزمات مصرفية ومالية، ويخلق بيئة غير مؤكدة (غير مستقرة)، حيث تتميز حالة عدم استقرار الاقتصاد الكلي بمعدلات تضخم ومعدلات فائدة مرتفعة و غير مستقرة، مما يتسبب في انحراف الأسعار النسبية عن مستواها و يؤثر سلبا على الفرص الاستثمارية طويلة الأجل، كما يؤدي إلى انخفاض مستويات الادخار وتوجه الاستثمار نحو المشاريع الأقل إنتاجية مما يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي. وهذا ما دفع العديد من الدول الناشئة في سنوات 90 إلى إتباع سياسة استهداف التضخم من أجل تحقيق استقرار في الأسعار في محاولة منها لتصحيح الاختلال في ميزانيتها. ففي المدى القصير يعتمد تصحيح الميزانية على تخفيض النفقات العمومية وإعادة هيكلة الشركات العمومية المفلسة. أما في المدى الطويل، فيتطلب علاج العجز في ميزانية الدولة إصلاح ضريبي مناسب حيث

¹ Baptiste Venet (2004); libéralisation financière et développement économique : revue critique de la littérature ; op cite ; pp 95 .

يمكن للسلطات أن تقوم بتوسيع القاعدة الضريبية، تبسيط الهياكل الضريبية وتصحيح معدلات الضريبة لجعلها مناسبة و بالتالي تجنب التهرب الضريبي. وعموما يعتبر الاستقرار الاقتصادي الكلي كشرط ضروري ولكنه غير كاف لنجاح الإصلاحات المالية، حيث يسمح بتحقيق معدلات نمو اقتصادي مستقر ومعدلات تضخم منخفضة تسمح بارتفاع معدلات فائدة الحقيقية بحيث تصبح موجبة.

ب. التنظيم و الإشراف المصرفي: تسعى السلطات لمراقبة نظامها المالي باستخدام القواعد الاحترازية خاصة في حالة ارتفاع عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي، حيث تساعد هذه القواعد على منع تركيز القروض في أيدي عدد قليل من الزبائن، وتلزم البنوك بتنوع محافظهم الاستثمارية وذلك من خلال مراقبة النشاطات المصرفية من أجل إنقاذ البنوك المتعثرة. حيث تضمن القواعد التنظيمية التحوطية إشراف السلطات النقدية على النظام المالي وتقدير مخاطر كل بنك، واكتشاف المؤسسات المالية المتعثرة في الوقت المناسب ومساعدتها، وكمثال عن ذلك نسبة الملاءة القانونية (cooke) والتي تنص على أن الأموال الخاصة على المخاطر المرجحة لا يجب أن تتجاوز 8%. إلا أن النظم الاحترازية لا تعمل بشكل جيد في البلدان النامية، ذلك أن تطبيق هذه العمليات يتطلب إمكانيات بشرية ومالية وهو ما تفتقد إليه الدول النامية. فحسب Plihon (2000) يجب أن يطبق على الدول الناشئة نظام رقابة مختلف، حيث يجب أن يكون هذا النظام أكثر بساطة وأقل تطلبا من حيث حجم الأموال الخاصة، ذلك أن الدول النامية تتميز بشح الموارد المالية وفرض احتياطي إلزامي عالي على البنوك قد ينعكس سلبا على حجم الأموال المتاحة للإقراض وبالتالي النمو الاقتصادي.

ج. التسلسل الأمثل للتحرير: السؤال الأول عند تطبيق سياسة التحرير المالي يتعلق بالترتيب الذي يتم من خلاله إتمام هذه العملية، أي ما هو الترتيب الذي يجب إتباعه عند تحرير الأسواق وهل يجب تحرير جميع الأسواق في وقت واحد، وما هو السوق الذي يجب تحريره أولا؟. أما السؤال الثاني فيتعلق بسرعة عملية التحرير يعني هل من الأفضل اختيار علاج وإصلاح تدريجي أم علاج بالصدمة؟. حيث شكلت مسألة تحديد التسلسل والسرعة الأمثل للإصلاحات المالية التي تضمن استقرار الاقتصاد الكلي، الهدف الأول للعديد من الاقتصاديين.

حيث بمجرد توفر الشروط الأولية لنجاح التحرير المالي والمتمثلة في استقرار الاقتصاد الكلي والتنظيم والإشراف المصرفي، فإنه يتوجب تحديد ترتيب وتسلسل الإصلاحات المالية وكذلك سرعتها، إذ بعد فشل محاولات التحرير المالي في بعض الدول في جنوب أمريكا اللاتينية مثل الأرجنتين وتشيلي ولأوروغواي، اهتمت العديد من

الدراسات بموضوع تحديد تسلسل الإصلاحات الأمثل، وفي هذا السياق العديد من الاقتصاديين أمثال Mckinnon (1991)، Edwards (1986) و Krueger (1986) يتفقون على أربع تسلسلات للتحرير، الأول والثاني على التوالي يتمثل في تحرير القطاع الحقيقي المحلي وتحرير القطاع المالي المحلي، أما الثالث والرابع فهو على التوالي: تحرير العمليات الجارية وتحرير حركة رؤوس الأموال. ويتضمن تحرير الدائرة الحقيقية: تحرير الأسعار، إلغاء الضرائب، والخصوصية.

د. سرعة الإصلاحات المالية: حيث ينبغي تحديد الوقت الضروري من أجل القيام بالإصلاحات المالية. ويمكن أن تكون هذه الأخيرة سريعة وفي هذه الحالات سيتم تحرير جميع القطاعات في آن واحد، وبالتالي فإن الانتقال من حالة الكبح المالي إلى حالة التحرير المالي سيتم في مدة قصيرة دون الأخذ بعين الاعتبار الآثار السلبية المتولدة. أيضا من الممكن أن يتم ذلك بشكل تدريجي وحذر وفي هذه الحالة تتم الإجراءات واحدا تلو الآخر وفي مدة طويلة، ولكن هناك احتمال فقدان الهدف الرئيسي المحدد، بعد فترة طويلة من الإصلاحات. فحسب Villanueva and Mirakhor (1990)¹ سرعة التحرير المالي تعتمد على خصائص الدولة المعنية، حيث أنه إذا تم تطبيق الإصلاح في بيئة اقتصادية غير مستقرة، أو إذا كانت المراقبة والإشراف المصرفي غير فعال، فإنه من الأفضل إتباع سياسة تحرير تدريجي. إلا أن من عيوب التحرير التدريجي هو أن طول فترة الإصلاحات قد يفقد التحرير هدفه الأساسي، حيث كلما تم إجراء الإصلاحات بشكل أسرع، كلما كانت المكاسب المحتملة أكبر، إلا أن هذا الانتقال السريع من الكبح المالي إلى التحرير المالي هو الآخر قد يكون مخوف بالمخاطر. فوفقا لتقرير البنك العالمي حول التنمية في العالم الصادر سنة 1989، تحرير القطاع المالي لا ينبغي أن يكون سريع جدا ولا طويل جدا.

6.4. بعض الدراسات التجريبية حول العلاقة بين التحرير المالي و النمو الاقتصادي:

باستخدام عينة من 34 دولة نامية وسلاسل زمنية تغطي الفترة 1965-1973 والفترة 1974-1985، اختبر Gelb (1989) أثر معدلات الفائدة على النمو الاقتصادي، وقد بينت النتائج أن سعر الفائدة الحقيقي يؤثر على النمو من خلال تحسين نوعية الاستثمار بشكل أكبر من تأثيره على النمو من خلال ارتفاع كمية الاستثمارات.² في نفس السياق، حاول Warman and Thirlwall (1994) اختبار فرضية أن ارتفاع

¹ Delano Villanueva , Abbas Mirakhor (1990) , "Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries" , Staff Papers (International Monetary Fund) , Vol. 37, No. 3 (Sep., 1990), pp. 509-536.

² Alan Gelb ; financial policies , growth and efficiency ; Working Paper ; The World Bank ; June 1989 .

أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى زيادة معدلات الادخار و الاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي في المكسيك خلال الفترة 1960-1990. وقد توصل الباحثان إلى الادخار يرتبط بشكل ايجابي مع أسعار الفائدة الحقيقية وأن الاستثمار يرتبط بشكل ايجابي مع زيادة عرض الائتمان من النظام المصرفي ولكن تأثير أسعار الفائدة على الاستثمار هو سلبي.¹ وباستعمال مقاطع عرضية لـ 21 بلدا خلال الفترة 1971-1980، توصل Lanyi and Saracoglu (1983) إلى وجود علاقة ايجابية ومعنوية بين أسعار الفائدة ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.² أيضا قام Fry (1988) بفحص العلاقة بين أسعار الفائدة والوساطة المالية باستخدام سلاسل زمنية ومقاطع عرضية لعشر دول آسيوية نامية خلال الفترة 1962-1972، وقد توصل إلى وجود علاقة ايجابية ومعنوية بينهما.³

من جهته اختبر Cupta (1986) اختبر دور التحرير المالي في الهند وكوريا الجنوبية، وقد بينت النتائج المتحصل عليها أنه وبالرغم من اختلاف إستراتيجية التحرير المالي المتبعة في البلدين إلا أن التحرير المالي ساهم في تعزيز التطور المالي وتحسين النمو الاقتصادي في كلا البلدين.⁴ كما بين Demetriade and luintel (2001) أن تحديد أسعار الفائدة عند مستويات اقل من المستوى التوازني أثر بشكل سلبي على العمق المالي والنمو الاقتصادي في كوريا الجنوبية خلال الفترة 1956-1994.⁵

كما حاول Denizer et al (2007) تقييم ما إذا كانت سياسات التحرير المالي أدت إلى زيادة الكفاءة البنوك التجارية في تركيا، وما إذا كانت البيئة الكلية الغير مستقرة والمتميزة بمعدلات تضخم عالية ومعدلات نمو متقلبة لديها تأثير على كفاءة البنوك في تركيا خلال الفترة 1970-1994. وقد بينت الدراسة أن التحرير لم يقدم النتائج المتوقعة، حيث لم تزداد درجات الكفاءة بعد إدخال هذه السياسة بل العكس برامج التحرير تلاها

¹ Fanny Warman , A P . Thirlwall ; interest rates , saving , investment and growth in mexico 1960-1990 :tests of financial liberalization hypothesis ; Journal of Development Studies ; Vol 30 ; 1994 ; pp 629-649 .

² Lanyi, Anthony; Saracoglu, Rüdü (1983) , The importance of interest rates in developing economies , Finance and development : F&D ,The International Monetary Fund , Vol. 20.1983 , pp 20-23.

³ Maxwell J Fry ; money , interest and banking in economic development ; the Johns Hopkins University Press ; Baltimore , MD , London ; 1988 ; pp 522 .

⁴ L . Gupta ; financial development and economic growth in India and South Korean ; Journal of Economic Development ; available at the following URL : <http://www.jed.or.kr/full-text/11-2/3.pdf>

⁵ Panicos O Demetriades , Kul B Luintel ; financial restraints in the South Korean miracle ; Journal of Development Economics ; Vol 64 ; April 2001 ; PP 459-479 .

انخفاض ملحوظ في الكفاءة وهذا بسبب عدم استقرار الاقتصاد الكلي للاقتصاد التركي بصفة عامة والقطاع المالي بصفة خاصة¹.

كما بحث Khalaf and Sanhita (2009) تأثير سياسات الكبح المالي خلال الفترة 1970-2002 ونتائج سياسات التحرير المالي خلال الفترة 2003-2007 على التطور المالي في العراق باستخدام نموذج ARDL. وقد كشفت النتائج أن التطور المالي في العراق ظل منخفض خلال كامل الفترة 1970-2007 وهذا يعني أن كلتا السياستين ثبطا التطور المالي في العراق. وأن محاولة التخلص من آثار الكبح المالي من خلال انتهاج سياسات التحرير المالي لم تستطع الرفع من معدلات التطور المالي وهذا عكس ما افترضه Mckinnon وShaw. وهذا راجع إلى الأوضاع الأمنية الغير مستقرة والمشهد السياسي، غياب مناخ استثماري ملائم، والبيئة الاقتصادية الكلية الغير مستقرة (معدلات التضخم المرتفعة). وهذا يعني أن نجاح التحرير المالي يعتمد على توفر مجموعة من الشروط: استقرار الاقتصاد الكلي، نوعية المؤسسات المالية والقانونية والأوضاع الأمنية والسياسية².

وهدف Ben Naceur et al (2008) من خلال دراسته إلى تقييم الآثار المترتبة عن تحرير سوق الأوراق المالية في منطقة MENA على النمو الاقتصادي ونمو الاستثمار وتطور النظام المالي في منطقة MENA وذلك باستخدام عينة من 11 دولة خلال الفترة 1979-2005. وقد بينت النتائج أن تحرير سوق الأوراق المالية ليس له تأثير على النمو الاقتصادي ونمو الاستثمار، بينما أثر هذا التحرير على تطور سوق الأوراق المالية هو سلبي في الأجل القصير ولكن يتحول إلى إيجابي في الأجل الطويل. وقد أكد الباحثون على أهمية تسلسل السياسات المتعلقة بالتحرير حيث يجب إصلاح النظام التجاري قبل التحرير الكلي لحساب رأس المال أي انه يجب إصلاح الاقتصاد المحلي قبل فتحه بشكل كامل أمام المنافسة الأجنبية³.

وباستخدام عينة من 21 بلدا إفريقيا خلال الفترة 1981-2009 ومنهجية GMM للتقدير نماذج Dynamic Panel، بين Abdullahi D. Ahmed (2013) أنه في المتوسط يرتبط التحرير المالي سلبا مع

¹ Cevdet A. Denizler , Mustafa Dinc , Murat Tarimcilar (2007); financial liberalization and banking efficiency :evidence from Turkey ; Journal of Productivity Analysis ; Vol 27 ; N° 3, pp 177-195 .

² Amar Hamad Khalaf , Athawale Sanhita (2009); financial liberalization and financial development in IRAQ ; Savings and Development ; Vol 33 ; N° 4; pp 377-404 .

³ Samy Ben Naceur , Samir Ghazouani , Mohammed Omran (2008); does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region ? ; Journal of Comparative Economics ; Vol 36 ; pp 673-693 .

نمو الدخل في المنطقة، حيث أن تحرير السوق المالي خفض متوسط النمو الاقتصادي السنوي بنسبة 0,09%، وتؤيد النتائج المتوصل إليها الأدبيات التي شككت في فرضيات نظرية التحرير المالي والتي اعتبرت أن التحرير المالي قد يترافق مع انخفاض في النمو الاقتصادي من خلال تسببه في زعزعة الاستقرار وتحفيز هروب رؤوس الأموال المحلية وزيادة خطر الهشاشة المالية، حيث أن هذا التحرير قد يفاقم عدم استقرار الاقتصاد الكلي وخاصة إذا لم يترافق هذا التحرير مع توفير بيئة مؤسسية وسياسية ملائمة التي تشجع الاستقرار الداخلي والخارجي. حيث يوجد تأثير كبير للتحرير المالي على الائتمان المحلي وتوفر القروض الائتمانية للقطاع الخاص في الدول التي تتمتع بمؤسسات قانونية قوية تحمي حقوق الملكية. كما بينت الدراسة أنه ينبغي تعزيز التنمية المؤسسية والشفافية، إصلاح المحاكم، وتعزيز حقوق الدائنين قبل تحرير القطاع المالي¹.

وبالاعتماد على عينة من ست دول ناشئة في منطقة شرق آسيا خلال الفترة 1980-2002، وباستعمال بيانات Panel وتقنيات LS، TSLS و GMM للتقدير، بينت Saoussen Ben Gamra (2009) أن تأثير التحرير المالي على النمو يعتمد على طبيعة وسرعة تحرير القطاعات المالية، حيث يرتبط التحرير الكلي للقطاع المالي مع نمو بطيء في حين يرتبط التحرير الجزئي التدريجي إيجاباً مع النمو الاقتصادي. كما أن النمو يتأثر بشكل إيجابي من التحرير المالي المحلي، وبشكل ضعيف من انفتاح سوق الأسهم، وبينما يؤثر تحرير حساب رأس المال بشكل سلبي على النمو².

وبينت دراسة Lahcen Achy (2003) باستخدام عينة من خمس دول في منطقة MENA (مصر، الأردن، المغرب، تونس وتركيا) خلال الفترة 1970-1998، وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والاستثمار الخاص من جهة وبين التطور المالي والنمو الاقتصادي من جهة أخرى، وتأثير سلبي بين التطور المالي والادخار الخاص من جهة أخرى³.

¹ Abdullahi D . Ahmed (2013); effects of financial liberalization on financial market development and economic performance of the SSA region :an empirical assessment ; Economic Modelling ; Vol 30; pp 261-273 .

² Saoussen Ben Gamra (2009); does financial liberalization matter for emerging East Asian economies growth ? some new evidence ; International Review of Economics and Finance ; Vol 18; pp 392-403 .

³ Lahcen Achy (2003); financial liberalization, saving, investment and growth in MENA countries; Middle East Economics; Vol 6.

باستعمال البيانات السنوية لعينة تتضمن أكثر من 4000 بنك من عشر اقتصاديات ناشئة (الأرجنتين، البرازيل، البيرو، المكسيك، الهند، إندونيسيا، كوريا، باكستان، فلبين، تايلاند) خلال الفترة 1991-2000 أظهر Hermes and Nhung (2010) وجود تأثير إيجابي لبرامج التحرير المالي على كفاءة البنوك¹.

وبالاعتماد على بيانات فصلية لـ 11 دولة في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 1995-2007، بينت دراسة Durmus Ozdemir (2014) أن التحرير المالي يرتبط سلباً مع النمو الاقتصادي، وهذا ما يعني أن المستويات العالية للنمو الاقتصادي بعد الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي ليست ناجمة عن تحرير الأسواق المالية. وأن الانفتاح المالي قبل الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي كان له أثر سلبي كبير ولكن مع قواعد الاتحاد الأوروبي ومع بداية الإصلاحات و زيادة التطور المالي المحلي، أصبح له تأثير سلبي أقل².

5. قنوات الانتقال بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

باستخدام نموذج AK المطور من قبل Romer (1986)، حدد Pagano (1993) ثلاث قنوات للانتقال بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على المدى الطويل³:

- ✓ توفر نظام مالي أكثر فعالية يمكن أن يساهم في رفع نسبة الادخار المخصص لتمويل الاستثمار، بالإضافة إلى أن توفر نظام مالي أكثر فعالية قادر على تحديد الفرص الاستثمارية وتخصيص حصة أكبر من المدخرات للمشاريع الأكثر إنتاجية. كما أنه يؤدي إلى خفض تكاليف المعاملات التي يتضمنها جمع الادخار وتخصيصه للاستثمار، هذه التكاليف تمثل حصة من الادخار تتم خسارتها أثناء عملية الوساطة (01).
- ✓ من خلال تخصيص الادخار نحو المشاريع الأكثر ربحية، التطور المالي يرفع الإنتاجية الحدية لرأس المال التي تعتبر عامل من عوامل النمو على المدى الطويل (2).
- ✓ توفر نظام مالي أكثر فعالية يمكن أن يرفع معدل الادخار الخاص، حيث أن تطوير أدوات ادخار موثوقة وفعالة وزيادة أسعار الفائدة الممنوحة على الادخار يمكن أن يؤدي إلى ارتفاع معدلات الادخار (03).

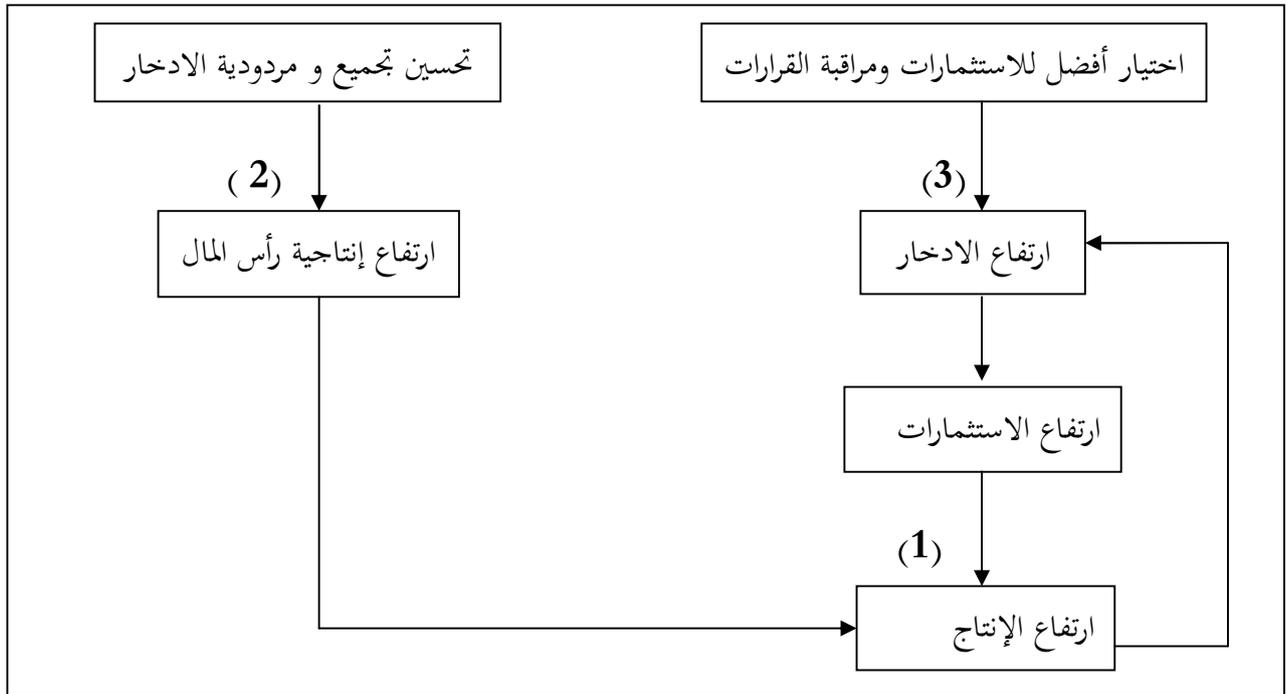
¹ Niels Hermes, Vu Thi Hong Nhung (2010); the impact of financial liberalization on bank efficiency :evidence from Latin America and Asia ; Applied Economics ; Vol 42 ; pp 3351-3365 .

² Durmus Ozdemir (2014), Economic growth and financial liberalization in the EU accession countries, Applied Economics Letters, vol. 21, issue 15, pp 1036-1044.

³ Pierre JACQUET , Jean-Paul POLLIN (2007) , Systèmes financiers et croissance , Document de Recherche , N° 2007-23 , pp 02-03.

وقد لخص Jacquet and Pollin (2007) هذا الأمر كما يلي: لنفترض انه يوجد تناسب بين رأس المال ومستوى الإنتاج، يمكننا تبرير تأثير القطاع المالي على معدل النمو الاقتصادي بما يلي: تحسين كفاءة النظام المالي يولد زيادة في مستويات الإنتاج بسبب رفع مستوى وإنتاجية رأس المال والذي يولد زيادة في الادخار وزيادة في مخزون رأس المال.

الشكل رقم (I-08) : قنوات التفاعل بين النظام المالي والنمو الاقتصادي



Source : Pierre JACQUET, Jean-Paul POLLIN (2007), Systèmes financiers et croissance, Document de Recherche, N° 2007-23, pp 02-03.

أما بالنسبة ل R. Levine (1997) اعتبر أن التطور المالي يشجع النمو الاقتصادي من خلال قناتين هما قناة تراكم رأس المال و قناة الإبداع التكنولوجي (التقني):¹

أ. تراكم رأس المال: حيث يمكن تحسين معدل تكوين رأس المال، من خلال رفع معدل الادخار أو من خلال إعادة تخصيص الادخار، ويؤثر النظام المالي على تراكم رأس المال من خلال ثلاث طرق:

✓ النظام المالي يخفض تكاليف تداول الأموال بين المقرضين والمقترضين من خلال تخفيض تكاليف المعلومات والمعاملات.

¹ Ross LEVINE (1997) , Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda , Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2 , pp. 688-726.

✓ يمكن تغيير قرارات الادخار للأفراد والعائلات من خلال القيام باستثمارات طويلة الأجل أكثر جاذبية. حيث إذا كان الوسطاء والأسواق المالية غير قادرين على إقناع المدخرين أن المشاريع الاستثمارية التي يخططون لتمويلها مجدية، المستثمرين يمكن أن يختاروا الاستهلاك بدلا من الادخار أو وضع مدخراتهم في مشاريع أخرى أقل إنتاجية.

✓ الوساطة المالية تؤثر على تراكم على رأس المال من خلال إعادة تخصيص الأموال من اجل استخدامها في المشاريع الأكثر إنتاجية الأمر الذي يرفع معدل العائد على الادخار. ومع ذلك، الآثار المترتبة على التغيير في معدل العائد على الادخار تتسم بالغموض، وذلك لان ارتفاع معدل العائد على الادخار، يرفع تكاليف الاستهلاك اليوم أو تكاليف عدم الادخار مما يؤدي إلى المزيد من الادخار، ولكن في المقابل هذه الزيادة في معدل العائد على الادخار تعني أيضا أن الأفراد أو العائلات لا يحتاجون لادخار قدر أكبر لتحقيق مستويات الدخل المرغوبة مستقبلا.

كخلاصة يمكن القول أن الإنتاج يعتمد على مخزون رأس المال الذي يعتمد بدوره على الادخار. كما أن النمو في الاقتصاد يتوقف على الادخار المحقق من قبل مختلف الأعوان الاقتصاديين الموجودين في هذا الاقتصاد. وبالتالي، ارتفاع الادخار يسمح بتحقيق تراكم رأس مال عالية وبالنتيجة مداخل عالية. وبالتالي يتمثل دور النظام المالي في تحويل الادخار إلى رأس مال منتج.

ب. الابتكار التكنولوجي: كما يمكن للنظم المالية أن تؤثر على الابتكار التكنولوجي، فمن خلال قدرتها على تنويع المخاطر، تحفز النظم المالية المدخرين على الاستثمار في الشركات والمشاريع ذات المخاطر العالية والعائد المرتفع، مما قد يؤدي إلى زيادة مستوى التمويل الموجه لهذه الأنشطة. كما يمكن للوسطاء الماليين توفير التمويل الخارجي للشركات الجديدة التي تحتاج ضح أموال كبيرة، حيث من خلال وظيفة الرصد والمراقبة يمكن للوسطاء تحسين استعداد المدخرين لتوفير التمويل للشركات المبتكرة أو المشاريع الجديدة. كما تعتبر الأسواق المالية ذات فعالية عالية في تمويل الصناعات التي لا تتوفر عنها المعلومات والبيانات وذلك لأن هذه الأسواق تسمح للمستثمرين الذين لديهم وجهات نظر متماثلة بتشكيل ائتلافات لتمويل مشروع استثماري معين. وقد اعتبر العديد من الاقتصاديين أمثال 1990 Romer، 1991 Grossman and Helpman، (1992) Aghion and Howitt، أن تمويل الابتكار التكنولوجي أساس تعزيز النمو الاقتصادي، كما

اعتبر Schumpeter (1911) أن تعزيز نمو يرتبط بوضع مجموعة جديدة من عوامل الإنتاج متفوقة نوعياً عن السابقة، فبالنسبة له الابتكار يتضمن:

- تصنيع سلع جديدة، غير مألوفة للمستهلكين أو نوعية جديدة من السلع.
- إدخال طرق جديدة في الإنتاج.
- فتح خطوط تسويقية جديدة.
- فتح مصدر جديد للمواد الأولية أو للمواد نصف مصنعة.

ومن أجل تنفيذ ابتكاراتها يجب أن تتوفر المؤسسة على الأموال، والمصرفي أو النظام المصرفي هو الذي يوفر للمؤسسة هذه الأموال، حيث أن المؤسسة هي المبتكرة والنظام المصرفي هو الممول لهذا الابتكار.

كما اعتبر King and Levine (1993) أن الوسطاء الماليين يؤثرون على نشاط المقاولين ويحسنون إنتاجية استثماراتهم من خلال:¹

- تقييم المشاريع المحتملة و اختيار الأفضل من بينها،
- تعبئة الموارد الضرورية لانجاز المشاريع الاستثمارية المحددة مسبقاً بأقل تكلفة و أفضل الشروط.
- تنوع المخاطر المرتبطة بأنشطة الابتكار.

¹ Robert G. King , Ross Levine (1993) , Finance, entrepreneurship, and growth Theory and evidence , Journal of Monetary Economics , Vol .32 , pp 513-542.

الجدول رقم (I-02): قنوات تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي

الباحث	قنوات تأثير النظام المالي على الدائرة الحقيقية
(1911) Schumpeter	– تمويل الابتكار التكنولوجي
(1993) Pagano	– توفر نظام مالي أكثر كفاءة يساهم في زيادة الادخار المخصص للاستثمار – تخصيص الادخار للمشاريع الأكثر ربحية – توفر نظام مالي أكثر كفاءة يمكن أن يرفع معدل الادخار الخاص
(2005) Levine	الوسطاء الماليين يحسنون كفاءة الأعوان الاقتصاديين من خلال خمس وظائف: – تسهيل تبادل السلع و الخدمات – تعبئة و جمع الادخار – تجميع المعلومات حول الاستثمارات الممكنة و تخصيص الادخار لها – توزيع، تنويع و تسيير المخاطر – متابعة تنفيذ الاستثمارات و رصد المدراء

Source: Jean Paul Mvogo, les politiques de développement financier en afrique subsaharienne, définition- enjeux- réalités et propositions, these de doctorat, universite paris dauphine, pp 51.

IV. التطور المالي بين الحد من الفقر و التسبب في عدم الاستقرار المالي:

1. العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي (أثر العتبة):

أغلبية الأدبيات النظرية أجمعت على أهمية التطور المالي في عملية النمو و دافعت على فرضية وجود ارتباط خطي متزايد بين المتغيرين. إلا أنه ظهرت فرضية أخرى أشارت إلى وجود آثار العتبة في العلاقة بين التطور المالي والنمو، وبالمقابل ظهرت العديد من الدراسات التي اهتمت بهذه الفرضية إلا أن هذه الدراسات لم تتفق حول المتغير الذي المحدد لهذه العتبة.

فبالرغم من أن العديد من الدراسات بينت وجود علاقة إيجابية بين هاذين المتغيرين، أولها دراسات King and Levine (1993) and Levine and Zervos (1998)، Rousseau and Wachtel (2000)، Beck et al (2000) وآخرون . إلا أنه يوجد دراسات أخرى أكدت أن العلاقة بين التمويل والنمو تعتبر غير مؤكدة وغامضة من بينها دراسة Ram (1999)، بينما بينت دراسات أخرى كتلك المقدمة من قبل Gregorio et Guidotti (1995) وجود ارتباط سلبي بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. وبالتالي فإن العلاقة بين التطور المالي والنمو تعتبر غير قوية. ومن الاحتمالات المهمة المفسرة لهذه النتائج المتناقضة هو وجود أثر العتبة: أي أن العلاقة بين التمويل والنمو ليست خطية ولكنها تتوقف على الحالات الاقتصادية للبلد خلال فترة التقدير. إذ أشار Berthélémy and Varoudakis (1998) إلى وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو بالنسبة إلى الاقتصاديات التي تعاني من كبح مالي. كما بينا Deidda and Fattouh (2002) أن العلاقة بين التطور المالي والنمو ليس ذات دلالة معنوية في الدول منخفضة الدخل ولكنها تصبح ايجابية وذات دلالة إحصائية في الدول ذات الدخل العالي. بينما لم يصنف Rioja and Valev الدول بدلالة مداخيلها وإنما بدلالة مستوى تطورها المالي، حيث تحصلا على نتائج تؤكد على العلاقة بين التمويل والنمو لا تصبح ايجابية وذات دلالة إحصائية إلا عندما يتجاوز التطور المالي عتبة معينة.

حيث افترضت عدد من الدراسات أن اثر التطور المالي على النمو هو بدلالة مستوى التنمية الاقتصادية، بينما اعتبرت دراسات أخرى أن هذا الأثر هو بدلالة مستوى التطور المالي. وبالتالي فالسؤال الذي يطرح نفسه هو: هل يوجد بالفعل تأثير للعتبة على العلاقة بين التطور المالي والنمو ؟ وإذا كان بالفعل يوجد أثر للعتبة فهل مستوى التنمية الاقتصادية هو المتغير المحدد للعتبة أم مستوى التطور المالي؟

أكدت العديد من الأدبيات النظرية على أن أثر التطور المالي على النمو يختلف حسب مستوى التنمية الاقتصادية للبلد أو حسب مستوى تطوره المالي. وركزت هذه الأدبيات على آثار اقتصاديات الحجم، التعلم عن طريق الممارسة والعوائد المتناقصة التي يمكن أن تحدث في القطاع المالي في مختلف مراحل التنمية الاقتصادية.

فبالنسبة إلى Acemoglu and Zilibotti (1997) فقد أشار إلى أهمية اقتصاديات الحجم في عملية تجميع وتعبئة المدخرات للمشاريع الأكثر إنتاجية. حيث وبحسب الباحثان فإن المشاريع ذات العوائد العالية تكون في الغالب غير قابلة للتجزئة وتتطلب حجم معين من التمويل من اجل الانطلاق في تنفيذها، وعليه فإن القطاع المالي يجب أن يصل إلى حد معين من التطور ليكون قادرا على تعبئة المدخرات اللازمة من اجل تمويل مثل هذه المشاريع، أي بمعنى آخر القطاع المالي يجب أن يتم تطويره بشكل كاف ليكون قادرا على تعبئة الأموال الضرورية لتمويل هذه المشاريع ذات المردودية العالية ويساهم في النمو الاقتصادي. كما أن مردودية المشاريع في الدول ضعيفة الدخل في الغالب محدودة بسبب ضعف رأس المال البشري وغياب البنية التحتية العمومية. وبالنتيجة فحتى إن كان لدى البنوك القدرة، فستكون مترددة في تمويل النشاطات المنتجة في اقتصاد حيث مردودية رأس المال ضعيفة. فليكون المشروع مربح، يجب أن يقابله طلب على مخرجات هذا المشروع، ولكن ضعف الطلب الداخلي في الدول ضعيفة الدخل يحول في الغالب دون تنفيذ المشاريع ذات المردودية العالية. وبالتالي وجود اقتصاديات الحجم تعني ظهور مصيدة الفقر التي تتميز بمستوى ضعيف من التطور المالي والتنمية الاقتصادية. كما أن ضعف الادخار المحلي الذي يعتبر نتيجة لضعف المداخل يحد من قدرة الوسطاء على تمويل المشاريع والمساهمة في النمو الاقتصادي¹.

كما أن الأثر الايجابي للتطور المالي على النمو لا يظهر بشكل واضح إلا في الدول خارج مصيدة الفقر، فبمجرد أن يسمح مستوى التطور المالي بجدوى المشاريع ذات المردودية، التعلم عن طريق الممارسة يسمح للوسطاء الماليين برفع فعاليتها. حيث أشار Lee (1996) إلى مفهوم التعلم عن طريق الممارسة من خلال تطوير نموذج حيث قرارات الإقراض تأخذ على أساس عملية التعلم. المقرض يتحصل على معلومات خاصة ومعينة حول المشاريع ليتخذ قرار تمويلها، بالإضافة إلى ذلك يستخلص الدروس من المشاريع السابقة التي تسمح له أن يكتسب خبرة تتعلق بهذا النوع من المشاريع. فبحسب Lee النمو لا يمكن أن يستفيد من توسع القطاع المالي إلا بوجود

¹ Daron Acemoglu, Fabrizio Zilibotti (1997), Was prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth, Journal of Political Economy, Vol. 105 (4), pp 709 – 751.

مشرفين ذوي خبرة كافية والقادرين على إدارة هذا التطور، والخبرة في القطاع المالي تتحقق من خلال التعلم عن طريق الممارسة ولذلك يجب تطوير النظام المالي بما فيه الكفاية من اجل تحفيز النمو الاقتصادي¹.

كما انه وفي حال أن بلغت الدولة مستويات تنمية عالية جدا، فانه من المتوقع أن أثر التطور المالي على النمو سينخفض بسبب فرضية العوائد المتناقصة.

وعموما فان النظرية آثر العتبة تتوقع انه بالنسبة إلى الدول ذات المداخليل الضعيفة أو الأدنى من عتبة معينة للدخل الفردي، النظام المالي يمكن أن يتواجد في مصيدة التخلف الاقتصادي (أو مصيدة الفقر) حيث يكون غير قادر على المساهمة في النمو. ثم بمجرد تجاوز هذه العتبة للتنمية، ومن خلال اقتصاديات الحجم والتعلم عن طريق الممارسة يحفز النظام المالي النمو. وأخيرا بعدما يتجاوز العتبة الثانية، وبسبب العوائد المتناقصة سوف تنخفض مساهمة التطور المالي في النمو في الدول الغنية.

2. التطور المالي ودوره في الحد من الفقر:

أضحت العلاقة بين النمو الاقتصادي والحد من الفقر محط اهتمام العديد من الاقتصاديين في الآونة الأخيرة والذين أشاروا إلى أن التطور المالي يمكن أيضا أن يكون له تأثير غير مباشر على مستوى معيشة الفقراء من خلال دعمه للنمو الاقتصادي. وتأثير مباشر من خلال عمله على ضمان وصول أسرع وبسهولة للخدمات المالية من قبل الفقراء، مما يسهم في الحد من الفقر في البلدان النامية. إلا أن الاحتكاكات الموجودة في السوق غالبا ما تحول دون استفادة الفقراء من الخدمات المالية. وبالتالي، من خلال معالجة مشاكل عدم تماثل المعلومات وارتفاع تكاليف الإقراض التي يعاني منها صغار المقترضين سترتفع فرص نفاذ الفقراء إلى الخدمات المالية والتمويل الرسمي، مما يرفع الأصول الإنتاجية للفقراء و يعزز إنتاجهم و مداخلهم ويزيد من احتمال تحقيق التنمية المستدامة.

وقد حظيت مسألة الحد من الفقر في البلدان النامية اهتماماً متزايداً خلال السنوات الأخيرة، فقد تزايد اهتمام واضعي السياسات حول تخفيض مستويات الفقر وأعداد الفقراء في بلدانهم. وفي الوقت نفسه، بدأت المؤسسات المالية الدولية أيضاً في تقديم مزيد من المساندة للجهود الرامية إلى تخفيف حدة الفقر في عدد كبير من البلدان النامية التي يجسد الفقر أحد سماتها الأساسية.

¹ Jaewoo Lee (1996), Financial development by learning, Journal of Development Economics, Vol. 50, Issue 1, pp 147-164.

1.2. العوامل التي تحد من نفاذ الفقراء للخدمات المالية:

لخص Kpodar (2004) العوامل التي تحد من وصول الفقراء إلى سوق الائتمان الرسمي في البلدان النامية فيما يلي:¹

- **عدم وجود ضمانات كافية أو مقبولة:** والسبب الرئيسي في ذلك هو عدم تماثل المعلومات، فالبنوك التجارية لا تمتلك وسائل وطرق فعالة تساعد على تقييم طلبات الائتمان وتنقصها المهارات اللازمة التي تمكنها من مراقبة أداء المقترضين. بينما تطوير القطاع المالي يمكن أن يقلل من تكاليف الحصول على المعلومات، الأمر الذي يعزز تمويل المشاريع التي لا يمتلك أصحابها الضمانات الكافية. كما يساعد الابتكار المالي على تطوير أدوات تمويلية تتكيف مع خصائص المؤسسات المصغرة وتوفر بشكل فعال خدمات الادخار والاقتراض للفقراء. فعلى سبيل المثال في المناطق الحضرية في أمريكا اللاتينية بدأت البنوك التجارية اعتماد أساليب القروض الجماعية *méthodes prêt de groupe* التي تم تطويرها واختبارها مسبقا من قبل مؤسسات التمويل الأصغر *microfinance* سابقا (Mosley ; 1999).
- **القيود المادية:** فبعد المسافة بين مكان إقامة الفقراء والفروع البنكية يمكن أن يعيق وصولهم إلى القطاع المالي الرسمي. بينما توسع القطاع المالي يمكن البنوك من تغطية أكبر وأوسع للتراب الوطني. فالبنوك التجارية تتمركز في المناطق الحضرية، ومع زيادة تطورها تمتد خدماتها تدريجيا إلى المناطق الريفية، مما يمكن الفقراء على الأقل الاستفادة من تسهيلات على الودائع من ناحية (يظهر هنا أثر قيادة رأس المال). وبالتالي تصبح الخدمات المالية اقرب إلى الفقراء ويصبح بإمكانهم الحصول على عائد على مدخراتهم إذا كانت أسعار الفائدة الحقيقية موجبة بدلا من اكتنازها. من ناحية أخرى يمكن استخدام هذه الادخارات المتراكمة يمكن في تقديم تسهيلات ائتمانية للعائلات الأخرى الفقيرة أو المؤسسات المصغرة. إلا أنه مع ذلك وحتى لو كانت البنوك قريبة من العائلات الفقيرة يوجد عائق آخر في الدول النامية يحول دون استفادة الفقراء من توسع القطاع المالي وهو أن فتح حساب بنكي يخضع إلى مبلغ إيداع أدنى (تضعه البنوك من اجل تجنب تكاليف التسيير العالية) بينما في الدول المتقدمة لا توجد هذه القيود. وبالتالي الأفراد الذين لا يمتلكون هذا المبلغ لن يستطيعوا الوصول إلى القطاع المالي الرسمي، كما أن البنوك من اجل تخفيض تكاليف التشغيل

¹ Kangni R Kpodar (2004); le developpement financier et la problématique de reduction de la pauvreté ; Mars 2004 ; CERDI etudes et documents E 2004 ; p 10.

تفضل منح القروض بمبالغ كبيرة بدلا من منح عدة قروض ذات مبالغ صغيرة. إلا انه ومع ذلك يتوقع أن تطوير القطاع المالي يخفض هذه التكاليف مما يسهل وصول الفقراء إلى القطاع المالي الرسمي.

- **غياب المؤسسات المالية الرسمية المتخصصة في تقديم الخدمات المالية للفقراء:** فإلى غاية سنوات الثمانينات، البلدان النامية وضعت بنوك للتنمية الزراعية ممولة من قبل السلطات العمومية، حيث كان لهذه البنوك المبادرة الأولى لتقديم الائتمان الرسمي في المناطق الريفية، إلا أن هذه العملية باءت بالفشل حيث لم تستطع هذه المؤسسات الوصول سوى لجزء صغير من السكان الفقراء، كما أنه في الغالب كانت تمنح الائتمان لأغراض سياسية أو لتمويل المؤسسات الكبيرة. كما أن هذه البنوك عانت من العديد من المعوقات التي حالت دون أدائها الجيد بسبب الفساد، سوء التسيير واستخدام التقنيات الزراعية البدائية من قبل المزارعين التي لم تمكنهم من الوفاء بالتزاماتهم عند بيع محصولهم. وفي غياب الحوافز، القطاع البنكي الخاص لا يمكنه أن يأخذ مكان هذه المؤسسات الفاشلة، وبالتالي تطوير القطاع المالي إلى جانب الحوافز الممنوحة من قبل السلطات العمومية للبنوك الخاصة سيحفز البنوك التجارية على تقديم خدمات مالية إلى الفقراء إما مباشرة أو من خلال إعادة تمويل مؤسسات القرض المصغر.

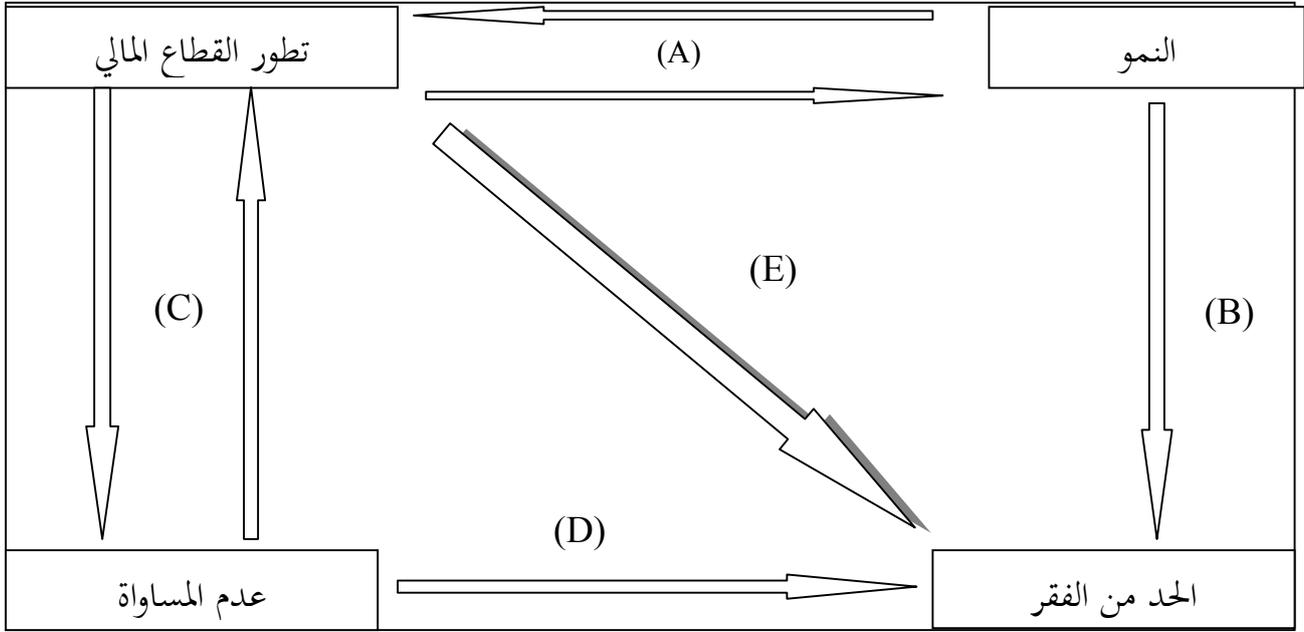
وبالتالي وحسب Kpodar (2004) تطوير القطاع المالي يؤدي من جهة إلى زيادة التدفقات النقدية للفقراء ويرفع تدريجيا إمكانية وصولهم إلى النظام المالي من جهة أخرى، كما يمكن للتطور المالي أن يساهم في تخفيض تكاليف المعاملات، تحسين نوعية المعلومات وتوفير تغطية جغرافية متزايدة للخدمات المالية، هذه العوامل المختلفة تسهل وصول الفقراء إلى القطاع المالي الرسمي مما يسمح لهم في نهاية المطاف بالخروج من حالة الفقر.

2.2. قنوات تأثير التطور المالي على الفقر:

من المعروف أن انخفاض مستويات الفقر لا يتم إلا من خلال ارتفاع متوسط دخل الأفراد في الدولة المعنية "اثر النمو" أو من خلال ارتفاع مستويات دخل الفقراء من خلال إعادة توزيع الثروة لصالح الفقراء "اثر عدم المساواة". ويمكن للتطور المالي أن يؤثر بشكل غير مباشر على الحد من الفقر من خلال قناة النمو وعدم المساواة. ويترافق في الغالب النمو الذي مع توزيع غير متكافئ للدخل، وبالتالي فإن التطور المالي يمكن أن يساهم بشكل فعال في الحد من الفقر إذا استطاع أن يساهم في الحد من عدم المساواة الموجودة من خلال مساهمته في النمو. كما يمكن الحد من الفقر بشكل مباشر من خلال تعميق وتطوير القطاع المالي أي من خلال تحسين إمكانية وصول الفقراء إلى الخدمات المالية (الائتمان والادخار) مما يرفع أصولهم الإنتاجية وإنتاجهم وبالنتيجة ترتفع

مداخيلهم ويصبح بإمكان الأشخاص الذين تم اعتبارهم فقراء، تجاوز عتبة الفقر. ويمكن تمثيل كل من الآثار المباشرة والغير مباشرة للتطور المالي على الفقر من خلال الرسم البياني التالي

الشكل رقم (I-09): الآثار المباشرة و الغير مباشرة للتطور المالي على الفقر



Source : Tchakounte et al (2008), Op. cit, pp 08.

حيث:

(A) + (B) تمثل الأثر الغير مباشر للتطور المالي على الحد من الفقر من خلال قناة النمو الاقتصادي.

(C) + (D) تمثل الأثر الغير مباشر للتطور المالي على الحد من الفقر من خلال قناة عدم المساواة.

(E) تمثل الأثر المباشر للتطور المالي على الحد من الفقر.

فإذا استطاع الفقراء الوصول إلى الخدمات المالية (قروض، ادخارات وتأمين) يمكنهم زيادة أصولهم الإنتاجية تحسين إنتاجيتهم وأيضاً رفع مستوى دخولهم. فيما يتعلق بالتأثير المباشر يوجد مفهومين يفسران قناة الانتقال وهما: أثر القيادة « l'effet de conduit » الذي تم تطويره من قبل Mckinnon (1973) والذي يمكن تفسيره من خلال نموذج "صغار الفلاحين الفقراء" « petit paysan pauvre » الذي ينص على انه في غياب نظام مالي، يصبح من غير الممكن وضع تقنيات إنتاج فعالية، فعموماً في الدول النامية المستثمرين يمثلون في نفس الوقت مدخرين، والنظام المالي يتميز بضعف إمكانية التمويل الخارجي مما يعني أن أي إنفاق متوقع يتطلب

أولا الزيادة في الأرصد النقدية. وأثر العتبة « l'effet de seuil » الذي تم تطويره من قبل Kpodar (2006) والذي ينص على أن النظام المالي يجب أن يصل إلى مستوى تطور معين من اجل ضمان وصول واستفادة الفقراء من الخدمات المالية.¹

1.2.2. العلاقة بين عدم المساواة، الفقر، النمو والتطور المالي:

يؤثر التطور المالي على الفقراء من خلال قناتين هما النمو الكلي والتغير في توزيع الدخل. وبالرغم من أن الأدب أكد على أن التطور المالي ينتج معدلات نمو أسرع إلا أن الباحثين لم يجدوا إذا كان التطور المالي يستفيد منه جميع السكان بالتساوي أم أن الأغنياء يستفيدون بشكل أكبر من الفقراء من هذا التطور.

وقد ظهرت في السنوات الأخيرة العديد من الأدبيات التي حاولت التحقق من إذا كان تطوير القطاع المالي يساهم في تقليص معدلات الفقر وعدم المساواة. وبالرغم من تضارب وجهات النظر حول هذا الموضوع إلا أن بعض النماذج أكدت على أنه بالفعل التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي ويقلص من عدم المساواة، وذلك من خلال تخفيف الاحتكاكات الموجودة في السوق والمتمثلة أساسا في تكاليف المعاملات والمعلومات والتي يمكن أن تؤثر بشكل كبير وسلي على الفقراء الذين يفتقرون إلى الضمانات التي تمكنهم من الحصول على الائتمان، إذ تشكل هذه احتكاكات عائقا أمام المستثمرين الأكثر فقرا والذين يفتقرون إلى الضمانات ولا تربطهم علاقات تاريخية مع البنك، وتحد من تدفق الائتمان للأفراد الذين لديهم مشاريع مربحة ولكنهم يفتقرون إلى رأس المال الضروري لتنفيذها. مما يؤدي بالنتيجة إلى انخفاض كفاءة تخصيص رأس المال وزيادة عدم المساواة في الدخل. وبالتالي فإن تخفيف القيود الائتمانية يرفع من نسبة استفادة الفقراء من الخدمات المالية، يحسن كفاءة تخصيص رأس المال ويحد من عدم المساواة في الدخل نتيجة تسهيل حصول الأفراد الفقراء على التمويل اللازم الذي يمكنهم من تنفيذ استثماراتهم و رفع إنتاجيتهم.

في المقابل نجد بعض الدراسات والنظريات التي تعتبر بان التطور المالي يساعد الأغنياء بالدرجة الأولى، حيث وفقا لهذا الرأي الفقراء يعتمدون في تمويل مشاريعهم على القطاع المالي الغير رسمي وبالتالي أي تحسن في القطاع المالي الرسمي سيستفيد منه الأغنياء بشكل أكبر. حيث طورا Greenwood and Jovanovic (1990) نموذجا يتنبأ بوجود علاقة غير خطية بين التطور المالي، عدم المساواة في الدخل والتطور المالي. ففي

¹ C S Kendo Tchakounte ; F Menjo Baye ; F Sikod (2008); Impact du developpemnet du secteur financier sur la pauvrette selon le genre en milieu rural camerounais ; article présenté à african economic conference (AEC) ; p 09.

المراحل الأولى من التنمية، الأغنياء فقط يستطيعون النفاذ إلى القطاع المالي والاستفادة من تطور الأسواق المالية، بينما عندما تصل التنمية الاقتصادية إلى مستويات أعلى، سيصبح بإمكان العديد من الأفراد الوصول والاستفادة من تطور الأسواق المالية¹.

2.2.2. العلاقة المباشرة بين التطور المالي والحد من الفقر:

بالرغم من أن عدد كبير من الأدبيات عاجلت العلاقة بين النمو الاقتصادي والحد من الفقر إلا أنه في المقابل يوجد عدد قليل من الأعمال التي تطرقت إلى مسألة العلاقة القائمة بين تطور القطاع المالي والحد من الفقر. فمن جهة الفقراء بحاجة للتمويل ومن جهة أخرى يرغبون في ادخار أموالهم لدى المؤسسات المالية من أجل رفع إنتاجية أصولهم، تحسين مداخيلهم والتأمين ضد الأزمات الاقتصادية التي قد تصيبهم. ومن أجل تحقيق ذلك لا بد عليهم النفاذ والوصول إلى مختلف الخدمات المالية (بما في ذلك القروض، الودائع، التأمينات...)، إلا أنهم يواجهون العديد من المعوقات التي تحول دون وصولهم لهذه الخدمات المالية، وفي هذا الإطار حدد Kpodar (2004) اثنتين مباشرتين للتطور المالي على الفقر وهما: أثر القيادة l'effet conduit du capital وأثر العتبة l'effet de seuil.

➤ أثر قيادة رأس المال L'effet conduit du capital:

الذي تم تطويره من قبل Mckinnon (1973)، ويعتبر l'effet de conduit هو السبب الرئيسي الذي جعل Mckinnon في بداية السبعينات يدعو إلى تحرير الأنظمة المالية للدول النامية من القيود المفروضة عليها الممثلة أساسا في مراقبة أسعار الفائدة وتثبيتها عند مستويات منخفضة جدا، معدلات الاحتياطي الإلزامي المرتفعة، سياسة توجيه القروض، والعديد من القيود الأخرى الموضوعية من قبل السلطات العمومية والتي تعيق تنمية و تطور القطاع المالي. حيث أشار Mckinnon إلى أن الفقراء يتعرضون إلى العديد من القيود المادية التي تحول دون وصولهم واستفادتهم من الخدمات البنكية. حيث يمكن أن يكون لدى بعض الفقراء القدرة على الادخار ولكن ليس لديهم إمكانية الوصول إلى القطاع المالي بسبب المسافة التي تفصل بين مكان إقامتهم والفروع البنكية. بينما توسع القطاع المالي يسمح للبنوك بزيادة عدد فروعها لتغطي مساحة أكبر من التراب الوطني. وبالتالي الخدمات المالية تصبح قريبة أكثر من الفقراء، وسيصبح بإمكانهم الحصول على عائد على ادخاراتهم، ويعتبر هذا

¹ Stijn Claessens , Enrico Perotti (2007); Finance and inequality: channels and evidence ; journal of comparative economics ; pp 750 .

الأمر أفضل مما لو قاموا باكتنازها، شريطة أن تكون معدلات الفائدة الحقيقية موجبة. كما يمكن استعمال المدخرات المعبئة في منح تسهيلات القروض إلى العائلات الفقيرة الأخرى وإلى المؤسسات المصغرة.

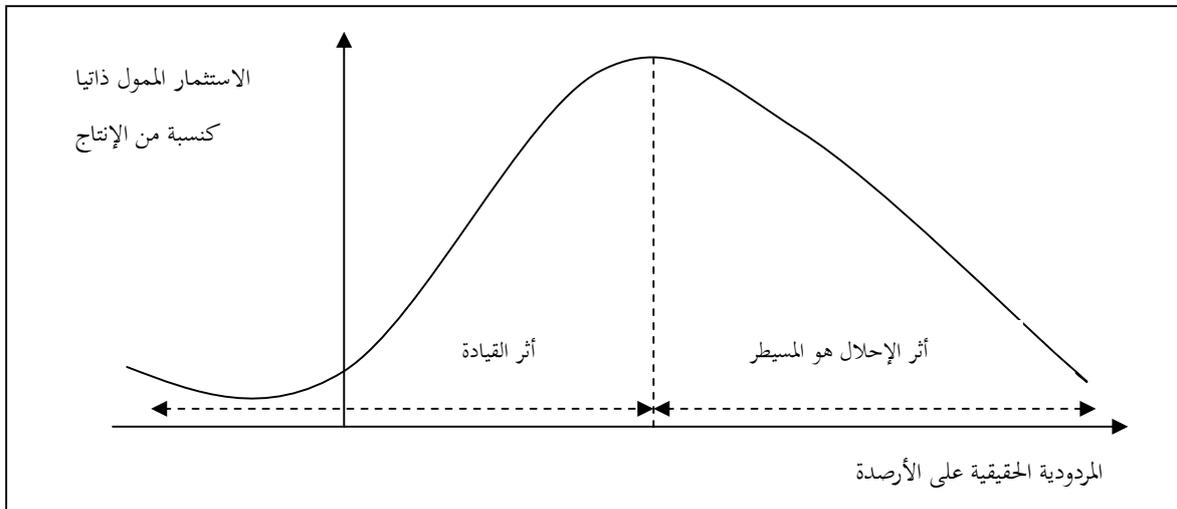
حيث وكما سبق لنا الإشارة، تحليل Mckinon يتم في إطار اقتصاد يتميز بغياب أسواق مالية منظمة وعدم التمييز بين المدخرين و المستثمرين، وتتلءم هذه المميزات مع اقتصاديات معظم الدول النامية حيث أن المستثمرين هم أنفسهم المدخرين. والنظام المالي يتميز بضعف وغياب التمويل الخارجي، حيث أن جزء كبير من الاستثمارات يتم عن طريق التمويل الذاتي (يعتمد الفقراء على الأصول الحقيقية والأرصدة النقدية المتراكمة مسبقا من أجل تغطية النفقات الاستثمارية الخاصة). وبالتالي، لا يوجد فصل بين النقود والأصول المادية بالمعنى التقليدي للتبادلية (الإحلال) بين النقود والأصول الحقيقية (حسب النظرية النيوكلاسيكية) وإنما يوجد تكاملية. وتفسر هذه التكاملية من خلال الارتفاع المتوازن للعوائد الحقيقية للاحتفاظ بالنقود (monnaie détention de la) من جهة، والتشجيع على الادخار من جهة أخرى. هذا يعني بأن العوائد الحقيقية على الأرصدة النقدية ترتفع مما يشجع الفقراء على ادخار النقود وبالنتيجة جزء مهم من الاستثمارات سيتم تمويلها ذاتيا. بمعنى أي ارتفاع في أسعار الفائدة الحقيقية يشكل في المدى القصير انتعاش للمحفظة السائلة الأمر الذي يتضمن ارتفاع إمكانية التمويل الذاتي، واحتمالات التمويل الخارجي تقريبا منعدمة. هذا الأثر يفسر مفهوم النقود باعتبارها قناة لرأس المال *conduit du capital*. ارتفاع إمكانية التمويل الذاتي تصبح أكبر عندما تطور النظام المالي يسمح بتوفير فرص إيداع تجذب الفقراء. حيث يمكن لهذه الأخيرة أن تخلق مؤسسات مصغرة وتحسن مداخيلهم¹.

ومن أجل تفسير ذلك، أوضح Mckinon أن الأرصدة السائلة تمثل عنصر أساسي في تكوين رأس المال، لهذا السبب الادخار السائل وتكوين رأس المال يتغيران بشكل متواز. ولذلك تجذر الإشارة إلى أهمية وجود نظام مالي متطور في توفير فرص للودائع والخدمات المالية لكل الأعوان الاقتصاديين، وبشكل خاص الفقراء، من أجل تنويع إمكانيات التمويل الذاتي. فإذا كان للفقراء مصلحة أكبر في الاحتفاظ بالنقود، تكلفه فرصة الادخار تنخفض تلقائيا، تضخم أثر القيادة لـ McKinnon، ولذلك التطور المالي لا يسهم في الحد من الفقر. ولهذا أكد McKinnon على ضرورة تحرير الأنظمة المالية من القيود التي تمنع تطورها.

¹ Jamel Boukhatem, Bochra Mokrani (2012), Effets Directs du Développement Financier sur La Pauvreté : Validation Empirique sur un Panel de Pays a Bas et Moyen Revenu, Mondes en Développement 2012/4 (n°160), pp 135.

إلا أن افتراض أثر القيادة، وجهت له مجموعة من الانتقادات، لأنه في حالة ارتفاع أسعار الفائدة واتجاهها إلى أن تصبح أعلى من العوائد المتوقعة من الاستثمار، سيصبح المستثمر يقارن بين معدل المردودية الداخلي على الإنفاق على رأس المال المحقق ومعدل المردودية الحقيقي للأصول النقدية التي تشكل الادخار السائل. وبالتالي عندما تكون المردودية الحقيقية على الأرصد السائلة أعلى مقارنة بالعائد الحقيقي المتوقع على رأس المال المستثمر في الأصول المادية، سيفضل المستثمر تكوين محفظة سائلة. وبالتالي نجد أن التبادلية (إحلال) التقليدية للأصول المالية و الأصول المادية تتفوق على اثر التكاملية.¹

الشكل رقم (I-10) : أثر القيادة ل'effet de conduit Mckinnon (1973)



Source: Kangni R Kpodar (2006); Op Cit, pp 256.

وبالتالي يشير Mckinnon إلى انه في غياب أسواق مالية متطورة الأرصد النقدية يجب أن تتراكم قبل القيام بالمشاريع وانه حتى لو أن المؤسسات المالية لا توفر الائتمان للفقراء فإنها تبقى مفيدة لأنها توفر فرص مالية مريحة من اجل الادخار. وبالتالي يمكن للفقراء الوصول إلى الوساطة المالية من خلال الأرصد النقدية.

أثر العتبة :l'effet de seuil ➤

هذا التأثير مستمد من العلاقة المباشرة بين التطور المالي والفقير ويستند على الفرضية التالية: عند تطوير النظام المالي تمتد خدماته إلى الفقراء. وبعبارة أخرى من اجل تسهيل وصول الفقراء إلى الخدمات المالية يتطلب وصول النظام المالي إلى مستوى تطور معين (العتبة الأولى) والذي يسمح له بان يصبح أكثر تنافسية، فعالية وقدرة

¹ Kangni R Kpodar (2006); Op Cit, pp 256.

على توفير هذه الخدمات إلى الفقراء. وكما سبق أن ذكرنا يوجد ثلاث عوامل رئيسية تعيق وصول الفقراء إلى الأسواق الائتمانية الرسمية وإلى الخدمات المالية وهي:

- عدم وجود ضمانات كافية بسبب عدم وجود تناسق معلومات كبير في السوق المالي.
- وجود قيود مادية مثل التغطية الغير كافية من الفروع البنكية التي تمنع وصول الفقراء إلى النظام المالي الرسمي .
- عدم وجود مؤسسات مالية متخصصة في تقديم الخدمات المالية للفقراء.¹

الأمر الذي يجعل العائلات الفقيرة تضطر إلى الخروج من القطاع المالي الرسمي وتتحول نحو القطاع المالي الغير رسمي أو إلى اكتناز أموالهم والاعتماد على التمويل الذاتي. في هذه الحالة تطور النظام المالي لا يكون في صالح العائلات الفقيرة والأسوأ من ذلك انه يقلل من متوسط دخل الفقراء نتيجة تسببه في زيادة عدم المساواة. ولكن مع ذلك التطور المالي والابتكارات المالية تسمح بخفض تكاليف المعاملات في سوق الائتمان ويسمح بوضع خدمات مالية تتلاءم مع احتياجات المؤسسات المتوسطة والصغيرة والمؤسسات المصغرة، وتجعل القطاع البنكي الرسمي أكثر قدرة على توفير خدمات ادخار وائتمان مربحة للفقراء. وبالتالي فان تطور النظام المالي يكون له تأثير ايجابي على متوسط دخل الفقراء، إلا أنه عندما يصل القطاع المالي إلى مستويات عالية جدا من التطور (العتبة الثانية)، فإن هذا التطور (إذا لم يتم السيطرة عليه و مراقبته) يمكن أن يصبح مضر وينعكس سلبا على الفقراء، وذلك نتيجة تسببه في عدم الاستقرار المالي والأزمات المالية، في هذه الحالة تطور النظام المالي يكون له تأثير سلبي على دخل الفقراء. وهذا ما أكد عليه (Guillaumont and Kpodar (2005).² ويمكن التحكم في هذا الأمر من خلال مستوى التنمية الاقتصادية، في هذه الحالة اثر التطور المالي على مداخيل الفقراء يتغير حسب مستوى التنمية الاقتصادية للدولة المعنية، ويمكن تفسير هذه الحالة من خلال:

- اثر اقتصاديات الحجم في عملية توجيه المدخرات المالية نحو المشاريع الأكثر إنتاجية.
- أثر التعلم من خلال الممارسة الذي يمكن المؤسسات المالية من زيادة كفاءتها.
- آثار تناقص العوائد التي تعني أن تأثير العمق المالي على دخل الفقراء في البلدان النامية

يكون أكبر من البلدان الغنية.

¹ Jamel Boukhatem et Bochra Mokrani (2012) , Op. Cit , pp 135-136.

² Sylviane Guillaumont Jeanneney , Kangni Kpodar (2005) , Financial Development, Financial Instability and Poverty , CSAE Working Papers, No 2005-09.

وكخلاصة يمكن القول بأنه عند مستويات منخفضة من الدخل الوطني، تطور النظام المالي يمكن أن يتواجد ضمن مصيدة التخلف الذي يعني أن التطور المالي لا يؤثر إيجابا على الحد من الفقر. ثم عندما يصل الدخل الوطني إلى عتبة معينة، أثر اقتصاديات الحجم والتعلم من خلال الممارسة تسمح للنظام المالي الاستجابة بشكل إيجابي لاحتياجات الفقراء. وأخيرا عندما يبلغ الدخل الوطني مستوى (عتبة) أعلى (من مستوى العتبة الأولى) تصبح يتناقض هذا التأثير الإيجابي.

وتعتبر العلاقة بين التطور المالي والفقر معقدة بسبب وجود العديد من القيود المباشرة والغير مباشرة التي تؤثر سلبا على الدور الذي يلعبه التطور المالي في الحد من الفقر خاصة في حالة عدم الاستقرار المالي الذي يفسر من خلال وجود صعوبات وعراقيل على مستوى التطور المالي والتي تمس بصفة خاصة الفقراء. حيث وبحسب Geanneny et Kpodar (2004) في معظم الدول النامية يوجد عدم ثقة في القطاع البنكي بسبب عدم إمكانية تأمين سيولة المدخرين وهذا ما يحد من أثر Mckinnon، إذ أن الفقراء يتأثرون بشكل أكبر من تجرد الودائع الذي غالبا ما يترافق مع الأزمات المالية، خاصة أنهم لديهم فرص أقل لتنوع أصولهم ولا يمكنهم تحويل أموالهم إلى الخارج. التأثير الغير مباشر بدوره يرجع أساسا إلى وجود علاقة بين عدم الاستقرار المالي والفقر من خلال النمو الاقتصادي، في هذه الحالة عدم الاستقرار المالي يتسبب في معدلات نمو اقتصادي غير مستقرة الأمر الذي يؤثر سلبا على الفقراء.¹

3.2. العلاقة بين الوصول إلى الائتمان، عمالة الأطفال، الالتحاق بالمدارس والوصول إلى

العلاج:

العائلات مثلهم مثل جميع الأعوان الاقتصاديين يستثمرون جزء من أموالهم في عدد من الاستثمارات الغير سائلة ذات الربحية طويلة الأجل، سواء كانت منتجة أو الاستثمار في أنشطة غير مادية مثل التعليم، وأمام هذه النفقات المعتمدة في الأجل الطويل يتوجب على العائلات الحفاظ على مستوى استهلاك متدني، لكن عند التعرض لصدمة اقتصاد كلي أو جزئي، قد تسجل هذه العائلات انخفاض في دخلها الجاري (مما يؤثر على استهلاكها الجاري). وللتصدي لهذه المخاطر وبغياب أي موارد جديدة قد تضطر العائلات إلى تسهيل استثماراتها الطويلة الأجل. إلا أن هذا القرار يعتبر غير أمثل من ناحيتين، الأولى من حيث تنفيذه، حيث ستصطدم بالطبيعة

¹ Sylviane Guillaumont Jeanneny , Kangni Kpodar (2004) , Développement financier, instabilité financière et réduction de la pauvreté, CERDI Études et Documents, N° 2004.29.

الغير سائلة لبعض الاستثمارات والتي لا يمكن بيعها بسرعة أو لا يمكن بيعها بقيمتها السوقية، مما يحد من قدرة العائلات على التصدي للصدمة ويمكن أن يدفعهم إلى اللجوء إلى وسائل أخرى مثل تشغيل الأطفال وبالتالي سحب استثمارهم في التعليم من أجل تلبية حاجاتهم الاستهلاكية الجارية. أما من الناحية الثانية، فالتصفية المبكرة لهذه الأصول تعتبر قرار خاطئ بسبب أن الأرباح المستقبلية التي يمكن الحصول عليها أعلى من تلك التي يمكن أن تحصل عليها من جراء البيع الفوري لهذه الأصول.

وفي هذه الحالة يمكن للنظام المالي أن يمنح العائلات الحل الأمثل من خلال آليتين: تسهيل إمكانية النفاذ للخدمات المالية والحصول على للائتمان أو من خلال الادخار. حيث من خلال الودائع أو من خلال الاقتراض يمكن للعائلات الانتقال من الحالة التي كان يمكن لهم الاستثمار في مشاريع ذات مردودية طويلة الأجل ولكن أقل سيولة إلى الحالة التي يمكن لهم الاستثمار في مشاريع طويلة الأجل وفي استثمارات مماثلة و ذات ربحية مساوية أو أكبر ولكن تتميز بدرجة عالية من السيولة، ذلك أنه في هذه الحالة يجلب الوسطاء الماليين محل الوظيفة المقاولاتية لكل فرد. فبالنسبة للعائلات والمؤسسات، الودائع تحت الطلب والحسابات الجارية المقدمة من قبل البنوك لديها درجة من السيولة أعلى لأنه يمكن تسيلها في أي وقت.

وبالتالي فالوسطاء الماليين يقدمون العديد من الخدمات التي يمكن للعائلات الاستفادة منها لمواجهة القيود المالية الناتجة عن الصدمات التي يمكن أن تتعرض لها سواء كانت صدمات اقتصادية كلية (ركود، جفاف،...) أو صدمات تتعلق بالاقتصاد الجزئي (مرض على سبيل المثال)، فالحصول على الائتمان يشكل بديل يمكن للعائلات من الحفاظ على برنامجها الاستهلاكي الأمثل خلال فترة من الزمن دون الحاجة إلى اتخاذ قرارات خاطئة مثل اللجوء لعمالة الأطفال أو التضحية ببعض النفقات الضرورية مثل التعليم أو بيع جزء من ارثها.

1.3.2. النفاذ إلى الائتمان، عمالة الأطفال، والالتحاق بالمدارس:

اعتبرت المقاربة الاقتصادية التقليدية l'approche économique orthodoxe أن عمالة الأطفال هي نتيجة للفقر. ولكن استنادا إلى فرضيات نظرية الدخل الدائم The Permanent Income Hypothesis، والأدبيات الحديثة المستوحاة من أعمال Morduch (1995) الذي اعتبر أن العائلات التي تكثر المخاطرة لديها طريقة واحدة لحماية مستويات استهلاكها وهي اللجوء إلى الاقتراض واستخدام آليات التأمين، أما الطريقة الثانية والتي تعتبر أكثر شيوعا في الدول النامية منخفضة الدخل فهي تعتمد على تنوع

أنشطتها الاقتصادية واتخاذ قرارات الإنتاج والعمل.¹ وبالتالي فقد اعتبرت هذه الأدبيات أن صعوبة الحصول على الائتمان هو سبب من أسباب انتشار عمالة الأطفال، فحسب هذا الباحث، في غياب إمكانية الحصول على الائتمان، العائلات الحريصة على الحفاظ على مستوى استهلاكها يمكنها أن تلجأ إلى عمالة الأطفال. فبعد التعرض لصدمة اقتصادية مثل ضعف المحاصيل قد ترغب العائلات، ولأسباب مختلفة من بينها الحاجة إلى موارد لتلبية الاحتياجات الغذائية، إلى الحفاظ على دخلها الحالي دون تغيير، وفي غياب أنظمة مالية متطورة وفعالة، تصبح إمكانية لجوء العائلات للاقتراض لمواجهة هذه الصدمة المؤقتة محدودة، مما يدفعها إلى اللجوء إلى عمالة الأطفال. أي أن غياب سوق الائتمان يمنع العائلات النموذجية من القيام بتحسين أمثل (اتخاذ القرار الأمثل) بين المكاسب القصيرة الأجل الناجمة عن تشغيل الأطفال والمكاسب الأهم التي يمكن أن تحصل عليها في المدى الطويل نتيجة توفير تعليم أفضل لهؤلاء الأطفال.²

باستخدام بيانات Panel لعينة من 172 دولة خلال الفترة 1950-1995 حاول Dehejia et Gatti (2002) بحث العلاقة بين عمالة الأطفال والحصول على الائتمان، وقد بينت النتائج وجود علاقة وثيقة بين عمالة الأطفال ونسبة القروض الخاصة المقدمة من قبل البنوك، بحيث أن هذه العلاقة ظهرت قوية ومعنوية في الدول الفقيرة التي لديها أسواق مالية أقل تطوراً وارتفاع كبير في عمالة الأطفال. وبالتالي ففي غياب أسواق مالية متقدمة تلجأ العائلات بشكل كبير إلى عمالة الأطفال من أجل التكيف مع تقلبات الدخل. وبالتالي فصدمة تمهيد الدخل *smoothing of income* تعتبر واحدة من القنوات التي يؤثر من خلالها التطور المالي على عمالة الأطفال. ويمكن للسياسات الرامية إلى تطوير الأسواق المالية وتوسيع وصول العائلات إلى الائتمان أن تكون فعالة في التخفيف من تأثير تقلبات الدخل على عمالة الأطفال والحد من هذه الظاهرة.³ كما بينت دراسة أعدها Canagarajah and Skyt Nielsen (1999) على مستوى الكوديفوار، غانا وزامبيا بهدف تحليل محددات عمالة الأطفال في هذه الدول، أن كل من الفقر تكاليف التدريس وتكاليف النقل وعدم كفاءة الأسواق لها تأثير كبير على عمالة الأطفال والالتحاق بالمدارس.⁴

¹ Morduch, Jonathan. (1995), Income Smoothing and Consumption Smoothing, Journal of Economic Perspectives, Vol. 9, N° 3, 103-114.

² Jean- Paul MVOGO (2012), Op Cit, pp 40.

³ Rajeev Dehejia and Roberta Gatti (2002), Child Labor: The Role of Income Variability and Credit Constraints Across Countries, revision of NBER Working Paper No. 9018, pp 01-35.

⁴ Sudharshan Canagarajah and Helena Skyt Nielsen (1999), Child Labor and Schooling in Africa: A Comparative Study, DISCUSSION PAPER NO.9916, THE WORLD BANK, pp 01-48.

وقد حاول Jacoby et Skoufias (1997) اختبار كيف أن التحاق الأطفال بالمدارس يستجيب للتقلبات الموسمية في دخل العائلات التي تعمل في الزراعة باستخدام بيانات Panel من المناطق الريفية في الهند. وقد بينت النتائج أنه في أعقاب التعرض لصدمة اقتصاد كلي، سكان المدن اللذين لا يستطيعون الوصول إلى سوق الائتمان يتضررون بشكل أكبر من انخفاض مستوى تعليم أبنائهم مقارنة بتلك العائلات التي استطاعت الحصول على الائتمان.¹ كما درس Jacoby (1994) أثر القيود المفروضة على الائتمان على الاستثمار في رأس المال البشري في الدول النامية، وقد بينت النتائج أن القيود المفروضة على الائتمان تؤثر على الالتحاق بالمدارس الابتدائية في البيرو و أن الأطفال المنحدرين من عائلات فقيرة يبدؤون بالانسحاب من المدارس في وقت مبكر. ونتيجة لوجود علاقة بين التقدم في الدراسة والأرباح المتحصل عليها في نهاية المطاف فإن هذا دليل على أن القيود المفروضة على الائتمان هي القناة التي تنقل الفقر عبر الأجيال. حيث أن انخفاض إمكانية الوصول إلى الائتمان يسهم في استمرار الفقر بسبب اتجاه العائلات الأكثر فقرا إلى الحد من المستوى التعليمي لأطفالهم، ففي ظل وجود تقنين للائتمان، القروض الموجهة لتمويل التعليم حتى على مستوى المدارس الابتدائية قد تكون فعالة في رفع مستوى التحصيل العلمي في الدول النامية.²

من جهته قدم Beegle et al (2003) ورقة بحثية حاول من خلالها التحقق من وجود علاقة بين صدمات الدخل المؤقتة الناتجة عن انخفاض في المحاصيل، التي تتعرض لها العائلات وعمالة الأطفال. وما إذا كان وصول العائلات إلى الائتمان يخفف من أثر هذه الصدمات، وذلك بالاعتماد على بيانات Panel من تنزانيا. وقد بينت النتائج أن الصدمات الناتجة عن انخفاض المحاصيل تؤدي إلى زيادة كبيرة في مستوى عمالة الأطفال وأن العائلات التي تملك أصول معمرة تكون لديها قدرة أكبر على تجاوز هذه الصدمة وهذا دليل على أن القيود المالية تلعب دورا في تفسير عمالة الأطفال.³ كما أظهرت دراسة Guarcello et al (2010) أن الائتمان محدد مهم للالتحاق بالمدارس وعمالة الأطفال في غواتيمالا. وأن التعرض لصدمات سلبية يؤثر على قرارات العائلات حول

¹ Hanan G. Jacoby and Emmanuel Skoufias (1997) , Risk, Financial Markets, and Human Capital in a Developing Country , Review of Economic Studies , Vol .64 ; Issue 3 , pp 311-335.

² Hanan G. Jacoby (1994) , Borrowing Constraints and Progress Through School: Evidence from Peru , The Review of Economics and Statistics, Vol. 76, No. 1 , pp 151-160.

³ Kathleen Beegle , Rajeev Dehejia , Roberta Gatti (2003) , Child Labor, Crop Shocks, And Credit Constraints , Nber Working Paper Series No. 10088 , pp 01-36.

إرسال الأطفال للعمل. في حين أن الوصول إلى الائتمان على سبيل المثال، يساعد على زيادة التعليم و الحد من عمالة البطالة، وعليه ينبغي تعزيز السياسات الرامية إلى تحسين وصول العائلات إلى أسواق الائتمان¹.

في المقابل بينت دراسة مقدمة من قبل Shimamura and Lastarria-Cornhiel (2010) بهدف التحقق من أن المشاركة في برامج الائتمان الزراعي تؤثر على التحاق الأطفال بالمدارس في ريف مالواوي، أن زيادة استهلاك القروض يخفض التحاق الفتيات بالمدارس نتيجة استغلالهن في العمل سواء في المزارع أو في المنزل نتيجة انخراط البالغين في الأعمال المدرة للدخل في حقول العائلات التي حصلت على الائتمان. هذا يعني أن الوصول إلى الائتمان لا يعني بالضرورة زيادة التحاق الأطفال بالمدارس خاصة الفتيات ذلك أن الخدمات المالية في الغالب لا تصل إلى العائلات الأشد فقراً².

2.3.2. العلاقة بين النفاذ إلى الائتمان وإمكانية الحصول على العلاج:

كما أنه في العديد من الدول و في غياب شبكات التأمين الاجتماعي، يجب على الأسر تسيير النتائج المترتبة عن المرض بنفسها. هذا النقص في التغطية الصحية يمكن أن يتسبب في مخاطر كبيرة متعلقة بفقدان جزء من المداخيل التي كان يحصل عليها الشخص الذي تعرض للمرض، وتكاليف الرعاية الصحية العالية. في مثل هذه الظروف، يمكن للأسر أن تعتمد على آليات وأشكال خاصة وغير رسمية للتأمين مثل استئزاف مدخراتها المكنوزة، أو اللجوء إلى بيع بعض أصولها من أجل مواجهة آثار الصدمة التي تعرضت لها.

فقد حاول Gertler and Gruber (2002) من خلال دراسة قام بها التحقق من مدى قدرة العائلات على تأمين استهلاك (إنفاق) من أجل مواجهة مرض خطير باستخدام بيانات Panel لاندونيسيا التي تمتلك مؤشرات جيدة عن الحالة الصحية، وقد بينت النتائج أن هنالك تكاليف اقتصادية كبيرة ترتبط بالمرض الخطير وأنه يوجد تأمين ضعيف جدا على الاستهلاك خلال حلقات المرض. وأن العائلات التي تعتمد فقط على الآليات الغير رسمية لم تكن قادرة على الحفاظ على نفس مستواها الاستهلاكي في حالة التعرض لمرض خطير. وأن التأمين ضد العجز العام أو إعانات الرعاية الصحية قد تحسن الرفاهية من خلال تأمين الاستهلاك³.

¹ Lorenzo Guarcello , Fabrizia Mealli , Furio Camillo Rosati (2010) Household vulnerability and child labor: the effect of shocks, credit rationing, and insurance , Journal of Population Economics Vol. 23, No. 1 , pp. 169-198.

² Yasuharu Shimamura , Susana Lastarria-Cornhiel (2010) , Credit Program Participation and Child Schooling in Rural Malawi , World Development , Vol. 38, No. 4, pp. 567-580.

³ Paul Gertler, Jonathan Gruber (2002), Insuring Consumption Against Illness, The American Economic Review, Vol. 92 NO. 1, pp 51-70.

وتواجه العائلات في الدول النامية مخاطر كبيرة ناجمة عن التعرض لمرض خطير سواء من حيث تكاليف الرعاية الطبية أو من ناحية فقدان جزء من دخلها نتيجة انخفاض عرض العمالة والإنتاجية (مرض العامل). وفي هذا الإطار حاول Gertler et al (2009) اختبار ما إذا كان الوصول إلى مؤسسات الادخار والائتمان (مؤسسات التمويل الأصغر) يساعد العائلات الاندونيسية على الاستهلاك بسلاسة بعد تراجع صحة البالغين. وقد بينت النتائج أهمية الوصول إلى المؤسسات المالية في مساعدة العائلات على التعامل مع الصدمات الصحية التي يمكن أن تتعرض لها والحفاظ على مستواها الاستهلاكي، حيث أن العائلات التي تستقر بعيدا عن المؤسسات المالية تعاني من نقص كبير في الاستهلاك مقارنة بالعائلات التي تستقر بالقرب من هذه المؤسسات.¹

4.2. الدراسات التجريبية حول العلاقة بين التطور المالي، عدم المساواة، الحد من الفقر والنمو الاقتصادي:

العديد من الدراسات التجريبية الحديثة تطرقت إلى موضوع العلاقة القائمة بين التطور المالي والحد من الفقر سواء بشكل مباشر أو من خلال أثره على النمو الاقتصادي والحد من التفاوت في الدخل من بينها:

دراسة Nicholas M Odhiambo (2009) التي حاول من خلالها الإجابة على السؤال: ما هو القطاع الذي يساهم في الحد من الفقر (القطاع المالي أو القطاع الحقيقي)؟، وذلك بالاعتماد على بيانات الفترة 1960-2006 لجنوب إفريقيا وباستخدام تحليل التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ. وقد بينت النتائج التجريبية بان كل من التطور المالي والنمو الاقتصادي يساعدا في تقليل معدلات الفقر في جنوب إفريقيا، كما أن النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي ويؤدي في نهاية المطاف إلى الحد من الفقر. وعليه فقد أوصى الباحث بضرورة تكثيف السياسات الهادفة إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي وذلك بهدف زيادة المقدرة المالية للاقتصاد وبالتالي الحد من ارتفاع مستويات الفقر.² كما بين Nicholas M Odhiambo (2013) في دراسة أخرى على مستوى تنزانيا وجود آثار إيجابية للتطور المالي على الحد من الفقر في المدى الطويل.³

¹ Paul Gertler, David I. Levine And Enrico Moretti (2009) , Do Microfinance Programs Help Families Insure Consumption Against Illness?, Health Economics, Vol .18, pp 257-273.

² Nicholas M Odhiambo (2009); finance – growth – poverty nexus in South Africa: A dynamic causality linkage ; the journal of socio-economics ; 320-325.

³ Nicholas M Odhiambo (2013); is financial development pro-poor or pro-rich ? empirical evidence from Tanzania ; journal of development effectiveness ; vol 5 ; N° 4 ; 2013 ; p 489-500.

كما قدم Quatey Peter (2005) ورقة بحثية بهدف التحقق من وجود علاقة بين التطور في القطاع المالي والحد من الفقر في غانا وذلك باستخدام سلاسل زمنية تغطي الفترة 1970-2001. وقد بينت النتائج انه وبالرغم من أن التطور في القطاع المالي لا يؤثر على تعبئة المدخرات إلا انه يدفع إلى الحد من الفقر وأن زيادة معدلات الادخار تساهم في الحد من الفقر. كما بينت النتائج انه وبالرغم من تأثير الفقر على القطاع المالي ايجابي فانه يبقى ضئيل وأرجع الباحث ذلك إلى حقيقة أن الوسطاء الماليين في غانا لم يوجهوا المدخرات بشكل كاف إلى القطاعات المساندة للفقراء في الاقتصاد بسبب توجيهها إلى تمويل العجز الحكومي، وبسبب انعدام الضمانات¹. وباستخدام بيانات تغطي الفترة 1975-2011 في بنغلادش توصل Gazi et al (2014) إلى وجود علاقة في المدى الطويل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والحد من الفقر وأن التطور المالي يساعد في التخفيف من حدة الفقر ولكن تأثيره ليس خطي².

بدوره Rashmi Umesh Arora (2012) أعد دراسة من اجل تحليل شكل العلاقة بين التمويل وعدم المساواة باستخدام بيانات شهرية خلال الفترة 1999-2007 على مستوى الهند وقد أشارت النتائج إلى أن التطور المالي يرتبط مع انخفاض في عدم المساواة فقط في المناطق الحضرية، وأن عدم المساواة تكون أكبر في المناطق الأكثر ثراء مقارنة مع الولايات ذات الدخل الأقل أو ذات الدخل المنخفض، كما أن الزيادة في متوسط الدخل في المنطقة يزيد من عدم المساواة في كل من المناطق الحضرية والريفية³. وهذا ما أكد عليه Abdul Jalil and Mete Feridun (2011) في دراسة على مستوى الصين وبالاعتماد على بيانات الفترة 1978-2006 والتي بينت أن التطور المالي يؤدي إلى انخفاض في عدم المساواة في الدخل⁴. بينما بين Vivien Kappel (2010) باستخدام عينة من 78 دولة متقدمة و نامية خلال الفترة 1960-2006، أن تخفيض عدم المساواة والفقر لا يتم فقط من خلال تعزيز أسواق القروض و إنما أيضا من خلال توفر أسواق أسهم أكثر

¹ Peter Quartey (2005); financial sector development , savings mobilization and poverty redution in Ghana ; research paper N° 2005/71.

² Gazi Salah Uddin , Muhammad Shahbaz , Mohamed Arouri (2014), Frédéric Teulon ; fianancial development and poverty reduction nexus : a cointegration and causality analysis in Bangladesh ; economic modelling ; 405-412 .

³ Rashmi Umesh Arora (2012); finance and inequality: a study of Indian state; applied economics; pp 4527-4538 .

⁴ Abdul Jalil , Mete Feridun (2011); long-run relationship between income inequality and financial development in china ; journal of the asia pacific economy ; vol 16 ; N° 2 ; pp 202-214.

تطوراً، وأن زيادة الإنفاق الحكومي يؤدي إلى انخفاض التفاوت في الدخل في البلدان المرتفعة الدخل إلا أنه لا يؤثر بشكل كبير في البلدان منخفضة الدخل¹.

وفي دراسة أخرى حاولا Selim Akhter and Kevin J Daly (2009) التمييز بين التأثير المباشر للتطور المالي على الحد من الفقر والتأثير الغير مباشر من خلال النمو الاقتصادي باستخدام بيانات Panel لعينة تتكون من 54 دولة نامية خلال الفترة 1993-2004. وقد أشارت النتائج إلى أنه وفي المتوسط التطور المالي ساهم في الحد من الفقر ولكن عدم الاستقرار المرافق له يضر بالفقراء. ومن أجل تجنب هذه الآثار السلبية أوصى الباحثان بضرورة القيام بإصلاحات في القطاع المالي قبل تحريره.² كما قام Takeshi Inoue and Shigeyuki Hamori (2012) بإجراء دراسة تجريبية بهدف بحث ما إذا كان التعميق المالي قد ساهم في الحد من الفقر باستخدام بيانات Panel غير متوازنة لعينة تتكون من 28 ولاية واتحاد إقليمي في الهند وذلك خلال سبع فترات زمنية (1973-1977-1983-1987-1993-1999-2004). وقد أظهرت النتائج بوضوح أن زيادة العمق المالي يخفض مستويات الفقر بشكل ملحوظ.³

باستخدام عينة من 42 دولة (26 دولة نامية و 16 دولة متقدمة) خلال الفترة 1960-1995 بينا Jalilian and Kirkpatrick (2014) أنه عندما تصل التنمية الاقتصادية إلى مستوى العتبة، تطور القطاع المالي يساهم في التخفيض من الفقر من خلال النمو الذي يعزز تأثيره. ولكن أثر التطور المالي على التخفيف من الفقر يتأثر بالتغير في التفاوت في الدخل الناتج عن التطور المالي.⁴ كما بينا Jeanneney and Kpodar (2010) باستخدام عينة تتكون من 75 دولة نامية خلال الفترة 1966-2000 أن الفقراء يستفيدون من قدرة النظام المصرفي على تسهيل المعاملات وتوفير فرص للادخار (من خلال قناة Mckinnon) ولكنهم لا يستفيدون من الزيادة في توفير الائتمان. بالإضافة إلى ذلك التطور المالي يترافق مع عدم الاستقرار المالي الذي يضر الفقراء بشكل خاص، إلا أنه ومع ذلك الفوائد التي يجنيها الفقراء من التطور المالي تفوق سلبياته.⁵

¹ Vivien Kappel (2010); the effects of financial development on income inequality and poverty ; working paper ; pp

² Selim Akhter , Kevin J Daly (2009); finance and poverty :evidence from fixed effect vector decomposition ; emerging markets review ; p 191-206.

³ Takeshi Inoue and Shigeyuki Hamori (2012); how has financial deeping affected poverty reduction in India ? empirical anallysis using state-level panel data ; applied financial economics ; pp 395-408 .

⁴ Hossein Jalilian and Colin Kirkpatrick (2005); does financial development contribute to poverty reduction ? the journal of development studies ; vol 41 ; N°4 ; pp 636-656 .

⁵ S G Jeanneney , K Kpodar (2011); financial development and pverty reduction : can there be a benifit without a cost ? ; journal of development studies ; vol 47 ; N° 1 ; pp 143-163 .

3. التطور المالي، عدم الاستقرار المالي والنمو (ظهور الأزمات):

يعتبر ارتفاع عدم الاستقرار المالي الذي ينبأ بحدوث أزمات مصرفية واحد من أهم التحديات التي تواجهها الاقتصاديات في السنوات الأخيرة إذ تبين التقارير المالية أن ثلثي أعضاء صندوق النقد الدولي قد عانت من أزمات مصرفية حادة أدت إلى خسائر تزيد على 250 مليار، بالإضافة إلى ذلك أكثر من 130 دولة والتي تمثل ثلاثة أرباع الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي قد شهدت انهيار أكبر مصارفها. وقد تأثرت الدول الناشئة في أمريكا اللاتينية و آسيا بشكل خاص من الأزمات المصرفية. فقد قدرت تكاليف انقراض البنوك المكسيكية بعد أزمة البيزو في الفترة ما بين 1994-1995 بحوالي 21% من ناتجها المحلي الإجمالي، أما في فنزويلا فقد قدرت تكلفة الأزمة المصرفية التي تعرضت لها بنسبة 15% من الناتج المحلي الإجمالي. كما كلفت أزمة صناديق الادخار الأمريكية في أواخر الثمانينات 3,5% من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة، أما بلدان شمال أوروبا فقد دفعت من 5 إلى 7% من الناتج المحلي الإجمالي لتجاوز الأزمات المصرفية خلال الفترة 1991-1992.

يعتبر تحليل الاستقرار المالي حديث العهد مقارنة بتحليل الاستقرار النقدي والاستقرار الاقتصادي الكلي. وأصبح الحفاظ على الاستقرار المالي على مدى العقد الماضي هدفاً متزايد الأهمية في سياق صنع السياسة الاقتصادية، فأكثر من اثني عشر بنكاً مركزياً والعديد من المؤسسات المالية بما فيها صندوق النقد الدولي و البنك الدولي وبنك التسويات الدولية يصدرن تقارير دورية عن الاستقرار المالي. ومن بين الأسباب التي جعلت الأنظار تتجه نحو الاستقرار المالي الذي حظي بالأولوية ضمن اهتمامات صانعي السياسات حول العالم هي الأزمة المالية التي ضربت دول شرق آسيا في أواخر التسعينات. ويصف الاستقرار المالي الحالة المستقرة للنظام المالي المتكون من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى والأسواق المالية وأنها تؤدي وظائفها الرئيسية بكفاءة مثل تخصيص الموارد، توزيع المخاطر وكذلك تسوية المدفوعات وأنها قادرة على الاستمرار في القيام بذلك عند حدوث الصدمات. وعلى الرغم من الجدل المثار حول تعريف الاستقرار المالي إلا أنه وفي العموم يعني الاستقرار المشترك للمؤسسات المالية الرئيسية العاملة في الأسواق المالية واستقرار تلك الأسواق، فبالنسبة للمؤسسات المالية فاستقرارها يعني أنها سليمة أي لديها رأس المال الكافي لاستيعاب الخسائر العادية والغير عادية التي قد تتعرض لها و لديها السيولة الكافية لتسيير العمليات والتقلبات. وغالباً ما يربط مفهوم الاستقرار المالي بالقدرة على تجنب الأزمات المالية وإدارة المخاطر المالية والنظامية، حيث إذا تم إدارة هذه الأخيرة بشكل جيد من قبل المشاركين في السوق ومن قبل السلطات فإن الأزمات المالية لن تحدث.

1.3 مفاهيم حول الاستقرار المالي:

نظرا للأهمية الكبيرة والمتزايدة للاستقرار المالي وآليات الحفاظ عليه، فقبل الحديث عن علاقته مع تطور القطاع المالي وعن تأثيره على العلاقة بين هذا الأخير والنمو الاقتصادي، تجدر الإشارة إلى ماهية الاستقرار وعدم الاستقرار المالي وفقا للمختصين في المجال.

1.1.3 مفهوم الاستقرار المالي:

حسب Crockett (1997) يجب التمييز بين الاستقرار النقدي والاستقرار المالي، إذ يمكن تعريف الاستقرار النقدي على أنه الاستقرار في المستوى العام للأسعار أي عدم وجود تضخم أو انكماش، أما الاستقرار المالي فيشير استقرار المؤسسات والأسواق التي تشكل النظام المالي، واعتبر أنه يوجد ارتباط بينهما فحدوث استقرار في مجال واحد يسهل تحقيق الاستقرار في المجال الآخر، إلا أنه وبالرغم من وجود عناصر مشتركة بين عدم استقرار مستوى الأسعار والمهشاشة في النظام المالي إلا أن الظاهرتين ليستا متماثلتين. وقد ركز الباحث على الاستقرار المالي المتمثل في التشغيل المستقر للوسطاء الماليين والأسواق الذين يشكلون النظام المالي. وقد عرف عدم الاستقرار المالي على أنه الحالة التي يضعف فيها الأداء الاقتصادي بسبب التقلبات في أسعار الأصول المالية أو ضعف قدرة الوسطاء الماليين في تلبية التزاماتهم التعاقدية¹. وبعبارة أخرى الاستقرار المالي يتطلب²:

- استقرار المؤسسات الرئيسية في النظام المالي حيث تكون هنالك درجة عالية من الثقة في أنهم سيتمكنون من الاستمرار في الوفاء بالتزاماتهم التعاقدية من دون توقف ودون مساعدة خارجية.
- استقرار الأسواق الرئيسية حيث يمكن للمشاركين التعامل بثقة حيث تعكس الأسعار (أسعار العوامل الأساسية) حالة السوق ولا تختلف إلى حد كبير في المدى القصير عندما لا تكون هنالك تغيرات في الأساسيات.

أما Padoa-Schioppa (2002) فقد عرف الاستقرار المالي على أنه "شرط يجعل النظام المالي قادر على تحمل الصدمات دون فتح المجال للعمليات التراكمية التي تعيق تخصيص المدخرات للفرص الاستثمارية وتسوية المدفوعات في الاقتصاد". هذا التعريف ركز على قدرة النظام على امتصاص الصدمات أي مرونة النظام

¹ Andrew Crockett (1996); the theory and practice of financial stability ; de economist 144 ; N° 4 ; pp 532 .

² Andrew Crockett (1997); why is financial stability a goal of public policy ? ; Handbook of monetary policy ; pp 70 .

المالي حتى يتمكن من الاستمرار في القيام بوظائفه الأساسية المتمثلة في تخصيص الموارد وتقديم خدمات الدفع. الإشارة هنا إلى خدمات الدفع لان تعطل وظيفة الوساطة والاضطرابات في نظام المدفوعات لديها القدرة على التأثير سلبا على مستوى النشاط الاقتصادي.¹

أما بالنسبة إلى Schinasi (2004) فقد اعتبر أن النظام المالي يكون مستقرا عندما يكون قادر على تسهيل (وليس إعاقة) أداء الاقتصاد وتشتيت الاختلالات المالية التي تنشأ من التطور الطبيعي أو نتيجة لأحداث سلبية كبيرة غير متوقعة. وبتعبير آخر الاستقرار المالي هو الحالة التي تكون فيه آليات الاقتصاد للتسعير، التخصيص وإدارة المخاطر المالية (الائتمان، السيولة، السوق) تعمل بشكل جيد بما فيه الكفاية للمساهمة في أداء الاقتصاد.²

كما افترض Lager (1999) أن الهدف من استقرار النظام المالي، بصورة عامة هو تجنب تعطل النظام المالي الذي من المحتمل أن يسبب تكاليف معتبرة على الناتج الحقيقي. كما أن هذه الاضطرابات والاختلالات قد يكون أصلها الصعوبات التي تواجهها المؤسسات المالية أو الاضطرابات في الأسواق المالية.³

2.1.3. مفهوم عدم الاستقرار المالي:

حاول العديد من الاقتصاديين إعطاء تعريف مناسب للاستقرار المالي نذكر منها:

اعتبر Mishkin أن الأسواق المالية لديها وظيفة مهمة في الاقتصاد تتمثل في توجيه الأموال إلى المشاريع الإنتاجية أما إذا لم يستطع النظام المالي أداء هذا الدور بشكل جيد فانه سيعيق النمو الاقتصادي، ومن بين العوائق التي تقف في وجه قيامه بدوره بكفاءة هو وجود معلومات غير متماثلة. عدم وجود معلومات متماثلة يؤدي إلى مشكلتين أساسيتين في النظام المالي هما: سوء الاختيار و الخطر الأخلاقي. وعليه وبالتركيز على مشاكل عدم تماثل المعلومات أعطى Mishkin التعريف التالي لعدم الاستقرار المالي:

"عدم الاستقرار المالي يحدث عندما الصدمات في النظام المالي تتعارض مع تدفق المعلومات، وبالتالي النظام المالي لم يعد قادر على القيام بعمله المتمثل في توجيه الأموال إلى أصحاب المشاريع الاستثمارية الإنتاجية".⁴

¹ Tommaso Padoa-Schioppa (2002); central banks and financial stability : exploring a land in between ; second ECB central banking conference « the transformation of the European financial system » ; Germany ; pp 287 .

² Garry J Schinasi (2004); defining financial stability ; IMF working paper ; pp 8 .

³ Abayomi A Alawode , Mohammed Al Sadek (2008); what is financial stability ? ; financial stability paper series N° 1 ; central bank of Bahrain, pp 09 .

⁴ Frederic S Mishkin (2000); financial stability and the macroeconomy ; central bank of iceland ; working papers N° 9.

حيث يؤكد هذا التعريف على دور الوساطة المالية للنظام المالي في توفير الائتمان إلى القطاع الحقيقي ويركز على الدور المركزي لعدم تماثل المعلومات في التسبب في عدم الاستقرار المالي. وقد أشار Mishkin إلى أن عدم الاستقرار المالي يحدث عندما تتسبب الصدمات في تعطل تدفق المعلومات، وإذا كان عدم الاستقرار المالي شديداً بما فيه الكفاية يمكن أن يؤدي إلى انهيار كامل في تشغيل الأسواق المالية وهذا ما يتم تصنيفه على أنه أزمة مالية.

كما ذكر Mishkin أن دون الوصول إلى هذه الأموال الأفراد والشركات تخفض نفقاتها مما يتسبب في حدوث انكماش في النشاط الاقتصادي ومن أجل فهم كيفية حدوث عدم الاستقرار المالي لا بد من فهم مسبباته وقد اعتبر أن عملية تحليل عدم تماثل المعلومات التي أجراها الاقتصادي لفهم بنية النظام المالي أشارت إلى وجود أربع مجموعات من العوامل التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي وهي: الزيادة في أسعار الفائدة، الزيادة في عدم اليقين، أثر سوق الأصول على الميزانية العمومية و المشاكل في القطاع المصرفي.¹

أما Ferguson (2003) فقد عرف عدم الاستقرار المالي بالحالة التي تتميز بالمعايير الثلاثة التالية:²

- أ. جزء هام من أسعار الأصول المالية تباينت بشدة عن الأساسيات.
- ب. تشويه تشغيل السوق و توفير الائتمان محليا و دوليا بشكل كبير.
- ج. انحراف الإنفاق الكلي بشكل كبير إما فوق أو تحت قدرة الاقتصاد على الإنتاج.

أما Chant (2003) فقد اعتبر أن عدم الاستقرار يشير إلى الوضع الذي تضر فيه الأسواق المالية أو تهدد بإلحاق الأذى بالأداء الاقتصادي من خلال تأثيرها على عمل النظام المالي. ويمكن أن ينشأ داخل النظام المالي وينتقل إلى جميع أنحاء هذا النظام أو من خلال انتقال الصدمات التي تنشأ في أماكن أخرى من خلال النظام المالي. ويضر عدم الاستقرار الاقتصاد بطرق عدة حيث يمكن أن يضعف الوضع المالي للوحدات الاقتصادية الغير مالية مثل العائلات، المؤسسات والحكومة إلى درجة أن تدفق التمويل لهم يصبح مقيد. كما يمكنه أيضا أن يعرقل عمليات المؤسسات المالية خاصة والأسواق بحيث تصبح أقل قدرة على الاستمرار في تمويل بقية الاقتصاد.³

أما Allen and wood (2006) عرف عدم الاستقرار المالي على أنه فترات يعاني منها عدد كبير من العائلات، الشركات، الأفراد والحكومة من الأزمات المالية التي لا ترتبط بسلوكياتهم السابقة مما يضر الاقتصاد الكلي. وبالتالي فإن السمة المميزة لنوبات عدم الاستقرار هو أن كل من يمر بالنظام المالي يتأذى وهذا ما أطلق عليه الباحثان مفهوم المتفرج البريء

¹ Frederic S Mishkin (1997); "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers"; Maintaining Financial Stability in a Global Economy ; p 55-96.

² Roger W Ferguson (2002); should financial stability be an explicit central bank objective?; challenges to central banking from globalized financial systems ; conference at the IMF in Washington .

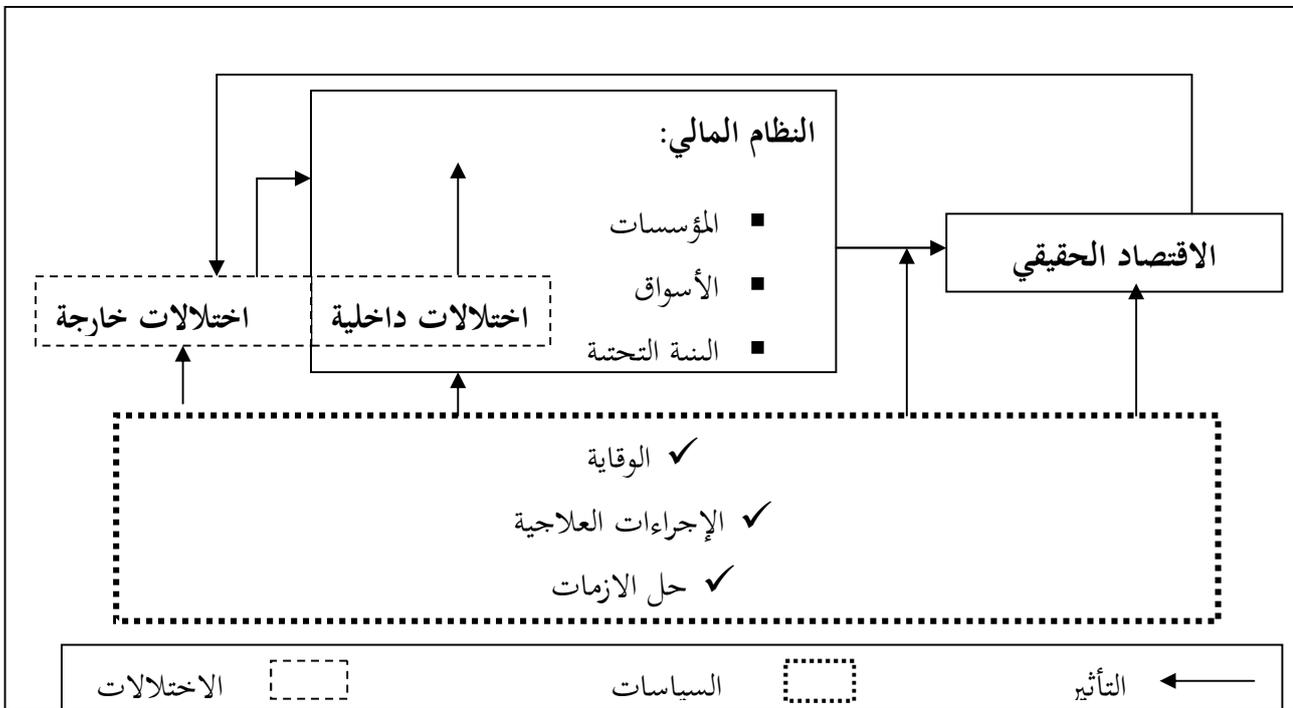
³ John Chant (2003); financial stability as a policy goal ; technical report N° 95 « essays on financial stability » ; bank of canada ; p 03 .

(innocent bystanders)¹. وقد شمل تعريف Allen and Wood القطاع الغير مالي مما يوضح أن المؤسسات المالية ليست هي الوحيدة التي تعاني من الضائقة المالية.

أما Davis (2001) عرف عدم الاستقرار المالي بالخطر النظامي وأن تشجيع الاستقرار المالي هم بمثابة إدارة للخطر النظامي ويعرج إلى إقصاء الانهيار في أسعار الأصول من تعريف عدم الاستقرار المالي كما أن الخطر النظامي يمكن أن يتمثل في شكل إخفاقات سيولة السوق وتحطم البنية لتحتية للسوق.²

ويمكن توضيح أهم العوامل التي تؤثر على النظام المالي من خلال الشكل التالي

الشكل رقم (I-11): العوامل المؤثرة في أداء النظام المالي



المصدر : غاري شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية 36، صندوق النقد الدولي، 2005، ص 05.

ويبين الشكل البياني بان المخاطر ومواطن الضعف قد تنشأ إما داخليا أي من داخل النظام المالي أو خارجيا أي في الاقتصاد الحقيقي على سبيل المثال، وتختلف الإجراءات المتخذة على صعيد السياسات باختلاف طبيعة هذه المخاطر. فالسلطات المالية في العادة قادرة على التأثير على الاختلالات الداخلية وفي احتمالات وقوعها من خلال القيام بعمليات التنظيم أو الرقابة أو إدارة الأزمات وعلى العكس، يصعب التحكم في

¹ William A Allen (2006), Geoffrey Wood ; defining and achieving financial stability ; journal of financial stability ; pp 160 .

² بوكساني رشيد، ميزان أمانة، الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد العاشر، 2011، ص 238 .

الاضطرابات الخارجية إلا من خلال تطبيق سياسات الاقتصاد الكلي على فترات زمنية طويلة وغير محددة، وينحصر دور السياسات غالباً عند وقوع الاضطراب الخارجي في الحد من تأثيره على النظام المالي وذلك بعدة سبل نذكر منها على سبيل المثال المحافظة على قدرة النظام على استيعاب الصدمات وتشغيل النظم البديلة لحماية المعلومات الحيوية وقد أتاح هذا النوع من التدابير فرصة البقاء للأسواق المالية الأمريكية دون تكبد أضرار دائمة في أعقاب هجمات الحادي عشر من سبتمبر الإرهابية¹.

2.3. الأسباب التي تجعل التطور المالي يرفع عدم الاستقرار المالي:

أكد العديد من الاقتصاديين أن عدم الاستقرار المالي يعتبر السبب الرئيسي للعلاقة السلبية التي تظهر أحياناً بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. يؤثر عدم الاستقرار المالي سلباً على النمو الاقتصادي وغالباً ما يترافق التطور المالي مع زيادة في مستويات عدم الاستقرار المالي مما يعني وجود علاقة إيجابية بينهما تنعكس سلباً على النمو الاقتصادي. وبالرغم من أهمية هذا العامل إلا أننا نجد عدد قليل من الاقتصاديين الذين تطرقوا إلى عدم الاستقرار المالي وأخذوه بعين الاعتبار في تحليل العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. وقد اعتبر كل من (Guillaumont et Kpodar 2006) أنه يوجد العديد من الأسباب التي تجعل التطور المالي يترافق مع عدم الاستقرار المالي التي يمكن تلخيصها فيما يلي:²

✓ ارتفاع حجم النقود الكتابية الذي يرافق نمو الكتلة النقدية مما يشكل خطراً أزمة على النظام المصرفي: إفلاس بنك يؤثر على قدرته على تأمين سيولة الودائع والذي يمكن أن ينتقل إلى النظام المصرفي بأكمله وذلك بسبب غياب نظام فعال لمراقبة البنوك والتأمين على الودائع. واحد من الأدوار الرئيسية للبنوك هي تحويل الأوراق المالية الغير سائلة إلى ودائع سائلة. البنوك يمكن أن تواجه اندفاع من قبل المودعين عندما تكون قيمة تصفية أصولهم أقل من قيمة الودائع. هذه الظاهرة يمكن أن تمس البنوك السليمة بسبب تكاليف التصفية السريعة للأوراق المالية وبسبب غياب معلومات لدى المودعين حول نسبة ملاءة البنوك تمنعهم من التمييز بين البنوك التي تحتفظ بنسبة ملاءة مالية كافية وبين تلك التي تفتقد إلى الملاءة الكافية. السلوك الفردي لكل مودع سحب ودائعه على عجل يعتبر عقلاني لكنه سيتسبب في أزمة. أيضاً التطور السريع للنقود الكتابية الذي لا يترافق مع توفير إشراف بنكي كاف يخلق خطر توليد سلسلة إفلاسات بنكية.

¹ غاري شيناسي، مرجع سبق ذكره، ص 05 .

² Kangni Kpodar (2006), Op. Cit, pp 109-110.

✓ وجود عدد كبير من الوسطاء الماليين يمكن أن يؤدي إلى زيادة مخاطر التمويل الخارجي بدلا من خفضها إذ اعتبر Boot (2000)¹ أن ارتفاع عدد البنوك والمنافسة لا يعتبر دائما أمر إيجابي، إذ من الممكن أن يؤدي إلى تقصير عمر العلاقة بين البنوك والزبائن نتيجة سهولة انتقال هذا الأخير من بنك إلى آخر مما يقلل من الحافز لدى البنوك للاستثمار في المعلومات باعتبار أن العائد على هذا الاستثمار هو طويل الأجل .

✓ من ناحية أخرى تكثيف المنافسة يدفع البنوك إلى رفع معدلات الفائدة الدائنة من اجل الحفاظ على زبائنها أو جذب ودائع جديدة الأمر الذي يؤدي إلى خفض هامش الوساطة لديهم. وهذا الأمر يعتبر مفيد من اجل تحفيز الادخار وتعزيز الاستثمار ولكن من ناحية أخرى يمكن لهذا الانخفاض في هامش الوساطة أن يشجع البنوك على زيادة عوائدها من خلال الاستثمار في الأصول ذات المخاطر العالية أي أنها تتبع سلوك المضاربة. ولهذا السبب وجود بعض المراقبة على أسعار الفائدة يعتبر ضروري، إذ أن التنظيم الجيد والإشراف البنكي يمكن أن يمنع هذا السلوك. تفسير آخر للمخاطرة المفرطة للبنوك يشير إلى الخطر الأخلاقي المحتمل من قبل البنوك في البلدان النامية، الذي افترضه Mckinnon (1988) لتفسير الأزمات المالية التي ضربت أمريكا اللاتينية (الشيلي، الأرجنتين وأوروغواي)، الفلبين وتركيا في السبعينات.

فقد اعتبر Wachtel (2001)² بالرغم من أن تعميق الوساطة المالية عامل محفز للنمو الاقتصادي إلا انه لا يمكن اعتبار أن أي توسع قد يحدث في الوساطة المالية مفيد للنمو فالتوسع في القطاع المالي الذي ينجم عن السيولة التضخمية أو تدهور في معايير الإقراض لا يعزز آفاق النمو على المدى الطويل. كما أشار إلى أهمية احترام المعايير القانونية والمحاسبية التي من شأنها أن تحسن بيئة النمو. فبحسب Wachtel بمجرد أن يتطور البلد نظامه البنكي و يجر تداول العملة يصبح عرضة للازمات مما يعني أن تطور القطاع المالي يتسبب في ارتفاع احتمال وقوع الأزمات. فمن بين الأسباب الرئيسية لأزمة الصرف التي في الغالب ترتبط مع وقوع أزمات في القطاع المالي: عجز الحساب الجاري، الاختلالات في أسعار الصرف، ضعف القطاع المالي، عدم الاستقرار السياسي و الظروف الاقتصادية و المالية. فضعف القطاع المالي يساهم في حدوث أزمة العملة. ومن بين مؤشرات الأزمة التي وضعها الاقتصاديين: ارتفاع نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي أو الإقراض إلى الودائع و التي تشير إلى حدوث طفرة و تراجع في نوعية القروض و تعتبر كإذار عن الأزمة. و غالبا ما ترتبط مؤشرات الأزمات

¹ Arnoud W .A. Boot; Relationship Banking: what do we know?; Journal of Financial Intermediation ; N°9 ; 2000 ; pp 07-25 .

² Paul Wachtel (2001); Growth and Finance: what do we know and how do we know it ?; International Finance 4/3 ; PP 335-362.

المصرفية و أزمة العملة بالقطاع المصرفي و المالي، فالتطور المالي يمكن أن يترافق مع الهشاشة المالية و التعرض للازمات و خصوصا في ظل عدم وجود بيئة تنظيمية و قانونية ملائمة إذ ينبغي قبل تبني سياسات التحرير المالي، تطوير مؤسسات مالية سليمة و توفير هيكل تنظيمي ملائم.

3.3. التحرير المالي، عدم الاستقرار المالي والأزمات:

1.3.3. التحرير المالي وعدم الاستقرار المالي:

بينت العديد من الدراسات أن التحرير المالي الذي جاء بهدف المساهمة في تطوير القطاع المالي الذي من شأنه أن يعزز النمو الاقتصادي، يمكن أن يتسبب في بعض الحالات في ظهور عدم الاستقرار المالي ونشوء الأزمات. ويوجد العديد من الأسباب التي تجعل تحرير المالي يرفع من عدم الاستقرار المالي، أهمها:

أ. **التقلبات والمضاربة:** مع التطور في تنظيم أسواق رأس المال تزداد المخاطر المرتبطة بالدرجة العالية من السيولة المتاحة، ولاسيما مخاطر المضاربة، حيث يسمح ارتفاع درجة سيولة السوق للمضاربين بتغيير محافظهم بسرعة وبتكلفة قليلة استجابة للتغيرات في الشائعات أو الحالة النفسية وليس نتيجة لأي تغيير في الأساسيات الاقتصادية. الأمر الذي يسفر عن حدوث تقلبات مفرطة في العوائد وبالتالي إضعاف ثقة المتعاملين في السوق المالي. وقد تنجم الضغوط المضاربية إما عن المعاملات الناجمة عن التفاؤل الزائد بخصوص تحرير المعاملات المالية والتي تتيح الفرصة للمضاربين للحصول على أرباح في الأجل القصير أو عن نشاط بعض المؤسسات غير المالية التي تدخل البورصة لاقتناص أعلى العوائد المتاحة، أي أنها توجه الموارد المتاحة لديها لأغراض المضاربة بعيدا عن الأنشطة الإنتاجية¹.

ب. **المشتقات المالية:** حيث أن تزايد استخدام المشتقات المالية شكل مصدرا آخر لعدم الاستقرار المالي المرتبط بتحرير أسواق رأس المال. إذ وبالرغم من الفوائد التي توفرها المشتقات المالية والمتعلقة بالتحوط ضد المخاطر المالية. وبالرغم من أن عدم الاستقرار الجزئي قد انخفض مع تطوير سوق المشتقات المالية نظرا لما توفره كأداة تحوط جديدة تسمح للأفراد بتغطية مخاطر الاقتصاد الجزئي لكنها أنتجت انخفاض في الشفافية التي حددت استقرار النظم المالية².

شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر و التوزيع، 2008، ص 63.¹
² بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام المشتقات المالية ومساهماتها في إحداث الأزمة المالية العالمية "دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010، جامعة ورقلة، 2012، ص 130-131.

ج. **التلاعب في السوق:** والذي يعتبر مقصود والهدف من وراءه خلق اتجاهات كاذبة ومضللة في أسعار السوق، وعموما يقصد بالتلاعب تلك التصرفات التي يقوم بها متداول أو مجموعة من المتداولين لإحداث فرق مقصود بين سعر الورقة المالية وقيمتها بهدف الربح على حساب بقية المتداولين في السوق. ويعتبر التلاعب في الأسواق المالية من الجرائم المالية التي تولد تأثيرات سلبية خطيرة على الشركات ومساهميها، ومن ثم السوق المالي والاقتصاد بصفة عامة مما قد يؤدي بالمستثمرين إلى العزوف عن ادخار أموالهم والاستثمار بطريقة كفئة.¹

د. **أثر العدوى:** و تظهر هذه الظاهر عندما ينتشر فقدان الثقة في بنية النظام المالي حيث يزداد معدل التصفيات وتزداد الضغوط من أجل البيع وسحب العملات. وقد أوضحت أزمة الديون في مطلع الثمانينات أن الصعوبات التي تواجهها أحد البلدان تنتقل لتأثر سلبا على الجدارة الائتمانية للدول الأخرى. وبالتالي فان الذعر الذي يصيب السوق وظاهرة العدوى يهددان استقرار المقرضين والنظام برمته، إلى جانب تهديدهما إلى استقرار الأنظمة المجاورة أيضا. ويبدو أن أثر العدوى يزيد من تفاقم الأزمة ومن احتمال وقوعها سواء كان هذا الأثر ناجم عن سلوك المستثمر الأجنبي أو عوامل أكثر ارتباطا بالبنية الاقتصادية الأساسية.²

2.3.3. التحرير المالي، والأزمات:

من المعروف أن الهدف من التحرير المالي هو الحد من الكبح المالي الذي عانت منه الاقتصاديات النامية والذي كانت من بين نتائجه التخصيص الغير كفاء لرأس المال، وذلك من خلال إلغاء القيود المفروضة على الأسواق المالية المحلية (المثلة أساسا في تسقيف الائتمان، وفرض قيود على الدخول إلى هته الأسواق) والتي سعت من خلالها السلطات إلى الحد من الطلب على الائتمان. وبالتالي فان التحرير المالي ومن خلال القضاء على تسقيف أسعار الفائدة، سيسمح للوسطاء الماليين بتجميع وتوفير المزيد من الأموال المتاحة للإقراض مما يعني الرفع من مستوى التخصيص الأمثل للأموال ورفع معدل إنتاجية رأس المال الأمر الذي ينعكس إيجابا على أداء الاقتصاد ككل. كما أن التحرير الخارجي الممثل في فتح حساب رأس المال بالكامل أو جزئيا يؤدي إلى تنشيط حركة رؤوس الأموال في المدى القصير وزيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. بعد إلغاء تسقيف أسعار الفائدة ويفترض أن تكون البنوك قادرة على جذب المزيد من الودائع وأن تخفض القيود على الودائع الممنوحة خاصة بعدما

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون و موزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 111.
² شذا جمال خطيب، مرجع سبق ذكره، ص 63.

أصبح من السهل الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية، وبالتالي ينبغي أن تكون البنوك أكثر استعداداً لإصدار المزيد من قروض نتيجة زيادة المنافسة في الأسواق المالية المحلية.

إلا أنه في المقابل تتزايد درجات عدم الاستقرار المالي مع تحرير القطاع المالي عندما تصبح الوساطة المالية أكثر كفاءة وأكثر ربحية. فقد اعتبر Minsky أن التحرير المالي يساعد على خلق بيئة مالية أكثر هشاشة فالتحسينات الاقتصادية الأولية التي يتم ملاحظتها غالباً بعد إدخال التحرير المالي يساهم في تأجيحها التوقعات المتفائلة التي تولد مكاسب حقيقية قصيرة الأجل وخاصة في مجال الأسواق المالية.¹ وبسبب التقديرات الغير واقعية للإيرادات المستقبلية، السيولة الإضافية التي تنتج عن المزيد من الودائع و تدفقات رأس المال الخارجية توفر المزيد من رأس المال للاستثمارات المضاربة، وبذلك تتحقق مكاسب على المدى القصير في حين يتم توفير الظروف لارتفاع عدم الاستقرار المالي. وبالتالي رفع القيود المالية يمكن أن يؤدي إلى مكاسب اقتصادية في المدى القصير لكنه في نفس الوقت يغذي التوقعات المفرطة التفاؤل مما يرفع من الهشاشة المالية.

كما أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى مزيد من التدفقات لرؤوس الأموال الخارجية، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة الحقيقية وإذا توقع المستثمرين أن ارتفاع قيمة العملة سيستمر فسيؤدي هذا الأمر إلى جذب المزيد من رؤوس الأموال. كما أن تحرير الأسواق المالية قد يؤدي إلى ارتفاع المكاسب القصيرة الأجل نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية وتحسين أسواق الأسهم. ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يوفر حافزاً للشركات لإصدار المزيد من الأسهم، إذ ومن خلال التحرير الخارجي والداخلي أسواق الأسهم تصبح أكثر سيولة ذلك أن المستثمرين المحليين والأجانب يوجهون أموالهم نحو هته الأسواق، كما أن نمو أسواق الأسهم وزيادة السيولة يجذب المزيد من رؤوس الأموال المضاربة إلى هذه الأسواق مما يزيد من التقلبات فيها.

وقد بينت الأدبيات أن التحرير الداخلي والخارجي يعزز الهشاشة المالية من خلال توفير حوافز أكبر للتمويل عن طريق المضاربة، وبسبب الضغوط التنافسية، المؤسسات التي لا تشارك في أنشطة المضاربة القصيرة المدى تعاني من ارتفاع تكاليف رأس المال وهنا يظهر سلوك القطيع. كما ستؤدي المغالاة في سعر الصرف إلى تدهور معدلات التبادل التجاري و ظهور العجز في الحساب الجاري. وبالنتيجة ينمو القطاع المالي بينما يتراجع النمو في القطاع الحقيقي بسبب تدهور معدلات التبادل التجاري وعدم إمكانية الحصول على التمويل اللازم للاستثمار وبسبب

¹ MINSKY, H. P.(1964b). Financial Crisis, Financial Systems and the Performance of the Economy , In Private Capital Markets, éd. Prentice-Hall.

ارتفاع تكاليف الصادرات تنخفض المخرجات ويتراجع الطلب على السلع الاستثمارية. كما أن زيادة التمويل بالمضاربة يزيد من احتمال ظهور خطر تعثر المقترض وتخلفه عن السداد (الدفع)، هذا إضافة إلى خطر سعر الصرف الناتج عن احتمال السحب السريع لرؤوس الأموال الأجنبية في المدى القصير، الأمر الذي قد يتسبب في أزمة ائتمان. وبالتالي فإن المغالاة في سعر الصرف التي تساعد في جذب تدفقات رؤوس الأموال بسبب التوقعات المتفائلة حول أداء الاقتصاد في المستقبل، يمكن أن تعزز في المقابل الركود الاقتصادي¹.

إلا أنه لا يمكن القول بان التحرير المالي يؤدي إلى حدوث الأزمات وإنما يرفع من الهشاشة المالية التي ترفع من احتمال التعرض للأزمات والتي يمكن تقليصها من خلال إتباع الحكومة مجموعة من السياسات. كما أن تحرير حساب رأس المال يؤدي إلى خفض الحواجز أمام دخول البنوك المتعددة الجنسيات مما يقلل من الخسائر التي تتكبدها البنوك في محافظها، ذلك أن البنوك تخفض من احتمال تعرضها للمخاطر لتتمكن من التنافس مع البنوك متعددة الجنسيات وبالتالي تساهم هذه الأخيرة في تقليل احتمال حدوث أزمات العملة. كما أن التنظيم الجيد والإشراف البنكي يمكن أن يساعد على استقرار الأنظمة المالية في الدول الناشئة، إلا أن ذلك لا يعتبر كافياً للتقليل من جميع المخاطر المرتبطة بالتحرير المالي خاصة فيما يتعلق بالتوقعات المتفائلة للمستثمرين.

وبالتالي في حين أن أنصار إلغاء القيود المالية يعتبرون بان التحرير الداخلي والخارجي يعمل على زيادة كفاءة واستقرار النظام المالي المحلي، إلا أن الأدلة قد بينت العكس، إذ أن المزيد من الانفتاح في السوق المالية يزيد من احتمال حدوث الأزمات المالية بعد التحرير المالي والذي عزز التمويل بالمضاربة المبنية على التوقعات المفرطة التفاؤل، إذ أن تحسين العوامل الاقتصادية الأساسية يغذي تفاؤل المستثمرين حتى يصل إلى النقطة التي يمكن وصفها بنشوة المستثمرين investor euphoria، وبالتالي الأزمات المالية بعد التحرير المالي تعتبر القاعدة وليس الاستثناء².

وبالتالي يمكن القول بأنه إذا كان تحرير الأسواق المالية يسمح بتسيير أفضل لمخاطر الاقتصاد الجزئي من خلال تعميق الأسواق المالية التي تتخصص في تسيير المخاطر من خلال تنويع المحفظة فان المخاطر الاقتصادية الجزئية يمكن أن تتركز في بعض القطاعات وهذا ما يحدث عندما لا يترافق التحرير مع توفير التشريعات التي تسمح بتنظيم سلوك المشاركين في هذه الأسواق بشكل خاص، حيث أن التحرير لا يعني عدم وجود قواعد بل على

¹ Lucjan T. Orłowski (2012), Financial crisis and extreme market risks: Evidence from Europe, Review of Financial Economics, Vol. 21, pp 121.

² Lucjan T. Orłowski (2012), Op. Cit, pp 121.

العكس من ذلك التحرير يدعو إلى الزيادة في القواعد التنظيمية نتيجة ارتفاع المخاطر المحتملة المصاحبة للتحرير. حيث أن التحرير المالي من ناحية يرفع من كفاءة الاقتصاد الجزئي ومن ناحية أخرى يزيد من مخاطر الاقتصاد الكلي ولهذا من اجل تفادي التأثيرات السلبية للتحرير المالي يجب أن يتصاحب هذا الأخير مع الزيادة في شفافية المعاملات المالية، تحسين حوكمة الشركات وتوفير إشراف بنكي كاف. وقد أوضح Mckinnon بان استقرار الاقتصاد الكلي يجب أن يكون شرطا أساسيا للتحرير المالي.

3.3.3. الأزمات المصرفية كنتيجة لارتفاع عدم الاستقرار المالي:

وتعتبر الأزمات المصرفية واحدة من أهم السلبيات التي تتولد عن عدم الاستقرار المالي. وقد أحرزت الأدبيات الاقتصادية في السنوات الأخيرة تقدما في فهم الأزمات خاصة الأعمال المقدمة من قبل اقتصاديين في صندوق النقد الدولي. وقد بينت هذه الأعمال وجود علاقة بين سياسات التحرير المالي التي طبقت في الأسواق المصرفية الناشئة وبين الأزمات المالية، كما بينت أن انهيارات البنوك هي محور الأزمات الاقتصادية والمالية التي حدثت في الأسواق الناشئة خلال السنوات الأخيرة. وقد ركزت معظم هذه التحليلات على مجموعتين من التفسيرات للازمات المصرفية. من ناحية التحرير المالي يزيد من تعرض البنوك الأكثر ضعفا لصدمات الاقتصاد الكلي، ومن ناحية أخرى الهشاشة المالية سوف تتفاقم بسبب عدم وجود سياسات ملائمة وبسبب عدم توفر أجهزة إشراف كافية. وبالتالي فقد اعتبرت هذه الأعمال أن البنوك تعتبر عاملا من عوامل عدم الاستقرار بسبب المخاطرة التي تخوضها. وقد اعتبر الاقتصاديين السبب المشترك من اجل تفسير انهيار البنوك هو المخاطرة المفرطة من قبل البنوك والمرتبطة بالخطر الأخلاقي الناجم عن التغيرات البيئية المتولدة عن التحرير المالي. أما الافتراض الثاني فيتمثل في وجود سلوك المضاربة للبنوك في بيئة مالية محررة.

➤ المخاطرة المفرطة من قبل البنوك والخطر الأخلاقي:

عملت البحوث الاقتصادية الأخيرة على تحديد أسباب انهيار البنوك وتفسير لماذا بعض البنوك لا تزال سليمة في حين أن بنوك أخرى عانت من ضائقة مالية نتيجة عملية التحرير المالي. وقد توصلت هذه الدراسات إلى أن التحرير المالي منح البنوك حرية أكبر للخوض في المخاطر. انهيار البنوك ينتج بصفة أساسية عن سياسات بنكية خاطئة فيما يتعلق بإدارة المخاطر مما يؤدي إلى تدهور قدرتها على الوفاء بالتزاماتها نتيجة عدم كفاية أموالها الخاصة. وعموما التفسير النظري المقترح للإفراط في المخاطرة يعود إلى الخطر الأخلاقي، إذ من خلال إعطاء

البنوك حرية أكبر في العمل ، التحرير المالي يرفع فرص المخاطرة (مبدئياً، تحمل مخاطر إضافية لا يعتبر بالضرورة مضر بالاقتصاد). إذ أصبح من الممكن للبنوك تمويل المشاريع المحفوفة بالمخاطر وذات العائد العالي (هذا النوع من التمويل كان مستحيل قبل التحرير المالي لان البنوك كانت تعاني من كبح مالي ولم تكن قادرة على تحمل مخاطر مرتفعة بسبب التحديد الإداري لأسعار الفائدة).

إذا كان هناك إفراط في المخاطرة (المجازفة) مما يعرض البنوك للخطر فهذا ناتج عن تشجيع هذه الأخيرة على الانخراط في مثل هذا السلوك بسبب البيئة القانونية والتنظيمية. إذ يتم تشجيع المساهمين و مدراء البنوك على تحمل المزيد من المخاطرة لان انخفاض الأرباح أو الخسارة المحتملة نتيجة اشتداد المنافسة تقلل من القيمة الاقتصادية للبنوك (مما يحفز المساهمين و المسيرين على اعتماد استراتيجيات أكثر خطراً). وسلوك المخاطرة للبنوك يتم تشجيعه من قبل آليات الحماية العمومية مثل عمليات إنقاذ البنوك المتعثرة مما يولد الخطر الأخلاقي. وبالتالي فان انهيار البنوك والأزمات المصرفية تفسر من خلال تحرير القطاع المالي مع الحفاظ على إمكانية تدخل السلطات العمومية تحت مختلف الأشكال الذي يعتبر أصل الخطر الأخلاقي.¹

وقد أوضح Mckinnon (1988) انه في الدول النامية أين تمثل الدولة القانون والنظام القضائي يعتبر ضعيف، أو حيث لا يتوفر إشراف بنكي وتسيطر ظروف عدم التأكد على الاقتصاد الكلي، البنوك تتبنى سلوك الخطر الأخلاقي: حيث أنها تقوم بعمليات ائتمانية خطيرة للغاية بأسعار فائدة عالية جدا وذلك من اجل رفع نشاطاتها، فإذا بقيت الظروف ملائمة ستتحصل على أرباح ضخمة أما إذا حدث العكس فستؤدي هذه العمليات إلى انهيارها.

➤ فرضية سلوك المضاربة للبنوك:

حيث أن هذا الاتجاه يفترض بان التحرير المالي يولد سلوك المضاربة من قبل البنوك . حيث قبل انتهاج سياسات التحرير و رفع القيود عن القطاع المالي في البلدان النامية ابتداء من سنوات الثمانينات، لم تكن هنالك منافسة في أسواق الخدمات المالية، والبنوك و المؤسسات المالية كانت تستفيد احتكار القلة. التحرير المالي بالإضافة إلى الابتكارات المالية المقدمة من قبل الأسواق سهلت دخول أصحاب مصالح جدد سواء كانوا محليين أو أجانب ورفعت القيود المفروضة على الأنشطة المصرفية خاصة المعاملات مع الخارج وفي الأسواق المالية. في هذه

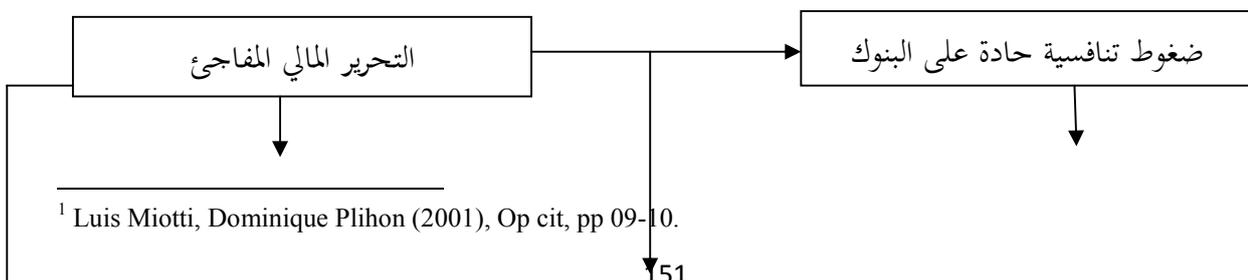
¹ Luis Miotti, Dominique Plihon (2001), Libéralisation Financière, Spéculation Et Crises Bancaires, Economie internationale 2001/1 (N° 85), pp 08.

البيئة الجديدة أصبحت البنوك تواجه منافسة شديدة في التمويل مع الأسواق (تمويل مباشر) وهذا ما يعرف بعملية اللامواسطة *désintermédiation*. الميل المتزايد من قبل المؤسسات نحو إصدار أوراق مالية من اجل التمويل ينتج تراجع في الوظيفة التقليدية للبنوك (حاجة العملاء للوصول للأصول البنكية السائلة تنخفض لأنه أصبح بإمكانهم الوصول مباشرة إلى الأسواق المالية والنقدية). هذا الارتفاع في المنافسة أدى إلى انخفاض عوائد العمليات البنكية التقليدية (أثر الأسعار) وإلى تحول عدد كبير من العملاء نحو التمويل المباشر في الأسواق المالية والنقدية (أثر الكمية). هذين التأثيرين اضعفا المصادر التقليدية لدخل البنوك ومن اجل مواجهة الانخفاض المحتمل في عملياتها ومدخيلها، رفعت البنوك متوسط الخطر في عملياتها واتجهت إلى عمليات المضاربة.

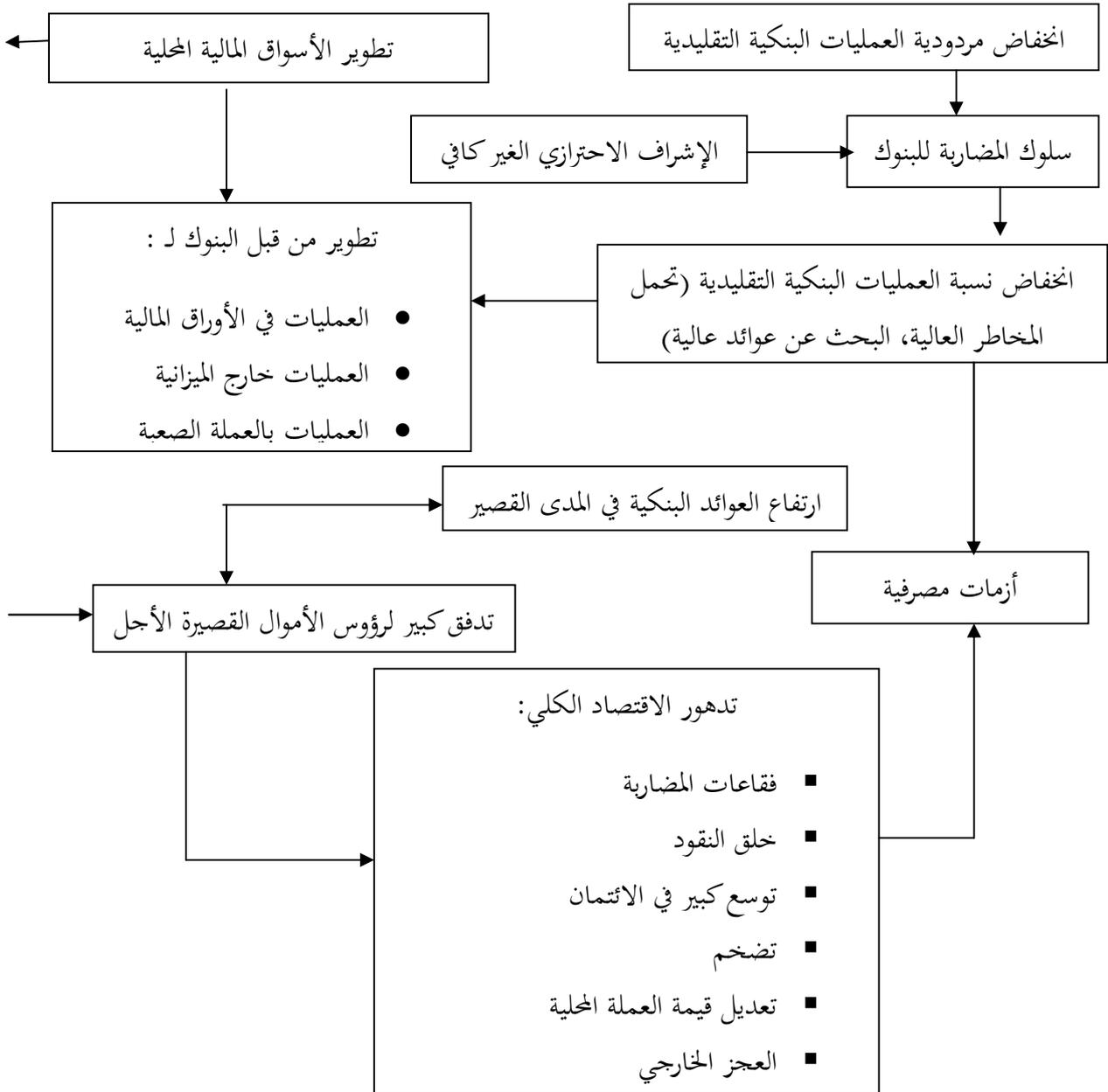
التغيرات المسجلة في نشاط البنوك في جميع البلدان التي اعتمدت التحرير المالي توضح تزايد الاتجاه لعمليات المضاربة. سلوك المضاربة من قبل البنوك الذي لوحظ في الولايات المتحدة والبلدان الصناعية الأخرى تم العثور عليه في البلدان النامية بشكل أكبر حدة إذ أن هذه الأخيرة خضعت إلى تحرير مالي سريع و غير منظم و بدون توفير ترتيبات احترازية مناسبة.¹

الشكل البياني رقم (I-12) يبين العوامل الرئيسية وراء الأزمات المصرفية في الأسواق الناشئة في سياق عملية التحرير المالي. حيث هذا الأخير له اثرين أساسيين على البيئة المصرفية: يشجع على تطوير الأسواق المالية ويؤدي إلى زيادة الضغوط التنافسية على المصارف. مع انخفاض العمليات التقليدية (جمع الودائع وتوزيع القروض) البنوك وفي محاولة لتعويض هذا التراجع تتحول إلى عمليات المضاربة ذات العوائد العالية والتي ينتج عنها ارتفاع في عوائد البنوك في المدى القصير مقابل تحمل مخاطر كبيرة. ويتم تشجيع هذا السلوك من خلال استخدام أدوات مالية جديدة (المشتقات) ومن خلال تطوير العمليات بالعملة الصعبة إلى جانب تدفقات رؤوس الأموال. البنوك والنظام المالي (الذي يعاني من سوء إشراف بسبب تواجد أجهزة رقابة تحوطية غير ملائمة) تصبح هشّة بسبب تحملها هذه المخاطر الكبيرة التي تؤدي إلى ظهور فقاعات المضاربة وتسريع عملية خلق النقود، وهنا تظهر أزمة في النظام المصرفي والمالي كعملية تعديل تسمح بتصحيح اختلال الاقتصاد الكلي الذي حدث نتيجة للتحرير المالي.

الشكل رقم (I-12): العلاقة بين التحرير المالي - سلوك المضاربة و الأزمات المصرفية



¹ Luis Miotti, Dominique Plihon (2001), Op cit, pp 09-10.



Source : Luis Miotti, Dominique Plihon (2001), Op cit, pp 13

4.3. الدراسات التجريبية حول التحرير المالي عدم الاستقرار المالي والأزمات:

فعقب تحرير الأسواق المالية والقطاع المصرفي تزايدت وتيرة المخاطر المصرفية النظامية بشكل ملحوظ في جميع أنحاء العالم وظهرت تساؤلات حول ما إذا كانت هذه الهشاشة المالية هي نتيجة للتحرير. وقد حاول كل من Demirguç-Kunt and Detragiache (1998)¹ تسليط الضوء على هذه القضية من خلال تحليل العلاقة بين الأزمات المصرفية والتحرير المالي في عينة Panel متكونة من 53 دولة متقدمة ونامية خلال الفترة 1980-1995. وقد حاول الباحثان استعراض أهم الأسباب التي تجعل الأنظمة المصرفية المتحررة أكثر عرضة للأزمات: هي أن التحرير المالي يتضمن رفع الرقابة على الإقراض، حيث يصبح من الممكن للبنوك تمويل المشاريع ذات المخاطر العالية مقابل عائد أعلى. إذا تم التحوط من المخاطر القروض من خلال بناء محفظة متنوعة بشكل جيد فان تمويل القروض عالية المخاطر ليس بالضرورة أن تزيد من خطر إعسار البنك ولا من خطر حدوث أزمة مصرفية نظامية. ولكن مع ذلك، المحافظ التي تتضمن قروض خطيرة تبقى عرضة للصدمات السلبية على الاقتصاد حتى لو كانت متنوعة بشكل جيد. كما أن إدارة مخاطر محفظة القروض المصرفية تعتبر مهمة صعبة وموظفي المصارف قد لا يملكون المهارات والخبرات اللازمة التي تمكنهم من القيام بهذه المهمة على النحو المرغوب فيه، كما أن تقييم المشاريع الاستثمارية المحفوفة بالمخاطر ومراقبة المقترض خلال فترة القرض تتطلب مهارات عالية يفقدها النظام المصرفي الذي عمل طيلة سنوات على تقديم قروض للحكومات. كما أن معدلات الفائدة الاسمية من المحتمل أن تكون أكثر تقلبا في نظام مالي متحرر حيث أسعار الفائدة تتحدد في السوق والبنوك تصبح أكثر عرضة للخطر في بيئة تتميز بالتقلبات المستمرة في أسعار الفائدة. كما أن التحرير يزيد من إقبال البنوك على المخاطر، حيث وجود ضمانات صريحة أو ضمنية حكومية للمودعين يفتح شهية البنوك للخطر الأخلاقي أكثر خطورة، وبالتالي رفع سقف أسعار الفائدة على الودائع و الحواجز أمام الدخول يمكن أن يساهم في رفع الخطر الأخلاقي، كما تتسبب زيادة المنافسة بين البنوك في خلق الحافز لدى البنوك لاختيار محفظة القروض العالية المخاطر. زيادة المخاطر بسبب الخطر الأخلاقي يمكن أن تصبح مصدرا للهشاشة المالية كما هو موضح في العديد من حلقات الأزمات المصرفية. وقد بينت النتائج الدراسة أن الهشاشة المالية تتأثر بمجموعة متنوعة من العوامل تتضمن: التطورات السلبية للاقتصاد الكلي، السياسات الاقتصادية الكلية السلبية، تعرض ميزان المدفوعات للأزمات. حيث تبين أن التحرير المالي يمارس تأثير سلبي على استقرار القطاع المصرفي وأن احتمال حدوث أزمات

¹ Asli Demirguç-Kunt , Enrica Detragiache (1998); Financial Liberalization and Financial Fragility ; Paper prepared for annual World Bank conference on Development Economics.

مصرفية يكون أكبر في النظم المالية المتحررة، إلا أن توفر بيئة مؤسسية صحية تتميز الإنفاذ الفعال للقانون، البيروقراطية وانخفاض درجة الفساد يمكن أن يحد من الآثار السلبية للتحرير على النظام المالي. مما يعني ضرورة توفير تنمية مؤسسية قبل عملية التحرير. كما ينبغي الانتقال من حالة الكبح المالي إلى التحرير المالي بشكل تدريجي وبالنسبة إلى البلدان التي كانت في البداية في حالة كبح مالي الأثر الإيجابي للتحرير على التطور المالي يبدو أقوى من الأثر السلبي للأزمات المصرفية، وتفسر هذه النتائج [أنه بمجرد إدراج إصلاحات في القطاع المالي لتأمين معدلات فائدة موجبة، إجراء المزيد من التحرير قد لا يأتي بالمكاسب التي تعوض الأثر السلبي للهشاشة المالية .

في أعقاب أزمة العملة المكسيكية و الآسيوية احتلت الأزمات المالية الصدارة في المناقشات الأكاديمية، حيث قدم Kaminsky and Reinhart (1999) ¹ ورقة بحثية حللا من خلالها الروابط بين الأزمات المصرفية وأزمات العملة باستعمال عينة من 20 دولة خلال الفترة 1970-1995 وقد شهدت هذه الفترة 26 أزمة مصرفية و 76 أزمة عملة. وذلك من خلال دراسة العلاقة السببية المحتملة بين المشاكل المصرفية، مشاكل ميزان المدفوعات والتحرير المالي. وقد بينت نتائج الدراسة أنه لا يوجد علاقة بين أزمة ميزان المدفوعات والأزمات المصرفية خلال سنوات السبعينات عندما كانت الأسواق المالية منظمة بشكل جيد، بينما خلال سنوات الثمانينات وعقب تحرير الأسواق المالية في العديد من دول العالم، أصبحت الأزمات المصرفية وأزمات العملة متشابكة ومتراطة بشكل كبير، فغالبا ما تسبق المشاكل في القطاع المصرفي الأزمة في ميزان المدفوعات، حيث أن الأزمة المصرفية الحالية تساعد على التنبؤ بحدوث أزمة عملة في المستقبل. إلا أنه ومع ذلك يظهر أن العلاقة السببية بين الأزميتين ليست أحادية الاتجاه، إذ أن انهيار العملة يعمق الأزمة المصرفية حيث في معظم الأحيان تصل الأزمة المصرفية إلى ذروتها بعد انهيار العملة، والمشاكل الحالية أو تخلق مشاكل جديدة بسبب أسعار الفائدة العالية المطلوبة للدفاع عن سعر الصرف المربوط أو التعرض للنقد الأجنبي للبنوك. كما بينت النتائج أنه في حين أن الأزمات المصرفية في الغالب تسبق أزمة العملة إلا أنها ليست بالضرورة السبب المباشر لها، فغالبا ما يسبق كلا الأزميتين فترات ركود أو على الأقل معدلات نمو اقتصادي أقل من المستويات العادية نتيجة تدهور في معدلات التبادل التجاري، المبالغة في تحديد سعر الصرف وارتفاع تكلفة الائتمان، كما أنه في كلا الأزميتين الصدمات التي تتعرض لها المؤسسات المالية بسبب التحرير المالي وزيادة إمكانية الوصول إلى أسواق رؤوس الأموال الدولية تدعم مرحلة الازدهار من خلال توفير فرص الحصول على التمويل. وبالتالي فإن التحرير المالي غالبا ما يسبق الأزمات

¹ Graciela L. Kaminsky, Carmen M. Reinhart (1999); The Twin Crises :The causes of banking and balance of payments problems ; The American Economic Review ; Vol 89 ; N°3 ; pp 473-500 .

المصرفية و أن الأزمات تحدث مع دخول الاقتصاد في ركود عقب الانتعاش في النشاط الاقتصادي لفترات طويلة الذي كان يغذيه الائتمان و تدفقات رؤوس الأموال التي ترافق المبالغة في تقييم (المغاللات في تقييمها وتحديد قيمة العملة في مستويات أعلى من قيمتها الحقيقية) العملة.

في محاولة لتقديم أدلة تجريبية عن الآثار التحريرية المالي والأزمات المصرفية على النمو قدم Bonfiglioli and Mendicino (2004)¹ دراسة تبين العلاقة بين التحرير والأزمات باستخدام بيانات Panel لـ 90 دولة خلال الفترة 1975-1999 ومؤشرين لقياس التحرير المالي (الأول يقيس تحرير حساب رأس المال والثاني يقيس تحرير سوق الأسهم). وقد بينت النتائج أن تحرير سوق الأسهم له تأثير مباشر على النمو الاقتصادي بينما إزالة القيود عن حساب رأس المال يعزز النمو بشكل غير مباشر من خلال تأثيره الإيجابي على تطور وتعميق القطاع المالي، كما أنه يخفف من الآثار السلبية للأزمات المصرفية، إذ أن تحرير حساب رأس المال يسمح للشركات الحصول على الأموال بسهولة من الأسواق المالية الدولية وبالتالي يعانون بشكل أقل من الأزمات الداخلية وأن الأزمات المصرفية تعتبر سلبية على الأداء الاقتصادي في البلدان التي تتميز ببيئة مؤسسية ضعيفة في حين أن هذه الأزمات لها تأثير أقل في الاقتصاديات المتحررة والتي لديها مؤسسات ذات جودة أعلى حيث حقوق الملكية والتعاقدية محمية بشكل أفضل .

كما قدم Ranciere et al (2006)² تحليل تجريبي لآثار التحرير المالي على النمو الاقتصادي وعلى وقوع الأزمات بالاستعانة بعينة من 60 بلدا خلال الفترة 1980-2002. وقد بينت النتائج تأثير مزدوج للتحرير المالي نتيجة تخفيف القيود على الاقتراض وبالتالي زيادة معدلات الاستثمار، يؤدي التحرير إلى نمو أسرع على المدى الطويل، في المقابل في بعض الأحيان يتسبب التحرير في الأزمات من خلال تشجيع المخاطرة، حيث في عدد كبير من دول العينة أدى التحرير المالي إلى تعزيز الهشاشة المالية ويتسبب في حدوث الأزمات المالية. وكمثال عن النتائج المتناقضة للتحرير المالي على النمو نجد تجريري تايلاند والهند، فقد اختارت الأولى تحرير قطاعها المالي من أجل إنعاشه فتسبب هذا الأمر في أزمة في حين الهند اتبعت منهجية النمو البطيء الآمن دون تحرير اقتصادها. وبالرغم من الآثار المزدوجة لتحرير المالي إلا أنه في الأجل الطويل النتائج بينت أن الآثار الإيجابية

¹ Alessandra Bonfiglioli, Caterina Mendicino (2004); Financial liberalization, Bank Crises and Growth: assessing the links; SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance; N°567.

² Romain Ranciere , Aaron Tornell , Frank Westermann (2006); Decomposing The Effects of Financial Liberalization :Crises VS Growth ; Working Paper ; institut Fur Empirische Wirtschaftsforschung ; University of Osnabruck ; N°74.

للتحرير المالي على النمو من خلال توفير المزيد من العمق مالي والمزيد من الاستثمار تفوق الآثار السلبية الناتجة عن الهشاشة المالية وتزايد احتمال حدوث الأزمات.

من اجل اختبار فرضية أن الالهييارات البنكية التي تعتبر أصل الأزمات المصرفية يمكن تفسيرها إلى حد كبير من خلال سلوك المضاربة للبنوك والذي تعزز بعد التحرير المالي، أجرى Miotti and Plion (2001) ¹ دراسة تجريبية على دولتين هما الأرجنتين وكوريا التي عرفتا أزمات شديدة وبالرغم من اختلاف طبيعتها إلا انه وفي كلتا الحالتين الالهييارات البنكية لعبت دورا مركزيا فيهما. ولكن كوريا شهدت أزمة صرف وهذا يختلف عن حالة الأرجنتين. وانطلاقا من قاعدة بيانات تتضمن حسابات بنوك فردية حاولا الباحثان تسليط الضوء على سلوك المضاربة المتبع من قبل البنوك (المخاطرة، الرافعة المالية، تطوير عمليات خارج الوساطة...) واختبار السلوك المضاربة باعتباره عاملا مفسر للالهييارات البنكية. وقد أكدت النتائج هذه الفرضية أي أن سلوك المضاربة المتبع من قبل البنوك هو أصل الالهييارات البنكية والأزمات المصرفية. كما تبين أن البنوك التي أفلست هي تلك البنوك التي تحصلت على عوائد عالية جدا مقابل تحملها مخاطر عالية من خلال عمليات مضاربة التي قامت بها وبالتالي يظهر هنا أهمية تعزيز أجهزة لإدارة المخاطر والمراقبة الحذرة للبنوك في البلدان الناشئة من اجل الحد من سلوكيات المضاربة .

في سنة 2008 أعد كل من Bengamra et Clévenot (2008) ² دراسة انطلقا فيها من فرضية أن التحرير المالي يزيد من حالة عدم الاستقرار المالي وأن هذه العلاقة الإيجابية بين الظاهرتين تخفض من المساهمة الإيجابية للتحرير على النمو وذلك بالاستعانة بعينة من 20 دولة نامية خلال الفترة 1980-2002. وقد تبين وجود تأثيرات ايجابية للتحرير المالي قبل نهاية 1997 لكنها أصبحت سلبية فيما بعد، كما أظهرت الدراسة بان سياسة التحرير المالي ينبغي أن تتم في بيئة اقتصادية و مؤسسية مناسبة وهذا ما يفسر تفوق الآثار السلبية للتحرير المالي في هذه الدراسة. في هذا الإطار نجد أن الاقتصاديون توصلوا إلى اتفاق حول أن التحرير المالي يتطلب مسبقا توفير بيئة مؤسسية مناسبة واستقرار سياسي واحترام للحريات المدنية. مع ذلك احترام هذه المؤشرات لا يحصن تماما ضد المخاطر، إذ أن الولايات المتحدة التي تمتلك أعلى مستويات تنمية مؤسسية، سياسية واقتصادية فشلت في تجنب تشكل وانفجار فقاعة المالية. هنا أخذت أدبيات التحرير المالي منحى جديد،

¹ Luis Miotti , Dominique Plihon (2001); Libéralisation Financière , Spéculation et Crises Bancaires ; Economie Internationale , La revue du CEPII N°85.

² Saoussen Ben Gamra , Mickael Clévenot (2008); Les effets ambigus de La libéralisation Financière dans Les Pays en développement : croissance économique ou instabilité financière ? ; CEPN UMR 7115 ; pp 01-24 .

حيث أن التدخل الحكومي الذي كان يعتبر سلبي ظهر مجددا على انه أداة ضرورية من خلال أهمية وضع إطار تنظيمي ملائم، بسبب عدم كفاءة الأسواق المالية وعدم تماثل المعلومات. وبالتالي تم الانتقال من الوضعية التي اعتبر فيها التحرير المالي في حد ذاته يحسن الإطار المؤسسي إلى فكرة عكسية حيث أن الإطار المؤسسي يجب أن يتكيف مع المشكلات الجديدة.

أما (Bengamra et Plihon) (2007)¹ انطلقا في دراستهما من فرضية أن تأثير التحرير المالي على استقرار الأنظمة المصرفية يعتمد إلى حد كبير على سرعة وتسلسل التحرير. وقد ركزا تحليلهما على عينة من 22 بلدا ناشئا خلال الفترة 1970-2002. وقد بينت النتائج التجريبية بان درجة تحرير القطاع المالي تدخل بشكل كبير في تفسير الأزمات البنكية في البلدان النامية، فعموما التحرير الجزئي والغير كامل للقطاع المالي الداخلي يعتبر أكثر زعزعة من التحرير الكلي بينما تحرير حساب رأس المال (خاصة إذا كان كلي) يعتبر مزعزع للاستقرار بالنسبة إلى البلدان الناشئة. كما أن احتمال حدوث أزمات مصرفية يكون أكبر عندما يكون التحرير المالي سريع حيث أن رفع القيود الغير متسلسل وتحرير المكونات الثلاثة للنظام المالي (القطاع المالي (البنكي) المحلي، الأسواق المالية وحساب رأس المال) في وقت واحد أو في أوقات متقاربة يزيد من هشاشة البنوك لان البنوك تحتاج إلى وقت من اجل التكيف مع معطيات السوق الجديدة ومع الاقتصاد الدولي. حيث اعتبر الباحثان أن التحرير يجب أن يقتصر في المرحلة الأولى على التحرير الداخلي والتطوير المحلي للأسواق المالية ويجب فتح الاقتصاد بشكل جزئي أمام تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية. ومن اجل تحرير ناجح وقل تكلفة يجب احترام تسلسل الإجراءات حيث أن الانفتاح الخارجي لا يجب أن يسبق التحرير الداخلي. فيجب أولا إلغاء تدريجي لمراقبة الائتمان وأسعار الفائدة وتحرير الأسواق المالية وتطوير الأدوات النقدية المباشرة أما إلغاء القيود على حساب رأس المال فيجب تركه في الأخير.

5.3. أثر عدم الاستقرار المالي على النمو الاقتصادي:

يعود جذور النظريات حول الأثر السلبي للتطور المالي على النشاط الاقتصادي إلى الاقتصاديين في المدرسة الكينزية و المينيسكية (Minsky) miniskienne. ففي أعقاب Keynes (1936)، اعتبر Minsky (1977) أن النمو الاقتصادي المستقر لا يتوافق مع نظام اقتصادي يعتمد على التمويل عن طريق الديون، لأن

¹ Saoussen Ben Gamra , Domonique Plihon (2007); Politiques de Libéralisation Financière et Crises Bancaires ; Economie Internationale ; N° 112 ; pp 05-28 .

تسريع تطور الأدوات التي تدعم هذا النوع من التمويل (التحديد المالي الذي يعزز تحويل الاستثمارات إلى استثمارات مضاربة) يرفع من عدم الاستقرار المالي .

وقد وصف Minsky (1982) عملية انتشار عدم الاستقرار المالي بالشكل التالي: تزايد معدلات الفائدة وارتفاع نسبة الديون مقارنة برأس المال، انخفاض معدل التغطية ضد المخاطر مما يجعل المشاريع التي لم تكن في الأساس محفوفة بالمخاطر (لأن جزء كبير من التمويل يعتمد على الأموال الخاصة) ستمول عن طريق رؤوس الأموال المضاربة . تمويل النشاطات الخطرة و الإفلاس الناجم عنها سيخفض بشكل مفاجئ سيولة السوق والأعوان الذين يحتفظون بالأصول السائلة سوف يرغبون في التخلص منها، وبالتالي السوق سوف تغرق والنشوة المالية سوف تتحول إلى دعر مصري. تحليل Minsky يبين أنه في إطار اقتصاد رأسمالي يتميز بتطور مالي غير منضبط، الاتجاه نحو النشوة سيولد سلوك دوري للديون والذي سيؤدي بدوره الى انخيارات مالية.

وقد فسر Mayer (1999)¹ عدم الاستقرار المالي بمجموعة من العناصر: التوسع في الائتمان، التوسع في إصدار النقود، تقلبات أسعار السلع الرأسمالية و تزايد مشكلة الخطر الأخلاقي، مشكل تأمين الودائع، عدم كفاءة الأسواق المالية، قصر نظر المستثمرين investor myopia اتجاه المخاطر. أما Henry (2004)² فقد حدد أربع أسباب من المحتمل أن تتسبب في عدم الاستقرار المالي: عدم استدامة سياسات الاقتصاد الكلية، هشاشة النظام المالي ، ضعف المؤسسات وثغرات وعيوب هيكل الأسواق المالية الدولية. أما بالنسبة إلى Bockelmann and Borio (1990)³ فقد أرجع عدم الاستقرار إلى التقلبات في الأسعار: التقلبات في المستوى العام للأسعار (التضخم)، التقلبات في أسعار الصرف، التقلبات في أسعار الفائدة والتقلبات في قيمة الأصول المالية و الغير مالية.

يوجد العديد من القنوات التي من خلالها يؤثر عدم الاستقرار المالي على النمو، فقد بين Ramey and Ramey (1995)⁴ أن عدم الاستقرار المالي يخفض النمو نتيجة تسببه في عدم استقرار معدلات النمو الاقتصادي. إلا أنه في المدى الطويل يمكن لهذا الأثر السلبي لعدم الاستقرار المالي والذي يتسبب في تثبيط

¹ Colin Mayer (1999); The Assessment : Financial Instability ; Oxford Review of Economic Policy ; Vol. 15 ; N° 3 ; pp 04 .

² Peter Blair Henry (2004); Perspective Paper on Financial Instability ; Research Paper N° 1866 ; Stanford ; Graduate School of Business ; pp 07-09 .

³ Horst Bockelmann, Claudio Borio (1990) , Financial instability and the real economy , De Economist , Vol. 138, Issue 4, pp 428-450.

⁴ Garey Ramey, Valerie A. Ramey (1995) , Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth , American Economic Review , Vol. 85, N° 5, pp.1138-1151.

معدلات النمو أن يصبح ايجابيا ويحفز النمو في المدى الطويل. حيث يمكن لفترات الركود الاقتصادي أن تكون مفيدة في المدى الطويل لإنتاج العوامل، إذ أن إفلاس المؤسسات ذات الأداء الضعيف يسمح بتنمية وظهور مؤسسات أكثر ابتكارا وتجددا وأكثر قدرة على المساهمة في الاقتصاد.

من ناحية وبما أن الاستثمار يتبع التمويل، فعدم استقرار التطور المالي يترجم بالضرورة بعدم استقرار معدلات الاستثمار. ففي الدول النامية خلال فترات الازدهار والتي تعني إمكانية الحصول على التمويل بسهولة يتم في الغالب منح التمويل لمشاريع ضخمة غير منتجة وبطريقة غير مدروسة بمساعدة أو تحت مسؤولية الدولة. أما في فترات الركود، نوعية المشاريع تتحسن مع انخفاض كمية استثمارات .

من ناحية أخرى عدم استقرار التطور المالي يترافق مع عدم استقرار الأسعار النسبية لان أسعار السلع والخدمات بالتساوي حساسة للتغير في الائتمان، خاصة إذا كانت سلع غير قابلة للتداول (التي تتبع أسعارها التوازن الداخلي) أو السلع المتداولة (التي تتأثر أسعارها بالأسعار الأجنبية ومستوى سعر الصرف). عدم استقرار سعر الصرف الحقيقي الذي يترافق مع عدم الاستقرار المالي يعتبر واحد من الأسباب الأساسية لعدم استقرار الأسعار النسبية. عدم استقرار سعر الصرف الحقيقي يعتبر في الغالب عامل لانخفاض الإنتاجية. الذي يؤثر على مؤشرات السوق ويؤدي إلى سوء تخصيص الموارد مما يخفض العائد على الاستثمار كما انه من الممكن أن يخفض معدلات الاستثمار بسبب حالة عدم التأكد التي تتولد عنه.

فقد وضع (1999) Guillaumont et al¹ أن عدم استقرار معدلات الاستثمار و أسعار الصرف الحقيقية يكون له أثر سلبي على النمو. حيث و باستخدام عينة من الدول النامية بينا أن معدل نمو نصيب الفرد من الإنتاج خلال سنوات الثمانينات والتسعينات دالة متناقصة للتغيرات في معدات الاستثمار وأسعار الصرف الحقيقية معا. حيث بمجرد إدخال معدل الاستثمار المتوسط في الانحدار، معامل عدم استقرار أسعار الصرف الحقيقية تبقى كبيرة ولكن في المدى الطويل تنخفض مما يعني أن عدم الاستقرار يخفض النمو من خلال تخفيض إنتاجية رأس المال ومستويات الاستثمار.

¹ Patrick Guillaumont, Sylviane Guillaumont Jeanneney, Jean-François BRUN (1999), How instability lowers African growth, Journal of African Economies Vol 8, Issue 1, pp 87-107.

كما قدم Guillaume et Kpodar (2006)¹ تحليل لأثر مستوى التطور المالي واستقراره على النمو في الدول النامية وذلك باستخدام عينة من 120 دولة نامية خلال الفترة 1966-2000. وقد بينت النتائج وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي وعدم استقراره وهذا نتيجة للصدمات الداخلية والخارجية التي تتعرض لها الاقتصاديات. هذه العلاقة الإيجابية بين مستوى وعدم انتظام التطور المالي تظهر عندما يتم قياس هذا الأخير بمؤشر الائتمان إلى القطاع الخاص أو مؤشر الأصول السائلة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. من ناحية أخرى هذا الأثر للتطور المالي على عدم استقرار المالي يكون أكبر عندما تكون حالة الاقتصاد الكلي الذي يتم قياسه من خلال معدل التضخم سيئة. كما بين الباحثان بأن الأثر الإيجابي للتطور المالي على النمو يبقى ولكنه يتغير بسبب عدم الاستقرار المالي. حيث الأثر السلبي لعدم الاستقرار المالي يعزز بوجود بيئة تضخمية وضعف المؤسسات القانونية. ومن أجل أن يحفز التطور المالي النمو ويحد من الفقر يجب توفر سياسات مستقرة للاقتصاد الكلي، تحرير تدريجي للقطاع المالي وخضوع البنوك للإشراف أي لا بد من توفير البيئة المناسبة قبل إجراء التحرير .

كما قدم Jude C Eggoh (2010)² تحليل تجريبي للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي مع الأخذ بعين الاعتبار عدم الاستقرار المالي. وقد شملت الدراسة عينة من 71 دولة خلال الفترة 1960-2004. وقد كشفت النتائج بان الأثر السلبي لعدم الاستقرار المالي هو ظاهرة قصيرة المدى فقط. حيث أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي في المدى القصير و الطويل بينما الأثر السلبي لعدم الاستقرار المالي يظهر فقط في المدى القصير. إلا انه ومع ذلك بينت النتائج أن اثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في المدى القصير يبقى ايجابي مما يعني أن الخوف من عدم الاستقرار المالي ومن أثاره السلبية على النمو الاقتصادي لا يبرر وضع سياسات الكبح المالي والتي تعمل على الحد من التطور المالي، وبالتالي يمكن انطلاقاً من النتائج المتحصل عليها استنتاج أن الأثر الصافي للتطور المالي على النمو الاقتصادي يمكن أن يكون سلبي في المدى القصير في حالة ما إذا كانت الآثار الناجمة عن عدم الاستقرار المالي تفوق الأثر الإيجابي الناتج عن التطور المالي. وهذا الوضع يمكن ملاحظته عندما يكون التطور المالي غير مستقر بشكل كبير وشروط الاقتصاد الكلي غير ملائمة مما يؤدي إلى عدم استقرار مالي كبير. وحتى وإن كان الأثر الصافي للتطور المالي على النمو الاقتصادي ايجابي فيجب أن يتم التطور المالي في

¹ Sylviance Guillaumont Jeanneney , Kangni Kpodar (2006); Développement Financier , Instabilité Financière et Croissance Economique ; Economie & Prévision ; pp 87-111 .

² Jude C Eggoh (2010); développement financier , Instabilité Financière et croissance économique :un réexamen de la relation ; Région et développement ; N° 32 ; pp 09-29 .

شروط اقتصادية كلية مناسبة (انخفاض معدلات التضخم، العجز والدين العام...)، ضرورة توفير تنظيمات حماية صارمة من اجل تجنب التجاوزات المالية التي تحد من المكاسب المرجوة من التطور المالي.

وبهدف دراسة التناقضات بين الأدبيات التي بينت وجود اثر ايجابي للعمق المالي (الذي يقاس على سبيل المثال عن طريق الائتمان المحلي الخاص والخصوم السائلة) على النمو. ومن ناحية أخرى، أدبيات الأزمات البنكية وأزمة العملة التي بينت أن المجاميع النقدية مثل الائتمان المحلي تعد من بين أفضل الأدوات للتنبؤ بالأزمات والركود الاقتصادي المرتبط بها، اعد Loayza and Ranciere (2005) ¹ دراسة حللا من خلالها العلاقة بين الهشاشة المالية، العمق المالي والتطور المالي باستخدام سلاسل زمنية لـ 82 بلدا خلال الفترة 1960-2000 وقد بينت النتائج وجود تأثير مزدوج للوساطة المالية على النمو الاقتصادي ففي الأجل الطويل نجد علاقة ايجابية بين الوساطة المالية ونمو الناتج أما في المدى القصير العلاقة سلبية، ويمكن تفسير هذه النتائج الآثار السلبية للتحرير المالي التي تعتبر ضارة للنمو خاصة في البلدان الهشة ماليا أي تلك التي تواجه أزمات مصرفية أو تعاني تقلبات مالية عالية تظهر بها آثار سلبية للوساطة المالية على النمو في المدى القصير، أما بالنسبة إلى البلدان المستقرة فان هذا التأثير يعتبر في المتوسط غير موجود. ففي حين أن العمق المالي يؤثر ايجابي على النمو فان الهشاشة المالية - التي تسببت فيها التقلبات والأزمات المالية - لديها آثار سلبية على النمو. التأثير الكلي للتحرير المالي و الوساطة المالية على النمو الاقتصادي قد يكون عبارة عن مزيج من هذه الآثار، حيث أن التأثيرات النسبية للعمق المالي والهشاشة المالية تعتمد على درجة التطور المالي التي وصلت إليها الدولة.

4. آليات (سياسة) تطوير القطاع المالي:

يقصد بسياسة التطور المالي مجموعة من الإجراءات الموضوعية من قبل الدولة أو أجهزتها من أجل تلبية الاحتياجات المالية لمختلف أنواع الأعوان الاقتصاديين في دولة معينة والمساهمة في تطوير النظام المالي. فالتطور المالي لا يمكن أن يحدث دون مشاركة نوعين من السياسات: سياسات هيكلية واستقرارية تستهدف أساسيات الدائرة الحقيقية وسياسات تستهدف بشكل مباشر جوانب التطور المالي. فالهدف النهائي من تطوير القطاع المالي هو توفير نظام مالي فعال قادر على تمويل النمو والحد من الفقر، وذلك من خلال تحقيق أهداف وسيطة والتمثلة في المساهمة في تطوير الجوانب السبعة للتطور المالي والمحيط المالي التي سبق ذكرها، فهذه الجوانب لا يمكن أن تعرف

¹ Norman Loayza , Romain Ranciere (2005); Financial Development , Financial Fragility and Growth ; Working Paper ; International Monetary Fund .

تطور مستمر في غياب العوامل الأساسية المساعدة على خلق ونضج العلاقات الاقتصادية والمالية، وهي: سيادة القانون، توفر بيئة تحتية مادية واجتماعية مناسبة، البيئة الكلية الداخلية (الحكومة الاقتصادية والسياسية)، والبيئة الكلية الدولية. حيث تأثر هذه العوامل على المجال المالي وتساهم في النمو وهذا ما يسمى بالبيئة المالية، حيث أن إصلاح النظام القضائي، والتدخل من أجل تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي، والسياسات الاقتصادية الكلية والاقتصادية الجزئية الداخلة ضمن توفير بيئة تحتية سليمة وملائمة تعتبر أهداف وسيطة لسياسة التطور المالي.

1.4. استقرار الاقتصاد الكلي

يشكل كل من الاستقرار السياسي واستقرار الاقتصادي الكلي شرطان أساسيان لتطوير الأنظمة المالية. فمن ناحية الاستقرار السياسي، الفساد والجريمة يشكلان مصادر لرفع عدم اليقين لدى الأعوان الاقتصاديين سواء ماليين أو غير ماليين. فقد اعتبر Demirguc-Kunt and Maksimovic (2005) أن عدم الاستقرار السياسي و الجريمة يشكلان عقبات أساسية أمام نمو المؤسسات.¹ كما أكد Detriagache, Gupta et Tressel (2005) أنه في الدول منخفضة الدخل، عدم الاستقرار السياسي والجريمة يؤخران التطور المالي. بينما ركز Haber (2004) على الارتباط بين القوى السياسية واستراتيجيات التطور المالي، وأكد أن الأنظمة السياسية المغلقة قد تمنع تطوير فاعلين ماليين ذو كفاءة وتنافسية. وعليه يمكن القول أن الإجراءات الرامية إلى تحسين الحوكمة السياسية هي جزء من سياسة التطور المالي.²

بينما توفر بيئة سياسية مستقرة والانضباط المالي وسياسات اقتصادية كلية سليمة تمثل كلها عوامل تساهم في ظهور مؤسسات مالية حيوية، كما أن توفر أنظمة مالية ذات كفاءة عالية ومتنوعة يضمن إدارة أفضل للسياسة المالية، حيث أن نمو الأسواق النقدية وأسواق السندات يمكن أن يحد من رسوم صك العملات والاستفادة من تمويل الدين العام من خلال هذه الأسواق.

كما تساهم سياسات تحقيق استقرار الاقتصاد الكلي في إرساء أساسيات التطور المالي من خلال مساهمتها في الحد من التضخم، ففي الواقع البلدان التي تسجل معدلات تضخم مستقرة استطاعت تحقيق معدلات تطور مالي مرتفعة. وفي هذا الإطار بين Rousseau et Wachtel (2002) باستخدام عينة تتكون من 84 دولة

¹ Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic (2005), Financial and Legal Constraints to Growth: does Firm Size Matter?, The Journal of Finance, Vol. Lx, No. 1, pp 309-349.

² Stephen Haber (2004), Why Institutions Matter: Banking and Economic Growth in Mexico, Center for International Development working paper, pp 01-69.

خلال الفترة 1960-1995، وجود عتبة تضخم (تتراوح بين 13% و 25%) حيث العلاقة بين النمو والتمويل بعد هذه العتبة تصبح غير معنوية، أي أن العمق المالي يرتبط عكسيا مع التضخم. في المقابل الحد من التضخم يترافق مع زيادة في عمق النظام المالي الذي يؤثر بشكل إيجابي على النمو. ويؤثر التضخم على الوساطة المالية بسبب تقلبات و ارتفاع الأسعار، بحيث تصبح تدفق المعلومات المرتبطة بالمشاريع الاستثمارية وعوائدها غير مؤكدة، مما يحد من رغبة الوسطاء الماليين في تقديم تمويل طويل الأجل، كما يدفع التضخم الأعوان الاقتصاديين إلى الحد من حيازتهم للأصول النقدية. بالإضافة إلى أن التضخم يؤثر سلبا على الأداء الجيد للأنظمة المالية، فإنه يحد أيضا من اندماج هذه الدول مع باقي العالم نتيجة تأثيره على أسعار الصرف وزيادة تكاليف أدوات التحوط.¹

2.4. تعزيز الإطار القانوني وحقوق الملكية و توفير بيئة تحتية مادية واجتماعية مناسبة:

يعتبر توفير إطار قانوني ملائم شرط أساسي لتطوير النظام المالي. وفي هذا الإطار تظهر مسألتين مهمتين هما: عدم اليقين القانوني *l'insécurité juridique* وعدم اليقين القضائي *l'insécurité judiciaire*، حيث يفسر هذين الجانبين تخلف القطاع المالي. ويشير عدم اليقين القانوني إلى عدم قدرة القواعد القانونية في شكلها الحالي على تلبية حاجات مستخدميها، وهذا ناتج عن عدم تجانس القوانين بين الدول وبالتالي ينبغي تحديث القوانين من خلال اعتماد معايير موحدة وتلبي حاجات جميع المتعاملين الاقتصاديين، ذلك أن التباين القانوني يشكل عائق أمام تطوير العلاقات المالية مع باقي الدول. كما أن تعقيد المعايير القانونية، مثل عدد الإجراءات من أجل إنشاء مؤسسة، الحصول على ترخيص تقديم الحسابات السنوية كلها تشكل عقبات. كما يجب إعطاء أهمية للتنظيم المالي، حيث ينبغي وضع قوانين تنظم جميع الأنشطة المالية وتضمن احترام المنافسة. أما فيما يتعلق بعدم اليقين القضائي فهو يعنى بضرورة الامتثال وإنفاذ العقود المالية، حيث يعاني الوسطاء وباقي الفاعلين الماليين من صعوبة في إنفاذ العقود نتيجة بطء العدالة ونوعية العقوبات التي تمثل عائق أمام تطور الوساطة، فالفساد والضغط التي تمارس على القضاة كلها أسباب تحد من تطور القطاع المالي.²

¹ Peter L. Rousseau , Paul Wachtel (2002), Inflation thresholds and the finance–growth nexus , Journal of International Money and Finance , Vol 21 , pp 777–793.

² Jean- Paul MVOGO (2012), Op Cit, pp 252.

وفي هذا الإطار أكد كل من Djankov et al (2005) على الدور الأساسي لحماية حقوق الملكية وآليات إنفاذ العقود في تطور الأنظمة المالية.¹ كما أشار Beck, Demirguc-Kunt et Maksimovic (2004) إلى الدور الأساسي للأنظمة القضائية، حيث أن المؤسسات تكون أكثر قدرة على الوصول إلى التمويل الخارجي في الدول التي تضمن فيها المحاكم إنفاذ العقود بجميع بنودها وبجذافيرها.²

كما يعتبر توفير تطوير مؤسسات التدريب الجيد formation de qualité هو شرط أساسي آخر لتطوير العلاقات المالية. ففي الواقع بالرغم من أن التمويل الأصغر أثبت إمكانية اندماج الأشخاص في النظم المالية دون أي تعلم، إلا أن القدرة على معرفة أحكام وشروط الحصول على خدمة مالية هي ميزة أساسية من أجل تحسين إمكانية الوصول إلى التمويل وأيضاً تطوير وتحقيق شروط المنافسة الفعالة. ومن أجل فهم جيد لدور التعليم ومحو الأمية في تحقيق مستوى أفضل من المنافسة، من الضروري التمييز بين المنافسة والمنافسة الفعالة، حيث تكون المنافسة فعالة إذا تحققت ثلاث شروط:

✓ الشروط التقليدية للمنافسة موجودة.

✓ المستهلك قادر على إجراء اختيار عقلائي.

✓ وإذا كان لدى المستهلك القدرة على إجراء هذا الاختيار بتكاليف معاملات منخفضة.

حيث ترتبط المنافسة الفعالة بالتعليم، وهذا ما يفسر الخيار الغير عقلائي من قبل بعض الأعوان الاقتصاديين الغير ماليين خاصة العائلات. فبينما في الدول المتقدمة اعتمدت أحكام تخص الشفافية في المعلومات المالية وحماية المستهلك المصري، إلا انه في الدول النامية إمكانية تطبيقها جذ منخفضة بسبب الأمية، تعقيد المنتجات والأسعار والعملات والتسعير التي قد تحد من إمكانية المقارنة والحكم الصحيح من قبل المستهلكين. ففي حالة غياب المعلومات الكافية للقيام بالاختيار والمقارنة بين مختلف العروض المصرفية، المنافسة بين مختلف المؤسسات البنكية قد تكون غير فعالة. وفي ظل هذه الظروف، المستهلكين يضعون ثقتهم في البنوك المتميزة بصمعة طيبة مما يؤثر على ظهور فاعلين أكثر ديناميكية وتوفير ظروف أفضل للسوق.³

3.4. تعزيز التنوع والعمق المالي، وإمكانية النفاذ (الوصول) للخدمات المالية:

¹ P.V. Nketcha Nana (2014), Legal rights, information sharing, and private credit: New cross-country evidence ,The Quarterly Review of Economics and Finance , Vol 54 , pp 315–323.

² Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt , Vojislav Maksimovic (2004), Bank Competition and Access to Finance: International Evidence , Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 36, No. 3 , pp. 627-648.

³ Jean- Paul MVOGO (2012) , Op Cit, pp 253.

تعزيز التنوع والعمق المالي يعتمد على ديناميكية الاقتصاد وكذلك تنوع الاقتصاد الحقيقي. فاعتماد سياسات زراعية أو صناعية مناسبة (سواء من خلال التدخل المباشر أو عن طريق وضع حوافز) يمكن أن يرفع من حجم الودائع، وأيضا تنوع الاقتصاد يرفع من إمكانية تنوع المخاطر بالنسبة للوسطاء الماليين. مثل هذه العمليات يمكن أن تشجع إنشاء وسطاء ماليين جدد بسبب تضاعف الحاجات (العقارات، التأمينات، التأجير، بيع الديون)، وزيادة الحاجة إلى تنمية أسواق رأس المال لتلبية الطلب على رأس المال. ويمكن تعزيز جاذبية الأسواق الجديدة وملاءة الفاعلين فيها عن طريق تأمينها من قبل السلطات الحكومية خلال فترة التحفيز أو من خلال منح حقوق حصرية لممارسات مؤقتة. كما أن اعتماد سياسات تجارية مدروسة بشكل جيد يمكن أيضا أن يحسن تنافسية بعض القطاعات ويشكل ضمان لربحية البنك. أيضا رفع متوسط دخل الفرد نتيجة تحسين عملية إعادة التوزيع يشكل عنصرا فعالا لتشجيع الأشخاص الطبيعيين على المشاركة في المصرفية bancarisation في المناطق التي تتميز بارتفاع مستوى الفقر. كما أن إعادة منح الثقة للمودعين من خلال إنشاء آليات ضمان الودائع وتشديد الرقابة والإشراف البنكي من أجل تجنب سلوكيات عالية المخاطر وعالية المردودية من شأنه أن يعزز تطور القطاع المالي.

كما تشكل مخاطر التخلف عن السداد عائقا أمام الوساطة والتي يمكن تجنبها من خلال وضع آليات تعزز جودة المعلومات المالية المتاحة حول المقترضين، وذلك من خلال المصادقة على حسابات المؤسسات، حيث تصب هذه العمليات في الحد من عدم اليقين.

وبالتالي من أجل تعميق وتنويع الأنظمة المالية لابد من اعتماد آليات ترفع مشاركة الفاعلين العموميين (الجهات المانحة والسلطات الوطنية والإقليمية والقطاع الخاص). كما أنه في ظل بيئة تتميز بفائض في سيولة الأنظمة البنكية، توفير الضمانات قد يعزز وصول العملاء للائتمان.

ومع ذلك تحليل آليات الضمان على المستوى الدولي يكشف أن: نجاح هذه البرامج لا يمكن أن يتم دون تلبية بعض الشروط خاصة فيما يتعلق بالحوكمة، ففي الواقع إذا كانت الضمانات تشكل جزءا أساسيا من سياسة التطور المالي في كل الدول سواء كانت متقدمة أو نامية إلا أنه في الغالب هذه الضمانات لا تستعمل من قبل المؤسسات والعملاء في أمس الحاجة إليها. نفس الأمر بالنسبة لخطوط الائتمان التي تستفيد منها في الغالب المؤسسات التي تربطها علاقة قديمة مع البنك. وبالتالي فالاستعمال الكفء لهذه الأدوات يتطلب اهتمام أكبر بوصولها إلى السكان المستهدفين. أما بالنسبة للمقرضين فالاستعمال الكفء لأدواتهم يتطلب التعميم والتعريف

بوجود هذه الأدوات، كما يمكن للجهات المانحة للائتمان والمستثمرين المساهمة في نجاح السوق المالي بشكل مباشر عن طريق استعمال الدين بالعملة المحلية لتمويل عملياتها، أو بشكل غير مباشر من خلال إنشاء الصناديق السيادية أو صناديق خاصة من أجل شراء الأوراق المالية المدرجة في الأسواق المحلية.¹

أما فيما يخص النفاذ للخدمات فكما سبق وأن ذكرنا، يرتبط وصول الأفراد للخدمات المالية بـ:

- قدرة الأعوان الاقتصاديين على الوصول جسدياً للمؤسسات المالية (وصول يرتبط بالموقع الجغرافي).
- تكاليف استخدام الخدمات المالية.
- والإجراءات المعقدة.

ومن بين الحلول المقترحة في هذا الإطار إعادة إحياء الصناديق الزراعية أو البنوك البريدية *banques postales* ومنح حوافز ضريبية للبنوك التي تنشط في المناطق النائية أو التي تتعامل مع السكان المهمشين. كما أن استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يمنح مجالاً للمؤسسات المالية لتوفير الخدمات المالية من دون الحاجة إلى تطوير شبكة من الفروع. أيضاً لا بد من الاستفادة من التكنولوجيات الجديدة والتوسع في شبكات المحمول (البنوك الإلكترونية *E-Banking*، الخدمات المصرفية عبر الهاتف *mobile banking*، *DAB*، *GAB*) لتقديم خدمات أفضل وأسرع للعملاء وخفض التكاليف التشغيلية المرتبطة بالجغرافيا. كما يمكن علاج هذا الأمر من الناحية القانونية من خلال إدخال نظام الحق في حساب مصرفي *droit au compte*، كما يمكن تحقيق ذلك من خلال ميثاق مالي يدفع البنوك إلى إشراك أهداف اجتماعية اقتصادية ضمن الأهداف التقليدية التي ترغب في تحقيقها. حيث أن إصلاح القوانين التي تحكم المعاملات المالية من شأنه أن يرفع من إمكانية وصول عدد أكبر من الأفراد للنظام المالي والاستفادة من خدماته.²

4.4. تعزيز التنظيم والإشراف البنكي وتحسين سجلات المحاسبة:

يلعب تنظيم النظام المالي والإشراف عليه دوراً محورياً في تحديد استقرارها ومدى الخدمات المقدمة. فالتنظيم هو مجموعة من اللوائح التي تفرضها السلطات على المشاركين في الأسواق المالية. أما الإشراف فهو الأسلوب الذي تتأكد السلطات بموجبه من الالتزام بمتطلبات إطار العمل التنظيمي وتنفيذها. ويهدف التنظيم والإشراف إلى حماية المودعين من السلوك الانتهازي المحتمل من جانب "الأطراف الداخلية" (المالكين أو المديرين) لدى

¹ Jean- Paul MVOGO (2012) , Op. Cit, pp 254-256.

² Jean- Paul MVOGO (2012) , Op. Cit, pp 258-260.

البنوك ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى. ويعتبر التنظيم والإشراف المالي الفعال أكثر أهمية في البلدان النامية مقارنة بالبلدان المتقدمة وذلك نتيجة لوجود حاجة أكبر لبناء الثقة العامة في نوعية المؤسسات المالية وسلامتها. وفي هذا الخصوص، أظهرت البحوث في العديد من البلدان أن ضمان الحصول على حسابات مصرفية أو تسهيلات الادخار يعتبر من أكثر الخدمات المالية التي يحتاج إليها الفقراء. كما ينبغي تحسين السجلات المحاسبية في العديد من البلدان النامية فسجلات المحاسبة الدقيقة تقدم مؤشراً عن أداء الشركة إلى مستثمريها ومالكيها وشركائها¹.

5.4. تعزيز المؤسسات والانفتاح المالي:

وضعت العديد من الدراسات نوعية المعلومات وإمكانية الوصول إليها في خانة العوامل الأساسية في تشكيل قطاع مالي متطور و هنا تظهر أهمية إنشاء مؤسسات قادرة على تعزيز ثقة الدائنين، بينما تباين المعلومات يتسبب في تخلف الأنظمة المالية. فبالنسبة لـ Jappelli et Pagano (2002) حجم الائتمان البنكي يكون عالي جداً في الدول التي تتوفر على نظم تبادل المعلومات، حيث يكون لدى المؤسسات قيود أقل أمام الحصول على التمويل عندما يكون باستطاعة الوسطاء الماليين تقديم معلومات أفضل حول الائتمان، فزيادة عمق النظم المالية يكون مشروطاً بإمكانية وصول أفضل للمعلومات وإنفاذ أسرع للعقود². كما أكد Djankov et al (2005) أنه في الدول ضعيفة الدخل وجود أنظمة معلومات حول القروض يساهم بشكل أكبر في تنمية وتطوير النشاطات الاقتصادية، من وجود نظام قانوني فعال³.

كما أن الانفتاح المالي لا ينجح دون توفير مجموعة من الشروط:

- تحسين حماية حقوق المستثمرين خاصة الدوليين.
- حماية حقوق المساهمين خاصة فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات وممارسة حقوقهم الاجتماعية.
- وحماية العدالة للمصالح التجارية.

الجدول رقم (I-03): سياسات و آليات تطوير الأنظمة المالية

¹ Vassili Prokopenko ، Paul Holden (2001)، التنمية المالية والحد من الفقر: قضايا ومدلولات السياسات بشأن البلدان النامية وتلك

السائرة على طريق التحول لاقتصاد السوق، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي، ص 22

² Tullio Jappelli , Marco Pagano (2002), Information sharing, lending and defaults: Cross-country evidence , Journal of Banking & Finance , Vol 26 , 2017-2045.

³ Simeon Djankov , Caralee McLiesh , Andrei Shleifer (2007), Private credit in 129 countries , Journal of Financial Economics , Vol 84 , pp 299-329.

المجال	السياسات الواجب اتخاذها
العمق	<ul style="list-style-type: none"> ■ استعمال فائض السيولة المحلية باستخدام نظام ضمانات ■ تعزيز الديون بالعملية المحلية ■ مساعدة الوكالات التي تمنح ائتمان للتصدير، و دعم بنوك التنمية ■ تمويل الشراكة بين القطاعين العام و الخاص باستخدام الادخار المحلي ■ الإصلاحات الضريبية من أجل تعزيز استخدام الوساطة المالية الرسمية ■ تحسين السرية المصرفية عن طريق إنشاء ملاذات ضريبية
إمكانية الوصول	<ul style="list-style-type: none"> ■ تنمية التمويل في المناطق الريفية ■ إصلاح الخدمات المالية البريدية ■ تسهيل إجراءات فتح حساب مصرفي ■ الحق في حساب مصرفي Droit au compte
مؤسسات الدعم	<ul style="list-style-type: none"> ■ تعزيز سلطات مراقبة المنافسة والإشراف البنكي ■ إصلاح النظام القضائي ■ إنشاء وكالات التصنيف و مركزية الميزانيات centrale des bilans ■ تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات المحلية
المردودية / الاستقرار	<ul style="list-style-type: none"> ■ تعزيز الإشراف البنكي ■ اعتماد المعايير المحاسبية المحلية و الدولية ■ تطوير أسواق جديدة ذات ربحية أكبر للفاعلين الماليين
الفعالية	<ul style="list-style-type: none"> ■ تدريب وتكوين العاملين، والعمل على تعزيز المنافسة ■ إصلاحات ضريبية للحد من هروب رؤوس الأموال
التنوع والتكامل	<ul style="list-style-type: none"> ■ تعزيز فرص وصول بعض العملاء للبنوك (الشركات الصغيرة و المتوسطة ، الفقراء) ■ دعم بنوك التنمية ■ تحسين أنظمة الدفع (غرف المقاصة ، تطوير الخدمات المصرفية البنكية) ■ تقديم ضمانات على الاصدارات في البورصة ■ تنمية الائتمان العقاري ، الايجار ، التأمين ■ تطوير بدائل لتحويل الأموال ■ تعزيز قدرات البنوك من حيث علاج المخاطر بعض العملاء (الشركات الصغيرة والمتوسطة والفقراء)
الانفتاح	<ul style="list-style-type: none"> ■ برامج لتحسين استعمال تحويلات المهاجرين لأغراض إنتاجية ■ تعزيز قدرات السلطات التنظيمية ■ تعزيز هيكلية الأسواق المالية المحلية

Source : Jean- Paul Mvogo (2012), Les politiques de développement financier en Afrique subsaharienne Définition- Enjeux- Réalités et propositions-, Thèse de doctorat, Université Paris Dauphine, pp 262.

خاتمة الفصل:

من خلال العرض النظري لمختلف الأدبيات النظرية التي اهتمت بالعلاقة بين التطور المالي والنمو، نجد أنه وبالرغم من وجود بعض الاختلاف بين الاقتصاديين حول اتجاه العلاقة بين هذين العنصرين إلا أن أغلبهم أكدوا على الأهمية البالغة لتوفر نظام مالي متطور على النمو الاقتصادي وذلك من خلال قدرته على القيام بمجموعة من الوظائف والمتمثلة أساساً في تنويع وتقسيم المخاطر، تعبئة الادخار، جمع المعلومات حول الاستثمارات وضمان التخصيص الأمثل للموارد، رصد المدراء وممارسة الرقابة على الشركات، وتسهيل التبادل.

ويعتبر الهدف النهائي من تطوير القطاع المالي هو توفير نظام مالي فعال قادر على تمويل النمو والحد من الفقر، حيث يمكن للنظام المالي أن يساهم بشكل فعال في الحد من الفقر بشكل غير مباشر إذا استطاع أن يساهم في الحد من عدم المساواة الموجودة من خلال مساهمته في النمو، وبشكل مباشر من خلال تعميق القطاع المالي أي من خلال تحسين إمكانية وصول الفقراء إلى الخدمات المالية (الائتمان والادخار) مما يرفع أصولهم الإنتاجية وإنتاجهم وبالنتيجة ترتفع مداخيلهم ويصبح بإمكان الأشخاص الذين تم اعتبارهم فقراء تجاوز عتبة الفقر. إلا أنه بالمقابل، أكد العديد من الاقتصاديين أنه غالباً ما يترافق التطور المالي مع زيادة في مستويات عدم الاستقرار المالي مما يعني وجود علاقة إيجابية بينهما تنعكس سلباً على النمو الاقتصادي، وذلك نتيجة لتحرير القطاع المالي الغير مدروس مسبقاً ودون توفير الشروط الأساسية.

إلا أن تطوير القطاع المالي وقيامه بوظائفه بشكل جيد، يتوقف على مجموعة من الشروط الواجب توفرها أهمها الإطار المؤسسي الجيد والنظام القانوني الذي يضمن حماية حقوق الملكية، وإلزام إنفاذ العقود بجميع بنودها. هذا إضافة إلى ضرورة توفر الاستقرار الاقتصادي الكلي والاستقرار السياسي لتعزيز ثقة المستثمرين في النظام المالي المحلي، كما ينبغي تحرير القطاع المالي من كافة القيود المفروضة عليه والتي تعيق تطوره وتحد من أدائه الجيد.

كما أنه من أجل توفير نظام مالي فعال قادر على تمويل النمو والحد من الفقر، ينبغي العمل على: تعميق النظام المالي، ورفع فعالية وكفاءة الوسطاء الماليين، ضمان وصول وحصول واستفادة جميع الأعوان الاقتصاديين من الخدمات المقدمة من قبل النظام المالي، العمل على تعزيز تنوع وتكامل النظام المالي وقدرته على تقديم أنواع مختلفة من المؤسسات والأوراق المالية وبتترات زمنية مختلفة ولمختلف العملاء، إصلاح النظام القضائي وضمان سيادة القانون.

الفصل الثاني:

الدراسات التجريبية

السابقة

مقدمة:

بناءً على الأدلة النظرية، برز ابتداءً من أوائل التسعينات عدد من الدراسات التجريبية التي هدفت إلى دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والتحقق من وجود علاقة بين العمل الجيد للنظام المالي في دولة ما ومستوى نموه الاقتصادي وما إذا كانت المكونات الفرعية للنظام المالي على سبيل المثال البنوك والأسواق المالية تلعب دور مهم خاص في تعزيز النمو الاقتصادي عند مستوى معين من التنمية الاقتصادية. وذلك باستعمال مختلف أساليب الاقتصاد القياسي.

في البداية، استعملت الدراسات القياسية حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بيانات المقاطع العرضية وتقنية OLS للتقدير، إلا أن هذه الدراسات وجهت لها العديد من الانتقادات أهمها، أنها شملت فقط مؤشرات قياس أداء البنوك والأسواق المالية وتجاهلت المكونات الفرعية الأخرى للنظام المالي مثل أسواق السندات والخدمات المالية المقدمة من قبل المؤسسات الغير مالية، كما أن هذه الدراسات لم تتطرق لمسألة تحديد اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

ويهدف التغلب على التحيزات المتعلقة بتقنية OLS، تم إضافة متغير مساعد لانحدارات النمو في المقاطع العرضية بين الدول، حيث يفسر هذا المتغير الاختلافات بين الدول في مستويات التطور المالي ولكن لا يرتبط بالنمو الاقتصادي إلا من خلال علاقته بالتطور المالي ومحددات النمو الأخرى. وبناءً على الأعمال المقدمة من قبل La porta et al (1997)، La porta et al (1998) الذين حددوا الأصل القانوني للدول كعامل خارجي تاريخي مفسر للتباينات الحالية في مستويات التطور المالي بين الدول، استعملت العديد من الدراسات هذا المتغير لاستخراج المكون الخارجي للتطور المالي. وقد اعتبر Beck (2008) أنه في حين أن the cross-sectional IV regressions تعالج التحيزات المتعلقة بالمتغيرات الصماء Omitted Variables، السببية العكسية والخطأ في القياس، إلا أنها تعاني من مجموعة من المشاكل¹.

وفيما بعد اتجهت الدراسات إلى استعمال السلاسل الزمنية من أجل تحديد اتجاه وطبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث أن من أهم الاختلافات بين السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية هي: استخدام

¹ Thorsten Beck (2008), The Econometrics of Finance and Growth, Policy Research Working Paper 4608, World Bank, pp 11.

بيانات تغطي فترات طويلة، ومفهوم السببية (Granger Causality) التي تم تطويرها من قبل Granger (1969).

كما استخدم الباحثون حديثا انحدارات البانل الديناميكية Dynamic Panel Regressions كبديل لانحدارات المقاطع العرضية ذات المتغيرات المساعدة Cross-Sectional IV Regresions. حيث أن التقدير باستخدام بيانات السلة panel يسمح لنا بالاستفادة من خصائص كل من السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية. وقد انقسمت طرق التقدير بين التقدير باستعمال مقدر مجموعة المتوسطات الجمعية PMG الذي تم تطويره من قبل Pesaran , Shin and Smith (1999) والتي تعتبر مناسبة تماما لتحليل نماذج البانل الديناميكية Dynamic Panel حيث تتميز بكونها قادرة على استيعاب التوازن على المدى الطويل. مقدر العزوم المعممة GMM. إلا أن هذه المقدرات تتجاهل خصائص التكامل بين بياناتها، مما يعني أنه غير واضح ما إذا كان في نهاية المطاف تقدير علاقة توازن في المدى الطويل بين التمويل والنمو أو أن هذه العلاقة زائفة وتقدم استنتاجات مظللة، ولهذا فإن الأدبيات الحديثة أعادت اختبار طبيعة العلاقة بين التمويل والنمو من خلال استخدام تقنية جديدة في الاقتصاد القياسي وهي Panel Data Cointegration .

وسنقوم في هذا الجزء من البحث بعرض مختلف الدراسات التجريبية التي ركزت على دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث سنقوم بتقسيم هذه الدراسات بحسب النتائج إلى: أولاً: الدراسات التي أكدت على وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، ثانياً: الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، ثالثاً: الدراسات التي حددت اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والتي تم تقسيمها بدورها إلى ثلاث مجموعات وهي: الدراسات التي وجدت أن التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي، الدراسات التي وجدت أن النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي، والدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو. ثم سنقوم بعرض الدراسات التي اختبرت أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي من خلال أثره على مستوى الصناعة والشركات، والدراسات التي اهتمت بدراسة طبيعة الهيكل المالي القائم على البنوك القائم على الأسواق وتأثيره على النمو الاقتصادي. ومن ثم الدراسات التي اختبرت العلاقة الغير خطية بين التمويل والنمو. ونختتم الفصل بالدراسات التي أدمجت نوعية المؤسسات كمتغير شرطي في العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

I. الدراسات التي اختبرت العلاقة الخطية بين النمو والتمويل:

سنعرض من خلال هذا المبحث الأول مختلف الدراسات التجريبية التي تناولت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث سنقسم هذه الدراسات إلى دراسات اختبرت طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، دراسات اهتمت بتحديد اتجاه العلاقة بين التمويل والنمو، دراسات اعتمدت على مستوى الصناعة والشركات كمقياس للتأثير التطور المالي على النمو. ثم في الأخير سنعرض الدراسات التي حاولت اختبار ما إذا كانت الهيكل المالي القائم على الأسواق أو القائم على البنوك يمكنه تمويل التنمية بشكل أفضل.

1. الدراسات التي اختبرت طبيعة العلاقة بين التمويل والنمو

سننظر في هذا الجزء إلى مختلف الدراسات التي اختبرت أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي لكن دون تحديد اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيرين، حيث سنقسم هذه الدراسات بحسب النتائج إلى دراسات أكدت على وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي ودراسات دعمت فرضية التأثير السلبي للتطور المالي على النمو الاقتصادي.

1.1. علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

➤ دراسة Goldsmith (1969) الذي يعتبر أول من أظهر تجريبيا وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنتائج المحلي الإجمالي للفرد الواحد وقد سعى Goldsmith إلى تقييم ما إذا كان التمويل يؤثر سلبا على النمو وما إذا كان الخليط المتكون من الأسواق والوسطاء الذين يعملون في الاقتصاد يؤثرون على النمو الاقتصادي وقد افترض أن حجم النظام المالي يرتبط إيجابا مع نوعية الخدمات المالية المقدمة من قبل القطاع المالي. وذلك باستخدام بيانات عن أصول الوسطاء الماليين نسبة إلى الناتج القومي إجمالي GNP، وبيانات عن صافي إصدارات السندات والأوراق المالية إضافة إلى حجم القروض نسبة إلى GNP لعينة من 35 دولة خلال الفترة 1860-1963. وقد وثق Goldsmith الدافع من وراء الدراسة في:

"One of the most important problems in the field of finance , if not the single most important one , ... is the effect that financial structure and development have on economic growth"

وقد توصل الباحث إلى درجات متفاوتة من النجاح في تقديم إجابات صحيحة لهذه الأسئلة فقد تبين أن حجم الوساطة المالية نسبة إلى حجم الاقتصاد ترتفع مع تطور البلدان، كما وثق Goldsmith بياناً وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي ومستوى النشاط الاقتصادي. إلا أنه لم يستطع أن يؤكد أن التطور المالي يسبب النمو وبسبب عدم وجود بيانات حول تطور أسواق الأوراق المالية لمجموعة واسعة من البلدان. وحسب Levine فان دراسة Goldsmith تعاني من مجموعة من النقائص ونقاط الضعف و الممثلة أساساً في:¹

- شملت الدراسة 35 دولة فقط .
- لم تأخذ الدراسة بعين الاعتبار العوامل الأخرى المؤثرة على النمو الاقتصادي.
- لم تختبر الدراسة ما إذا كان التطور المالي يرتبط مع نمو الإنتاجية و تراكم رأس المال.
- حجم الوسطاء الماليين قد لا يقيس بدقة أداء النظام المالي ككل.
- أكد على وجود ارتباط وثيق بين حجم النظام المالي والنمو الاقتصادي إلا أنه لم يجد اتجاه العلاقة السببية بينهما.
- الدراسة لم تسلط الضوء حول ما إذا كان الأسواق المالية، الوسطاء الماليين غير المصرفيين أو الخليلط من الأسواق والوسطاء هو الذي يعزز النمو الاقتصادي.

➤ **دراسة De Gregorio and Guidotti (1995)** باستعمال مقاطع عرضية لعينة تتكون من 100 دولة خلال الفترة 1960-1985، ومؤشر واحد للتطور المالي وهو نسبة الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الاستثمار كمقياس للنمو الاقتصادي. كما تم تضمين مؤشرات مفسرة أخرى: تراكم رأس المال البشري، نسبة الالتحاق بالمدارس الابتدائية والثانوية، نصيب الفرد الابتدائي من الناتج المحلي الإجمالي، متوسط مستوى الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر الاستقرار السياسي. وقد استعان الباحثان بأنحدارات R J Barro (1991) وتقنية OLS للتقدير.²

➤ **دراسة Levine and Zervos (1998)** بهدف التأكد من أن الأداء الجيد للبنوك و أسواق الأوراق المالية يعزز النمو الاقتصادي في الأجل الطويل. وقد اعتمد الباحثان على مقاطع عرضية لعينة من 47 دولة

¹ Ross Levine (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol 35, N° 2, pp 688-726.

² Jose De Gregorio, Pablo E. Guidotti (1995), Financial development and economic growth, World Development, Vol. 23, Issue 3, pp 433-448.

خلال الفترة 1976-1993 و تقنية OLS للتقدير. كما استعان الباحثان بأربع مؤشرات لقياس تطور أسواق الأوراق المالية هي :

- ✓ مؤشر رسملة البورصة (Sise-Capitalisation) : يقيس حجم سوق الأوراق المالية و يساوي قيمة الأسهم المحلية المدرجة في البورصات المحلية مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي .
- ✓ مؤشر السيولة (Liquidity indicators) حيث استخدم الباحثان مؤشران متعلقان بسيولة الأسواق: الأول / الدوران (Turnover) يساوي قيمة الأسهم المحلية المتداولة في البورصات المحلية مقسوما على قيمة الأسهم المحلية المدرجة أي أن مؤشر الدوران يقيس حجم الأسهم المتداولة في البورصات المحلية نسبة إلى حجم السوق، أما الثاني، حجم التداول (Value Traded) يساوي حجم تداول الأسهم المحلية في البورصة المحلية مقسوم على الناتج المحلي الإجمالي.
- ✓ مؤشر الاندماج الدولي (International Integration Measures) حيث استخدم الباحثان مؤشرين لقياس درجة التكامل و الاندماج مع الأسواق المالية العالمية بهدف إعطاء أدلة حول النظريات التي ربطت اندماج السوق بالنمو الاقتصادي، ومن أجل حساب مؤشر الاندماج استخدم الباحثان نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM و نظرية تسعير المراجعة APT.
- ✓ مؤشر التباين (Volatility) : يقيس تقلب عوائد الأسهم.

كما استخدم الباحثان مؤشران لقياس تطور القطاع البنكي هما: العمق المالي (financial depth) والائتمان المصرفي Bank Credit والذي يقاس من خلال حجم القروض المقدمة من قبل البنوك التجارية وغيرها من البنوك المتلقية للودائع مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. كما اعتمد الباحثان أربع مؤشرات لقياس النمو الاقتصادي (المتغير التابع) وهي: نمو الناتج، نمو مخزون رأس المال، نمو الإنتاجية ونمو الادخار.

وقد بينت النتائج أن تطور كل من سيولة سوق الأوراق المالية و البنوك على حد سواء يرتبطان بشكل إيجابي وبقوة مع: معدلات النمو الاقتصادي الحالية والمستقبلية، تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية. حيث أثبت الباحثان وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وأن سيولة سوق الأوراق المالية والتطور البنكي

على حد سواء يساعد على التنبؤ إيجاباً بالنمو، تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية، كما أن تطور الأسواق المالية يوفر خدمات مهمة للنمو وأن أسواق الأوراق المالية توفر خدمات مختلفة عن البنوك¹.

➤ دراسة King and Levine (1993) بهدف الإجابة عن السؤال: كيف يؤثر النظام المالي على النمو الاقتصادي باستخدام مقاطع عرضية لعينة تتكون من 77 دولة خلال الفترة 1960-1989. والمؤشرات الأربعة التي تم بناءها من قبل KL:

- مؤشر الحجم الكلي لقطاع الوساطة المالية الرسمي الذي يساوي نسبة الخصومات السائلة إلى إجمالي الناتج المحلي GDP و يسمى هذا المتغير "العمق المالي" DEPTH.
- مؤشر BANK الذي يساوي نسبة أصول البنوك المحلية إلى أصول البنوك المحلية بالإضافة إلى الأصول البنك المركزي.
- المؤشر الثالث يساوي الائتمان الصادر لمؤسسات القطاع الخاص مقسوم على الائتمان الصادر إلى الحكومة المركزية والمحلية بالإضافة إلى الائتمان الصادر للمؤسسات العامة والخاصة ويسمى هذا المؤشر PRIVATE.
- PRIVY ويساوي الائتمان الصادر إلى مؤسسات القطاع الخاص مقسوم على الناتج المحلي الإجمالي GDP.

أما لدراسة القنوات التي من خلالها يمكن ربط التطور المالي مع النمو في الأجل الطويل، استعمل الباحثان أربع مؤشرات للنمو الاقتصادي هي: معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، معدل نمو نصيب الفرد من مخزون رأس المال الحقيقي، نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي.

وباستخدام تقنية OLS للتقدير، توصل الباحثان إلى نتيجة مفادها أن توفر أنظمة مالية أكثر تطوراً يحفز النمو السريع للإنتاجية ونمو نصيب الفرد من الناتج من خلال تحويل موارد المجتمع إلى تعزيز الإنتاجية، كما تشير النتائج إلى أن سياسات الحكومة اتجاه النظام المالي قد يكون لها تأثير مهم على النمو في الأجل الطويل. أي أن النظام المالي له تأثير مهم على نمو الإنتاجية و التنمية الاقتصادية².

¹ Ross Levine, Sara Zervos (1998), Stock markets, Banks and Economic Growth, The American Economic Review, Vol 88 , N°3, p 537-558.

² Robert G.King, Ross Levine (1993), Finance, Entrepreneurship and Growth :theory and evidence, Journal of Monetary Economics, vol 32, p 513-542 .

➤ دراسة **King and Levine (1993)** بهدف التحقق من إذا كانت المستويات العالية من التطور المالي ترتبط بشكل إيجابي مع التنمية الاقتصادية ومع معدلات النمو الاقتصادي الحالي والمستقبلي، تراكم رأس المال المادي و تحسين الكفاءة الاقتصادية، وذلك باستخدام مقاطع عرضية لعينة تتكون من 80 بلدا خلال الفترة 1960-1989. ومن أجل تحقيق ذلك استخدم الباحثان أربع مؤشرات للتطور المالي التي تم تصميمها لقياس الخدمات المالية المقدمة من قبل الوسطاء الماليين المذكورة في الدراسة السابقة. وقد اعتمد الباحثان عدة مؤشرات من أجل تقديم صورة أكثر إثراء مقارنة باستخدام مؤشر واحد بسبب أوجه القصور التي يعاني منها كل مؤشر. أما بالنسبة إلى مؤشر النمو الاقتصادي فقد استخدم الباحثان ثلاث مؤشرات هي: معدل تراكم رأس المال المادي ويقاس من خلال مؤشرين هما: معدل نمو نصيب الفرد من رأس المال المادي ونسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما المؤشر الثالث فيقيس التحسن في كفاءة تخصيص رأس المال من خلال نمو نصيب الفرد من مخزون رأس المال.

وبالاعتماد على تقنية OLS للتقدير بينت النتائج أن وجود مستويات أعلى من التطور المالي ترتبط بشكل إيجابي مع معدلات نمو اقتصادي أسرع ، تراكم رأس المال المادي أكبر و تحسين الكفاءة الاقتصادية. كما بينت النتائج بأن التطور المالي هو مؤشر جيد للتنبؤ بالنمو على المدى الطويل خلال 10 و 30 سنة القادمة. حيث ترتبط المستويات العالية من التطور المالي بقوة مع معدلات تراكم رأس المال المستقبلية و التحسينات في كفاءة تخصيص رأس المال في المستقبل و هذا ما يدعم وجهة نظر Schumpeter¹.

➤ دراسة **Beck et al (2000)** التي حاول من خلالها بحث أثر التطور المالي على مصادر النمو، أي دراسة العلاقة بين مستوى تطور الوساطة المالية والنمو الاقتصادي، نمو إجمالي الإنتاجية، تراكم رأس المال المادي، ومعدلات الادخار الخاص. و ذلك باستعمال مقاطع عرضية ومنهجية المتغير المساعد حيث استعمل الباحثون الأصل القانوني (فرنسي ، انجليزي ، ألماني أو اسكنديناوي) كمتغير مساعد للمكون الخارجي لتطور الوساطة المالية. وثلاث مؤشرات لقياس التطور المالي المستعملة من قبل Levine et al (2000) المتمثلة في الائتمان الخاص، الخصوم السائلة وأصول البنوك التجارية. بالإضافة إلى مجموعة واسعة من المتغيرات المفسرة الأخرى المرتبطة بالتنمية الاقتصادية. ومقاطع عرضية لعينة من 63 دولة خلال الفترة 1960-1995، وتقنية المتغير المساعد Instrumental Variable Approach.

¹ Robert G.King , Ross Levine (1993) , Finance and Growth : Schumpeter might be right , Working Paper , The world Bank .

وقد بينت النتائج بأن الوسطاء الماليين يمارسون تأثير إيجابي كبير على نمو الإنتاجية و نمو إجمالي الناتج المحلي، بينما العلاقة بين تطور الوساطة المالية و كل من نمو رأس المال المادي و معدلات الادخار تعتبر ضعيفة¹.

➤ دراسة **Rousseau and Wachtel (2000)** بهدف اختبار العلاقة بين أسواق الأسهم و النمو الإقتصادي باستخدام البيانات Panel السنوية لـ 47 دولة خلال الفترة 1980-1995، و نموذج الانحدار الذاتي VAR التي تسري مع تقنية العزوم المعممة GMM للتقدير و قد استخدم الباحث ثلاث مؤشرات (مؤشرين لسوق الأسهم ومؤشر للوساطة المالية):

- حجم السوق الذي يقاس من خلال رسملة السوق الكلية MCAP/GDP.
- حجم وسيولة السوق الذي يقاس من خلال حجم المعاملات (حجم النشاط التجاري) VT/GDP.
- M_3/GDP كمؤشر للوساطة المالية.
- نصيب الفرد من الناتج الحقيقي كمقياس للنشاط الاقتصادي.

وقد بينت النتائج أن الزيادة في كل من كثافة النشاط في الوساطة التقليدية والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات المنظمة لديها تأثير قوي على الإنتاج في حين أن آثار رسملة السوق هي أضعف. كما أشارت النتائج إلى أن البورصات هي المؤسسات الرئيسية في تعزيز النشاط الاقتصادي في السنوات الأخيرة، وأن النكسات العرضية التي تعرضت لها الدول هي نتيجة التطور السريع في الأسواق المالية².

➤ دراسة **Beck and Levine (2004)** بهدف قياس أثر أسواق الأسهم و البنوك على النمو الاقتصادي باستخدام بيانات Panel لـ 40 دولة و 146 مشاهدة خلال الفترة 1976-1998، وثلاث مؤشرات لقياس تطور سوق الأوراق المالية هي:

- معدل الدوران: لقياس سيولة السوق ويساوي قيمة الأسهم المتداولة في البورصات المحلية مقسوم على إجمالي قيمة الأسهم المدرجة في البورصة. والذي يعتبر مؤشر عن حجم الأسهم المتداولة في السوق نسبة إلى حجمه.

¹ Thorsten Beck , Ross Levine , Norman Loayza (2000), Finance and the sources of Growth , Journal of Financial Economics , Vol 58 , p 261-300 .

² P. L. Rousseau et P. Wachtel (2000), equity markets and growth :cross-country evidence on timing and outcomes 1980-1995 , Journal of Banking & Finance , Vol 24, p 1933-1957 .

- حجم التداول: يساوي قيمة الأسهم المحلية المتداولة في البورصات المحلية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي.
- يعاني هذا المؤشر من مشكلتين هما أنه لا يقيس سيولة السوق و أنه يقيس التداول نسبة إلى حجم الاقتصاد.
- رسملة السوق: تساوي قيمة أسهم الشركات المدرجة مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي .
- أما من اجل قياس التطور المصرفي فقد استخدم الباحثان مؤشر الائتمان البنكي.

كما تم اعتماد مجموعة من متغيرات المفسرة الأخرى والمتمثلة في: نصيب الفرد الابتدائي من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، متوسط سنوات التعلم ، نسبة الصادرات و الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي ، معدل التضخم ونسبة النفقات الحكومية إلى الناتج المحلي الإجمالي و منهجية العزوم المعممة GMM لتقدير Dynamic Panel Models للنموذج التالي :

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \alpha y_{i,t-1} + \beta' X_{i,t} + \eta_i + \varepsilon_{i,t}$$

حيث: y تمثل لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد الواحد، X يمثل مؤشرات قياس التطور المالي، η تمثل المتغيرات المفسرة الأخرى، ε يمثل تصحيح الخطأ، t و i يمثل الزمن و البلد على التوالي.

وقد بينت النتائج أن تطوير أسواق الأسهم وتطوير البنوك معا لديه أثر ايجابي على النمو الاقتصادي، وتطور الأنظمة المالية يساعد على تخفيف تكاليف المعلومات والمعاملات وذلك عن طريق تعزيز تخصيص الموارد والنمو الاقتصادي. كما تشير النتائج إلى أن كلا من أسواق الأسهم والبنوك تعزز النمو بشكل مستقل¹.

➤ دراسة **J Benhabib and M M Spiegel (2000)** بهدف تحليل العلاقة بين التطور المالي والنمو والتأكد من إذا كان التطور المالي يؤثر على النمو فقط من خلال مساهمته في النمو في البداية أو معدلات تراكم العامل أو أن له تأثير ايجابي على نمو إجمالي عوامل الإنتاج. وذلك باستخدام بيانات السلة لعينة من 4 دول هي: الأرجنتين، كوريا، اندونيسيا والشيلي خلال الفترة 1965-1985، والمؤشرات الثلاث للتطور المالي المستخدمة من قبل **King and Levine (1993)**.

وباستعمال تقنية العزوم المعممة للتقدير، بينت النتائج أن التطور المالي يؤثر بشكل ايجابي على معدلات الاستثمار ونمو إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج. باختصار تظهر النتائج أن مختلف جوانب التطور المالي لها تأثيرات

¹ Thorsten Beck, Ross Levine (2004), Markets, Banks and Growth: panel evidence, Journal of Banking & Finance, Vol 28, p 423-442.

إيجابية على نمو إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج ومعدلات التراكم أي الاستثمار، ومع ذلك، فإن المؤشرات التي ترتبط مع نمو إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج تختلف عن تلك التي تشجع الاستثمار¹.

➤ دراسة اعدھا Hasan, koetter and wedow (2009) بهدف التحقق من أن النمو الإقليمي في 11 بلدا أوروبی يعتمد على التطور المالي. و ذلك باستخدام البيانات المالية لحوالي 7000 بنك في 11 دولة في الاتحاد الأوربي خلال الفترة 1996-2004. ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي للعامل في المنطقة كمتغير تابع، و مؤشرين للتطور المالي هما: الأول يقيس حجم الائتمان Financial Volume باستخدام مؤشر الائتمان الكلي في المنطقة إلى إجمالي الناتج المحلي، أما الثاني فيقيس النوعية Financial Quality

وقد أظهرت نتائج التقدير باستخدام تقنية GMM أن النمو الاقتصادي في الاقتصاديات المتطورة وفي الفترات الزمنية الأخيرة استفاد إلى حد كبير من البنوك الأكثر كفاءة. وقد اعتبر الباحثون أن القنوات الثلاث التي يمكن للبنوك من خلالها تعزيز نمو الإنتاجية هي: حجم ائتمان أكبر، وسطاء أكثر كفاءة، و التفاعل بين الاثنین. كما بينت النتائج أن تأثير النوعية هو ثلاث أضعاف تأثير الحجم، حيث أن نوعية الخدمات المالية هي التي حفزت الازدهار الاقتصادي في المناطق الاقتصادية المتقدمة نسبيا في أوروبا².

2.1. علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

سنعرض فيما يلي الدراسات التي توصلت إلى نتيجة مفادها أن هنالك تأثير سلبي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، بما في ذلك الدراسات التي تحصلت على نتائج متضاربة، تتراوح بين التأثير الإيجابي والسلبي بين هذين المتغيرین كتلك التي عثرت على نتائج تختلف بين الأجل القصير والأجل الطويل، أو تلك التي اختلف فيها التأثير بين الأسواق المالية القطاع المصرفي.

➤ دراسة Rati Ram (1999) باستخدام بيانات لـ 95 دولة خلال الفترة 1960-1989، ومؤشر DEPTH العمق الذي يمثل نسبة الخصوم السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي GDP كمؤشر للتطور المالي. وتقنية OLS لتقدير المعادلة التالية :

$$GY = a_0 + a_1(GL) + a_2(I/Y) + a_3(GX) + a_4DEPTH$$

¹ Jess Benhabib , Mark M Spiegel (2000), The Role of Financial Development in Growth and Investment , Journal of Economic Growth , Vol 5, p 341-360 .

² Iftexhar Hasan , Michael koetter , Michael wedow (2009), Regional Growth and Finance in Europe :Is There a Quality Effect of Bank Efficiency ? , Discussion Papers 13/2009 , Bank of Finland Research.

حيث: GY، GL و GX تمثل على التوالي معدلات النمو السنوية ل: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، السكان (كبديل للقوى العاملة) و الصادرات.

DEPTH العمق المالي المقاس بالخصوم السائلة إلى إجمالي الناتج المحلي.

(I/Y) نسبة الاستثمار المحلي الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي GDP.

وقد توصل الباحث إلى انه وخلافا للاستنتاجات التي توصلت إليها العديد من الدراسات فان الأدلة التجريبية لا تدعم الرأي القائل بان التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي. وقد لاحظ الباحث بأنه يوجد ارتباط ضعيف سلبي ولا يذكر بين التطور المالي ونمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد¹.

➤ دراسة **Atje and Jovanovic (1993)** بهدف التحقق من إذا كان التطور المالي (وخاصة تطور سوق الأوراق المالية) يؤثر على مستوى أو معدل نمو النشاط الاقتصادي، وذلك باستخدام مقاطع عرضية لعينة تتكون من 94 دولة خلال الفترة 1960-1985 و تقنية OLS للتقدير. وقد بينت النتائج وجود تأثير كبير لأسواق الأسهم على التطور في المراحل اللاحقة، بينما لا يوجد تأثير للاقتراض المصرفي على النمو².

➤ دراسة **Ben Naceur and Ghazouani (2007)** هدفا من خلالها إلى بحث العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي من خلال اختبار التأثير المتزامن للبنوك والأسواق على النمو بدلا من التأثير المنفصل، أي ما إذا كانت أسواق الأسهم والمصارف لها تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي. وذلك باستخدام **Panel Dynamic** لـ 11 دولة في منطقة MENA خلال الفترة 1979-2003. وقد اعتمد الباحثان العديد من المؤشرات، نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد كمتغير تابع، و ثلاث مؤشرات لقياس حجم نشاط وكفاءة أسواق الأسهم هي: رسملة أسواق الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي، حجم التداول، نسبة الدوران ومؤشر مركب لتطور أسواق الأوراق المالية. ومؤشران لقياس تطور البنوك: الائتمان الخاص إلى GDP، الخصوم السائلة إلى GDP، ومؤشر مركب لتطور البنوك.

بالإضافة إلى المؤشرات السابقة أدمج الباحثان مجموعة من المتغيرات المراقبة: نسبة الصادرات زائد الواردات (الانفتاح التجاري) إلى الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار الأجنبي المباشر، نسبة السوق السوداء، للتحقق من

¹ Rati Ram (1999), financial development and economic growth: additional evidence, The Journal of Development Studies, Vol 35 , N°4 , p 164-174.

² Raymond Ajte, Boyan Jovanovic (1993), Stock markets and development , European Economic Review , vol 37 , p 632-640.

درجة انفتاح الاقتصاد، معدل التضخم، نسبة الاستهلاك الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لاستقرار الاقتصاد الكلي، متغير أصم (dummy variable) يقيس الاضطرابات السياسية والحروب (TURMOIL)، أسعار النفط، متغير وهمي لقياس الأزمات المالية، كما تم إدراج متغير وهمي لأصل النظام القانوني يأخذ قيمة 1 عندما تتبع البلاد نظام القانون المدني الفرنسي و يأخذ القيمة 0 في خلاف ذلك. كما تم استعمال تقنية العزوم المعممة لتقدير النموذج (Dynamic Panel Model) التالي:

$$y_{it} = \eta_i + \alpha' Z_{it} + \beta' F_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث: y_{it} يشير إلى نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد الواحد والذي يعتبر مؤشر للنمو الاقتصادي، F_{it} تمثل المتغيرات التي تقيس تطور أسواق الأوراق المالية و البنوك، Z_{it} تمثل المتغيرات المفسرة الأخرى بما في ذلك لوغاريتم الدخل الابتدائي للفرد، η_i تمثل الآثار الخاصة بالدول الغير ملاحظة، ε_{it} حد تصحيح الخطأ .

وقد بينت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القطاع المصرفي، أسواق الأوراق المالية والنمو أي أن التطور المالي الكلي غير مهم ومن الممكن أن يكون ضار للنمو الاقتصادي في المنطقة، وهذا نتيجة تخلف النظم المالية في منطقة MENA مما يعيق النمو الاقتصادي و يمنع تحقيق معدلات نمو مستقرة في المنطقة. كما بينت النتائج الحاجة الماسة إلى تطوير وتحسين أداء النظام المالي لكي يصبح قادرا على تحفيز النمو و ذلك من خلال تحسين عملية تخصيص الائتمان عن طريق خصخصة البنوك، تعزيز الائتمان، تعزيز المنافسة في القطاع المصرفي، تعزيز البيئة المؤسسية، و بالتالي تحسين أداء القطاع المصرفي في المنطقة من أجل تحسين أداء النظم المالية وحماية اقتصادياتها من التأثير السلبي للسوق المالية الهشة الناجمة عن التقلب الشديد في أسعار الأوراق المالية و هذا من أجل تمكين أسواق الأسهم من تحفيز النمو الاقتصادي¹.

➤ دراسة P K Narayan and S Narayan (2013) بهدف دراسة تأثير النظام المالي على النمو الاقتصادي لعينة Panel تتكون من 65 بلدا ناميا regional panels وهي آسيا، إفريقيا، أوروبا وأمريكا الجنوبية) وقد تركزت الدراسة على الفترة الممتدة ما بين 1995 و 2011 وباستعمال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وثلاث مؤشرات للتطور المالي وهي: رسملة الشركات المدرجة في السوق كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع المصرفي كنسبة مئوية من الناتج

¹ Samy Ben Naceur , Samir Ghazouani (2007), Stock markets ,banks and economic growth :empirical evidence from the MENA region , Research in International Business and Finance , Vol 21 , p 297-315 .

المحلي الإجمالي، الأسهم المتداولة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. ومجموعة من المتغيرات المراقبة: إجمالي تكوين رأس المال الثابت، التضخم، الانفتاح التجاري الذي يقاس بالصادرات زائد الواردات كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.

وباعتماد تقنية العزوم المعممة GMM لتقدير Dynamic panel . بينت النتائج أنه في حين التطور المالي ككل له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي، فإن تطور القطاع المصرفي لديه أثر سلبي على النمو الاقتصادي. أما عند تقسيم العينة حسب الأقاليم، فقد تبين أنه في البلدان الإفريقية و الأوربية فقط رسملة السوق لديه أثر إيجابي وذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي، أما بالنسبة لمنطقة الشرق الأوسط فلا القطاع المالي و لا القطاع المصرفي ساهما في النمو الاقتصادي وقد أرجع الباحثان السبب في ذلك إلى القطاع المالي لم يتطور بشكل كاف في هذه المنطقة. كما أشارت النتائج إلى أنه باستثناء آسيا، فإن تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي ضعيف. كما أنه باستثناء دول الشرق الأوسط، فإن للائتمان البنكي تأثير سلبي ومعنوي على النمو الاقتصادي¹.

➤ دراسة **Loayza and Ranciere (2006)** بهدف دراسة التناقضات الظاهرة بين نوعين من الأدب حول أثر الوساطة المالية على النشاط الاقتصادي. من جهة الأدبيات حول النمو التي بينت وجود أثر إيجابي للعمق المالي الذي يقاس على سبيل المثال عن طريق الائتمان المحلي الخاص والخصوم السائلة. ومن ناحية أخرى، أدبيات الأزمات البنكية وأزمة العملة التي بينت بأن المجاميع النقدية مثل الائتمان المحلي تعد من بين أفضل الأدوات للتنبؤ بالأزمات والركود الاقتصادي المرتبط بها، ويتم ذلك من خلال التمييز بين التأثير قصير الأجل والطويل الأجل للوساطة المالية. وقد استخدم الباحثان البيانات السنوية لعينة تتكون من 75 بلدا خلال الفترة 1960-2000، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد كمتغير تابع، أما الوساطة المالية فتم قياسها بالائتمان المحلي الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد كمتغير تابع، أما الوساطة المراقبة: المستوى الابتدائي للناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد، الاستهلاك الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، معدل الانفتاح التجاري ومعدل التضخم. واعتمد الباحثان تقنية PMG لتقدير معادلة الانحدار للنمو في نموذج ARDL والتي تكتب على الشكل التالي:

¹ Paresh Kumar Narayan, Seema Narayan (2013), The Short-run Relationship Between The Financial System and Economic Growth: new evidence from regional panels, International Review of Financial Analysis, Vol 29, p 70-78.

$$\Delta(y_i)_t = \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j^i \Delta(y_i)_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_j^i \Delta(X_t)_{t-j} + \varphi^i [(y_i)_{t-1} - \{\beta_0^i + \beta_1^i (X_i)_{t-1}\}] + \varepsilon_{it}$$

حيث: Y يمثل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد، X يمثل مجموعة من محددات النمو بما في ذلك العمق المالي والمتغيرات المفسرة الأخرى، δ و γ تمثل معاملات قصيرة الأجل متعلقة بالنمو ومحدداته، β هي معاملات المدى الطويل، φ تمثل سرعة تعديل العلاقة في المدى الطويل، i و t تمثل البلد والوقت على التوالي.

وقد بينت النتائج وجود تأثير مزدوج للوساطة المالية على النمو الاقتصادي حيث أنه في الأجل الطويل توجد علاقة ايجابية بين الوساطة المالية ونمو الناتج أما في المدى القصير فالعلاقة سلبية، ويمكن ربط هذه الآثار إلى التحرير المالي الذي اعتبرته الأدبيات ضارة للنمو، كما أن البلدان الهشة مالياً أي تلك التي تواجه أزمات مصرفية أو تعاني تقلبات مالية يتأثر نموها بشكل سلبي من الوساطة المالية في المدى القصير، أما بالنسبة إلى البلدان المستقرة فإن هذا التأثير يعتبر في المتوسط غير موجود. حيث في حين أن العمق المالي يؤدي إلى النمو فإن الهشاشة المالية - التي تسببت فيها التقلبات والأزمات المالية - لديها آثار سلبية على النمو. التأثير الكلي للتحرير المالي والوساطة المالية على النمو الاقتصادي قد يكون عبارة عن مزيج من هذه الآثار، كما أن التأثيرات العمق المالي والهشاشة المالية تعتمد على درجة التطور المالي للدولة المعنية¹.

خلاصة: من خلال ما تم عرضه سابقاً نلاحظ أن أغلب الدراسات أكدت على فرضية وجود أثر إيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، بينما عدد قليل من الدراسات توصل إلى وجود أثر سلبي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، وقد فسر هؤلاء الباحثون هذه النتائج بمجموعة من الأسباب من بينها، ارتفاع درجة الكبح في هذه الدول، عدم قيام هذه الدول بإجراء إصلاحات على القطاع المالي قبل تحريره، انعدام الاستقرار السياسي، ارتفاع درجة عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي، وكذلك عدم توفر الإطار المؤسسي المناسب والمتمثل في النظام القانوني القائم على العدالة وحماية مصالح الدائنين والمستثمرين وضمان تنفيذ العقود، وكذا ضعف الإشراف والتنظيم البنكيين.

¹ Norman Loayza, Romain Ranciere (2005), Financial development, Financial Fragility and Growth, IMF Working Paper, International Monetary Fund.

2. الدراسات حول اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

الدراسات السابقة التي قمنا بعرضها اهتمت بتحديد طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بينما لم تحدد اتجاه العلاقة بين هذين المتغيرين، بينما سنعرض في هذا الجزء الدراسات التي اهتمت بتحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، والتي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مجموعات الدراسات التي أيدت فرضية Schumpeter (1911)، التي تنص على أن العرض القائد هو القائد أي أن التطور المالي هو الذي يسبب النمو الاقتصادي، الدراسات التي ساندت وجهة نظر Robinson (1952) القائلة بأن الطلب تابع أي أن النمو الاقتصادي هو الذي يسبب التطور المالي، وفي الأخير الدراسات التي دعمت وجهة نظر Patrick (1966) والذي أكد على وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

1.2. العرض القائد: التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي

- دراسة **Christopoulos and Tsionas (2004)**، حيث بهدف التحقق من وجود علاقة طويلة الأجل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي خلال الفترة 1970-2000 اعتمد الباحثين على بيانات (Panel) لـ 10 دول نامية وهي: كولومبيا، باراغواي، لبيرو، المكسيك، الإكوادور، هندوراس، كينيا تايلاند جمهورية الدومينيكا وجامايكا. واختبارات التكامل المشترك، جذر الوحدة (unit root tests) ونموذج متجه تصحيح الخطأ (vector error correction model) من اجل التحقق من جود علاقة طويلة الأجل بين النمو والعمق المالي. وقد اعتمد الباحثون أربع مراحل لتحديد العلاقة بين المتغيرات كما يلي:
- اختبار التكامل testing for integration: حيث قبل الشروع في تحديد إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل يجب التحقق من أن كافة المتغيرات تتكامل في المستويات و ذلك باستخدام اختبارات جذر الوحدة لـ panel Im et al (1997) و Maddala and Wu (1999).
- اختبار التكامل المشترك testing for cointegration: وذلك من أجل اختبار وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات من خلال إجراء ثلاث اختبارات للتكامل المشترك: اختبار Levin and Lin (1993) في سياق جذور الوحدة لتقدير بواقي residuals العلاقات طويلة المدى، اختبارات جذر الوحدة المستخدمة من قبل Harris and Tzavalis (1999)، و اختبار فيشر.
- اختبار testing for units roots in threshold autoregressive models باستخدام جذور الوحدة لعتبة نموذج الانحدار الذاتي VAR تبعاً لـ Caner and Hansen (2001).

■ تقدير العلاقة طويلة الأجل *estimating the long run relationship*: بعد إثبات بأن المتغير التابع لديه علاقة مع المتغيرات المفسرة أي وجود علاقة توازنية في المدى الطويل بين هذه المتغيرات، يتم تقدير المعادلة السابقة بطريقة المربعات الصغرى العادية OLS المناسبة لـ *heterogeneous cointegrated panels* (pedroni , 2000).

نتائج اختبارات جذر الوحدة والتكامل المشترك توافق الفرضية القائلة أن اتجاه السببية يمتد من التطور المالي إلى النمو و انه يوجد علاقة قوية بين هذين المتغيرين وانه لا يوجد دليل على وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه. أي وجود *unique cointegration vector* بين النمو، التطور المالي والمتغيرات الفرعية (حصة الاستثمار والتضخم). كما تبين أنه لا يوجد علاقة سببية بين العمق المالي والمخرجات في المدى القصير وبالتالي فان هذا التأثير هو بالضرورة في المدى الطويل، وأن السياسات الرامية إلى تحسين الأسواق المالية سيكون لها تأثير كبير ولكن متأخر على النمو¹.

➤ دراسة **Hsueh , Hu and Tu (2013)** باستخدام عينة من عشر دول آسيوية خلال الفترة الممتدة ما بين 1980 و 2007، ومن أجل الكشف عن التأثيرات المختلفة للتطور المالي يستخدم الباحثون أربع مؤشرات للتطور المالي: نسبة المطالبات *claims* المحلية إلى إجمالي الناتج المحلي، M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، M1 إلى الناتج المحلي الإجمالي، و M3 إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما النمو الاقتصادي فتم قياسه باستخدام الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. وقد بينت النتائج بان اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حساس لمتغيرات التطور المالي المستعملة في كل بلد من البلدان العشرة الآسيوية التي شملتها الدراسة، وتقريبا اتجاهات السببية في جميع البلدان هي من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي بما في ذلك ماليزيا، اندونيسيا، كوريا، سنغافورا، تايلاند، تايوان والصين. أما بالنسبة لماليزيا فالعلاقة هي عكسية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي. إلا أنه في بعض البلدان لم يتم العثور على علاقات سببية بين النمو الاقتصادي والتطور المالي مثل الفلبين، اليابان والهند. كما تشير النتائج إلى أنه إذا استطاعت هذه البلدان تطوير قطاعها المالية وخلق أدوات مالية جديدة ومؤسسات أكثر كفاءة فإن ذلك سيساعدها على توفير المزيد من الموارد المالية التي تعزز النمو الاقتصادي².

¹ Dimitris K Christopoulos, Efthymios G Tsionas (2004), Financial Development and Economic Growth: evidence from panel unit root and cointegration tests, Journal of Development Economics, Vol 73, p 55-74.

² Shun- Jen Hsueh, Yu-Hau Hu and Chien-Heng Tu (2013), Economic Growth and Financial Development in Asian Countries: a bootstrap panel granger causality analysis, Economic Modelling, Vol 32, p 294-301.

➤ دراسة **S M Ahmed and M I Ansari (1998)** بهدف بحث العلاقة بين تطوير القطاع المالي والنمو الاقتصادي في أكبر ثلاث اقتصاديات في جنوب آسيا وهي الهند، باكستان وسريلانكا خلال الفترة الممتدة ما بين 1973 و 1991، وقد استخدم الباحثين ثلاث مؤشرات للتطور المالي وهي: نسبة النقود بمعناها الواسع M2 إلى GDP، نسبة الخصومات السائلة إلى GDP، أما المؤشر الثالث فيتمثل في نسبة الائتمان المحلي إلى GDP، كما تم اعتماد الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمقياسين للدخل والنمو في الدراسة.

وقد بينت نتائج تحليل الارتباط وجود درجة عالية من الارتباط بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، أما نتائج اختبارات السببية Granger تدعم فرضية العرض القائد supply-leading أي أن التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي وهذا يتفق مع وجهة نظر Patrick التي تنص على أن التطور المالي يساهم في النمو الاقتصادي في المراحل الأولى من التنمية، أما نتائج نموذج الانحدار وذلك باستخدام البيانات المجمعة على أساس السلاسل الزمنية time-series و المقاطع العرضية cross sectional فقد عززت نتائج تحليل العلاقة السببية مما يعني أن تطور القطاع المالي حقق بالفعل مساهمة كبيرة في النمو الاقتصادي في هذه البلدان. كما أن تحقيق المزيد من التحرير يمكن أن يعزز النمو الاقتصادي نتيجة تطوير القطاع المالي¹.

➤ دراسة **Rousseau and Vuthipadadorn (2005)** باستخدام سلاسل زمنية لـ 10 اقتصاديات آسيوية خلال الفترة 1950-2000. من أجل قياس تطور القطاع المالي يتم استخدام مؤشرين هما: M_2 (M_1)، الائتمان المخصص للقطاع الخاص، $M1/GDP$. أما بالنسبة للقطاع الحقيقي ومن أجل قياس الأداء الاقتصادي نستخدم مؤشرين هما: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، ونصيب الفرد من إجمالي الاستثمار المحلي الثابت الحقيقي. وقد اعتمد الباحثون ثلاث مراحل في البحث كما يلي:

اختبارات (ADF) و (PP) من أجل التحقق من خصائص الاستقرار لكل مؤشر من مؤشرات التطور المالي والحقيقي، اختبار Johanson (1999) للتأكد من أن المتغيرات متكاملة، استخدام نموذج الانحدار الذاتي VAR ونموذج تصحيح الخطأ VECMs لاختبار طبيعة العلاقة السببية بين مؤشرات النشاط المالي والنشاط الحقيقي.

¹ S M Ahmed, M I Ansari (1998), Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience, Journal of Asian Economics, Vol 9, N° 3, p 503-517.

وقد توافقت النتائج إلى حد كبير مع تلك المتوصل إليها من قبل Demetriades and Hussien (1996) أي أن طبيعة العلاقة بين التمويل والنمو تختلف اختلافا كبيرا عبر الدول. إلا أنه و مع ذلك، يمكن القول أنه في جميع الحالات تقريبا التطور المالي أدى إلى زيادة معدلات الاستثمار، وفي حالات نادرة تحسن الأداء في القطاع الحقيقي عزز تطور القطاع المالي. مما يعني أن الاستثمار يمثل القناة الرئيسية التي من خلالها يؤثر التطور المالي على النمو في الاقتصاديات الناشئة في دول العينة. و عموما تشير النتائج إلى أن التمويل لم يكن بمثابة القوة الدافعة وراء الاستثمار و هذا دليل على أن دور العوامل المالية في الإنتاج يعتبر ضعيف¹.

➤ دراسة **Choe and Moosa (1999)** باستخدام بيانات السنوية (السلاسل الزمنية) خلال الفترة 1970-1992. حيث اعتبر الباحثان أن الأموال تتدفق من خمس قطاعات في الاقتصاد: القطاع الحكومي، القطاع المصرفي، قطاع الأعمال، قطاع العائلات و بقية العالم، وبما أن قطاع العائلات يعتبر المورد الرئيسي لفائض الأموال بينما قطاع الأعمال يعتبر الطالب الرئيسي فقد ركزت الدراسة على هذين القطاعين مع التركيز على أصول قطاع العائلات و الخصوم المالية لقطاع الأعمال.

وقد قدمت الدراسة نتيجتين أساسيتين: التطور المالي يعزز النمو الحقيقي، بصرف النظر عن تحرير أسواق رأس المال، كما أن الوسطاء الماليين أكثر مساهمة من أسواق رأس المال في تعزيز هذا النمو. وهذا راجع إلى أن الوسطاء يمثلون بديل أفضل لإخفاق السوق خاصة بالنسبة للاقتصاديات الناشئة وهذا ما حدث في حالة كوريا خاصة خلال السنوات الأولى من الفترة قيد الدراسة. بالإضافة إلى أن الشركات الكورية تشبه الشركات اليابانية والتي تتميز بعلاقات طويلة الأجل مع المصارف مما يعطي القطاع المصرفي دورا مهيما في تخصيص رؤوس الأموال. إلا أن هذا الأمر قد يبطأ النمو الاقتصادي لأن الشركات التي تمنح لصالحها لن يكون لها حافزا كافيا لتحسين الكفاءة. حيث يعتقد أن الأزمة الاقتصادية التي أصابت الاقتصاد الكوري تعود أسبابها إلى عدم وجود انضباط في تخصيص الأموال في السوق وعلاوة عن ذلك يرى البعض بان الشركات المستفيدة من الإعانات في تخصيص الائتمان التي دعمتها الحكومة لديها نمو إنتاجية أقل مقارنة بتلك التي لم تستفد من هذا الدعم. كما أن التحرير

¹ Peter L. Rousseau, Dadanee Vuthipadadorn (2005), Finance, Investment and Growth: time series evidence from 10 Asian economies, Journal of Macroeconomics, Vol 27, p 87-106.

المالي عزز دور سوق رأس المال، إلا أن هذا التحرير المالي البطيء والتدخل الحكومي حال دون توفير الظروف المناسبة لتنمية أسواق المالية أكثر فعالية وقادرة على المساهمة في تعزيز النمو¹.

➤ **دراسة Bell and Rousseau (2001)** بهدف اختبار ما إذا كان الوسطاء الماليين قد لعب دورا قياديا في التأثير على الأداء الاقتصادي للهند، وذلك باستخدام المؤشرات التالية لقياس التطور المالي: الأصول المحلية للبنوك كقياس لحجم الوسطاء الرسميين، إجمالي الائتمان المحلي، الائتمان المخصص للقطاع الخاص. وقد مر الباحثان في بحثهما بمرحلتين هما: اختبارات السكون و التكامل المشترك Stationarity and cointegration properties باستخدام اختبار (ADF) واختبار Phillips and Perron (1988)، واختبارات Dynamic in the cointegrated systems من خلال اختبارات granger non-causality باستخدام نموذج ال VAR

وقد بينت النتائج أن القطاع المالي له تأثير مهم على الأداء الاقتصادي في الهند في مرحلة ما بعد الاستقلال. من خلال تعزيز تراكم رأس المال، الزيادة في المجاميع المالية الرئيسية قد سبقها الزيادة في كل من الاستثمار والنتاج الإجمالي. من ناحية أخرى، بينت النتائج عدم وجود دليل على أن توسع القطاع المالي لديه تأثير على إنتاجية العوامل الكلية في الصناعات التحويلية. الاستنتاج الرئيسي هو أن التطور المالي يمكن أن يعزز النمو الاقتصادي حيث لعب التطور المالي في الهند دورا هاما في عملية التصنيع من خلال تشجيعه الاستثمار الكلي².

➤ **دراسة C Calderon and L Liu (2003)** باستخدام the geweke decomposition test وباستخدام بيانات 109 دولة نامية و صناعية (87 بلدا ناميا و 22 بلدا صناعيا) خلال الفترة الممتدة بين 1960 و 1994. وباستخدام اختبار جرانجر للسببية وتقنيات VAR. وقد اعتمد الباحثان مؤشران للتطور المالي و هما نسبة النقود بمعناها الواسع (M2) إلى الناتج المحلي الإجمالي (M2/GPD)، ونسبة القروض المقدمة من الوسطاء الماليين للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (CREDIT/GPD). أما بالنسبة إلى النمو الاقتصادي فتم قياسه باستخدام مؤشر نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

¹Chongwoo Choe, Imad A. Moosa (1999), Financial System and Economic Growth: The Korean Experience, World Development, Vol 27, N° 6, p 1069-1082.

² Clive Bell, Peter L. Rousseau (2001), Post-Independence India: a case of finance –led industrialization?, Journal of Development Economics, Vol 65 , p 153-175.

- كما تم إدراج مجموعة من المتغيرات المراقبة: رأس المال البشري الابتدائي، مستوى الدخل الابتدائي، حجم الإنفاق الحكومي، هامش سعر الصرف في السوق السوداء. وقد تحصل الباحثون على خمس نتائج:
- ✓ التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي لجميع البلدان.
 - ✓ وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه عندما نقسم العينة إلى بلدان نامية وأخرى صناعية حيث أن التوسع في القطاع الحقيقي يمكن أن يؤثر بشكل كبير على تطور القطاع المالي خاصة في الاقتصاديات المتقدمة .
 - ✓ العمق المالي يؤثر بشكل أكبر على النمو في البلدان النامية.
 - ✓ تأثير العمق المالي على القطاع الحقيقي يستغرق وقتاً.
 - ✓ التطور المالي يمكن أن يعزز النمو من خلال تراكم أسرع وأكبر لرأس المال ومن خلال التغيرات التكنولوجية.
- كما قدم الباحثين توصيات للبلدان النامية تتمثل أساساً في:

- ✓ لتحقيق نمو اقتصادي مستدام فإنه من المستحسن مواصلة إجراء إصلاحات مالية .
 - ✓ للاستفادة من التفاعل الإيجابي بين التطور المالي و النمو ينبغي تحرير الاقتصاد قبل تحرير القطاع المالي¹.
- دراسة **M M G Fase and R C N Abma (2003)** في عينة تتكون من تسع (9) اقتصاديات ناشئة في جنوب شرق آسيا، و تختلف فترة العينة عبر البلدان و لكن تغطي 25 سنة على الأقل (1974-1999). و قد استعمل الباحثان مجموعة من الاختبارات: اختبارات جذر الوحدة، اختبار التكامل المشترك، اختبار جرانجر للسببية و نموذج تصحيح الخطأ. و قد بينت النتائج أن التطور المالي مفيد للنمو الاقتصادي كما أن العلاقة السببية تنطلق من مستوى الوساطة المالية إلى النمو. هذه النتيجة تشير إلى أن تحسين الهيكل المالي يمكن أن يفيد التنمية الاقتصادية ويدعم فرضية **Schumpeter**. كما تشير النتائج إلى أن هذه العلاقة قد تتغير عندما تصل البلدان الآسيوية مرحلة ناضجة من التنمية المالية².
- دراسة **P L Rousseau and A D'Onofrio (2013)** باستخدام السلاسل الزمنية وبيانات 22 بلدا في إفريقيا جنوب الصحراء الكبرى (ذلك أن هذه المنطقة تحتاج إلى تعزيز النمو) وذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 1960-2009. ومؤشرين للتطور المالي هما $M1$ و $M2-M1$ ، نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وتكوين رأس المال المحلي الإجمالي كمقياس للنمو الاقتصادي. وباستخدام اختبارات جذر الوحدة

¹ César Calderon , Lin Liu (2003), The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth, Journal of Development Economics, Vol 72, p 321-334.

² M.M.G. Fase, R.C.N. Abma (2003), Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries, Journal of Asian Economics, Vol 14, p 11-21.

(ADF و PP)، التكامل المشترك (Johansen test) والسببية باستخدام VAR و VECM أظهرت النتائج أنه في ثلثي الحالات يوجد علاقة أحادية الاتجاه من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي¹.

2.2. علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

➤ دراسة **Apergis, Filippidis and economidou (2007)** باستخدام dynamic heterogeneous panel لعينة من 65 بلدا نامية ومتقدمة خلال الفترة 1975-2000. ومن أجل تحليل التكامل والسببية بين العمق المالي والنمو استخدم الباحثان نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي، وثلاث مؤشرات للتطور المالي وهي: الخصوم السائلة للنظام المالي (M_3/GDP)، الائتمان المصرفي نسبة إلى GDP، الائتمان للقطاع الخاص نسبة إلى GDP. أما المتغيرات المفسرة الأخرى المستعملة فتتمثل في: متوسط سنوات الدراسة، حصة الاستثمار من الناتج، الإنفاق الحكومي كنسبة من GDP، حجم التجارة كنسبة من GDP. و من أجل التحقق من العلاقة بين المتغيرين اتبع الباحثون المراحل التالية

- اختبارات جذر الوحدة panel integration analysis: قبل الشروع في تقنيات التكامل المشترك، يجب أولاً التحقق من إذا كانت المتغيرات في النموذج هي مستقرة أو غير مستقرة، أي ما إذا كانت السلسلة الفردية تحتوي جذور وحدة. وذلك باستخدام الطريقة المقترحة من قبل Im et al (2003)، نظراً لأنها تعتبر أقل تقييداً وأكثر قوة بالمقارنة مع بعض اختبارات جذور الوحدة لـ panel.
- اختبارات التجانس Dynamic heterogeneity: حيث تعتبر مشكلة عدم تجانس الدول الداخلة في العينة مسألة مثيرة للقلق. على وجه الخصوص، الآثار على العلاقة بين التمويل و النمو من المتوقع أن تختلف مع مرور الزمن و عبر الدول. كما أن الدراسات التي لا تختبر بوضوح عدم تجانس البلدان في العينات الخاصة بها تثير بعض المخاوف بشأن النتائج المتوصل إليها. و يمكن دراسة عدم التجانس باستخدام معيار (standard Chow-type F-tests).

¹ Peter L. Rousseau, Alexandra D'Onofrio (2013), Monetization, Financial Development and Growth: time series evidence from 22 countries in Sub-Saharan Africa, World Development, Vol 51, p 132-153.

- اختبارات التكامل المشترك panel cointegration analysis: بمجرد تحديد الاستقرارية يتم تطبيق منهجية التكامل المشترك للـ Panel، وذلك من خلال اعتماد المنهجية المطورة من قبل Pedroni (1999).
- تقدير العلاقة طويلة الأجل panel cointegration estimation: بعد التحقق من تكامل المتغيرات، يتم تقدير العلاقة على المدى الطويل باستخدام طريقة dynamic OLS المقترحة من قبل Stock and Watson (1993).
- اختبارات السببية panel causality: تتمثل الخطوة الأخيرة في تحديد اتجاه العلاقات السببية بين المتغيرات، ويتم تقدير السببية باستخدام تقنية PMG المقترحة من قبل Pesaran et al (1999)، ونموذج تصحيح الخطأ للـ VAR.

وقد بينت النتائج وجود علاقة متوازنة ايجابية وذات دلالة إحصائية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي باستخدام مختلف المؤشرات المالية وفي جميع البلدان. أما فيما يتعلق بالمتغيرات المساعدة، رأس المال البشري، حصة الاستثمار والتجارة الدولية فقد تم العثور على آثار ايجابية ذات دلالة إحصائية على النمو، بينما الإنفاق الحكومي له آثار ايجابية على دول منظمة التعاون والتنمية ولكن له آثار سلبية على الدول الغير أعضاء في المنظمة. كما تبين وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه قوية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وأن السياسات المهادفة إلى تحسين أداء الأسواق المالية لديها تأثير كبير على النمو الاقتصادي في المدى الطويل خاصة بالنسبة للبلدان النامية حيث تم العثور على تأثير قوي لتطور القطاع المالي على النمو مقارنة بالبلدان الصناعية، كما أن تعزيز استقرار الاقتصاد الكلي، زيادة الانفتاح التجاري، الاستثمار في رأس المال المادي والبشري والإنفاق الحكومي يعزز النمو الاقتصادي¹.

➤ دراسة M Kar and S Nazlioglu and H Agir (2011) بهدف تحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي في خمسة عشر بلدا في منطقة MENA خلال الفترة 1980-2007. وذلك بالاعتماد على ستة مؤشرات للتطور المالي. وقد تم استعمال اختبار السببية للـ Panel المقترحة من قبل Konya (2006) و اختبارات اتجاه السببية التي تعتمد على اختبار Wald مع

¹ Nicholas Apergis , Loannis Filippidis , Claire Economidou (2007), Financial Deeping and Economic Growth Linkages : a panal data analysis , Review of World Economics , Vol 143, p 179-198.

country specific bootstrap critical values حيث أن إجراء هذا الاختبار لا يتطلب اختبار جذور الوحدة والتكامل المشترك في الأول.

وقد قدمت الدراسة أدلة تدعم وجهة النظر القائمة على الطلب التابع، العرض القائد مما يعني أن التركيز فقط على السياسات الرامية إلى تطوير القطاع المالي قد لا تؤدي إلى التنمية الاقتصادية ذلك أن تطور القطاع المالي يتبع النمو الاقتصادي في دول المنطقة. من ناحية أخرى يجب على القطاع المالي الاستجابة وتوفير التمويل اللازمة من خلال خلق، مؤسسات، المنظمات وأدوات جديدة لمواجهة الطلب المتزايد من القطاع الحقيقي مع زيادة التنمية الاقتصادية. كما تبين وجود اختلافات في مستويات التطور المالي ومستويات نمو أسواق الأوراق المالية في هذه البلدان والتي يمكن تفسيرها بالأصل القانوني، الانفتاح و التكامل المالي، التأمين على الودائع، الإطار التنظيمي والإشرافي، رأس المال البشري وسياسات الاقتصاد الكلي مثل التضخم والعجز في الميزانية التي قد يكون لها تأثير على تطور النظام المالي¹.

➤ دراسة **M K Hassan and B Sanchez and J S Yu (2011)** باستخدام بيانات Panel لـ 168 بلدا خلال الفترة الممتدة بين 1980 و 2007 وهي الحقبة التي شهدت تحرير وتطور مالي في العديد من البلدان وكذلك التوسع في الإنتاج ونمو النقود وزيادة حجم الاستثمار. وقد استعمل الباحثون أربع مؤشرات للتطور المالي: الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع البنكي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المحلي للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، النقود بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، إجمالي الادخار المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي. كما تم استعمال نسبة التجارة إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم كمتغيرات مراقبة. أما النمو الاقتصادي فتم قياسه من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. كما استخدم الباحثون اختبار السببية Granger لتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرين.

وقد بينت النتائج ارتباط قوي بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المدى الطويل وبشكل أكثر تحديدا يرتبط الادخار المحلي والإجمالي والائتمان المحلي للقطاع الخاص بشكل إيجابي مع النمو في شرق آسيا والمحيط الهادئ، أمريكا اللاتينية ومنطقة بحر الكاريبي ولكن في المقابل يرتبط التطور المالي سلبيا مع النمو في البلدان مرتفعة

¹ Muhsin Kar, Saban Nazlioglu, Huseyin Agir (2011), Financial Development and Economic Growth Nexus in The MENA Countries: bootstrap panel granger causality analysis, Economic Modelling, Vol 28, p 685-693.

الدخل. كما أن اختبارات Granger للسببية بينت علاقة ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو في المدى القصير في جميع المناطق ماعدا جنوب الصحراء، شرق آسيا والمحيط الهادئ و التي تنطلق فيها العلاقة من النمو إلى التمويل بسبب الطلب المتزايد على الخدمات المالية و هذا عائد إلى أن هذه المناطق نصيب الفرد من ناتجها المحلي الإجمالي أدنى. كما وضحت الدراسة أن الأداء الجيد للأنظمة المالية يعزز النمو الاقتصادي في البلدان متوسطة ومنخفضة الدخل ولكن تطوير الأنظمة المالية يجب أن يرافقه تحسين متغيرات حقيقية أخرى مثل الانفتاح التجاري والإنفاق الحكومي والسياسات الضريبية التي تعتبر محددات هامة للنمو. كما ينبغي على واضعي السياسات والمنظمات الدولية مثل صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي الأخذ بعين الاعتبار طبيعة النظام القانوني للبلد، الاستقرار السياسي ومرحلة التي وصل لها تطور النظام المالي عند تصميم السياسات الداعمة للنمو الاقتصادي والحد من الفقر. وباختصار اعتبر الباحثان أنه وبالرغم من الأهمية الكبيرة للتطور المالي في النمو الاقتصادي فإنه لا يكفي لتحقيق معدلات نمو اقتصادي كبيرة في البلدان النامية¹.

➤ دراسة Demetriades and Hussein (1996) باستعمال سلاسل زمنية لعينة تتكون من 16 دولة. وقد اعتمد الباحثان على مؤشرين للتطور المالي وهما: نسبة خصوم البنوك إلى الناتج المحلي الاسمي، ونسبة المطالبات claims على القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. أما بالنسبة إلى التنمية الاقتصادية فقد تم استعمال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد الواحد. وقد مرت الاختبارات بمرحلتين: المرحلة الأولى تتعلق بقياس درجة تكامل كل متغير باستخدام اختبارات جذور الوحدة DF، أما في المرحلة الثانية فقد تم الاعتماد على منهجية التكامل المشترك من أجل اختبار وجود علاقة مستقرة بين مستوى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي و تطور النظام المالي وذلك باستعمال اختبار التكامل المشترك ل Engle and Granger (1987) و Johanson (1988) على التوالي.

وقد قدمت النتائج بعض الأدلة التي تدعم وجهة النظر القائلة بأن التطور المالي هو الذي يقود التنمية الاقتصادية وبعض الأدلة السببية العكسية، إلا أن أغلب النتائج بينت وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بما في ذلك كوريا وتايلاند التي تعتبر من بين الدول الأكثر نجاحا في الإصلاح المالي. أيضا

¹ M Kabir Hassan, Benito Sanchez, Jung-Suk Yu (2011), Financial Development and Economic Growth: new evidence from panel data , The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol 51, p 88-104.

تبين النتائج بوضوح بان أنماط السببية تختلف باختلاف خصائص كل بلد (البيئة المؤسسية، الاختلاف في السياسات وكيفية تنفيذها)¹.

➤ دراسة **Luintel and Khan (1999)** باستخدام سلاسل زمنية لـ 10 دول تضمنت بيانات سنوية تتراوح فترتها بين 36 عاما و 41 عاما. وقد استخدم الباحثان مؤشر واحد لقياس العمق المالي وهو الخصومات السائلة إلى GDP. ونصيب الفرد من الناتج الحقيقي باعتباره مؤشر للنمو الاقتصادي.

وقد بينت النتائج وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي و النمو الاقتصادي في جميع بلدان العينة التي تم تحليلها وهو ما يختلف مع دراسات السلاسل الزمنية ذات متغيرين مثل دراسة Jung (1986) ودراسة Demetriades and Hussain (1996) والدراسات اللاحقة التي أظهرت نتائج متباينة حول اتجاه السببية².

➤ دراسة **Y K Al-yousif (2002)** بهدف دراسة طبيعة واتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية و panel لعينة من 30 بلدا ناميا خلال الفترة 1970 – 1999. كما تم اعتماد معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمقياس للنمو الاقتصادي، ومؤشرين للتطور المالي و هما: نسبة العملة، نسبة مخزون النقود بمفهومها الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. وتم اختبار سكون السلاسل الزمنية باستعمال اختبارات ADF و PP، ثم اختبار Granger للسببية ضمن نموذج ECM، وفي الأخير تم اختبار Granger للسببية لبيانات Panel.

وقد قدمت النتائج دعم للفرضية التي تؤكد وجود سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي و النمو الاقتصادي، وبعض الأدلة التي تدعم الفرضية القائمة على العرض القائد والطلب التابع، و القليل من الدعم للفرضية التي تنص على عدم وجود علاقة بين هذين المتغيرين. حيث تغيرت النتائج مع تغير البلدان ونوع المؤشرات المستخدمة لقياس التطور المالي. وقد فسر الباحثان هذه الاختلافات في مستوى التطور المالي إلى الاختلاف في السياسات المتبعة والبيئة المؤسسية وهذا ما يتوافق مع وجهة نظر البنك الدولي حول أن السياسات الاقتصادية هي خاصة ببلد معين ولا يمكن تعميمها على جميع البلدان ونجاحها يرتبط بالمؤسسات وكفاءتها تنفيذها. كما أن بعض النتائج في

¹ Panicos O. Demetriades, Khaled A. Hussein (1996), Does Financial Development Cause Economic Growth? time-series evidence from 16 countries, Journal of Development Economics, Vol 51, p 387-411.

² Kul B. Luintel , Mosahid Khan (1999), A Quantitative Reassessment of The Finance-Growth Nexus: evidence from multivariate VAR, Journal of Development Economics, Vol 60, p 381-405.

بينت وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وذلك راجع إلى ضعف البيئة المالية التي نتج عنها سوء تخصيص المدخرات وانعكس سلبا على نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي¹.

➤ دراسة **Hondroyannis et al (2005)** وذلك بهدف بحث العلاقة بين تطور النظام البنكي وأسواق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في اليونان التي تعتبر دولة متوسطة الحجم في الاتحاد الأوروبي بدأت عملية التحرير المالي في أوائل الثمانينات، وقد شملت الدراسة الفترة الممتدة ما بين 1986-1999. وقد استخدم الباحثون نماذج VAR واختبار استقرار السلاسل الزمنية والتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ و *exogeneity of variables*. وتحقيقا لغايات البحث قام الباحثون بتحليل نموذجين، في النموذج الأول يتم فحص الروابط بين الناتج الحقيقي، رسملة سوق الأوراق المالية وإجمالي الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، بينما في النموذج الثاني العلاقة بين الناتج الحقيقي، رسملة الأسواق الصناعية والائتمان المصرفي إلى القطاع الصناعي.

وقد أشارت النتائج التجريبية إلى وجود علاقة طويلة المدى بين المتغيرات الثلاث في كلا النموذجين. النشاط الاقتصادي الحقيقي في المدى الطويل في اليونان يعتبر داخلي حيث يتأثر بالتغيرات في رسملة البورصة الائتمان البنكي. كما أوضحت النتائج وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين النشاط الاقتصادي الحقيقي و رسملة البورصة وأيضا بين النشاط الاقتصادي الحقيقي والائتمان البنكي. ومع ذلك المعاملات المقدره هي صغيرة الحجم مما يعني أن الارتباط بين التمويل (سوق الأوراق المالية والمصرفية) والنشاط الاقتصادي يعتبر ضعيف. إلى جانب ذلك بينت النتائج أن مساهمة الأسواق المالية في تمويل عمليات النمو هي أقل بكثير مقارنة مع التمويل المصرفي. وبالتالي يوجد علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو في المدى الطويل كما أن كل من التمويل البنكي وسوق الأوراق المالية يعززان النمو الاقتصادي في المدى الطويل بالرغم من أن تأثيرهما ضئيل².

➤ دراسة **Sulieman Abu Bader Et Aamer S Abu Qarn (2008)** التي حاول من خلالها الباحثان بحث العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة 1960 – 2001

¹ Yousif Khalifa Al-yousif (2002), Financial Development and Economic Growth: another look at the evidence from developing countries, Review of Financial Economics, Vol 11, p 131-150.

² George Hondroyannis , Sarantis Lolos , Evangelia Papapetrou (2005), Financial Markets and Economic Growth in Greece , 1986-1999, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Vol 15,p 173-188.

بالاستعانة بنموذج الانحدار الذاتي، و تطبيق اختبار السببية لجرانجر باستخدام التكامل المتزامن ومتجه تصحيح الخطأ، حيث استخدم الباحثون أربع مؤشرات من اجل قياس التطور المالي وهي:

- M2Y: التي تمثل نسبة مخزون النقود M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.
- QMY: تمثل نسبة M2 ناقص العملة خارج البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي.¹
- PRIVY: نسبة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي و ذلك من اجل تقييم تخصيص الأصول المالية التي لا يمكن لكل من M2Y و QMY قياسها.
- PRIVATE: نسبة الائتمان الصادر إلى الشركات الخاصة الغير مالية إلى إجمالي الائتمان المحلي (باستثناء الائتمان إلى البنوك) ويمثل هذا المؤشر دور توزيع الائتمان بين القطاعين العام والخاص.
- كما استخدم الباحثان الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد الواحد من اجل قياس التنمية الاقتصادية.

بالإضافة إلى مؤشرات التطور المالي و مؤشر النمو الاقتصادي تم إضافة متغير ثالث في VAR يتمثل في نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويمكن هذا المتغير من معرفة القنوات التي من خلالها التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي وذلك من اجل التمييز بين تأثير التمويل على تراكم الموارد من ناحية وعلى الكفاءة من ناحية أخرى.

بالإضافة إلى هذه المتغيرات الثلاث تم إضافة متغير وهمي dummy variable الذي يأخذ قيمة الصفر 0 حتى عام 1990 وقيمة 1 بعد ذلك لحساب الإصلاحات المالية التي انطلقت في سنة 1991 في مصر.

وقد دعمت النتائج الرأي القائل بأنه توجد علاقة ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، علاوة على ذلك بينت النتائج بان التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي من خلال رفع الموارد المخصصة للاستثمار وتعزيز الفعالية، كما تشير النتائج إلى ضرورة الإسراع في الإصلاحات المالية التي بدأتها الحكومة المصرية في 1991 وتحسين كفاءة النظام المالي من اجل تحفيز الادخار والاستثمار، وبالتالي النمو الاقتصادي على المدى الطويل.²

¹ في البلدان النامية جزء كبير من M2 تتكون من العملة خارج البنوك و بالتالي فان أي زيادة في نسبة M2/GDP قد يعكس الاستخدام الواسع للعملة بدلا من الزيادة في الودائع المصرفية و لهذا يعتبر هذا المؤشر اقل دلالة على درجة تطور الوساطة المالية. كما أن الزيادة في M2Y قد تشير إلى هروب رؤوس الأموال خارج البلد وبالتالي تؤثر سلبا على النمو الاقتصادي و لهذا اقترح Demetriades and Hussein (1996) طرح العملة خارج البنوك من M2 واستعمال النسبة M2 ناقص العملة إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للتطور المالي.

² Sulieman Abu-Bader, Aamer S. Abu6Qarn (2008), Financial Development and Economic Growth: the Egyptain experience, Journal of Policy Modeling, Vol 30, p 887-898.

3.2. الطلب التابع: النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي

حيث دعمت نتائج هذه الدراسات على الافتراضات التي جاء بها (1952) Robinson و Lucas (1988) والتي أكدت على أن التطور المالي ليس هو المسبب للنمو الاقتصادي وإنما هو نتيجة لذلك النمو.

➤ دراسة (2004) A.R Kemal, A Qayyum and M N Hanif¹ باستخدام عينة تتكون من

19 بلدا يتميز بدخل مرتفع خلال الفترة 1974-2001 و قد تعرضت الدراسة إلى كل من التمويل المباشر والتمويل الغير مباشر بشكل منفصل وأيضا بشكل مشترك. وذلك باستخدام مؤشر نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد الواحد كمقياس للنمو الاقتصادي، وست مؤشرات للتطور المالي وهي:

- نسبة الخصوم السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي لقياس حجم الوسطاء الماليين.
- نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لنشاط الوسطاء الماليين.
- نسبة رسملة سوق الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي الذي يساوي القيمة السوقية للشركات المدرجة مقسوم على الناتج المحلي الإجمالي.
- القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- العمق المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نشاط القطاع المالي الكلي الذي يجمع بين مؤشرين هما المؤشر الثاني والثالث.

وقد اعتمد الباحثان ثلاث مراحل لاختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي: اختبار جذر الوحدة لل Panel، تقدير نموذج الآثار الثابتة المترامنة، اختبارات السببية. وقد بينت النتائج انه في حين لم تكن هناك علاقة ايجابية وذات دلالة إحصائية بين التمويل الغير مباشر والنمو الاقتصادي، فان التمويل المباشر يرتبط بعلاقة ايجابية وذات دلالة إحصائية مع النمو الاقتصادي، وأنه توجد علاقة ايجابية و ذات دلالة إحصائية بين حجم التطور المالي الكلي والنمو الاقتصادي. كما تبين أن التطور يكون أكثر ضررا للنمو الاقتصادي عندما يكون التضخم مرتفع وخاصة في المراحل التي يكون فيها النظام المالي أكثر تطورا حيث أن تأثير التضخم يكون أكبر في الاقتصاديات التي وصل فيها التطور المالي إلى مراحل متقدمة مقارنة بالاقتصاديات التي يكون فيها هذا الأخير أقل تطورا. باستخدام السببية (panel causality methodology) لـ Reichert and Nair

¹ A.R Kemal, Abdul Qayyum (2008), Muhammad N Hanif , financial development and economic growth: evidence from a heterogenous panel of high income countries, MPRA Paper N° 10198.

Weinhold (2001) المناسبة لـ (dynamic heterogeneous panel) لم يظهر أي مؤشر أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي أو أن النمو يحفز التطور المالي، مما يعني أن النتائج دعمت وجهة نظر Lucas حول التمويل، أما عند إجراء تحليل العلاقة السببية العكسية فقد وجد الباحثان أدلة على أن النمو الاقتصادي له تأثير إيجابي على النشاط في القطاع المالي في حالة التمويل المباشر وهو ما يدعم وجهة نظر Robinson (1952) الذي أكد على أن على أن التمويل يلي النمو ذلك أن النمو الاقتصادي يخلق الطلب على ترتيبات مالية جديدة القطاع المالي يستجيب تلقائياً لهذه المطالب .

➤ دراسة **Boulila and Trabelsi (2004)**¹ من أجل كشف العلاقة السببية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط MENA خلال الفترة 1960-2002 .

بالاستعانة بثلاث مؤشرات لقياس التطور المالي:

- نسبة الخصوم السائلة (M3) إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كمؤشر للعمق المالي.
- نسبة المطالبات claims للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة الادخار المالي (M3-M1) إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- النمو الاقتصادي يتم قياسه من خلال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد.

وقد تبين أن تحليل Johanson للتكامل المشترك لم يدعم فرضية أن التمويل هو القطاع الرائد في عملية النمو وإنما الأدلة وضحت أنه في العديد من البلدان توجد علاقة سببية ثنائية الاتجاه أو أن العلاقة السببية تمتد من نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلى التطور المالي في دولتين . وبالتالي فإن النتائج تبين بأن السببية تتجه من النمو الحقيقي إلى الهيكل المالي في منطقة MENA وأن القطاع المالي لا يزال بعيداً عن لعب دور رئيسي في التنمية وتختلف هذه النتائج عن تلك المقدمة من قبل Demetriades and Hussein (1996) و Luintel and Kul (1999) وقد أرجع الباحثون ذلك إلى عدة أسباب: تدخل الحكومة في النظم المالية لهذه الدول خلال فترات طويلة، سياسات التحرير المالي التي لم تعطي الآثار الإيجابية المتوقعة على تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي، معانات دول المنطقة من مشكلة القروض المتعثرة مما يعني أنها تتضمن هياكل مالية هشّة، ارتفاع تكاليف المعلومات والمعاملات وهذا ما يتعارض مع تعزيز العمق المالي .

¹ Ghazi Boulila, Mohamed Trabelsi (2004), The Causality Issue in The Finance and Growth Nexus: empirical evidence from MENA countries, Review of Middle East Economics and Finance, Vol 2, p 35-50.

➤ دراسة **Thangavelu, Beng Jiunn and James (2004)** ¹ من أجل اختبار العلاقة

الديناميكية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي في أستراليا على أساس الهيكل المالي القائم على البنوك والقائم على السوق. حيث استعان الباحثون بسلاسل زمنية تتضمن بيانات فصلية لجميع المتغيرات خلال الفترة 1960-1999. كما استخدم الباحثون نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي Y كمؤشر للنمو الاقتصادي. أما من أجل قياس التطور المالي فقد تم استخدام:

- مطالبات البنوك **Bank claims** على القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي
- حصوم البنوك المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.
- معدل الدوران إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

وباستخدام كل من اختبار جذر الوحدة، اختبار التكامل المشترك و اختبار السببية، بينت النتائج أن القطاع المالي هو نتيجة للطلب المتزايد المتولد من التنمية الاقتصادية على الخدمات المالية أي أن النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي. من ناحية أخرى، نتائج استخدام مؤشرات تطور الأسواق تتناسق مع وجهة نظر Schumpeter التي تنص على أن التدفق المتزايد للخدمات من قبل القطاع المالي يعتبر ضروري من أجل تمويل الاستثمار والابتكار وبالتالي للنمو الاقتصادي. حيث أن إلغاء القيود المالية أثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي في أستراليا، فخلال الفترة 1970-1980 تم إزالة كافة القيود المفروضة على القطاع المالي وتبنى البنك الاحتياطي الفدرالي سياسة تتجه إلى توفير أسواق أكثر انفتاحا، حيث أن وجود أسواق مالية أكثر تطورا يؤدي إلى نمو اقتصادي أعلى نتيجة أن هذه الأخيرة تعمل على تنويع المخاطر و تخصيص أفضل للموارد وذلك من خلال رفع القيود المالية من أجل تحسين كفاءة من حيث المنافسة وزيادة إمكانية الوصول إلى المنتجات المالية. وعليه فإن الوسطاء الماليين والأسواق المالية لها تأثيرات مختلفة على النمو الاقتصادي نظرا إلى اختلاف أدوارها في الاقتصاد المحلي.

➤ دراسة **Qi Liang et Jian Zhou Teng (2006)** ² هذه الورقة البحثية تهدف إلى بحث العلاقة

بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على مستوى الصين خلال الفترة الممتدة بين 1952 - 2001. وقد استعمل الباحثان لوغاريتم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. كما تم استخدام مؤشرين للتطور

¹ Shandre M. Thangavelu , Ang Beng Jiunn , James (2004), Financial Development and Economic Growth in Australia :an empirical analysis , Empirical Economics, Vol 29, p 247-260.

² Qi Liang , Jian-Zhou Teng (2006), Financial Development and Economic Growth: evidence from China , China Economic Review, Vol 17, p 395-411.

المالي وهما: نسبة الائتمان البنكي BCR الذي يساوي قيمة الائتمان المحلي من قبل المؤسسات البنكية مقسوم على الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة إجمالي خصوم المؤسسات البنكية إلى الناتج المحلي الإجمالي DLR.

كما تم تضمين مجموعة من المتغيرات المراقبة: معدل الفائدة الحقيقي، مخزون رأس المال المادي، نسبة التجارة. وقد تم استعمال نموذج الانحدار الذاتي ومجموعة من الاختبارات وهي: اختبار جذر الوحدة، اختبار متجه التكامل المشترك واختبار السببية. وأشارت النتائج التجريبية إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تنطلق من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي.

➤ دراسة **Abu-Bader and Abu-Qarn (2006)**¹ بهدف بحث العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في خمس دول في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا MENA (الجزائر، مصر، المغرب، سوريا وتونس) خلال الفترة الممتدة ما بين 1960-2004. وقد استخدم الباحثون أربع مؤشرات للتطور المالي من اجل التقاط القنوات المختلفة التي من خلالها يمكن للتمويل أن يؤثر على النمو الاقتصادي و تتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

- M2Y: يمثل نسبة مخزون النقود M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. حيث أي زيادة في نسبة M2/GDP قد يعكس الاستخدام الواسع للنقود بدلا من الزيادة في الودائع المصرفية و لهذا السبب يعتبر هذا المؤشر اقل دلالة على درجة الوساطة المالية من قبل المؤسسات المصرفية. لهذا اقترح Demetriades and Hussein (1996) طرح النقود خارج البنوك من M2 و اتخاذها كمؤشر للتطور المالي .
- QMY: تتمثل في نسبة M2 ناقص النقود إلى GDP.
- PRIVY: تتمثل في نسبة الائتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى GDP. و يستخدم هذا المؤشر من اجل تقييم تخصيص الأصول المالية. التي لا يمكن أن يوفرها M2Y و QMY.
- PRIVATE: تتمثل في نسبة الائتمان الصادر إلى الشركات الخاصة الغير مالية إلى إجمالي الائتمان المحلي. و هذا يبين دور توزيع الائتمان بين القطاعين الخاص و العام.

¹ Suleiman Abu-Bader , Aamer Abu-Qarn (2006), Financial Development and Economic Growth Nexus: time series evidence from Middle Eastern and North African countries, MPRA Paper N°972.

أما بالنسبة إلى النمو الاقتصادي فقد تم استخدام مؤشرين هما: الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد، حصة الاستثمار في الناتج المحلي الإجمالي.

وقد دعمت نتائج السببية Granger فرضية أن التمويل يلي النمو الاقتصادي بدلا من أن يؤدي إلى النمو الاقتصادي، في حين اختبارات السببية في المدى القصير لا تظهر أي دلائل على السببية بين المتغيرين. بناء على هذه النتائج استنتج الباحثان أن الإصلاحات المالية التي قامت بها معظم الدول في هذه الدراسة في العقدين الماضيين لم تكن ناجحة في تحقيق النتائج المرجوة. و يمكن إيعاز هذه النتائج إلى عدة عوامل: أولا، البيئة المؤسسية ونوعية المؤسسات بما في ذلك النظام القانوني، البيروقراطية، سيادة القانون، حقوق الملكية، والتي أعاقت النشاط التجاري والاستثمار وبالتالي النمو. ثانيا، البنية التحتية الضرورية لنجاح الاستثمار لا تزال ضعيفة. ثالثا، على الرغم من انه كان هنالك تحسن واضح في القطاع المالي خلال العقود القليلة الماضية إلا أن درجة التطور المالي لا تزال تحت العتبة اللازمة لتحفيز النمو الاقتصادي. وبالتالي ومن اجل تحقيق الفوائد المرجوة من التطور المالي اقترح الباحثين بدل المزيد من الجهود من اجل تعميق القطاع المالي والحد من تدخل الحكومة في القطاع المالي، تعزيز المنافسة، الاستثمار في الموارد البشرية، تعزيز البيئة القانونية من ناحية ومن ناحية أخرى تحسين نوعية المؤسسات. وخلاصة القول أن الباحثان أكدوا على ضعف العلاقة الطويلة المدى بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وعلى فرضية أن التمويل يؤدي إلى النمو أما في الحالات التي تم الكشف فيها عن وجود تكامل مشترك فان جرائج العلاقة السببية بينت انه هنالك ثنائية الاتجاه أو أنها امتدت من الإنتاج إلى التطور المالي.

➤ دراسة Gries ; Kraft and Meirrieks (2009)¹ بهدف تحديد العلاقة السببية بين التعميق

المالي الانفتاح التجاري والنمو الاقتصادي ل 16 بلدا في إفريقيا جنوب الصحراء الكبرى. وقد تم استعمال ثلاث مؤشرات للتطور المالي: أصول البنوك التجارية إلى أصول البنوك التجارية + أصول البنك المركزي، الخصوم السائلة إلى إجمالي الناتج المحلي، الائتمان الخاص الممنوح من قبل البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي. أما النمو الاقتصادي فقد تم قياسه باستخدام لوغاريتم نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. بالإضافة إلى هذين المتغيرين تم الاعتماد على متغير ثالث يقيس الانفتاح التجاري والذي يساوي لوغاريتم مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي. وذلك من خلال تحليل المكونات الأساسية،

¹ Thomas Gries , Manfred Kraft , Daniel Meirrieks (2009), Linkages Between Financial Deepening, Trades Openness and Economic Development: causality evidence from Sub-Saharan Africa, World Development, Vol 37, N°12, p 1849-1860.

اختبار جذر الوحدة (PP)، اختبار التكامل المشترك (Johansen 1988)، واختبار Hsiao-Granger للسببية، ونموذج VAR و ECM.

وقد تم العثور على أدلة محدودة تدعم الفرضية التي تنص على أن التمويل يقود النمو، حيث أشارت الأدلة إلى أن العمق المالي والانفتاح التجاري يتأثران بالنمو الاقتصادي وبالتالي فإن الدول محل الدراسة لم تستفد من التعميق المالي.

خلاصة: بالنسبة للدراسات التي تناولت مسألة تحديد اتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو، فقد أيدت النتائج المتوصل إليها في أغلبها على فرضية العرض القائل وأن التمويل يقود النمو، وعلى فرضية وجود علاقة ثنائية الاتجاه، كما أكد بعضها على فرضية الطلب التابع أي أن التمويل ليس هو المسبب للنمو وإنما هو نتيجة لذلك النمو. الأمر الذي يعني أنه ينبغي على الدول النامية خاصة، العمل على تطوير أنظمتها المالية إلى المستوى الذي يمكنها من تعزيز النمو الاقتصادي في هذه الدول.

3. الدراسات المعتمدة على مستوى الصناعة ومستوى الشركات Industry level and firm level

من أجل تحديد الآليات التي من خلالها يؤثر التمويل على النمو الاقتصادي اعتمد العديد من الباحثون على بيانات تتعلق بمستوى الصناعة أو البيانات الخاصة بمستوى الشركات في الدول محل الدراسة ومن بين أهم الاقتصاديين الذين اعتمدوا على هذا المعيار نجد Jayaratne and Strahan (1996) الذي أعطى أهمية لمستوى الصناعة في دول العينة وتأثيرها على العلاقة بين التمويل والنمو الاقتصادي وفي المقابل فقد اعتمد Demirguç-Kunt and Maksimovic (1998) على البيانات الخاصة بمستوى الشركات لتحديد العلاقة بين التمويل والنمو:

➤ دراسة Jayaratne and Strahan (1996) التي تعتبر أول الدراسات التي ظهرت في هذا الاتجاه والتي قدم من خلالها الباحثان أدلة على أن الأسواق المالية يمكن أن تؤثر بشكل مباشر على النمو الاقتصادي من خلال دراسة تخفيف القيود على الفروع البنكية في الولايات المتحدة خلال الفترة 1970-1995.

باستخدام منهجية « difference-in-differences »¹ generalized method of moments قدر الباحثان أثر رفع القيود على أساس التغير في معدلات النمو الاقتصادي قبل وبعد إدراج الإصلاحات نسبة إلى مجموعة المراقبة (المقارنة) من الدول التي لم تتأثر بالإصلاحات. و ذلك بالاستناد على النظريات التي تفترض أن معدلات النمو الاقتصادي للدول ترتفع بعد أن يتم رفع مجموعة من القيود داخل الدولة. و من أجل بناء مؤشر لقياس أثر الإصلاح داخل الدولة أدرج الباحثان في نموذجهما القياسي التواريخ المرتبطة برفع القيود المفروضة عن طريق الاندماج والاستحواذ.

وباستخدام تقنية OLS و WLS بينت النتائج أن النمو الاقتصادي ازدادت وتيرته تبعاً للإصلاحات الفرعية التي تحدث داخل الدولة. كما قدم الباحثان أدلة على أن العلاقة بين النمو والتمويل تتغير من خلال تحسين كفاءة تخصيص القروض بدلاً من الزيادة في حجم الإقراض والاستثمار أي نتيجة التحسين في النوعية وليس الكمية.²

➤ **دراسة Rajan and Zingales (1998)** التي حاولا من خلالها التأكد من إذا كان التطور المالي يسهل النمو الاقتصادي، وذلك من خلال التأكد من صحة فرضية أن التطور المالي يقلل تكاليف التمويل الخارجي للشركات وبشكل أكثر تحديداً حاول الباحثان التحقق من إذا كانت القطاعات الصناعية التي هي بحاجة أكبر للتمويل الخارجي تتطور بشكل أسرع في البلدان ذات الأسواق المالية الأكثر تطوراً أي أن الهدف من الدراسة هو محاولة التحقق من إذا كان تطور القطاع المالي له تأثير على نمو القطاع الصناعي. وباستعمال عينة من 41 دولة و 36 صناعة تحويلية، بينت النتائج بأن التطور المالي يعزز النمو الصناعي نتيجة تأثيره على توفير التمويل الخارجي للشركات.³

➤ **دراسة Beck and Levine (2002)** بهدف التحقق من أي نوع من الأنظمة (القائمة على البنوك أو القائمة على الأسواق) يستطيع تمويل التوسع بشكل أفضل في الصناعات التي تتطلب تمويل خارجي كبير، ويسهل تشكيل مؤسسات جديدة ويحسن كفاءة تخصيص رأس المال بين مختلف الصناعات. أي أن الباحثان حاولا التحقق من إذا كانت الصناعات التي تحتاج بشكل مكثف للتمويل الخارجي تنمو بشكل أسرع في

¹ تتمثل هذه التقنية في قياس مستويات الفروق و هي منهجية المقارنة بين الدول المعالجة ومجموعات الضبط أو المجموعة التي تتم المقارنة من خلالها قبل وبعد العلاج / مثل التغير في السياسات و بالتالي مراقبة التأثيرات المتداخلة الأخرى على النمو.

² Jith Jayaratne , Philip E. Strahan (1996), The Finance-Growth Nexus: evidence from bank branch deregulation, The Quarterly Journal of Economics.

³ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales (1998), Financial Dependence and Growth, The American Economic Review, Vol 88, N°3, p 559-586.

النظم المالية القائمة على البنوك أو في النظم المالية القائمة على الأسواق. وذلك باستعمال ثلاث مؤشرات لقياس التطور المالي: مؤشر لقياس حجم ونشاط الأسواق والبنوك، مؤشر لقياس القيود التنظيمية على البنوك، مؤشر لقياس ملكية الدولة للبنوك. كما استعمل الباحثان النموذج التالي:

$$\begin{aligned} Growth_{i,k} &= \sum_j \alpha_j country_j + \sum_l \beta_l industry_l + \gamma Share_{i,k} \\ &+ \delta_1(External_k * FD_i) + \delta_2(External_k * FS_l) + \varepsilon_{i,k} \end{aligned}$$

حيث: Growth: تمثل متوسط معدل النمو السنوي للقيمة المضافة أو النمو في عدد من الشركات الداخلة في الصناعة k و البلد i خلال الفترة 1980-1990. country و industry يمثلان على التوالي المتغير الأصم للبلاد و المتغير الأصم للصناعة. Share تمثل نسبة الصناعة k في إجمالي الصناعات في الدولة i في سنة 1980. External يمثل مقياس تبعية الصناعة k للتمويل الخارجي. FD و FS يمثلان على التوالي مؤشرات التطور المالي و طبيعة الهيكل المالي للبلد i. و باستعمال تقنية المربعات الصغرى ذات المرحلتين TSLS و عينة من 42 دولة و 36 صناعة، بينت النتائج بأن الصناعات التي تحتاج إلى التمويل الخارجي بشكل أكبر تنمو بشكل أسرع في الدول ذات التطور المالي العالي و أن طبيعة الهيكل المالي (البنوك أو الأسواق) ليس له أثر معنوي على التوسع الصناعي.¹

➤ دراسة Beck et al (2008) التي استخدمت فيها منهج Difference-in-Differences لاختبار ما إذا كان التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي نتيجة تخفيف القيود المفروضة على الصناعات. ومن أجل التأكد من إذا كان التطور المالي يعزز نمو الشركات الصناعية الصغيرة أكثر من الشركات الصناعية الكبيرة، قام الباحثان عينة من 44 دولة و 36 صناعة في قطاع الصناعات التحويلية.

وباستخدام نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص كمؤشر للتطور المالي، بينت النتائج بأن التطور المالي يعزز نمو صناعات الشركات الصغيرة أكثر من صناعات الشركات الكبيرة. كما بينت النتائج بأن النظم المالية المتخلفة

¹ Thorsten Beck, Ross Levine (2002), Industry Growth and Capital Allocation: does having a market – or bank-based system matter?, Journal of Financial Economics, Vol 64, p 147-180.

تعتبر ضارة خاصة بالنسبة لنمو الشركات الصغيرة حيث عدد الموظفين أقل من 20. وأن تحسن أداء النظم المالية يكون لها آثار ايجابية على الشركات الصغيرة أكثر من الشركات الكبيرة¹.

➤ دراسة **Demirgüç-Kunt and Maksimovic (1998)** والتي تعتبر المساهمة الأولى التي أعطت أهمية لمستوى الشركة في تحديد العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. حيث هدف الباحثان إلى التحقق من إذا كان تخلف النظم القانونية والمالية يمنع الشركات في بعض البلدان من الاستثمار في الفرص الاستثمارية المرهبة حيث افترضوا أن هذا الوضع إذا كان موجودا لا يقيد جميع الشركات على حد سواء، إذ أن الشركات التي باستطاعتها تمويل نفسها بنفسها اعتمادا على الأرباح المحتجزة تتأثر بشكل أقل في حين أن الشركات التي تتجاوز احتياجاتها المالية مواردها الداخلية ستكون مقيدة بشدة.

وقد اعتمد الباحثان نموذج التخطيط المالي **financial planning model** لتقدير المعدل الأقصى للنمو الذي يمكن لكل شركة تمويله داخليا أو مع وصول محدود لأسواق رأس المال طويلة الأجل. فإذا كان الطلب على منتجاتها عالي بما فيه الكفاية، يمكن للشركات أن تنمو بشكل أسرع من المعدل الأقصى المحدد من خلال الحصول على تمويل خارجي طويل الأجل. حيث قام الباحثان بتقدير نموذج تخطيط التمويل للحصول على الحد الأقصى لمعدل النمو الذي يمكن لكل دولة ما الوصول إليه بدون الحصول على التمويل طويل الأجل، ثم المقارنة بين معدلات النمو المتوقعة مع معدلات النمو المحققة من الشركات في الدول الأخرى مع الاختلاف في درجات التطور في أنظمتها المالية والقانونية. وقد استند الباحثان في تقديرهما لمعدل نمو الشركات على معيار "النسبة المئوية للمبيعات". ومن أجل التأكد من أن التطور المالي يعزز نمو الشركة استعمل الباحثان الانحدار التالي:

حيث: **ExsessGrowth** تمثل نسبة السنوات في فترة العينة التي تنمو فيها الشركة أسرع من حدها الأقصى. أما **FD** تمثل مؤشرات التطور المالي (رسملة السوق إلى **GDP**، معدل الدوران، ونسبة أصول البنوك إلى **GDP**). **X** تمثل مجموعة من المتغيرات المراقبة الممثلة في: معدل التضخم، الإنفاق الحكومي إلى **GDP**، القيمة السوقية إلى القيمة الاسمية، معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، صافي الأصول الثابتة مقسوم على إجمالي أصول الشركة في الاقتصاد، المستوى الحقيقي للفرد الواحد من **GDP**، مؤشر لقياس القانون.

¹ Thorsten Beck, Asli Demirguc-kunt, Luc Laeven, Ross Levien (2008), Finance, Firm Size and Growth, Journal of Money, credit and Banking, Vol 40 , N°7, p 1379-1405.

وباستخدام عينة من 30 بلدا توصل الباحثان إلى أن نسبة الشركات التي تنمو بمعدلات تتجاوز تلك المتوقعة في كل دولة يرتبط مع سمات محددة للأنظمة المالية والقانونية للدولة. حيث أن توفر أسواق مالية نشطة ونظام قانوني متطور جدا يعتبر أمر مهم في تسهيل نمو الشركة. فالشركات في الدول التي تتوفر على أسواق مالية نشطة ودرجات عالية من الامتثال للقانون واحترام المعايير القانونية تكون قادرة على الحصول التمويل الخارجي بشكل أكبر وبالتالي تكون قادرة على أن تنمو بشكل أسرع. وبالتالي فان تطوير الأسواق والمؤسسات المالية يسهل عملية النمو الاقتصادي¹.

➤ دراسة Beck et al (2005) باستعمال بيانات تخص مستوى الشركات من اجل دراسة أثر القيود المالية والقانونية وتفشي الفساد على معدلات نمو الشركات، حيث أن تأثير هذه العوامل على نمو الشركات يعتمد على حجم الشركة نفسها، إذ أنها تأثر بشكل أكبر على الشركات الصغيرة. وقد اعتمد الباحثان في دراستهما على بيانات 4000 شركة في 54 دولة وتمثل الغرض الرئيسي من الدراسة هو تحديد العقبات التي تحول دون الأداء الجيد للشركات خاصة الصغيرة والتي تعيق نموها وذلك باستخدام بيانات عن عدد الموظفين، حجم المبيعات، الصناعة، النمو وعدد المنافسين.

بالإضافة إلى هذا اعتمد الباحثان على معلومات حول طبيعة الملكية وإذا كانت الشركات تتلقى دعم من السلطات المحلية. وقد اشتملت الدراسة على ثلاث مجموعات من الشركات: الشركات الصغيرة التي يتراوح عدد العاملين فيها بين 5 و 50 موظفا (40% من العينة)، شركات متوسطة الحجم التي توظف ما بين 51 و 500 عامل (40% من العينة)، و الشركات الكبيرة التي توظف أكثر من 500 موظف (20% من العينة). كما استعمل الباحثان بيانات حول مستويات تطور النظام المالي والنظام القانوني ومستويات الفساد في الدولة المعنية.

وقد بينت النتائج بان بالفعل تأثير تخلف النظامين القانوني والمالي والفساد على نمو الشركة يعتمد بشكل كبير على حجم الشركة نفسها، حيث أن الشركات الأصغر حجما تتأثر بشكل أكبر من هذه العوائق. وبالأخذ بعين الاعتبار الاختلافات بين الدول من حيث التطور المالي والقانوني ومستويات الفساد ، بينت النتائج بأن الشركات التي تعمل في أنظمة متخلفة مع مستوى عالي من الفساد تتأثر من جميع العقبات بشكل أكبر من الشركات التي تعمل في الدول التي تنخفض فيها مستويات الفساد. وأن التطور في النظام المالي والقانوني والحد من

¹ Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic (1998), Law, Finance and Growth, The Journal of Finance, Vol 53, N°6, December 1998, p 2107-2137.

الفساد يساعد على تخفيف القيود على الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي تعاني بشكل أكبر من هذه السلبية. وأن جميع العقبات الثلاث -مالية، قانونية، الفساد- تؤثر بشكل سلبي على معدلات نمو الشركات ولكن ليس بنفس الدرجة. حيث عندما نأخذ بعين الاعتبار المشاكل المالية على حدا نجد أن صعوبات المتعلقة بالتعاقد مع البنوك والبيروقراطية والحاجة إلى وجود علاقات خاصة مع البنوك تقيد نمو الشركات، كما أن الضمانات المطلوبة تشكل عائقا كبيرا، هذا إضافة إلى معدلات الفائدة العالية ونقص السيولة لدى البنوك. كما أن المشاكل القانونية والفساد وخاصة الفساد من مسؤولي البنوك تشكل قيودا كبيرة على نمو الشركات. واستخلص الباحثان من دراستهما أن تطوير النظام المالي والمؤسسات يخفف من أثار السلبية المتعلقة بتفشي الفساد، وأن الشركات الصغيرة هي التي تستفيد بشكل أكبر من هذا التطور¹.

خلاصة: من خلال الدراسات التي عرضناها سابقا يمكن القول أن الصناعات التي تحتاج إلى التمويل الخارجي بشكل أكبر تنمو بشكل أسرع في الدول ذات التطور المالي العالي، وأن التطور المالي يعزز النمو الصناعي نتيجة مساهمته في تخفيض تكاليف التمويل الخارجي للشركات، فالشركات في الدول التي تتوفر على أسواق مالية نشطة ودرجات عالية من الامتثال للقانون واحترام المعايير القانونية تكون أكثر قدرة على الحصول التمويل الخارجي، والنمو بشكل أسرع. كما بينت النتائج بأن تطوير النظام المالي والمؤسسات يخفف من أثار السلبية المتعلقة بتفشي الفساد، وأن الشركات الصغيرة هي التي تستفيد بشكل أكبر من هذا التطور، ذلك أن تأثير تخلف النظامين القانوني والمالي والفساد على نمو الشركة يعتمد بشكل كبير على حجم الشركة نفسها، حيث أن الشركات الأصغر حجما تتأثر بشكل أكبر هذا التخلف.

4. الدراسات حول الأنظمة المالية القائمة على البنوك والأنظمة المالية القائمة على الأسواق:

سنعرض من خلال هذا الجزء بعض الدراسة التي اهتمت بالتحقق من فرضية أن طبيعة الهيكل المالي تؤثر على العلاقة بين التمويل والنمو، والإجابة على السؤال أي النظامين يمكنه تمويل التنمية بشكل أفضل النظام المالي القائم على البنوك أم القائم على الأسواق:

➤ **دراسة Tadesse (2002)** الذي اعتبر بأنه في حين أن الأسواق تتفوق على البنوك في الدول التي تمتلك قطاعات مالية متقدمة، فإن البنوك تحقق نتائج أكثر فعالية في البلدان النامية. أيضا البلدان التي تهيمن عليها

¹ Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic (2005), Financial and Legal Constraints to Growth :does firm size matter ?, The Journal of Finance, Vol LK, N° 1, February 2005 , p 309-349.

الشركات الصغيرة تنمو بشكل أسرع في النظم القائمة على البنوك، أما تلك التي تسيطر عليها الشركات الكبيرة فهي تنمو بشكل أسرع في النظم المالية القائمة على السوق.

حيث حاول الباحثان دراسة كيفية تأثير الهيكل المالي على أداء القطاع الحقيقي باستخدام بيانات 36 دولة تغطي الفترة 1980-1995 وتوصلا إلى نتيجة مفادها أن الفعالية النسبية لهيكل معين تعتمد على مستوى تطور القطاع المالي، وهذا الأخير تحدده البيئة القانونية والمؤسسية، حيث عدم التناسب بين الشروط المسبقة القانونية و المؤسساتية وبين الهيكل المالي يمكن أن يؤخر الأداء الاقتصادي، ذلك أن النظم المالية المستندة على الأسواق لا تتناسب مع البيئة التعاقدية الضعيفة وعدم احترام القانون وحقوق الملكية. و من ناحية أخرى وجود تجانس بين الهيكل المالي والبيئة التعاقدية يعزز النمو الاقتصادي. وعلى هذا فان الاتجاه نحو النظم المالية المستندة على السوق بشكل عشوائي ولاسيما في الاقتصاديات الناشئة قد يؤثر بشكل سلبي على النمو الاقتصادي في هذه الدول خاصة في حالة عدم توفر الشروط القانونية والمؤسسية المسبقة اللازمة، حيث أن البنوك يمكنها أن تعزز النمو بشكل أفضل في هذا النوع من الاقتصاديات.¹

➤ دراسة **Levine (2002)** باستخدام عينة من 48 دولة خلال الفترة 1980-1995، أكد من خلالها على انه وبالرغم من التطور المالي عموما يرتبط بقوة مع النمو الاقتصادي إلا انه لا يمكن الجزم بان النظم المالية المستندة على البنوك أفضل أو أن النظم المرتكزة على الأسواق هي أكثر دعما للنمو الاقتصادي.

وقد بينت النتائج أن التمييز بين البلدان من خلال طبيعة الهيكل المالي لا يساعد في تفسير الاختلافات بين الدول في الأداء الاقتصادي على المدى الطويل، كما أن النتائج تدعم وجهة النظر القائمة على الخدمات المالية، إذ اعتبر أن التمييز بين البلدان من خلال مستوى التطور المالي ككل يساعد في تفسير الاختلافات بين البلدان في مستويات النمو الاقتصادي المحققة، البلدان ذات معدلات التطور المالي المرتفع والتي تقدم خدمات مالية ذات كفاءة عالية استطاعت تحقيق معدلات نمو اقتصادي أكبر. كما بين أن حماية الحقوق القانونية للمستثمرين الأجانب وفعالية النظام القانوني في تعزيز هذه الحقوق يفسر الاختلاف بين الدول في مستويات التطور المالي الذي يرتبط بدوره بشكل ايجابي وبقوة مع النمو على المدى الطويل. تتوافق هذه النتائج مع وجهة

¹ Solomon Tadesse (2002), Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence, Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, Issue 4, pp 429-454.

نظر La porta et al (1998) التي اعتبرت أن الإطار القانوني هو الذي يفسر الاختلافات في مستويات التطور المالي بين الدول وبالتالي مستويات النمو الاقتصادي.¹

➤ دراسة Demirguç-Kunt et Maksimovic (2002) التي اختبرا من خلالها فرضية أن الاختلافات في الأنظمة المالية يؤثر على قدرة الشركات في الحصول على التمويل الخارجي والنمو، باستخدام بيانات عن مستوى الشركات في 40 دولة خلال الفترة 1989-1996.

الاستنتاج الأول الذي توصل إليه الباحثان هو أن معدلات نمو الشركات (و التي لا تعتمد على التمويل الذاتي) ترتبط بشكل إيجابي مع تطور كل من أسواق الأوراق المالية والنظام البنكي. وأن تأثير كل من سوق الأوراق المالية والنظام البنكي على نمو الشركات إنما يتوقف على مستوى تطور البيئة التعاقدية في البلد. وأن تطور أسواق الأوراق المالية يرتبط بشكل أكبر بزيادة قدرة الشركات على الوصول إلى التمويل طويل الأجل، في حين أن تطور النظام البنكي يزيد من قدرة الشركات على الحصول على التمويل القصير الأجل. وبالتالي فبالنسبة للبلدان الاختلاف في البيئة التعاقدية التي تؤثر على التطور النسبي لأسواق الأوراق المالية والنظام البنكي يمكن أن يؤثر على نمو و قدرة الشركات على الحصول على التمويل.²

خلاصة: من خلال الدراسات التي عرضناها يمكن القول أنها أجمعت حول أهمية كل من الأسواق المالية والبنوك في تمويل التنمية، وأن البنوك يمكنها تمويل التنمية بشكل أفضل في الدول النامية، بينما يمكن للأسواق المالية تمويل التنمية بشكل أفضل في الاقتصاديات المتقدمة. كما أكدت الدراسات على أن طبيعة الهيكل المالي لا يساعد في تفسير الاختلافات بين الدول في الأداء الاقتصادي وإنما نوعية الخدمات المقدمة من قبل كل من البنوك والأسواق هي التي يمكن تصنع الفارق. كما أكدت على أن الإطار القانوني هو الذي يفسر الاختلافات في مستويات التطور المالي بين الدول وبالتالي مستويات النمو الاقتصادي.

¹ Ross Levine (2002), Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? Journal of Financial Intermediation, Vol .11, 398-428.

² Asli Demirgu-c-Kunt, Vojislav Maksimovic (2002), Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data, Journal of Financial Economics, Vol. 65 , 337-363.

II. الدراسات التي اختبرت العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو (أثر العتبة):

عرفت الدراسات التجريبية التي تطرقت إلى موضوع أثر العتبة على العلاقة بين التمويل والنمو تطورا وارتفاعا ملحوظا خلال السنوات الأخيرة. وسنتطرق في هذا الجزء إلى أهم هذه الدراسات، حيث يمكن تقسيم الدراسات التي تطرقت إلى هذا الموضوع إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تضم الدراسات التجريبية التي استعملت مستوى التنمية الاقتصادية كمتغير للعتبة، أي أن أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي يعتمد على مستوى التنمية في الدولة المعنية. أما المجموعة الثانية فقد اعتبرت مستوى التطور المالي كمتغير للعتبة، أي أن أثر التطور المالي على النمو يعتمد على مستوى التطور المالي في الدولة المعنية.

1. مستوى التنمية الاقتصادية كمحدد (متغير) للعتبة:

➤ دراسة **Deidda and Fattouh (2002)**، باستخدام نموذج الانحدار threshold regression الذي عملا على تطويره و البيانات المستخدمة من قبل King and Levine (1993) درس Deidda and Fattouh (2002) وجود أثر العتبة على العلاقة بين التطور المالي و النمو الاقتصادي بدلالة مستوى الدخل الفردي. حيث طور الباحثان نموذج حيث نفور أو تخوف الأعوان من المخاطر وتكاليف المعاملات المرتبطة بالعمليات المالية يجعلان أثر التطور المالي على النمو غير واضح في الدول منخفضة الدخل و لكنه يصبح ايجابي عندما تصل هذه الدول إلى مستويات عالية من الدخل. حيث افترض الباحثان أن الأفراد لديهم فترة حياة تتكون من فترتين، وأن الشركات لديها فترة حياة غير محددة. في الفترة الأولى كل فرد يقدم عمل للمؤسسات و يتحصل على أجر يدخره كليا. أما في الفترة الثانية، جزء من الأجر يستهلك والباقي يحتفظ به على شكل ادخار. الادخار يأخذ شكلين ممكنين: الودائع أو تمويل ذاتي للاستثمارات في رأس المال المادي. كما افترضا أن جميع الشركات تمتلك تقنيات إنتاج متماثلة، ولكنها تختلف في إنتاجيتها الكلية . عندما تصبح المعاملات المالية ممكنة ، يصبح بإمكان الأفراد تنويع المخاطر وتوجيه الادخار نحو الشركات الأكثر إنتاجية. بافتراض أن المعاملات المالية تتضمن تكلفة ثابتة تعتبر كسرب للموارد، النموذج يتوقع أن الأعوان سيحفزون على الادخار جزء من أموالهم على شكل ودائع عندما تتجاوز مداخيلهم مستوى معين، مما يعني ظهور الوسطاء الماليين ابتداء من هذا المستوى من الدخل . و بالتالي فان ظهور الوسطاء الماليين يعتبر داخلي. ولكن الوساطة المالية لا تعني بالضرورة نمو اقتصادي فوري أي مباشر.

معدل النمو التوازني للاقتصاد هو دالة متزايدة للدخل وهو سلمي في المراحل الأولى من ظهور الوساطة المالية. بينما في المراحل اللاحقة مساهمة التطور المالي في النمو تصبح ايجابية¹.

ومن اجل التحقق من وجود علاقة غير خطية بين العمق المالي والنمو، استخدمنا Deidda and Fattouh (2002) مقاطع عرضية، وحاووا تقدير نموذج مماثل لنموذج King and Levine (1993) حيث انحدار نمو نصيب الفرد من الدخل الحقيقي هو بدلالة نمو نصيب الفرد من الدخل الابتدائي، معدل الالتحاق بالمدارس الثانوية الابتدائي ونسبة الخصوم السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي كقياس للعمق المالي. كما أضافا كل من نسبة التجارة إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، مؤشر الحريات المدنية وعدد الثورات (كمؤشر للاستقرار السياسي). واستعان الباحثان بقاعدة بيانات King and Levine التي تغطي 119 دولة خلال الفترة 1960-1989. وقد أوضحت النتائج وجود علاقة ايجابية بين مستوى العمق المالي والنمو الاقتصادي في البلدان ذات الدخل المرتفع بينما في البلدان منخفضة الدخل لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العمق المالي و النمو الاقتصادي.

وقد وجهت العديد من الانتقادات إلى هذه الدراسة أهمها²:

✓ توقعات نموذج Deidda and Fattouh (2002) بالنسبة للدول منخفضة الدخل تبدو غريبة و مناقضة للنظرية التقليدية التي تدعم فكرة أن الوساطة المالية ترفع العائد على الادخار. فإذا كان ظهور الوسطاء الماليين يتسبب في نمو سلمي، فإن عائد الأعوان الاقتصاديين على الادخار يصبح أضعف مقارنة بالاقتصاديات بدون وسطاء ماليين. و في ظل هذه الظروف يمكن طرح السؤال لماذا الأعوان الاقتصاديين الذين يفترض أنهم عقلانيين يستمرون في الادخار. فحسب الباحثان، بمجرد أن يكون لدى الأعوان الاقتصاديين تحوف ونفور من المخاطر فإنهم سيفضلون تحمل تكاليف الوساطة المالية حتى وأن كانت العوائد الصافية المتوقعة على الادخار ضعيفة مقارنة بتلك التي كانوا يتحصلون عليها في غياب الوساطة المالية، وذلك ببساطة لأن الوساطة المالية تسمح لهم بتنويع المخاطر، وعليه فهذه النتائج تعتمد بالضرورة على نسبة الأفراد في المجتمع الذين يكرهون المخاطرة، والنموذج لم يأخذ بعين الاعتبار هذا المعامل.

¹ Luca Deidda, Bassam Fattouh, Non linearity between finance and growth, Economics Letters, Vol 74, Issue 3, pp 339-345.

² Azzabi S. (2012), Intégration Financière Internationale, Développement Financier et Croissance dans les Pays Emergents et en Développement, thèse de doctorat en sciences économiques, Université Lumière Lyon 2, pp 155.

✓ استخدام طريقة Hansen للتقدير والتي تفترض أن جميع المتغيرات المفسرة هي خارجية، ونعلم انه عند تقدير معادلة النمو من المهم معالجة مشكلة العوامل الداخلية للتطور المالي، بسبب العلاقة السببية الثنائية التي يمكن أن تحدث بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. وطريقة Hansen غير صالحة عندما يكون على الأقل واحد من المتغيرات المفسرة داخلية وبالتالي فإن تقديرات الباحثان من المحتمل أن تكون متحيزة.

✓ النظرية الاقتصادية تتوقع وجود عتبة ثانية لمستوى التنمية الاقتصادية حيث بعدها بالأساس نجد الدول المتقدمة، في هذه المنطقة التطور المالي يكون له أثر ايجابي على النمو ولكن اقل مقارنة بالدول متوسطة الدخل. إلا أن الباحثان لم يأخذا بعين الاعتبار هذه العتبة الثانية في نموذجهما النظري وفي تقديراتهم باستخدام أساليب الاقتصاد القياسي، إذ لم يعثرا على أي نتائج تدل على وجود عتبة ثانية.

✓ استخدام بيانات المقاطع العرضية التي لا تأخذ بعين الاعتبار الأحداث والتغيرات التي يمكن أن تحدث خلال فترة الدراسة، فعلى سبيل المثال يمكن لدولة معينة أن تنتقل من صنف الدول منخفضة الدخل إلى دولة متوسطة الدخل.

➤ دراسة **Rioja and Valev (2004)**، أيضا من خلال الاستعانة بعينة Panel تضمنت 74 دولة خلال الفترة 1961-1995 وتقنية GMM للتقدير، حاولا Rioja and Valev (2004) دراسة تأثير التطور المالي على النمو في مجموعات مختلفة من البلدان ، إذ قاما بتقسيم العينة إلى ثلاث مجموعات: البلدان منخفضة الدخل (الدخل الفردي اقل من 752 دولار)، البلدان متوسطة الدخل (دخلها الفردي ما بين 752 دولار و 2490 دولار)، البلدان ذات الدخل المرتفع (دخلها الفردي أعلى من 2490 دولار).

وقد بينت النتائج أن تأثير التمويل على النمو الاقتصادي يختلف باختلاف مستوى التنمية الاقتصادية للبلد، حيث انه في البلدان المنخفضة الدخل التمويل يؤثر على النمو الاقتصادي في الغالب من خلال تراكم رأس المال، بينما في الدول المتوسطة الدخل و بالخصوص الاقتصاديات المرتفعة الدخل فان التطور المالي يعزز نمو الإنتاجية كما انه يساهم في نمو رأس المال المادي على الرغم من أن تأثيره يكون اصغر نوعا ما مقارنة مما هو عليه في البلدان المنخفضة الدخل. وعليه فمساهمة التطور المالي في نمو الإنتاجية لا تحدث إلا إذا وصل البلد مستوى معين من الدخل (تقريبا في نطاق الدول المتوسطة الدخل) والتأثير الأكبر يكون من خلال تراكم رأس المال.

وبالتالي فإن القنوات التي يؤثر من خلالها التطور المالي على النمو الاقتصادي تختلف باختلاف مستوى الثروة، حيث أن التمويل له تأثير إيجابي قوي على نمو الإنتاجية في الاقتصاديات الأكثر تقدماً، أما في الاقتصاديات الأقل نمواً فإن تأثير التمويل على نمو الناتج يكون بالدرجة الأولى من خلال تراكم رأس المال وليس من خلال الإنتاجية¹.

➤ دراسة **Gaytan and Ranciere (2004)**، اللذان قدما ورقة بحثية تدعم فرضية وجود أثر للثروة على مساهمة الوساطة المالية في النمو الاقتصادي وذلك باستخدام بيانات panel لعينة تشمل 83 بلداً خلال الفترة 1960-2000 وتقنية GMM، وقد اعتمد الباحثان على تصنيف البنك العالمي من أجل تقسيم العينة إلى أربع مجموعات حسب نصيب الفرد من الدخل القومي الإجمالي: المجموعة الأولى ذات الدخل المنخفض (أقل أو يساوي 735 دولار)، المجموعة الثانية ذات الدخل المتوسط المنخفض (ما بين 736 دولار و 2935 دولار)، المجموعة الثالثة ذات الدخل المتوسط المرتفع (أي ما بين 2936 دولار و 9075 دولار)، أما المجموعة الرابعة فتضم البلدان ذات الدخل المرتفع (الدول التي تنتمي إلى منظمة التعاون والتنمية والتي دخلها القومي يفوق 9076 دولار باستثناء المكسيك و تركيا) وبالتالي فحسب هذا التصنيف فإن 29% من دول العينة تصنف ضمن المجموعة الأولى أي المنخفضة الدخل، 29% من العينة تصنف في المجموعة الثانية، 14% تصنف ضمن المجموعة الثالثة و 28% تصنف مع الدول المرتفعة الدخل.

وقد بينت النتائج بأن تأثير التطور المالي على النمو يعتمد بطريقة غير خطية على مستوى دخل الدول. هذا التأثير يتحول من سلبي إلى إيجابي في الدول المنخفضة الدخل عندما تفوق عتبة معينة من الثروة ويصل إلى حده الأقصى في البلدان ذات الدخل المتوسط قبل أن ينخفض في البلدان الأكثر ثراءً².

¹ Felix Rioja, Neven Valev (2004), Finance And The Sources Of Growth At Various Stages Of Economic Development, Economic Inquiry, Vol. 42, No. 1, pp 127-140.

² Alejandro Gaytan, Romain G. Rancière (2004), Wealth, Financial Intermediation and Growth, UPF Economics and Business Working Paper 851, pp 01-47.

➤ دراسة **Fung (2009)**، الذي قدم دراسة مماثلة، استخدم من خلالها عينة تتكون من 57 بلدا خلال الفترة 1967-2001 بهدف دراسة أثر العتبة على العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وذلك باستخدام تقنية GMM.

وقد بينت النتائج وجود تفاعل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ويكون هذا التفاعل أقوى عندما يكون البلد في مرحلة مبكرة من التنمية الاقتصادية، وتصبح هذه العلاقة أضعف كلما زادت درجة التنمية الاقتصادية. كما يوجد خطر مصيدة الفقر ترتبط بمعدلات ابتدائية جد منخفضة من التنمية الاقتصادية، وعليه فان البلدان منخفضة الدخل مع قطاع مالي نسبيا متطور أكثر تكون لديها فرصة أكبر للحاق بنظيرتها ذات الدخل المتوسط والمرتفع، أما تلك التي تمتلك قطاع مالي أكثر تحلفا فهي أكثر عرضة للوقوع في مصيدة الفقر. كما استنتج الباحث أن رأس المال البشري أكثر أهمية للنمو في المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية بينما تصبح الحرية الاقتصادية أكثر أهمية في المراحل اللاحقة¹.

2. التطور المالي كمحدد (متغير) للعتبة :

➤ دراسة **Berthelemy and Varoudakis (1996)** التي حاول اختبار وجود مصيدة الفقر المرتبطة بتطور القطاع البنكي (التي تتميز بتطور ضعيف في كل من القطاع المالي والقطاع الحقيقي) والتي تعتبر أول الدراسات التي استندت على فرضية تأثير مستوى التطور المالي على العلاقة بين التمويل والنمو. إذ قام الباحثان ببناء نموذج نظري حيث النمو في القطاع الحقيقي يسبب توسع في الأسواق المالية، زيادة في المنافسة وفعالية القطاع البنكي. في المقابل، تطور القطاع البنكي يرفع العائد الصافي على الادخار ويعزز تراكم رأس المال والنمو. من اجل القيام باختبارهما استعان الباحثان بعينة (مقاطع عرضية) تتكون من 95 دولة خلال الفترة 1960-1995. كما قدر الباحثان معادلة النمو (معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي PIB) بدلالة المستوى الابتدائي للتطور المالي، المستوى الابتدائي للتعليم ومجموعة من المتغيرات المراقبة (المستوى الابتدائي للناتج المحلي الإجمالي للفرد الواحد، الانفتاح التجاري، الإنفاق الحكومي، عدم الاستقرار السياسي)، أما التطور المالي فيقاس باستخدام نسبة (M2/PIB)، أي النقود + أشباه النقود بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي).

¹ Michael K. Fung (2009), Financial development and economic growth: Convergence or divergence?, Journal of International Money and Finance, Vol. 28, Issue 1, Pages 56-67.

وقد بينت النتائج بأن التطور المالي لا يكون له أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية على النمو إلا عندما تتجاوز النسبة M2/PIB مستوى 21,6% بالنسبة إلى الدول ذات معدل تدرّس ثانوي أكبر من 6%، ومستوى 15,3% بالنسبة للدول التي تمتلك معدل تدرّس أقل من 6%. أما بالنسبة إلى الدول التي تمتلك مستوى ابتدائي أقل من 15,3% من التطور المالي ومستوى تعليم أقل من 6% نجدها في مصيدة الفقر حيث لا تستفيد هذه الدول من الآثار الإيجابية للتطور المالي وتراكم رأس المال¹.

إلا أنه وبالرغم من النتائج المهمة التي توصلت إليها الدراسة إلا أنها هي الأخرى وجهت لها بعض الانتقادات أهمها: تقدير النموذج باستعمال تقنية المربعات الصغرى يطرح إشكالية معالجة تداخلية (متغير داخلي) مستوى التطور المالي في معادلة النمو، حيث تعتبر هذه الطريقة غير مناسبة وقد تؤدي إلى نتائج متحيزة .

➤ دراسة **Aghion, Howitt and Mayer-Foulkes (2004)** التي قدم من خلالها نتائج مناقضة تماما لتلك التي توصل إليها Berthelemy and Varoudakis (1996). إذ قسم الباحثان الدول حسب مستوى تطورها المالي، واعتبر الباحثان أن أثر التطور المالي على النمو يعتبر دالة متناقضة لمستوى التطور المالي. بعبارة أخرى أثر التطور المالي على النمو يكون أكبر بكثير في الدول ذات مستويات منخفضة من التطور المالي مقارنة بالبلدان الأخرى التي وصلت إلى مستويات عالية من التطور المالي. وقد تمثل الهدف الأساسي للباحثان في التحقق من فرضية أن القيود على الائتمان تمنع الدول الفقيرة من الاستفادة بشكل كبير من الثار الإيجابية من انتقال التكنولوجيا.

واستعمل الباحثان نموذج Shumpeter مع وجود قيود على الاقتراض وإمكانية انتقال التكنولوجيا بين الدول، وبيننا أنه يوجد عتبة للتطور المالي، حيث عندما نتجاوز هذه العتبة الدول تقترب من نفس معدل النمو الاقتصادي ولكن هذا لا يعني بالضرورة التقارب في مستوى الدخل الفردي. حيث أن نموذجهما النظري يقود إلى ثلاث آثار أساسية: احتمال أن يتقارب بلد ما نحو الحدود التكنولوجية هو دالة متزايدة لمستوى تطوره المالي، في الدول التي تتقارب التطور المالي يكون له أثر إيجابي على مستوى الناتج المحلي الإجمالي الفردي للحالة المستقرة، معدل النمو في الحالة المستقرة للدول التي تتباين في الحدود التكنولوجية سيرتفع مع التطور المالي. أيضا بالنسبة للدول ذات مستويات منخفضة من التطور المالي التي لديها معدلات نمو متباينة، النمو الاقتصادي هو دالة إيجابية

¹ J. C. Berthelemy, A. Varoudakis (1996), Economic Growth, Convergence Clubs, And The Role Of Financial Development, Oxford Economic Papers, Vol. 48, Issue 2, Pp. 300-328.

متزايدة لمستوى التطور المالي. بالنسبة إلى الدول ذات مستوى تطور مالي عالي، مستوى الدخل في الحالة المستقرة يكون مستقل عن مستوى التطور المالي. بين هذين المجموعتين نجد مجموعة الدول التي ليست فقط متقاربة ولكن تستفيد من آثار الإيجابية للتطور المالي على النمو.

وباستخدام بيانات 71 دولة خلال الفترة 1960-1995 بينت النتائج بأن أثر التقارب لا يظهر إلا في الدول ذات مستويات تطور مالي عالي، وأن أثر التطور المالي على النمو يكون أضعف في الدول ذات مستويات عالية من التطور المالي عن ماهو الحال في الدول ذات مستويات تطور مالي ضعيفة¹.

➤ أهمها دراسة **Khan and Senhadji (2003)** اللذان استخدمتا عينة Panel لـ 159 دولة خلال الفترة 1960-1999 اللذان أكدوا من خلالها وجود علاقة على شكل حلاف U مقلوب بين التطور المالي والنمو الاقتصادي². وأيدا النتائج التي توصل إليها Aghion , Howitt and Mayer-Foulkes (2004).

➤ دراسة **Rioja and Valev (2004)** اللذان افترضوا أن التأثير الإيجابي للتطور المالي لبلد ما على النمو الاقتصادي يختلف وفقا لمستوى التطور المالي (المقسم إلى ثلاث مناطق)، في المنطقة المنخفضة (أي البلدان ذات مستويات منخفضة جدا من التطور المالي) إدخال التحسينات و تعديلات إضافية على الأسواق المالية يكون له تأثير غير مؤكد على النمو، بينما في المناطق المتوسطة التطور المالي يكون له تأثير إيجابي كبير على النمو. أما في المناطق التي تتميز بتطور مالي عالي تأثير التطور المالي على النمو يكون إيجابي ولكن اقل من ذلك الموجود في المناطق المتوسطة الدخل، وبالتالي فعلى عكس Deidda and Fattouh (2002) فقد أشار الباحثان إلى وجود عتبتين (عتبة التفاضل) لمستوى الدخل الفردي. وقد حاول اختبار هذا الافتراض باستخدام بيانات Panel لـ 74 بلدا خلال الفترة 1960-1995 وتقنية العزوم المعممة GMM للتقدير.

وقد بينت النتائج أن تأثير التمويل على النمو لا يكون إيجابي دائما وحتى في البلدان التي كان فيها إيجابي درجة تأثيره تختلف، إذ أشارت النتائج إلى أن التطور المالي يحدث تأثير إيجابي قوي على النمو الاقتصادي فقط

¹ Philippe Aghion, Peter Howitt, David Mayer-Foulkes (2004), The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, Quarterly Journal of Economics, Vol. 120, no. 1, pp173-222.

² Mohsin S. Khan, Abdelhak S. Senhadji (2003), Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence, Journal of African Economies, Vol. 12, Pp. ii89-ii110.

عند وصوله إلى مستوى معين (عتبة) أي في المنطقة الوسطى، أما في المناطق المنخفضة (الأقل من هذه العتبة) فهذا التأثير غير مؤكد. أما في الطرف الآخر أي في المناطق ذات تطور مالي عالي فإن الأثر المتزايد لهذا الأخير ينخفض بمجرد أن يصل إلى مستويات عالية جداً¹.

خلاصة: من خلال الدراسات التي قمنا بعرضها في هذا المبحث، نلاحظ أن النتائج المتوصل إليها أكدت على أن أثر للتطور المالي على النمو الاقتصادي يعتمد على مستوى (عتبة) النمو الاقتصادي في البلد محل الدراسة، حيث ينبغي على الدول أن تصل إلى مستوى معين من النمو حتى يكون هذا التأثير ايجابياً والذي حددته أغلب الدراسات على أنه في حدود البلدان المتوسطة الدخل، حيث أكدت هذه الدراسات على أن هذا الأثر يكون أكبر في الدول متوسطة الدخل مقارنة بالدول ضعيفة الدخل والعالية الدخل. كما أكدت المجموعة الثانية من الدراسات أن الأثر الايجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي مشروط بوصول هذه الدول إلى مستوى تطور معين (مستوى العتبة).

III. الإطار المؤسسي والعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

بعد الدراسات التي قام بها La porta et al (1996، 1997، 1998) والتي أكدت على أن تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي يعتمد على النظام القانوني والإطار المؤسسي للبلد المعني ظهرت العديد من الدراسات التي حاولت التأكد من صحة هذه الفرضيات، و سنقوم في هذا الجزء بعرض بعض هذه الدراسات حيث سنتطرق في الأول إلى الدراسات التي حددت العلاقة بين الإطار المؤسسي والتطور المالي، ثم الدراسات التي أدمجت الإطار المؤسسي كمتغير شرطي في العلاقة بين التطور المالي و النمو الاقتصادي.

1. الإطار المؤسسي والتطور المالي:

➤ دراسة Wurgler (2000) الذي حاول تفسير الاختلافات بين الدول فيما يخص كفاءة تخصيص رأس المال باستخدام البيانات المالية لـ 65 دولة خلال الفترة 1963-1993 و تقنية OLS للتقدير، وقد بينت النتائج أن كفاءة تخصيص رأس المال ترتبط بشكل ايجابي مع الحماية القانونية للمستثمرين الأقلية minority

¹ Felix Rioja, Neven Valev (2004), Does one size fit all? a reexamination of the finance and growth relationship, Journal of Development Economics, Vol 74, pp 429 – 447.

investors. وبشكل خاص يبدو أن قوة حقوق المستثمرين الأقلية تحد من الإفراط في الاستثمار في الصناعات المتدهورة.¹

➤ دراسة **Galindo and Micco (2001)** اللذان طوروا نموذج حيث مرونة الائتمان أمام الصدمات الخارجية يتوقف على لوائح حقوق الدائنين. و ذلك باستعمال بيانات panel لـ 59 دولة خلال الفترة 1990-1999. وقد بينت النتائج أن أي زيادة في حماية الدائنين يقلل مرونة عرض الائتمان أمام الصدمات الخارجية وبالتالي اتساع الدورة الائتمانية. وباستخدام مجموعة من مقاييس حقوق الدائنين المستلهمة من أعمال La porta et al (1998) توصل الباحثان إلى أن وجود لوائح لحماية حقوق الدائنين أكثر صرامة لا يؤدي فقط إلى اتساع سوق الائتمان و لكن أيضا يقلل من تقلبات دورة الائتمان.²

➤ دراسة **Djankov et al (2007)**، باستخدام عينة من المؤسسة الائتمانية وبيانات حول حقوق القانونية للدائنين و سجلات الائتمان الخاص في 129 دولة وخلال 25 عاما، حاول Djankov et al (2007) التحقق من محددات الائتمان الخاص. وقد بينت النتائج أن كل من حماية الدائنين من خلال النظام القانوني ومؤسسات تبادل المعلومات ترتبط مع نسب عالية من الائتمان الخاص نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي. كما بينت النتائج أن تحسين حقوق الدائنين يؤدي إلى زيادة في نسبة الائتمان الخاص إلى GDP، وأن الأصول القانونية تعتبر محددات هامة لحقوق الدائنين ومؤسسات تبادل المعلومات.³

➤ دراسة **Baltagi et al (2009)** بهدف التأكد من أثر الانفتاح المؤسسات الاقتصادية على التطور المالي. من أجل قياس التطور المالي تم الاعتماد على مؤشرات لقياس تطور القطاع البنكي تتمثل في: الخصوم السائلة، الائتمان الخاص والائتمان المحلي الممنوح من قبل القطاع البنكي. ومؤشرات لقياس تطور الأسواق المالية والمتمثلة في: حجم التبادل، معدل الدوران وعدد الشركات المدرجة. أما نوعية المؤسسات فيتم قياسها من خلال مؤشر نوعية المؤسسات الصادر عن دليل المخاطر الدولية ICRG والذي يتم حسابه على أساس هذه المؤشرات: الفساد، سيادة القانون، جودة الديمقراطية، تنصل الحكومة من العقود، خطر المصادرة.

¹ Jeffrey Wurgler , Financial Markets And The Allocation Of Capital , Journal Of Financial Economics , Vol 58 , 2000 , Pp 187-214 .

² Arturo Galindo, Alejandro Micco (2001), Creditor Protection And Financial Cycles ,Sextas Jornadas De Economía Monetaria E Internacional.

³ Simeon Djankov, Caralee McIlesh, Andrei Shleifer (2007), Private Credit In 129 Countries, Journal Of Financial Economics, Vol 84, 299-329.

وباستخدام Arellano and Bond dynamic panel GMM estimations، بينت النتائج أن المؤسسات تفسر جزء كبير من التباينات في مستويات التطور المالي بين الدول¹.

➤ دراسة Yartey (2008) بهدف اختبار المحددات المؤسسية والاقتصادية الكلية لتطور الأسواق المالية باستخدام panel من 42 اقتصاداً ناشئة خلال الفترة 1990-2004. حيث تم استخدام مؤشر رسملة السوق إلى GDP كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية. أما من أجل قياس نوعية المؤسسات تم الاعتماد على المؤشر المركب المقدم من قبل ICRG والذي تتراوح قيمته بين 0 و 100 نقطة، حيث تشير القيم عالية إلى مخاطر أقل، بينما تشير الدرجات الدنيا إلى مخاطر أعلى. كما تم أيضاً التحقق من آثار أربع مؤشرات للمخاطر السياسية على تطور سوق الأوراق المالية: القانون والنظام، نوعية البيروقراطية، المساءلة الديمقراطية والفساد. وقد بينت النتائج أن المخاطر السياسية، القانون والنظام ونوعية البيروقراطية تعتبر محددات مهمة لتطور أسواق الأوراق المالية لأنها تعزز استمرارية التمويل الخارجي ذلك أن التقليل من المخاطر السياسية يمكن أن يعزز ثقة المستثمرين².

➤ دراسة Law and Azman-Saini (2008) لدور نوعية المؤسسات في التأثير على التطور المالي. وذلك باستعمال مؤشرين للتطور المالي: الائتمان الخاص كمؤشر لتطور القطاع البنكي، رسملة سوق الأوراق المالية كمؤشر لتطور أسواق الأوراق المالية. كما استعمل الباحثان مؤشرات قياس نوعية المؤسسات المقدمة من قبل Kaufmann et al (1999) و المتمثلة في: إبداء الرأي والمشاركة والمساءلة، الاستقرار السياسي وغياب العنف، فعالية الحكومة، نوعية التنظيم أو جودة التشريع، سيادة القانون، مكافحة الفساد. وباستخدام تقنية GMM للتقدير وعينة من 63 دولة متقدمة ونامية خلال الفترة 1996-2004، بينت النتائج أن نوعية المؤسسات تعزز التطور المالي، خصوصاً تطور القطاع البنكي. وبصفة خاصة سيادة القانون والاستقرار السياسي وفعالية الحكومة تلعب دوراً حيوياً في تعزيز تطور القطاع المالي، بينما مؤشر تطور سوق الأوراق المالية لا يتأثر بنوعية المؤسسات. كما أن فعالية نوعية المؤسسات على التطور المالي يعتمد على نوع المؤسسات³.

¹ Badi H. Baltagi, Panicos O. Demetriades, Siong Hook Law (2009), Financial Development And Openness: Evidence From Panel Data, Journal Of Development Economics, Vol 89, 2009, Pp 285-296.

² Charles Amo Yartey (2008), The Determinants Of Stock Market Development In Emerging Economies: Is South Africa Different?, Imf Working Paper.

³ Siong Hook Law, W.N.W. Azman-Saini (2008), The Quality Of Institutions And Financial Development, Mpra Paper No. 12107.

- دراسة **Anayiotos and Toroyan (2009)** اللذان قدما ورقة بحثية حاولا من خلالها تقييم آثار العوامل المؤسساتية معينة على تطور القطاع المالي في إفريقيا جنوب الصحراء وقد تم تطبيق Data Envelopment Analysis لتحديد مدى تأثير هذه المؤسسات في القطاع المالي. وقد أشارت النتائج إلى أن العوامل المؤسساتية تؤثر على العمق المالي والحصول على الخدمات المالية.¹
- دراسة **Girma and Shortland (2008)** بهدف تقييم أثر النظام السياسي والأصل القانوني على التطور المالي، وذلك باستعمال ثلاث مؤشرات لقياس التطور المالي: الائتمان للقطاع الخاص إلى GDP، رأسملة سوق الأوراق المالية إلى GDP، حجم التبادل في سوق الأوراق المالية. أما المتغيرات السياسية تم الحصول عليها من (Marshall et al 2003) the policy IV database. وباستخدام بيانات panel لمجموعة من الدول المتقدمة والنامية للفترة 1975-2000، بينت النتائج أن درجة الديمقراطية والاستقرار السياسي هي عوامل مفسرة قوية في تحديد سرعة التطور المالي.²
- دراسة **Law and Habibullah (2009)** اللذان حاولا إلقاء الضوء على تأثير نوعية المؤسسات، الانفتاح التجاري، و التحرير المالي على تطور الأسواق المالية باستعمال بيانات من 27 اقتصادية (G7، أوروبا، شرق آسيا وأمريكا اللاتينية) خلال الفترة 1980-2001. وقد تم استعمال الائتمان الخاص المقدم من قبل القطاع البنكي كمؤشر لتطور القطاع البنكي ورسملة سوق الأوراق المالية كمؤشر لتطور سوق الأوراق المالية. أما مؤشرات قياس نوعية المؤسسات فتم الحصول عليها من خلال جمع مؤشرا ICRG: الفساد، سيادة القانون، نوعية البيروقراطية، تنصل الحكومة من العقود، خطر المصادرة. وقد بينت النتائج أن نوعية المؤسسات تلعب دور مهم في تحديد التطور المالي.³

¹ George C. Anayiotos, Hovhannes Toroyan (2009), Institutional Factors And Financial Sector Development: Evidence From Sub-Saharan Africa, Imf Working Paper.

² Sourafel Girma, Anja Shortland (2004), The Political Economy Of Financial Development, Working Paper N° 04/21, University Of Leicester, October 2004 .

³ Siong Hook Law , Muzafar Shah Habibullah (2009), The Determinants Of Financial Development: Institutions, Openness And Financial Liberalisation, South African Journal Of Economics, Vol 77, Pp 45-58.

2. الإطار المؤسسي، التطور المالي والنمو الاقتصادي:

- دراسة **Levine (1998)** الذي بحث العلاقة بين النظام القانوني و التطور البنكي وأثرهما على نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل، نمو مخزون رأس المال ونمو الإنتاجية. وذلك باستعمال عينة من 42 دولة خلال الفترة 1976-1993، وثلاث متغيرات لقياس البيئة القانونية و هي:
- حقوق الدائنين **Creditor Rights**: الذي يقيس قدرة البنوك على إقناع الشركات على تسديد قروضهم و التي تختلف باختلاف الأنظمة القانونية المحلية. فالنظم القانونية تختلف من حيث ضمان حقوق البنوك في استعادة الضمانات أو تصفية الشركات في حالة التخلف عن السداد. ومن حيث حقوق البنوك في إزالة المديرين الحاليين أثناء إعادة تنظيم و هيكلة الشركات ومن حيث إعطاء الأولوية للدائنين المضمونين نسبة إلى المطالبين الآخرين في حالة إفلاس الشركات. وقد استعمل الباحث أربع مؤشرات لقياس حقوق الدائنين.
 - الإنفاذ **Enforcements**: الذي يقيس كفاءة النظام القانوني في إلزام إنفاذ وتطبيق العقود بحذافيرها.
 - أصل القانون **Legal Origin**: والذي يشير إلى نوع القانون سواء كان النظام القانوني ذو أصل فرنسي، انجليزي، ألماني أو اسكنديناوي.

كما استعمل الباحث مؤشر تطور القطاع البنكي الذي تم بناءه من قبل **Levine and Zervos (1998)**، **BANK** والذي يساوي قيمة القروض المقدمة من قبل البنوك التجارية وغيرها من بنوك الودائع للقطاع الخاص مقسوم نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. وقد استعمل الباحث المحددات القانونية للتطور البنكي كمتغيرات مساعدة لمؤشر **BANK**. وقد بينت النتائج بأن البلدان التي تحمي أنظمتها القانونية حقوق الدائنين وتضمن تنفيذ العقود بدقة وصرامة استطاعت تطوير أنظمتها البنكية بشكل أكبر وأفضل من البلدان التي لا تعطي قوانينها أولوية كبيرة للدائنين وتتساهل في تنفيذ العقود كما أن المكون الخارجي للتطور البنكي يرتبط إيجابا وبقوة مع نمو نصيب الفرد من الناتج، تراكم رأس المال المادي ونمو الإنتاجية¹.

- دراسة **Levine (1999)** بهدف بحث كيفية تأثير البيئة القانونية على التطور المالي وكيف أن هذا الأمر بدوره يرتبط بالنمو الاقتصادي طويل الأجل. وذلك باستخدام عينة تتكون من 77 دولة خلال الفترة 1960-1989 ومؤشرات التطور المالي المستعملة من قبل **King and Levine (1993)**، ومؤشرات

¹ Ross Levine (1998), The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 30, N°3, p 596-613 .

قياس البيئة القانونية الممثلة في حقوق الدائنين، إنفاذ العقود والإفصاح عن المعلومات كمتغيرات مساعدة. وقد بينت النتائج بأن الوسطاء الماليين يتطورون بشكل أفضل في البلدان ذات النظم القانونية والتنظيمية الأكثر تطوراً (أي تلك التي تعطي أولوية عالية للدائنين، تضمن إنفاذ العقود بدقة، تعزز إعداد التقارير المالية الشاملة و الدققة من قبل الشركات). كما بينت النتائج بأن المكون الخارجي لتطور الوساطة المالية -الذي تحدده البيئة القانونية و التنظيمية- يرتبط إيجابياً بالنمو الاقتصادي. وبالتالي فإن التغيرات التي قد تطرأ على البيئة القانونية و التنظيمية والتي تعزز تطور الوساطة المالية تسرع النمو الاقتصادي على المدى الطويل¹.

➤ دراسة **Levine et al (2000)** التي حاول الباحثون من خلالها تقييم ما إذا كان تطور الوساطة المالية يؤثر على النمو الاقتصادي وما إذا كانت الاختلافات بين الدول في النظم القانونية والمحاسبية (حقوق الدائنين، تنفيذ العقود والمعايير المحاسبية) تفسر الاختلافات في مستويات التطور المالي في هذه الدول. وذلك باستخدام مقاطع عرضية لعينة من 71 دولة خلال الفترة 1960-1995، وباستخدام المؤشرات الثلاث للنظم القانونية والتنظيمية المستخدمة من قبل LLSV (1998) والمتمثلة في: الحقوق القانونية للدائنين، إلزام إنفاذ العقود ومستوى المعايير المحاسبية للشركات، وثلاث مؤشرات للتطور المالي وهي:

- الخصوم السائلة: والذي يساوي الخصوم السائلة للنظام المالي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويعتبر هذا المؤشر كمقياس للعمق المالي، أي الحجم الكلي لقطاع الوساطة المالية.
- نسبة أصول البنوك التجارية مقسوم على أصول البنوك التجارية زائد البنك المركزي.
- الائتمان الخاص: يساوي قيمة القروض الممنوحة من قبل الوسطاء الماليين للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعزل هذا المؤشر الائتمان الممنوح للقطاع الخاص عن الائتمان الصادر للحكومات، الوكالات الحكومية والمؤسسات العمومية كما أنه يستثني الاعتمادات الصادرة عن البنك المركزي.

وقد بينت النتائج بأن البلدان التي تتوفر على قوانين تعطي الأولوية للدائنين، والنظم القانونية التي تفرض بدقة وصرامة تنفيذ العقود و المعايير المحاسبية ذات جودة عالية، تميل إلى تكوين وسطاء ماليين أكثر تطوراً. كما بينت النتائج بأن تطور الوساطة المالية يرتبط إيجابياً مع النمو الاقتصادي وأن الاختلافات بين الدول في الأنظمة القانونية و المحاسبية تساعد في تفسير الاختلافات في مستويات التطور المالي في هذه الدول. و بالتالي فإن

¹ Ross Levine (1999), Law, Finance and Economic Growth, Journal of Financial Intermediation, Vol 8 , p 8-35.

الإصلاحات القانونية و المحاسبية التي تعزز حقوق الدائنين ، إنفاذ العقود وتحسين المعايير المحاسبية يمكن أن تعزز التطور المالي و تسرع النمو الاقتصادي¹.

- دراسة **Demetriades and Law (2006)** التي استخدم فيها بيانات Panel لـ 72 بلدا خلال الفترة 1978-2000 وتقنية PMG للتقدير. حيث تم تقسيم العينة إلى ثلاث مجموعات: عالية، متوسطة ومرتفعة الدخل وذلك حسب تصنيف البنك العالمي. كما استعمل الباحثان مقياسين للنمو هما الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد الواحد، تكوين رأس المال الإجمالي الحقيقي، إجمالي القوة العاملة. وثلاث مؤشرات للتطور المالي وهي: الخصوم السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع المصرفي نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي. والمؤشرات الخمسة المستعملة من قبل Knack and Keefer (1995) لقياس البيئة المؤسسية² وهي:
- الفساد Corruption: وهو مؤشر يعكس احتمال أن المسؤولين سيطالبون بدفع غير قانوني أو سيستعملون مناصبهم وسلطتهم ونفوذهم لمصلحتهم الخاصة.
 - سيادة القانون Rule of Law: الذي يكشف عن مدى استعداد المواطنين لقبول المؤسسات التي أنشأت لتحقيق وتطبيق القانون ولفصل في النزاعات.
 - نوعية البيروقراطية Bureaucratic Quality: يقيس هذا المؤشر الاستقلال عن الضغوط السياسية.
 - فسخ و تنصل الحكومة من العقود Government Repudiation of contracts: الذي يصف خطر تعديل العقود بسبب تغير أولويات الحكومة.
 - خطر نزع الملكية (المصادرة) Risk of Expropriation

وقد بينت النتائج بأن التطور المالي يكون له أثر أكبر على النمو الاقتصادي عندما يعمل النظام المالي ضمن إطار مؤسسي سليم، وخاصة بالنسبة للبلدان الفقيرة، حيث أن ضخ المزيد من التمويل قد يفشل في تحقيق نمو اقتصادي أكبر إذا كانت جودة المؤسسات منخفضة. إذ أنه في الدول الفقيرة إدخال تحسينات في نوعية المؤسسات من المتوقع أن تحقق آثار مباشرة أكبر من التطور المالي نفسه، كما أنها تأثر إيجابيا بشكل غير مباشر من

¹ Ross Levine, Norman Loayza, Thorsten Beck (2000), Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes , Journal of Monetary Economics, Vol 46 , p 31-77.

² المؤشرات الثلاث الأولى تأخذ قيم تتراوح بين 0 و 6، أما المؤشر الرابع والخامس يأخذ قيم من 0 إلى 10 حيث أن القيم العالية يعني توفر مؤسسات أفضل والعكس صحيح (القيم العالية تعكس حماية حقوق الملكية و العقود).

خلال النظام المالي خاصة عندما يكون هذا الأخير قادر على توفير كميات أكبر من القروض إلى القطاع الخاص. كما بينت النتائج بأن التطور المالي يكون أكثر فعالية في تحقيق نمو إضافي في البلدان متوسطة الدخل وخاصة في ظل وجود مؤسسات ذات جودة عالية، وتحسين نوعية المؤسسات يحقق النمو أكبر عندما يتوفر نظام مالي أكثر تطوراً. بينما تأثير التطور المالي على النمو في البلدان ذات الدخل المرتفع يكون أقل مما هو عليه في البلدان متوسطة الدخل ولكن حتى في هذه الدول الآثار الإيجابية للتمويل تكون أكبر بوجود مؤسسات مالية ذات جودة عالية، وتحسين نوعية المؤسسات في هذه البلدان تكون لها فوائد فقط في ظل وجود نظام مالي أكثر تطوراً. وعليه ففي ظل وجود جهاز مالي متطور ومؤسسات مالية ذات جودة عالية التفاعل بين هاذين الأخيرين يكون له آثار أكبر على النمو الاقتصادي¹.

➤ دراسة **Hasan, Wachtel and Zhou (2009)** حاول الباحثون من خلالها استعراض التطورات المؤسسية في الصين منذ بداية الإصلاحات و دراسة أثر هذه التطورات على النمو الاقتصادي. وقد اعتمد الباحثان عينة Panel لـ 31 مقاطعة في الصين خلال الفترة 1986-2003. و معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي السنوي للفرد في المقاطعة كمتغير تابع. أما من أجل قياس تطور القطاع المالي فقد استعمل الباحثون مؤشرا وهما:

- عمق القطاع المصرفي: الذي يتمثل في نسبة مجموع القروض المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- مؤشر نشاط الأسواق المالية والمتمثل في نسبة إصدار الأسهم وسندات الشركات الغير مالية (طويلة وقصيرة الأجل) إلى الناتج المحلي الإجمالي. بمعنى أن إصدار الأسهم وسندات الشركات تقيس حجم نشاط أسواق رأس المال وهذه النسبة أيضا ترصد درجة تطور المؤسسات المالية مثل بنوك الاستثمار، شركات المحاسبة...

أما بالنسبة لمؤشرات الإطار المؤسسي فهي:

- حجم القطاع الخاص (the size of the private sector) من أجل قياس تأثير الخصخصة على النمو وقياس مدى حماية حقوق الملكية، ويتم قياس حجم القطاع الخاص من خلال نسبة إجمالي الاستثمار الثابت للقطاع الخاص إلى إجمالي الاستثمار الثابت الكلي.

¹ Panicos Demetriades, Siog Hook Law (2004), Finance , Institutions and Economic Growth, Working Paper, University of Leicester, N° 04/5.

- سيادة القانون (rule of law): وجود المهنيون القانونيون the presence of legal professionals كمؤشر عن كل من نوعية الإجراءات القانونية و سيادة القانون، وذلك من خلال قياس عدد المحامين لكل 10.000 نسمة. زيادة هذا العدد يعتبر مؤشر عن تطوير المؤسسات القانونية وآليات إنفاذ العقود وهذا دليل على تعزيز المسائلة والحد من الفساد.
- مؤشر الوعي بحقوق الملكية (awareness of property rights) يتمثل في نسبة عدد طلبات تسجيل العلامة التجارية المحلية إلى عدد الشركات، و يقيس هذا المؤشر كلا من الوعي بحقوق الملكية ودرجة تطور حماية حقوق الملكية المرتبط بالمؤسسات في كل مقاطعة. حيث أن الزيادة في وضع علامات التجارة يعكس الثقة في الحفاظ على حقوق الملكية و الرغبة في الدفاع عنها.

أما من اجل قياس التعددية الحزبية فقد استخدم الباحث:

- مقياس للتعددية (relative pluralism): يتمثل في نسبة الأعضاء الغير حزبية في مجلس نواب الشعب في المقاطعة نسبة إلى إجمالي أعضاء مجلس النواب الشعبي الوطني.
- كما استخدم الباحثون ثلاث متغيرات مفسرة أخرى للنمو و المتمثلة في:
- لوغاريتم نصيب الفرد الابتدائي من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
- نسبة الالتحاق بالمدارس الثانوية لقياس تأثير استثمار رأس المال البشري على النمو.
- نسبة الصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لانفتاح الاقتصاد المحلي.

وبالاعتماد على تقنية العزوم المعممة GMM للتقدير، بينت النتائج أن التطور المؤسساتي يلعب دورا قويا في تعزيز النمو الاقتصادي وذلك باستعمال الجوانب الثلاث لقياس تطور المؤسسات أي: تطور القطاع المالي، تطور المؤسسات القانونية و إدخال التعدادات السياسية. حيث أن الجانب الأول و من خلال استخدام مؤشر العمق المالي تبين النتائج بأن فقط عمق الأسواق المالية لديه تأثير قوي على النمو في حين اثر الائتمان المصرفي ضعيف وفي بعض الأحيان سلبي. أما الجانب الثاني وباستخدام مقياس حجم القطاع الخاص في الاقتصاد الذي يؤثر بشكل كبير على النمو و يعكس درجة حماية حقوق الملكية الخاصة ونزاهة النظام القضائي، ومؤشر إدراك حقوق الملكية و سيادة القانون الذي يبين إلى أي مدى المؤسسات توفر حماية كافية لحقوق الملكية وتوفر الآليات التي تعزز المسائلة والحد من الفساد، فإن النتائج أظهرت تأثير ضعيف لمؤشرات تطور المؤسسات على النمو. أما الوجه الثالث والمتمثل في تطوير المؤسسات السياسية والذي يقاس من خلالها التعددية السياسية فقد بينت النتائج أنه

يرتبط إيجاباً مع النمو. وعموماً فقد بينت النتائج أن تطوير المؤسسات يرتبط بقوة مع النمو الاقتصادي، كما تم العثور على معدلات نمو أعلى في المناطق التي تتميز أكثر بسيادة القانون والوعي بحماية حقوق الملكية الخاصة، أسواق رأس مال أكثر نشاطاً و بيئة سياسية أكثر انفتاحاً¹.

➤ دراسة **Compon and Giedeman (2011)** التي حاولا من خلالها التحقق من إذا كان مستوى التطور المؤسساتي يؤثر على العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات المقاطع العرضية والسلسلة Panel لعينة من 90 دولة خلال الفترة 1970-2004. وأربع مؤشرات للتطور المالي: الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، الخصوم السائلة إلى GDP، معدل الدوران، رسملة السوق. وخمس مؤشرات لقياس نوعية وجودة المؤسسات: مؤشر إنفاذ العقود، مؤشر لقياس الفساد، مؤشر سيادة القانون، مؤشر لقياس نوعية البيروقراطية، كما قام الباحثان بتطوير مؤشر كلي خامس لقياس نوعية المؤسسات يجمع بين كل من مؤشر سيادة القانون ومؤشر الفساد و مؤشر نوعية البيروقراطية. أما النمو الاقتصادي فتم قياسه من خلال الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد الواحد. كما تم إضافة مجموعة من المتغيرات الأخرى المفسرة للنمو: التعليم، الانفتاح التجاري، الإنفاق الحكومي والتضخم. وقد اعتمد الباحثان نموذجين: نموذج باستعمال المقاطع العرضية وطريقة المتغير المساعد ومنهجية OLS للتقدير ونموذج Panel وتقنية GMM للتقدير.

وقد بينت النتائج أن الأثر الإيجابي للبنوك على النمو يتقلص عندما تتوفر المؤسسات متطورة وتعمل بشكل أفضل، بينما أثر الأسواق المالية على النمو لا علاقة له مع مستوى تطور المؤسسات. وقد فسّر الباحثان هذه النتائج بأنها تدل على أن البنوك والمؤسسات بدائل لبعضهم البعض في عملية النمو بينما الأسواق المالية والمؤسسات مستقلان عن بعضهما في تأثيرهما على النمو. وقد ربط الباحثان نتائجهما إلى فكرة أن البنوك من خلال قدرتها على تقديم وظائف معينة مثل تخفيض تكاليف المعاملات توفير آليات إنفاذ العقود وزيادة المعلومات تحفز أنشطة النمو ويمكن أن تعمل كبديل للعديد من المميزات التي تقدمها المؤسسات ذات الأداء الجيد، بينما الأسواق لا توفر الخدمات التي تقدمها المؤسسات².

¹ Iftekhar Hasan, Paul Wachtel, Mingming Zhou (2009), Institutional Development, Financial Deepening and Economic Growth: evidence from China, Journal of Banking & Finance, Vol 33, 2009, p 157-170.

² Ryan A. Compton, Daniel C. Giedeman, Gary A. Hoover (2011), Panel evidence on economic freedom and growth in the United States, European Journal of Political Economy, Vol 27, Issue 3, September 2011, Pages 423-435.

خلاصة:

من خلال الدراسات التجريبية السابقة التي استعرضناها و التي تناولت موضوع تأثير نوعية المؤسسات على العلاقة تمويل-نمو، نلاحظ أن النتائج المتوصل إليها أكدت على أنه بالفعل مستوى التطور المؤسسي يؤثر على العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وأن توفير الإطار المؤسسي المناسب يعتبر شرط مسبق للتطور المالي وللعلاقة الايجابية بين التمويل والنمو.

خاتمة الفصل:

من خلال الدراسات التجريبية السابقة تبين وجود نتائج متضاربة حول طبيعة أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي، كما انقسمت الدراسات حول اتجاه العلاقة السببية بين التمويل والنمو إلى مؤيد لفرضية "العرض القائد" التي تؤكد على التأثير الايجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي وبين مساند لفرضية "الطلب التابع" التي تؤكد على أن التمويل يلي النمو، بينما بينت دراسات أخرى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو.

كما توصلت الدراسات حول أثر طبيعة الهيكل المالي (القائم على الأسواق، والقائم على البنوك)، إلى أن أهمية كل من البنوك والأسواق في تمويل التنمية، إلا أن البنوك تعتبر ممول أفضل للنمو في الدول النامية، بينما في المقابل يمكن للأسواق توفير تمويل أفضل في الاقتصاديات المتقدمة، واعتبر هؤلاء أن نوعية الخدمات المالية المقدمة من قبل البنوك والأسواق، والإطار القانوني والمؤسسات هو الذي يفسر الاختلافات بين الدول في مستويات التطور المالي والمساهمة في النمو.

في الوقت الذي اعتبرت فيه دراسات أخرى أن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي هي علاقة غير خطية وأن طبيعة ودرجة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي تعتمد على مستوى التطور المالي ومستوى النمو الاقتصادي للبلد نفسه (أثر العتبة). حيث أن التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي في الدول متوسطة الدخل بشكل أفضل مقارنة بالدول المنخفضة الدخل والمرتفعة الدخل.

كما ظهرت حديثا العديد من الدراسات التي أكدت على أن تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في دولة معينة يتوقف على البيئة والإطار المؤسسي في تلك الدولة والتي تعتبر كشرط لتطور القطاع المالي ولتأثيره الايجابي على النمو الاقتصادي.

ويمكن إيعاز هذا الاختلاف في النتائج التي توصلت إليها الدراسات التجريبية السابقة بالأساس إلى:

- الاختلاف في فترات الدراسة
- الاختلاف في عينات الدول المدروسة: حيث قام بعض الباحثين بانجاز دراساتهم باستخدام عينة من الدول النامية فيما اعتمد آخرون على عينة من الدول المتقدمة، مما أدى إلى اختلاف النتائج المتحصل عليها.

– الاختلاف في تقنيات الاقتصاد القياسي المعتمدة في الدراسة، والبيانات الاقتصادية حيث اعتمدت دراسات على سلاسل زمنية، واعتمدت دراسات أخرى على مقاطع عرضية فيما نجد أن غالبية الدراسات الحديثة أصبحت تستعمل بيانات البانل.

– الاختلاف في المؤشرات المستخدمة لقياس درجة التطور المالي، حيث اعتمدت دراسات على مؤشرات تقيس تطور القطاع المصرفي فقط، فيما اعتمدت دراسات أخرى على مؤشرات تقيس كل من تطور القطاع المصرفي والأسواق المالية.

إلا أنه ومع ذلك فإن أغلب هذه الدراسات أظهرت تأثير إيجابي قوي للتطور المالي على النمو الاقتصادي.

الفصل الثالث:

دراسة قياسية باستخدام

بيانات البانل لمجموعة

من الدول النامية

مقدمة الفصل:

تزايدت خلال العقدين السابقين عدد الدراسات التجريبية التي حاولت بحث العلاقة بين التمويل والنمو باستخدام مختلف مؤشرات تطور القطاع المالي (المصارف والأسواق المالية) ومختلف طرق الاقتصاد القياسي، وبالرغم من اختلاف النتائج المتوصل إليها إلا أن أغلب هذه الدراسات أكدت على وجود تأثير إيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي من بينها الدراسات المقدمة من قبل King and Levine (1993)، Atje and Jovanovic (1993)، Demirguc- Chistopoulos and Tsionas (1998)، Levine and Zervos (1998)، Kunt and Maksimovic (2004). كما سلط عدد كبير من الأدبيات الضوء على أهمية المؤسسات وعلى وجه الخصوص النظام القانوني في تعزيز التطور المالي وبالتالي النمو الاقتصادي.

انطلاقاً من الأدبيات النظرية التي قمنا بعرضها في الفصل الأول من هذا العمل والدراسات التجريبية السابقة التي تم سردها في الفصل الثاني، سنحاول من خلال هذا الفصل القيام بدراسة قياسية لتأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي بوجود شرط الإطار المؤسسي، باستخدام عينة Panel لـ 25 دولة خلال الفترة 1989-2014. وباستخدام مؤشرين لقياس تطور النظام المصرفي وهما حجم الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص ونسبة النقود وأشباه النقود إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي GDP، ومؤشرين لقياس تطور الأسواق المالية وهما رسملة البورصة وحجم التداول في السوق. وسنعمد على مختلف اختبارات خصائص بيانات السلة Panel، بما في ذلك اختبار التجانس، اختبارات السكون واختبارات التكامل المشترك. ثم في المرحلة الثانية سنقوم بتقدير أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي، و من ثم أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي بوجود شرط الإطار المؤسسي، وذلك باستعمال منهجية العزوم المعممة GMM المناسبة لتقدير نماذج Dynamic Panel.

I. عموميات حول الأوضاع الاقتصادية و التطورات المالية في الدول النامية:

ينقسم العالم إلى بلدان متقدمة غنية تضم أقل من خمس سكان العالم وتستولي على حوالي ثلثي الدخل العالمي وبلدان متخلفة فقيرة تضم حوالي ثلثي سكان العالم ويقل نصيبها عن سبع الدخل العالمي وتتوسط هاتين المجموعتين مجموعة أخرى من البلدان متوسطة الدخل تضم أقل من سبع سكان العالم وتختص بما لا يقل عن خمس الدخل العالمي. وقد عانت الدول النامية من الاستعمار لسنوات طويلة، والذي تسبب في حالة التخلف الذي تعيشه هذه الدول، فبالرغم من كافة الإصلاحات التي باشرتها هذه الدول بعد استقلالها، في محاولة منها للخروج من حالة التخلف الاقتصادي التي تعيشها إلا أنها لا تزال تعاني من انخفاض معدلات نموها وتخلف قطاعاتها المالية.

وقبل الشروع في دراستنا القياسية سنحاول من خلال هذه الجزء من الدراسة عرض مختلف التطورات الاقتصادية والمالية في الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة.

1. الخصائص الاقتصادية والمالية للدول النامية:

بالرغم من الاختلافات بين الدول النامية إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص الاقتصادية والمالية. حيث يمكن وصف الاقتصاد المتخلف بأنه اقتصاد منتج بالدرجة الأولى للمواد الأولية وأنه اقتصاد تابع وذو إنتاجية ودخل منخفضان، كما يتميز بأن موارده الإنتاجية هي عموماً غير مستغلة استغلالاً كفوفاً وتاماً وأن رأسماله الإنتاجي الحقيقي محدود جداً.

1.1. الخصائص الاقتصادية:

من الناحية الاقتصادية يمكن القول أن الدول النامية عموماً تتميز بما يلي:

- **التبعية الاقتصادية:** حيث أن المتتبع لاقتصاديات الدول النامية وعلاقتها الاقتصادية الخارجية، يلاحظ أنها لا تزال تقع تحت مراقبة وسيطرة الاحتكارات الأجنبية.
- **سوء تركيبة وضعف الهيكل الاقتصادي:** حيث يتميز الهيكل الاقتصادي للدول النامية بالاختلال في تركيبته الاقتصادية، إضافة إلى ضعفه ومحدودية تنوعه.
- **انخفاض مستوى الإنتاجية:** حيث تتميز الدول النامية بانخفاض مستوى الإنتاجية والتي تقاس من خلال إنتاجية الوحدة الواحدة من عناصر العملية الإنتاجية، سواء بالنسبة إلى رأس المال، الأرض، أو العمل وفي مختلف القطاعات.

- ندرة رأس المال وسوء استخدامه: باستثناء الدول البترولية، وأن نصيب الفرد من رأس المال منخفض جدا مقارنة بما هو عليه في الدول المتقدمة، هذا إضافة إلى أن رأس المال المتوفر لا يستخدم بطريقة عقلانية.¹
- ضعف أداء القطاع الصناعي: تتميز الدول النامية بارتفاع مساهمة المنتجات الأولية كالزراعة والصناعات الاستخراجية في إجمالي الناتج المحلي للدول النامية، وضعف كبير في قطاع الصناعة وكل ما يتعلق بالتكنولوجيا الحديثة.
- اختلال هيكل الصادرات: حيث تعتمد صادرات هذه الدول في كثير من الحالات على سلعة واحدة أو عدد محدود من السلع الأولية، وهذا ما يجعل اقتصاد الدول النامية عرضة للكثير من الأزمات الناتجة عن تقلبات أسعار السلع الأولية في الأسواق الدولية.²
- ارتفاع نسبة مديونيتها الخارجية: وذلك نتيجة اعتمادها بشكل كبير على القروض الخارجية لأغراض تمويل الإنفاق الداخلي وبناء البنية التحتية.

2.1. الخصائص المالية والمصرفية:

يمكن تلخيص الخصائص المالية للدول النامية كما يلي:

- يتميز القطاع المالي في الدول النامية بضعف أدائه وقدرته على حشد و تعبئة وتوجيه الموارد المالية، حيث تعاني هذه الدول من التفاوت بين حجم المدخرات اللازمة لتمويل الاستثمارات و بين الحجم الفعلي المتاح من المدخرات، وهذا نتيجة ضعف وقصور ميكانيزمات تعبئة الموارد المالية من القطاعات الاقتصادية التي تتميز بوجود فوائض مالية غير مستغلة إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية اللازمة لتمويل استثماراتها. هذا إضافة إلى السياسات الاقتصادية التي اتبعتها هذه الدول والتي أسهمت إلى حد بعيد في تحقيق العديد من الاختلالات الاقتصادية، أهمها سياسات التدخل الحكومي والتي تظهر من خلال³:
- ضخامة القطاع العام سواء كان في شكل مشروعات تمتلكها الدولة أو مشروعات مشتركة مع القطاع الخاص.
- تحديد أسعار المدخلات والمخرجات وفرض سياسات التوظيف الإجباري على المشروعات العامة.
- القيود و اللوائح المفروضة على جميع الأسواق بما فيها أسواق المال.

¹ حيازة عبد الله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2014، ص 30-34.

² علام عثمان، تمويل التنمية في الدول الإسلامية: حالة الدول الأقل نموا، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2014، ص 07-08.

³ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص 401.

- جمود النظم الضريبية وتعقدها وارتفاع أسعار الضرائب وتعدد أشكالها مما تسبب في الركود الذي تعاني منه الدول النامية.
- هروب المدخرات خارج البلدان النامية نتيجة عدم الاستقرار السياسي وعدم واقعية أسعار الصرف ومعدلات الفائدة الحقيقية السلبية، وارتفاع معدلات التضخم وأسعار الضرائب، مما تسبب في تراجع المدخرات الفعلية عن المدخرات الممكنة.
- كما أن المشكلة المالية الأساسية التي تواجه الدول النامية والمتمثلة في قلة الموارد المالية اللازمة لتمويل عملية التنمية، والتي يعد السبب الأساسي فيها انخفاض الدخل الفردي في هذه الدول. هذا إضافة إلى الاستغلال الغير كفؤ لهذه الادخارات مما يعيق تراكم رأس المال الذي يعتبر عنصر رئيسي من عناصر التنمية.
- كما تتميز الدول النامية بضعف أجهزتها المصرفية وقلة عددها وصغر حجمها، كما أن بعض قطاعاتها الاقتصادية خاصة الزراعية لا تزال منفصلة عن النظام المصرفي، أما فيما يخص الأسواق المالية و النقدية فتكاد تكون معدومة وتعاني من سوء التنظيم، كما يتميز النظام المصرفي في الدول النامية بارتفاع معدلات الفائدة و ذلك وذلك نتيجة ضآلة الموارد المالية وليس بسبب الطلب الكبير على القروض، وبالتالي فإن معدل التراكم في رأس المال ضئيل وغير كاف إلى حد لا يستطيع معه توليد نمو فعال في الدخل والإنتاج.
- كما تتميز أن الدول النامية بارتفاع نسبة العملة في التداول إلى عرض النقد مقارنة بالدول المتقدمة. حيث يمكن قياس التخلف الاقتصادي من خلال تحليل تركيب عرض النقد. فالتوسع في استعمال الأدوات الائتمانية المتقدمة وتسهيلات الإيداع والسحب تعتبر مؤشر جيد لمدى تقدم القطر اقتصاديا، بينما تفضيل العملة الورقية والمسكوكات لأغراض التعامل اليومي يدل على التخلف الاقتصادي.
- كما تتميز الدول النامية بافتقارها إلى أسواق نقدية ومالية منتظمة وواسعة ومتطورة، وعدم تطور العادة المصرفية لدى الجمهور تطورا كافيا، بل تتم المعاملات على أساس الدفع النقدي المباشر.⁴ كما أن المتبع لهيكل النظام المالي في كثير من الدول النامية يلاحظ اعتمادها بشكل كبير على الجهاز المصرفي وفي المقابل تهميشها للأسواق المالية التي تعتبر المصدر الأساسي لرؤوس الأموال الضخمة المستعملة في تمويل التنمية في الدول المتقدمة.

2. أسباب التأخر المالي في الدول النامية:

في تقرير صادر عن صندوق النقد الدولي، حدد أسباب التخلف الاقتصادي من خلال استعراض وضع الأنظمة المالية في البلدان النامية والبلدان السائرة في طريق النمو كما يلي:

⁴ عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص402-404.

ففيما يتعلق بطبيعة الملكية، لعبت المؤسسات المالية المملوكة للدولة دورا هاما في العديد من الدول النامية والبلدان السائرة في طريق النمو، فبالرغم من أن العديد من الدراسات والتقارير الصادرة أكدت على ضعف أداء هذه المؤسسات إلا أنها استمرت في السيطرة على القطاع المالي في هذه الدول.⁵

أما فيما يتعلق بالمودعين، فقد وضح التقرير أن أحد الأسباب الرئيسية لانخفاض الوساطة المالية في العديد من الدول النامية فهو عدم قدرة المؤسسات المالية على تحصيل المدخرات الخاصة بشكل فعال، وذلك راجع إلى العديد من الأسباب أهمها عدم استقرار الاقتصاد الكلي وضعف التنظيم والإشراف على المؤسسات المالية مما أدى إلى انخفاض الطلب على تسهيلات الإيداع، نتيجة فقدان ثقة الجمهور في المؤسسات المالية. هذا إضافة لعدم كفاية تسهيلات الادخار المقدمة من قبل المؤسسات المالية نتيجة عدم قدرة المؤسسات المالية على تقديم خدمات تناسب صغار العملاء.

أما فيما يتعلق بالمقترضين، فنظرا لعدم قدرتها على تعبئة الودائع، لا تقوم المؤسسات المالية في الدول النامية بتقديم إلا قدر ضئيل من القروض للاقتصاد. هذا إضافة إلى المشاكل المرتبطة بنقص المعلومات والقدرات الفعالة مما يضعف قدرة المؤسسات على تقييم المقترضين.

هذا إضافة إلى المشاكل المرتبطة بسوء تنظيم المؤسسات المالية و الإشراف عليها مما شكل عائقا كبيرا أمام تطوير الأسواق المالية في الدول النامية.

3. تطور بعض المؤشرات الاقتصادية في الدول النامية:

شهدت التسعينات من القرن الماضي وبداية الألفية الجديدة سلسلة من أزمات ميزان المدفوعات والأزمات المالية في البلدان النامية، بما في ذلك المكسيك في عام 1994 وبعض أجزاء آسيا في الفترة 1997-1998 والتي امتدت آثارها إلى البرازيل والاتحاد الروسي في عام 2007، وفي تركيا في الفترة 2000-2001، وفي الأرجنتين في الفترة 2001-2002. وعلى الرغم من هذه الأزمات، سجلت البلدان النامية معدل نمو سنوي للناتج المحلي الإجمالي بلغ في المتوسط 4,7% خلال الفترة 1991-2002 وهو ما يتجاوز المعدل الذي حققته الدول المتقدمة بأكثر من نقطتين مؤويتين. وفي الوقت نفسه انخفض متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي للاقتصاديات الانتقالية بنسبة 2,6%، وهو ما يعزى إلى حد كبير للاختيار الاقتصادي فيها في أوائل التسعينات من القرن الماضي. وكان أداء النمو في البلدان النامية خلال الفترة 1991-2002 أعلى من أداء نمو البلدان المتقدمة لعدد من الأسباب التي كان أحدها يتمثل في انتعاشها

⁵ Paul Holden، Vassili Prokopenko (2001)، مرجع سبق ذكره، ص 14-18.

من الركود الاقتصادي المتصل بأزمات الديون التي أثقلت العديد منها في الثمانينات من القرن الماضي، إلى جانب الانخفاض الحاد في أسعار السلع الأساسية.

الجدول رقم (III-1): الأداء المقارن لنمو الناتج (1999-2012) (%)

2012-2008		2007-2003		2002-1991		
الإسهام في النمو العالمي	نمو الناتج (متوسط سنوي)	الإسهام في النمو العالمي	نمو الناتج (متوسط سنوي)	الإسهام في النمو العالمي	نمو الناتج (متوسط سنوي)	
1,7	1,7	3,7	3,7	2,9	2,9	العالم
0,2	0,3	2	2,6	2	2,6	الدول المتقدمة
0,0	1,8	0,2	7,6	-0,1	-2,6	الاقتصاديات الانتقالية
1,4	5,3	1,5	7,0	0,8	4,7	الدول النامية
0,0	5,8	0,0	8,9	0,0	2,6	الأرجنتين
0,1	3,3	0,1	4,0	0,1	2,6	البرازيل
0,6	9,4	0,5	11,6	0,2	10,1	الصين
0,1	7,2	0,1	8,6	0,1	5,9	الهند
0,0	5,9	0,0	5,5	0,0	3,6	اندونيسيا
0,0	1,6	0,1	3,6	0,1	3,1	المكسيك
0,0	2,1	0,0	4,9	0,0	2,3	جنوب إفريقيا
0,0	3,5	0,1	7,3	0,0	3,3	تركيا

المصدر: تقرير التجارة و التنمية (2013)، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، الأونكتاد، جنيف، ص 23.

وخلال الفترة 2007-2003 تسارع نمو الناتج في البلدان النامية والاقتصاديات الانتقالية حتى في الوقت الذي ظلت فيه البلدان المتقدمة تشهد نموا بطيئا نسبيا. حيث تجاوز متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي السنوي في الدول النامية، البلدان المتقدمة وتراوح قيمته بين 4,5% و 5%. وقد أدى اندلاع الأزمة الاقتصادية والمالية إلى تعزيز هذا الاتجاه. وكان تسارع النمو خلال الفترة 2007-2003، مقارنة بالفترة 2002-1991، متباينا بدرجة كبيرة فيما بين البلدان

النامية. فقد كان واضحا في بعض الاقتصاديات مثل الاتحاد الروسي والأرجنتين وتركيا وجنوب إفريقيا والهند، ولكن بدرجة أقل من ذلك بكثير في البرازيل والصين والمكسيك. بل إن جمهورية كوريا سجلت انخفاضا في متوسط معدلات نموها السنوية. وترجع الزيادة الحادة في هذه المعدلات في روسيا والأرجنتين وتركيا إلى العديد من الأسباب من بينها سرعة انتعاش تلك البلدان من الأزمات الحادة التي شهدتها بداية الألفية، والتي تسببت في خسائر كبيرة. وفي الفترة 2011-2012 ازداد سوء أداء النمو تدريجيا في جميع المناطق النامية خاصة البرازيل وتركيا والهند. إلا أنه ومع ذلك بقي مستوى الدخل الفردي يتجاوز مستويات ما قبل الأزمة وذلك بفضل سياسات الاقتصاد الكلي المضادة للتقلبات الدورية الاقتصادية والتي مكنت العديد من الدول النامية من تخفيف أثر الكساد العظيم على اقتصادياتها لفترة من الزمن.⁶

الجدول رقم (III-2): الحصص في الناتج المحلي الإجمالي العالمي (1970-2012)

2012	2010	2007	2005	2000	1995	1990	1980	1970	
60,4	63,7	69,6	73,8	77,0	78,3	78,8	69,6	69,5	الاقتصاديات المتقدمة
3,9	3,3	3,3	2,4	1,2	1,9	3,9	8,5	13,7	الاقتصاديات الانتقالية
35,8	33,0	27,1	23,8	21,7	19,8	17,3	21,6	16,8	الاقتصاديات النامية
0,7	0,6	0,5	0,4	0,9	0,9	0,6	0,6	1,0	الأرجنتين
3,2	3,4	2,4	1,9	2	2,6	1,7	1,6	1,1	البرازيل
11,3	9,4	6,2	5	3,7	2,5	1,8	2,6	2,8	الصين
2,6	2,6	2,2	1,8	1,4	1,2	1,5	1,6	1,9	الهند
1,2	1,1	0,8	0,6	0,5	0,7	0,6	0,7	0,3	إندونيسيا
1,6	1,6	1,8	1,8	2	1	1,3	1,9	1,3	المكسيك
0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,7	0,5	جنوب إفريقيا
1,1	1,1	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	0,8	0,7	تركيا

المصدر: تقرير التجارة والتنمية (2013)، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الأونكتاد، جنيف، ص 25.

⁶ تقرير التجارة والتنمية (2013)، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الأونكتاد، جنيف، ص 23-25.

إلا أنه وبالرغم من ذلك ظلت الدول المتقدمة تشكل القوى المحركة الرئيسية للنمو العالمي، فخلال الفترة 1990-2005 كانت هذه الدول تستأثر بحوالي ثلاث أرباع الناتج المحلي الإجمالي العالمي، بينما تجاوزت مساهمتها في النمو الاقتصادي العالمي 50%، إلا أنها خلال الفترة 2007-2012 لم تسهم سوى بنسبة ضئيلة جدا، حيث من سنة 2010 أصبحت الدول النامية هي أساسا التي تدفع النمو العالمي حيث كانت تستأثر على نحو ثلثي هذا النمو. وكانت حصة الدول المتقدمة في الاقتصاد العالمي تبلغ حوالي 70% في عام 1970، ثم وصلت إلى ما يقارب 80% خلال التسعينات نتيجة انخفاض مساهمة الدول الانتقالية، إلا أنه و مع بداية الألفية و نتيجة للكساد انخفضت حصة البلدان المتقدمة إلى حوالي 60% في سنة 2012. وارتفعت حصة الدول النامية بنسبة 7 نقاط مئوية بين عامي 1970-2005، لتصل إلى أكثر من 35% من الناتج المحلي العالمي سنة 2012.

ولا تزال دول آسيا من المناطق الأشد نشاطا بنمو يناهز 5,5% ومن بين الدول الرئيسية في المنطقة تستمر الصين في الصدارة حيث يقدر معدل نموها بنحو 7,5% في عام 2014 بالاعتماد على الطلب المحلي مع وجود بعض الدلائل الأولية على تزايد دور الاستهلاك الخاص والعام. وازداد معدل نمو الهند حيث يقدر بـ 5,5% نتيجة لزيادة الاستهلاك الخاص و صافي الصادرات، غير أن الاستثمار لا يزال ثابتا. إلا أن النمو بقي ضعيفا في شمال إفريقيا نتيجة لعدم اليقين السياسي والاضطرابات المستمرة في إنتاج النفط، وظل أيضا ضعيفا في جنوب إفريقيا وذلك نتيجة لضعف الطلب المحلي والاضطرابات في قطاع التعدين. بينما سجل عدد من الاقتصاديات الكبيرة في جنوب الصحراء معدلات نمو مرتفعة.

بينما تراجع النمو في أمريكا اللاتينية ومنطقة بحر الكاريبي، حيث قدر بنحو 3%، بعد انتعاش قوي سنة 2010 ويرجع هذا الأداء الضعيف بصورة خاصة إلى بطء النمو في ثلاث اقتصاديات رئيسية وهي الأرجنتين، البرازيل، والمكسيك، حيث فقد الطلب المحلي والذي يعتبر المحرك الرئيسي للنمو بعد الأزمة، زخمه. وأثرت الصدمات المالية الخارجية في منتصف عام 2013 وأوائل عام 2014 أيضا في تلك الاقتصاديات، وأدت إلى إتباع سياسات متشددة على مستوى الاقتصاد الكلي.⁷

⁷ تقرير التجارة و التنمية (2014)، استعراض عام، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة و التنمية، الأونكتاد، جنيف، ص 05-06.

الجدول رقم (III - 3): مقارنة لتطور بعض المؤشرات الاقتصادية بين الدول النامية و الدول المتقدمة

(2014_1997)

معدلات التضخم									
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	97- 2006	
07	1,3	2,6	3,3	1,8	0,8	4.0	2,2	2.1	الاقتصاديات المتقدمة
3.2	4.0	4.9	5.5	4.3	4.1	10.2	6.1	5.1	الاقتصاديات النامية
معدل نمو حجم التجارة (الصادرات) (% التغير السنوي)									
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	97- 2006	
3.3	3.1	2.0	6.3	12.3	- 11.8	2.2	7.5	6.1	الاقتصاديات المتقدمة
3.4	4.6	4.4	7.4	13.6	7.7-	4.4	9.7	8.3	الاقتصاديات النامية
حجم التجارة (الواردات) (% التغير السنوي)									
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	97- 2006	
3.3	2.1	0.9	5.5	11.7	- 12.2	0.5	5.7	6.6	الاقتصاديات المتقدمة
3.7	5.5	6.0	9.8	14.1	7.9-	9.1	15.6	8.1	الاقتصاديات النامية
معدلات التبادل التجاري (% التغير السنوي)									
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	97- 2006	
0,3	0,7	-0,6	-1,7	-0,9	2.8	-2.3	0.1	- 0,2	الاقتصاديات المتقدمة
-0,6	-0,3	0,7	3,6	2	-5,3	3,7	1,9	1,6	الاقتصاديات النامية
إجمالي الناتج المحلي الحقيقي (% التغير السنوي)									
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	97- 2006	
1,8	1,4	1,2	1,7	3,1	-3,4	0,2	2,7	2,7	الاقتصاديات المتقدمة
4.6	5.0	5.2	6.2	7.4	3.1	5.8	8.7	5.5	الاقتصاديات النامية

المصدر: آفاق الاقتصاد العالمي (2015)، نمو غير متوازن عوامل قصيرة الأجل وطويلة الأجل، دراسات استقصائية للأوضاع الاقتصادية والمالية العالمية، صندوق النقد الدولي.

4. التطورات المالية في الدول النامية:

أما بالنسبة للتطورات المالية العالمية فبالرغم من التحسينات التي طرأت على القطاعات المالية في الدول النامية إلا أنه مع ذلك يبقى هذا التطور ضعيف مقارنة بالدول النامية وهذا ما يوضحه الجدول رقم (III-4).

الجدول رقم (III-4): مقارنة للتطور المالي بين الدول النامية و الدول المتقدمة خلال الفترة 2011-

2013 (متوسط)

المؤسسات المالية				
الاستقرار	الفعالية	النفوذ	العمق	
17.5	4.2	86.9	96.1	الدول المتقدمة
14.6	7.5	30.3	35.8	الدول النامية
الأسواق المالية				
الاستقرار	الفعالية	النفوذ	العمق	
18.3	54.7	42.1	92.4	الدول المتقدمة
16.2	20.1	47.9	39.1	الدول النامية

Source: Global Financial Development Report (2015/2016), Long-Term Finance, The World Bank, pp 157-164.

فبالنسبة للمؤسسات المالية يقاس عمقها باستخدام نسبة الائتمان المحلي الخاص الممنوح للقطاع الحقيقي من قبل بنوك الودائع إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، و يقاس نسبة النفوذ إليها بنسبة الأشخاص البالغين (أكثر من 15 سنة) اللذين أفادوا بأن لديهم حساب في مؤسسة مالية رسمية. ويقاس الفعالية بهامش الوساطة المالية (الفرق بين سعر الفائدة على القروض وسعر الفائدة على الودائع). أما الاستقرار فيقاس باستخدام مؤشر Z-score للبنوك التجارية، حيث يقاس هذا المؤشر كما يلي: [العائد على الأصول + (حقوق المساهمين/الأصول)]/[الانحراف المعياري للعائد على الأصول]. حيث يقارن هذا المؤشر بين مخازن النظام المصرفي (العوائد ورأس المال) مع مخاطره (تقلبات العوائد).

أما بالنسبة للأسواق المالية يقاس عمقها برسملة السوق كنسبة من GDP. وتقاس نسبة النفاذ برسملة السوق باستثناء أكبر 10 شركات نسبة إلى إجمالي رسملة السوق. وتقاس الفعالية بالقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة خلال فترة معينة مقسوم على متوسط رسملة السوق خلال نفس الفترة. أما بالنسبة للاستقرار فيقاس بالانحراف المعياري عن مؤشر سوق الأسهم الوطني.

II. الإطار القياسي المتبع في التحليل:

1. تعريف بيانات البائل و أهميتها:

اكتسبت نماذج Panel في الآونة الأخيرة اهتماما كبيرا في الدراسات الاقتصادية ذلك أنها تأخذ بعين الاعتبار اثر تغير الزمن واثار تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء. ويقصد ببيانات Panel المشاهدات المقطعية مثل الدول أو الأسر أو السلع... المرصودة خلال فترة زمنية معينة أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية. ويتفوق تحليل Panel على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها بالعديد من الايجابيات والتي لخصها Hsiao (2003) و Klevmarken (1989) فيما يلي:⁸

- ✓ التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية والذي يؤدي إلى نتائج متحيزة.
- ✓ تتضمن بيانات Panel محتوى معلوماتي أكثر من البيانات المقطعية أو الزمنية وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون اقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، كما تتميز بيانات Panel بعدد اكبر من درجات الحرية وبكفاءة أفضل.
- ✓ تسهم بيانات Panel في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة omitted variables الناتجة عن خصائص المفردات الغير مشاهدة والتي تقود إلى تقديرات متحيزة biased estimates في الانحدارات المفردة.
- ✓ توفر نماذج Panel إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية كما أنها تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية مثل البطالة والفقر.
- ✓ تأخذ في الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ unobserved heterogeneity الخاص بمفردات العينة سواء مقطعية أو زمنية.

2. اختبارات التحديد:

⁸ See :

Cheng Hsiao , Analysis Of Panel Data, Cambridge University Press, Cambridge, 2003 , Pp 01-08.

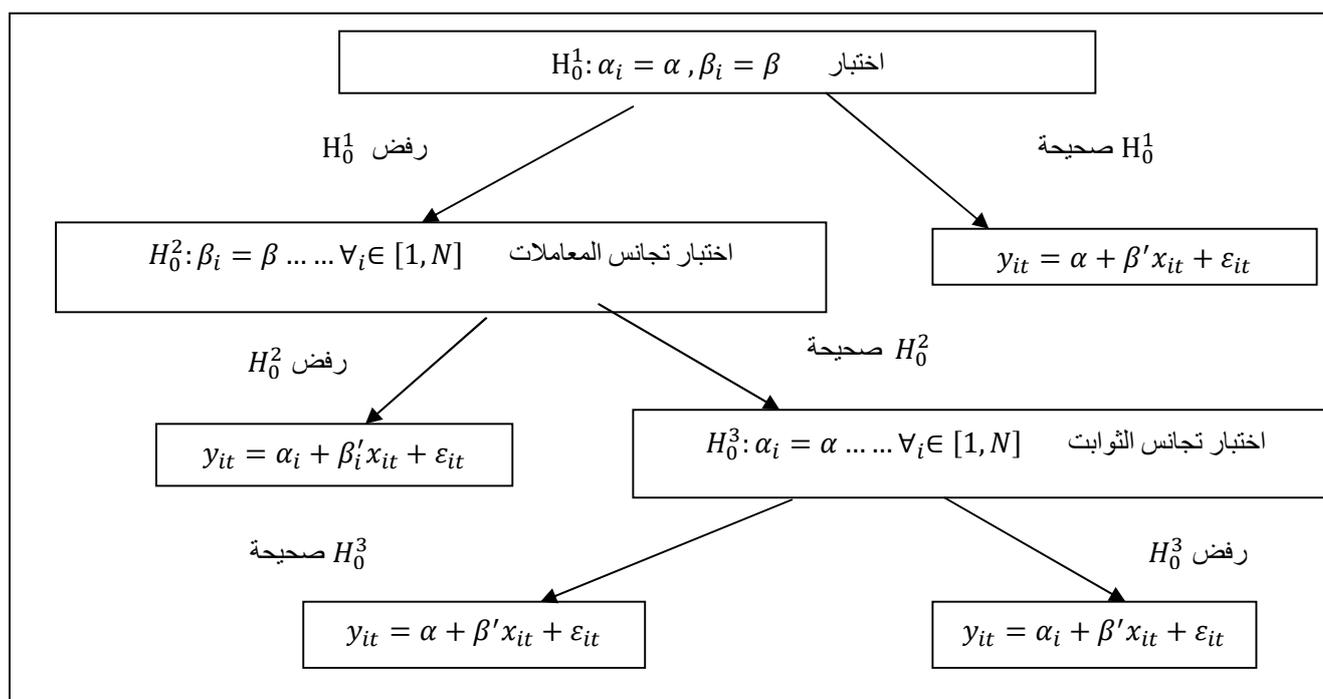
N. Anders Klevmarken , Panel Studies: What Can We Learn From Them? Introduction , European Economic Review , Vol 33 (1989) 523-529.

يوجد العديد من الاختبار في هذا المجال إلا أننا سنتعرض لأهم اختبارين وهما اختبار التجانس Hsiao (1986) لتحديد إمكانية صياغة نموذج البانل، واختبار Husman لتحديد النموذج المناسب (نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية).

1.2 اختبار التجانس لـ Hsiao (1986):

أول خطوة تتمثل في فحص خصوصية التجانس أو عدم التجانس للمسار العام للبيانات، حيث يهدف هذا الاختبار إلى معرفة مدى تجانس معاملات النموذج المقدر لعينة تتكون من T ملاحظة لـ N فردية في المجموعة، وذلك اعتماداً على اختبار التجانس المقدم من قبل Hsiao (1986)، والذي يعتمد على الخطوات الموضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-III) : خطوات اختبار التجانس لـ Hsiao



Sources: Régis Bourbonnais (2015), Économétrie: Cours et exercices corrigés, 9e édition, pp 349.

المرحلة الأولى، اختبار التجانس الكلي: تتمثل الخطوة الأولى في اختبار بنية التجانس العام القائمة على فرضية تطابق الثوابت α وتمائل شعاع المعلمات β ، بحيث⁹:

$$H_0^1: \alpha_i = \alpha , \beta_i = \beta , \forall_i \in [1, N]$$

⁹ Régis Bourbonnais (2015), Op cite, pp 350.

وبالتالي نستخدم إحصائية Fisher ويرمز لها بـ F_1 المقدمة لاختبار التجانس الكلي للنموذج (1) والتي تتبع توزيع Fisher مع $(N-1)(K+1)$ ودرجة حرية $(K+1)(NT-N)$ ، ويتم كتابتها بالصيغة التالية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,C} - SCR_1)/[(N-1)(K+1)]}{SCR_1/[NT - N(K+1)]}$$

بحيث : SCR_1 يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج (1)، و $SCR_{1,C}$ يمثل مجموع مربعات بواقي النموذج

المقيد بـ:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta'_i x_{it} + \varepsilon_{it}$$

أما نتائج هذا الاختبار فيمكن أن تكون:

— قبول الفرضية H_0 للتجانس وبالتالي يتم الحصول على نموذج بانل المتجانس كلياً أي:

$$y_{it} = \alpha + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

— وفي حالة ما إذا تم رفض فرضية العدم تنتقل إلى الخطوة الثانية التي تتمثل في تحديد إذا كان عدم التجانس مصدره المعاملات β .

المرحلة الثانية، اختبار تجانس المعلمات β : تتمثل الخطوة الثانية في اختبار المساواة بالنسبة لكل المفردات لـ K مركبة للأشعة β_i وتعطى بالفرضية العدمية بالصيغة التالية:

$$H_0^2: \beta_i = \beta \dots \dots \forall_i \in [1, N]$$

إذن إحصائية Fisher (F_2) لتجانس المعاملات β تتبع توزيع Fisher مع $(N-1)K$ وعند درجة حرية $(NT-N)(K+1)$ ، بحيث تأخذ الصيغة التالية¹⁰:

$$F_2 = \frac{(SCR_{1,C} - SCR_1)/[(N-1)K]}{SCR_1/[NT - N(K+1)]}$$

بحيث : SCR_1 يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج (1)، و $SCR_{1,C}$ يمثل مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد بـ:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta'_i x_{it} + \varepsilon_{it}$$

¹⁰ Régis Bourbonnais (2015), Op cite, pp 350.

ففي حالة رفض الفرضية H_0 لتجانس المعلمات β يتم إذن رفض بنية نموذج البانل لأنه في هذه الحالة تكون الثوابت α_i متماثلة فقط بين المفردات وتكون بالشكل التالي:

$$y_{it} = \alpha + \beta_i x_{it} + \varepsilon_{it}$$

لذلك يتم تقدير معلمات الأشعة i باستخدام النماذج المختلفة مفردة لمفردة، أما إذا تم قبول فرضية العدم لتجانس المعلمات β فإننا نقوم بالاحتفاظ بالنموذج البانل ونقوم بالبحث في الخطوة الثالثة .

المرحلة الثالثة، اختبار تجانس الثوابت α تعتمد هذه الخطوة على تحديد مساواة الثوابت الفردية في ظل فرضية المعاملات β المشتركة لكل المفردات، بحيث تعطى الفرضية العدمية بالصيغة التالية:

$$H_0^3: \alpha_i = \alpha \dots \dots \forall_i \in [1, N]$$

أما إحصائية Fisher (F_3) لاختبار تجانس الثوابت α فهي تتبع توزيع Fisher مع $(N-1)$ وعند درجة حرية $N(T-1)-K$ وتكتب الصيغة على الشكل التالي¹¹:

$$F_3 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_{1,c'}) / (N - 1)}{SCR_{1,c'} / [N(T - 1) - K]}$$

ففي حالة رفض فرضية العدم H_0 لتجانس الثوابت α نحصل على نموذج البانل مع التأثيرات الفردية ويمثل بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

3.2. اختبار Hausman:

يتم إجراء اختبار Hausman (1978) في حالة وجود اختلاف جوهري بين التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، حيث تنص الفرضية العدمية على عدم وجود هذا الارتباط، بمعنى أن كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية هي الأكثر كفاءة، أي أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS في التقدير. بينما تنص الفرضية البديلة على وجود ارتباط بين الأثر الفردي و المتغيرات المستقلة وبالتالي فإن مقدرة التأثيرات

¹¹ Régis Bourbonnais (2015), Op cite, pp 351.

الثابتة هي فقط المتسقة والأكثر كفاءة، أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم وفي هذه الحالة يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS. وهذا بالرغم من أن أدبيات الاقتصاد القياسي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول¹².

حيث في ظل الفرضية العدمية يتبع هذا الاختبار توزيع كاي تربيع مع درجة حرية $K-1$ أي عدد المتغيرات المستقلة، وبمقارنة القيمة المحسوبة لهذا الاختبار مع القيمة الجدولية، إذا تبين أن القيمة المحسوبة أكبر فهذا يعني أن يتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل أما في الحالة فيتم اعتبار نموذج التأثيرات العشوائية هو المناسب.

3. اختبارات جذر الوحدة و اختبارات التكامل المشترك:

1.3. اختبارات جذر الوحدة:

يمكن تقسيم اختبارات جذر الوحدة الخاصة ببيانات البانل إلى جيلين، حيث يقوم الجيل الأول على فرضية عدم التجانس الفردي أي الاستقلال بين فرديات المجموعة وعدم تجانس معلمات النموذج، بينما تقوم اختبارات الجيل الثاني على رفض فرضية الاستقلال بين الفرديات أي أنه يفترض الارتباط بين الفرديات. ويمكن تلخيص مختلف اختبارات جذر الوحدة لنماذج البانل كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (III-5): اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل

اختبارات الجيل الأول: الاستقلالية بين المفردات	
اختبار Levin and Lin (1993-1992)	نوعية التجانس لجذر الانحدار الذاتي (Autoregressive) تحت الفرضية التعااقبية H_1 :
اختبار Levin , Lin and Chu (2002)	
اختبار Hanis and Tzavalis (1999)	
اختبار Im, Pasaram and Shin (1997، 2002، 2003)	نوعية عدم التجانس لجذر الانحدار الذاتي
اختبار Wu and Maddala (1999)	
اختبار Choi (1999، 2001)	

¹² بدرابي شهيناز (2015)، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية -دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، رسالة دكتوراه، جامعة تلمسان، ص 219-220.

اختبار Hadri (2000)	
اختبار Henin, Jolivaldt and Nguyen (2001)	اختبار تسلسلي أو تعاقبي
اختبارات الجيل الثاني: الارتباط بين المفردات	
اختبار Bai and Ng (2001)	اختبارات معمقة مبنية على أساس نماذج عاملية
اختبار Moon and Perron (2004)	
اختبار Phillips and Sul (2003)	
اختبار Pesaran (2003)	
اختبار Choi (2002)	
اختبار O'connell (1998)	مقاربات و طرق أخرى
اختبار Chang (2002، 2004)	

Source: Christophe Hurlin, Valerie Mignon (2006), Une Synthèse des Tests de Racine Unitaire sur Données de Panel, Economie & prévision 2005/3 (n° 169-170-171), pp 257.

2.3. اختبارات التكامل المشترك:

يمكن تصنيف الأدبيات حول التكامل المشترك الخاص ببيانات السلة إلى مجموعتين:

المجموعة الأولى: تقوم على اختبارات التكامل المشترك لـ Engle and Granger (1987) لرتبة مصفوفة التكامل المتزامن، لأنه في حالة عدم الاستقرارية يمكن لهذه الاختبارات تحديد المتغيرات التي يمكنها التأثير على تطور المتغير التابع، وفي حالة ما إذا كانت العلاقة تحتوي متغيرات غير مستقرة نقوم بالاستدلال الإحصائي على واحد أو أكثر من معلمات النموذج لهذا لا بد من مراعاة وجود علاقة تكامل متزامن وفي هذا المجال قام كل من Pedroni (1995)، Kao (1999) و Bai and Ng (2004) بتعريف علاقات التكامل المشترك على أنها اختبار فرضية جذر الوحدة لبواقي التكامل وهي متشابهة جدا في الجيل الأول والثاني¹³. أما المجموعة الثانية فهي تعتبر أكثر تطورا و هي تلك المقدمة من قبل Johansen (1991) حيث تكون رتبة التكامل المشترك غير معروفة و قد تم تقديمها في أعمال كل من Larsson and Al (2001)، Groen and Kleibergen (2003) و Breitung (2005).

¹³ Peter Pedroni (2004), Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests With An Application to The ppp Hypothesis, Econometric Theory, Vol. 20, pp 597-625.

4. النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل:

1.4 نموذج التأثيرات الثابتة:

يفترض هذا النموذج أن العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة متطابقة بالنسبة لجميع المفردات، حيث عند تقدير نماذج البانل عادة ما يفترض ثبات التأثير الحدي للمتغيرات الموضحة على المتغير التابع لكل وحدة ضمن المقطع العرضي، ولكن في الواقع فإن المعلمات عادة ما تتغير من وحدة إلى أخرى داخل المقاطع العرضية، وهذا نتيجة اختلاف النمط السلوكي لتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع من وحدة إلى أخرى داخل المقاطع العرضية. ولهذا يأخذ نموذج التأثيرات الثابتة بعين الاعتبار هذا الاختلاف، ويفترض تغير الميل والمقطع من وحدة إلى أخرى لمشاهدات المقاطع العرضية ضمن العينة المدروسة، كما يفترض أن المعلمات تتغير بأسلوب ثابت ولهذا سميت بنماذج التأثيرات الثابتة.

2.4 نموذج التأثيرات العشوائية:

على عكس نموذج التأثيرات الثابتة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية أن الآثار المقطعية والزمنية بمثابة معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، حيث يفترض أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط حسابي يساوي الصفر وتباين محدد و يتم إضافتها كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج. حيث يعتبر نموذج الآثار العشوائية أعم وأشمل من نموذج الآثار الثابتة ذلك أنه يفترض أن كل دولة أو كل سنة يختلف حدها العشوائي، بحيث يعتبر الأثر الثابت حالة خاصة ضمن الأثر العشوائي لأن نموذج مكونات الخطأ يجمع بين الاختلاف داخل كل وحدة عبر الفترات الزمنية بالإضافة إلى الاختلاف بين الوحدات Between-Units.¹⁴

3.4 نموذج البانل الديناميكي Dynamic Panel:

أهم ما يميز هذا النوع من البانل أنه يسمح بتقدير كل من التأثيرات على المدى القصير والطويل في نفس الوقت. حيث يتطلب الأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس الفردي الغير ملاحظ. ويوجد نوعين من النماذج الديناميكية، نموذج ديناميكي بمركبات الخطأ ونموذج ديناميكي ذو التأثيرات الثابتة. وتستند النماذج الديناميكية إلى نماذج الانحدار الذاتي حيث تأخذ بعين الاعتبار تباطؤ المتغيرة الداخلية التي يتم إدخالها في النموذج ضمن المتغيرات المفسرة. إلا أن الارتباط بين المتغيرات الداخلة في الانحدار بشكل خاص المتغيرة المبطة وحد الخطأ قد يؤثر بشكل كبير على الخصائص الإحصائية للمقدرات المستخدمة مما قد ينتج مقدرات تتسم بالتحيز وعدم التقارب، ومن أجل التخلص من هذه المشاكل يتم

¹⁴ بدرأوي شهيناز (2015)، مرجع سبق ذكره، ص 213.

استخدام طرق تقدير بديلة تأخذ بعين الاعتبار هذه الخصائص وتستخدم من أجل الحصول على مقدرات متقاربة للمعلومات. وفي هذا السياق يتم عادة اللجوء إلى طريقة العزوم المعممة GMM من أجل تقدير هذا النوع من النماذج، إذ تجمع هذه الطريقة بين طريقة المربعات الصغرى شبه المعممة والطريقة التي تأخذ بعين الاعتبار المتغيرات المساعدة¹⁵ Instrumental Variable.

III. منهجية ونموذج الدراسة:

تهدف من خلال هذه الدراسة القياسية إلى تحديد وتقييم أثر التطور المالي بمختلف جوانبه (تطور الوسطاء الماليين وتطور الأسواق المالية) على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية وفي ظل شرط الإطار المؤسساتي، وذلك من خلال إجراء دراسة قياسية باستخدام نموذج ساكن ونموذج ديناميكي مقدر بطريقة العزوم المعممة GMM وباستعمال بيانات السلسلة Panel لعينة تتكون من 25 دولة نامية خلال الفترة الممتدة ما بين 1989-2014.

1. عينة الدراسة ومصادر البيانات:

حاولنا من خلال هذه الدراسة اختبار أثر تطور كل من القطاع المصرفي والأسواق المالية على النمو الاقتصادي، وعلى هذا الأساس تم تحديد عينة الدراسة حيث قمنا بإدراج دول تتميز بأنها تتوافر على أسواق مالية تعمل منذ فترة طويلة (ذلك أن عدد كبير من الدول النامية ولكن بما أن بعض الدول النامية لم تقم بعد بإنشاء سوق مالي لديها ودول أخرى قامت بتأسيسها مؤخراً والبيانات الخاصة بهذه الأسواق هي غير متوفرة أو متوفرة لفترات قصيرة جداً)، وبالتالي فإن عينة الدراسة لدينا سوف تقتصر على 25 دولة فقط خلال الفترة 1989-2014، وذلك أن البيانات الخاصة بالأسواق المالية قبل هذه الفترة هي غير متوفرة. كما أنه ومن أجل تفادي المشاكل المتعلقة بعدم تجانس العينة حاولنا إدراج فقد الدول الداخلة ضمن البلدان متوسطة الدخل، حيث أن العديد من الدراسات التجريبية السابقة قامت بتقسيم دول العينة بحسب مستوى الدخل وذلك حسب تصنيف البنك الدولي وصندوق النقد الدولي. [Hassan et al (2011)، (2002) Deidda and Fattouh]

وقد تم جمع البيانات المستعملة في الدراسة من مجموعة متنوعة من المصادر وهي: قاعدة بيانات البنك العالمي (WDI)، قاعدة بيانات منظمة الأونكتاد (UNCTAD)، قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي (IFS)، قاعدة

¹⁵ جبوري محمد (2013)، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، جامعة تلمسان، ص

بيانات خاصة بالدول الإفريقية (Open Data For Africa)، قاعدة بيانات (CEIC) والدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG).

2. المؤشرات المستعملة:

بالنسبة إلى المتغير التابع والمتمثل في النمو الاقتصادي فسيتم قياسه بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وسيرمز له في هذه الدراسة بالرمز RGDP.

1.2. مؤشرات قياس التطور المالي:

عرفت المؤشرات المستعملة في قياس التطور المالي تطوراً عبر الوقت وهذا ما بينته الأدبيات والدراسات التجريبية، فقد ركزت في المراحل الأولى على النظام البنكي وتوسعت فيما بعد إلى أسواق رأس المال. ومن أجل قياس تطور النظام المالي في دراستنا، سنعتمد على المؤشرات تقيس تطور القطاع البنكي ومؤشرات تقيس تطور أسواق رأس المال.

كما أن النظام المالي يوفر مجموعة متنوعة من الترتيبات والخدمات المالية التي تنتج من خلال مجموعة متنوعة من الوسطاء الماليين والأسواق التي تنشط في هذا النظام وبالنتيجة لا يمكن قياس تطوره من خلال مؤشر واحد وعليه سنأخذ بعين الاعتبار 3 مؤشرات لقياس تطور كل من الوسطاء الماليين و 4 مؤشرات لقياس تطور الأسواق المالية.

حيث سنستخدم مؤشرين لقياس تطور الوسطاء الماليين و التي تتمثل في:

✓ الائتمان الخاص (private credit): و الذي يساوي قيمة الائتمان الممنوح من قبل الوسطاء الماليين إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. وقد اعتبر بعض الاقتصاديين أمثال Levine et al (2000)، Beck and Levine (2004) أن هذا المؤشر هو أفضل مقياس لتطور القطاع المصرفي لأنه يأخذ بعين الاعتبار فقط الائتمان الممنوح للقطاع الخاص ويستثني الائتمان الممنوح للحكومة والقطاع العام وباقي المؤسسات الغير خاصة. كما يستبعد هذا المؤشر الائتمان الصادر من قبل البنك المركزي وبنوك التنمية وبالتالي فإنه مقياس أكثر دقة للدخار الذي يمنحه الوسطاء الماليين للقطاع الخاص. وعلاوة على ذلك فإنه يعتبر هذا المقياس اشمل لأنه يشمل جميع المؤسسات المالية وليس فقط بنوك الودائع النقدية. وقد اعتبر Demirguç-Kunt and Levine (1999) أن هذا المؤشر مقياس جيد لنشاط الوسطاء الماليين. وقد اعتمدت أغلبية الدراسات الحديثة على هذا المؤشر من بينها: King and Levine (1993)، Demetriades and Hussein (1996)، De Gregorio and

Guidotti (1995)، Rajan and Zingales (1998)، Levine and Zervos (1998)، Favara (2003)، Rousseau and Wachtel (2000)، Beck, Levine and Loayza (2000)، Beck and Levine (2004)، Liang and Teng (2006)، وآخرون. وسيتم هذا المؤشر بالرمز Privy في هذه الدراسة.

✓ النقود و أشباه النقود M2 نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي: وتشمل النقود وأشباه النقود مجموع العملة خارج البنوك، والودائع تحت الطلب بخلاف ودائع الحكومة المركزية، والودائع لأجل، والمدخرات، والودائع بالعملة الأجنبية للقطاعات المقيمة بخلاف الحكومة المركزية. وقد اعتمدت العديد من الدراسات على هذا المؤشر من بينها: Ahmed and Ansari (1996)، King and Levine (1993)، Demetriades and Hussein (1996)، Calderon and Liu (2003) (1998)، (1998) M2.

✓ مؤشر مركب للتطور المصرفي: حيث سنتبع المنهجية المستخدمة من قبل Ben Naceur and Ghazouani (2007)، اللذان قاما ببناء مؤشر مركب لقياس التطور المصرفي. وللحصول على هذا المؤشر سنستخدم مؤشري تطور القطاع المصرفي السابق الذكر (الائتمان الخاص، M2/GDP) ومنهجية تحليل المركبات الأساسية PCA المستعملة من قبل Samargandi et al (2007)، Ang and McKibbin (2007)، (2014,2015) Sohag et al (2015). وسيتم هذا المؤشر بالرمز BANK.

أما بالنسبة إلى تطور الأسواق المالية والبورصة فنستخدم ثلاث مؤشرات وهي:

✓ رسملة السوق market capitalization: حيث من أجل قياس حجم السوق، نستخدم النسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، والتي تساوي قيمة الأسهم المحلية (التي يتم تداولها في البورصة المحلية) نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي. وقد استعملت العديد من الدراسات التجريبية السابقة رسملة البورصة كمؤشر لقياس تطور الاسواق المالية، وقد اعتبر Demirguç-Kunt and Levine (1996) أن رسملة البورصة ترتبط ارتباطا ايجابيا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع وتقسيم المخاطر. ويرمز له بالرمز CAP

✓ القيمة المتداولة الكلية (حجم التداول) total value traded: و الذي يساوي القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة في البورصة الرئيسية لكل دولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. وبالتالي فإن هذا المؤشر يعكس السيولة في الاقتصاد على نطاق واسع. كما يعتبر هذا المؤشر كمقياس لنشاط سوق لأوراق المالية. ويعتبر كمكمل لمؤشر رسملة البورصة، فقد تكون الرسملة كبيرة إلا أن حجم التداول صغير. ويرمز لهذا المؤشر بالرمز TVALU.

✓ **معدل الدوران turnover ratio**: يقيس هذا المؤشر سيولة السوق المالي، ويساوي القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة مقسوم على رسملة السوق. ويعتبر هذا المؤشر مختلف الأهمية عن نسبة القيمة المتداول الكلية، ففي حين مؤشر معدل الدوران يقيس التداول نسبة إلى حجم السوق، فإن مؤشر القيمة المتداولة الكلية يقيس التداول نسبة إلى حجم الاقتصاد، حيث يمكن أن يكون للسوق السائلة معدل دوران عالي ولكن القيمة المتداول نسبة إلى GDP تكون صغيرة. وسيتم الإشارة لهذا المؤشر بالرمز TUR.

✓ **مؤشر مركب لتطور الأسواق المالية**: حيث سنستخدم منهجية تحليل المركبات الأساسية لبناء مؤشر مركب لقياس تطور الأسواق المالية و ذلك اعتمادا على المؤشرات السابقة الذكر (رسملة البورصة، معدل الدوران، وحجم التداول). و سيرمز لهذا المؤشر بالرمز MARKET

2.2. المؤشرات الأخرى المفسرة للنمو الاقتصادي:

تشير الأدبيات النظرية والتجريبية الخاصة بالنمو إلى وجود مجموعة واسعة من محددات النمو، وفي دراستنا هذه من أجل تقييم قوة الارتباط بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، سنستعين بالمتغيرات الأكثر استعمالا من قبل الباحثين في الدراسات التجريبية الحديثة، وهي:

✓ **الانفتاح التجاري trade openness**: حيث اعتبر الأدبيات بأن الانفتاح على التجارة الدولية يعتبر محدد مهم للنمو الاقتصادي، وهذا ما أكد عليه Grossman and Helpman (1992) و Harrison (1996). حيث يمكن القول أن التجارة الدولية تحفز نمو الصادرات وزيادة توافر الواردات من المدخلات والآلات، الأمر الذي يسرع التطور التكنولوجي للاقتصاد وبالتالي يعزز النمو الاقتصادي. ويقاس الانفتاح التجاري مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويرمز له بالرمز Trade ويتوقع وجود علاقة إيجابية بينه وبين النمو الاقتصادي.

✓ **الإنفاق الحكومي government consumption**: من أجل مراقبة مستوى الاستهلاك الحكومي نستخدم مؤشر الإنفاق الحكومي مقاس بالنفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة إلى إجمالي الناتج المحلي، وقد أشارت الأدبيات حول النمو الاقتصادي إلى أن مؤشر الإنفاق الحكومي يستخدم كوكيل عن مستوى الفساد السياسي في الدولة فضلا عن الآثار المباشرة للنفقات العمومية الغير منتجة والضرائب. و من المتوقع أن تكون لهذا المؤشر علاقة سلبية بالنمو الاقتصادي حيث كلما زادت هذه النفقات تزداد حاجة الدول للموارد المالية اللازمة لتغطية عجز الميزانية. و سيتم الإشارة إلى هذا المؤشر في هذه الدراسة بـ GOV.

✓ **التضخم inflation**: سيتم إضافة هذا المؤشر كمقياس لاستقرار الاقتصاد الكلي، حيث تشير الأدبيات الاقتصادية والدراسات النظرية والتجريبية إلى وجود علاقة سلبية بين عدم استقرار الاقتصاد الكلي والنمو الاقتصادي. ولقياس التضخم نستخدم معدل التضخم السنوي المقاس بالمستوى العام لأسعار الاستهلاك. وسيتم الإشارة إلى هذا المؤشر في هذه الدراسة بالرمز INF، ومن المتوقع أن تظهر إشارة معامل التضخم سالبة، حيث كلما زادت معدلات التضخم كلما كانت معدلات الفائدة الحقيقية سالبة الأمر الذي ينعكس سلبيًا على الاستثمار وبالتالي النمو.

✓ **الاستثمار المحلي**: المقاس بإجمالي تكوين رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي (إجمالي الاستثمار المحلي سابقًا)، ويتكون إجمالي تكوين رأس المال من مجمل النفقات على زيادة الأصول الثابتة للاقتصاد مضافًا إليه صافي التغيرات في مستوى المخزونات، ويتم الإشارة إلى هذا المؤشر بالرمز INV، وبحسب الأدبيات الاقتصادية من المتوقع أن تكون له علاقة إيجابية بالنمو الاقتصادي.

3.2 مؤشرات نوعية المؤسسات:

حيث سنقوم ببناء مؤشر مركب لنوعية المؤسسات باستخدام منهجية تحليل المركبات الأساسية اعتمادًا على خمسة مؤشرات للبيئة المؤسساتية الصادرة عن الدليل الدولي للمخاطر القطرية ICRG المجمع من قبل خدمات المخاطر السياسية PRS. وقد تم اختيار هذه المؤشرات الخمسة تبعًا لدراسة (1995) Knack and Keefer، Law and Habibullah (2009)، Yartey (2007، 2008)، Girma and Shortland (2008)، Gazdar (2011) Kaouther حيث تدل القيم العالية لهذا المؤشر على مؤسسات أفضل، ومن المفترض أن تكون لهذا المؤشر علاقة إيجابية مع النمو الاقتصادي. وتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

- نوعية البيروقراطية (Quality of bureaucracy): يأخذ هذا المؤشر قيم تتراوح بين 0 و 4، حيث تمنح قيم عالية للدول التي تكون فيها البيروقراطية قوية ومتأصلة لتحكم دون تغييرات جذرية في السياسة أو انقطاع في الخدمات الحكومية عندما تتغير الحكومات.
- القانون والنظام (Law and order): يأخذ هذا المؤشر قيم بين 0 و 6 حيث تشير القيم العالية إلى وجود مؤسسات سياسية سليمة، نظام محاسبي قوي، وإحكام لتنظيم تعاقب السلطة. ويتكون هذا المؤشر من عنصرين يقاس كل واحد على حدا (من 0 إلى 3)، يقاس عنصر "القانون" بقوة ونزاهة النظام القانوني، أما "النظام" فيقاس بتقيد المواطنين بالقانون.

- الفساد (Corruption): يأخذ هذا المؤشر قيم تتراوح بين 0 و 6 حيث تشير القيم المنخفضة إلى أنه من المحتمل أن يقوم كبار المسؤولين الحكوميين بطلب مبالغ غير قانونية على شكل رشاوي مرتبطة بتراخيص الاستيراد والتصدير، الرقابة على الصرف، تقييم الضرائب، القروض...
- المساءلة الديمقراطية (Democratic accountability): يأخذ هذا المؤشر قيم بين 0 و 6، حيث يقيس مدى استجابة الحكومة لشعبها على أساس أن الاستجابة الأقل للشعب ترجح إلى سقوط الحكومة بسلام في مجتمع ديمقراطي، ولكن يمكن اللجوء إلى العنف في بلد غير ديمقراطي. ويتم منح النقاط في هذا المكون على أساس نوع الحكم الذي يتمتع به البلد المعني.
- الملف الاستثماري (Investment profile): يأخذ هذا المؤشر قيم بين 0 و 12، حيث يقيس هذا المؤشر العوامل التي تؤثر على مخاطر الاستثمار والتي لا تغطيها مكونات المخاطر السياسية والاقتصادية والمالية الأخرى. وهو عبارة عن مجموع ثلاث مؤشرات و هي: جدوى العقد، نزع الملكية، إعادة تقسيم الأرباح و تأخير الدفع و التي تؤثر على مخاطر الاستثمار و التي لا يتم التقاطها من قبل المكونات السياسية و الاقتصادية و المالية الأخرى. حيث تدل القيم العالية على مستويات منخفضة من المخاطر.

3. منهجية الدراسة والنموذج المستخدم:

تتكون عينة الدراسة من دول بالرغم من أنها تنتمي إلى فئة الدول النامية المتوسطة الدخل إلا أنها قد تختلف من حيث المستوى والخصائص الاقتصادية، مما يستدعي استخدام طرق الاقتصاد القياسي التي تأخذ بعين الاعتبار خاصية عدم التجانس الفردي الغير ملاحظ الخاصة ببيانات البانل، وذلك من خلال استخدام نماذج البانل الديناميكية التي تستند بشكل خاص على نماذج الانحدار الذاتي التي تتميز بإضافة متغير داخلي (متغير تابع) أو أكثر بزمن مؤخر كمتغير خارجي مفسر إلى جانب المتغيرات الخارجية الأخرى المفسرة للنموذج. وذلك من أجل تقييم تأثير القيم الماضية للمتغيرة المعنية على قيمها الحالية. ولهذا يتم استخدام طريقة العزوم المعممة GMM في تقدير هذا النوع من النماذج، حيث تأخذ هذه المنهجية بعين الاعتبار طريقة المربعات الصغرى شبه المعممة والطريقة التي تأخذ بالمتغيرات المساعدة VI.

سنقوم بدراسة أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي باستعمال نموذج ديناميكي، حيث سنقدر نموذجين بالنسبة لكل مؤشر، حيث سنختبر من خلال النموذج الأول أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي وذلك من خلال تقدير النموذج (01):

$$, i=1, \dots, n, t=1, \dots, T$$

حيث:

✓ Y_{it} : تشير إلى نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الدولة i خلال فترة زمنية محددة والذي يقيس

النمو الاقتصادي، و يعتبر هذا المؤشر داخلي و يتم الإشارة إليه بالرمز RGDP.

✓ Y_{it-1} : تمثل نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في الزمن $t-1$ ، والذي يعتبر متغير داخلي بزمن

مؤخر والذي تم إضافته للنموذج كمتغير مفسر.

✓ FD_{it} : يتضمن المتغيرات التي تقيس التطور المالي.

✓ X_{it} : تمثل مجموعة من المتغيرات الأخرى المفسرة للنمو control variables

✓ μ_i : تمثل آثار التحديد أو الأثر الخاص المتعلق بعدم تجانس العينة.

✓ ε_{it} : يمثل حد الخطأ

✓ α, β, γ : تمثل معلمات النموذج المراد تقديرها.

أما في المرحلة الثانية فسنقوم باختبار ما إذا كانت تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي يعتمد على مؤشرات نوعية المؤسسات، حيث اعتبر Shen and Lee (2006) أن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي قد لا تكون خطية وإنما تعتمد على بعض الشروط (وجود علاقة شرطية). ومن أجل ذلك سنقوم بإدخال حد التفاعل بين نوعية المؤسساتية ومؤشرات التطور المالي (FD*INST) للمعادلة (01)، ونقوم باختبار أثر التطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي أخذا بعين الاعتبار الإطار المؤسساتي، من خلال تقدير النموذج (02):

$$y_{it} = \alpha y_{i,t-1} + \beta_0 FD_{it} + \beta_1 (FD * INST_{it}) + \varphi INST_{it} + \gamma X_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \dots (02)$$

$$i = 1, \dots, n \text{ and } t = 1, \dots, T_i$$

حيث INST يمثل المتغير الشرطي و المتمثل في المؤشر المركب لنوعية الإطار المؤسساتي.

وتسمح لنا هذه المعادلة من التحقق من إذا كان التطور المالي له تأثير مختلف على البلدان التي تمتلك مؤسسات

ذات جودة عالية مقارنة بالبلدان ذات القيم المنخفضة.

استجابة مستوى النمو الاقتصادي لدولة ما للتطور المالي يمثل δ . اشتقاق المعادلة بالنسبة للتطور المالي للحصول

على التأثير الهامشي للتطور المالي على النمو الاقتصادي:

$$\delta = \partial GROWTH / \partial FD = \beta_0 + \beta_1 * INST$$

الفرضيات الشرطية الرئيسية تتمحور حول المعلمات β_0 و β_1 . حيث يتم بناء أربع احتمالات:¹⁶

✓ إذا كانت $0 < \beta_0$ و $0 < \beta_1$ ، فإن التطور المالي له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي والإطار المؤسسي يعزز هذا الأثر الإيجابي.

✓ إذا كانت $0 < \beta_0$ و $0 > \beta_1$ ، فإن التطور المالي له أثر إيجابي على النمو الاقتصادي والإطار المؤسسي يؤثر سلبا على هذا الأثر الإيجابي (نوعية المؤسسات قلل هذا الأثر الإيجابي).

✓ إذا كان $0 > \beta_0$ و $0 < \beta_1$ ، فإن التطور له أثر سلبي على النمو الاقتصادي والإطار المؤسسي تخفف هذا الأثر السلبي.

✓ إذا كان $0 > \beta_0$ و $0 > \beta_1$ ، فإن التطور المالي له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي والإطار المؤسسي عزز وفاقم من هذا الأثر السلبي.

كما تسمح لنا المعادلة السابقة بحساب مستوى العتبة الذي يجب أن تصل إليه أو تتجاوزه نوعية المؤسسات والتي يمكن بعدها للتطور المالي أن يسرع النمو الاقتصادي. وبالتالي فإن الأثر الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي يمكن ملاحظته عندما :

$$\delta > 0 \leftrightarrow \beta_0 + \beta_1 * INST > 0$$

و بالتالي فإن مستوى عتبة نوعية المؤسسات يكتب كما يلي :

$$INST > (-\beta_0 / \beta_1)$$

كما يمكن حساب التأثير الكلي للتطور المالي على النمو الاقتصادي كما يلي :

$$\vartheta = (\beta_0 + \beta_1 * INST) FD_{it}$$

¹⁶ Kaouther GAZDAR (2011), Institutions, Développement Financier et Croissance Économique dans la Région MENA, thèse de doctorat, Université de Reims Champagne-Ardenne, pp 123.

الجدول رقم (III-6): التعريف بالمتغيرات المستعملة في نموذج الدراسة

رمز المتغير	التعريف به
RGDPP	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي
PRIVY	الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي
M2	النقود وأشباه النقود إلى إجمالي الناتج المحلي
CAP	رسملة البورصة إلى إجمالي الناتج المحلي
TUR	معدل الدوران في البورصة
TVALU	حجم التداول في البورصة إلى إجمالي الناتج المحلي
TRADE	الانفتاح التجاري (مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي)
INV	الاستثمار المحلي إلى إجمالي الناتج المحلي
GOV	الإنفاق الحكومي إلى إجمالي الناتج المحلي
INF	معدل التضخم
INST	مؤشر مركب لقياس نوعية الإطار المؤسسي

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على متغيرات نموذج الدراسة

4. طريقة التقدير:

من اجل دراسة العلاقة بين النمو و التمويل سنقوم باستخدام طريقة العزوم المعممة التي تم تطويرها من قبل Holtz-Eakin et al (1988)، Arellano and Bond (1991) و Arellano and Bover (1995)، وتعتبر دراسات كل من Levine (1999)، Rousseau and Wachtel (2000)، Beck et al (2000) و Levine et al (2000) من بين أوائل الدراسات التي استخدمت تحليل Dynamic Panel من أجل دراسة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي.

حيث يمكن كتابة معادلة الانحدار الذاتي كما يلي:

$$y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + \beta' X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \dots (03)$$

$$; i=1, \dots, n ; t=1, \dots, T$$

حيث:

- α و β تمثل معلمات النموذج المراد تقديرها
- μ_i : تمثل الآثار الخاصة المتعلقة بعدم التجانس.
- ε_{it} : يمثل حد الخطأ لكل ملاحظة.

و قد اقترح Arellano and Bond (1991) التفاضل الأول first-differencing للمعادلة (03) وذلك من اجل الحد من آثار الخاصة بالبلدان μ_i :

$$\Delta y_{i,t} = \alpha \Delta y_{i,t-1} + \beta' \Delta X_{i,t} + \Delta \varepsilon_{i,t} \dots (04)$$

إلا انه في حين أن الفارق الأول يحد من الآثار الخاصة المتعلقة بعدم التجانس، إلا انه يدخل تحيز جديد من خلال بناء حد خطأ جديد $\Delta \varepsilon_{i,t}$ الذي يرتبط مع تباطئ المتغير التابع . تحت افتراض بان: (أ) حد الخطأ لا يرتبط بشكل تسلسلي، (ب) المتغيرات المفسرة X خارجية بدرجة ضعيفة weakly exogenous (أي أن المتغيرات المفسرة يفترض أنها غير مرتبطة مع حدوث حد الخطأ في المستقبل)، اقترح Arellano and Bond شروط العزوم التالية التالية:

$$E[y_{i,t-s}(\Delta \varepsilon_{i,t})] = 0 \dots \text{for } s \geq 2 ; t = 3, \dots, T \dots (05)$$

$$E[X_{i,t-s}(\Delta \varepsilon_{i,t})] = 0 \dots \text{for } s \geq 2 ; t = 3, \dots, T \dots (06)$$

باستخدام هذين الشرطين، اقترح Arellano and Bond (1991) مقدر GMM على مرحلتين. في المرحلة الأولى يفترض أن حد الخطأ يكون مستقل و يحقق فرضية ثبات تباين الخطأ العشوائي homoskedasticity للعينة خلال الزمن. في المرحلة الثانية يتم استخدام البواقي المتحصل عليها في المرحلة الأولى لبناء مقدر متسق لمصفوفة التباين والتباين المشترك Variance-Covariance Matrix للخطأ، و بالتالي يتم إهمال افتراض الاستقلال و homoskedasticity. و بالتالي يعتبر مقدر المرحلة الثانية أكثر كفاءة من مقدر المرحلة الأولى. و يتم الإشارة إلى مقدر GMM الذي يعتمد على الشرطين السابقين بمقدر الفروق the difference estimator، أو طريقة التقدير باستخدام الفروق الأولى للقيم الأصلية لمتغيرات النموذج محل التقدير.

إلا انه مع ذلك يوجد أوجه قصور مرتبطة بهذا المقدر، إحصائياً، فقد بين كل من Alonso-Borrego and Arellano (1999) و Blundell and Bond (1998) بأنه في حالة أن المتغيرات المفسرة ثابتة عبر الزمن، فإن

مستويات تباطؤ هذه المتغيرات تعتبر أدوات ضعيفة بالنسبة لمعادلة الانحدار في الفروق. حيث تظهر تجارب Monte Carlo بأنه في العينات الصغيرة ضعف الأدوات يمكن أن ينتج معاملات متحيزة.

وللحد من التحيز المحتمل و عدم الدقة المرتبطة بمقدر الفروق the difference estimator اقترح Blundell and Bond (1998) استخدام مقدر جديد GMM-Systeme الذي يجمع و يسمح بالتقدير في آن واحد المعادلة بالفروق (regression in differences) مع المعادلة عند المستوى (regression in level) .

تعتمد طريقة GMM على صحة افتراض أن حد الخطأ لا يتسم بارتباط تسلسلي وعلى صحة (جودة) الأدوات (the validity of instruments). لمعالجة هذه المسائل نستخدم اختبارين للمواصفات تم اقتراحهما من قبل Arellano and Bond (1991)، Arellano and Bover (1995) و Blundell and Bond (1998):

✓ الأول هو اختبار Sargan للتحديد المفرط للقيود (Sargan test of over-identifying restrictions) الذي يختبر جودة الأدوات المستعملة في النموذج.

✓ أما الاختبار الثاني فيفحص فرضية أن حد الخطأ لا يرتبط تسلسليا، حيث نختبر ما إذا كان تفاضل حد الخطأ يرتبط تسلسليا من الدرجة الثانية second-order.

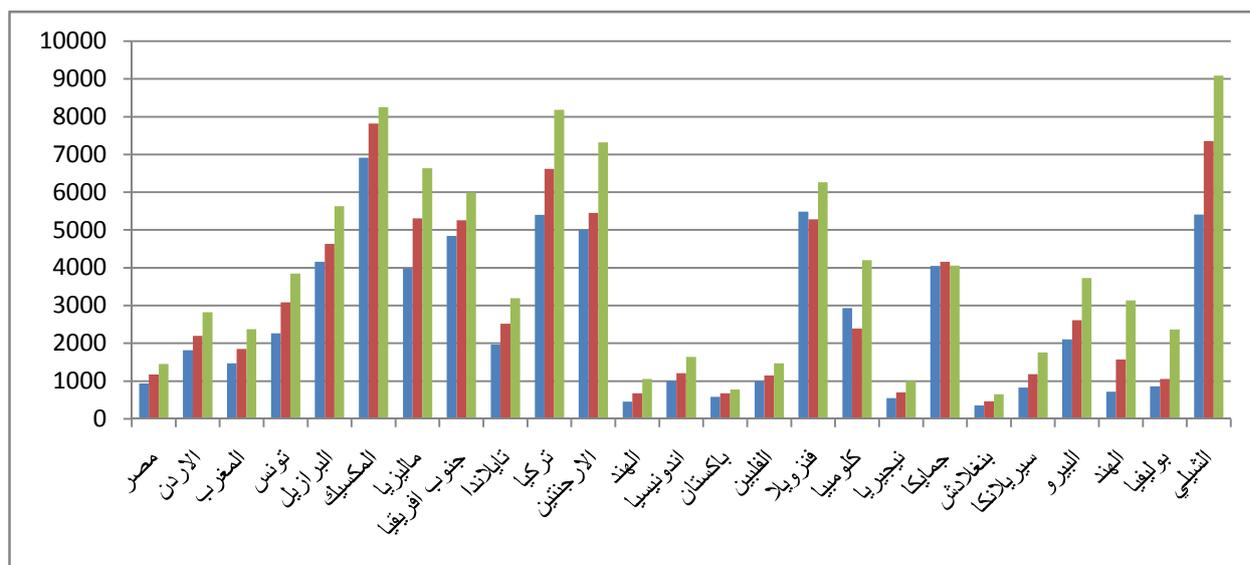
حيث أن عدم رفض الفرضيات العدمية لكلا الاختبارين يعطي دعم لنموذجنا.

5. نظرة شاملة على تطور المؤشرات المالية في دول العينة:

بالنسبة لتطور معدلات النمو الاقتصادي في دول العينة فعموما نلاحظ من خلال الشكل البياني (III - 2)، أن معدلات النمو الاقتصادي المقاسة من خلال نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي فعد عرفت زيادة مستمرة خلال الفترة 1989-2014 في جميع دول العينة تقريبا. كما أن هذه النسبة بلغت مستويات عالية في بعض الدول مثل الشيلي، المكسيك، تركيا والأرجنتين. حيث وصلت هذه النسبة إلى 9853، 8521، 8864 و 766 دولار أمريكي على التوالي خلال سنة 2014.

بينما كانت هذه النسبة ضعيفة جدا في بعض الدول مثل بنغلادش، باكستان، نيجيريا، الهند، الفلبين، اندونيسيا وسيريلانك، والتي بلغت فيها هذه النسبة ما قيمته 747، 813، 1098، 1233، 1662، 1853 و2058 دولار أمريكي على التوالي سنة 2014.

الشكل رقم (III-2): تطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي خلال الفترة 1989-2014



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على بيانات البنك العالمي، ومنظمة الأونكتاد.

تبين الأشكال (III-3)، (III-4)، (III-5)، (III-6)، والجدول رقم (III-7)، تطور الأسواق المالية والنظام المصرفي في دول العينة خلال الفترة 1989-2014. (حيث تمثل الأعمدة باللون الأزرق، متوسط تطور المؤشر خلال الفترة 1989-2000، وتمثل الأعمدة باللون الأحمر متوسط تطور المؤشر خلال الفترة 2001-2007، وتمثل الأعمدة باللون الأخضر متوسط تطور المؤشر خلال الفترة 2008-2014).

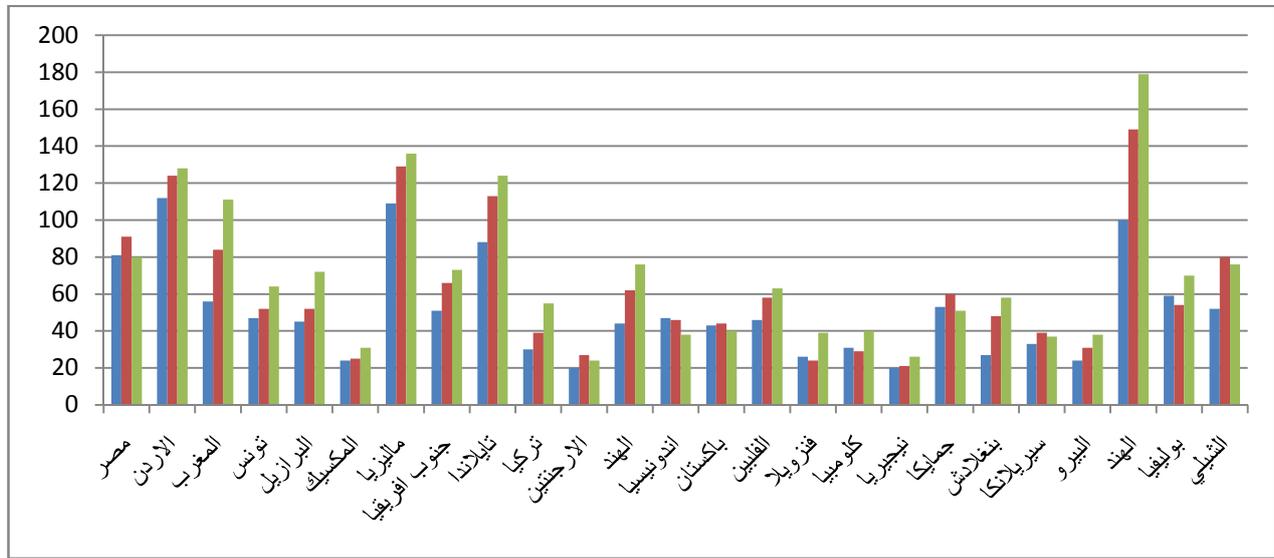
وعموما يظهر أنه وبالنسبة لتطور القطاع المصرفي والمقاس من خلال مؤشري النقود وأشباه النقود إلى GDP الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى GDP، فإن كل من ماليزيا، الهند، وتايلاند يمتلكون نظام مصرفي أكبر وأكثر تطورا، بينما تمتلك نيجيريا، الأرجنتين والمكسيك نظام مصرفي أضعف وأقل تطورا.

حيث بلغ متوسط حجم الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص خلال الفترة 1989-2014 إلى 125%، 119%، 116% و 109% في كل من جنوب إفريقيا، تايلاند، ماليزيا والهند على التوالي. بينما بلغت هذه النسبة

أقل مستوياتها في كل من نيجيريا، الأرجنتين، لبيرو والمكسيك، بمتوسط قدره 14%، 16%، 21%، 21% على التوالي.

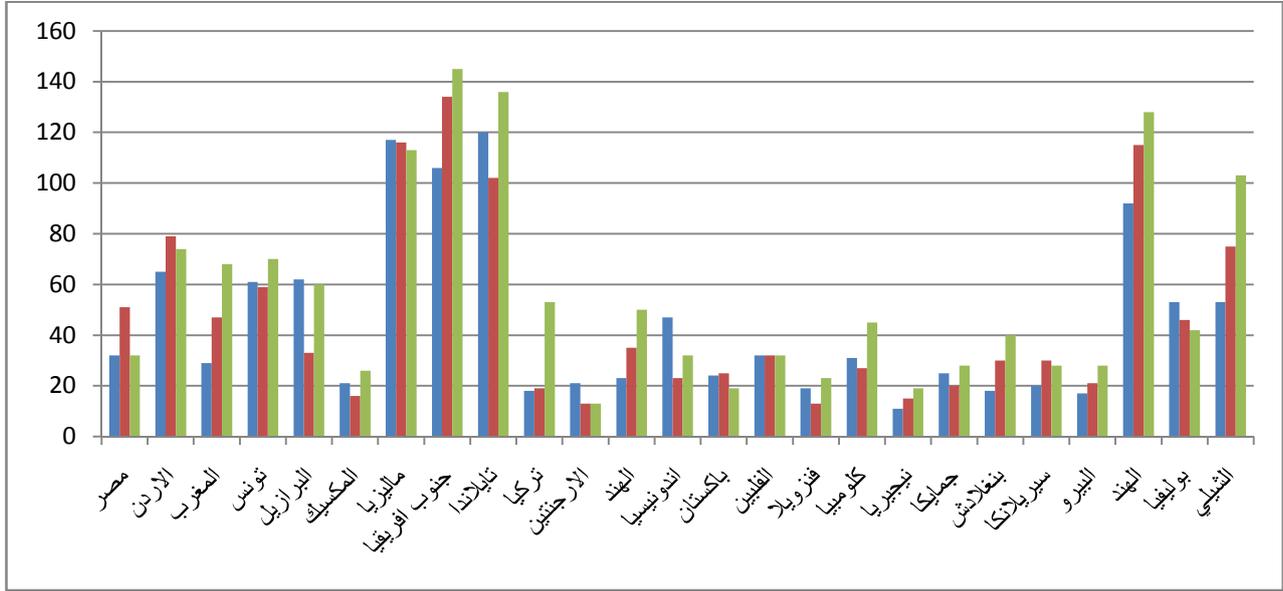
أما بالنسبة للنسبة $M2/GDP$ فقد بلغت 136%، 123%، 120% و 105% في كل من الهند، ماليزيا، الأردن وتايلاند. بينما بلغت النسبة أقل مستوياتها في كل من نيجيريا، الأرجنتين، المكسيك وفرنزويلا، بنسبة 22%، 23%، 26% و 28% على التوالي.

الشكل رقم (III-3): تطور نسبة النقود و أشباه النقود $M2/GDP$ خلال الفترة 1989-2014



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على بيانات البنك العالمي.

الشكل رقم (III-4): تطور الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص إلى GDP خلال الفترة 1989-2014.



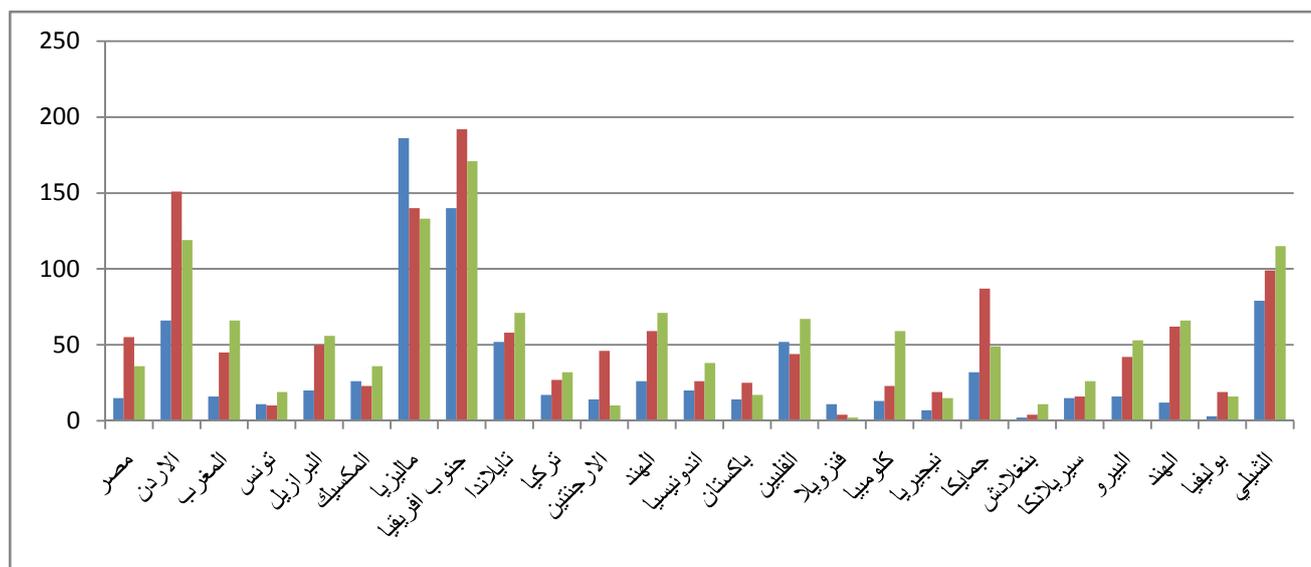
المصدر: من إعداد الطالبة بناء على بيانات البنك العالمي.

أما بالنسبة لتطور الأسواق المالية في دول العينة والمقاس من خلال رسملة البورصة إلى GDP كمؤشر عن حجم الأسواق المالية، فنلاحظ من خلال الجدول رقم (III-7)، أن هذه النسبة بلغت أقصاها في جنوب إفريقيا، ماليزيا، الأردن والشيلي بمتوسط قدره 164%، 160%، 105% و 93% على التوالي خلال الفترة 1989-2014، ويعود هذا الأمر إلى عدد الشركات التي تنشط في هذه البورصات والتي وصلت إلى 332 شركة في جنوب إفريقيا، 895 شركة في ماليزيا، 236 شركة في الأردن و 230 شركة في الشيلي في سنة 2012. بينما سجلت هذه النسبة معدلات ضعيفة في بنغلادش، فنزويلا، تونس، نيجيريا، وبوليفيا بقيمة 5%، 7%، 12%، 13%، 13% على التوالي خلال نفس الفترة، وهذا نتيجة العدد القليل من الشركات التي تنشط في الأسواق المالية في هذه الدول والتي بلغت 63 شركة في فنزويلا، 188 شركة في نيجيريا، 40 شركة في بوليفيا، 77 شركة في تونس.

أما بالنسبة لنشاط البورصة و المقاسة من خلال معدل الدوران في الأسواق المالية، فقد بلغت هذه النسبة معدلات عليا في باكستان، الصين، تركيا و الهند بقيمة 155%، 153%، 131% و 99% على التوالي خلال الفترة 1989-2014، وذلك راجع إلى العدد الكبير من الشركات التي تنشط في هذه البورصات 557 شركة في باكستان، 2613 في الصين، 226 شركة في تركيا و 5541 شركة في الهند خلال سنة 2012. بينما كان متوسط هذه النسبة

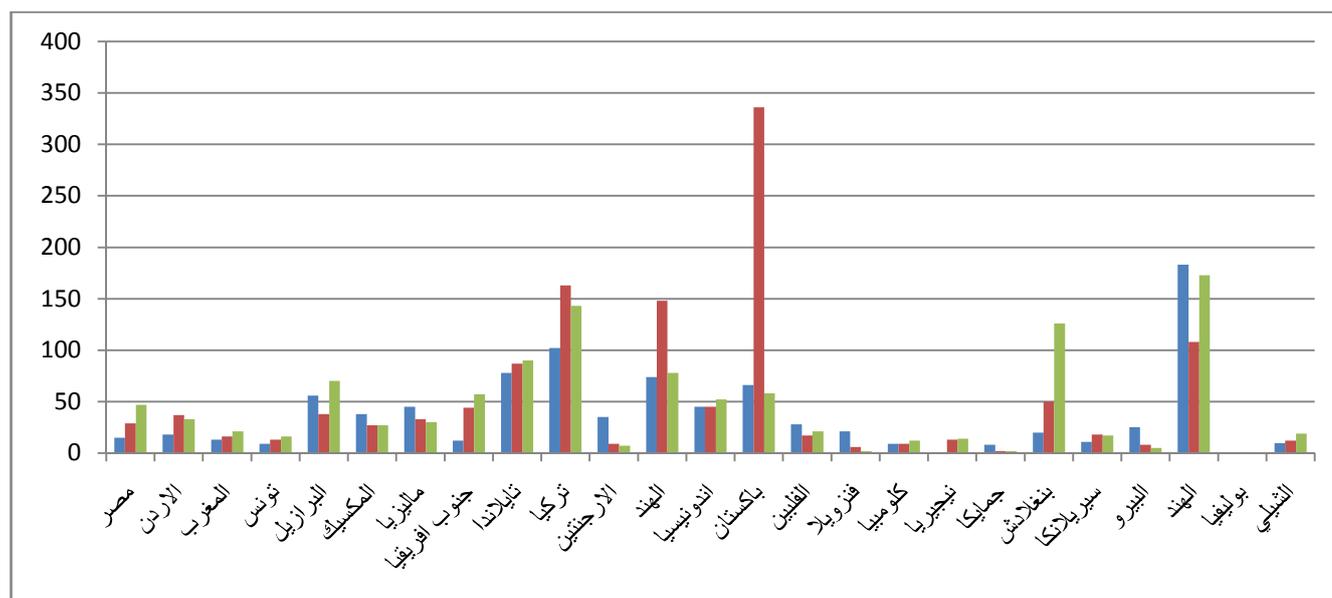
ضعيفة جدا في دول مثل بوليفيا، جاميكا، نيجيريا وكولومبيا والتي سجلت معدلات تقدر بـ 9,0%، 5%، 8% و9% على التوالي خلال نفس الفترة، و هذا راجع إلى العدد المحدود من الشركات التي تنشط في بورصة هذه الدول والتي بلغت 40 شركة في بوليفيا، 60 في جاميكا، 188 في نيجيريا، و70 شركة في كولومبيا.

الشكل رقم (III-5): تطور رسملة البورصة إلى GDP خلال الفترة 1989-2014



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على بيانات البنك العالمي.

الشكل رقم (III-6): تطور معدل دوران البورصة خلال الفترة 1989-2014



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على بيانات البنك العالمي.

الجدول رقم (III-7): مؤشرات التطور المالي في دول العينة خلال الفترة 1989-2014 (المتوسط)

معدل الدوران/GDP	رسملة البورصة/GDP	الائتمان الخاص/GDP	M2/GDP	
26,643781	33,0767278	38,4082351	84,36	مصر
28,2853785	105,856248	72,1272527	120,347562	الأردن
16,4952684	36,7909613	45,3941937	79,8317022	المغرب
12,0075119	12,7902207	63,4322846	53,6553753	تونس
53,4270337	38,109838	53,1389862	57,48368	البرازيل
32,7045653	27,4873549	21,2654844	26,9655901	المكسيك
38,3823476	160,13242	116,171645	123,062232	ماليزيا
32,5911337	164,404146	125,745942	61,63878	جنوب إفريقيا
83,6333146	58,6755197	119,117157	105,886075	تايلاند
131,10895	23,8461777	28,390732	40,1089026	تركيا
21,0923992	24,108295	16,7543605	23,5418484	الأرجنتين
99,6358219	46,9781989	34,3888204	58,823768	الهند
46,6714057	26,4186517	36,0512111	44,8119254	اندونيسيا
155,169387	18,8379392	23,4450953	43,1399564	باكستان
23,4795398	52,7907513	32,4885399	54,6170679	الفلبين
12,4345452	7,52810868	28,7781247	28,7781247	فنزويلا
9,84312737	26,0167018	34,2992369	33,43993	كولومبيا
8,19836581	13,2591446	14,7705651	22,5243954	نيجيريا
5,6650032	54,3545613	24,7019239	55,2928137	جامايكا
52,4974364	5,24996452	28,0694265	42,1949644	بنغلادش
15,2083291	17,8749897	25,7792839	36,78664	سيرلانكا
15,6552119	32,819102	21,7049309	30,3590918	ليبرو
153,825934	43,0090857	109,096399	136,964445	الصين
0,89108152	13,7997981	48,1534683	60,8142794	بوليفيا
12,7103557	93,5492102	73,6284454	67,5663713	الشيلي

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على بيانات البنك العالمي.

IV. تقدير النموذج وعرض نتائج الدراسة القياسية:

1. الإحصاء الوصفي والارتباط بين المتغيرات التفسيرية:

1.1. الإحصاء الوصفي:

قمنا في البداية بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية على المتغيرات التفسيرية المستعملة في نموذج الدراسة، وتظهر النتائج كما يلي:

الجدول رقم (III - 8): الإحصاء الوصفي للمتغيرات التفسيرية

	RGDPP	M2	PRIVY	CAP	TUR	TVALU	GOV	INF	TRADE	INV
Mean	3097.495	59.75682	49.01955	46.14519	42.92747	19.80605	12.97090	51.75737	63.32660	23.34011
Median	2407.221	50.19280	33.70726	27.59087	22.63311	7.083594	12.26212	6.608749	53.45010	22.41464
Maximum	9853.531	193.0003	165.7191	328.8763	497.4025	229.7067	25.55350	7481.664	220.4074	47.67809
Minimum	314.1481	10.55678	8.709660	0.350000	0.042611	0.008229	2.975538	-1.407892	13.75305	5.467015
Std. Dev.	2303.520	34.53492	36.56223	50.11440	59.22012	30.36853	4.237495	394.2816	37.19772	7.098469
Obs	650	650	650	650	650	650	650	650	650	650

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

2.1. الارتباط بين المتغيرات التفسيرية:

قبل القيام بتقدير النموذج القياسي، لابد من البدء بإجراء مهم يخص حساب معامل ارتباط بين المتغيرات المستقلة لتفادي ظهور المشاكل القياسية كالارتباط الذاتي بين بواقي التقدير، حتى لا يكون النموذج المتحصل عليه زائفاً و لا يعكس العلاقة الحقيقية بين المتغيرات الدراسة القياسية. حيث من أجل تفادي مشاكل المتعلقة بوجود ارتباط قوي بين المتغيرات التفسيرية، سنقدم مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الداخلة في الدراسة من أجل التحقق من ذلك:

الجدول رقم (III-9): مصفوفة الارتباط

	RGDPP	M2	PRIVY	CAP	TUR	TVALU	GOV	INF	INV	TRADE
RGDPP	1									
M2	-0.068341	1								
PRIVY	0.145887	0.367126	1							
CAP	0.290444	0.515025	0.551246	1						
TUR	-0.093118	0.212551	0.146075	0.008260	1					
VALU	0.099394	0.527680	0.578990	0.555377	0.491938	1				
GOV	0.178724	0.355335	0.359121	0.314424	-0.114019	0.169212	1			
INF	0.011417	-0.084259	-0.031045	-0.089324	-0.019991	-0.063964	-0.061821	1		
INV	-0.072237	0.555020	0.431650	0.229062	0.234470	0.390319	0.109771	-0.096977	1	
TRADE	0.067704	0.599956	0.509780	0.506116	-0.127858	0.336791	0.166840	-0.127295	0.284578	1

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

تكشف النتائج الموضح في الجدول (III-9) عدم وجود مشاكل تتعلق بارتباط قوي بين المتغيرات المفسرة

ويعتبر هذا الأمر جيد.

2. اختبار التجانس ل Hsiao:

تتمثل الخطوة الأولى في إجراء اختبار التجانس من أجل تحديد جودة النموذج والتحقق من إذا كان النموذج النظري المدروس متطابق بالنسبة لكل الدول أو ما إذا كانت هناك ميزة خاصة بكل دولة، ويتم ذلك من خلال اختبار Hsiao للتجانس على ثلاث مراحل:

المرحلة الأولى: اختبار فرضية بنية التجانس العام (الثوابت والمعاملات متطابقة):

$$H_0^1: \alpha_i = \alpha , \beta_i = \beta , \forall_i \in [1, N]$$

حيث نستخدم إحصائية Fisher لاختبار (K+1) (N-1) قيد خطي. مع افتراض أن البواقي مستقلة التوزيع

في البعدين 1 و t. وأنها تتبع توزيع طبيعي بتوقع معدوم وتباين محدد δ_i^2 .

وبعد حساب مجموع مربعات بواقى النموذج المقيد $SCR_{1,c}$ في ظل الفرضية العدمية H_0^1 ، وتقدير النموذج باستخدام المربعات الصغرى العادية بتكديس المشاهدات، وحساب مجموع مربعات بواقى النموذج الغير مقيد والتي تعادل مجموع مربعات البواقى للنموذج المقدر على المعادلات الفردية. تحصلنا على القيمة الإحصائية ل Fisher كما يلي:

$$F_1 = 2,58 > F_{(144, 500)}^{0,05} \approx 1,21$$

وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية H_0^1

المرحلة الثانية، نتجه نحو الفرع الأيسر لمخطط Hsiao، من أجل اختبار تجانس المعلمات β_i :

$$H_0^2: \beta_i = \beta \dots \dots \forall i \in [1, N]$$

إذن إحصائية Fisher (F_2) لتجانس المعاملات β_i تتبع توزيع Fisher مع $K(N-1)$ وعند درجة حرية $(NT-N)(K+1)$ ، بحيث تأخذ الصيغة التالية:

$$F_2 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1) / [(N - 1)K]}{SCR_1 / [NT - N(K + 1)]}$$

بحيث: SCR_1 يمثل مجموع مربعات البواقى للنموذج (1) ، و $SCR_{1,c}$ يمثل مجموع مربعات بواقى النموذج

المقيد بـ:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_i' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

وبتقدير نموذج التأثيرات الثابتة الفردية، نجد:

$$F_2 = 0,97 < F_{(120,500)}^{0,05} \approx 1,26$$

وبالتالي يتم قبول الفرضية العدمية H_0^2 و التوجه نحو الفرع الأيمن من مخطط Hsiao:

أما المرحلة الثالثة، اختبار تجانس الثوابت α_i : تعتمد هذه الخطوة على تحديد مساواة الثوابت الفردية في ظل

فرضية المعاملات β_i المشتركة لكل المفردات، بحيث تعطى الفرضية العدمية بالصيغة التالية:

$$F_3 = 5,19 > F_{(24,620)}^{0,05} \approx 1,54$$

وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية H_0^3 ، واعتبار نموذج البانل مع التأثيرات الفردية و يمثل بالصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

الجدول رقم (III-10): نتائج اختبارات التجانس Hsiao (1986)

الاختبار	الإحصائية المحسوبة	الإحصائية المجدولة	النتيجة
F_1	2,58	$F_{(144, 500)}^{0,05} \approx 1,21$	رفض الفرضية H_0^1
F_2	0,97	$F_{(120,500)}^{0,05} \approx 1,26$	قبول الفرضية H_0^2
F_3	5,19	$F_{(24,620)}^{0,05} \approx 1,54$	رفض الفرضية H_0^3

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

3. دراسة الاستقرار والتكامل المشترك:

1.3. استقرار السلاسل الزمنية المقطعية:

قبل شروع في تقدير النموذج ينبغي أولاً دراسة استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية، وذلك من أجل الكشف عن خصائص المتغيرات المستعملة في الدراسة، والتحقق من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرة المفسرة والمتغيرات التفسيرية. ويتم ذلك من خلال إجراء مجموعة من الاختبارات التكامل المشترك المطورة والمذكورة سابقاً. وسنستعين في دراستنا هذه بالاختبارات الأكثر استعمالاً والمتمثلة في اختبار (IPS) Im, Pasaran and Shin، اختبار Levin, Lin and Chu (LLC)، واختبار Fisher ADF. ويبين الجدول (III-11) النتائج المتوصل إليها، حيث تمثل القيم الأولى قيمة الإحصائية، بينما تمثل القيم بين قوسين قيمة الاحتمال لكل إحصائية:

الجدول رقم (III-11): نتائج اختبارات LLC ، IPS ، و ADF Fisher الخاصة باستقرارية بيانات

Panel

عند الفارق الأول			عند المستوى				
ADF	IPS	LLC	ADF	IPS	LLC		
***237.147 (0.0000)	***11.1669- (0.0000)	***15.9981- (0.0000)	37.8891 (0.8957)	5.64826 (1.0000)	0.61265 (0.7299)	قاطع	Log RGDPP
***319.353 (0.0000)	***8.46853- (0.0000)	***13.0353- (0.0000)	***83.5907 (0.0020)	**2.27470- (0.0115)	2.50405- (0.1561)	قاطع واتجاه	
***173.721 (0.0000)		***7.36111- (0.0000)	1.56096 (1.0000)		9.65239 (1.0000)	بدون	
***198.845 (0.0000)	***10.0179- (0.0000)	***5.74338- (0.0000)	50.0625 (0.4709)	0.96661 (0.8331)	0.54407- (0.2932)	قاطع	M2
***151.288 (0.0000)	***7.46029- (0.0000)	***3.52799- (0.0002)	48.5862 (0.5302)	0.03541 (0.5141)	0.26624 (0.6050)	قاطع واتجاه	
***278.356 (0.0000)		***14.0546- (0.0000)	11.6429 (1.0000)		4.33481 (1.0000)	بدون	
***168.370 (0.0000)	***8.47650- (0.0000)	***5.64112- (0.0000)	48.3375 (0.5403)	0.60407 (0.7271)	0.12581 (0.5501)	قاطع	PRIVY
***122.199 (0.0000)	***5.95927- (0.0000)	***3.56405- (0.0002)	56.5256 (0.2444)	0.35513- (0.3612)	0.07375- (0.4706)	قاطع واتجاه	
***263.146 (0.0000)		***12.9589- (0.0000)	19.4868 (1.0000)		2.63780 (0.9958)	بدون	
310.891 (0.0000)	***15.5831- (0.0000)	14.1950- (0.0000)	*57.5189 (0.0675)	1.49473- (0.2168)	**1.80298- (0.0357)	قاطع	CAP
***239.143 (0.0000)	***12.8032- (0.0000)	***11.3109- (0.0000)	53.9376 (0.3263)	0.83115- (0.2029)	0.59380- (0.2763)	قاطع واتجاه	
***446.895 (0.0000)		***21.1392- (0.0000)	33.4027 (0.9657)		0.60766- (0.2717)	بدون	
***296.854 (0.0000)	***14.9350- (0.0000)	***10.9537- (0.0000)	***85.3794 (0.0013)	***3.74251- (0.0001)	***2.94696- (0.0016)	قاطع	TUR
***225.516 (0.0000)	***12.0163- (0.0000)	***7.61014- (0.0000)	**70.0349 (0.0322)	**2.32093- (0.0101)	0.94443- (0.1725)	قاطع واتجاه	
***437.067 (0.0000)		***20.4358- (0.0000)	**62.1202 (0.0167)		***2.97729- (0.0015)	بدون	
***258.175 (0.0000)	***13.1189- (0.0000)	***13.8335- (0.0000)	37.7822 (0.8980)	0.37539 (0.6463)	*1.30928- (0.0952)	قاطع	TRADE

***198.486 (0.0000)	***10.6673- (0.0000)	***12.0062- (0.0000)	53.4517 (0.3431)	0.55265- (0.2903)	0.77204- (0.2200)	قاطع واتجاه	
***369.963 (0.0000)		***18.0088- (0.0000)	21.7738 (0.9998)		1.03620 (0.8499)	بدون	
864.174 (0.0000)	193.158- (0.0000)	681.953- (0.0000)	***143.318 (0.0000)	***206.057- (0.0000)	***519.918- (0.0000)	قاطع	INF
808.580 (0.0000)	192.924- (0.0000)	618.737- (0.0000)	***610.640 (0.0000)	***228.523- (0.0000)	***708.530- (0.0000)	قاطع واتجاه	
498.897 (0.0000)		606.505- (0.0000)	***169.191 (0.0000)		***228.970- (0.0000)	بدون	
273.368 (0.0000)	13.8979- (0.0000)	16.1310- (0.0000)	***102.562 (0.0000)	***4.02343- (0.0000)	***3.19813- (0.0007)	قاطع	INV
204.332 (0.0000)	10.7024- (0.0000)	13.1191- (0.0000)	***89.3595 (0.0005)	***3.13061- (0.0009)	***2.71969- (0.0033)	قاطع واتجاه	
397.592 (0.0000)		20.4457- (0.0000)	*34.0776 (0.0585)		**0.28122 (0.0107)	بدون	
***203.937 (0.0000)	***10.4689- (0.0000)	***8.51498- (0.0000)	62.0687 (0.1176)	**1.73669- (0.0412)	*1.50158- (0.0666)	قاطع	GOV
***146.475 (0.0000)	***7.61365- (0.0000)	***5.95337- (0.0000)	50.5266 (0.4526)	0.73348- (0.2316)	0.10392- (0.4586)	قاطع واتجاه	
***322.369 (0.0000)		***16.4440- (0.0000)	20.0137 (1.0000)		1.50153 (0.9334)	بدون	
***237.568 (0.0000)	***11.9985- (0.0000)	***11.5302- (0.0000)	***107.336 (0.0000)	***4.89510- (0.0000)	***6.00392- (0.0000)	قاطع	INST
***200.423 (0.0000)	***10.5711- (0.0000)	***10.4129- (0.0000)	**72.7080 (0.0196)	**2.19388- (0.0141)	***4.15007- (0.0000)	قاطع واتجاه	
***349.067 (0.0000)		***17.0412- (0.0000)	***133.463 (0.0000)		***5.41001- (0.0000)	بدون	
***226.973 (0.0000)	***11.5059- (0.0000)	***10.3881- (0.0000)	***78.3028 (0.0064)	***3.18202- (0.0007)	***3.53901- (0.0002)	قاطع	VALU
***161.559 (0.0000)	***8.21828- (0.0000)	***7.81042- (0.0000)	**72.6027 (0.0200)	***2.40278- (0.0081)	*1.59222- (0.0557)	قاطع واتجاه	
***357.372 (0.0000)		***17.5212- (0.0000)	**71.8034 (0.0233)		***3.47622- (0.0003)	بدون	

*** معنوية عند 1%، ** معنوية عند 5%، * معنوية عند 10%.

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

من خلال الجدول رقم (III- 11) يظهر أن النتائج الاختبارات تتطابق، حيث تشير إلى غياب جذر الوحدة على مستوى المتغيرات المدروسة التالية: معدل الدوران في البورصة TUR، حجم التداول في البورصة TVALU، معدل التضخم INF، معدل الاستثمار INV، ومؤشر نوعية المؤسسات INST. مما يعني استقرار هذه المتغيرات عند المستوى أي رفض فرضية العدم لوجود جذر الوحدة. أما باقي المتغيرات والمتمثلة في: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، النقود وأشبه النقود M2/GDP، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص PRIVY، رسملة البورصة CAP، الانفتاح التجاري Trade، والإنفاق الحكومي GOV، فبينت النتائج أنها غير مستقرة عند المستوى أي أنها تحتوي على جذور الوحدة مما يستدعي القيام بالفروق من الدرجة الأولى، لتصبح بذلك مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى.

2.3. اختبار التكامل المشترك:

بعد إجراء اختبارات الاستقرارية تبين وجود بعض المتغيرات المتكاملة من الدرجة الأولى، مما يعني ضرورة القيام باختبار علاقات التكامل المشترك بين هذه المتغيرات وذلك بالاستعانة باختبار Pedroni والذي يركز على اختبارات جذر الوحدة للبواقي المقدر، وتظهر النتائج المتحصل عليها كما يلي:

الجدول رقم (III- 12): نتائج اختبار التكامل المشترك ل Pedroni

اختبار Pedroni				
داخل الفرديات	الإحصائية	الاحتمال	الإحصائية المرجحة (Weighted)	الاحتمال
إحصائية V	9.897301	0.0000	7.668299	0.0000
إحصائية RHO	3.963229	1.0000	3.626599	0.9999
إحصائية PP	0.083316	0.5332	0.714102-	0.2376
إحصائية ADF	0.819306-	0.2063	1.207651	0.8864
بين الفرديات	الإحصائية	الاحتمال	الاحتمال	الاحتمال
إحصائية RHO	5.343919		1.0000	
إحصائية PP	1.673016-		0.0472	
إحصائية ADF	0.554711		0.7105	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

تشير النتائج المبينة في الجدول (III-12) إلى غياب علاقات تكامل مشترك بين المتغيرات المدروسة والمتكاملة من نفس الدرجة والمتمثلة في: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، النقود وأشبه النقود M2/GDP، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص PRIVY، رسملة البورصة CAP، الانفتاح التجاري Trade، والإنفاق الحكومي GOV. حيث تظهر احتمالية إحصائية أغلب الاختبارات والمتمثلة في V، RHO، PP و ADF أكبر من 5% مما يعني قبول الفرضية العدمية والتي تنص على عدم وجود علاقات تكامل متزامن داخل الفرديات، نفس الأمر بين الفرديات، حيث تظهر احتمال أغلبية الإحصائيات والمتمثلة في إحصائية RHO، ADF أكبر من 5% مما يعني رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية العدمية، وبالتالي عدم وجود علاقات تكامل مشترك بين المتغيرات السابقة الذكر بين الفرديات.

4. نتائج تحليل المركبات الأساسية:

نستخدم في هذه الدراسة طريقة التحليل بالمركبات الأساسية من أجل بناء مؤشر مركب لقياس نوعية المؤسسات، ومؤشر مركب لقياس التطور المصرفي ومؤشر مركب لقياس تطور الأسواق المالية.

1.4. المؤشر المركب لنوعية المؤسسات:

سنقوم ببناء مؤشر مركب لقياس نوعية المؤسسات باستخدام منهجية التحليل بالمركبات الأساسية اعتماداً على خمس مؤشرات لنوعية المؤسسات الصادرة عن الدليل الدولي للمخاطر القطرية والمتمثلة في: نوعية البيروقراطية (Quality of bureaucracy)، القانون والنظام (Law and order)، الفساد (Corruption)، المساءلة الديمقراطية (Democratic accountability)، الملف الاستثماري (Investment profile).

من خلال النتائج المبينة في الجدول (III-13)، تبين القيم النقية أن المركبة الأساسية الأولى تفسر حوالي 44,04% من التباين الإجمالي للبيانات الأصلية، وبالتالي فمؤشر نوعية المؤسسات المستخرج انطلاقاً من المركبة الأساسية الأولى يعتبر أكثر ملائمة لقياس نوعية المؤسسات، وبالتالي فقط المعلومات المرتبطة بالمركبة الأساسية الأولى ستأخذ بعين الاعتبار عند تكوين مؤشر نوعية المؤسسات.

الجدول رقم (III-13): نتائج التحليل باستخدام المركبات الأساسية للمؤشر المركب للمؤسسات (INST)

نسبة التراكم Cumulative Proportion	قيمة التراكم Cumulative Value	النسبة Proportion	التباين Difference	القيم النقية Eigenvalues	المركبات الأساسية
0.4404	2.202143	0.4404	1.150822	2.202143	1
0.6507	3.253464	0.2103	0.256608	1.051321	2
0.8096	4.048178	0.1589	0.265095	0.794713	3
0.9156	4.577795	0.1059	0.107413	0.529618	4
1.0000	5.000000	0.0844	---	0.422205	5

عدد الملاحظات: 650 عدد المركبات الأساسية: 05

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

2.4. المؤشر المركب للتطور المصرفي:

سنقوم ببناء مؤشر مركب لقياس التطور المصرفي باستخدام منهجية التحليل بالمركبات الأساسية اعتماداً على مؤشري تطور القطاع المصرفي المستخدمة في الدراسة، والمتمثلة في: النقود وأشباه النقود إلى إجمالي الناتج المحلي M2، والائتمان الممنوح للقطاع الخاص نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي PRIVY.

الجدول رقم (III-14): نتائج التحليل باستخدام المركبات الأساسية للمؤشر المركب للتطور المصرفي

(BANK)

نسبة التراكم Cumulative Proportion	قيمة التراكم Cumulative Value	النسبة Proportion	التباين Difference	القيم النقية Eigenvalues	المركبات الأساسية
0.8839	1.767725	0.8839	1.535450	1.767725	1
1.0000	2.000000	0.1161	---	0.232275	2

عدد الملاحظات: 650 عدد المركبات الأساسية: 02

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

تشير النتائج المبينة في الجدول (III - 14)، أن المركبة الأساسية الأولى هي الوحيدة التي لديها قيم نقية عالية وتفسر 88,39% من التباين في البيانات الأصلية، وبالتالي فمؤشر التطور المصري المستخرج انطلاقاً من المركبة الأساسية الأولى يعتبر أكثر ملائمة لقياس التطور المصري، وعليه فقط المعلومات المرتبطة بالمركبة الأساسية الأولى ستأخذ بعين الاعتبار عند تكوين مؤشر التطور المصري.

3.4. المؤشر المركب لتطور الأسواق المالية:

سنقوم ببناء مؤشر مركب لقياس تطور الأسواق المالية باستخدام منهجية التحليل بالمركبات الأساسية اعتماداً على مؤشرات تطور الأسواق المالية المستخدمة في الدراسة، المتمثلة في: رسملة البورصة إلى إجمالي الناتج المحلي CAP، حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي TVALU، معدل الدوران في البورصة TUR.

الجدول رقم (III - 15): نتائج التحليل باستخدام المركبات الأساسية للمؤشر المركب لتطور الأسواق المالية (MARKET)

المركبات الأساسية	القيم النقية Eigenvalues	التباين Difference	النسبة Proportion	قيمة التراكم Cumulative Value	نسبة التراكم Cumulative Proportion
1	1.828367	0.842966	0.6095	1.828367	0.6095
2	0.985400	0.799167	0.3285	2.813767	0.9379
3	0.186233	---	0.0621	3.000000	1.0000

عدد الملاحظات: 650 عدد المركبات الأساسية: 02

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

تشير النتائج المبينة في الجدول (III - 15)، أن المركبة الأساسية الأولى هي الوحيدة التي لديها قيم نقية عالية وتفسر 60,95% من التباين في البيانات الأصلية، وبالتالي فمؤشر تطور الأسواق المالية المستخرج انطلاقاً من المركبة الأساسية الأولى يعتبر أكثر ملائمة لقياس تطور الأسواق المالية، ذلك أن لديه أقصى قوة تفسيرية، وعليه فقط المعلومات المرتبطة بالمركبة الأساسية الأولى ستأخذ بعين الاعتبار عند تكوين مؤشر تطور الأسواق المالية.

5. تقدير Dynamic Data Model:

وقد حاولنا في البداية من خلال هذه الدراسة اختبار فرضية وجود تأثير إيجابي للتطور المالي بمختلف جوانبه (تطور القطاع المصرفي وتطور الأسواق المالية) على النمو الاقتصادي، وذلك من خلال تقدير النموذج باستخدام مؤشر من مؤشرات قياس التطور المالي، في كل مرة. حيث استخدمنا في التحديد الأول (1) مؤشر M2/GDP كمؤشر لقياس التطور المالي، وفي التحديدات (2)، (3)، (4)، (5)، (6)، (7) كل من الائتمان الخاص، مؤشر مركب لتطور القطاع المصرفي، رسملة البورصة، معدل الدوران في البورصة، حجم التداول في البورصة، مؤشر مركب لقياس تطور الأسواق المالية، على التوالي، كمؤشرات لقياس التطور المالي. (الجدولين رقم III-16، III-17)

ثم بعد ذلك قمنا بإعادة اختبار نفس الفرضية مع إدخال مؤشر نوعية المؤسسات والذي اعتبره La porta et al كمتغير شرطي في العلاقة بين التطور المالي و النمو الاقتصادي. (الجدولين رقم III-18، III-19).

1.5. تقدير أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي:

من خلال النتائج المتحصل عليها و الظاهرة في الجدولين رقم (III-16) و (III-17) يمكننا القول:

أولا بالنسبة لمواصفات وجودة النماذج المقدر، والتي تقاس من خلال قيمة إحصائية اختبار Sargan للتأكد من مدى ملائمة وجودة أدوات النموذج، واختبار Arellano and Bond (1991) للتأكد من عدم وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية في جميع النماذج المقدر بواسطة طريقة العزوم المعممة GMM، حيث تنص الفرضية العدمية لاختبار Sargan على أن الأدوات المستعملة في النموذج هي جيدة. أما بالنسبة لاختبار Arellano and Bond (1991) فتنص فرضيته العدمية على عدم وجود ارتباط تسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء، حيث تقبل الفرضية العدمية عندما تكون قيمة هذا الاختبار أكبر من 5%.

وقد بينت النتائج أن قيمة إحصائية كلا الاختبارين معنوية في جميع النماذج المقدر، أي عدم رفض فرضية العدم H_0 لكلا الاختبارين. مما يعني صلاحية المتغيرات المساعدة المستعملة في التقدير وعدم وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية في جميع النماذج المقدر، وبالتالي جودة النماذج المقدر وأيضا صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير.

كما تظهر معلمات جميع المتغيرات المفسرة للنمو (controle variable) معنوية وإشارتها متوافقة مع النظريات الاقتصادية، وهذا ما يؤكد على أن النموذج قادر على تفسير التغيرات التي تحدث في معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، وقدرة المتغيرات المفسرة للنمو على تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

الجدول رقم(III-16): نتائج تقدير أثر التطور المصرفي على النمو الاقتصادي باستخدام طريقة GMM

المتغير التابع: يتمثل في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDPP)			
	(1) FD = M2	(2) FD = PRIVY	(3) FD = BANK
RGDPP(-1)	1.018234*** (221.6941)	1.014033 *** (307.5641)	1.018336*** (319.7304)
M2	-1.177668*** (-4.079447)		
PRIVY		-0.799667*** (-7.309146)	
BANK			-31.37231*** (-5.957548)
TRADE	2.894511*** (15.01500)	2.757197*** (18.66994)	2.868765*** (18.86538)
INV	11.60185*** (23.14114)	12.30947 (19.82015)	12.05544*** (20.12293)
INF	-0.031278*** (-10.63974)	-0.026282*** (-11.39827)	-0.027726*** (-15.41608)
GOV	-19.99166*** (-20.95646)	-18.82774*** (-35.46197)	-19.05248*** (-28.00292)
N° of obs	600	600	600
AR(2) Arellano- Bond test (p-value)	0.3475	0.9965	0.9924
Sargan test (p- value)	0.458362	0.492447	0.463698

*** معنوية عند 1%، ** معنوية عند 5%، * معنوية عند 10%.

تمثل القيم بين قوسين قيمة (T-statistic)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

الجدول رقم (III-17): نتائج تقدير أثر تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي باستخدام طريقة GMM

المتغير التابع: يتمثل في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDPP)				
	(4) FD = CAP	(5) FD = TUR	(6) FD = TVALU	(7) FD = MARKET
RGDPP(-1)	1.007337*** (476.8483)	0.996640*** (93.19862)	1.009855*** (225.6128)	1.008998*** (196.4235)
CAP	0.177681*** (5.924480)			
TUR		1.051828*** (7.359218)		
TVALU			0.404761*** (3.029526)	
MARKET				14.16419*** (4.850354)
TRADE	2.429270*** (29.87707)	2.904249*** (4.831382)	2.456788*** (16.80739)	2.416403*** (19.19312)
INV	11.74485*** (40.45515)	11.64818*** (26.58717)	11.01424*** (15.54030)	10.89818*** (15.74468)
INF	-0.024414*** (-12.38947)	-0.015286*** (-4.455747)	-0.022278*** (-10.52610)	-0.016137*** (-8.932194)
GOV	-19.91935*** (-41.00629)	-19.80714*** (-14.83358)	-19.80783*** (-38.15547)	-19.44065*** (-38.00225)
N° of obs	600	600	600	600
AR(2) Arellano-Bond test (p-value)	0.9048	0.8618	0.9978	0.8209
Sargan test (p-value)	0.510229	0.446165	0.583792	0.513560

*** معنوية عند 1%، ** معنوية عند 5%، * معنوية عند 10%.

تمثل القيم بين قوسين قيمة (T-statistic)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

– بالنسبة للانفتاح التجاري (Trade) المقاس بنسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي، فقد جاءت إشارته موجبة ومعنوية عند مستوى الاحتمال 1%، وهذا بالنسبة لجميع النماذج المقدرة. وهذا ما يتوافق مع الأدبيات الاقتصادية، التي نصت على أن الانفتاح التجاري يؤثر بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي. والدليل على

ذلك الدول المتقدمة التي تساهم بنسبة كبيرة في التجارة العالمية استطاعت تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة وعالية مقارنة بالدول النامية. حيث يظهر من خلال الجدولين السابقين أن الزيادة في معدل الانفتاح التجاري بنسبة 1% ساهم في رفع معدلات النمو الاقتصادي بمقدار يتراوح بين 2,41% و 2,90%.

— بالنسبة للمتغير الذي يقيس معدل الاستثمار INV، والمقاس بإجمالي تكوين رأس المال الثابت نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي، فقد جاءت إشارته موجبة ومعنوية عند المستوى 1%، وهذا ما يتوافق مع ما جاءت به الأدبيات الاقتصادية والتي نصت على وجود علاقة طردية بين الزيادة في معدلات الإنفاق الاستثماري والنمو الاقتصادي. حيث أن الزيادة في معدل الاستثمار بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بمعدل يتراوح بين 10,89% و 12,30%.

— أما بالنسبة لمؤشر الإنفاق الحكومي GOV والمقاس بالنفقات النهائية للاستهلاك العام للحكومة إلى إجمالي الناتج المحلي، فقد ظهرت إشارته سالبة ومعنوية عند 1%، وهذا ما يتوافق مع ما جاءت به الأدبيات النظرية الاقتصادية والتي نصت على أن الزيادة في معدل الإنفاق الحكومي يؤثر بشكل سلبي على النمو الاقتصادي، حيث كلما زادت هذه النفقات كلما زادت حاجة الدول للموارد المالية من أجل تغطية عجز الميزانية، كما أن زيادة الإنفاق الحكومي يؤثر بشكل سلبي على الإنفاق الاستثماري الخاص نتيجة للضرائب التي تفرضها الدولة والتي تستعملها لتمويل نفقاتها مما يخفض الحافز لدى القطاع الخاص للاستثمار. وقد بينت النتائج أن الزيادة في معدل الإنفاق الحكومي بنسبة 1% أدى إلى انخفاض نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة تتراوح بين 18,82% و 20%.

— أما بالنسبة لمعدل التضخم INF المقاس بالمستوى العام لأسعار الاستهلاك، فقد بينت النتائج وجود علاقة سلبية ومعنوية بينه وبين النمو الاقتصادي عند مستوى معنوية 1%، وهذا ما يتوافق مع الأدبيات النظرية الاقتصادية التي نصت على أنه كلما ارتفعت معدلات التضخم كلما أصبحت معدلات الفائدة الحقيقية سالبة مما يعكس سلبا على الاستثمار وبالتالي على النمو الاقتصادي في هذه الدول. كما تعتبر زيادة معدلات التضخم كمؤشر عن زيادة عدم الاستقرار المالي والذي يؤثر بشكل سلبي على النمو الاقتصادي. وقد بينت النتائج أن الزيادة في معدلات التضخم بنسبة 1% يؤدي إلى انخفاض نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنسبة تتراوح بين 0,01% و 0,03%.

أما بالنسبة لمؤشرات التطور المالي فقد أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية وذات دلالة معنوية بين تطور القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي، وهذا بالنسبة لجميع المؤشرات المستعملة لقياس تطور القطاع المصرفي: النقود وأشبه النقود

M2/GDP، الائتمان الخاص بالمنح للقطاع الخاص PRIVY، والمؤشر المركب لتطور القطاع المصرفي BANK. وعلاقة ايجابية وذات دلالة معنوية بين تطور الأسواق المالية و النمو الاقتصادي، و ذلك بالنسبة للمؤشرات الأربعة المستعملة في قياس تطور الأسواق المالية: رسملة البورصة CAP، حجم التبادل في البورصة TVALU، معدل الدوران TUR، و المؤشر المركب لتطور الأسواق المالية MARKET.

فبالنسبة للقطاع المصرفي فإن هذا التأثير السلبي القوي للقطاع المالي على النمو الاقتصادي يعني أن القطاع البنكي يعيق النمو الاقتصادي في دول العينة بدلا من تحفيزه، حيث تشير النتائج الواردة في الجدول (III-16)، إلى أن الزيادة في النسبة M2/GDP بنسبة 1% تسبب انخفاض في النمو الاقتصادي بنسبة 1,18%، كما تسبب ارتفاع حجم الائتمان المحلي للمنح للقطاع الخاص PRIVY بنسبة 1% في انخفاض النمو الاقتصادي بنسبة 0,80%، بينما تطور القطاع المصرفي ككل المقاس من خلال مؤشر التطور المصرفي المركب BANK فارتفاعه بنسبة 1% تسبب في انخفاض النمو الاقتصادي بنسبة 31,37%. و يمكن تفسير هذه النتائج بحقيقة ارتفاع درجة الكبح المالي في القطاع المصرفي في الدول النامية، حيث بالرغم من الإصلاحات التي انتهجتها هذه الدول من خلال تحرير القطاع المصرفي ورفع كافة القيود التي تعيق عمله بغرض رفع مساهمته في تعزيز النمو الاقتصادي، إلا أنه في الواقع لا يزال القطاع المصرفي في هذه الدول النامية تسيطر عليه البنوك العمومية التي تتميز بتدخل الحكومة في تخصيص وتوجيه الائتمان نحو الاستثمارات والقطاعات التي تراها ذات أولوية وتحديد أسعار الفائدة عند مستويات أقل من مستوياتها التوازنية، كما أن هذه البنوك العمومية يتم استغلالها من قبل الطبقة السياسية والسياسيون في هذه الدول سواء من خلال الاستيلاء على أموالها واستغلالها للقيام بمشاريع لصالحهم أو استخدامها لمنح قروض إلى مقترضين مؤيدين لسياساتهم دون مراعاة أخذ الضمانات المطلوبة وقدرة هؤلاء المقترضين على سداد ديونهم، الأمر الذي أثر سلبا على كفاءة تعبئة رؤوس الأموال وأعاق تخصيص الأمثل للائتمان نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية و ذات العائد العالي و التي تسمح بتحقيق معدلات نمو مرتفعة.

كما أن العوائق أمام دخول بنوك جديدة للقطاع المصرفي سواء كانت محلية أو أجنبية، والتدخل الحكومي المفرط في عمل القطاع المصرفي أثر سلبا على عمل البنوك التي تنشط في هذه الاقتصاديات وثبط المنافسة في هذا القطاع، كما يمكن أن ربط هذه النتائج إلى ضعف الإشراف البنكي والتنظيم في هذه الدول الذي يظهر من خلال ارتفاع حجم القروض المتعثرة (فعلى سبيل المثال في سنة 2008 بلغت القروض المتعثرة حوالي 16% و 15% من إجمالي القروض في تونس ومصر على التوالي). حيث أن هذا الأمر يمثل أحد العوامل الرئيسية التي تسببت في انخفاض الطلب على

تسهيلات الإيداع في الدول النامية وانخفاض قدرة المصارف على تحصيل المدخرات الخاصة بشكل فعال، وذلك نتيجة فقدان الأعوان الثقة في القطاع المصرفي. كما أن عدم استقرار الاقتصاد الكلي وارتفاع معدلات التضخم في الدول النامية يؤثر من ناحية على المقرضين نتيجة زيادة تكلفة الاحتفاظ بالأموال، ومن ناحية أخرى يؤثر على المقرضين نتيجة ارتفاع درجة عدم التأكد فيما يخص التوقعات حول عوائد المشاريع الاستثمارية التي يرغبون بالاقتراض من أجل تمويلها.

كما أن ارتفاع تكاليف الحصول على الائتمان المصرفي وكثرة الإجراءات المعقدة والضمانات المطلوبة، والبعد الجغرافي للفروع البنكية أثر سلباً على إمكانية وصول (نفاد) مختلف الأعوان الاقتصاديين للخدمات المالية المصرفية مما أثر سلباً على تطور القطاع المصرفي ومساهمته في النمو الاقتصادي في دول العينة. هذا إضافة إلى ضعف تنوع الخدمات والأدوات المالية المقدمة من قبل القطاع المصرفي الغير قادر على تلبية حاجات مختلف الأعوان وضعف التسويق البنكي المساعد على التعريف بهذه الخدمات للجمهور. كما أنه في الدول المسلمة، عدم توفر مصارف إسلامية تتعامل وفق الشريعة الإسلامية شكل حاجز أمام وصول الأفراد -الذين يرفضون التعامل مع البنوك التقليدية الربوية- للخدمات المالية. هذا إضافة إلى النمو البطيء والغير متوازن في دول العينة والذي أضعف العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

كل هذه العوامل أثرت سلباً على تطور القطاع المالي وحدثت من قدرته على القيام بوظائفه ومن تم المساهمة في تعزيز النمو الاقتصادي.

أما بالنسبة لتطور الأسواق المالية فقد أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ومعنوية بينها وبين النمو الاقتصادي، حيث أن زيادة رصمة البورصة CAP بنسبة 1% ساهم في زيادة النمو الاقتصادي بنسبة 0,17%، كما أن الزيادة في حجم التبادل في البورصة TVALU بنسبة 1% ساهم في رفع النمو الاقتصادي بنسبة 1,05%، كما أن زيادة معدل الدوران في البورصة TUR بنسبة 1% ساهم في رفع النمو الاقتصادي بنسبة 0,4%، بينما ساهم تطور الأسواق المالية ككل و المقاس من خلال المؤشر المركب لتطور الأسواق المالية MARKET بنسبة 1% ساهم في رفع النمو الاقتصادي بنسبة 14,16%.

و يمكن تفسير هذا التأثير الايجابي لتطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، بأن هذه الأسواق تساهم في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي على نحو أفضل ذلك أنها توفر الفرصة للمستثمرين والمدخرين لتنوع محافظهم المالية مما يقلل من درجة المخاطرة، وذلك من خلال زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم من حيث المخاطرة، العائد والسيولة. كما توفر الأسواق المالية معلومات حول نوعية الاستثمارات وعن الشركات التي تتداول أوراقها المالية

فيها، وتتميز بقدرتها على توفير سيولة عالية لحاملي الأوراق المالية نتيجة قدرتهم على بيع والتخلص من أصولهم بسهولة وبسرعة، الأمر الذي يشجع ويحفز المستثمرين وصغار المدخرين على استثمار أموالهم في شراء الأوراق المالية التي تطرحها الشركات للبيع في الأسواق المالية. كما أن للأسواق المالية قدرة أكبر على توفير التمويل المشاريع الكبيرة وطويلة الأجل والتي تتطلب ضخ رؤوس أموال كبيرة وبشكل مستمر لفترات طويلة، ذلك أن المدخرين لا يفضلون فقدان السيطرة على مدخراتهم لمدة طويلة بينما توفر الأسواق المالية العالية السيولة لهؤلاء إمكانية بيع أوراقهم المالية و تسيلها متى ما شاءوا بسهولة وبتكلفة منخفضة.

وتتميز الأسواق المالية عن المصارف بانخفاض تدخل الدولة في عملها مقارنة بالمصارف، وانخفاض درجة الرقابة الصارمة التي تفرضها البنوك على أصحاب المشاريع. هذا إضافة إلى أن هذه الأسواق نوعا ما توفر للمستثمرين إمكانية استثمار أموالهم في اقتناء أوراق مالية تتوافق مع تعاليم الشريعة الإسلامية (في الدول المسلمة)، على سبيل المثال شراء الأسهم والتي من تتميز بتقاسم الربح والخسارة.

2.5. تقدير أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في ظل شرط الإطار المؤسسي:

سنقوم بإدخال مؤشر الإطار المؤسسي (نوعية المؤسسات)، والذي اعتبرته العديد من الدراسات الحديثة بمثابة شرط لتطور القطاع المالي وتأثيره الإيجابي على النمو الاقتصادي. وذلك من أجل قياس أثر تفاعل التطور المالي ونوعية المؤسسات على النمو الاقتصادي.

من خلال النتائج المتحصل عليها و الظاهرة في الجدولين رقم (III-18)، (III-19)، يمكننا القول:

بالنسبة لمواصفات وجودة النماذج المقدر، والتي تحدد من خلال قيمة إحصائية اختبار Sargan للتأكد من مدى ملائمة وجودة أدوات النموذج، والذي تنص فرضيته العدمية على أن الأدوات المستعملة في النموذج جيدة، واختبار Arellano and Bond (1991) للتأكد من عدم وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية، والذي تنص فرضيته العدمية على عدم وجود ارتباط تسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء. فقد بينت النتائج عدم رفض فرضية العدم H_0 لكلا الاختبارين، وفي جميع النماذج المقدر. مما يعني صلاحية المتغيرات المساعدة المستعملة في التقدير وعدم وجود ارتباط تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية في جميع النماذج المقدر، وبالتالي جودة النماذج المقدر وأيضا صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير.

كما تظهر معلمات المتغيرات المفسرة للنمو المستعملة في النموذج (الانفتاح التجاري، التضخم، الإنفاق الحكومي، الاستثمار) معنوية و إشارتها متوافقة مع النظريات الاقتصادية، و هذا ما يؤكد على أن النموذج قادر على تفسير التغيرات التي تحدث في معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي.

الجدول رقم (III-18): نتائج تقدير أثر التطور المصرفي على النمو الاقتصادي في ظل شرط الإطار

المؤسساتي باستخدام طريقة GMM

المتغير التابع: يتمثل في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDPP)			
	(1) FD = M2	(2) FD = PRIVY	(3) FD = BANK
RGDPP(-1)	1.025528*** (107.5044)	1.018056*** (74.23908)	1.019577*** (39.34495)
M2	-1.130644*** (-4.475586)		
PRIVY		-0.943156*** (-3.854460)	
BANK			-30.17266** (-2.089042)
INST	-19.52268*** (-3.363981)	-17.38779** (-2.126000)	-5.848995** (-2.223435)
M2*INST	0.095662*** (6.204229)		
PRIVY*INST		0.170795*** (3.225212)	
BANK*INST			4.025086* (1.890867)
TRADE	2.606814*** (8.341699)	2.392272*** (6.512640)	2.451099*** (5.591238)
INV	12.05333*** (21.31541)	13.08441*** (16.15823)	12.32300*** (7.540848)
INF	-0.039268*** (-15.97046)	-0.037181*** (-10.31580)	-0.038325*** (-11.10869)
GOV	-20.80209*** (-30.72321)	-19.50094*** (-21.48745)	-18.94161*** (-5.349275)
AR(2) Arellano-Bond test (p-value)	0.9769	0.9971	0.9983
Sargan test (p-value)	0.418600	0.408104	0.422401

*** معنوية عند 1%، ** معنوية عند 5%، * معنوية عند 10%.

تمثل القيم بين قوسين قيمة (T-statistic)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

الجدول رقم (III-19): نتائج تقدير أثر تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في ظل شرط

الإطار المؤسسي باستخدام طريقة GMM

المتغير التابع: يتمثل في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (RGDPP)				
	(4) FD =CAP	(5) FD =TUR	(6) FD=TVALU	(7) FD=MARKET
RGDPP(-1)	1.012875*** (100.1505)	1.014443*** (36.04320)	1.008641*** (58.98168)	1.015336*** (95.88060)
CAP	0.597757*** (19.52231)			
TUR		1.435561*** (6.745644)		
TVALU			1.138128*** (6.766308)	
MARKET				18.45243* (1.765078)
INST	-22.35143*** (-4.975154)	-28.15163*** (-6.753809)	-12.70327 *** (-10.99808)	-11.87335*** (-4.005691)
CAP*INST	0.300630*** (5.712543)			
TUR*INST		0.386868*** (3.413552)		
TVALU*INST			0.305117*** (6.561787)	
MARKET*INST				4.785239** (2.219547)
TRADE	2.174763*** (5.512776)	3.293056*** (3.113698)	2.155029*** (5.091575)	2.072124*** (5.390246)
INV	12.40116*** (10.90814)	10.23851*** (4.584449)	12.10429*** (14.49343)	11.06133*** (9.904090)
INF	-0.044845*** (-9.695557)	-0.013354*** (-2.861177)	-0.031255*** (-5.404665)	-0.023197*** (-6.265618)
GOV	-20.51186*** (-21.50477)	-18.83833*** (-3.980840)	-21.30391*** (-16.37951)	-20.04294*** (-21.90226)
AR(2) Arellano- Bond test (p-value)	0.9961	0.3950	0.9831	0.9932
Sargan test (p- value)	0.477726	0.479705	0.418470	0.349886

*** معنوية عند 1%، ** معنوية عند 5%، * معنوية عند 10%.

تمثل القيم بين قوسين قيمة (T-statistic)

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاختبارات باستخدام برنامج Eviews

أما بالنسبة للمؤشر الذي يقيس نوعية المؤسسات INST والذي من المفترض أن تكون له علاقة ايجابية مع النمو الاقتصادي حيث كلما تطورت نوعية المؤسسات والمقاسة من خلال درجة حماية حقوق الملكية، سيادة القانون، البيروقراطية الفعالة، الشفافية الحكومية، انعدام القيود السياسية على السلطة التنفيذية، كلما كان ذلك مؤشر جيد عن وجود مؤسسات فعالة مما يعزز ثقة الأفراد والمستثمرين في المناخ الاستثماري وبيئة الأعمال في الدولة المعنية والنظام المالي، وينعكس بشكل إيجابي على النمو الاقتصادي. بينما أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية وذات دلالة معنوية بين نوعية المؤسسات والنمو الاقتصادي وذلك في جميع النماذج المقدرة. وذلك عكس ما تنص عليه الأدبيات الاقتصادية. ويفسر هذا الأمر بضعف البيئة المؤسساتية في دول العينة، نتيجة انتشار الفساد، ضعف حماية حقوق الملكية، ضعف سيادة القانون، عدم الاستقرار السياسي، ...، مما أثر سلباً على معدلات النمو في هذه الدول.

كما أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لتطور القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي في دول العينة وهي نفس النتائج المتحصل عليها سابقاً، بينما بالنسبة لحد التفاعل بين مؤشرات تطور القطاع المصرفي ومؤشرات الإطار المؤسساتي، فقد ظهرت إشارته موجبة بالنسبة لجميع المؤشرات المستعملة. فبالنسبة لمؤشر M2، فإن ارتفاع قيمة هذا المؤشر كان له تأثير سلبي حيث خفض معدل النمو الاقتصادي بنسبة 1,13%، بينما نوعية المؤسسات خفف من هذا التأثير السلبي بنسبة 0,09%. و بالنسبة لمؤشر الائتمان الخاص PRIVY فإن ارتفاعه بنسبة 1% أدى إلى انخفاض النمو الاقتصادي بنسبة 0,94%، بينما الإطار المؤسساتي خفف من هذا التأثير السلبي بنسبة 0,17%. أما بالنسبة للمؤشر المركب للتطور المصرفي BANK فإن ارتفاعه بنسبة 1% أدى إلى انخفاض النمو الاقتصادي بنسبة 30,17%، بينما نوعية المؤسسات خفضت من هذا التأثير السلبي بنسبة 4,02%.

مما يعني أن تطور القطاع المصرفي أثر سلباً على النمو الاقتصادي والبيئة المؤسساتية خففت من هذا التأثير السلبي، أي أن تطوير وتحسين نوعية المؤسسات في دول العينة يمكن أن يخفف بشكل كبير للغاية من التأثير السلبي لتطور القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي. ويمكن القول أن التأثير السلبي لتطور القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي في دول العينة معنوي وقوي بسبب ضعف البيئة المؤسساتية في هذه الدول.

أما بالنسبة لمؤشرات تطور الأسواق المالية فقد أظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية بينها وبين النمو الاقتصادي، وذلك بالنسبة لجميع النماذج المقدرة وباستعمال مختلف مؤشرات تطور الأسواق المالية. أما بالنسبة لحد التفاعل بين مؤشرات قياس تطور الأسواق المالية ومؤشرات قياس نوعية المؤسسات، فقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة ايجابية بينه وبين النمو الاقتصادي، أما بالنسبة للأسواق المالية، فإن ارتفاع قيمة مؤشر رسملة البورصة CAP بنسبة 1%، أثر

بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي حيث ساهم في رفعه بنسبة 0,59%، بينما الإطار المؤسساتي عزز من هذا التأثير الايجابي بنسبة 0,30%. وبالنسبة لمؤشر حجم التداول TVALU فإن ارتفاعه بنسبة 1% أدى إلى ارتفاع النمو الاقتصادي بنسبة 1,14%، والإطار المؤسساتي عزز من هذا التأثير الايجابي بنسبة 0,31%. كما أن ارتفاع معدل دوران البورصة ساهم في رفع النمو الاقتصادي بنسبة 1,44%، والإطار المؤسساتي عزز من هذا التأثير الايجابي بنسبة 0,37%. أما بالنسبة للمؤشر المركب لتطور الأسواق المالية ككل فإن ارتفاعه بنسبة 1% ساهم في رفع النمو الاقتصادي بنسبة 18,45%، والإطار المؤسساتي عزز من هذا التأثير الايجابي بنسبة 4,79%.

مما يعني أن تطور الأسواق المالي يؤثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي والإطار المؤسساتي يعزز هذا التأثير الايجابي. وأن توفير المزيد من التنمية المؤسساتية من خلال العمل على إقامة نظام قانوني يعزز حماية حقوق الملكية والدائنين والمستثمرين، الحد من الفساد، توفير الاستقرار السياسي، العمل على سيادة القانون، وإصلاح النظام القضائي، والسهر على إنفاذ العقود، يمكن أن يساعد على تعزيز التأثير الايجابي لتطور الأسواق المالية ومساهمته في النمو الاقتصادي في دول العينة.

وتتوافق النتائج المتحصل عليها مع التوقعات النظرية و الأعمال المقدمة من قبل La porta et al (1997،1998)، و Levine et al (2000) والذين أكدوا على أن البيئة المؤسساتية والقانونية السليمة تعزز من التأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي. كما تدعم النتائج المتحصل عليها تلك المقدمة من قبل Gazdar (2011) Kaouther والتي أكدت على وجود تأثير سلبي لتطور كل من القطاع المصرفي والأسواق المالية على النمو الاقتصادي في دول MENA، وأن المؤسسات خففت من هذا التأثير السلبي في هذه المنطقة.

خاتمة الفصل:

نتيجة للجدل القائم بين الاقتصاديين حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي و النمو الاقتصادي، قدمت خلال السنوات الماضية الأخيرة العديد من الدراسات التجريبية التي تناولت موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وبالرغم من اختلاف وتضارب النتائج المتوصل إليها إلا أن أغلبها أجمع على الأهمية الكبيرة لتوفر نظام مالي متطور في دفع عجلة النمو الاقتصادي. وقد حاولنا من خلال هذا الفصل تقديم مساهمة إلى الدراسات التجريبية السابقة من خلال إجراء دراسة قياسية بهدف إعادة اختبار أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية والتحقق من صحة فرضية أن المؤسسات تعتبر متغير شرطي في العلاقة بين التمويل والنمو، وذلك باستعمال بيانات البانل لعينة من 25 دولة نامية خلال الفترة 1989-2014، وباستعمال نموذج ديناميكي وثلاث مؤشرات لقياس تطور القطاع المصرفي وأربع مؤشرات لقياس تطور الأسواق المالية، ومؤشر مركب لقياس نوعية المؤسسات تم الحصول عليه بناء على تحليل المركبات الأساسية لخمس مؤشرات لقياس الإطار المؤسساتي الصادرة عن الدليل الدولي للمخاطر القطرية.

وباستخدام طريقة العزوم المعممة للتقدير GMM، أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين تطور القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في دول العينة وعلاقة ايجابية بين تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في دول العينة. بينما عند إدخال حد التفاعل بين الإطار المؤسساتي ومؤشرات التطور المالي، أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لتطور القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي وأن المؤسسات تخفف من هذا التأثير السلبي، كما أظهرت النتائج تأثير ايجابي لتطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي وأن المؤسسات تعزز من هذا التأثير الايجابي. وتدعم هذه النتائج ما توصلت إليه الدراسات المقدمة من قبل La porta et al (1997، 1998)، Levine (1998)، Levine (1999)، Demetriades and Law (2006)، Hasan, Wachtel and Zhou (2009)، و Gazdar Kaouthar (2011)، والتي نصت على أن الإطار المؤسساتي يعتبر شرط أساسي لتطور النظام المالي ورفع مساهمته في تعزيز النمو الاقتصادي.

الخاتمة العامة

خاتمة عامة:

لا تزال العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي محل جدل بين الاقتصاديين، فبالرغم من أن العديد من الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية ناقشت العلاقة بين التمويل والنمو إلا أنها لم تصل إلى إجماع حول طبيعة هذه العلاقة التي لا تزال يشوبها العديد من الغموض، الأمر الذي يجعل دراسة هذه العلاقة محط أنظار واهتمام العديد من الباحثين، فقد تزايد عدد البحوث في السنوات الأخيرة حول هذا الموضوع وهو الأمر الذي دفعنا أيضا إلى اختيار هذا الموضوع في محاولة منا لتقديم مساهمة قد تفيد الباحثين في مجال التمويل والنمو.

وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة تبيان العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وذلك من أجل الإجابة عن الإشكالية الموضوعية في بداية والتأكد من صحة الفرضيات، وذلك من خلال التعرض لكل ما يتعلق بالجانب النظري للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الفصل الأول، الأمر الذي سمح لنا بالخروج بمجموعة من الاستنتاجات والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

— انقسمت الأدبيات النظرية حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي إلى أربع مجموعات، ساندت المجموعة الأولى فرضية العرض القائد التي تنص على أن تطور القطاع المالي يعزز النمو الاقتصادي، حيث يشير العرض القائد إلى الظاهرة التي يكون فيها إيجاد المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها سابقا للطلب على هذه الأصول. أما المجموعة الثانية فقد ساندت فرضية الطلب التابع والتي تشير إلى الحالة التي يكون فيها إيجاد المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات التابعة لها استجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد الحقيقي، أي أن التطور المالي ليس هو المسبب للنمو الاقتصادي وإنما نتيجة لذلك النمو. بينما أنصار فرضية العلاقة السببية الثنائية الاتجاه، فيؤكدون على أن اتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يتغير خلال مسار التنمية، حيث أنه في المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية تتجه هذه العلاقة من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي، في حين تصبح هذه العلاقة تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي وذلك عندما يصل النمو في القطاع الحقيقي إلى مستويات معينة. بينما أكد آخرون على أن القيود المالية ليس لها أي أهمية في النمو الاقتصادي، بل الأكثر من ذلك يمكن أن تشكل عائقا أمام النمو نتيجة التأثيرات السلبية التي قد تنتج عنه

خاصة فيما يتعلق بالأسواق المالية والتقلبات العنيفة التي تحدث فيها و التي قد تثبط المستثمرين الذين يتخوفون و يكرهون المخاطرة.

– ويكون النظام مالي متطورا إذا توفرت فيه مجموعة من الشروط التي يمكن اختصارها فيما يلي: عمق النظام المالي، فعالية وكفاءة الوسطاء الماليين، سهولة نفاذ جميع الأعوان الاقتصاديين إلى الخدمات، وجود مؤسسات تدعم وتساعد على الأداء الجيد لهذا النظام، استقرار المؤسسات والنظام ككل، تنوع وتكامل النظام المالي وقدرته على تقديم أنواع مختلفة من المؤسسات والأوراق المالية وبفترات زمنية تتناسب واحتياجات مختلف العملاء، وأخيرا انفتاح هذا النظام على العالم.

– يمكن للمصارف تعزيز النمو بشكل أفضل من الأسواق في المراحل الأولى من التنمية في الدول النامية وفي غياب المؤسسات الضرورية، خاصة في الاقتصاديات الناشئة والتي تعاني من مشاكل عدم تماثل المعلومات أي الاقتصاديات الناشئة، وذلك من خلال قدرة البنوك على مراقبة الشركات والحد من الخطر الأخلاقي، بينما الأسواق تعزز النمو بشكل أفضل في الاقتصاديات المتقدمة.

– تأثير التمويل على النمو الاقتصادي يختلف باختلاف مستوى التنمية الاقتصادية للبلد نفسه، حيث أن هذه العلاقة تكون قوية في الدول النامية، و بالخصوص في الدول متوسطة الدخل، في حين أن هذه العلاقة تكون أضعف في الاقتصاديات التي تتميز بمستويات تنمية اقتصادية عالية جدا والمنخفضة جدا.

– الحد من سياسية الكبح المالي وتحرير القطاع المالي من خلال رفع القيود المفروضة عليه والتي تعيق عمله يعتبر شرط أساسي و مسبق حتى تتمكن الدول من تطوير قطاعها المصرفية و أسواقها المالية بالشكل الذي يسمح لها بالمساهمة في رفع معدلات النمو الاقتصادي.

– توفر نظام قانوني يعمل على حماية حقوق الملكية ومصالح الدائنين والمستثمرين، وضمن إنفاذ العقود، فضلا عن الرقابة المالية، يساعد على تطوير وزيادة كفاءة الوسطاء الماليين والأسواق والخدمات. فالنظم المالية تحتاج أن تكون منظمة بشكل جيد و إلى الإشراف عليها لضمان أن الثقة لا تكون مقوضة بسبب انهيار البنوك وأن الادخار يتم توجيهه إلى الاستثمارات الأكثر إنتاجية، وفي هذا الصدد ينبغي على المؤسسات أن تكون لها القدرة على أداء هذه الواجبات من خلال اللوائح الاحترازية الفعالة والإشراف على الوسطاء الماليين و ضمان احترام القوانين و إنفاذ العقود بحذافيرها.

– إنعدام الاستقرار السياسي الناتج عن أعمال الشغب، الحروب، الصراعات العسكرية، الإرهاب... يؤدي إلى زيادة عدم اليقين بشأن مردودية المشاريع الممولة و يمكن أن يزيد من المشاكل المتعلقة بعدم الدفع وارتفاع

حجم القروض المتعثرة، مما يدفع البنوك إلى التوجه نحو تمويل الاستثمارات القصيرة الأجل فقط. كما أن البلدان التي تسجل معدلات تضخم مستقرة استطاعت تحقيق معدلات تطور مالي مرتفعة، ذلك أن التضخم يؤثر سلبا على الوساطة المالية بسبب الارتفاع المستمر و التقلبات التي تحدث في الأسعار، بحيث تصبح تدفق المعلومات المرتبطة بالمشاريع الاستثمارية وعوائدها غير مؤكدة، مما يحد من رغبة الوسطاء الماليين في تقديم تمويل طويل الأجل. بالإضافة إلى أنه يحد أيضا من اندماج هذه الدول مع باقي دول العالم نتيجة تأثيره على أسعار الصرف و زيادة تكاليف التحوط.

— يمكن للتطور المالي أن يساهم بشكل فعال غير مباشر في الحد من الفقر إذا استطاع أن يساهم في الحد من عدم المساواة الموجودة من خلال مساهمته في النمو. كما يمكن الحد من الفقر بشكل مباشر من خلال تعميق القطاع المالي أي من خلال تحسين إمكانية وصول الفقراء إلى الخدمات المالية (الائتمان، الادخار والتأمينات) مما يرفع أصولهم الإنتاجية و إنتاجهم و بالنتيجة ترتفع مداخيلهم.

أما في الفصل الثاني فقد قمنا بعرض نتائج مختلف الدراسات التجريبية السابقة التي تناولت موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث أيدت أغلبها فرضية العرض القائد وأن التطور المالي بالفعل ساهم في تعزيز النمو الاقتصادي، بينما ساند البعض فرضية الطلب التابع والتي اعتبرت أن النمو الاقتصادي هو الذي حفز الطلب على أنواع جديدة من الخدمات والأدوات المالية والقطاع المالي استجاب تلقائيا لهذه الطلبات، بينما توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو، وعدد قليل من الدراسات بينت وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وقد أرجعت هذه الدراسات السبب إلى غياب الاستقرار السياسي وكذا ارتفاع درجة الكبح المالي في مثل هذه الدول، إضافة إلى غياب المؤسسات الضرورية المساعدة على التنظيم والإشراف على النظام المصرفي والنظام المالي ككل وحماية حقوق الدائنين والمستثمرين والعمل على إلزام إنفاذ العقود. كما أكدت الدراسات التجريبية على أن البنوك يمكنها تمويل التنمية بشكل أفضل من الأسواق خاصة في المراحل الأولى من التنمية وفي الدول النامية. كما أكدت نتائج الدراسات فرضية La porta et al، حول أهمية توفر إطار مؤسسي مناسب من أجل المساعدة على تطور القطاع المالي وتعزيز مساهمته في النمو.

أما في الفصل الثالث والذي أجرينا من خلاله دراسة القياسية لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في ظل شرط الإطار المؤسسي في الدول النامية، وذلك من خلال الاستعانة ببيانات البانل لعينة من 25 دولة نامية

تغطي الفترة 1989-2014. ونموذج بانل ديناميكي وطريقة العزوم المعممة GMM للتقدير. وقد بينت النتائج وجود أثر سلبي لتطور القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي وأن الإطار المؤسساتي خفف من هذا التأثير السلبي، كما بينت النتائج أن تطور الأسواق المالية أثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي في دول العينة وأن الإطار المؤسساتي عزز من هذا التأثير الايجابي. وتتوافق هذه النتائج مع ما نصت عليه الأدبيات حول أن الإطار المؤسساتي يعتبر متغير شرطي في العلاقة بين التمويل والنمو، وتؤكد هذه النتائج ما توصلت إليه العديد من الدراسات التجريبية الحديثة أهمها: (2006) Demetriades and Law، (2009) Zhou، و (2011) Gazdar Kaouthar.

نتائج اختبار الفرضيات:

بعد اختبار الفرضيات التي بنينا على أساسها دراستنا والتي وضعناها في بداية بحثنا كإجابة مؤقتة للإجابة عن الإشكالية الموضوعية، وبعد التأكد من هذه الفرضيات بناء على النتائج المتوصل إليها يمكننا الإجابة عن الإشكالية المطروحة كما يلي:

- بالنسبة للفرضية الأولى والتي تنص على أن تطور القطاع المصرفي أثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي في الدول النامية، فقد بينت نتائج الدراسة القياسية عدم صحة هذه الفرضية، حيث تم العثور على علاقة سلبية ومعنوية بين مؤشرات تطور القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في دول العينة، ويمكن إيعاز هذه النتائج إلى الكبح الذي لا تزال تعاني منه القطاعات المصرفية في هذه الدولة وسيطرة البنوك العمومية على هذا القطاع، هذا إضافة إلى التدخل المفرط للحكومة في عمل المصارف مما أعاق تطور هذا القطاع بالشكل الذي يسمح له بالمساهمة في رفع معدلات النمو الاقتصادي. هذا إضافة إلى ضعف الإشراف والتنظيم في هذه الدول.
- أما فيما يخص الفرضية الثانية والتي تنص على أن تطور الأسواق المالي أثر بشكل ايجابي على النمو الاقتصادي في الدول النامية، فقد أكدت النتائج على صحة هذه الفرضية، حيث تم العثور على علاقة ايجابية ومعنوية بين مؤشرات قياس تطور الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في دول العينة. وهذا نتيجة الدور الايجابي الذي توفره هذه الأسواق في الدول النامية نتيجة قدرتها على تعبئة أفضل للموارد المالية الغير مستغلة في الاقتصاد وبفضل قدرتها على توفير سيولة عالية لحاملي الأوراق المالية وقدرتها على تنويع درجة المخاطرة، الأمر الذي يحفز المدخرين على استثمار أموالهم في اقتناء الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق، هذا من

ناحية. ومن ناحية أخرى توفر هذه الأسواق فرص أكبر لتمويل المشاريع الكبيرة التي تتطلب ضخ وحجز رؤوس أموال كبيرة و لفترات طويلة، مما ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي.

— أما بالنسبة للفرضية الأخيرة والتي تنص على أن الإطار المؤسسي (نوعية المؤسسات) متغير شرطي في العلاقة بين التمويل والنمو، فقد أكدت النتائج صحة هذه الفرضية، حيث أن تطور القطاع المصرفي كان له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي والإطار المؤسسي خفف من هذا التأثير السلبي، كما أن للأسواق المالية تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي والإطار المؤسسي عزز من هذا التأثير السلبي. مما يعني أن تطوير وتحسين نوعية المؤسسات في دول العينة يمكن أن يخفف بشكل كبير للغاية من التأثير السلبي لتطور القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي، ويعزز التأثير الإيجابي لتطور الأسواق المالية على النمو.

التوصيات:

من خلال الدراسة النظرية والتجريبية والقياسية التي قمنا بها لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي، ونظراً للأهمية الكبيرة للقطاع المالي وتطوره في تعزيز النمو الاقتصادي، وحتى تتمكن الدول النامية من تطوير أنظمتها المالية والاستفادة منها في رفع حجم الموارد المالية المعبأة وزيادة قدرتها على التخصيص الأمثل لهذه الموارد، يجب عليها العمل على:

— ضرورة الحد و التوقف عن كبح القطاع المالي وذلك من خلال العمل على رفع كافة القيود المفروضة عليه والتي تعيق عمله، والعمل على تعزيز التحرير المالي بمختلف جوانبه: تحرير القطاع المصرفي، تحرير حركة رؤوس الأموال و تحرير الأسواق المالية.

— تعزيز الإشراف والتنظيم البنكيين وذلك من خلال اللوائح التي تفرضها السلطات على أعمال المشاركين في الأسواق المالية والتأكد بموجبها من الالتزام بمتطلبات إطار العمل التنظيمي وتنفيذها. وذلك بهدف حماية المودعين من السلوك الانتهازي المحتمل من جانب المالكين أو مديري البنوك والمؤسسات المالية، وضمان هيكل مخاطر ملائم لأصول المؤسسات المالية، ومن أجل تدعيم ثقة المودعين في النظام المالي.

— تعزيز المنافسة داخل القطاع المصرفي من خلال حوصصة البنوك العمومية وفتح رأس مالها أمام القطاع الخاص، وفتح المجال أمام البنوك الأجنبية.

— العمل على تنويع الخدمات المالية المقدمة من قبل القطاع المصرفي من أجل تلبية حاجات وطلبات مختلف الأعوان الاقتصاديين.

- العمل على إنشاء بنوك إسلامية تقدم خدمات مالية تتوافق مع تعاليم الشريعة الإسلامية خاصة في الدول العربية و الدول الإسلامية والتي تنخفض فيها الموارد المالية المعبأة عن الموارد المالية المتاحة نتيجة امتناع شعوبها عن التعامل مع البنوك الربوية.
- العمل على تسهيل إمكانية وصول (نقاد) مختلف الأعوان الاقتصاديين للخدمات المالية من خلال تخفيض تكاليف الحصول على الائتمان و تخفيض المدة اللازمة والإجراءات والضمانات المطلوبة، هذا إضافة إلى ضرورة عمل البنوك على فتح فروع جديدة لها في المناطق الريفية من أجل ضمان وصول الخدمات المالية لكافة الأشخاص، كما ينبغي الاستعانة بالتكنولوجيات الجديدة مثل شبكات الانترنت وشبكات الهاتف من أجل تعريف الجمهور بالأدوات والخدمات المالية الجديدة.
- نظرا للتأثير الإيجابي للانفتاح التجاري على النمو الاقتصادي ينبغي العمل على تعزيز هذا الانفتاح من خلال تدعيم زيادة الصادرات خاصة الصادرات خارج المحروقات بالنسبة للدول الريفية.
- كما أنه من أجل ضمان تطور مالي ناهج لا بد من إجراء إصلاحات جذرية في مجال الاقتصاد الكلي من أجل التخفيض من درجة عدم استقرار الاقتصاد الكلي الذي يعتبر شرطا ضروريا لتطور الأسواق المالية نتيجة انخفاض المشاكل المتعلقة بعدم تماثل المعلومات.
- ضرورة توقف الحكومة عن التدخل في عمل المؤسسات المالية والمصارف وكبح النظام المالي والحد من الرقابة المفرطة التي تعيق الأداء الجيد لهذه المؤسسات. كما يتعين على المؤسسات المالية المملوكة للدولة التي تحقق خسائر أن تخضع إلى برامج إعادة تنظيم الإفلاس أو إعادة الهيكلة الشاملة، كما ينبغي على الحكومة تجنب التدخل في إدارة هذه المؤسسات، ومنع هذه المؤسسات من إقراض الشركات التي تكون ملكا لشخصيات سياسية ذات نفوذ.
- ضرورة توفير الإطار المؤسسي المناسب، وإصلاح النظم القانونية والمالية، وتوفير نظام قانوني كفاء قائم على سيادة القانون، وقادر على تعزيز حماية حقوق الملكية وحماية حقوق الدائنين، وضمن إلزام إنفاذ العقود بحذافيرها، الأمر الذي يعزز ثقة المستثمرين.
- كما أنه ونظرا للتأثير الإيجابي لتطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، ينبغي على حكومة هذه الدول اتخاذ التدابير اللازمة من أجل إنعاش وتنشيط وإحياء الأسواق المالية خاصة في الدول التي لا تزال فيها هذه الأسواق تعاني من التهميش، وتوفير البيئة المناسبة والمساعدة على تنميتها بالشكل الذي يسمح لها بالقيام بدورها في تحفيز النمو الاقتصادي.

وفي الأخير نقول أنه بالرغم من محاولتنا إتباع الخطوات ومنهجية البحث العلمي خلال مختلف مراحل إعداد هذه الدراسة، إلا أن النتائج المتوصل إليها تبقى نتائج فردية ومحدودة على دول العينة وفترة الدراسة والنموذج المستخدم وطرق التقدير المتبعة، هذا إضافة إلى مصادر البيانات المعتمد عليها، الأمر الذي يمنعنا من تعميم هذه النتيجة، وفي الأخير نقترح على الباحثين ما يلي:

- يمكن تمديد هذه الدراسة لتشمل دول نامية أخرى، أو دراسة مقارنة بين الدول النامية و دول متقدمة.
- يمكن أخذ بعين الاعتبار متغيرات شرطية أخرى، مثل التحرير المالي وانفتاح حساب رأس المال، استقرار الاقتصاد الكلي.....
- كما يمكن اعتماد مؤشرات أخرى لقياس تطور القطاع المصرفي والأسواق المالية، وكذلك مؤشرات أخرى لقياس النمو الاقتصادي مثل نمو مخزون رأس المال ونمو الإنتاجية.

قائمة

المصادر والمراجع

قائمة المصادر و المراجع:

قائمة المراجع باللغة العربية:

- أشواق بن قدور، تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي -دراسة قياسية لعينة من الدول خلال الفترة 1965-2008، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2008.
- إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، المركز القومي للإصدارات القانونية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2013.
- أمين حواس، فاطمة الزهراء زرواط، المؤسسات والنمو الاقتصادي، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 13، 2015.
- بدر اوي شهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية -دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، رسالة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2015.
- بن علال بلقاسم، دور التطور المالي في نجاح سياسة التحرير المالي المطبقة في الدول النامية: دراسة قياسية لحالة النظام المالي والمصرفي الجزائري (1990-2011)، الملتقى الدولي العاشر حول الاقتصاد الإسلامي والتمويل، 2014.
- بوكساني رشيد، مزيان أمينة، الاستقرار المالي رهينة قطاع المحروقات في الجزائر، أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد العاشر، 2010.
- تقرير التجارة والتنمية، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الأونكتاد، جنيف، 2013.
- تقرير التجارة والتنمية، استعراض عام، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الأونكتاد، جنيف، 2014.
- تقرير التجارة والتنمية، استعراض عام، مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، الأونكتاد، جنيف، 2015.
- تقرير التنمية المالية الصادر عن منتدى الاقتصاد العالمي، وزارة التخطيط والتعاون الدولي، 2009.
- حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011.
- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها- تنظيمها - أدواتها المشتقة)، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- خبايا عبد الله، تطور نظريات واستراتيجيات التنمية الاقتصادية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2014.
- شذا جمال خطيب، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، 2008.
- شكوري سيدي محمد (2006)، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي -دراسة حالة الجزائر-، رسالة ماجستير، جامعة تلمسان، 2006.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

قائمة المصادر و المراجع

- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود و المصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
- علام عثمان (2014)، تمويل التنمية في الدول الإسلامية: حالة الدول الأقل نمواً، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2014.
- غاري شيناسي، الحفاظ على الاستقرار المالي، قضايا اقتصادية 36، صندوق النقد الدولي، 2005.
- غريبي ناصر صلاح الدين، سياسة التحرير المالي في الدول النامية دراسة قياسية لحالة الجزائر وتونس، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، 2007.
- وفاء احمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي (للاستثمار والتنمية)، مجلة الأستاذ- العدد (201)، 2012.
- Paul Holden، Vassili Prokopenko (2001)، التنمية المالية والحد من الفقر: قضايا ومدلولات السياسات بشأن البلدان النامية وتلك السائرة على طريق التحول لاقتصاد السوق، ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي.

قائمة المراجع باللغة الأجنبية:

- A.R Kemal, Abdul Qayyum (2008), Muhammad N Hanif , financial development and economic growth: evidence from a heterogenous panel of high income countries, MPRA Paper N° 10198.
- Abayomi A Alawode , Mohammed Al Sadek ; what is financial stability ? ; financial stability paper series N° 1 ; central bank of Bahrain ; March 2008 ; p 09 .
- Abdul Jalil , Mete Feridun ; long-run relationship between income inequality and financial development in china ; journal of the asia pacific economy ; vol 16 ; N° 2 ; 2011 ; p 202-214.
- Akingunola R O Phd ; Adekunle Olusegun A ; Badejo Oluwaseyi ; Salami Ganiyu Olusoji ; the effet of financial liberalisation on economic growth ; international journal of academic research in economics and management sciences ; 2013 ; p 135 .
- Alan Gelb ; financial policies , growth and efficiency ; Working Paper ; The World Bank ; June 1989 .
- Alejandro Gaytan, Romain G. Rancière (2004), Wealth, Financial Intermediation and Growth, UPF Economics and Business Working Paper 851, pp 01-47.
- Alessandra Bonfiglioli , Caterina Mendicino ; Financial liberalization , Bank Crises and Growth :assessing the links ; SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance ; N°567 ; October 2004 .
- Alexander Gerschenkron (1969), Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays , Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Alexei Karas, Koen Schoors , Laurent Weill (2010), "Are private Banks More Efficient Than Public Banks?" , The Economics of Transition, The European Bank for Reconstruction and Development, Vol. 18(1).
- Andrew Crockett ; the theory and practice of financial stability ; de economist 144 ; N° 4 ; 1996 ; p 532 .

- Andrew Crockett ; why is financial stability a goal of public policy ? ; Handbook of monetary policy ; 1997 .
- Angel de la Fuente , José Maia Marin ; innovation bank monitoring and endogenous financial development ; journal of monetary economics ; vol 38 ; 1996 ; p 269-301 .
- Arjun Teotia (2014), Financial Development and Economic growth: Evidence from Developing Asian Economies, International Journal of Applied Research and Studies (iJARS), Volume 3, Issue 12, pp 02.
- Arnold W. A. Boot; Anjan V. Thakor (1997), Financial System Architecture, The Review of Financial Studies, Vol. 10, No. 3, pp. 693-733.
- Arnoud W.A. Boot; Relationship Banking: what do we know ?; Journal of Financial Intermediation ; N°9 ; 2000 ; pp 07-25 .
- Arturo Galindo, Alejandro Micco (2001), Creditor Protection And Financial Cycles ,Sextas Jornadas De Economía Monetaria E Internacional.
- Arusha Cooray ; Migrant Remittances, Financial Sector Development And The Government Ownership Of Banks: Evidence From A Group Of Non-Oecd Economies ; Journal Of International Financial Markets, Institutions & Money ; Vol 22 ; 2012 .
- Asli Demirguç-Kunt , Enrica Detragiache ; Financial Liberalization and Financial Fragility ; Paper prepared for annual World Bank conference on Development Economics ; April 1998 .
- Asli Demirguc-Kunt : Vogislav Maksimovic «Funding growth in Bank-based and market-based financial systems: evidence from firm level data ; April ;2001 ; p 01.
- Asli Demirgu-c-Kunt, Vojislav Maksimovic (2002), Funding growth in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data, Journal of Financial Economics, Vol. 65 , 337–363.
- Asli Demirguç-Kunt, Vojislav Maksimovic (1998), Law, Finance and Growth, The Journal of Finance, Vol 53, N°6, December 1998, p 2107-2137.
- Augustine UJUNWA ; bank development and economic growth :evidence from Nigeria ; international journal of management sciences ; vol 2 ; 2010 ; p 140 .
- Azzabi S. (2012), Intégration Financière Internationale, Développement Financier et Croissance dans les Pays Emergents et en Développement, thèse de doctorat en sciences économiques, Université Lumière Lyon 2, pp 155.
- Badi H. Baltagi, Panicos O. Demetriades, Siong Hook Law (2009), Financial Development And Openness: Evidence From Panel Data, Journal Of Development Economics, Vol 89, 2009, Pp 285–296.
- Baptiste Venet (2004), Les approches théoriques de la libéralisation financière, Université Paris IX Dauphine, pp 07.
- Baptiste Venet (1994); libéralisation financière et développement économique: revue critique de la littérature ; Revue d'économie financière ; N° 29 ; pp 92 .
- Basant K. Kapur (1976); alternative stabilization policies for less-developed economies ; Journal of Political Economy ; Vol 84 ; N° 4 ; pp 77-95.
- Bert Scholtens (2000), Financial regulation and financial system architecture in Central Europe, Journal of Banking & Finance, Vol 24, pp 527.
- Bruno Amable (2005), "Les cinq capitalismes : Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation", Éditions du Seuil, Paris, pp 374.
- Bruno Amable, Jean-Bernard Chatelain (1995), Systèmes financiers et croissance: les effets du court termisme, Revue Economique, Presses de Sciences Po, Vol. 46 (3), pp.827-836.

- Burkett Paul , Amitava Krishna Dutt (1991) , Interest rate policy, effective demand, and growth in LDCs , International Review of Applied Economics , Volume 5, Issue 2, 1991, pp 127-153.
- C S Kendo Tchakounte ; F Menjo Baye ; F Sikod (2008); Impact du developpement du secteur financier sur la pauvrette selon le genre en milieu rural camerounais ; article présenté à african economic conference (AEC); p 09.
- Cagatay Bircan, David Hauner and Alessandro Prati (2012); The interest nterest group theory of financial development: evidence from regulation ; european bank for reconstruction and development ; Working Paper No. 150; p 01 .
- César Calderon, Lin Liu (2003), The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth, Journal of Development Economics, Vol 72, p 321-334.
- Charles Amo Yartey (2008), The Determinants Of Stock Market Development In Emerging Economies: Is South Africa Different?, Imf Working Paper.
- Chongwoo Choe, Imad A. Moosa (1999), Financial System and Economic Growth: The Korean Experience, World Development, Vol 27, N° 6, p 1069-1082.
- Clive Bell , Peter L. Rousseau (2001), Post-Independence India: a case of finance –led industrialization?, Journal of Development Economics, Vol 65 , p 153-175.
- Colin Mayer (1999); The Assessment : Financial Instability ; Oxford Review of Economic Policy ; Vol 15 ; N° 3 ; p 04 .
- Corine Sandra Kendo Tchakounte , Francis Menjo Baye , Fondo Sikod (2008) , Impact Du Developpement Du Secteur Financier Sur La Pauvrete Selon Le Genre En Milieu Rural Camerounais , African Economic Conference (Aec) , pp 07.
- Crystal Jennifer S, Dages B.Gerard , Goldberg Linda S ; Does Foreign Ownership Contribute To Sounder Banks In Emerging Markets? The Latin American Experience, Staff Report, Federal Reserve Bank Of New York, No. 137 ; 2001 .
- D K Christopoulos , E G Tsionas ; financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests ; journal of development economics ; 2004 ; p 58 .
- Daron Acemoglu, Simon Johnson, And James A. Robinson (2001); The Colonial Origins Of Comparative Development: An Empirical Investigation ; The American Economic Review ; Vol. 91 ; No. 5; Pp. 1369-1401 .
- David Hauner , Alessandro Prati (2008); Openness And Domestic Financial Liberalization: Which Comes First? ; International Monetary Fund.
- Deisting Florent ; Makhlof Farid ; Naamane Adil (2012); developpement financier, flux financier et croissance economique ; working papers series.
- Delano Villanueva , Abbas Mirakhor (1990) , "Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries", Staff Papers (International Monetary Fund) , Vol. 37, No. 3, pp. 509-536.
- department for international development (2004); The Importance of Financial Sector Development for Growth and Poverty Reduction ; Policy Division Working Paper.
- Dimitris K Christopoulos, Efthymios G Tsionas (2004), Financial Development and Economic Growth: evidence from panel unit root and cointegration tests, Journal of Development Economics, Vol 73, p 55-74.
- Donald J. Mathieson (1979) , Financial Reform and Capital Flows in a Developing Economy , Staff Papers (International Monetary Fund), Vol. 26, No. 3 (Sep., 1979), pp. 450-489.

- Douglass C. North (1991); Institutions ; The Journal of Economic Perspectives ; Vol. 5, No. 1.
- Dwight Jaffee and Mark Levonian (2001); the structure of banking systems in developed and transition economies ; european financial management ; Vol 07 ; N° 2 ; pp 161-181 .
- Enrica Detragiache, Poonam Gupta, Thierry Tresselt (2005) , "Finance in Lower-Income Countries: An Empirical Exploration" , International Monetary Fund , IMF Working Paper , Research Department , pp 01-48.
- Eric C . Wang (2000); A dynamic two sector model for analyzing the interrelation between financial development and industrial growth ; international review of economic and finance; p 224 .
- Eric Molay (2005); la structure financière de capital :tests empiriques sur le marché français ; finance contrôle stratégie ; Vol. 8.
- Fanny Warman , A P . Thirlwall (1994); interest rates , saving , investment and growth in Mexico 1960-1990 :tests of financial liberalization hypothesis ; Journal of Development Studies ; Vol. 30; pp 629-649 .
- Felix Eschenbach (2004), Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature, Tinbergen Institute Discussion Paper No. TI 2004-039/2. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=530123>.
- Felix Rioja, Neven Valev (2004), Does one size fit all? a reexamination of the finance and growth relationship, Journal of Development Economics, Vol 74, pp 429 – 447.
- Felix Rioja, Neven Valev (2004), Finance And The Sources Of Growth At Various Stages Of Economic Development, Economic Inquiry, Vol. 42, No. 1, pp 127-140.
- Franco Modigliani and Merton H. Miller (1958) , The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment , The American Economic Review , Vol. 48, No. 3 , pp. 261-297.
- Franklin Allen ; Hiroko Oura (2004); sustained economic growth and the financial system ; monetary and economic studies (special edition).
- Franklin Allen, Douglas Gale (1999), Diversity of Opinion and Financing of New Technologies, Journal of Financial Intermediation, Vol 8, pp 68–89.
- Frederic S Mishkin (1997); "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers"; Maintaining Financial Stability in a Global Economy; p 55-96.
- Frederic S Mishkin (2000); financial stability and the macroeconomy ; central bank of Iceland ; working papers N° 9.
- Fu-Sheng Hung , « Inflation , Financial Development And Economic Growth » , International Review Of Economics And Finance , 2003 , P 46 .
- Garey Ramey, Valerie A. Ramey (1995) , Cross-Country Evidence on the Link Between Volatility and Growth , American Economic Review , Vol. 85, N° 5, pp.1138-1151.
- Garry J Schinasi (2004); defining financial stability ; IMF working paper.
- Gazi Salah Uddin, Muhammad Shahbaz, Mohamed Arouri, Frédéric Teulon (2014); financial development and poverty reduction nexus: a cointegration and causality analysis in Bangladesh; economic modelling; 405-412 .
- George C. Anayiotos, Hovhannes Toroyan (2009), Institutional Factors And Financial Sector Development: Evidence From Sub-Saharan Africa, Imf Working Paper.
- George Hondroyannis , Sarantis Lolos , Evangelia Papapetrou (2005), Financial Markets and Economic Growth in Greece , 1986-1999, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, Vol 15,p 173-188.

- George R.G. Clarke , Robert Cull , Mary M. Shirley (2005); Bank Privatization In Developing Countries: A Summary Of Lessons And Findings ; Journal Of Banking & Finance ; Vol N° 29; Pp 1905–1930 .
- George R.G. Clarke , Robert Cull, María Soledad, Martínez Pería (2001); Does Foreign Bank Penetration Reduce Access To Credit In Developing Countries? Evidence From Asking Borrowers; Policy Research Working Paper; World Bank Washington.
- George R.G. Clarke , Robert Cull, María Soledad, Martínez Pería (2006); Foreign Bank Participation And Access To Credit Across Firms In Developing Countries; Journal Of Comparative Economics; Vol 34; 774–795.
- Ghazi Boulila, Mohamed Trabelsi (2004), The Causality Issue in The Finance and Growth Nexus: empirical evidence from MENA countries, Review of Middle East Economics and Finance, Vol 2, p 35-50.
- Gilles Saint-Paul (1992); technological choice , financial markets and economic development ; european economic review ; North Holland ; vol 36; p 763-781 .
- Graciela Kaminsky, Sergio Schmukler (2003), Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization , IMF Working Paper WP/03/34.
- Graciela L . Kaminisky , Carmen M. Reinhart (1999); The Twin Crises :The causes of banking and balance of payments problems ; The American Economic Review ; Vol 89 ; N°3; pp 473-500 .
- Hamed Khodaei (2012); the experimental investigation of financial development on economic growth in iran using vector auto regressive approach ; journal of basic and applied scientific research.
- Hanan G. Jacoby (1994) , Borrowing Constraints and Progress Through School: Evidence from Peru , The Review of Economics and Statistics, Vol. 76, No. 1 , pp 151-160.
- Hanan G. Jacoby and Emmanuel Skoufias (1997) , Risk, Financial Markets, and Human Capital in a Developing Country , Review of Economic Studies , Vol .64 ; Issue 3 , pp 311-335.
- Ho-Chuan Huang, Shu-Chin Lin, Dong-Hyeon Kim, Chih-Chuan Yeh (1010); Inflation And The Finance–Growth Nexus ; Economic Modelling ; Vol 27; 229–236.
- Horatio M. Morgan (2013); The Political Economy of Trade-Financial Liberalization and Financial Underdevelopment: A perspective from China; MPRA Paper No.50031.
- Horst Bockelmann, Claudio Borio (1990) , Financial instability and the real economy , De Economist , Vol 138, Issue 4, pp 428-450.
- Hossein Jalilian and Colin Kirkpatrick (2005); does financial development contribute to poverty reduction ? the journal of development studies ; vol 41 ; N°4; p 636-656 .
- Hossein Jalilian, Colin Kirkpatrick (2002), Financial Development And Poverty Reduction In Developing Countries, International Journal Of Finance And Economics, Vol 7.
- Hugh T. Patrick (1966), Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries , Economic Development and Cultural Change, Vol. 14, No. 2, pp. 174-189.
- Iftekhar Hasan , Michael koetter , Michael wedow (2009), Regional Growth and Finance in Europe :Is There a Quality Effect of Bank Efficiency ? , Discussion Papers 13/2009 , Bank of Finland Research.
- Iftekhar Hasan, Paul Wachtel, Mingming Zhou (2009), Institutional Development, Financial Deepening and Economic Growth: evidence from China, Journal of Banking & Finance, Vol 33, p 157-170.

- J. C. Berthelemy, A. Varoudakis (1996), Economic Growth, Convergence Clubs, And The Role Of Financial Development, Oxford Economic Papers, Vol. 48, Issue 2, Pp. 300-328.
- Jamel Boukhatem et Bochra Mokrani (2012) , Effets Directs Du Développement Financier Sur La Pauvreté : Validation Empirique Sur Un Panel De Pays À Bas Et Moyen Revenu , Mondes En Développement , Vol.40-2012/4-n°160 , pp 135-136.
- James B. Ang (2007), « Financial Deepening and Economic Development in Malaysia », Economic Papers: A journal of applied economics and policy , Vol 26, Issue 3, pp 249–260.
- James Dow, Gary Gorton (1997), Noise Trading, Delegated Portfolio Management, and Economic Welfare, Journal of Political Economy, Vol. 105, N°. 5 .
- Javier Andrés , Ignacio Hernando , J. David Lopez-Salido (2004); The Role Of The Financial System In The Growth –Inflation Link: The OECD Experience ; European Journal Of Political Economy ; Vol N° 20.
- Jean- Paul MVOGO (2012), "Les politiques de développement financier en Afrique subsaharienne -Définition- Enjeux- Réalités et propositions-", These de doctorat, Université Paris Dauphine.
- Jean-Claude Berthélemy , Aristomène A Varoudakis (1995); clubs de convergence et croissance le role du developpement financiere et du capital humain ; Revue economique ; vol 46; p 217-235.
- Jean-Claude Berthélemy , Aristomène A Varoudakis (1996); economic growth , convergence clubs and the role of financial development ; Oxford economic papers ; vol 48; 300-328 .
- Jean-Claude Berthélemy , Aristomène A Varoudakis (1994); intermédiation financière et croissance endogène; vol 45; 737-750 .
- Jeffrey Wurgler (2000), Financial Markets And The Allocation Of Capital , Journal Of Financial Economics , Vol 58, Pp 187-214 .
- Jeremy Greenwood , Boyan Jovanovic (1990) ; financial development , growth and the distribution of income ; journal of political economy ; vol 98 , p 1076-1107 .
- Jeremy Greenwood, Bruce D. Smith (1997), Financial markets in development, and the development of financial markets, Journal of Economic Dynamics and Control , Vol. 21, Issue 1, pp 145–181.
- Jess Benhabib , Mark M Speigel (2000), The Role of Financial Development in Growth and Investment , Journal of Economic Growth , Vol 5, p 341-360 .
- Jith Jayaratne , Philip E. Strahan (1996), The Finance-Growth Nexus: evidence from bank branch deregulation, The Quarterly Journal of Economics.
- Joan Robinson (1952), The Generalization of the General Theory, The Rate of Interest and Other Essays, London, Macmillan, Page 69-142.
- John Chant (2003); financial stability as a policy goal ; technical report N° 95 « essays on financial stability » ; bank of canada.
- John G. Gurley and E. S. Shaw (1960), Money in a theory of finance, Washington: The brookings institution.
- John G. Gurley, E. S. Shaw (1955), Financial Aspects of Economic Development, The American Economic Review , Vol. 45, No. 4, pp. 515-538.
- John H. Boyd , Ross Levine , Bruce D. Smith (2001) , "The impact of inflation on financial sector performance" , Journal of Monetary Economics , Vol 47, Issue 2, pp 221–248.
- John R. Hicks (1969). A Theory of Economic History, Oxford: Clarendon Press.

- John Williamson, Molly Mahar (1998), A Survey of Financial Liberalization, essays in international finance N. 211 , International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Jose De Gregorio, Pablo E. Guidotti (1995), Financial development and economic growth, World Development, Vol. 23, Issue 3, pp 433–448.
- Joseph A. Schumpeter (1934), The theory of Economic Development ; An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle, Harvard University Press, Cambridge.
- Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss (1981), Credit Rationing in Markets with Imperfect Information , The American Economic Review , Vol. 71, No. 3 (Jun., 1981), pp. 393-410.
- Joseph H. Haslag , Jahyeong Koo (1999); Financial Repression, Financial Development And Economic Growth ; Federal Reserve Bank Of Dallas ; Research Department ; Working Paper 9902.
- Jude C Eggoh (2010); développement financier, Instabilité Financière et croissance économique :un réexamen de la relation ; Région et développement ; N° 32; pp 09-29 .
- Jude C Eggoh (2009); développement financier et croissance : une synthèse des contributions pionnières ; document de recherche; laboratoire d'économie d'Orléans.
- Kangni Kpodar (2006); Développement Financier, Instabilité Financière Et Croissance Economique : Implications Pour La Rédaction De La Pauvreté ; Thèse De Doctorat ; Université D'auvergne Clermont I.
- Kangni R Kpodar (2004); le developpement financier et la problématique de reduction de la pauvreté; CERDI etudes et documents E 2004.
- Kaouther Gazdar (2011) , Institutions, Développement Financier et Croissance Économique dans la Région MENA , Thèse Pour obtenir le grade de Docteur en Sciences Économiques , Université De Reims Champagne-Ardenne , pp 13.
- Katarzyna Burzynska (2009); financial development and economic growth the case of Chinese banking sector; lund university.
- Kathleen Beegle , Rajeev Dehejia , Roberta Gatti (2003) , CHILD LABOR, CROP SHOCKS, AND CREDIT CONSTRAINTS , NBER WORKING PAPER SERIES No. 10088.
- Kul B. Luintel, Mosahid Khan, Philip Arestis, Konstantinos Theodoridis (2008) , Financial structure and economic growth , Journal of Development Economics Volume 86, Issue 1.
- Kul B. Luintel , Mosahid Khan (1999), A Quantitative Reassessment of The Finance-Growth Nexus: evidence from multivariate VAR, Journal of Development Economics, Vol 60, p 381-405.
- L . Gupta (1986); financial development and economic growth in India and South Korean ; Journal of Economic Development ; available at the following URL : <http://www.jed.or.kr/full-text/11-2/3.pdf>
- Lance Taylor (1983) , Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World, Basic Books, New York.
- Lanyi, Anthony; Saracoglu, Rüsdü (1983) , The importance of interest rates in developing economies , Finance and development : F&D ,The International Monetary Fund , Vol. 20.1983 , pp 20-23.
- Liliana Eva Donath , Laura Mariana Cismaç (2008); determinants of financial stability ; the romanian economic journal ; N° 29.

- Lorenzo Guarcello , Fabrizia Mealli , Furio Camillo Rosati (2010) Household vulnerability and child labor: the effect of shocks, credit rationing, and insurance , Journal of Population Economics Vol. 23, No. 1 , pp. 169-198.
- Luca Deidda, Bassam Fattouh (2002), Non linearity between finance and growth, Economics Letters, Vol 74, Issue 3, pp 339–345.
- Luis Miotti, Dominique Plihon (2001), Libéralisation Financière, Spéculation Et Crises Bancaires, Economie internationale 2001/1 (N° 85).
- M Kabir Hassan, Benito Sanchez, Jung-Suk Yu (2011), Financial Development and Economic Growth: new evidence from panel data, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol 51, p 88-104.
- M.M.G. Fase, R.C.N. Abma (2003), Financial Environment and Economic Growth in Selected Asian Countries, Journal of Asian Economics, Vol 14, p 11-21.
- Mahjoubia Zaiter Lahimer (2011), "L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économiques dans les pays en développement" , THESE Pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences Economiques , l'Université Paris Dauphine.
- Manoel Bittencourt (2010), Inflation and Financial Development: Evidence From Brazil, Economic Modelling.
- Marco Pagano (1993); financial markets and growth ; european economic review An overview ; vol 37; p 613-622 .
- Maria Chelo V. Manlagñit (2011); The Economic Effects of Foreign Bank Presence: Evidence From The Philippines ; Journal of International Money And Finance ; Vol.30; Pp 1180–1194 .
- Mark J. Roe, Jordan I. Siegel (2011); Political Instability: Effects on Financial Development, Roots in The Severity of Economic Inequality; Journal of Comparative Economics ; N° 39.
- Maxwell J Fry (1988); money , interest and banking in economic development ; the Johns Hopkins University Press ; Baltimore , MD , London.
- Meghana Ayyagari, Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic (2008) , "How Well Do Institutional Theories Explain Firms' Perceptions of Property Rights?" , Review of Financial Studies, Society for Financial Studies, vol. 21(4), pp 1833-1871.
- Menzie D. Chinn , Hiro Ito (2008), "A New Measure of Financial Openness" , Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice , Vol 10, Issue 3.
- Michael K. Fung (2009), Financial development and economic growth: Convergence or divergence?, Journal of International Money and Finance, Vol. 28, Issue 1, pp 56–67.
- Mohsin S. Khan , Abdelhak S. Senhadji , Bruce D. Smith (2001); Inflation And Financial Depth ; Imf Working Paper.
- Mohsin S. Khan, Abdelhak S. Senhadji (2003), Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence, Journal of African Economies, Vol. 12, Pp. ii89-ii110.
- Morduch, Jonathan (1995) Income Smoothing and Consumption Smoothing, Journal of Economic Perspectives, Vol .9 , N° 3 , 103-114.
- Muhhamed Shahbaz ; Muhhammad Nasir Malik (2011); Does financial instability weaken the finance growth nexus ? a case for Pakistan ; MPRA paper.
- Muhsin Kar ; Eric J.Pentecost (2000); financial development and economic growth in turkey : further evidence on the causality issue ; economic research paper ; loughborough university ; 2000 , p 02
- Muhsin kar ; Huseyin Agir ; Osman Perker (2011); financial development and poverty reduction in turkey, Department of Economics, p 684 .

- Muhsin Kar, Saban Nazlioglu, Huseyin Agir (2011), Financial Development and Economic Growth Nexus in The MENA Countries: bootstrap panel granger causality analysis, *Economic Modelling*, Vol 28, p 685-693.
- Nicholas Apergis , Loannis Filippidis , Claire Economidou (2007), Financial Deeping and Economic Growth Linkages : a panal data analysis , *Review of World Economics* , Vol.143, p 179-198.
- Nicholas M Odhiambo (2008); Financial Development In Kenya: A Dynamic Test of The Finance-Led Growth Hypothesis; *Economic Issues*, Vol.13.
- Nicholas M Odhiambo (2009); finance – growth – poverty nexus in South Africa :A dynamic causality linkage ; *the journal of socio-economics*; pp 320-325.
- Nicholas M Odhiambo (2013); is financial development pro-poor or pro-rich ? empirical evidence from Tanzania ; *journal of development effectiveness* ; vol 5 ; N° 4 ; pp 489-500.
- Niloy Bose , Antu P Murshid ; Mitigating The Growth-Effects Of Inflation Through Financial Development ; *The B.E. Journal Of Macroeconomics* ; Volume 8; Issue 1 ; February 2008 .
- Norman Loayza, Romain Ranciere (2005), Financial development, Financial Fragility and Growth, IMF Working Paper, International Monetary Fund.
- North, Douglass (1990); *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance* ; New York: Cambridge University Press.
- Nouriel Roubini , Xavier Sala-i-Martin (1995); A growth model of inflation , tax evasion and financial repression ; *journal of monetary economics* ; pp 275-301 .
- Nouriel Roubini, Xavier Sala-i-Martin (1992); financial repression and economic growth ; *journal of development economics* ; vol 39; 5-30
- Nurettin Ozturk, Kadir Karagoz (2012); Relationship Between Inflation And Financial Development: Evidence From Turkey ; *International Journal Of Alanya Faculty Of Business* ; Vol:4, No:2.
- P. L. Rousseau et P. Wachtel (2000), equity markets and growth :cross-country evidence on timing and outcomes 1980-1995 , *Journal of Banking & Finance* , Vol 24, p 1933-1957 .
- P.V. Nketcha Nana (2014), Legal rights, information sharing, and private credit: New cross-country evidence, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol 54, pp 315–323.
- Panicos Demetriades, Siong Hook Law (2004), Finance , Institutions and Economic Growth, Working Paper, University of Leicester, N° 04/5.
- Panicos O Demetriades , Kul B Luintel (2001); financial restraints in the South Korean miracle ; *Journal of Development Economics* ; Vol 64 ; PP 459-479 .
- Panicos O. Demetriades, Khaled A. Hussein (1996), Does Financial Development Cause Economic Growth? time-series evidence from 16 countries, *Journal of Development Economics*, Vol 51, p 387-411.
- Paresh Kumar Narayan, Seema Narayan (2013), The Short-run Relationship Between The Financial System and Economic Growth: new evidence from regional panels, *International Review of Financial Analysis*, Vol 29, p 70-78.
- Patrick Guillaumont, Sylviane Guillaumont Jeanneney, Jean-François Brun (1999), How instability lowers African growth, *Journal of African Economies* Vol 8, Issue 1 , pp 87-107.
- Paul Gertler, David I. Levine, Enrico Moretti (2009), Do Microfinance Programs Help Families Insure Consumption Against Illness?, *Health Economics*, Vol.18, pp 257–273.

- Paul Gertler And Jonathan Gruber (2002), Insuring Consumption Against Illness, The American Economic Review, Vol. 92 No. 1 , Pp 51-70.
- Paul Wachtel (2001); Growth and Finance: what do we know and how do we know it?, International Finance 4/3, Pp 335-362.
- Peter Blair Henry (2004); Perspective Paper on Financial Instability ; Research Paper N° 1866 ; Stanford ; Graduate School of Business, Pp 07-09 .
- Peter L. Rousseau, Hakan Yilmazkuday (2009), Inflation, Financial Development, And Growth: A Trilateral Analysis, Economic Systems, Vol 33.
- Peter L. Rousseau, Paul Wachtel (2002), Inflation Thresholds and The Finance –Growth Nexus, Journal of International Money and Finance, Vol 21, 777–793.
- Peter L. Rousseau, Alexandra D’Onofrio (2013), Monetization, Financial Development and Growth: time series evidence from 22 countries in Sub-Saharan Africa, World Development, Vol 51, p 132-153.
- Peter L. Rousseau, Dadanee Vuthipadadorn (2005), Finance, Investment and Growth: time series evidence from 10 Asian economies, Journal of Macroeconomics, Vol 27, p 87-106.
- Peter Quartey (2005), financial sector development , savings mobilization and poverty reduction in Ghana ; research paper N° 2005/71.
- Philippe Aghion, Peter Howitt, David Mayer-Foulkes (2004), The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, Quarterly Journal of Economics, Vol. 120, N°.1, pp173-222.
- Pierre Jacquet, Jean-Paul Pollin (2007), Systèmes financiers et croissance, Document de Recherche, N° 2007-23 , pp 02-03.
- Qi Liang, Jian-Zhou Teng (2006), Financial Development and Economic Growth: evidence from China, China Economic Review, Vol 17, p 395-411.
- R B Atindéhou, J P Gueyie, E K Amenounve (2005) financial intermediation and economic growth: evidence from Western Africa, Applied Financial Economics, Vol 15.
- Rafael La Porta , Florencio Lopez-De-Silanes , Andrei Shleifer , Robert W. Vishny (1996), Law And Finance ; Nber Working Paper 5661.
- Rafael La Porta , Florencio Lopez-De-Silanes , Andrei Shleifer (2002) Government Ownership Of Banks ; The Journal Of Finance ; Volume 57, Issue 1, Pp 265–301 .
- Raghuram G. Rajan , Luigi Zingales (2003) The Great Reversals: The Politics Of Financial Development In The Twentieth Century ; Journal Of Financial Economics ; N° 69.
- Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales (1998), Financial Dependence and Growth, The American Economic Review, Vol 88, N°3, p 559-586.
- Rajeev Dehejia and Roberta Gatti (2002) , Child Labor: The Role of Income Variability and Credit Constraints Across Countries , revision of NBER Working Paper No. 9018 , pp 01-35.
- Rashmi Umesh Arora (2012) finance and inequality :a study of Indian state ; applied economics, pp 4527-4538 .
- Rati Ram (1999), financial development and economic growth: additional evidence, The Journal of Development Studies, Vol 35 , N°4 , p 164-174.
- Raymond Ajte, Boyan Jovanovic (1993), Stock markets and development, European Economic Review , vol 37 , p 632-640.
- Raymond W. Goldsmith (1969), Financial structure and development. New Haven, CT: Yale University Press .

- René M. Stulza, Rohan Williamson (2003) Culture, openness, and finance ; Journal of Financial Economics ; Vol N° 70, pp 313–349 .
- Richard Reid (2010), financial development : a broader perspective ; ADBI Working papers series ; N 258.
- Robert E. Lucas Jr (1988), On the Mechanics of Economic Development, Journal of Monetary Economics, Vol 22, Issue 1, pp 3-42.
- Robert G. King, Ross Levine (1993) , Finance, entrepreneurship, and growth Theory and evidence , Journal of Monetary Economics , Vol .32 , pp 513-542.
- Robert G.King, Ross Levine (1993), Finance and Growth: Schumpeter might be right , Working Paper , The world Bank .
- Robert G.King, Ross Levine (1993), Finance, Entrepreneurship and Growth: theory and evidence, Journal of Monetary Economics, vol 32, p 513-542.
- Roger W Ferguson (2002), should financial stability be an explicit central bank objective ?; challenges to central banking from globalized financial systems; conference at the IMF in Washington.
- Roland Craigwell(2012) ;Allan Wright ; Anthony Wood ; Finance And Growth Causality: A Test Of The Patrick’s Stage-Of-Development Hypothesis ; International Journal Of Business And Social Science.
- Romain Ranciere , Aaron Tornell , Frank Westermann (2006) Decomposing The Effects of Financial Liberalization :Crises VS Growth ; Working Paper ; institut Fur Empirische Wirtschaftsforschung ; University of Osnabruck ; N°74.
- Rondo Cameron (1972). Banking and Economic Development: Some lessons of history. Oxford University Press.
- Ross Levine (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, Journal of Economic Literature, Vol 35, N° 2, pp 688-726.
- Ross Levine (2002), Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? Journal of Financial Intermediation, Vol .11, 398–428.
- Ross Levine ; Law, Endowments And Property Rights ; Journal Of Economic Perspectives ; Vol 19 ; N° 3 ; 2005 ; 75 .
- Ross Levine (1998), The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth, Journal of Money, Credit and Banking, Vol 30, N°3, p 596-613 .
- Ross Levine (1999), Law, Finance and Economic Growth, Journal of Financial Intermediation, Vol 8 , p 8-35.
- Ross Levine (1992), financial intermediary services and growth ; journal of the japanese and international economics, Vol.06, p 383-405 .
- Ross Levine, Norman Loayza, Thorsten Beck (2000), Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, Journal of Monetary Economics, Vol 46 , p 31-77.
- Ross Levine, S Zervos (1996), Stock market development and long-run growth, The World Bank Economic Review, Vol.10, N° 2.
- Ross Levine, Sara Zervos (1998), Stock markets, Banks and Economic Growth, The American Economic Review, Vol.88 , N°3, p 537-558.
- Ryan A. Compton, Daniel C. Giedeman, Gary A. Hoover (2011), Panel evidence on economic freedom and growth in the United States, European Journal of Political Economy, Vol.27, Issue 3, pp 423–435.
- S G Jeanneney , K Kpodar (2011), financial development and pverty reduction: can there be a benefit without a cost ?, journal of development studies, Vol.47, N°.1, pp 143-163 .
- S M Ahmed, M I Ansari (1998), Financial Sector Development and Economic Growth: The South-Asian Experience, Journal of Asian Economics, Vol 9, N° 3, p 503-517.

- S. Van Wijnbergen (1983) , Interest rate management in LDC's , Journal of Monetary Economics , Vol.12, Issue 3, pp 433-452.
- Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani (2007), Stock markets ,banks and economic growth :empirical evidence from the MENA region, Research in International Business and Finance, Vol 21, p 297-315 .
- Sandra Kendo, Francis Menjo Baye, Fondo Sikod (2008), Financial Sector Development, Gender Parity, and Poverty Reduction: Theoretical and Empirical Evidences, Proceedings of the African Economic Conference, pp 92.
- Saoussen Ben Gamra , Domonique Plihon (2007), Politiques de Libéralisation Financière et Crises Bancaires, Economie Internationale, N° 112, pp 05-28 .
- Saoussen Ben Gamra , Mickael Clévenot (2008), Les effets ambigus de La libéralisation Financière dans Les Pays en développement :croissance économique ou instabilité financière ? ; CEPN UMR 7115, pp 01-24.
- Selim Akhter , Kevin J Daly (2009), finance and poverty :evidence from foxed effect vector decomposition ; emerging markets review , pp 191-206.
- Shakiur et al (2011), socio-economic development of bangladesh : the role of islami bank bangladesh limited ; world journal of social sciences ; world journal of social sciences ; vol.1.
- Shandre M. Thangavelu, Ang Beng Jiunn, James (2004), Financial Development and Economic Growth in Australia :an empirical analysis , Empirical Economics, Vol.29, p 247-260.
- Shankha Chakraborty, Tridip Ray (2006), Bank-based versus market-based financial systems: A growth-theoretic analysis, Journal of Monetary Economics, Vol.53, Issue 2, pp 329–350.
- Sheng Xiao , Shan Zhao (2012), Financial Development, Government Ownership Of Banks And Firm Innovation ; Journal Of International Money And Finance ; Vol.31.
- Shun- Jen Hsueh, Yu-Hau Hu and Chien-Heng Tu (2013), Economic Growth and Financial Development in Asian Countries: a bootstrap panel granger causality analysis, Economic Modelling, Vol 32, p 294-301.
- Simeon Djankov , Caralee McLiesh , Andrei Shleifer (2007) , "Private credit in 129 countries" , Journal of Financial Economics , Vol 84, Issue 2, pp 299–329.
- Simeon Djankov, Rafael La Porta (2003), Florencio Lopez-De-Silanes , Andrei Shleifer, Courts, The Quarterly Journal Of Economics, Vol 118 ; No. 2, Pp 453-517.
- Simeon Djankov, Caralee Mcliesh, Andrei Shleifer (2007), Private Credit In 129 Countries, Journal Of Financial Economics, Vol.84, 299–329.
- Siong Hook Law, Muzafar Shah Habibullah (2009), The Determinants Of Financial Development: Institutions, Openness And Financial Liberalisation, South African Journal Of Economics, Vol.77, Pp 45–58.
- Siong Hook Law , W.N.W. Azman-Saini (2008), The Quality Of Institutions And Financial Development, Mpra Paper No. 12107.
- Solomon Tadesse (2002), Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence, Journal of Financial Intermediation, Vol. 11, Issue 4, pp 429–454.
- Sourafel Gimra , Anja Shortland (2004), The Political Economy Of Financial Development ; Working Paper N° 04/21 ; University Of Leicester .
- Stephen Haber (2004), Why Institutions Matter: Banking and Economic Growth in Mexico , Center for International Development working paper, 01-69.
- Stijn Claessens , Enrico Perotti (2007), Finance and inequality :channels and evidence ; journal of comparative economics, pp 750 .

- Sudharshan Canagarajah and Helena Skyt Nielsen (1999) , Child Labor and Schooling in Africa: A Comparative Study , DISCUSSION PAPER NO.9916 , THE WORLD BANK , pp 01-48.
- Suleiman Abu-Bader , Aamer Abu-Qarn (2006), Financial Development and Economic Growth Nexus: time series evidence from Middle Eastern and North African countries, MPRA Paper N°972.
- Sulieman Abu-Bader, Aamer S. Abu-Qarn (2008), Financial Development and Economic Growth: the Egyptain experience, Journal of Policy Modeling, Vol 30, p 887-898.
- Sunday Lyare , Winston Moore (2011) financial sector development and growth in small open economies ; Applied Economics, vol 43.
- Sylviance Guillaumont Jeanneney, Kangni Kpodar (2006) Développement Financier , Instabilité Financière et Croissance Economique ; Economie & Prévision, pp 87-111 .
- Sylviane Guillaumont Jeanneney , Kangni Kpodar (2004) , Développement financier, instabilité financière et réduction de la pauvreté, CERDI Études et Documents, N° 2004.29.
- Sylviane Guillaumont Jeanneney , Kangni Kpodar (2005) , Financial Development, Financial Instability and Poverty , CSAE Working Papers, No 2005-09.
- Takeshi Inoue and Shigeyuki Hamori ; how hase financial deeping affected poverty reduction in India ? empirical anallysis using state-level panel data ; applied financial economics ; 2012 ; p 395-408 .
- The Financial Development Report (2009), World Economic Forum, New York, USA.
- Thomas Gries, Manfred Kraft, Daniel Meirrieks (2009), Linkages Between Financial Deepening, Trades Openness and Economic Development: causality evidence from Sub-Saharan Africa, World Development, Vol 37, N°12, p 1849-1860.
- Thorsten Beck (2010), "Développement de la finance et croissance économique : banques versus marches financiers?", La revue Secteur privé et développement, N° 5, pp 24-26 .
- Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Vojislav Maksimovic (2004), Bank Competition and Access to Finance: International Evidence, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 36, No. 3, pp. 627-648.
- Thorsten Beck, Ross Levine, Norman Loayza (2000), Finance and the sources of Growth , Journal of Financial Economics , Vol.58 , p 261-300 .
- Thorsten Beck, Ross Levine (2003), Legal Institutions And Financial Development ; Nber Working Paper Series ; No. 10126.
- Thorsten Beck, Asli Demirgüi-Kunt, Ross Levine (2001) Law, Politics, And Finance ; The World Bank ; Policy Research Working Paper 25 85.
- Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt , Ross Levine (2003), Law, Endowments, And Finance ; Journal Of Financial Economics, Vol 70, Pp 137-181 .
- Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic (2004), Bank Competition and Access to Finance: International Evidence, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 36, No. 3, pp 627-648.
- Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Ross Levine (2003), Law And Finance: Why Does Legal Origin Matter? ; Journal Of Comparative Economics, Vol 31.
- Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic (2005), Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter? , The Journal of Finance, Vol. Lx, NO. 1, pp 309-349.
- Thorsten Beck, Asli Demirguc-kunt, Luc Laeven, Ross Levien (2008), Finance, Firm Size and Growth, Journal of Money, credit and Banking, Vol 40 , N°7, p 1379-1405.

- Thorsten Beck, Ross Levine (2002), Industry Growth and Capital Allocation: does having a market – or bank-based system matter ?, Journal of Financial Economics, Vol 64, p 147-180.
- Thorsten Beck, Ross Levine (2004), Markets, Banks and Growth: panel evidence, Journal of Banking & Finance, Vol. 28, p 423-442.
- Tommaso Padoa-Schioppa (2002), central banks and financial stability : exploring a land in between ; second ECB central banking conference “the transformation of the European financial system”, Germany.
- Tony Addison ,Abdur R. Chowdhury , S. Mansoob Murshed (2002) By How Much Does Conflict Reduce Financial Development? ; WIDER Discussion Papers // World Institute For Development Economics (UNU-WIDER), No. 2002/48.
- Tullio Jappelli , Marco Pagano (2002), Information sharing, lending and defaults: Cross-country evidence, Journal of Banking & Finance, Vol. 26, Issue 10, pp 2017-2045.
- Turunc, G. (1999), Développement du Secteur Financier et Croissance: Le Cas des Pays Emergents Méditerranéens, Revue Région et développement, N° 10.
- Valerie R Bencivenga , Bruce D Smith (1991), financial intermediation and endogenous growth ; review of economics studies, Vol. 58, pp195-209 .
- Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith ; Ross M. Star (1996), equity markets transactions costs and capital accumulation : an illustration ; the world bank economic reviews, VOL. 10, NO. 2.
- Vicente Galbis (1977), financial intermediation and economic growth in less-developed countries :a theoretical approach ; Journal of Development Studies ; Vol 13 ; 1977 ; pp 58-72 .
- Vivien Kappel(2010), the effects of financial development on income inequality and poverty, working paper.
- Walter Bagehot (1873), Lombard Street: A Description of the Money Market, London : Henry S. King and Co.
- William A Allen, Geoffrey Wood (2006), defining and achieving financial stability, journal of financial stability.
- Yasuharu Shimamura, Susana Lastarria-Cornhiel (2010), Credit Program Participation and Child Schooling in Rural Malawi, World Development, Vol. 38, No.4, pp. 567–580.
- Yener Altunbas, Lynne Evans, Philip Molyneux (2001), "Bank Ownership and Efficiency", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33(4), pp.926–954.
- Yongfu Huang (2010), Determinants of Financial Development; Cambridge.
- Yousif Khalifa Al-yousif (2002), Financial Development and Economic Growth: another look at the evidence from developing countries, Review of Financial Economics, Vol 11, p 131-150.

الملاحق

الملاحق:

الملحق رقم (01): تصنيف الدول حسب مصادر أنظمتها القانونية

مصادر اسكندنافية	مصادر جرمانية	مصادر فرنسية	مصادر انجلوسكسونية
— أيسلندا	— ألمانيا	— إثيوبيا	— استراليا
— الدانمرك	— تايوان	— الأرجنتين	— إسرائيل
— السويد	— سويسرا	— الأردن	— إفريقيا الجنوبية
— فلندا	— الصين	— اسبانيا	— أوغندا
— النرويج	— كوريا الجنوبية	— الإكوادور	— ايرلندا
	— النمسا	— اندونيسيا	— باربادوس
	— اليابان	— إيران	— باكستان
		— ايطاليا	— تايلاند
		— البرازيل	— ترينيداد
		— البرتغال	— تنزانيا
		— بركينافاسو	— جامايكا
		— بلجيكا	— زامبيا
		— بنما	— زلا ندا الجديدة
		— البنين	— زمبابوي
		— بروندي	— سريلبون
		— بوليفيا	— سريلانكا
		— تركيا	— سنغافورا
		— تشاد	— السودان
		— الجزائر	— غامبيا
		— جزر الرأس الأخضر	— غانا
		— جزر القمر	— غينيا الجديدة
		— جزر لموريس	— قبرص
		— جمهورية إفريقيا	— الكاميرون
		الوسطى	— كندا
		— جمهورية الدومينيكا	— كينيا
		— رواندا	— لسطو
		— روسيا	— مالاي

الملاحق

مالطا —	رومانيا —		
ماليزيا —	السلفادور —		
المملكة المتحدة —	السنغال —		
النبال —	سوريا —		
نيجيريا —	الشيلي —		
الهند —	الطوغو —		
هونغ كونغ —	الغابون —		
الولايات المتحدة —	غواتيمالا —		
الأمريكية	عينيا —		
	غينيا بيساو —		
	فرنسا —		
	الفلبين —		
	فتزويلا —		
	قواتي مالا —		
	كوبا —		
	كوديفوار —		
	كوستاريكا —		
	كولومبيا —		
	الكونغو —		
	لأورغواي —		
	لباراغواي —		
	لبيرو —		
	لكسمبورغ —		
	مالي —		
	مداغشقر —		
	مصر —		
	المغرب —		
	المكسيك —		
	الموزمبيق —		
	النيجر —		
	نيكاراغوا —		
	هايتي —		

الملاحق

	— هندوراس		
	— هولندا		
	— اليونان		

الملحق رقم (02): ملخص الدراسات السابقة حول علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي

الدراسة	عنوان الدراسة	عينة، فترة و منهجية الدراسة	مؤشرات التطور المالي المستعملة	النتيجة
Goldsmith (1969)	Financial Structure And Development	35 دولة خلال الفترة 1860-1963	أصول الوسطاء الماليين إلى GNP، حجم القروض نسبة إلى GNP	علاقة ايجابية بين التطور المالي و مستوى النشاط الاقتصادي.
Gregorio and Guiddoti (1994)	Financial Development and Economic Growth	100 دولة (1960-1985) تقنية OLS	الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص إلى GDP	التطور المالي يؤدي إلى تحسين معدلات النمو خاصة في الدول منخفضة الدخل
Rati Ram (1999)	financial development and economic growth :additional evidence	95 دولة (1960-1989) تقنية OLS	الخصوم السائلة إلى GDP	ارتباط سلبي بين التطور المالي و النمو الاقتصادي
Levine and Zervos (1998)	Stock markets , Banks and Economic Growth	47 دولة (1976-1993) تقنية OLS	رسملة ، معدل الدوران و حجم التداول في البورصة الخصوم السائلة و الائتمان الخاص إلى GDP	ارتباط ايجابي بين تطور القطاع المصرفي و الأسواق المالية مع النمو.
King and Levine (1993)	Finance ,Entrepreneurs hip and Growth :theory and evidence	77 دولة (1960-1989) تقنية OLS	المؤشرات الأربعة التي تم بناءها من قبل KL	التطور المالي يحفز النمو السريع للإنتاجية
King and Levine (1993)	Finance and Growth : Schumpeter might be right	80 بلدا (1960-1989) تقنية OLS	المؤشرات الأربعة التي تم بناءها من قبل KL	التطور المالي يعزز تراكم رأس المال المادي أكبر و يحسن الإنتاجية
Levine et al (2000)	Financial Intermediation and Growth : Causality and Causes	71 دولة خلال الفترة 1960-	الخصوم السائلة، أصول البنوك التجارية، الائتمان الخاص. المؤشرات الإطار القانوني المستخدمة من قبل	الإطار المؤسسي يعزز التطور المالي الذي ينعكس إيجابا على النمو

	LLSV (1998)	1995 تقنية IV		
الوسطاء الماليين يمارسون تأثير إيجابي كبير على نمو الإنتاجية و GDP	الائتمان الخاص، الخصوم السائلة وأصول البنوك التجارية	63 دولة خلال الفترة 1995-1960 تقنية IV	Finance and the sources of Growth	Beck et al (2000)
الوساطة المالية و حجم التداول في البورصة لديه تأثير قوي على النمو في حين أن آثار رسملة السوق هي أضعف	M ₃ /GDP رسملة السوق إلى GDP حجم المعاملات في البورصة إلى GDP	47 دولة خلال الفترة 1995-1980	equity markets and growth :cross-country evidence on timing and outcomes 1980-1995	Rousseau and Wachtel (2000)
أثر سلبي للتطور المالي على النمو الاقتصادي	رسملة السوق إلى GDP، حجم التداول إلى GDP معدل الدوران في البورصة ومؤشر مركب لتطور أسواق الأوراق المالية الائتمان الخاص إلى GDP، الخصوم السائلة إلى GDP، ومؤشر مركب لتطور البنوك	11 دولة في منطقة MENA خلال الفترة 1979-2003	Stock markets ,banks and economic growth :empirical evidence from the MENA region	Ben Naceur and Ghazouani (2007)
تطوير أسواق الأسهم وتطوير البنوك معا لديه أثر إيجابي على النمو الاقتصادي	رسملة السوق إلى GDP، حجم التداول إلى GDP معدل الدوران في البورصة الائتمان المحلي إلى GDP	بيانات Panel لـ 40 دولة و 146 مشاهدة خلال الفترة 1976-1998	Markets ,Banks and Growth :panel evidence	Beck and Levine (2004)
التطور المالي يؤثر بشكل إيجابي على معدلات الاستثمار و نمو إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج	المؤشرات الثلاث للتطور المالي المستخدمة من قبل King and Levine (1993)	بيانات 4 دول هي: الأرجنتين، كوريا، اندونيسيا و الشيلي خلال الفترة 1965-1985	The Role of Financial Development in Growth and Investment	J Benhabib and M M Spiegel (2000)
تأثير النوعية هو ثلاث أضعاف تأثير الحجم، حيث أن نوعية الخدمات المالية هي التي حفزت الازدهار	مؤشر يقيس حجم الائتمان financial volume ومؤشر يقيس النوعية financial quality	البيانات المالية لحوالي 7000 بنك في 11 دولة في الاتحاد الأوربي خلال الفترة 1996-	Regional Growth and Finance in Europe :Is There a Quality Effect of Bank Efficiency ?	Hasan , koetter and wedow (2009)

الملاحق

الاقتصادي في المناطق الاقتصادية المتقدمة نسبيا في أوروبا		2004		
تطور القطاع المالي ككل له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على النمو الاقتصادي ، بينما تطور القطاع المصرفي لديه أثر سلبى على النمو الإقتصادي	رسملة الشركات المدرجة في السوق كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي ، الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع المصرفي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي ، الأسهم المتداولة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	عينة Panel تتكون من 65 بلدا ناميا regional panels وهي آسيا، إفريقيا ، أوروبا و أمريكا الجنوبية) و قد تركزت الدراسة على الفترة الممتدة ما بين 1995 و 2011	The Short-run Relationship Between The Financial System and Economic Growth	P K Narayan and S Narayan (2013)
في الأجل الطويل توجد علاقة إيجابية بين الوساطة المالية و نمو الناتج أما في المدى القصير فالعلاقة سلبية	الائتمان المحلي إلى GDP	البيانات السنوية لعينة تتكون من 75 بلدا خلال الفترة 1960- 2000	Financial development, Financial Fragility and Growth	Loayza and Ranciere (2006)
في حين لم تكن هناك علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين التمويل الغير مباشر والنمو الاقتصادي ، فان التمويل المباشر يرتبط بعلاقة إيجابية و ذات دلالة إحصائية مع النمو الاقتصادي كما دعمت نتائج السببية وجهة نظر كل من Lucas (1988) و Robinson (1952)	<ul style="list-style-type: none"> ■ الخصوم السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي لقياس حجم الوسطاء الماليين. الائتمان للقطاع الخاص إلى GDP رسملة سوق الأسهم إلى GDP القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم إلى GDP العمق المالي إلى GDP	19 بلدا يتميز بدخل مرتفع خلال الفترة 2001-1974	Financial Development and Economic Growth: evidence from panel unit root and cointegration tests	A.R Kemal , A Qayyum and M N Hanif (2004)
علاقة متوازنة إيجابية و ذات دلالة إحصائية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي	M_3/GDP الائتمان المصرفي المحلي إلى GDP الائتمان للقطاع الخاص إلى GDP	65 بلدا نامية و متقدمة خلال الفترة 2000-1975	Financial Deeping and Economic Growth Linkages : a panal data analysis	Apergis ,Fil ippidis and economido (2007) u

الملاحق

علاقة سببية ثنائية الاتجاه	سته مؤشرات للتطور المالي	خمسة عشر بلدا في منطقة MENA خلال الفترة 1980-2007	Financial Development and Economic Growth Nexus in The MENA Countries	M Kar and S Nazlioglu and H Agir (2011)
يرتبط الادخار والائتمان للقطاع الخاص بشكل ايجابي مع النمو في شرق آسيا و المحيط الهادئ، أمريكا اللاتينية ومنطقة بحر الكاريبي و لكن في المقابل يرتبط التطور المالي سلبيا مع النمو في البلدان مرتفعة الدخل. اختبارات للسببية بين علاقة ثنائية الاتجاه بين التمويل والنمو في المدى القصير في جميع المناطق تقريبا	الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع البنكي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، الائتمان المحلي الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، النقود بالمفهوم الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، إجمالي الادخار المحلي إلى الناتج المحلي الإجمالي	بيانات Panel ل 168 بلدا خلال الفترة الممتدة بين 1980 و 2007	Financial Development and Economic Growth: new evidence from panel data	M K Hassan and B Sanchez and J S Yu (2011)
تقريبا اتجاهات السببية في جميع البلدان هي من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي.	نسبة المطالبات claims المحلية إلى إجمالي الناتج المحلي، M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، M1 إلى الناتج المحلي الإجمالي، و M3 إلى الناتج المحلي الإجمالي	عشر دول آسيوية خلال الفترة الممتدة ما بين 1980 و 2007	Economic Growth and Financial Development in Asian Countries	Hsueh , Hu And Tu (2013)
نتائج اختبارات السببية Granger تدعم فرضية العرض القائد - leading supply	نسبة النقود بمعناها الواسع M2 إلى GDP، نسبة الخصومات السائلة إلى GDP، أما المؤشر الثالث فيتمثل في نسبة الائتمان المحلي إلى GDP	سلاسل زمنية لعينة تتكون من 16 دولة	Does Financial Development Cause Economic Growth ? time-series evidence from 16 countries	Demetriades And Hussein (1996)
في جميع الحالات تقريبا التطور المالي أدى إلى زيادة معدلات الاستثمار ، و في حالات نادرة تحسن الأداء في القطاع الحقيقي عزز تطور القطاع المالي	الائتمان $(M_2 - M_1)$ ، المخصص للقطاع الخاص، $M1/GDP$	10 اقتصاديات آسيوية خلال الفترة 1950-2000	Finance, Investment and Growth: time series evidence from 10 Asian economies	Rousseau And Vuthipadad (2005) orn

الملاحق

علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي و النمو الاقتصادي	الخصومات السائلة إلى GDP	10 دول تضمنت بيانات سنوية تتراوح فترتها بين 36 عاما و 41	A Quantitative Reassessment of The Finance-Growth Nexus: evidence from multivariate VAR	Luintel And Khan (1999)
القطاع المالي له تأثير مهم على الأداء الاقتصادي في الهند في مرحلة ما بعد الاستقلال. من خلال تعزيز تراكم رأس المال	الأصول المحلية للبنوك كمقياس لحجم الوسطاء الرسميين، إجمالي الائتمان المحلي، الائتمان المخصص للقطاع الخاص	الهند	Post-Independence India: a case of finance-led industrialization ?	Bell And Rousseau (2001)
دعم للفرضية التي تؤكد وجود سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي و النمو الاقتصادي ، وبعض الأدلة التي تدعم الفرضية القائمة على العرض القائد و الطلب التابع ، و القليل من الدعم للفرضية التي تنص على عدم وجود علاقة بين هذين المتغيرين	نسبة العملة ، نسبة مخزون النقود بمفهومها الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي	السلاسل الزمنية و panel لعينة من 30 بلدا ناميا خلال الفترة 1970 - 1999	Financial Development and Economic Growth: another look at the evidence from developing countries	Y K Al-Yousif (2002)
التطور المالي يعزز النمو الاقتصادي لجميع البلدان. وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه عندما نقسم العينة إلى بلدان نامية و أخرى صناعية	(M2/GPD) ، و نسبة القروض المقدمة من الوسطاء الماليين للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي	بيانات 109 دولة نامية و صناعية (87 بلدا ناميا و 22 بلدا صناعيا) خلال الفترة الممتدة بين 1960 و 1994	The Direction of Causality Between Financial Development and Economic Growth	C Calderon And L Liu (2003)
علاقة سببية ثنائية الاتجاه أو أن العلاقة السببية تمتد من نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي إلى التطور المالي	نسبة الخصوم السائلة (M3) إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كمؤشر للعمق المالي. نسبة المطالبات claims للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي. نسبة الادخار المالي (M3-M1) إلى الناتج المحلي الإجمالي.	منطقة الشرق الأوسط MENA خلال الفترة 1960-2002	The Causality Issue in The Finance and Growth Nexus: empirical evidence from MENA countries	Boulila And Trabelsi (2004)

الملاحق

النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي. من ناحية أخرى، نتائج استخدام مؤشرات تطور الأسواق تتناسق مع وجهة نظر Schumpeter	مطالبات البنوك Bank claims على القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي خصوم البنوك المحلية إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. معدل الدوران إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.	بيانات فصلية من أستراليا خلال الفترة 1999-1960	Financial Development and Economic Growth in Australia :an empirical analysis	Thangavelu ,Beng Jiunn And James (2004)
علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التمويل و النمو. مساهمة الأسواق المالية في تمويل عمليات النمو هي أقل بكثير مقارنة مع التمويل المصرفي	رسملة سوق الأوراق المالية وإجمالي الائتمان المصرفي للقطاع الخاص	اليونان خلال الفترة الممتدة ما بين 1999-1986	Financial Markets and Economic Growth in Greece	Hondroyian nis Et Al (2005)
علاقة سببية أحادية الاتجاه تنطلق من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي	الائتمان المحلي من قبل المؤسسات البنكية مقسوم على الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة إجمالي خصوم البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي	الصين خلال الفترة الممتدة بين 1952 – 2001	Financial Development and Economic Growth: evidence from China	Qi Liang Et Jian Zhou Teng (2006)
نتائج السببية Granger على المدى الطويل أعطت المزيد من الدعم لفرضية أن التمويل يلي النمو الاقتصادي بدلا من أن يؤدي إلى النمو الاقتصادي ، في حين اختبارات السببية في المدى القصير لا تظهر أي دلائل على السببية بين المتغيرين	M2/GDP M2 ناقص النقود إلى GDP الائتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى GDP الائتمان الصادر إلى الشركات الخاصة الغير مالية إلى إجمالي الائتمان المحلي	خمس دول في الشرق الأوسط و شمال إفريقيا MENA (الجزائر، مصر، المغرب، سوريا و تونس) خلال الفترة الممتدة ما بين 2004-1960	Financial Development and Economic Growth Nexus: time series evidence from Middle Eastern and North African countries	Abu-Bader And Abu-Qarn (2006)
علاقة ثنائية الاتجاه بين التطور المالي و النمو الاقتصادي	M2/GDP M2 ناقص النقود إلى GDP الائتمان المصرفي للقطاع الخاص إلى GDP الائتمان الصادر إلى الشركات الخاصة	مصر خلال الفترة 2001 – 1960	Financial Development and Economic Growth: the Egyptain experience	Sulieman Abu Bader Et Aamer S Abu Qarn (2008)

الملاحق

	الغير مالية إلى إجمالي الائتمان المحلي			
تم العثور على أدلة محدودة تدعم الفرضية التي تنص على أن التمويل يقود النمو ، حيث أشارت الأدلة إلى أن العمق المالي و الانفتاح التجاري يتأثران بالنمو الاقتصادي	أصول البنوك التجارية إلى أصول البنوك التجارية + أصول البنك المركزي ، الخصوم السائلة إلى إجمالي الناتج المحلي، الائتمان الخاص الممنوح من قبل البنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي	16 بلدا في افريقيا جنوب الصحراء الكبرى	Linkages Between Financial Deepening, Trades Openness and Economic Development: causality evidence from Sub-Saharan Africa	Gries ; Kraft and Meirrieks (2009)
في ثلثي الحالات يوجد علاقة أحادية الاتجاه من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي	M1 و M2-M1، نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي	السلاسل الزمنية وبيانات 22 بلدا في إفريقيا جنوب الصحراء الكبرى (ذلك أن هذه المنطقة تحتاج إلى تعزيز النمو) و ذلك خلال الفترة الممتدة ما بين 1960-2009	Monetization, Financial Development and Growth: time series evidence from 22 countries in Sub-Saharan Africa	P L Rousseau and A D'Onofrio (2013)

الملحق رقم (03): ملخص الدراسات حول المؤسسات، التطور المالي والنمو الاقتصادي

النتيجة	مؤشرات قياس نوعية المؤسسات	عينة، فترة و منهجية الدراسة	عنوان الدراسة	الدراسة
تحسين حقوق الدائنين يؤدي إلى زيادة في نسبة الائتمان الخاص إلى GDP ، و أن الأصول القانونية تعتبر محددات هامة لحقوق الدائنين و مؤسسات تبادل المعلومات	بيانات حول حقوق القانونية للدائنين وسجلات الائتمان الخاص	في 129 دولة تغطي فترة 25 عاما	Private Credit In 129 Countries	Djankov et al (2007)

الملاحق

المؤسسات تفسر جزء كبير من التباينات في مستويات التطور المالي بين الدول	مؤشر نوعية المؤسسات الصادر عن دليل الدولي للمخاطر القطرية ICRG	دول نامية ومتقدمة	Financial Development And Openness: Evidence From Panel Data	Baltagi et al (2009)
المخاطر السياسية ، القانون و النظام و نوعية البيروقراطية تعتبر محددات مهمة لتطور أسواق الأوراق المالية	المؤشر المركب المقدم من قبل ICRG و الذي تتراوح قيمته بين 0 و 100 نقطة، حيث تشير القيم عالية إلى مخاطر أقل ، بينما تشير الدرجات الدنيا إلى مخاطر أعلى	باستخدام panel من 42 اقتصادية ناشئة خلال الفترة 1990-2004	The Determinants Of Stock Market Development In Emerging Economies: Is South Africa Different?	(2008) Yartey
سيادة القانون و الاستقرار السياسي و فعالية الحكومة تلعب دورا حيويا في تعزيز تطور القطاع المالي	مؤشرات قياس نوعية المؤسسات المقدمة من قبل Kaufmann (1999) et al	عينة من 63 دولة متقدمة و نامية خلال الفترة 1996-2004	The Quality Of Institutions And Financial Development,	Law and Azman-Saini (2008)
العوامل المؤسسية تؤثر على العمق المالي و الحصول على الخدمات المالية			Institutional Factors And Financial Sector Development: Evidence From Sub-Saharan Africa	Anayiotos and Toroyan (2009)
درجة الديمقراطية و الاستقرار السياسي هي عوامل مفسرة قوية في تحديد سرعة التطور المالي	المتغيرات السياسية تم الحصول عليها من the policy IV database Marshall et al (2003)	لمجموعة من الدول المتقدمة و النامية للفترة 1975-2000	The Political Economy Of Financial Development	Girma and Shortland (2008)
نوعية المؤسسات تلعب دور مهم في تحديد التطور المالي	مؤشرا ICR : الفساد، سيادة القانون، نوعية البيروقراطية، تنصل الحكومة من العقود، خطر المصادرة	بيانات من 27 اقتصادية (G7)، أوروبا، شرق آسيا وأمريكا اللاتينية) خلال الفترة 1980-2001	The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth	Law and Habibullah (2009)

الملاحق

<p>البلدان التي تحمي أنظمتها القانونية حقوق الدائنين و تضمن تنفيذ العقود بدقة و صرامة استطاعت تطوير أنظمتها البنكية بشكل أكبر</p>	<p>حقوق الدائنين Creditor Rights الإنفاد Enforcements أصل القانون Legal Origin</p>	<p>عينة من 42 دولة خلال الفترة 1976- 1993</p>	<p>The Legal Environment, Banks and Long-Run Economic Growth</p>	<p>(1998) Levine</p>
<p>الوسطاء الماليين يتطورون بشكل أفضل في البلدان ذات النظم القانونية الأكثر تطورا</p>	<p>مؤشرات قياس البيئة القانونية الممثلة في حقوق الدائنين، إنفاذ العقود و الإفصاح عن المعلومات</p>	<p>عينة تتكون من 77 دولة خلال الفترة 1989-1960</p>	<p>Law, Finance and Economic Growth, Journal of Financial Intermediation</p>	<p>(1999) Levine</p>
<p>التطور المالي يكون له أثر أكبر على النمو الاقتصادي عندما يعمل النظام المالي ضمن إطار مؤسسي سليم</p>	<p>المؤشرات الخمسة المستعملة من قبل Knack and Keefer (1995) لقياس البيئة المؤسساتية</p>	<p>بيانات Panel لـ 72 بلدا خلال الفترة 2000-1978</p>	<p>Finance , Institutions and Economic Growth</p>	<p>Demetriades and Law (2006)</p>
<p>معدلات نمو أعلى في المناطق التي تتميز أكثر بسيادة القانون و الوعي بحماية حقوق الملكية الخاصة</p>	<p>سيادة القانون مؤشر الوعي بحقوق الملكية حجم القطاع الخاص</p>	<p>عينة Panel لـ 31 مقاطعة في الصين خلال الفترة 1986-2003</p>	<p>Institutional Development, Financial Deepening and Economic Growth: evidence from China</p>	<p>Hasan , Wachtel and Zhou (2009)</p>
<p>الأثر الإيجابي للبنوك على النمو يتقلص عندما تتوفر المؤسسات متطورة وتعمل بشكل أفضل، بينما أثر الأسواق المالية على النمو لا علاقة له مع مستوى تطور المؤسسات</p>	<p>خمس مؤشرات لقياس نوعية و جودة المؤسسات: مؤشر إنفاذ العقود، مؤشر لقياس الفساد، مؤشر سيادة القانون، مؤشر لقياس نوعية البيروقراطية</p>	<p>بيانات المقاطع العرضية و الـ Panel لعينة من 90 دولة خلال الفترة 2004 -1970</p>	<p>Panel evidence on economic freedom and growth in the United States</p>	<p>Compon and Giedeman (2011)</p>

الملحق رقم (04): قائمة دول العينة

الشريحة الدنيا من البلدان متوسطة الدخل	الشريحة العليا من البلدان المتوسطة الدخل
1. مصر	1. البرازيل
2. المغرب	2. المكسيك
3. تايلاند	3. ماليزيا
4. الهند	4. جنوب إفريقيا
5. اندونيسيا	5. تركيا
6. باكستان	6. الأرجنتين
7. فلين	7. فنزويلا
8. سيريلانك	8. كولومبيا
9. بنغلادش	9. جامايكا
10. نيجيريا	10. الشيلي
11. بوليفيا	11. الصين
	12. الأردن
	13. تونس
	14. ليبرو

المصدر: تصنيف صندوق النقد الدولي والبنك العالمي 2016.

الملحق رقم (05): المتغيرات و المؤشرات المستعملة في الدراسة

المصدر	الرمز	اسم المتغير	
إحصائيات البنك الدولي (WDI) إحصائيات الأونكتاد UNCTAD CEIC Data	RGDPP	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	المتغير التابع
إحصائيات البنك الدولي (WDI) إحصائيات الأونكتاد UNCTAD CEIC Data	TRADE	الانفتاح التجاري: مجموع الصادرات والواردات إلى GDP	المتغيرات التفسيرية
إحصائيات البنك الدولي (WDI) Open data for africa إحصائيات صندوق النقد الدولي (IFS)	INV	الاستثمار: إجمالي تكوين رأس المال الثابت إلى GDP	
إحصائيات البنك الدولي (WDI) إحصائيات الأونكتاد UNCTAD CEIC Data	INF	معدل التضخم السنوي (%)	
إحصائيات البنك الدولي (WDI) Open data for africa	GOV	الإففاق الحكومي إلى GDP	
إحصائيات البنك الدولي (WDI) CEIC Data	CAP	رسملة البورصة إلى GDP	مؤشرات قياس تطور الأسواق
إحصائيات البنك الدولي (WDI)	TUR	معدل الدوران في البورصة	المالية
إحصائيات البنك الدولي (WDI)	TVALU	القيمة الكلية المتداولة (حجم التداول)	
إحصائيات البنك الدولي (WDI) إحصائيات صندوق النقد الدولي (IFS) CEIC Data	M2	النقود وأشباه النقود إلى GDP	مؤشرات قياس تطور القطاع المصرفي
إحصائيات البنك الدولي (WDI) إحصائيات صندوق النقد الدولي (IFS)	PRIVY	الائتمان المحلي للقطاع الخاص إلى GDP	

CEIC Data			
بيانات الدليل الدولي للمخاطر القطرية ICRG	INST	-نوعية البيروقراطية -القانون والنظام -الفساد -المساءلة الديمقراطية -الملف الاستثماري	المؤشر المركب لقياس نوعية المؤسسات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	إهداء
	تشكرات
	فهرس المحتويات
	الفهرس
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
13	مقدمة عامة
13	الفصل الأول: الإطار النظري للدراسة
13	مقدمة الفصل
14	I. عموميات حول الأنظمة المالية وتطورها
17	1. تعريف وهيكل النظام المالي
17	1.1. تعريف النظام المالي
18	1.2. هيكل النظام المالي
19	2. أنواع الأنظمة المالية
20	1.2. الأنظمة المالية القائمة على التمويل الذاتي
21	2.2. الأنظمة المالية القائمة على البنوك
21	3.2. النظام المالي القائم على الأسواق
21	4.2. النظام المالي القائم على سيطرة الحكومة
22	3. وظائف النظام المالي
23	1.3. تنوع المخاطر
23	2.3. جمع معلومات حول الاستثمارات وتخصيص الموارد
23	3.3. رصد المدراء وممارسة الرقابة على الشركات
26	4.3. تعبئة المدخرات
27	5.3. تسهيل التبادل

فهرس المحتويات

28	4. مفهوم التطور المالي
28	5. مؤشرات قياس التطور المالي
29	1.5. عمق وحجم النظام المالي
29	2.5. تنوع وتكامل القطاع المالي
29	3.5. ربحية واستقرار النظام المالي
31	4.5. الفعالية
33	5.5. إمكانية النفاذ (الوصول إلى الخدمات المالية)
33	6.5. مؤسسات الدعم أو المؤسسات المساعدة
35	7.5. انفتاح القطاع المالي
41	II. محددات التطور المالي
42	1. المؤسسات (الإطار المؤسسي)
45	1.1. نظرية القانون والتمويل
46	2.1. الانتقادات الموجهة لنظرية القانون والتمويل
46	3.1. نظرية الأوقاف Endowment Theory
50	4.1. الانتقادات الموجهة لنظرية الأوقاف
52	2. العوامل السياسية
52	1.2. نظرية أصحاب المصالح An Interest Group Theory
52	2.2. الاستقرار السياسي
57	3. العوامل الاقتصادية
57	1.3. النمو الاقتصادي
59	2.3. التضخم
62	4. العوامل الهيكلية
64	1.4. سيطرة البنوك العمومية على القطاع المالي
64	2.4. التطور المالي وفتح النظام المالي للبنوك الأجنبية
64	5. عوامل أخرى
74	III. الأدبيات النظرية حول العلاقة بين التمويل والنمو
76	1. النظريات حول العلاقة بين التمويل والنمو
78	1.1. فرضية العرض القائد The supply-leading hypothesis

فهرس المحتويات

89	2.1. العلاقة السببية الثنائية الاتجاه
94	3.1. الطلب التابع The Demand-Following Hypothesis
94	2. نماذج النمو الذاتي المتضمنة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
78	3. الأنظمة المالية القائمة على البنوك والأنظمة المالية القائمة على الأسواق
89	4. التحرير المالي
94	1.2. عموميات حول التحرير المالي
97	2.2. تحليل Mckinnon و Shaw لسياسة التحرير المالي
103	3.2. توسيع تحليل Mckinnon and Shaw
104	4.2. الانتقادات الموجهة لنظرية التحرير المالي
108	5.2. شروط نجاح سياسة التحرير المالي
110	6.2. بعض الدراسات التجريبية حول العلاقة بين التحرير المالي و النمو الاقتصادي
114	4. قنوات الانتقال بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
119	IV. التطور المالي بين الحد من الفقر و التسبب في عدم الاستقرار المالي
119	1. العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي (أثر العتبة)
121	2. التطور المالي ودوره في الحد من الفقر
122	1.2. العوامل التي تحد من نفاذ الفقراء للخدمات المالية
123	2.2. قنوات تأثير التطور المالي على الفقر
125	1.2.2. العلاقة بين عدم المساواة، الفقر، النمو والتطور المالي
126	2.2.2. العلاقة المباشرة بين التطور المالي والحد من الفقر
130	3.2. العلاقة بين الوصول إلى الائتمان، عمالة الأطفال، الالتحاق بالمدارس والوصول إلى العلاج
131	1.3.2. النفاذ إلى الائتمان، عمالة الأطفال، والالتحاق بالمدارس
134	2.3.2. العلاقة بين النفاذ إلى الائتمان وإمكانية الحصول إلى العلاج
135	4.2. الدراسات التجريبية حول العلاقة بين التطور المالي، عدم المساواة، الحد من الفقر والنمو الاقتصادي
138	3. التطور المالي، عدم الاستقرار المالي والنمو (ظهور الأزمات)
138	1.3. مفاهيم حول الاستقرار المالي
139	1.1.3. مفهوم الاستقرار المالي

فهرس المحتويات

140	2.1.3. مفهوم عدم الاستقرار المالي
143	2.3. الأسباب التي تجعل التطور المالي يرفع عدم الاستقرار المالي
145	3.3. التحرير المالي، عدم الاستقرار المالي والأزمات
145	1.3.3. التحرير المالي وعدم الاستقرار المالي
146	2.3.3. التحرير المالي والأزمات
149	3.3.3. الأزمات المصرفية كنتيجة لارتفاع عدم الاستقرار المالي
153	4.3. الدراسات التحريبية حول التحرير المالي، عدم الاستقرار المالي والأزمات
157	5.3. أثر عدم الاستقرار المالي على النمو الاقتصادي
161	4. آليات (سياسة) تطوير القطاع المالي
162	1.4. استقرار الاقتصاد الكلي
163	2.4. تعزيز الإطار القانوني وحقوق الملكية وتوفير بيئة تحتية مادية واجتماعية مناسبة
164	3.4. تعزيز التنوع والعمق المالي، وإمكانية النفاذ (الوصول) للخدمات المالية
166	4.4. تعزيز التنظيم والإشراف البنكي وتحسين سجلات المحاسبة
167	5.4. تعزيز المؤسسات والانفتاح المالي
170	خاتمة الفصل
171	الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة
172	مقدمة الفصل
174	I. الدراسات التي اختبرت العلاقة الخطية بين النمو والتمويل
174	1. الدراسات التي اختبرت طبيعة العلاقة بين التمويل والنمو
174	1.1. علاقة ايجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
181	2.1. علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
186	2. الدراسات حول اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
186	1.2. العرض القائد: التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي
192	2.2. علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
199	3.2. الطلب التابع: النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي
204	3. الدراسات المعتمدة على مستوى الصناعة ومستوى الشركات Industry and firm level studies
209	4. الدراسات حول الأنظمة المالية القائمة على البنوك والأنظمة المالية القائمة على الأسواق

فهرس المحتويات

212	II. الدراسات التي اختبرت العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو (أثر العتبة)
212	1. مستوى التنمية الاقتصادية كمتغير للعتبة
216	2. التطور المالي كمتغير للعتبة
219	III. الإطار المؤسسي والعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
219	1. الإطار المؤسسي والتطور المالي
223	2. الإطار المؤسسي، التطور المالي والنمو الاقتصادي
230	خاتمة الفصل
232	الفصل الثالث: دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لمجموعة من الدول النامية
233	مقدمة الفصل
234	I. عموميات حول الأوضاع الاقتصادية والتطورات المالية في الدول النامية
234	1. الخصائص الاقتصادية والمالية للدول النامية
234	1.1. الخصائص الاقتصادية
235	2.1. الخصائص المالية والمصرفية
236	2. أسباب التأخر المالي في الدول النامية
237	3. تطور بعض المؤشرات الاقتصادية في الدول النامية
242	4. التطورات المالية في الدول النامية
243	II. الإطار القياسي المتبع في التحليل
243	1. تعريف بيانات البانل وأهميتها
243	2. اختبارات التحديد
244	1.2. اختبار التجانس لـ Hsiao (1986)
246	2.2. اختبار Hausman
247	3. اختبارات جذر الوحدة واختبارات التكامل المشترك:
247	1.3. اختبارات جذر الوحدة
248	2.3. اختبارات التكامل المشترك
249	4. النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل
249	1.4. نموذج التأثيرات الثابتة
249	2.4. نموذج التأثيرات العشوائية
249	3.4. نموذج البانل الديناميكي Dynamic Panel

فهرس المحتويات

250	III. منهجية ونموذج الدراسة
250	1. عينة الدراسة ومصادر البيانات
251	2. المؤشرات المستعملة
255	3. منهجية الدراسة والنموذج المستخدم
258	4. طريقة التقدير
260	5. نظرة شاملة على تطور المؤشرات المالية في دول العينة
266	IV. تقدير النموذج وعرض نتائج الدراسة القياسية
266	1. الإحصاء الوصفي والارتباط بين المتغيرات التفسيرية
266	1.1. الإحصاء الوصفي
266	2.1. الارتباط بين المتغيرات التفسيرية
267	2. اختبار التجانس Hsiao
269	3. دراسة الاستقرارية والتكامل المشترك
269	2.3. استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية
272	3.3. اختبار التكامل المشترك
273	4. نتائج تحليل المركبات الأساسية
273	1.4. المؤشر المركب لنوعية المؤسسات
274	2.4. المؤشر المركب للتطور المصرفي
275	3.4. المؤشر المركب لتطور الأسواق المالية
276	5. تقدير Dynamic Data Model
276	1.5. تقدير أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي
282	2.5. تقدير أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في ظل شرط الإطار المؤسسي
287	خاتمة الفصل
289	الخاتمة العامة
297	قائمة المصادر والمراجع
313	الملاحق

ملخص:

تهدف هذه الأطروحة إلى تقديم دراسة نظرية وتجريبية للتطور المالي وعلاقته بالنمو الاقتصادي في الدول النامية، وذلك من خلال عرض مختلف الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية السابقة التي تناولت العلاقة بين التمويل والنمو. وإجراء دراسة تحليلية قياسية لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في ظل شرط الإطار المؤسساتي، وذلك باستخدام نموذج ديناميكي وبيانات البانل لعينة من 25 دولة نامية خلال الفترة 1989-2014، وباستخدام مؤشرات لقياس تطور كل من القطاع المصرفي والأسواق المالية، ومؤشر مركب لقياس جودة الإطار المؤسساتي. وقد بينت النتائج أن تطور القطاع المصرفي كان له أثر سلبي على النمو الاقتصادي في هذه الدول، وأن الإطار المؤسساتي خفف من هذا التأثير السلبي. كما بينت النتائج أن تطور الأسواق المالية كان له أثر إيجابي على النمو الاقتصادي في الدول محل الدراسة، وأن البيئة المؤسساتية عززت من هذا التأثير الإيجابي.

الكلمات المفتاحية: التطور المالي، تطور القطاع المصرفي، تطور الأسواق المالية، النمو الاقتصادي، الإطار المؤسساتي، الدول النامية، نموذج ديناميكي، طريقة العزوم المعممة GMM.

Résumé:

Le but de Cette thèse a présenté une étude théorique et empirique du développement financier et son relation avec la croissance économique à travers la présentation de divers les littératures théoriques, et les études empiriques qui a traité la relation entre la finance et la croissance. Et la réalisation d'une étude analytique économétrique pour tester l'effet du développement financier sur la croissance économique en présente de condition de cadre institutionnel, en utilisant un modèle dynamique et données de panel pour un échantillon de 25 pays en développement sur la période 1989-2014, et en utilisant des indicateurs pour mesurer le développement du secteur bancaire et des marchés financiers, et un indice composé pour mesurer la qualité institutionnel. Les résultats empirique montrent qu'il y a un effet négatif de développement du secteur bancaire sur la croissance économique et que le cadre institutionnel atténuer cet impact négatif. Les résultats montrent aussi l'existence d'un effet positif de développement des marchés financiers sur la croissance économique, et que la qualité institutionnel renforcer cet impact positif dans les pays en développement.

Mots clés: le développement financier, le développement du secteur bancaire, le développement du marché financier, la croissance économique, la qualité institutionnel, les pays en développement, modèle dynamique, méthode des moments généralisés GMM.

Abstract:

The main objective of this thesis is is submission of a theoretical and empirical study of financial development and its relationship to economic growth, through the presentation of various theoretical literature and empirical studies on the relationship between finance and growth. and preparation an econometric study of the impact of financial development on economic growth in the presence of the institutional quality condition, using dynamic model and panel data for a sample of 25 developing countries over the period 1989-2014, and using indicators to measure the development of both banking sector and financial market, and an composite index to measure institutional quality. The empirical results show that there is a negative and significant affect of banking sector development on economic growth and that institutional environment mitigate this negative impact, as the results show the existence of a positive and significant affect of financial market development, and that the institutional reinforce this positive impact in developing countries.

Key words: financial development, banking sector development, financial market development, economic growth, institutional quality, developing countries, dynamic model, generalized method of moments GMM.