

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة أبي بكر بلقايد
تلمسان



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية
أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث نظام L.M.D
تخصص : اقتصاد نقدي و مالي
بعنوان:

تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة

باستعمال Panel Data Analysis

تحت إشراف الأستاذ :
أ . د. طاوولي مصطفى

من إعداد الطالبة:
مجاهد كتر

أعضاء لجنة المناقشة :

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن بوزيان محمد
مشرفا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. طاوولي مصطفى
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بوثلجة عبد الناصر
ممتحنا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ محاضر	د. بن سعيد محمد
ممتحنا	جامعة سعيدة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. صوار يوسف
ممتحنا	المركز الجامعي عين تموشنت	أستاذ محاضر	د. جديدن حسن

السنة الجامعية: 2015-2016

الملخصات:

تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول المتقدمة والنامية باستعمال تحليل بيانات بانل.

الملخص:

هدفت الدراسة الى اختبار أثر التطور في القطاع المالي على النمو الاقتصادي في كل من الدول المتقدمة والنامية ، من خلال محاولة ابراز دور كل من الوساطة والأسواق المالية في النشاط الاقتصادي ، باستعمال مجموعة من المؤشرات لتمثيل مدى تطور كل من البنوك والسوق المالي وذلك باعتماد على الدراسات النظرية والتطبيقية السابقة والتي اشتملت على ثلاثة متغيرات لكل منهما ، القروض الموجهة الى القطاع الخاص بالنسبة الى GDP ، الكتلة النقدية (M2) كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ومجموع أصول البنوك التجارية الى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي ، ورسملة البورصة (GDP%) ، مؤشر حجم تداول الأوراق المالية (GDP%) ، ومعدل الدوران، بالإضافة الى استخدام معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي، واستعمال طريقة تحليل المكونات الأساسية للحصول على المؤشرات لتطور كل من الوساطة والاسواق المالية بهدف جمع وحصر معظم المعلومات من البيانات الأصلية بهدف ازالة مشكل الارتباط المتعدد بين متغيرات التطور المالي، شملت عينتي الدراسة على 24 دولة متقدمة و38 دولة نامية ، ولتحقيق الغاية من الدراسة تم استخدام طريقة تحليل بيانات بانل والتي شملت على اختبارات جذر الوحدة على بيانات بانل ، اختبار العلاقة السببية وتقدير نموذج بانل الساكن باستعمال نموذج الأثر الثابت والعشوائي والنموذج الديناميكي المبنى على نموذج تصحيح الخطأ باستعمال طريقة وسط المجموعة المدجة ووسط المجموعة في التقدير .

وبتقدير نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البانل كشفت نتائج مقدرات وسط المجموعة المدجة أن القطاع البنكي يمارس تأثيرات سالبة، معنوية ومتجانسة على النمو الاقتصادي في حالة كل من الدول النامية والمتقدمة ،أما بالنسبة لمؤشر تطور الأسواق المالية فان له تأثير سالب ومعنوي في حالة الدول المتقدمة وتأثير موجب ومتجانس في حالة الدول النامية (قاعدة الاسواق المالية) في المدى الطويل، وتوصلنا من خلال اختبار السببية الى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين التطور في القطاع المالي والنمو الاقتصادي في كل من حالة الدول النامية والمتقدمة .والنتيجة ان الجهاز المالي يمارس تأثير سالب على النمو في حالة الدول المتقدمة والذي ارجعه معظم الباحثين الى أن اقتصاديات الدول المتقدمة هي أكثر انفتاحا من اقتصاديات الدول النامية وبالتالي هي أكثر عرضة لتقلبات والازمات المالية والبنكية التي تهمش دور النظام المالي (Stiglitz,2009)، وأيضاً ربما العلاقة بين التطور المالي والنمو هي الغير خطية اي أن مستوى التطور المالي هو عامل جيد بالنسبة الى النمو حتى مستوى معين ، وبعد ذلك يصبح التأثير سلبي على النمو اي المزيد من التمويل ليس دائماً جيد للاقتصاد .

اما بالنسبة للدول النامية فان الوساطة المالية لها تأثير سالب على النمو وهذا ما ارجعه (Rousseau and Wachtel,2011) الى تطبيق لسياسات التحرير المالي(1980،1990) التي أدت الى نشوب أزمات مالية وبنكية، وفي نفس الاتجاه أشار الباحثان (Loayza and Rancière (2006) على أن لغز العلاقة بين التطور المالي والنمو ، يمكن تفسيرها من خلال الأثار السلبية

لسياسة التحرير المالي ، عدم التخصيص الجيد لرؤوس الاموال نحو استثمارات انتاجية انما توجه لأنشطة المضاربة التي تمسح الدور الايجابي للنظام المالي، عدم توفر بيئة مؤسساتية سليمة .

الكلمات المفتاحية : تطور القطاع المالي ، النمو الاقتصادي ، الدول النامية ، الدول المتقدمة ، بيانات بانل .

The effect of financial system development on economic growth: the case of Developed and Developing Countries with using panel data analysis.

Abstract : This research aims to examine the impact of financial development on economic growth in the context of developed and developing countries. The study considers a number of measures of financial development e.g. private credit to GDP , M2/GDP , the ratio of commercial bank assets to the sum of commercial bank assets and central bank assets , market capitalization (share of GDP) , value traded (share of GDP) and turnover ratio. We also take growth rate of real GDP as dependent variable and few core control variables those explain economic growth. This study employs panel time series data over the year of 1989-2012 for each indicators for split sample of 24 developed and 38 developing countries. In order to measure the impact, this study analyze the data by applying panel unit root test , tests of homogeneous, static panel models (e.g. fixed and random effect) and panel autoregressive distributed lag (ARDL) framework of pooled mean group (PMG), mean group (MG) estimators.

The results obtained from PMG estimator demonstrate that the banking system development has an adverse and homogeneous impact on growth in full sample countries, whereas capital market has a positive and homogeneous effect on growth in developing countries, and negative impact in the case of developed countries. Granger causality test confirms that there is bi-directional causality between growth and financial development in the case of developed and developing countries. Finally, the study shows that the financial development is negatively associated with growth in the case of developed countries. This result confirms that the developed economies are more open than the economies of developing countries, therefore developed countries are more vulnerable due to the vagaries of the financial and banking crises, which damage the role of the financial system (Stiglitz, 2009). However, this study scrutinizes whether too much financial development adversely affect growth or not by applying non-linear assumption.

For developing countries, the financial intermediary has a negative effect on the growth rate which has been demonstrated by Rousseau and Wachtel (2011) that the implementation of policies of financial liberalization (1980.1990) might lead to the outbreak of the financial and banking crisis, and in the same direction, Loayza and Rancière (2006) indicated that the puzzle of the relationship between financial development and growth can be explained by the negative impact of liberalization financial, market imperfections and also a misallocation of capital into speculative activities that marginalize the positive role of the financial system and the lack of a legal and institutional infrastructure.

Key words : financial sector development , economic growth , developing countries , developed countries , panel data.

L'impact du développement du secteur financier sur la croissance économique: le cas des pays développés et en voie de développement avec utilisation des analyses des données de panel.

Résumé : Le but de cette recherche vise à examiner l'impact du développement du secteur financier sur la croissance économique dans les pays développés et en voie de développement, en essayant de mettre en évidence le rôle du secteur bancaire et du marché financier de l'activité économique, en utilisant différents indicateurs de l'approfondissement financier de pour capturer le développement dans le secteur bancaire et les marchés financiers, dépend de l'approche théorique et empirique , qui se composent du crédit accordé par les banques au secteur privé divisé par le PIB, masse monétaire (M2) en pourcentage de PIB, le ratio des avoirs des banques commerciales à la somme des avoirs des banques commerciales et de la banque centrale, ensuite la capitalisation boursière (% du PIB), le ratio de la valeur total des titres échangés au PIB et le turnover, taux de croissance du PIB réel comme variable de la croissance économique et en ajoutant les variables de contrôle pour la stabilité du macroéconomique durant la période 1989-2012, sur deux échantillons 24 développé et 38 pays en voie développement, et pour réaliser l'objectif de cette thèse, nous utilisons l'analyse de données de panel à travers l'application des tests de stationnarité , des tests d'homogénéité, l'estimation des modèles statiques avec les méthodes de l'effet fixe et aléatoire, et ainsi l'étude utilise les méthodes Pool Mean Group et Mean Group pour estimer le modèle ARDL.

Les résultats d'estimation(PMG) montrent que le développement des secteurs bancaires ont un impact négatif et homogène à long terme sur tous les pays développés et en voie de développement , et les marchés financiers ont un impact négatif et homogène sur le développement économique dans les pays développés , et un effet positif dans les pays en voie de développement .Quant à la causalité entre les deux variables , elle est marquée par une relation réciproque aussi bien dans les pays développés ,qu'en voie de développement. Enfin, nous montrons que le système financier est pratiqué par un impact négatif sur la croissance dans le cas des pays développés , ce résultat a été confirmé que les économies des pays développés sont plus ouverts que les économies des pays en développement et sont donc plus sensibles aux aléas des crises financières et bancaires ,qui endommagent le rôle du système financier (Stiglitz, 2009) , et aussi la relation entre le développement financier et la croissance est peut-être non linéaire ,dire qu'il peut promouvoir la croissance seulement jusqu'à un certain seuil., et il devient ensuite un impact négatif sur la croissance donc trop de finance n'est pas toujours bon pour l'économie.

Quant aux pays en voie de développement, l'intermédiaire financier a un effet négatif sur le taux de croissance ce qui a été démontré par Rousseau et Wachtel (2011) que l'application des politiques de la libéralisation financière (1980,1990) qui a conduit à l'éclatement de la crise financière et bancaire, et dans la même direction ,Loayza et Rancière (2006) ont indiqué que le puzzle de la relation entre le développement financier et la croissance peut être expliqué par l'effet négatif de la libéralisation financière ,l'imperfections de marché et aussi une mauvaise allocation du capital vers des activités de spéculation qui marginalisent le rôle positif du système financier, et l'absence d'une infrastructure légale et institutionnelle.

Mots clés : développement du secteur financier, croissance économique, pays développés, pays en voie de développement, les données de panel.

الفهرس العام للدراسة:

- الفصل التمهيدي : الاطار العام للدراسة.
- الفصل الأول : الجانب النظري حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.
- الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.
- الفصل الثالث :الجانب التطبيقي للدراسة "قياس ومقارنة أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية والمتقدمة".
- الخاتمة العامة.

تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال
تحليل بيانات بانل.

The effect of financial system development on economic growth: the case of Developed and Developing Countries using panel data analysis.

فهرس المحتويات :

2	فهرس المحتويات :
5	قائمة الأشكال :
7	الفصل التمهيدي : الاطار العام للدراسة
7	1- مقدمة عامة:
10	2- اشكالية الدراسة :
11	3- أهداف الدراسة: :
11	4- أهمية وأهداف الدراسة: :
12	5- منهجية الدراسة :
12	6- البنية العامة للدراسة :
14	الفصل الأول : الاطار النظري حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
14	مقدمة الفصل:
17	1- الاطار النظري للتطور المالي :
47	2- نظرية تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي :
93	3-قنوات انتقال تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي :
99	4 - فروض العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي:
110	5- هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي:
115	خاتمة الفصل:
116	الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
116	مقدمة الفصل:

- 1- الدراسات السابقة حول تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي : 119
- 2- الدراسات التطبيقية حول العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي : 124
- 3- الدراسات السابقة حول دور نوعية المؤسسات في علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي: 129
- 4- الدراسات السابقة حول العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي: 132
- 5- الدراسات السابقة حول القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي الى النمو الاقتصادي: 135
- 142 خلاصة الفصل:

الفصل الثالث: الجانب التطبيقي للدراسة قياس ومقارنة أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية

- 143** المقدمة .
- 143 مقدمة الفصل:
- 1- الاطار العام للدراسة القياسية وأهدافها: 143
- 2- منهجية الدراسة القياسية والنموذج المستخدم: 144
- 3- المتغيرات والمؤشرات المستعملة في الدراسة: 146
- 4- طريقة وأساليب تقدير النموذج : 151
- 5- خطوات تقدير النموذج وعرض وتحليل النتائج: 166
- 198 الخاتمة :
- 199** الخاتمة العامة:
- 204 المراجع :
- 216 الملاحق :
- 226 فهرس المحتويات :

قائمة الجداول :

- الجدول(1-1): العمق المالي (depth) للمؤسسات المالي خلال الفترة 2008-2010..... 37
- الجدول (1-2): العمق المالي (depth) للأسواق المالية خلال الفترة 2008-2010..... 39
- الجدول(1-3): كفاءة الأسواق المالية (efficiency) خلال الفترة 2008-2010..... 43
- الجدول(1-4): خصائص المؤسسات المالية ما بين الدول (بمتوسطات القيم)..... 44
- الجدول(1-5): خصائص الأسواق المالية ما بين الدول (بمتوسطات القيم)..... 45
- الجدول(1-6): خصائص المؤسسات المالية ما بين مجموعات من الدول مصنفة حسب الدخل 46
- الجدول(1-7): خصائص الأسواق المالية ما بين مجموعات من الدول مصنفة حسب الدخل 46
- الجدول(1-8) : مصفوفة 2 x4 خصائص النظام المالي..... 46
- الجدول (3-1) : اختبار جذر الوحدة في نماذج بانل..... 157
- الجدول(3-2) : الارتباط بين متغيرات التطور المالي والنمو الاقتصادي (حالة عينة الدول المتقدمة) 167
- الجدول(3-3) : الارتباط بين متغيرات التطور المالي والنمو الاقتصادي (حالة عينة الدول النامية) 167
- الجدول (3-4) : نتائج اختبار التجانس لمخطط Hsiao(1986) (حالة عينة الدول المتقدمة)..... 170
- الجدول (3-5) : نتائج اختبار التجانس لمخطط Hsiao(1986) (حالة عينة الدول النامية) 170
- الجدول(3-6) : تحليل المكونات الأساسية لمؤشر التطور المالي..... 172
- الجدول (3-7) : اختبار جذر الوحدة لبيانات بانل (عينة الدول المتقدمة) 173
- الجدول (3-8) : اختبار جذر الوحدة لبيانات بانل (عينة الدول النامية)..... 174
- الجدول (3-9) : اختبار جذر الوحدة لبيانات بانل (لكل العينة) 175
- الجدول(3-10) : نتائج اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول المتقدمة 176
- الجدول(3-11) : نتائج اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول النامية 177
- الجدول(3-12) : نتائج اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة كل العينة..... 177
- الجدول(3-13): تقدير نماذج بانل الساكنة (حالة عينة الدول المتقدمة)..... 181
- الجدول(3-14): تقدير نماذج بانل الساكنة (حالة عينة الدول النامية)..... 182
- الجدول(3-15): تقدير نماذج بانل الساكنة (حالة كل العينة)..... 182
- الجدول (3-16) : نتائج تقدير نماذج Panel ARDL باستخدام MG، PMG ، (حالة الدول المتقدمة) .. 185
- الجدول (3-17) : نتائج تقدير نماذج Panel ARDL باستخدام MG، PMG (حالة الدول النامية) 186

الجدول (3-18) :	نتائج تقدير نماذج Panel ARDL باستخدام MG، PMG (حالة كل العينة)	186
الجدول (3-19) :	تقدير النماذج باستعمال طريقة PMG (حالة عينة الدول المتقدمة)	192
الجدول (3-20) :	تقدير النماذج باستعمال طريقة MG (حالة عينة الدول المتقدمة)	193
الجدول (3-21) :	اختبار Hausman (حالة عينة الدول المتقدمة)	193
الجدول (3-22) :	تقدير النماذج باستعمال طريقة PMG (حالة عينة الدول النامية).....	194
الجدول (3-23) :	تقدير النماذج باستعمال طريقة MG (حالة عينة الدول النامية).....	194
الجدول (3-24) :	اختبار Hausman (حالة عينة الدول النامية).....	195

قائمة الأشكال:

الشكل (1-1):	الجدل النظري حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو	15
الشكل (1-2):	تدفق رؤوس الأموال من خلال النظام المالي	19
الشكل (1-3):	العلاقة النظرية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حسب (1997) Ross Levine	24
الشكل (1-4) :	أبعاد التطور المالي.....	35
الشكل (1-5) :	تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا	68
الشكل (1-6) :	الادخار والاستثمار في ظل فرض قيد مالي	71
الشكل (1-7) :	أثر ارتفاع معدلات الفائدة للقروض على العوائد المتوقعة من طرف البنوك	75
الشكل (1-8) :	خصائص ووظائف الوساطة المالية	80
الشكل (1-9) :	وجهة نظر (1993) Pagano	89
الشكل (1-10) :	قنوات الى النمو الاقتصادي Channels to economic growt	95
الشكل (1-11) :	فرضيات العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي	100
الشكل (1-12):	اتجاه السببية (direction of Causality) بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ..	110
الشكل (3-1) :	خطوات اختبار التجانس ل (1986) Hsiao	163
الشكل (3-2):	عملية نمذجة لبيانات بانل (Panel Data Modeling Process).....	178

قائمة الملاحق :

- الملحق(1): الاحصائيات الوصفية للمتغيرات الخاصة بعينة الدول المتقدمة..... 216
- الملحق(2): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الخاصة بعينة الدول المتقدمة..... 216
- الملحق(3): الاحصائيات الوصفية للمتغيرات الخاصة بعينة الدول النامية..... 216
- الملحق (4): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الخاصة بعينة الدول النامية..... 217
- الملحق(5) : عينة الدول المدروسة..... 217
- الملحق(6): معدل المؤشرات الاقتصادية الكلية لعينة الدول المتقدمة خلال الفترة من 1989-2012 :
218
- الملحق (7): معدل المؤشرات تطور النظام المالي لعينة الدول المتقدمة خلال الفترة من 1989-2012 : 219
- الملحق(8): معدل المؤشرات الاقتصادية الكلية لعينة الدول النامية خلال الفترة من 1989-2012 : 219
- الملحق (9): معدل المؤشرات تطور النظام المالي لعينة الدول النامية خلال الفترة من 1989-2012:
221
- الملحق (10) : اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول المتقدمة 222
- الملحق (11) : اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول النامية..... 223
- الملحق (12) : اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة كل العينة..... 224
- الملحق (13) : وجهات نظر حول العلاقة حسب نظرية النمو الداخلي..... 231
- الملحق (14) : ملخص نظريات التي ربطت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي 226

الفصل التمهيدي : الإطار العام للدراسة

1- مقدمة عامة:

تشغل محددات النمو الاقتصادي اهتمام الاقتصاديين وتحتل الصدارة في أبحاثهم بهدف القدرة على تفسير الفروقات في معدلات نمو القطاع الحقيقي ما بين الدول ، ومن بين هذه محددات موضع الاهتمام نجد النظام المالي الذي يؤدي العديد من الوظائف والمتمثلة في جلب وتنظيم الموارد المالية المتاحة في الاقتصاد ، و توزيعها على جوانب الاستثمار المختلفة بما يكفل تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية ودوره في التأثير الإيجابي على النمو الاقتصادي ، اي ان النظام المالي يعتبر حلقة ربط بين أصحاب الفائض والعجز المالي ، من خلال تحويل الأرصدة المالية من أصحاب الذين يمتلكون رؤوس اموال ولا يتوفر لديهم فرص استثمارية الى اصحاب الحاجة لهذه الأرصدة من أجل تمويل مشاريعهم الاستثمارية .

نظرا للأهمية التي يكتسبها النظام المالي ، أصبح من الضروري التطرق الى مستقبل النظام المالي ، خاصة فيما يتعلق بتمويل النمو، وبالرغم من تعدد وتنوع أساليب التمويل المتاحة، إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد ، فالنظام المالي سواءا في الدول المتقدمة أو النامية أصبح الركيزة الأساسية والمهمة وذو الدور الرائد والفعال في تحقيق النمو ، من خلال توزيع الموارد الآتية من الادخار الى مشاريع واستثمارات منتجة وكيفية تسييرها ومتابعتها ، مثلما أشار (1991) Matouk " البنك والبورصة مؤسستان ضروريان في خلق القيمة ودورهما: فهما مسؤولتان على تراكم رأس المال وتوزيعه بين القطاعات والمؤسسات "1.

نظرا إلى وجود قطاع مالي متطور على أنه شرط أساسي من شروط تحقيق التنمية الاقتصادية وتعزيز النمو، حيث شهدت الأدبيات الاقتصادية اهتماما متناميا بطبيعة العلاقة التي تربط التطورات في الأنظمة المالية بالنمو الاقتصادي والكيفية التي يمكن أن تؤثر بها المؤسسات والأسواق المالية في النشاط الاقتصادي، وخاصة في ضوء التحولات العميقة التي يشهدها النظام الاقتصادي العالمي ، وعلى الرغم من الدراسات التحليلية والتطبيقية

¹ J. Matouk (1991). Systèmes financiers français et étrangers- Tome 1: Banques: instruments, institutions et gestion bancaire. Dunod .

العديدة في هذا المجال إلا أن طبيعة واتجاه هذه العلاقة السببية لا يزال موضع نقاش وجدل فكري متواصل في الأدبيات الاقتصادية.

أشار الاقتصادي¹ Adam Smith (1776) الى الدور والمشاركة الايجابية لدور الجهاز المصرفي وتمويله للتنمية الاقتصادية، والذي يؤكد بأن النمو يحدث بتأثير التطور المالي ، كما أكد Adam Smith (1776) على الدور البارز للبنوك في إحداث نمو التجارة ، التي تضاعفت بعد تشييد البنوك ، وهذا دون شك يعكس المشاركة البارزة للبنوك في هذه الزيادة .

يعتبر الاقتصادي Walter Bagehot (1873) أول من تحدث عن طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والذي أكد على القطاع المالي لعب دورا مهما في عملية التصنيع في إنجلترا في القرن 18 من خلال تسهيل حركة رؤوس الأموال ، وبالتالي يعتبر² Walter Bagehot (1873) أول من قام بربط دور النظام المالي بالنمو الاقتصادي من خلال الإشارة لأهميته بتوفير التمويل ، أما بالنسبة الى الاقتصادي Schumpeter(1912) الذي أكد على الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي وقدرته الى توزيع القروض نحو الاستثمارات المنتجة بالإضافة الى المساهمة في الابداع التكنولوجي (technological innovation) من خلال تمويل المشاريع التي تتمتع بميزة الابداع كل هذا ينعكس ايجابا على رفع من معدلات النمو الاقتصادي ، أي أن Schumpeter (1912) ركز على وظيفة توزيع القروض (allocating savings) ، ولم يعطي أهمية لوظيفة تجميع الموارد المالية (collecting financial resources) ، وبالتالي أكد Joseph Schumpeter (1912) على أن النظام المالي يساهم في التطور التكنولوجي بالإضافة الى رفع الانتاجية من اهم وظيفة يقوم بها والتي تتمثل في توزيع القروض وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية ، وجهة Joseph Schumpeter (1912) تتمثل في أهمية النظام المالي في النشاط الاقتصادي.

أشار كل من Keynes(1936)³ و Tobin(1965)⁴ الى تدخل الدولة (الحكومة) في سوق الائتمان (credit market) ، وهم يؤيدون سياسات الكبح المالي الذي يتبلور من خلال تحكم الدولة في عمل الجهاز المالي

¹Adam Smith (1937).The Wealth of Nations , New York , Modern Library ,1937.

² Walter Bagehot (1973).Lombard street: A description of the money market .The Poplars, Wimbledon, E. Johnstone; Hartley Withers, eds, London: Henry S. King and Co, April 26, 1873.

³ John Maynard Keynes (1936), « The general theory of employment, interest and money », First Published: Macmillan Cambridge University Press, New York, U.S.A.

⁴ James Tobin, (1965).” Money and Economic Growth”. Econometrica; V.33-#4, pp.671-684.

والمصرفي وبهدف خدمة المصلحة القطاع العام على حساب القطاع الخاص ، و وضع Keynes(1936) الى ان الاسواق المالية تنتج الكثير من أنشطة المضاربة التي تسهم في احداث تقلبات وعدم الاستقرار في الاقتصاد.

بالإضافة الى أعمال رواد سنوات الستينات الذين اهتموا بتقييم دور النظام المالي والمصرفي خلال مرحلة التصنيع بما يقدمه من مساهمات لتوفير التمويل لمشاريع التصنيع ، اهتمت دراسات كل من Gerscherkron (1962) ، Cameron et al (1967) و Gurley and Shaw (1955,1956) بإبراز دور البنوك في توفير التمويل لأجل تسريع عملية التصنيع من خلال اجراء مجموعة من الدراسات النظرية تهتم برصد أعمال البنوك خلال هذه المرحلة، وأما Patrick (1966) قام بشرح لاتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الى اتجاهين هما : أولا العرض القائد (finance led-growth) ومفادها أن التمويل يقود النمو ، ثانيا فرض الطلب التابع (growth led –finance) أي أن التطور المالي يتبع النمو الاقتصادي، ودراسة Goldsmith (1969) التي حاولت من خلالها اختبار العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي والذي توصلت إلى علاقة ايجابية بينهما دون توضيح اتجاه السببية.

يرى ¹ John Hicks (1969) بأن النظام المالي لعب دورا رئيسيا في تحريك التصنيع في إنجلترا من خلال تسهيل تعبئة رأس المال لتمويل المشاريع الكبيرة ، أي أن النظام المالي البريطاني لعب دور رئيسي في التوسع الصناعي الذي عرفته بريطانيا، وذلك بفضل قيامه بوظيفة تعبئة الموارد المالية على أتم وجه. ويعتقد ² (Spellman,1982) أن وجود نظام مالي متقدم وأدوات مالية وسيطية متطورة يؤدي الى آثار ايجابية على القطاعات الحقيقية في الاقتصاد نتيجة التحسن في استغلال الموارد المالية ³.

وصولاً إلى أهم الاعمال في الموضوع وهي أعمال كل من Shaw (1973) و McKinnon(1973) والذان نصحا الدول والخاصة النامية منها بإتباع سياسة التحرير المالي بهدف تطوير الأنظمة المالية والمصرفية وتعجيل عملية التنمية الاقتصادية من خلال التأثيرات الايجابية للتطور المالي والمصرفي على التنمية الاقتصادية، وهي

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

² L. J. Spellman, (1982). The Depository Firm and Industry: Theory, History, and Regulation, Academic Press, Inc.

³ القدير خالد بن حمد عبد الله " تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد والادارة ، 8 ، العدد (1)، ص2004.05.

النتيجة التي أكد عليها في الدراسات التي قام بها (King & levine (1993)، Levine & Zervos (1998) حيث وضحوا وبينوا كيف أن النظام المالي يؤثر في النمو الاقتصادي، و توصلوا الى الاستنتاج الأهم وهو أن الانظمة المالية المتطورة هي مهمة للإنتاجية والنمو والتنمية الاقتصادية .

كما شهدت سنوات 1990 ظهور نظريات النمو الداخلي والتي عاجلت قضية الوساطة المالية كأحد من محاورها، بحيث اهتمت بخصائص ووظائف النظام المالي وربطها بالنمو ، والتي قامت كل دراسة ضمن اطار نماذج النمو الداخلي بربط أحد الوظائف المالية وكيف يؤثر من خلالها على النمو، وذلك من خلال أن الوساطة المالية تعمل على تخفيض خطر السيولة ، وجمع المعلومات وتحليلها بهدف تخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات ، بالإضافة الى توزيع وتنويع المخاطر (Greenwood and Smith,1997, Greenwood and Jovanovic ,1990, King and Levine ,1993) ، وبالتالي اكدت نماذج النمو الداخلي على أهمية التطور المالي في الرفع من انتاجية رأس المال .

وبالتالي أظهرت عملية التنمية الاقتصادية عبر الزمن دورا هاما للقطاع المالي ، من خلال قيامه بتوفير الموارد المالية وتحويلها بأقل تكلفة وأكثر كفاءة الى الاستثمارات التي تدفع بالنمو الاقتصادي. وترجع أهمية القطاع المالي الى أنه يمثل القنوات التي يتم من خلالها تجميع الفوائض المالية من القطاعات المختلفة وتوزيعها على المجالات الاستثمار المتنوعة في الاقتصاد بما يكفل تحقيق النمو والتنمية ، وبالتالي يؤثر تطور القطاع المالي على معدلات النمو الاقتصادي ، حسب الاقتصادي (Ang (2008) إما من خلال تأثيره على إنتاجية عوامل الانتاج وذلك أن النظام المالي المتطور له القدرة على جمع المعلومات وتحليلها بهدف التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات بما يكفل توجيهها نحو استثمارات انتاجية وتعتبر هذه القناة كيفية (المساهمة في الرفع من انتاجية عوامل الانتاج) اي نوعية الاستثمارات ،أو من خلال القناة الكمية التي تتمثل في مساهمة القطاع المالي في تكوين رأس المال أي تحويل الأرصدة المالية الى استثمار حقيقي أي التأثير على معدل حجم وكمية الاستثمارات.

2- اشكالية الدراسة :

هل إن قيام أنظمة مالية متطورة يعتبر سببا ايجابيا في دعم عملية النمو الاقتصادي ، أم انه ذو تأثير عكسي يؤدي إلى التراجع واختلال عملية التنمية ؟

بهدف توضيح مشكلة الدراسة قمنا بطرح التساؤلات التالية:

- ما مدى تأثير تطور القطاع المالي على معدلات النمو الاقتصادي ؟
- هل يختلف أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي باختلاف مستويات التطور في القطاع المالي والاقتصادي ما بين الدول ؟
- هل البنوك أم الأسواق المالية تلعب الدور الأكبر في عملية التنمية الاقتصادية ؟
- هل التطور في الأنظمة المالية هو الذي يقود النمو أم هو نتيجة للعملية التنموية ؟

فرضية الدراسة :

"يؤثر التطور في الجهاز البنكي والأسواق المالية إيجابيا على النمو الاقتصادي في الأجل القصير والطويل، لكن هذا التأثير يختلف بين مجموعات الدول ، وذلك حسب مرحلة التنمية والتطور الذي حققته الدول المختلفة".

3- أهداف الدراسة: (Study Objectives) :

استنادا الى الخلاف القائم بين المدارس الفكرية أي الدراسات النظرية والدراسات التطبيقية حول طبيعة أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي واتجاهه ، تهدف هذه الدراسة الى مايلي :

- تحديد مدى وقوة واتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي .
- ما هو أثر الاختلاف في درجة التطور في الانظمة المالية على النمو الاقتصادي .
- ازالة الغموض حول طبيعة العلاقة التي تربط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي.

4- أهمية وأهداف الدراسة: (Study Importance) :

ترجع أهمية الدراسة الى تحديد العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي وطرق تفاعل تلك العوامل بما يساعد الى حد كبير واضعي السياسة الاقتصادية على تفهم عملية النمو الاقتصادي، وبالتالي التأثير على نتائجها ومن هنا تنبع أهمية الدراسة حيث تحاول الدراسة تحديد العوامل المؤثرة على النمو الاقتصادي من خلال بناء نموذج اقتصادي يمكن لصانعي السياسات على مستوى الاقتصاد الكلي الاسترشاد بنتائجه في اختبار السياسات الملائمة لتحفيز النمو الاقتصادي ، وبالتالي فهم أفضل للدور الذي يمكن أن تلعبه القطاعات المالي في دفع النمو الاقتصادي ، والسبب في تحسين أداء القطاع المالي لتحقيق مستويات مرتفعة من النمو الاقتصادي.

يتمثل الهدف الرئيسي لنظريات النمو الاقتصادي في تحديد محددات النمو، وتحليل الأسباب وراء الاختلاف في معدلات النمو ما بين الدول في فترة زمنية معينة أو داخل الدولة في فترات زمنية مختلفة ، وذلك للمساعدة في تحديد الاطار الملائم للسياسة الاقتصادية تؤدي الى زيادة النمو الاقتصادي ، و ارشاد صانعي السياسة الاقتصادية الى السياسات الاقتصادية المطلوب اتخاذها لحفز النمو الاقتصادي .

5- منهجية الدراسة :

تشمل الدراسة بصفة عامة على شقين أحدهما نظري والآخر تطبيقي، وقد ارتكزنا على المنهجين التاليين:

المنهج الوصفي : سيعتمد عليه في الاطار النظري للدراسة وذلك من خلال عرض مختلف الجوانب المتعلقة بعلاقة تطور القطاع المالي بالنمو الاقتصادي والدراسات السابقة التي تناولت دراسة وتحليل العلاقة القائمة بين التمويل والنمو.

المنهج التحليلي: سوف يعتمد عليه في الدراسة التطبيقية من خلال استخدام أدوات التحليل الاقتصادي والقياسي لقياس أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في كل من دول النامية والمتقدمة.

6- البنية العامة للدراسة :

بهدف تحقيق أهداف الدراسة قمنا بتقسيم الدراسة ثلاثة فصول بالإضافة الى الفصل التمهيدي الذي يتضمن الاطار العام للدراسة —

✓ الفصل الأول عرض للاطار النظري حول العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي : تناولنا فيه مفاهيم حول تطور في القطاع المالي ، خصائصه ومؤشرات قياسه، التطور التاريخي لطبيعة العلاقة التي تربط بين التطور المالي والنمو ابتداء من (Schumpeter 1912) وصولا الى النظريات الحديثة التي تتمثل في نماذج النمو الداخلي، فرضيات العلاقة السببية بين المؤشرات المالية والحقيقة ، قنوات انتقال التأثيرات الايجابية بين من القطاع المالي الى القطاع الحقيقي ، واخيرا عرض لهيكل النظام المالي (قاعدة والبنوك وقاعدة الاسواق المالية) وعلاقته بالنمو.

✓ الفصل الثاني: تضمن مختلف الدراسات التجريبية السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو: خصصنا هذا الفصل الى عرض أهم الدراسات التجريبية التي اهتمت باختبار العلاقة التي تربط بين التطور المالي والنمو ، البعض منها اهتم بمحاولة اختبار أثر التطور المالي على النمو ، اختبار العلاقة

السببية بين التطور المالي والنمو أي منهما يقود الآخر ، اختبار القنوات التي يمر منهم التأثير ، وأيضا ادخال المؤشرات المؤسساتية على العلاقة لان من بين الشروط هو توفر بيئة مؤسساتية سليمة كما أشارت الدراسات ، و أخيرا اختبار العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو .

✓ الفصل الثالث والذي مضمونه دراسة قياسية لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في كل من الدول النامية والمتقدمة واجراء المقارنة بينهما ،هل يكون التأثير نفسه أم يختلف باختلاف مستويات التطور المالي والاقتصادي ، باستخدام مؤشرات التطور في الجهاز البنكي والاسواق المالية باستعمال طريقة تحليل البيانات البانل(المقطعية -الزمنية) .

الفصل الأول : الإطار النظري حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

Theoretical framework on the link between financial development and growth

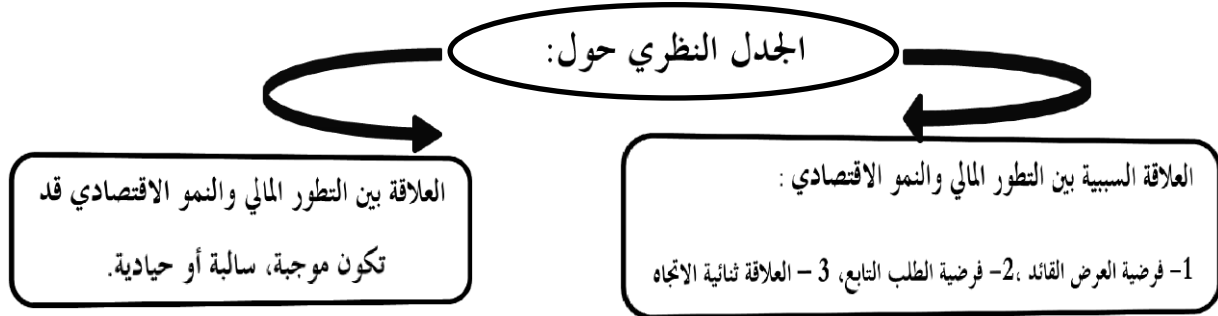
مقدمة الفصل:

يحتل النظام المالي مركزا مهما في اقتصاديات الدول، إذ أن وجود قطاع مالي قوي ومتطور يعتبر شرط أساسي من شروط تحقيق التنمية الاقتصادية وتعزيز النمو (Schumpeter, 1912, McKinnon, 1973, Shaw, 1973, Levine, 1997, 2004, King & Levine 1993)، فهو يعول عليه كثيرا في دعم النشاط الاقتصادي والذي يظهر من خلال تحفيز معدلات النمو الاقتصادي عن قيامه بدور الوساطة بين أصحاب الفائض المالي (Surplus Units) وأصحاب العجز المالي (Deficit Units)، أي المساهمة في رفع مستوى وحجم الادخارات في الاقتصاد وتوفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية وبالأخص الانتاجية وذات المردود الاعلى الذي ينتج عنه زيادة في الإنتاج والدخل، وبالتالي ان القطاع المالي يؤثر على معدل النمو في الأجل الطويل عن طريق ثلاث قنوات رئيسية كما أشار الاقتصادي (Pagano 1993) التي يتم من خلالها نقل التأثير الايجابي للتطور المالي الى النمو الاقتصادي، وهي الرفع كل من الادخار، حجم وكفاءة الاستثمار، وكفاءة الوساطة المالية أ، أما بالنسبة ل (Levine 1997, 2005) أن التأثير يمر من خلال قناة تراكم رأس المال (capital accumulation channel) وقناة التطور التكنولوجي (technological innovation channel).

وقد لقي موضوع الوساطة المالية عناية خاصة من طرف الاقتصاديين من خلال تنامي الاهتمام المتزايد للأدبيات الاقتصادية بطبيعة العلاقة التي تربط التطورات في الانظمة المالية بالنمو الاقتصادي والكيفية التي يمكن أن تؤثر بها المؤسسات والأسواق المالية في النشاط الاقتصادي، وخاصة في ضوء التحولات العميقة التي يشهدها النظام الاقتصادي العالمي، وعلى الرغم من الدراسات النظرية والتطبيقية العديدة في هذا المجال إلا أن طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي لا يزال موضع نقاش وجدل فكري متواصل كما يتوضح من خلال الشكل (1-1)، بحيث تتجلى في البحوث الكثيرة التي عاجلته على غرار Schumpeter (1912) الذي أكد على أهمية المؤسسات المالية في التكوين الرأسمالي (capital formation) من خلال عملية خلق الائتمان، بالإضافة إلى (Gurley & Shaw (1955)، GoldSmith (1969)، Hicks (1969)، Shaw (

1973، (1973) McKinnon، (1997,2004) Levine، (1993a,1993b) King & Levine حيث برزت مشاركتهم في إبراز دور التطور في الجهاز المالي والمصرفي كونه مؤشرا للنمو الاقتصادي في الدول النامية .

الشكل (1-1): الجدول النظري حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو



Source: Mona Kamel (2013), financial development and economic growth in Egypt: A re-investigation, Munich Personal RePec Archive, MPRA paper N° 48564, p06.

سوف نستعرض في هذا الجزء مفاهيم حول التطور المالي والمؤشرات المستعملة لقياسه، تطور الأدبيات النظرية حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ،و ذلك ابتداء من الرواد الأوائل في سنوات 1960s) (Gerschenkron ،Cameron ، Goldsmith) الذين قاموا بدراسة العلاقة بين التمويل والنمو ، وتوصلوا الى ان هناك ارتباط بين التمويل والنمو ولكن لم يقدموا دلائل قوية للإجابة على اتجاه العلاقة السببية بين القطاع المالي والحقيقي.

أما في سنوات 1970s من خلال عرض لنظرية التحرير المالي من طرف كل من Shaw و McKinnon على تحرير كل من الأنظمة المالية والمصرفية التي تؤدي الى تطوير النظام المالي (financial development) الذي بدوره ينعكس إيجابا على حجم الادخارات ، كمية ونوعية الاستثمارات ومعدلات النمو،وقدمت مجموعة من الأعمال انتقادات حول تجربة التحرير المالي التي فشلت تطبيقها في العديد من الدول في سنوات 1980s نتيجة عدم كفاءة الاسواق المالية وخاصة في حالة الدول النامية والتي تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات (information asymmetry) ، وفي اتجاه جديد في سنوات 1990s ظهور نماذج النمو الداخلي (endogenous growth models) والتي تشدد على دور التمويل في عملية النمو خاصة من خلال الرفع من انتاجية رأس المال بالتركيز على الوظائف التي تقدمها الوساطة المالية ذلك من خلال أنها تعمل على تخفيض خطر السيولة (liquidity risk)، وجمع المعلومات وتحليلها بهدف تخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات ، بالإضافة الى توزيع وتنويع المخاطر (risk diversification) ، أيضا التطرق في هذا الجانب

لعرض الفرضيات النظرية حول اتجاه السببية القائمة بين القطاع المالي والتطور الاقتصادي، هيكل النظام المالي والمكون من أهم عنصرين هما قاعدة البنوك (Bank-based) وقاعدة الأسواق المالية (market-based) ، وكذلك إبراز أهم القنوات التي يمر منها التأثير الايجابي من التطور في القطاع المالي الى النمو.

1- الأطار النظري للتطور المالي :**The theoretical framework on the financial development**

لقي مفهوم التطور المالي اهتماما من طرف الاقتصاديين منذ ربط و ابراز دور النظام المالي والمصرفي في عملية التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال أن النظام المالي المتطور يعمل على القيام بوظائفه بكفاءة وفعالية بما يكفل المساهمة في تحفيز وتعزيز النشاط الاقتصادي، نظرا للدور الذي تلعبه المؤسسات المالية والأسواق المالية في تحريك المدخرات من الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض مالي الى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي لتمويل استثماراتها ، الأمر الذي يؤدي الى الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة لأغراض انتاجية واحداث النمو والتقدم الاقتصادي، وفيما يلي سوف نتعرض في هذا الجزء الى أهم الجوانب والمفاهيم المتعلقة بالتطور المالي :

1-1 : مفهوم التطور المالي

2-1 : وظائف القطاع المالي

3-1: خصائص النظام المالي

4-1 : مؤشرات التطور المالي

1-1 مفهوم التطور المالي:

The concept of financial development

1-1-1: تعريف النظام المالي:

Definition of Financial system

يعرف النظام المالي¹ على أنه وحدة معقدة تتكون من العديد من الأجزاء المختلفة ، تخضع جميعها الى خطة عامة تخدم هدفا عموميا ، ويطلق مفهوم النظام المالي على مختلف المؤسسات المالية التي تتعامل في قضايا التمويل والاستثمار الادخار والاقراض ومن ضمنها المصارف بأنواعها والأسواق المالية بفئاتها كلها ، فضلا عن مؤسسات التأمين بأنواعها ، وهذا يشكل جزءا من النظام المالي ولا يمثل كله ، فتلك المؤسسات هي في حقيقة

¹ مروان عبد الملك ذنون ورغد أسامة جار الله. قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1970-2010)، تنمية الرفادين، مجلة العدد 114 المجلد 35 (2013)، ص 38.

الأمر هياكل وبني تتم في داخلها عمليات ومعالجات نقدية وتستخدم أدوات مالية متعددة ، ومن ثم فإن التوصيف الأساس لأي نظام مالي لا بد من أن يكون عبارة عن مجموعة من العلاقات المالية المتداخلة بين الأفراد والوحدات المختلفة التي تشكل الاقتصاد ، وعليه فإن القطاع المالي¹ يقوم بتوفير وعرض مجموعة من الأدوات المالية لتلبية متطلبات المختلفة للمقرضين والمقترضين ، وهذا يساهم في تكوين رأس المال (capital formation) من خلال قدرة النظام المالي على توجيه الموارد المالية بكفاءة الى استثمارات الأكثر إنتاجية.

و النتيجة ان الوظيفة الأساسية للنظام المالي² هي توجيه الأموال من المدخرين الذين تتوفر لديهم فائض من الأموال الى المستثمرين الذين لديهم نقص في التمويل ، أي أن النظام المالي يقوم بدور حيوي في النشاط الاقتصادي من خلال قدرته على تحريك رؤوس الأموال من المدخرين (savers) الى المستثمرين (investors)، أي من أصحاب الفائض المالي الى أصحاب المشاريع الاستثمارية الأكثر إنتاجية (أصحاب العجز المالي) ، ويقوم النظام المالي بذلك اما عن طريق التمويل المباشر³ من خلال قيام المقرضين بالاقتراض مباشرة من المقرضين عن طريق بيعهم للأوراق المالية المصدرة من طرفهم في الأسواق المالية ، أو عن طريق الوساطة المالية أي التمويل الغير مباشر⁴ ، حيث تتوسط البنوك بنقل الأموال من أصحاب الفائض المالي الى أصحاب العجز المالي ، كما يتوضح من خلال الشكل التالي :

¹J B Ang 2008 .A survey of recent development in the literature of finance and growth. journal of economics Surveys, Vol.22N°3, pp. 536-576, p: 536.

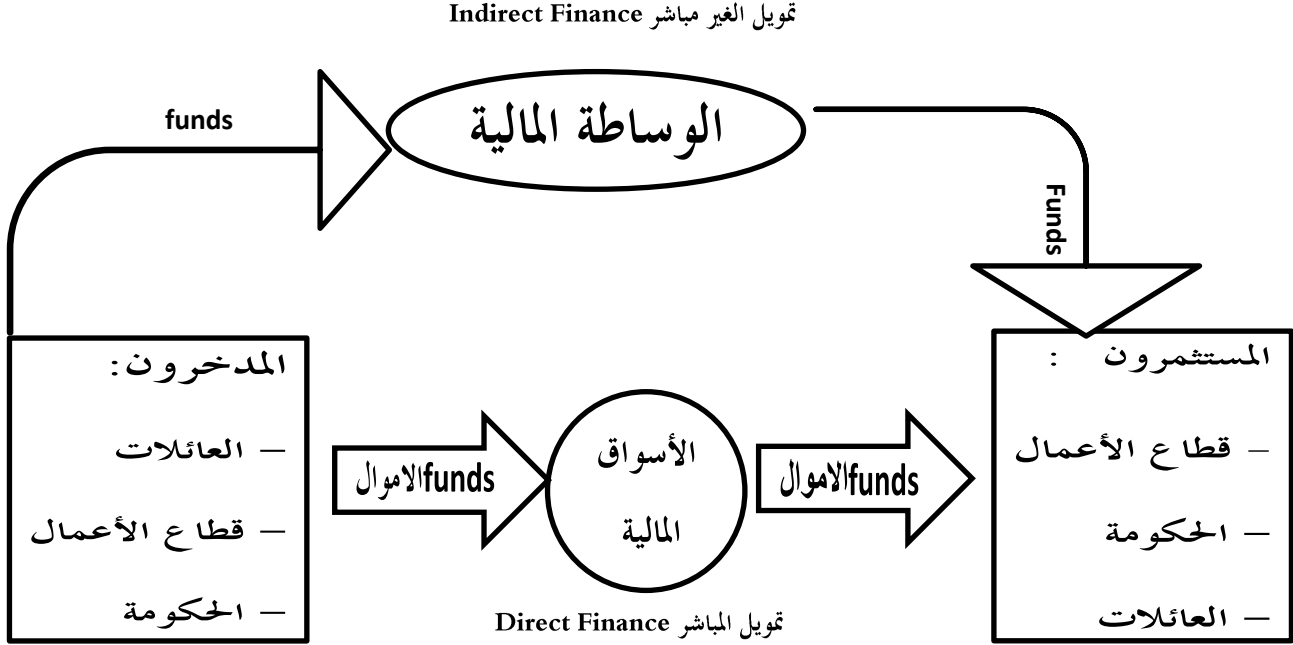
² Frederic Mishkin (2004).The economics of money, banking, and financial markets. Columbia University, seventh edition, p 41.

³التمويل المباشر: في ظل هذا التمويل الوساطة المالية لا تلعب أي دور بين المقرضين والمقترضين، إنما تصدر أوراق مالية(الأسواق المالية الأولية) من طرف أصحاب العجز المالي لتباع مباشرة لأصحاب الفائض المالي في الأسواق المالية وتتداول فيه.

⁴ التمويل غير المباشر: أن الوسطاء الماليون هم الذين يؤمنون العلاقة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، الوسطاء الماليون مثل البنوك التي تلعب دور جمع الادخار ثم توجيهه للمقرضين.

الشكل (1-2): تدفق رؤوس الأموال من خلال النظام المالي

Influence of capital through financial system



Source: Frederic Mishkin (2004). "The economics of money, banking, and financial markets", Columbia University, seventh edition, p 24.

و بالتالي عملية تحويل ونقل الأموال من الأشخاص الذين يملكون الأموال وليس لديهم فرص استثمارية الى تمويل الفرص والمشاريع الانتاجية، الأمر الذي ينعكس ايجابيا على الرفع من الكفاءة الاقتصادية (economic performance)و التطور الاقتصادي .

1-1-2: تعريف التطور المالي:

Definition of Financial development

تعددت تعريفات التطور المالي في الأدبيات الاقتصادية، حيث يعرف (Ross Levine 2004) التطور المالي بأنه: "زيادة كفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي لتخفيض من قصور السوق (market frictions) متمثلا في خفض تكاليف المبادلات ومخاطر المعلومات ، وذلك من خلال تجميعها وتداولها عبر الاقتصاد القومي ، بما ينتج آثار إيجابية على قرار الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي ، وبالتالي

¹ Ross Levine, , (2004). Finance and Growth: Theory and Evidence . NBER WORKING PAPER SERIES Working paper 10766, p 4-5.

حسب الاقتصادي (Levine 1997,2004) أنه يكون هناك تطور في النظام المالي عندما يكون التحسن في كمية ونوعية الخدمات المالية والتي تنعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي.

يمكن أن نعرف التطور المالي على أنه " العوامل والسياسات التي تؤدي إلى وجود نظام مالي فعال وكذلك أسواق المالية فعالة ، بالإضافة إلى الوصول إلى خدمات مالية ورأسمالية عميقة وواسعة النطاق ومتطورة . يمتد هذا التعريف ليشمل دعم الأنشطة المالية المتعلقة بالمؤسسات وبنية العمل والوسطاء الماليين والأسواق المالية بحيث يضمن كفاءة تنوع المخاطر والتوزيع الأمثل لرأس المال . إلى جانب ذلك يهتم التطور المالي بنتائج عمليات الوساطة المالية لتشمل توفر رأس المال وكذلك الوصول إليه .

تطوير القطاع المالي : هو العملية التي من خلالها عمل كل من الأدوات المالية ، الأسواق المالية والوساطة المالية معا لتخفيض تكلفة المعلومات والمعاملات وتسهيل عملية توجيه المدخرات إلى استثمارات منتجة¹ .

أجريت العديد من الدراسات والأبحاث فيما يتعلق بالتطور المالي ، و يعود مفهوم التطور المالي إلى كتابات كل من (King and Levine 1993) و (Levine 1997) : أن القطاع المالي يكون متطوراً عندما يتميز بالكفاءة ، الاستقرار والقدرة التنافسية داخل القطاع المالي لتحسين نوعية وكمية الخدمات المالية وتنويع المؤسسات المالية، زيادة كمية رأس المال لدى الجهاز المالي والمصرفي وتخصيص الكمية الأكبر للقطاع الخاص ، وبالتالي التطور يتطلب نمو في حجم ونوعية الأنشطة فضلاً عن أحداث تغييرات في هيكل القطاع المالي ، عموماً في اقتصاد متطور من المتوقع زيادة حجم المعاملات في الأنظمة المالية² .

و بالتالي يعرف التطور المالي كمفهوم يعكس مجموعة التحسينات الكمية والنوعية في عمل النظم المالية ، بأنه درجة نداء وتطور القطاع المالي من خلال المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية ، وكذا من الناحية المؤسسية التي تتضمن تطور وتنوع أشكال مؤسساته وأسواقه³. يعمل النظام المالي المتطور على تخفيض من حدة معوقات السوق (تكلفة المعاملات ومشكلة عدم تماثل المعلومات) بهدف ضمان تدفق رؤوس الأموال نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر إنتاجية وذات المردود الأعلى التي تخدم الاقتصاد (Levine,1997).

¹ Chaiechi Taha (2014), Post-Keynesian Empirical Research and Debate on Financial Market Development, James Cook University, Australia , p13.

² Chaiechi Taha (2014), op cit , p:03.

³ خاطر طارق ومفتاح صالح . التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي ، أهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990-2013 " أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد السادس عشر - جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2014 ، ص 143.

ان التطور المصرفي والمالي يؤدي الى التطور في الخدمات المقدمة بشتى أنواعها ، الأمر الذي يسهم بشكل مباشر في زيادة النمو الاقتصادي من خلال التأثير على تراكم رأس المال (معدل الاستثمار) وعلى الابتكار التكنولوجي (الرفع من انتاجية عوامل الانتاج) ،أولا، مستوى أعلى من التطور في النظام المالي يؤدي إلى زيادة تعبئة المدخرات وتخصيص الأمثل نحو مشاريع الاستثمارية أكثر انتاجية وبالتالي زيادة تراكم رأس المال يعزز النمو الاقتصادي. ثانيا، من المناسب تخصيص رأس مال المشاريع الاستثمارية المناسبة وتعزيز الإدارة السليمة للشركات، التطور المالي يزيد من الابتكارات التكنولوجية (Schumpeter, 1912) ونمو الإنتاجية، وتعزيز النمو الاقتصادي، وبالتالي أكد كل من Levine (1997, 2004) وAng (2008) على أهمية الخدمات التي يقوم بها الوسطاء الماليون بين حشد المدخرات وتقييم المشروعات وإدارة المخاطر وإشراف ومتابعة للاستثمارات وتسهيل المعاملات كلها ضرورية لتراكم رأس المال وتقدم وتطوير في المخترعات والأساليب التقنية اللازمة للنمو والتنمية.

و بما أن وظائف النظام المالي يمكن أن تقوم بها مؤسسات مالية مختلفة أو وفقا لقواعد مختلفة ، فهذا يعني أن لجوانب هيكل النظام المالي بدائل من حيث أداء الوظائف¹ ، وفي هذه الحالة يستلزم الأمر رفع مستوى أداء هذه الوظائف من خلال تطوير النظام المالي . ويقصد بتطوير النظام المالي العوامل والسياسات والمؤسسات التي تؤدي الى فعالية وكفاءة للوساطة المالية والاسواق علاوة على اتساع الخدمات المالية وعمقها² .

1-2: وظائف القطاع المالي :

The functions of financial system

حسب الاقتصادي³ Ross Levine (2004) و⁴ Choong and Chan(2011) يكون هناك تطور ونمو في النظام المالي عندما يحدث تحسنات نوعية وكمية في الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي، مع الإشارة الى وجود اختلاف كبير ما بين الدول في درجة ومستوى وكفاءة وفعالية تقديم هذه الخدمات ، هذا ما ينتج عنه تأثيرات مختلفة على النمو الاقتصادي ، وبالتالي يعمل النظام المالي على تسهيل تكوين رأس المال من خلال

¹ René M. Strulz (2000) ,Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth,» International Review of Finance, vol. 1, N°. 1, p. 14.

² The financial development Report , Worl Economic Forum ,(2012), p:XIII.

³ M,Cihak , A, Demirguç –Kunt , E,Feyen, and R,Levine , (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, p 05 .

⁴ Chee-Keong Choong and Sok-Gee Chan (2011) “ Financial Development and Economic Growth:A review” African Journal of Business Management Vol 5,(6),pp ,2017-2027 , p 2018.

توفير مجموعة واسعة من الأدوات المالية لتلبية متطلبات مختلفة للمقرضين والمقترضين ، وبالتالي النظام المالي يلعب دورا هاما في تعبئة الادخارات وضمان التوزيع والتخصيص الامثل لها نحو قطاعات انتاجية¹.

و تجدر الإشارة في هذا السياق أن هناك معوقات السوق (Market frictions) يمكن أن تحد من الدور الحيوي الذي يمكن أن تلعبه النظام المالي في دفع عجلة النمو الاقتصادي ، ومن كفاءة وفعالية الوساطة المالية والذي يكون سببا في اختلاف وتفاوت كبير في كفاءة وفعالية تقديم الخدمات من طرف الأنظمة المالية ما بين الدول، لان وجود الوسطاء الماليين يرجع أساسا الى تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات في الاقتصاد، قد يملك الأعوان فائض مالي في حين يعاني أصحاب المشاريع من نقص رأس المال لتمويل المشاريع الاستثمارية ، في حالة غياب الوساطة المالية ، يعمل أصحاب العجز المالي على التقرب من أصحاب الفائض المالي .وفي ظل أن أصحاب المشاريع ليس لديهم المعلومات الكافية حول أصحاب الفائض المالي والكمية التي يمكن اقتراضها منهم، وهذه العملية هي جد مكلفة ومضیعة للوقت ، ونفس الشيء بالنسبة للمقرض هي أيضا جد مكلفة ومضیعة للوقت نتيجة محاولة البحث عن المعلومات الكافية حول نوعية وعمل المشاريع الاستثمارية ، وبالتالي هنا يكمن دور الوساطة المالية في توفير المعلومات لكلا الطرفين وبتكلفة أقل².

و بالتالي يهدف النظام المالي المتطور الى التقليل من تكلفة المعاملات والمعلومات التي تحد من فعالية وكفاءة الخدمات المالية والتي تمثل أيضا عبئا على الأعوان الاقتصاديين ، بهدف ضمان التخصيص الأمثل للمدخرات المالية وتعزيز النمو في المدى الطويل تتلخص أهم هذه الظواهر فيما يلي³:

1- **تكاليف المعاملات (transactions costs):** ارتفاع تكاليف المعاملات والمبادلات تعتبر عرقلة لسير النشاط الاقتصادي ، بحيث يعمل النظام المالي المتطور على خفض تكاليف الصفقات والتبادلات التجارية بين الأعوان الاقتصاديين من خلال ما تقدمه من خدمات كخدمات توفير السيولة⁴ (liquidity services) من خلال استعمال النقود كوسيط للتبادل بدلا من المقايضة التي تتميز بالتكلفة العالية نتيجة لتكلفة تقييم صفات السلع بهدف تسهيل إجراء المعاملات والمبادلات ، وبالتالي تخفيض تكلفة المعاملات في السوق لأجل تنشيط

¹ J B Ang 2008,op cit, p: 536.

² J B Ang (2008),op cit, p: 537.

³ Dimitris Kenougiou and Aristeidis Samitas (2007), Financial Development and Economic Growth in a Transition Economy: Evidence Poland, Journal of Financial Decision Making, Volume 3, Number 1, pp:35-48, p :36 .

⁴ Frederic Mishkin (2004),op cit ,p :31.

حركة التعامل في السوق، ومن ثم رفع مستوى السيولة به¹، هنا يكمن دور الوساطة المالية في تخفيض تكاليف المعاملات والتبادلات بهدف تشجيع التخصص (specialization)، الإبداع التكنولوجي (technological innovation) والرفع من إنتاجية عوامل الانتاج وتعزيز النمو الاقتصادي (Adam Smith 1776).

2- **تكلفة المعلومات (information costs)** : والتي تتمثل في تكلفة المعلومات التي يواجهها ويتحملها النظام المالي نتيجة العمل على توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات والبحث عن فرص استثمارية جديدة وتخصيص الموارد ، فالوسطاء الماليون يعملون على تجميع البيانات وتقييم المشروعات الاستثمارية بهدف التوظيف الكفاء للموارد المالية، أي زيادة إنتاجية رأس المال، نتيجة لارتفاع تكلفة تقييم المشاريع الاستثمارية وظروف السوق ، والتي لا يقدر الفرد تحملها لوحده من أجل البحث عن أفضل الفرص الاستثمارية ، ولذا تقوم الوساطة المالية بإجراء عملية تجميع وتحليل المعلومات ، وبوسائل علمية متطورة بهدف التقليل من تكلفة المعلومات والرفع من التخصيص الأمثل للموارد المالية أي الرفع من إنتاجية رأس المال (productivity of capital) التي تؤثر بشكل إيجابي ومباشر على معدلات النمو الاقتصادي (Greenwood & Jovanovic ,1990 , King & Levine ,1993a,b, Bencivenga & Smith1991 ، Pagano,1993).



وبالتالي فوجود نظام مالي متطور يسمح بتخفيف المشاكل والعراقيل التي يمكن أن تواجه المستثمرين والتي تتلخص في مشكلة عدم تناظر المعلومات وتكاليف الكبيرة للمعاملات، المبادلات والتحويلات ، كما أشار² Diamond(1984) أن تكلفة الحصول على المعلومات تخلق حوافر ظهور الوسطاء الماليين.

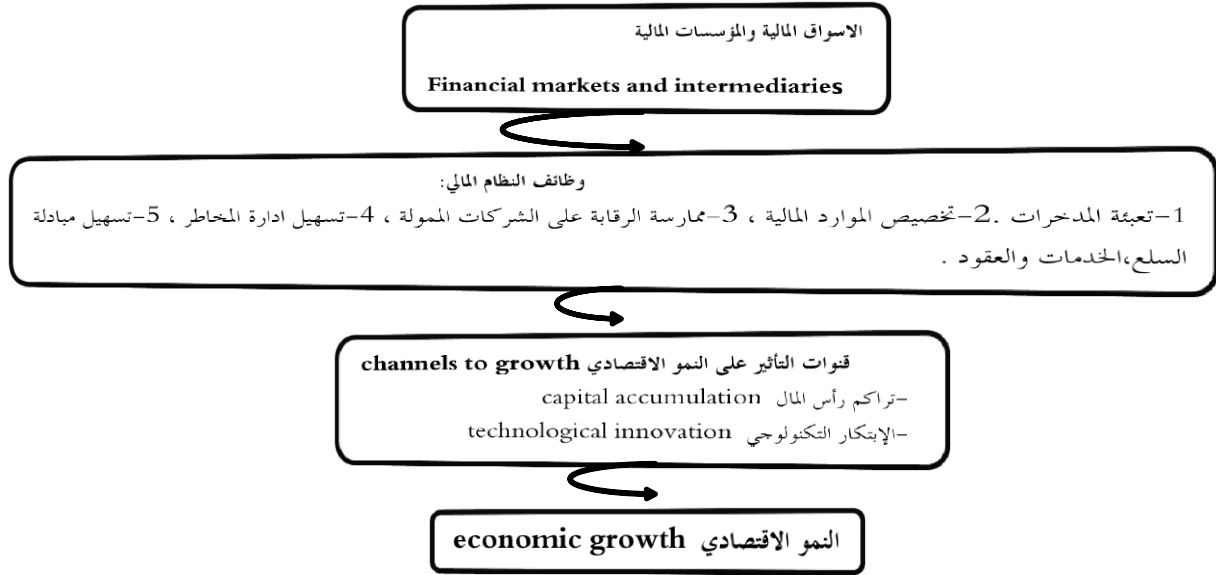
وبالتالي يقوم النظام المالي بخمسة وظائف بهدف التقليل من مخاطر السوق المشار إليها سابقا والتي تتمثل أساسا في التقليل من تكلفة المعاملات ومشكلة عدم تماثل المعلومات (Ross Levine ,1997, 2004) ، من خلال قدرته على جمع المعلومات وتحليلها (acquiring information , screening and monitoring) حول الفرص والمشاريع المرهبة ، الأمر الذي يساعد المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح منتفعين بمزايا

¹ عاطف وليم أندراوس ، مرجع سبق ذكره ، ص 215.

²D.W.Diamond (1984).financial intermediaries and Delegated Monitoring .Review of Economic Studies ,Vol ,51,N°3,p :393.

اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها وبالتالي تتوقف درجة فعالية وكفاءة دور القطاع المالي في حفز النمو الاقتصادي على الكفاءة والفعالية في تقديم هذه الخدمات ، حسب الاقتصادي (Ross Levine ,1997,2004) الذي أكد على الرفع من نوعية وجودة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي ، والتي تنعكس إيجاباً على كل من قرار الادخار والاستثمار ومن ثم تحقيق مستويات عالية من النمو والتطور الاقتصادي ، التي تم حصرها في خمسة وظائف كما يوضحها الشكل التالي¹ :

الشكل (1-3): العلاقة النظرية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حسب (Ross Levine (1997)



Source: Ross Levine (1997): financial development and economic growth: View and agenda, Journal of Economic Literature; Vol 35,2; pp.688-726 ,p691.

1-2-1: تعبئة المدخرات (mobilize saving) :

يساهم النظام المالي المتطور (مؤسسات الوساطة المالية والأسواق المالية) في عملية تعبئة الموارد المالية (savings) وتمويل النشاط الإنتاجي، حيث توفر الوساطة المالية الفرص للمدخرين من أجل تنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية التي تتناسب مع مختلف تفضيلا تم فيما يخص المخاطرة، العائد

¹ To see more :

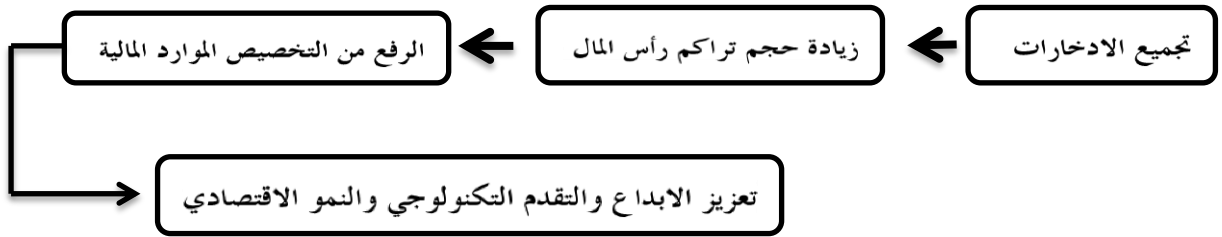
-Ross Levine. (1997) Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature 35: 688-726 p p 690 – 701.

- R, Levine, (2004) ,op cit, p 5-25.

- J B Ang (2008), op cit, p: 538- 540.

- شذا جمال خطيب " العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال " عمان ، دار الجدلاوي ، الطبعة الأولى ، 2008 ، ص58-62 .

والسيولة، كما أن التطور المالي يسمح بتوفير عوائد تنافسية للمدخرين المحليين والأجانب ، الأمر الذي يشجع هؤلاء على رفع مستوى مدخراتهم المالية وتوفير المزيد من السيولة لدى الوساطة المالية¹، وبالتالي توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم والتخصص في تقييم المشروعات الاستثمارية واختيار أكثرها إنتاجية وأعلى مردودية. وتكمن أهمية سيولة لدى النظام المالي لعملية التنمية الاقتصادية في أن الكثير من الاستثمارات المنتجة تحتاج الى تمويل طويل الأجل في حين أن المدخرين لا يفضلون فقدان السيطرة على مدخراتهم، وبالتالي فإن الاسواق المالية عالية السيولة توفر لهؤلاء أصولا مالية يمكنهم بيعها بسهولة وسرعة مع انخفاض تكلفة تسيلها ، وهذا إضافة الى أنها تقلل من درجة المخاطرة في الاستثمار طويل الأجل من خلال تقاسم ، توزيع وتنويع المخاطر وما توفره من فرص أمام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية .



و بالتالي تلعب الوسطاء الماليون والاسواق المالية دورا مهما في الربط بين قرارات الاستثمار والادخار ، الادخار المتوفر من قبل العائلات غير كافي لتمويل المقترضين ، وبالتالي يعمل النظام المالي على جمع الموارد المالية من مختلف المصادر ، مما يجعل اجمالي الادخار كافي لتمويل الاستثمارات ، والنتيجة أن النظام المالي يعمل على توسيع القنوات لجلب الودائع من صغار المدخرين بهدف توفير الاموال اللازمة لتمويل الاستثمار ، هذه التسهيلات والنشاطات التي يقوم بها النظام المالي تؤدي الى تعميق النظام المالي وزيادة تطوره .

1-2-2 : جمع المعلومات حول الاستثمارات وتخصيص الموارد

Produce information ex ante about possible investments and allocate capital :

تعمل الأساليب التمويلية المصرفية على الرفع من فعالية النشاط الاقتصادي ومن ثم حفز النمو الاقتصادي في الأجل الطويل ، كما أن تخصيص المدخرات وتوجيهها ونقلها والمواءمة بين كونها قصيرة الأجل والتمويل الانتاجي طويل الأجل تعمل كلها على حفز النمو طويل الأجل، وذلك بافتراض أداء الوسطاء الماليين لدورهم

¹ Ross Levine .(1997),op cit,pp:699.

في الحصول على المعلومات الكافية عن وحدات العجز في الاقتصاد وتوجيه التمويل نحو الفرص الأكفأ في الاقتصاد من خلال التقييم الجيد للفرص الاستثمارية¹.

تقوم البنوك بتوفير جميع المعلومات سواء فيما يخص المقرضين أو المقترضين، كما تقوم بفحص جدوى المشاريع من خلال جمع المعلومات الخاصة بالمشروع، وتوفر على المقرض والمقترض تكلفة البحث، وبالتالي يعمل النظام المالي المتطور على توجيه الموارد المالية الى أوجه الاستخدام الأكثر إنتاجية في الاقتصاد.

تسمح الأنظمة المالية المتطورة بتوفير المعلومات الكافية والدقيقة الخاصة بالمقترضين والمشروعات الاقتصادية والفرص الاستثمارية المرحة المتاحة، الأمر الذي يسهل على المدخرين والمستثمرين اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح، وتكون تكلفة هذه المعلومات منخفضة نظرا لمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها وتوزيعها.

تحسين عوائد وكفاءة الاستثمارات الإنتاجية، إذا أن المؤسسات المالية والبنوك وبالاستعانة بمعلوماتها وخبراتها المتراكمة الواسعة حول الفرص الاستثمارية هي أقدر من الأفراد على البحث عن الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية ومتابعتها، فالنظام المالي المتطور يعمل على زيادة حصة الادخارات المخصصة لتمويل النشاطات الإنتاجية عوضا عن اكتنازها أو المضاربة بها.

تخفيض تكلفة المعلومات وتسعيرها : تدفع الأسواق المالية الواسعة وعالية السيولة الى حيازة المعلومات وتقديم أساليب الفرز والرصد (*acquiring information, screening and monitoring*) ، حيث تقوم البورصات بجمع المعلومات وتعميمها بحيث تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة، كما توفر مؤسسات التصنيف الائتماني البيانات والمؤشرات عن ملاءة المقترضين وجدوى المشروعات وفرص الاستثمارات المرحة، الأمر الذي يساعد المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح منتفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليله وتفسيرها.

كما أن الوسطاء الماليين يعملون على حفز النمو طويل الأجل بالحد من مشكلة ضعف المستوى الأخلاقي وتأمين المدخرات من مخاطر قطاع الأعمال.

¹ K.Kpodar ,(2003).le développement financier et la croissance :l'Afrique subsaharienne est-elle marginalisée?.CERDI, Université d'Auvergne,Septembre,pp :05.

تطور البنوك والأسواق المالية يعمل على الرفع من قدرة على الحصول على معلومات عن الشركات والمدراء مما يسهم في التخصيص الأمثل للموارد المالية¹.

النظام المالي المتطور يوفر عوائد مرتفعة بخطر أقل ، تنخفض مشكلة عدم تماثل المعلومات في ظل وجود أنظمة مالية متطورة ، ان النظام المالي المتطور يوفر خدمات متخصصة وفعالية العمليات التي تساعد على تخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق² ، من خلال ما تقوم به الوساطة المالية من تقييم لمختلف المشاريع والفرص الاستثمارية وتقييم وتقدير المخاطر المرتبطة بها ، بحيث أن الاموال توجه الى استثمارات أكثر انتاجية ، وهذا يؤدي الى تحسين نوعية الاستثمارات التي يكون لها أثر ايجابي على النمو ، وبالتالي تحسين نوعية وكمية الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي تؤدي الى التخصيص الكفأ للموارد المالية .

مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric information) : تعبر حالة عدم تماثل المعلومات عن النقص في المعلومات لدى مؤسسات التمويل، ويقصد بها التوزيع غير المتساوي³ للمعلومات الناجم عن عدم توافر درجة عالية من الإفصاح والشفافية للمعلومات ، أي في أحيان كثيرة قد تتوافر المعلومات بشكل غير متساوي أو متماثل لجميع الأطراف العاملة في السوق ، وهذا ما يعرف مشكلة عدم تماثل المعلومات⁴ (information asymmetric)، والتي تحد من فعالية وكفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي، ويترتب على توافر معلومات لأطراف معينة في السوق دون أطراف أخرى آثار تخصيصية سيئة . وتحقق ظاهرة عدم تماثل المعلومات بشكل بارز في الأسواق والمعاملات المالية ويترتب عليها مشكلتين هما⁵ مشكلة الاختيار المعاكس (adverse selection) ومشكلة المخاطر الأخلاقية أو المعنوية (moral hazard)⁶ :

❖ **الاختيار العكسي (adverse selection) :** وهي تتمثل في مشكلة عدم تجانس المعلومات التي

تنشأ قبل إتمام المعاملة وذلك عندما يكون أصحاب المخاطر الكبيرة في الائتمان هم أكثر

الأشخاص سعياً للحصول على القرض . وتحدث مشكلة الاختيار المعاكس قبل تنفيذ المعاملات

¹ Ross Levine(2005), Finance and Growth :Theory and Evidence , Handbook of Economic Growth, Chapter12, Volume 1,PartA, pp:865-934, p:869.

² Adam Noureen (2012) . Measurement of financial development : A fresh Approach “ 8th Intenational Conference on Islamic Economics and Finance , p :01-02.

³ B .Guerrien (1996), Dictionnaire d'analyse économique : microéconomique ,macroéconomique ,théories des jeux » , Editions la Découverte , Paris ,p :31-35.

⁴ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص 90-91.

⁵ Panicos Demetriades (1997) , financial markets and economic development , Presented at ECES conference, Cairo , 26-27 February , 1997 , pp 8-11.

⁶ شندا جمال خطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 62 .

المالية ، وتشير الى أن المقترضين المحتملين الذين يتمتعون بمراكز ائتمانية ضعيفة هم الذين يسعون بشكل نشط للحصول على القروض . ومن ثم يصير احتمال حصولهم على القروض أكبر، الأمر الذي يؤدي الى ارتفاع المخاطر الائتمانية المحتملة ، ونتيجة لذلك قد يمتنع المقرضون في سوق المال عن تقديم القروض أو شراء السندات حتى لو توافرت فرص اقراض جيدة تتمتع بانخفاض مخاطرها الائتمانية (التوقف عن السداد) .

❖ **الخطر المعنوي (Moral Hazard)** : يحدث الخطر المعنوي بعد أن تتم المعاملة ، عندما يكون هناك حافزا لدى المقترض لممارسة أنشطة لا يرغب فيها المقرض أو أنشطة غير أخلاقية (أي أنشطة تقلل من سداد القرض) ، و تحدث مشكلة المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية بعد تنفيذ المعاملات المالية وهي تشير الى أن المقترض قد يأتي بتصرفات غير أخلاقية أو يشارك في أنشطة غير مرغوبة من وجهة نظر المقرض باعتبارها أنها قد تقلل من احتمال إعادة سداد الدين ، وثمة ضرورة لتدخل الحكومة بوضع اللوائح التي تكفل تدفق المعلومات لكافة الأطراف المتعاملة في السوق بالسرعة اللازمة وبأدنى تكلفة ممكنة ودون أي تمييز.

1-2-3: ممارسة الرقابة على الشركات الممولة (exert corporate control) :

بمجرد حصول المؤسسات الاقتصادية على القروض التي تحتاجها تصبح خاضعة لرقابة أجهزة الوساطة المالية، وذلك بهدف تقييم أدائها والتأكد من أن التسيير الممارس في هذه المؤسسات يصب في مصلحة المقرضين (أصحاب الودائع) ، تعتبر هذه الوظيفة جد مهمة خاصة في الدول النامية التي تتميز بعدم كفاءة الأسواق أي وجود مشكلة عدم تناظر المعلومات التي تقوم في ظلها المؤسسات الاقتصادية الطالبة لتمويل بإخفاء المعلومات الحقيقية المتعلقة بنشاطها، مما قد يعرض أموال المقرضين لضياع أو استثمارها في أنشطة غير مرغوب فيها من طرفهم .

تسهم الأسواق المالية المتطورة ، بما توفره من معلومات في إحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها علاوة على مساهمتها في التوجيه الإداري للشركات ، والربط بين أداء الشركة والحوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك . ويتفق عدد من الاقتصاديين على أن كفاءة سوق الأوراق المالية تتطلب أن

يكون القطاع المالي بأسره يعمل بكفاءة ، بحيث يترتب على ذلك مجموعة من الآثار الخارجية الإيجابية مثل التحسن في عمليات الوساطة المالية واحتمالات نقل الخبرة والتكنولوجيا .

حيث تسهم أسواق رأس المال في تطوير أعمال البنوك، إذ أنها تحفز البنوك على تحسين كفاءتها ومستوى خدماتها ، وإعادة صياغة سياساتها . بينما يرى فريق آخر أن العلاقة بين البورصة وأجهزة الوساطة المالية ليست واضحة تماما.

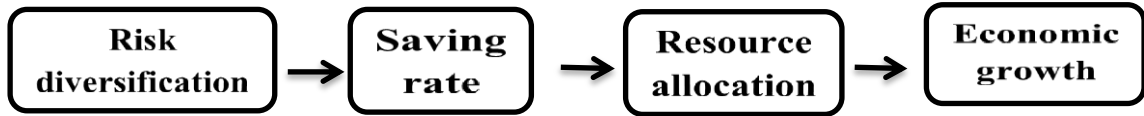
و رغم أنه لا يوجد اتفاق في الرأي بشأن السرعة التي ينبغي بها تطوير هذه الأسواق ولا سيما فيما يتعلق بأن يسبق تطويرها إصلاح النظام المالي . غير أنه لا ينبغي أن نبالغ في الخلاف بين الرأيين ، حيث أن أسواق رأس المال لن يتسنى لها القيام بدور مهم إلا في المراحل الأخيرة من التطور ، عندما تكون الأنظمة القانونية والمؤسسية قد وضعت ، وتكون الثقة قد توافرت لدى الجمهور لتداول قطع من الورق لا تحوي غير وعد بالدفع .

1-2-4: تسهيل إدارة المخاطر المالية (*facilitate risk management*) :

تعمل الوساطة المالية على التقليل من المخاطرة من خلال توزيع وتقاسم المخاطر (*risks sharing*) والتنويع (*diversification*) في اختيار الاستثمارات التي تمولها من خلال توزيع الودائع المتاحة للإقراض على مختلف المشروعات الاقتصادية وذلك وفقا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة بها الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد ، بالإضافة الى قدرتها على اختيار الاستثمارات ذات المردود الأعلى والمخاطر الأقل أي أنها تقلل من درجة المخاطرة في الاستثمار طويل الأجل من خلال ما توفره من فرص أمام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية. الإدارة الكفاءة للمخاطر التي يتعرض لها الاقتصاد حيث يلعب النظام المالي المتطور دورا مهما في التقليل من المخاطر ليس فقط من خلال نشاط قطاع التأمين، وإنما كذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية.

هذا علما بأن أجهزة الوساطة المالية ، في النظم المالية الأكثر تقدما ، لا تنظر فقط الى استخدامات جارية أفضل للموارد المالية ولكنها تأخذ باعتبارها أيضا الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيص أفضل للموارد المالية عبر الزمن وتخفيض التقدم التكنولوجي والرفع من معدلات النمو الاقتصادي¹ .

تعمل البنوك على توظيف أموالها في استثمارات تحقق أرباحا مناسبة للمساهمين تتناسب مع درجة المخاطرة ، لهذا تقوم بمجموعة من الاستثمارات المتنوعة ، بحيث تتنوع المخاطر مما يؤدي تخفيض درجة المخاطرة ، ففي حالة تعرض احدى المشاريع الى خسارة يتم تعويض ذلك من المشاريع الأخرى التي حققت أرباحا .



يعمل النظام المالي على تنويع المخاطر المالية بهدف تكوين محافظ مالية ذات العائد الأعلى وبأقل مخاطرة (Acemoglu and Greenwood and Jovanovic,1990 ، Patrick,1966 ، Gurley and Shaw ,1955) ، وبالتالي وجود نظام مالي متطور يسمح بتنويع محافظ الأوراق المالية للمستثمرين مع تحفيزهم على تمويل المشاريع الأكثر خطورة وذات المردودية الاعلى.

تسمح الانظمة المالية المتطورة للمستثمرين بتنويع محافظهم والتحوط (hedging) ضد المخاطر ، يمكن للوسطاء الماليين توفير السيولة بشكل صحيح يتناسب مع مختلف فترات استحقاق القروض (Diamond and Dybvig,1983) في ظل وجود عدد كبير من المقترضين والمقرضين ، وبالتالي تطوير النظام المالي يعمل على تخفيض من مخاطر السيولة التي تواجه الأفراد وتسهيل النشاطات الاستثمارية ، وتخفيض من السيولة العاطلة (Bencivenga and Smith ,1991) أي الاستغلال الجيد للسيولة المتوفرة لدى الوساطة المالية³ .

¹ G.Saint Paul,(1992).Technological choice,Financial Markets ,and Economic Development .European Review ,Vol 36,N°:4,p:763.

² Daron Acemoglu and Fabrizio(1997).Was Prometheus unbound by chance ?risk,diversification,and growth.The Journal of Political Economy ,Volume105,Issue4,709-751.

³ Ross Levine,(1997),op cit,pp :693.

1-2-5: تسهيل تبادل السلع، الخدمات والعقود:**Ease trading of goods, services, contracts**

يعمل النظام المالي على تسهيل المعاملات المالية وزيادة حجمها ، تسهيل المعاملات التجارية من خلال تقديم التسهيلات الائتمانية وضمان المدفوعات، النظام المالي المتطور يسهم في تخفيض تكاليف المبادلات الأمر الذي يؤدي الى زيادة التخصص والابتكار التكنولوجي والنمو الاقتصادي ، العلاقة بين تسهيل المعاملات والتخصيص والابداع والنمو أشار اليها ¹ Adam Smith (1937) في كتابه ثروة الأمم " Wealth of Nations"، من خلال أن تقسيم العمل (division of labor) يعتبر عامل الأساسي للرفع من إنتاجية عوامل الانتاج ،ركز Adam Smith (1937) على دور النقود في تسهيل التبادلات والمعاملات بين الأعوان الاقتصاديين.

يعمل النظام المالي على تخفيض تكلفة المعاملات ، وبالتالي تسهيل العمليات والمبادلات التجارية والتخصيص، أي تدعيم المصدر الأساسي للأبداع والتقدم التكنولوجي (Adam Smith 1937) .

1-3-3: خصائص النظام المالي :**The characteristics of financial systems**

هناك ثلاثة خصائص تميز الأنظمة المالية فيما بين الدول، والتي تسمح بضبط اختلاف أثر الوظائف المالية على النمو الاقتصادي ما بين الدول والتي تكون كالتالي²:

1-3-1: مستوى الوساطة المالية (the level of Financial intermediation):

يعتبر حجم الوساطة المالية عامل مهم بالنسبة لاقتصاد أي دولة ، بحيث يكون التوسع في حجم القطاع المالي من خلال زيادة تقديم وتطوير الخدمات المالية ، الأمر الذي يسهم في التقليل من تكاليف المعاملات ومن مشكلة عدم تماثل المعلومات (Greenwood and Jovanovic ,1990 Bencivenga and Smith ,1991) وبالتالي التخصيص الجيد للادخارات ، وأيضاً أن النظام المالي المتطور يعمل على التخفيف من القيود المفروضة على الحصول على التمويل (credit rationing) ، وهذا ما يسمح بقدرة المؤسسات على الاقتراض والتوسع

¹Adam Smith ,”The Wealth of Nations , New York , Modern Library ,1937.

²Valpy FitzGerald, , 2006 “ financial development and economic growth : A critical View ” Background paper for World economic and social survey , Oxford University, p 4-6 .

والاستثمار في فرص استثمارية مربحة والتقليل من المخاطر من خلال عملية التنويع (diversification)، وبالتالي فإن التوسع في النظام المالي ينعكس إيجاباً على الرفع من معدلات النمو الاقتصادي .

2-3-1: كفاءة الوساطة المالية (the efficiency of financial intermediation):

إن القنوات التي تربط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي تتطلب ضرورة وجود وساطة مالية ذات كفاءة وفعالية بهدف زيادة القدرة التأثيرية للمقرضين الحقيقيين (المدخرين) على قرارات الاستثمار والمستثمرين وتخفيض تكلفة الحصول على المعلومات وتفعيل استغلال الموارد المالية المبعثرة لدى وحدات الفائض من المشروعات والأفراد، ومن ثم زيادة الانتاجية المتوسطة للشركات الحائزة على التمويل .

3-3-1: مكونات الوساطة المالية (the composition of financial intermediation):

التوسع في زيادة هيكل القطاع المالي (financial structure) من مؤسسات مالية بأنواعها الأمر الذي ينعكس إيجاباً على تحسين أداء زيادة كفاءة الخدمات المالية وهذا ما أكدته كل من دراسة Goldsmith 1969 , Gurley and Shaw , 1955, 1965 على ضرورة توسيع هيكل القطاع المالي.

4-1 : مؤشرات التطور المالي:

Financial Development indicators

يعتبر النظام المالي المتطور عامل أساسي في الاقتصاد ، ولكن السؤال الذي يطرح حول كيفية قياس مستوى التطور في النظام المالي .

لا يوجد مؤشر واحد للتنمية المالية يقيس بشكل شامل الدرجة التي تقوم بموجبها أسواق الائتمان لتمويل النمو الاقتصادي ، وذلك نظراً لإمكانية تقديم الاسواق المالية العديد من الخدمات ووجود قنوات متعددة يمكن من خلالها تشجيع النمو ، و ليس من السهل أو حتى من الممكن قياس بعض المؤشرات المهمة للتنمية المالية قياساً كمياً، فهي بشكل رئيسي مؤشرات تدل على كفاءة النظام المالي لتخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات على العملاء، و البيانات الخاصة بالمؤشرات القابلة للقياس قياساً كمياً قد لا تتوفر بسهولة عبر البلدان ، وقد يصعب أحياناً تجميع المعلومات المتوفرة بأسلوب متناسق وقابل للمقارنة بين البلدان ، يجب أن يعكس مؤشر التطور المالي الوظائف الأساسية للنظام المالي ، إلا أنه لا يوجد مؤشر وحيد يعكس كل وظائف النظام المالي .

يمكن لإحصائيات المؤشرات التقليدية لنطاق التنمية المالية - مثل نسبة المجاميع النقدية المختلفة الى اجمالي الناتج المحلي (أن تقدم مؤشرات مضللة بخصوص وضع القطاع المالي وأثاره على النشاط الاقتصادي , فعلى سبيل المثال ، اذا عبرت النسبة المرتفعة نسبيا للكتلة النقدية بمعناها الواسع الى اجمالي الناتج المحلي عن تمويل كبير للقطاع العام من جانب النظام المالي ، مع تمويل مصرفي قليل فقط موجه الى القطاع الخاص ، يصعب عندئذ وصف هذا الوضع بأنه معزز للنمو الاقتصادي .

ولذا فالتطور المالي مفهوم متعدد الأوجه لا يقتصر على المجاميع النقدية فقط ، وإنما يتعداه ليشمل التنظيم والرقابة ودرجة التنافس والانفتاح والمؤسسية ، مثل قوة الدائنين وتنوع الأسواق والأدوات المالية التي يتكون منها الهيكل المالي للاقتصاد ، وهناك عدد من المؤشرات المستخدمة في قياس التطور المالي منها مقاييس لتحديد حجم القطاع المالي ، ودرجة العمق المالي ، واخرى لقدرته على المنافسة وانفتاحه على العالم الخارجي واستقراره¹.

و يعتبر تقييم هذه الكفاءة ممارسة نوعية بشكل رئيسي ، كما أنه ينطوي في العادة على تقييم للالتزام بمعايير وقوانين القطاع المالي ذات الصلة وممارساته الجيدة وتنفيذها وتحليل البيئة الائتمانية ونوعية مديري ومشرفي البنوك ونظام الادارة المؤسسية ، وبدون تحليل شامل للبيئة المؤسسية وهيكل الحوافز الذي يعمل مديرو ومشرفو البنوك والمراجعون والمودعون في ظله يصعب وضع استنتاجات بخصوص مستوى التنمية في البلد المعني.

أغلب الباحثين والاقتصاديين عندما يقيسون التطور المالي يمثلونه بمؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى اجمالي الناتج المحلي (private credit to GDP) بهدف معرفة مستوى ودرجة التطور المالي² ، وبالتالي هذا المؤشر لا يقوم على تقييم التطور المالي ككل إنما فقط جزء منه والمتمثل في قياس حجم الوساطة المالية (size of financial system) أو ما يسمى بالعمق المالي (financial depth) في توفير التمويل للقطاع الخاص (Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Feyen, and Levine , 2013) ، الذي يعتبر هو القطاع الأكثر مساهمة في التنمية، معظم الدراسات التطبيقية تستعمل وتستند الى التغير والانحراف (deviation) في هذا المؤشر عند دراسة دور النظام المالي في النشاط الاقتصادي وكذلك استعماله من أجل تقييم النظام المالي ما بين الدول، الا

¹سوزان كرين ، ريشي جويال ، مشفق مبارك ، رانده ساب . تطوير القطاع المالي في بلدان الشرق الأوسط وشمال افريقيا ، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي ، معهد الدراسات الاقتصادية ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، 7-8 ديسمبر ، 2003 ، ص 100.

² Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine (2013) "Measuring financial development" VoxEU.org 25 April. Available at the following URL: <http://www.voxeu.org/article/measuring-financial-development> (Accessed March, 3rd, 2015).

أن نسبة أعلى من مؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص بالنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي لا تعني بالضرورة استخدام واسع للخدمات المالية ، ولا كفاءتها وفعاليتها وأيضا لا تعطي لمحة عن مدى استقرار في النظام المالي، مما يعني اهمال جوانب هامة من الأنظمة المالية¹.

لا يوجد اتفاق عام من طرف الباحثين الاقتصاديين حول المؤشرات التي تقيس نوعية وكمية الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي أي تقييم مستوى التطور في القطاع المالي ، وبالتالي تمثل مقاييس التطور المالي محل جدل عن أهم المؤشرات التي تمثل وتقدر على اعطاء درجة كفاءة وفعالية النظام المالي في تقديم الخدمات المالية والتي تنعكس ايجابا على معدلات النمو الاقتصادي²، واختلاف المؤشرات الممثلة للوساطة المالية المستعملة في الدراسات التطبيقية أدى الى اختلاف النتائج حول أثر هذه المتغيرات على النمو الاقتصادي .

ان التطور في القطاع المالي هو متعدد أوجه لا يشمل فقط معايير العمق المالي (Financial depth) وقد عرف من طرف (Edward Shaw (1973) على أنه³: "التناسب بين صافي في تراكم الأصول المالية وتراكم الثروة المادية، على أن يكون تراكم الأصول المالية أسرع من تراكم الثروة المادية" ، يقوم هذا المعيار على قياس حجم الوساطة المالية للبنوك وحجم الأسواق المالية باستعمال مؤشرات مختلفة والتي تتمثل خاصة بمجموع الكتلة النقدية الى اجمالي الناتج المحلي الاجمالي ، بالإضافة الى القروض الموجهة الى القطاع الخاص بالنسبة الى الناتج المحلي الجمالي ، بحيث استعمالا كثيرا من طرف الباحثين كمثل للتطور المالي سواء من الجانب النظري أو التطبيقي ، ويعاب على هذه المؤشرات أمها تقيس حجم الوساطة المالية لكن لا يتعدى ذلك لتقييم وقياس مدى كفاءة وفعالية ، نشاط واستقرار النظام المالي أي عدم التمثيل والتعبير عن الوظائف التي يقوم بها النظام المالي ككل ، انما يقيس فقط جانب واحد ولا يعبر ويمثل التطور المالي ، لذا تم مؤخرا وضع قاعدة تتضمن مجموعة من المؤشرات من طرف الباحثين والاقتصاديين للبنك الدولي تهدف الى تمثيل وقياس درجة التطور المالي من مختلف جوانبه ، بهدف الموافقة بين الجانب النظري والتطبيقي حول محاولة تمثيل التطور المالي بمؤشرات

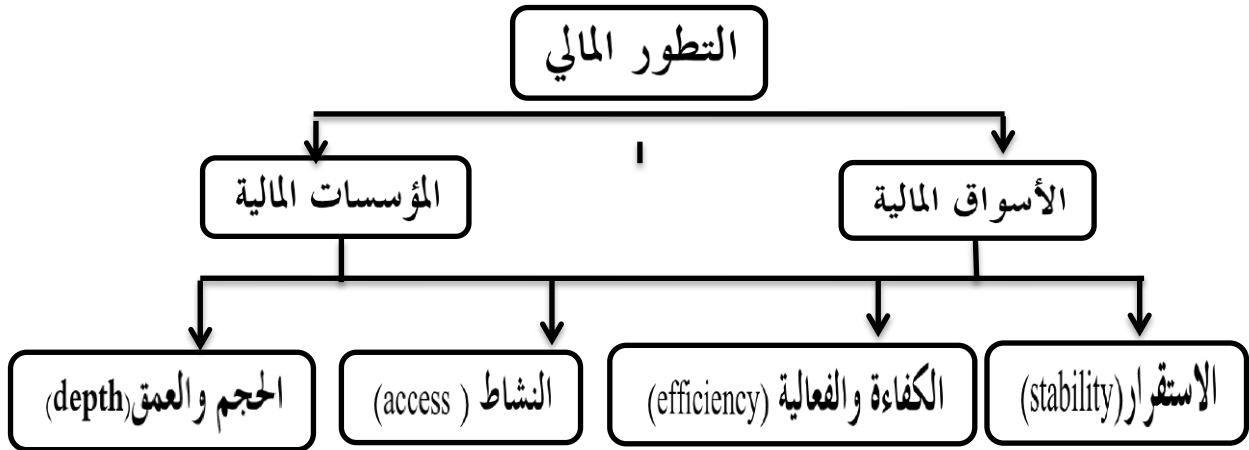
¹ Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013) "Measuring financial development" VoxEU.org 25 April . Available on the following link : <http://www.voxeu.org/article/measuring-financial-development> (Accessed March, 3rd, 2015).

² Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) " Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper ,6175, P-08 , available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd, 2015).

³ E. S. Shaw, (1973) Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press , p vii.

تتوافق مع معناه من الجانب النظري واستخدامه في الجانب التجريبي بهدف التوصل الى نتائج وتعميم نوعية العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، نتيجة لتعدد مفاهيم حول التطور المالي، تعددت المقاييس التي من شأنها حصر مستوى التطور في النظام المالي على المستوى النظري ، و تعدد المعايير الخاصة بقياس التطور المالي Financial development والتي تعكس الأبعاد والجوانب المختلفة للتطور المالي والتي تشتمل على أربعة أبعاد وكل بعد يتضمن مجموعة من المتغيرات والمؤشرات الموضحة في الجدول (1-5) والتي يتم الإشارة ضمن كل جانب من من جوانب التطور المالي ، والتي تم تقسيمها الى أربعة مؤشرات Čihák, Demirgüç-Kunt, Feyen, (and Levine 2013) والتي تكون كالتالي¹:

الشكل (1-4) : أبعاد التطور المالي (Financial development is multidimensional)



Source :Sahay,Cihak,N'Diaye,Barajas,Bi,Ayala,Gao,Kyobe,Nguyen,Saborowski,Svirydzenka and Yousefi (2015) ‘‘ Rethinking financial deepening :stability and growth in emerging markets’’ IMF staff discussion note,SND/15/08,p :12.

قام البنك العالمي بوضع قاعدة للبيانات تغطي خصائص الأنظمة المالية لأكثر من 200 بلد في العالم. وتضم قاعدة البيانات قياسات تشمل (أ) حجم المؤسسات والأسواق المالية (العمق المالي)، (ب) مدى قدرة الأفراد على استخدام الخدمات المالية (درجة الحصول عليها)، (ج) كفاءة الوسيط والأسواق المالية في تيسير الموارد

¹See more :

- Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) ‘‘ Benchmarking financial systems around the world’’ Policy Research Working Paper ,6175, P:07-16 , available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd ,2015).
- Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013) ‘‘ Financial Development in 205 Economies , 1960 to 2010 ‘‘ Working Paper 18946 , p :08-53, Available at the following link , <http://www.nber.org/papers/w18946>(Accessed March, 3rd ,2015).

وتسهيل المعاملات المالية (الكفاءة)، و(د) استقرار المؤسسات والأسواق المالية (الاستقرار). ويظهر كتيب البيانات مجموعة فرعية من المؤشرات لأربع فئات من خصائص الأنظمة المالية التي تتناولها قاعدة البيانات الرئيسية¹.

1-4-1: معيار الحجم المالي (size of financial system) :

يعكس حجم ومدى اتساع قاعدة النظام المالي مقارنة بحجم الاقتصاد ككل، و المؤشر الذي تم استخدامه ليعبر عن مستوى تطوير النظام المالي وفقا لحجمه عبارة عن حاصل جمع مؤشرين : أحدهما يعبر عن حجم النظام المصرفي والآخر يعبر عن حجم النظام السوقي، بالنسبة الى مؤشر حجم النظام المصرفي فهو عبارة عن اجمالي أصول البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الاخرى / الناتج المحلي الاجمالي ، وارتفاع قيمة المؤشر تعكس زيادة حجم النظام المصرفي وارتفاع قدرته على القيام بوظائفه . أما مؤشر حجم النظام السوقي فهو عبارة عن مؤشر رسملة السوق (Market capitalization) الذي يقيم حجم سوق الأوراق المالية مقارنة بحجم الاقتصاد ككل ، وهو عبارة عن القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية / الناتج المحلي الاجمالي.

و الذي يقيس جانب العمق المالي (Financial depth) ، وحجم النظام المالي والمصرفي ، بحيث حظي مفهوم العمق المالي اهتمام من طرف الاقتصاديين من خلال استعمال مؤشرات ممثلة لحجم الوساطة المالية في الدراسات التطبيقية السابقة ومن أهمها ما يلي:

– مؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي (private credit to GDP): الذي يقيس حجم الوساطة المالية ويعكس مدى مساهمة القطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص ، أما ارتفاع الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي فهو يشير إلى زيادة الاعتماد على القطاع المصرفي للتمويل، وبعبارة أخرى تعني زيادته زيادة حجم وعمق النظام المالي، وتوصلت معظم الدراسات السابقة الى أن مؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص لها أثر إيجابي وذو دلالة احصائية على النمو الاقتصادي في الأجل الطويل ، ان مؤشر القروض الى القطاع الخاص يعتبر المتغير الأكثر استعمالا تقريبا في جميع الدراسات التجريبية .

¹ The data available at the following URL : <http://data.albankaldawli.org/news/little-book-with-data-on-financial-development> .

يظهر من خلال الجدول أدناه أن النسبة الأكبر من القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي هي من نصيب الدول المتقدمة ، وهذا ما يشير الى مدى تطور الانظمة المالية والمصرفية أي حجم وعمق المالي في هذه الدول والمساهمة في تنمية القطاع الخاص الذي يعتبر هو المحرك الاساسي للتطور الاقتصادي ، على عكس حالة الدول النامية التي في معظمها تدعم القطاع العام الذي عبئا على اقتصادياتها.

الجدول(1-1): العمق المالي (depth) للمؤسسات المالي خلال الفترة 2008-2010.

Private credit to GDP (%)		Number of countries	Average
	World	173	56.3
By developed/developing economies			
	Developed economies	48	113.3
	Developing economies	125	34.5
By income level			
	High income	48	113.3
	Upper middle income	49	48.6
	Lower middle income	49	30.8
	Low income	27	15.4
By region			
	High income: OECD	30	124.0
	High income: non-OECD	17	97.3
	East Asia & Pacific	17	46.8
	Europe & Central Asia	19	44.9
	Latin America & Caribbean	29	41.5
	Middle East & North Africa	12	34.5
	South Asia	8	35.3
	Sub-Saharan Africa	41	20.1

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013) “ Financial Development in 205 Economies , 1960 to 2010 “ Working Paper 18946 , p :30, Available at the following link , <http://www.nber.org/papers/w18946>(Accessed March, 3rd, 2015).

- مؤشر مجموع الأصول الجهاز المصرفي الى الناتج المحلي الاجمالي (total banking assets to GDP): أو نسبة موجودات المصارف الى الناتج المحلي الاجمالي ويقاس هذا المؤشر حجم الجهاز المصرفي وهو أكثر شمولاً من متغير القروض الموجهة الى القطاع الخاص من خلال اضافة القروض الموجهة الى الحكومة وأصول أخرى ، كما عرفه الاقتصادي (1969) Goldsmith بنسبة العلاقة المالية المتبادلة (Financial interrelation ratio) والذي يساوي الى اجمالي أصول لجهاز المالي والمصرفي بالنسبة الى الناتج القومي الاجمالي والذي يعتبر كمؤشر للعمق المالي، وعدم استعمال هذا المؤشر في الدراسات السابقة راجع الى عدم توفر بيانات لمدة طويلة انما فقط زمنية قصيرة ومحدودة ، فهذا المؤشر يسمح بقياس حجم الحصة التي تساهم بها البنوك التجارية من مجموع

المدخرات المالية المعبئة أي قياس مقدرة الجهاز البنكي على تعبئة المدخرات المالية (الموارد المالية)، وكذلك يمكن التعبير على هذا المؤشر بأصول البنوك التجارية إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام (إجمالي أصول البنوك التجارية \ PIB)، ما يعاب على هذا المؤشر هو عدم قدرته على قياس حجم الموارد المالية التي تساهم بها المؤسسات المالية الغير بنكية.

– مؤشر آخر والذي يتمثل في مؤشر السيولة مقاسا بـ $M2/GDP$: حيث يمثل عرض النقد بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي الذي يقيس مستوى العمق المالي ، حيث $M2$ تمثل قيمة العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافا إليها قيمة الودائع الجارية والودائع لأجل وودائع التوفير ، وتعكس تلك النسبة أهمية قطاع الوساطة المالية في النمو يقيس حجم الوساطة المالية (Financial depth) ، إلا أن هذا المؤشر لقي انتقادا خاصة عند استعماله في حالة الدول النامية لأن تقريبا ومعظم الكتلة النقدية موجودة خارج المنظومة المصرفية ، والتالي في حالة لا يعطي هذا مؤشر تمثيل جيد لحجم الوساطة المالية .

أما فيما يخص حجم الأسواق المالية ، فقد توصلت دراسة¹ Levine and Zervos (1998) إلى أن سوق الأوراق المالية يؤثر إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل ، وتعتبر هذه الدراسة بدورها من أولى الدراسات التي اهتمت بدور الأسواق المالية وعلاقتها بالنمو ، لأن معظم الدراسات ركزت على دور البنوك في التنمية مع إهمال وتهميش دور الأسواق المالية.

و من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس حجم وعمق الأسواق المالية (financial market depth) كما يلي² :

– مؤشر رأس المال السوق (Market Capitalization to GDP)³ : يقيس هذا المؤشر حجم سوق الأوراق المالية والذي يتمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي ، ومن الناحية الاقتصادية ، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجابا أو سلبا بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر . _ بيد أن هذا المؤشر

¹ Ross, Levine, and Sara Zervos, (1998) Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review 88: 537-558.

² Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, P-12 , available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd , 2015).

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص 95.

يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كدلالة على درجة تنمية السوق ، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق ، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا ، و مضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر نسبة رأسمال السوق ولكنها غير نشطة.

يظهر من خلال الجدول أدناه أن النسبة الأكبر من مؤشر رسملة البورصة الى الناتج المحلي الاجمالي هي من نصيب الدول المتقدمة ، وهذا ما يشير الى مدى تطور الاسواق المالية في هذه الدول واتساع حجمها وعمقها والامر الذي ينعكس ايجابا على القطاع الحقيقي ، على عكس حالة الدول النامية التي في معظمها تتميز بنسب ضعيفة مقارنة بنظيرتها من الدول المتقدمة نظرا لامتلاكها أسواق مالية ناشئة وفي معظم الحالات تتميز بالتخلف.

الجدول (1-2): العمق المالي (depth) للأسواق المالية خلال الفترة 2008-2010.

Stock market capitalization plus outstanding domestic private debt securities to GDP (%)		Number of countries	Average
	World	103	71.2
By developed/developing economies			
	Developed economies	43	111.1
	Developing economies	60	42.5
By income level			
	High income	43	111.1
	Upper middle income	33	51.9
	Lower middle income	21	33.6
	Low income	6	22.3
By region			
	High income: OECD	31	108.2
	High income: non-OECD	11	121.9
	East Asia & Pacific	9	70.9
	Europe & Central Asia	14	24.9
	Latin America & Caribbean	16	39.3
	Middle East & North Africa	6	57.0
	South Asia	5	34.5

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013) “ Financial Development in 205 Economies , 1960 to 2010 “ Working Paper 18946 , p :34, Available at the following link , <http://www.nber.org/papers/w18946>(Accessed March, 3rd, 2015).

- مؤشر حجم التداول أو المعاملات (Value Traded Variable): ويعرف أيضا بمؤشر السيولة تمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي . وتشير تلك النسبة

الى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة الى حجم الاقتصاد القومي ، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد الوطني ¹ .

1-4-2 معيار النشاط المالي (financial Access):

يعكس اتساع مستوى نشاط النظام المالي مقارنة بمستوى النشاط الاقتصادي للمجتمع ككل. والمؤشر الذي تم استخدامه ليعبر عن مستوى تطوير النظام المالي وفقا لنشاطه ، عبارة عن حاصل جمع مؤشرين : أحدهما يعبر عن مستوى نشاط النظام المصرفي والآخر يعبر عن مستوى نشاط النظام السوقي . بالنسبة الى مؤشر نشاط النظام المصرفي ، تم استخدام مؤشر نسبة الائتمان المتاح للقطاع الخاص بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الاخرى / الناتج المحلي الاجمالي ، ويعكس هذا المؤشر احدى الوظائف الأساسية للنظام المصرفي والمتمثلة في تعبئة المدخرات وتوفيرها من خلال قنوات لتمويل المشروعات الانتاجية المملوكة للقطاع الخاص. أما في ما يخص مؤشر نشاط النظام السوقي، فقد تم استخدام معدل التداول في سوق الاوراق المالية والذي يعكس مستوى نشاط السوق ومقدار السيولة التي يوفرها سوق الازراق المالية للاقتصاد ، وتم قياسه بإجمالي قيمة الاسهم المتداولة في سوق الاوراق المالية / الناتج المحلي الاجمالي ² .

تقوم هذه المؤشرات على اعطاء نظرة عامة حول مدى استعمال الخدمات المالية من طرف الأفراد ، أي يقيس مدى قدرة الأفراد على استخدام الخدمات المالية . وبالتالي تعمل هذه المؤشرات على قياس وتمثيل مدى انتشار الخدمات المالية ووصولها الى جميع الوحدات الاقتصادية القومي وخاصة القطاع الخاص ، حيث ينصرف هذا المعيار الى قياس مدى كفاءة الوساطة المالية في حشد الادخار وتوجيهه نحو الاستثمارات الأكثر انتاجية ويتضمن هذا المعيار عدد من المؤشرات لقياس النشاط المالي للمؤسسات والأسواق المالية أهمها مايلي :

فيما يتعلق بالمؤسسات المالية (البنوك) **مؤشر عدد الحسابات المصرفية لكل 1000 فرد** والتي تمثل وتشير الى مدى انتشار الوعي المصرفي لدى الأفراد في استخدام والاستفادة من الخدمات المصرفية ، بالإضافة الى **مؤشر عدد فروع البنوك لكل 100000 فرد** والذي يقيس مدى انتشار البنوك ، بحيث تحدث الكثير من المصرفيين

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص 96.

² See more :

- Acques-Loesse Esso, (2010).Cointegration and Casual Relationship Between Financial and Economic Growth in ECOWAS Countries. Journal of Economics and International Finance, vol. 2, N°. 3 p. 40.
- Ross Levine (2002) , bank-based or market based financial systems :which is better ? , NBER Working paper series , working paper 9138.p. 14.
- Thorsten Beck and Asli Demirgüç-Kunt, (2009).Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time-Data and Analysis. World Bank Policy Research, Working Paper, N°. 4943 p. 13.

عن مبدأ الانتشار ، وأيضاً أن مؤشر النشاط المالي المقاس بعدد فروع البنوك لكل 100000 من السكان أطلق عليه Goldsmith (1969) مؤشر عملية انتشار الجهاز المالي في الاقتصاد (the process of penetration of the financial system) ، وأيضاً يعرف بالكثافة البنكية .

و هناك نماذج تناولت عملية الانتشار بطريقة أو بأخرى فمثلاً نموذج Cameron (1967) حيث ينص أن كل 10000 شخص فرع واحد لبنك ، مبدأ هذا النموذج مبني على عرف دولي حيث يتم قياس عدد الفروع

ببساطة من خلال المعادلة التالية : **الكثافة المصرفية = (عدد الفروع / عدد السكان) x 10000**

إذا كان يساوي (1) فهو العدد المثالي للتوزيع ، وإذا كان أكبر من (1) فهناك انحراف موجب بمعنى هناك انتشار كبير للمصارف ، وقد يكون هذا الانتشار أكبر من الحاجة إليه مما يشكل عبئاً كبيراً من حيث التكلفة على المصارف ، وبالتالي انخفاض ربحية البنك ، أما إذا كان أقل من (1) فهناك انحراف سلبي بمعنى انتشار البنوك حسب هذا النموذج غير كافية ، وبالتالي لا تصل الخدمة المصرفية إلى شريحة معينة من الناس ممن هم في حاجة إلى هذه الخدمة¹.

1-4-3: معيار الكفاءة والفعالية (Financial efficiency) :

تشير كفاءة النظام المالي إلى مدى فاعلية هذه الأسواق ومؤسسات الوساطة المالية في تخفيض تكلفة الحصول على المعلومات وإجراء المعاملات بخصوص عملائهم (Khan 2000)².

يعمل هذا المؤشر على قياس مدى مساهمة النظام المالي في تسهيل المعاملات المالية من خلال تخفيض تكلفة المعاملات والمعلومات ، أي أن القطاع المالي يعمل بشكل أكثر كفاءة من خلال الرفع من كفاءة وفعالية أداء الخدمات المالية المقدمة من طرف المؤسسات المالية والأسواق المالية ، وفي المقابل تتم عملية التطور الاقتصادي في ظل توافر مجموعة من الشروط ، منها توافر بيئة تنافسية ، القدرة على تقليل المخاطر وتكاليف الناتجة عن عدم تماثل المعلومات والاختيار العكسي ، والتي يتميز بها النظام المالي المتطور ، وبالتالي القيام بالوظائف المالية بفعالية وكفاءة من طرف النظام المالي يضمن توجيه المدخرات إلى قطاعات إنتاجية التي تساهم بدورها بالرفع من حجم النشاط الاقتصادي ، ويكون تحسين أداء النظام المالي من خلال التخفيف من حدة خلافات السوق

¹ جميل سالم الزيدانين ، أساسيات في الجهاز المالي ، المنظور العملي ، دار وائل ، الطبعة الأولى ، 1999 ، ص 124.

² Aubhik Khan, (2000). The Finance and Growth Nexus., Business Review Federal Reserve Bank of Philadelphia (January/February), pp. 3-14.

(Market Frictions) والتي تتمثل تكلفة المعاملات (transactions costs) ومشكلة عدم تماثل المعلومات (information asymmetric) و من بين أهم المؤشرات المستخدمة لقياس كفاءة النظام المالي ما يلي :

– هامش أسعار الفائدة للبنوك والذي يقيس ربحية القطاع المصرفي (Net interest margin) : والذي هو عبارة عن الفرق بين أسعار الفائدة على القروض والودائع المقدمة من طرف البنوك ، وهو يقيس مدى تحقيق الأرباح من طرف الوساطة المالية ، يسمح هذا المؤشر بقياس فعالية نشاط الوساطة المالية ، فكلما كانت قيمة المؤشر ضعيفة كلما كانت فعالية الوساطة المالية كبيرة ، وهذا يعني أنها تقدم خدمات مالية بأقل تكلفة ممكنة وعكس صحيح.

– معدل الدوران (the Turnover Ratio) : هو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية ، و هو يقيس حجم المعاملات بالنسبة الى حجم السوق ، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر الى كثافة التداول في سوق الأوراق المالية ، والى تكاليف اتمام الصفقات المنخفضة . وجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة ، و لذلك فإننا نحتاج الى مؤشري حجم التداول ، و معدل دوران السهم لقياس السيولة ، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم لقياس السيولة ، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية ، واقترب أسعار الأسهم من السعر العادل ، وكلما انخفض معدل الدوران ، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الأوراق المالية ، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل .

يشير معدل الدوران الى القيمة الكلية للمعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس المال السوق ، ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق ، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة ، فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران¹ .

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن النسب الأكبر من مؤشر الممثل لكفاءة الاسواق المالية هو من نصيب الدول المتقدمة وهذا راجع الى نشاط وفعالية عمل الاسواق المالية في هذه الدول.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص 97.

الجدول (1-3): كفاءة الأسواق المالية (efficiency) خلال الفترة 2008-2010.

Stock market turnover ratio (%)		Number of countries	Average
	World	103	56.9
By developed/developing economies			
	Developed economies	43	84.4
	Developing economies	60	37.2
By income level			
	High income	43	84.4
	Upper middle income	33	35.2
	Lower middle income	21	35.0
	Low income	6	56.6
By region			
	High income: OECD	31	98.9
	High income: non-OECD	11	51.1
	East Asia & Pacific	9	67.4
	Europe & Central Asia	14	35.7
	Latin America & Caribbean	16	12.8
	Middle East & North Africa	6	44.6
	South Asia	5	101.0
	Sub-Saharan Africa	11	13.9

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013) “ Financial Development in 205 Economies , 1960 to 2010 “ Working Paper 18946 , p :42, Available at the following link , <http://www.nber.org/papers/w18946>(Accessed March, 3rd ,2015).

1-4-4: معيار الاستقرار في النظام المالي (financial stability) :

من بين أهم المؤشرات لقياس مدى توفر الاستقرار في الانظمة المالية ما يلي :

– مؤشر التقلبات (Volatility index) : تقاس عدم استقرار السوق بالإنحراف المعياري للعوائد الشهرية في سوق الأوراق المالية ، حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي . و عادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشرا لتطور وتنمية السوق . غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ ارتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلا السوق الجيدة فقط ¹.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره ، ص 98.

– مؤشر السيولة (Liquidity ratio : Bank credit to bank deposits (%)) : والذي يمثل حجم القروض المقدمة من طرف المؤسسات المالية البنكية الى حجم الودائع المعبئة من طرف البنوك، والذي يقيس مدى توافر الاستقرار لدى الجهاز المصرفي لأن مخاطر السيولة (liquidity risk) تنجم عادة عن اقدام المودعين على سحب وداائعهم بمبالغ كبيرة وبشكل جماعي في وقت لا تتوفر فيه لدى المصارف السيولة الكافية لتغطية هذه السحوبات

و تعتمد شدة ودرجة الخطر على قرارات ادارة المصارف المتعلقة بإدارة الاصول والحفاظ الاستثمارية لديها، والذي يتم حسابه من خلال الصيغة التالية:

$$\text{مؤشر السيولة} = \frac{\text{حجم القروض}}{\text{حجم الودائع}}$$

– مؤشر التعثر المالي **z-score** : هناك عدة مؤشرات تقيس الاستقرار المالي في الجهاز المصرفي منها نموذج z-score ، و كذلك يعرف بنموذج¹ Altman (1983) ويعتبر هذا النموذج أفضل قياس لاستقرار البنك ، لأنه يفيد في معرفة ما اذا كان البنك سيواجه حالة اعسار مالي .

و بالتالي التطور المالي هو متعدد الجوانب النتيجة التي تؤدي الى تعدد مقاييس ومؤشرات الممثلة للتطور المالي ، التي لا تمثل فقط مؤشرات العمق المالي كما أشارت تقريبا معظم الدراسات السابقة الذي يمثل حجم الوساطة المالية انما يتعداه ليشمل كفاءة وفعالية ، استقرار ونشاط الأنظمة المالية ، وفيما يلي سيتم عرض لقيم بعض المؤشرات باختلاف عينة من الدول كما يلي :

الجدول (1-4): خصائص المؤسسات المالية ما بين الدول (بمتوسطات القيم)

Sub-Saharan Africa	South Asia	Middle East and North Africa	Latin America and the caribbean	Europe and Central Asia	East Asia and Pacific	High income	المؤسسات المالية
17	32	33	37	37	43	69	العمق المالي
10	16	14	30	35	23	43	النشاط المالي
51	81	83	62	65	70	80	كفاءة النظام المالي
32	38	57	35	20	52	42	استقرار النظام المالي

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, P:48, available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd ,2015).

¹Edward Altman (1983). Corporate Financial Distress. New York: John Willey & Sons Inc., New York.

يتوضح من خلال الجدول أعلاه أن النسبة الاعلى من مؤشر العمق المالي ، النشاط المالي وكفاءة الانظمة المالية تحتلها الدول ذات الدخل الأعلى وهذا ما يشير الى مدى تطور مؤسسات الوساطة المالية في هذه الدول ، والنسبة المنخفضة تحققها دول افريقيا جنوب الصحراء الامر الذي يدل على تختلف وعدم كفاءة الأنظمة المالية في هذه الدول، أما بالنسبة لباقي الدول فهي تحقق معدلات متوسطة لامتلاكها أنظمة مالية ذات مستويات متوسطة من التطور ، مؤشر الاستقرار في الأنظمة المالية يكون بأعلى نسبة في دول MENA الذي يدل على مدى استقرار النظام المالي وفي حين الدول المتقدمة تحقق نسبة أقل نظرا لمدى التقلبات والأزمات المالية والبنكية التي تمس قطاعها المالي .

الجدول(1-5): خصائص الأسواق المالية ما بين الدول (بمتوسطات القيم)

Sub-Saharan Africa	South Asia	Middle East and North Africa	Latin America and the caribbean	Europe and Central Asia	East Asia and Pacific	High income	الأسواق المالية
20	17	24	21	12	38	43	العمق المالي
77	85	50	40	56	80	46	النشاط المالي
7	49	24	8	17	40	29	كفاءة النظام المالي
54	56	81	64	43	60	66	استقرار النظام المالي

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, P48, available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd ,2015).

يتوضح من خلال الجدول أعلاه أن النسبة الاعلى من مؤشر العمق المالي أي حجم الأسواق المالية ، تحتلها الدول ذات الدخل الأعلى وهذا ما يشير الى مدى تطور الاسواق المالية في هذه الدول واتساع حجمها مقارنة بالدول ذات الدخل المتوسط والمنخفض الامر الذي يدل على حداثة الاسواق المالية في هذه الدول، أما بالنسبة لمؤشر النشاط وكفاءة الاسواق المالية فتكون أعلى نسبة من نصيب دول منطقة شرق آسيا ، مؤشر الاستقرار في الأنظمة المالية يكون بأعلى نسبة في دول MENA الذي يدل على مدى استقرار الاسواق المالية وفي حين الدول المتقدمة تحقق نسبة أقل نظرا لمدى التقلبات والأزمات المالية والبنكية وفقاعات المضاربة التي تمس قطاعها المالي نظرا لأن اقتصاديات الدول المتقدمة هي أكثر انفتاحا من اقتصاديات الناشئة والنامية .

الجدول (1-6): خصائص المؤسسات المالية ما بين مجموعات من الدول مصنفة حسب الدخل (بمتوسطات القيم)

المؤسسات المالية	High income	Upper middle income	Lower middle income	Low Income
العمق المالي	84	44	28	13
النشاط المالي	55	32	19	5
كفاءة النظام المالي	86	75	61	42
استقرار النظام المالي	35	38	40	35

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, P48, available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd ,2015).

يوضح الجدول (1-3) مؤشرات وابعاد التطور المالي بين مختلف الدول المصنفة حسب الدخل ، بحيث تحتل الدول مرتفعة الدخل النسبة الاعلى من مؤشرات الحجم ، النشاط وكفاءة النظام المالي والنسبة الاقل من مؤشر الاستقرار نتيجة وجود تقلبات ونشوب الازمات المالية والمصرفية.

وتوضح البيانات، من بين أشياء أخرى، أن الأنظمة المالية العميقة لا تتيح بالضرورة درجات عالية للحصول على التمويل؛ فهذه الأنظمة المالية التي تتسم بكفاءة عالية ليست بالضرورة أكثر استقرارا من الأنظمة الأقل كفاءة (Cihak Martin ,2013).

الجدول (1-7): خصائص الأسواق المالية ما بين مجموعات من الدول مصنفة حسب الدخل (بمتوسطات القيم)

الأسواق المالية	High income	Upper middle income	Lower middle income	Low Income
العمق المالي	51	27	16	10
النشاط المالي	53	58	69	29
كفاءة النظام المالي	45	19	20	21
استقرار النظام المالي	53	60	53	44

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, P48, available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd ,2015).

الجدول (1-8) : مصفوفة 2 x4 خصائص النظام المالي

	<i>Financial institutions</i>	<i>Financial markets</i>
Depth	Private sector credit to GDP Financial institutions assets to GDP M2 to GDP Deposits to GDP Gross value –added of the financial	Stock market capitalization plus outstanding domestic private debt securities to GDP Private debt securities to GDP Public debt securities to GDP

	sector to GDP	International debt securities to GDP Stock market capitalization to GDP Stocks traded to GDP
Access	Accounts per thousand adults (commercial banks) Branches per 100,000 adults (commercial banks) % of people with a bank account % of firms with line of credit (all firms) % of firms with line of credit (small firms)	Percent of market capitalization outside of top 10 largest companies Percent of value traded outside of top 10 traded companies Government bond yields (3 month and 10 years) Ratio of domestic to total debt securities Ratio of private to total debt securities (domestic) Ratio of new corporate bond issues to GDP
Efficiency	Net interest margin Lending-deposits spread Non-interest income to total income Overhead costs (% of total assets) Profitability (return on assets , return on equity) Boone indicator (or Herfinahl or H-statistics).	Turnover ratio (turnover /capitalization) for stock market Price synchronicity (co-movement) Private information trading Price impact Liquidity/transaction costs Quoted bid –ask spread for government bonds Turnover of bonds (private , public) on security exchange Settlement efficiency
Stability	Z -score (or distance to default) Capital adequacy ratios Asset quality ratios Liquidity ratios Other (net foreign exchange position to capital etc)	Volatility (standard deviation / average) of stock price index , sovereign bond index Skewness of index (stock price ,sovereign bond) Vulnerability to earning manipulation Price/earnings ratio Duration Ratio of short –term to total bonds (domestic) Correlation with major bond returns (German ,US)

Source : Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, P09, available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March , 3rd ,2015).

2- نظرية تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي :

The theory on the link between financial development and growth

شهد موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تنامياً متزايداً على المستوى النظري من طرف الاقتصاديين ، بهدف توضيح نوع العلاقة التي تربط بين القطاع المالي والحقيقي ، والتي بدأت من قبل

الاقتصادي (1912) Joseph Schumpeter ، مرورا بأعمال سنوات 1960s و1970s وصولا الى النظريات الحديثة التي تتمثل في نظريات النمو الداخلي (endogenous growth theory) التي اهتمت بدراسة التفاعل بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي في الأجل الطويل¹، وفيما يلي أبرز الأعمال والنظريات التي اهتمت بعلاقة القطاع المالي بالنمو والتنمية الاقتصادية، وبالتالي يتضمن هذا الجزء التطور التاريخي لوجهات النظر حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي التي تباينت من نظرية الى أخرى والتي نعرضها كالتالي :

1-2 : نظرية Schumpeter 1911 :

يعتقد كثير من الاقتصاديين بالدور المهم والايجابي للوساطة المالية ، من بينهم الاقتصادي Joseph Schumpeter (1912) من خلال كتابه نظرية التطور الاقتصادي «theory of economic development» ، والذي يعتبر أول من أشار الى الدور الايجابي التي تلعبه الوساطة المالية في عملية التنمية ، من خلال قدرتها على توجيه الادخارات الى أفضل فرص الاستغلال والتي يكون لها تأثير مباشر على رفع من الانتاجية والابداع التكنولوجي، ينبغي إظهار المشاركة الإيجابية لدور الجهاز المصرفي في تمويله للتنمية الاقتصادية من خلال ما قدمه Schumpeter (1934) من خلال أهم وظيفة يقوم بها القطاع المالي ، والتي تتمثل في توفير التمويل للشركات التي تتمتع بالعائد الأعلى ، فقد أكد (1912) Joseph Schumpeter على أهمية القدرة الابداعية الائتمان في التأثير الاقتصادي . فالمنظم المبدع من وجهة النظر الشموميتيرية الذي يجسد عملية التنمية لا يمكنه أداء هذا الدور بدون تمويل يكفل له تبني التقنية في استثماره الجديد . فهو من وجهة نظر (1912) Joseph Schumpeter " لن يكون منظما قبل أن يكون مدينا بعض الوقت² ، فالتنمية والتمويل تربطهما علاقة حيث أن " عملية التمويل ومنح الائتمان تسهم في توظيف الاقتصاد لخدمة أغراض المنظم وفقا لحاجته ، أو بعبارة أخرى منحه القدرات الابداعية للإنتاج ، وبالتالي يصف (1934) Schumpeter دور الوسطاء الماليين في تشجيع الابتكار من خلال على الدور الأساسي الذي يقدمه عامل البنك في توظيف الموارد المالية ، والتي تسمح للمستثمر بالإبداع من خلال تبديل وجلب وسائل الإنتاج.

Schumpeter (1934) describes the role of financial intermediaries in fostering innovation as follows: **“(the banker) stands between those who wish to form new combinations and processors of productive means.(.....) he makes possible the carrying out of new**

¹ Jose De Gregorio and Pabo.E Guidotti (1995). Financial Development and Economic Growth. World Development , Vol .23, N°03, pp. 433-448, p :435.

²Joseph Schumpeter,. (1911) .the Theory of Economic Development. Oxford: Oxford University, p: 236.

combinations , authorizes people , in the name of the society as it were , to form them . , He is the ephor of the exchange economy¹ .

أشار (1912) Schumpeter الى أن البنوك التي تؤدي وظائفها بكفاءة تعمل على تحفيز الابتكار التكنولوجي من خلال تحديد وتمويل المشاريع بأفضل فرص نجاح تنفذ تلك المنتجات المبتكرة وعمليات الإنتاج.

Joseph Schumpeter (1912) contends **that well-functioning banks spur technological innovation by identifying and funding those entrepreneurs with the best chance of successfully implements those innovative products and production processes.**² »

كما يرى (1912) Joseph Schumpeter أن الخدمات المالية التي يقوم بها الوسطاء الماليون بين حشد للمدخرات وتقييم للمشروعات وإدارة المخاطر وإشراف ومتابعة للاستثمارات وتسهيل للمعاملات كلها ضرورية لأي تقدم وتطوير ونمو في المخترعات³ .

و هكذا يرى (1911) Schumpeter بأن الوساطة المالية تلعب دورا محوريا في التنمية الاقتصادية لأنها تختار الشركات التي ستحظى بمدخرات المجتمع ، ووفقا لهذه النظرة ، " فان قطاع الوساطة المالية يؤثر في مسار النمو الاقتصادي ، وذلك أساسا عن طريق التأثير في تخصيص الادخار لصالح القطاعات الأكثر إنتاجية وليس فقط عن طريق تحفيز الميل الى الادخار (Beck et al ,2000) . وهكذا فان نظرة Schumpeter المتعلقة بالعلاقة بين القطاع المالي والتنمية تبرز الأثر المحفز للوساطة المالية على نمو الإنتاجية والتغير التكنولوجي .

أكد (1912) Schumpeter على أن الوساطة المالية تلعب دورا في عملية التطور الاقتصادي من خلال اختيارها أي من المشروعات والفرص الاستثمارية تحصل على التمويل ، وبالتالي فإن وجهة (1912) Schumpeter أن الوساطة المالية تساهم في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي من خلال أثرها الإيجابي على الرفع من إنتاجية رأس المال أي التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية والتطور التكنولوجي (technological progress)⁴ .

¹ Joseph Schumpeter, . (1934). The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press , p74.

² Ross Levine. (1997) ,op cit, p:688.

³ أبو غزالة رمزي " أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (68-88) ،رسالة ماجستير جامعة اليرموك، 1991 ، أريد، الأردن .

⁴ Thorsen Beck, Ross Levine, and N,Loayza, (2000) Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics 58: 261-300, p 262.

يرى Schumpeter(1912) أن القطاع المصرفي يساعد في عملية التطور الاقتصادي عن طريق المساهمة في زيادة عرض النقد بواسطة خلق الائتمان الذي يؤدي الى التوسع الاقتصادي بزيادة الاستثمارات وتكوين رأس المال .

القى Schumpeter(1912) الضوء على أهمية الدور الحيوي الذي تلعبه الوساطة المالية في كل عملية تعبئة المدخرات وتقييم قرارات الاستثمار ، والتطور التكنولوجي وبالتالي معدل النمو في الأجل الطويل ، وهذا من خلال خفض تكاليف المعاملات والمعلومات والتي قد تعيق توجيه الادخار الى مجالات الاستثمار المختلفة بالشكل الذي يرفع كفاءة وانتاجية الاستثمار ، وبالتالي يرى Schumpeter (1912) أن المؤسسات المالية هي مصدر رأس المال للمشاريع الاستثمارية أي أن المؤسسات البنكية هي العارض الأكبر للقروض¹ .

و النتيجة أن الاقتصادي² Joseph Schumpeter (1912) أكد على الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي وقدرته الى توزيع القروض نحو الاستثمارات المنتجة بالإضافة الى المساهمة في الابداع التكنولوجي (technological innovation) من خلال تمويل المشاريع التي تتمتع بميزة الابداع كل هذا ينعكس ايجابا على رفع من معدلات النمو الاقتصادي ، أي أن Joseph Schumpeter (1912) ركز على وظيفة توزيع القروض (allocating savings) ، التي تتمثل في عملية خلق الائتمان ، ولم يعطي أهمية لوظيفة تجميع الموارد المالية (collecting financial resources) ، وبالتالي أكد Joseph Schumpeter (1912) على أن النظام المالي يساهم في التطور التكنولوجي بالإضافة الى رفع الانتاجية من اهم وظيفة يقوم بها والتي تتمثل في توزيع القروض وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية ، وجهة Joseph Schumpeter (1912) تتمثل في أهمية النظام المالي في النشاط الاقتصادي ، وبالتالي تتمثل وجهة نظر Schumpeter 1912 في أن النظام المالي يساهم في توفير التمويل لأصحاب الابداعات ، والتي تساهم بدورها في التطور التكنولوجي الذي ينعكس ايجابا على معدلات النمو الاقتصادي .

وجهة نظر شومبيتر The schumpeterian's view



¹ Saibu, M.O., Bowale, K.E.I. and Akinlo, A.E. (2009). Financial Structure and economic growth: empirical evidence from Nigeria', Int. J. Business and Emerging Markets, Vol.pp 264-281 , p266.

² Joseph Schumpeter (1912) « well-functioning banks spur technological innovation by identifying and funding those entrepreneurs with the best chance of successfully implements those innovative products and production processes. »

2-2 : المدرسة الهيكلية (Structuralist School) :

يعتبر كل من الاقتصاديين Gershenkron (1962) ، Cameron(1967) ، Gurley and Shaw(1960) ، Goldsmith (1969) الرواد الأوائل الذين اهتموا بدراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في سنوات 1960s تحت فرضية الهيكلية المالية التي تنص على أن التطور المالي يلعب دورا هاما في عمليات النمو، ومن خلال التركيز على أهمية الهيكل المالي (Financial structure)، وتوصلوا من خلال تحليلاتهم النظرية والتطبيقية الى دلائل قوية تربط بين مؤشرات القطاع المالي والقطاع الحقيقي (الانتاج)، ولكن لم يقدموا توضيحات مهمة حول اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، وفيما يلي سوف نعرض أهم هذه الأعمال:

2-2-1 : أعمال (Gershenkron 1962) :

ساهم الاقتصادي ¹ (1962) Elexander Gerscherkron في تفسير وتوضيح الدور والأهمية التي تتميز بها مؤسسات الوساطة المالية من خلال عملية التكوين الرأسمالي بهدف توفير التمويل لمشاريع التصنيع ، وانحصرت الدراسة على دول أوروبا ، وقام Gershenkron (1962) بتحليلاته لتأييده للنتائج التي توصل اليها Schumpeter (1912) ، على أن الوساطة المالية تلعب دورا في تحفيز النشاط الاقتصادي من خلال ما تقوم به من توفير والقيام بخدمات مالية .

وتوصل Gershenkron (1962) الى أن هذه المؤسسات لها مشاركة ذات أهمية كبيرة في عملية التصنيع خاصة بالنسبة لاقتصاديات الدول التي تتميز بحالة التخلف (backward situation).

بدوره الاقتصادي (Adam Smith) أكد سنة 1937 على الدور الهام للبنوك في تحقيق النمو الاقتصادي بإنجلترا ونمو التجارة ، والتي تضاعفت بعد تشييد البنوك² وهو ما تؤيده الدراسة التي قام بها الاقتصادي Gershenkron (1962) حول " التخلف الاقتصادي في المنظور التاريخي " ، موضحا أن لهذه المؤسسات المالية مشاركة مهمة في دعم تطور الصناعة في هذه الدول ، وأن نوع هذه المشاركة ونمط التصنيع بها يتحدد من خلال التخلف النسبي لكل اقتصاد وهو مادعمته المشاهدات الميدانية لمجموع هذه الدول.

¹Elexander Gershenkron, (1962). Economic Backwardness in Historical Perspective. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press.

² أبو غزالة رمزي ، مرجع سبق ذكره، ص 08.

تعتبر النظرية الهيكلية (Structuralist theory) المبنية أساساً على أعمال الاقتصادي (1962) Gerschenkron والتي تعتبر من أولى الاسهامات حول ابراز دور وأهمية الهيكل المالي ، من خلال تحليله لدور البنوك في محيط أو ايطار ما يسمى بالتخلف الاقتصادي "Economic Backwardness". وحسب فرضية Gerschenkron (1962) على " أن درجة التطور الاقتصادي للدولة في بداية عملية التصنيع حددت دور جهازها المصرفي¹ ، درس (1962) Gerschenkron دور البنوك في التصنيع في أوروبا ووجد أن هذه المؤسسات لها مشاركة ذات أهمية كبيرة في عملية التصنيع ، في إنجلترا والتي تتميز باقتصاد متطور ، عمليات التصنيع فيها لا تحتاج الى نظام مالي فعال ، أما بالنسبة الى ألمانيا باقتصاد ناشئ ، عندما ادخلت التكنولوجيا المتقدمة في عملية التصنيع ، عمل الجهاز المالي على توفير رأس المال من أجل دعم هذه النشاطات ، روسيا ذات الاقتصاد المتخلف، تحتاج لنظام مالي قوي ومتطور لتمويل تقريبا جميع المشاريع التصنيع² وبالتالي توصل Gerschenkron (1962) الى نمط التصنيع بهذه الاقتصاديات ومشاركة هذه المؤسسات مثل البنوك والدولة في عملية التصنيع حددت من خلال التخلف لكل اقتصاد³.

و انطلاقاً مما سبق يفترض (1962) Gerschenkron بأن نظرية المرحلة للتطور المالي والنمو الاقتصادي والتي تقول بأن الاقتصاد عندما يكون في مرحلة التخلف الحاد (extremely backward stage) فان مشاركة النظام المصرفي في التكوين الرأسمالي جديرة بالاهتمام وعندما يدخل الاقتصاد الى مرحلة معتدلة من التخلف (moderately backward) ، فان النظام المالي لعب دوراً بارزاً في التنمية الاقتصادية ، وفي ألمانيا والدول الأوروبية الاخرى بالنسبة له تعميم النمط السابق ، فألمانيا مثلاً تميزت في التخلف المعتدل واختناقات في التنظيم ورأس المال ، فلقد ظلت النظرة الى المشاريع الصناعية على أنها مجال غير مرغوب فيه للاستثمار خلال الفترة من بداية القرن التاسع عشر حتى منتصفه وذلك لكثرة مخاطر الاستثمار الصناعي . ولكن تغير ذلك الوضع بصورة تدريجية ، وخصوصاً عندما أصبحت الأوساط الحكومية وبعد شعورها بتزايد الحاجة للاتمان المصرفي والانشطة الصناعية بالذات وتشجيع الأفراد على تكوين البنوك المساهمة مما أدى الى انتشارها وبالتالي زيادة عرض الأموال للصناعة الألمانية ، وبالتالي أصبحت البنوك هي المصدر الأساسي لرأس المال وتنظيم المشاريع الصناعية⁴.

¹ Chaiechi Taha ,2014, Post Keynesian Empirical Research and the debate on financial market development, James Cook University , Australia ; p20.

² Felix Eschenbach (2004) « Finance and Growth: A survey of the theoretical and Empirical Literture »Tinbergen Institute Discussion paper N°TI2004-039/2,p :02.

³ أبو غزالة رمزي، مرجع سبق ذكره، ص 09.

⁴ أبو غزالة رمزي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

و في روسيا والتي تعتبر أكثر تحلفا من ألمانيا نجد بأن للبنوك الروسية لعبت دورا بارزا في التنمية، بحيث استطاعت الحكومة أن تقوم بأعمال البنوك الصناعية محدثة بذلك نقلة نوعية لدور البنوك في التنمية الاقتصادية، وعليه فان الائتمان المقدم من قبل البنوك الصناعية يقوم على أساس الخطط المالية التابعة للتخطيط الاقتصادي في البلد.

2-2-2 : أعمال (Patrick 1966)

ساهم الاقتصادي (Patrick 1966) بفكرة أكثر توسعا من (Gerschenkron 1962) على الاشارة الى العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، قام الاقتصادي¹ (Patrick 1966) بوضع فرضية تحت اسم *demand- supply-leading* والتي تجمع بين الفرضيتين (*following*) والتي تنص على أن اتجاه السببية يتبع مرحلة التطور الاقتصادي التي تشهدها الدولة ، من جانب أن التطور الاقتصادي يحفز الطلب على الخدمات المالية والتي تنعكس ايجابا على نمو القطاع المالي ، وبالتالي يعمل النظام المالي على توفير التمويل من خلال تحويل المدخرات الى أصول منتجة ، أي أن النظام المالي يجمع المدخرات من الأفراد لتوفير التمويل اللازم للمشاريع ذات المردود الاعلى ، حسب الاقتصادي Patrick (1966) تتحقق فرضية العرض القائد ثم تنتقل تدريجيا الى اتجاه فرضية الطلب التابع.

توصل (Patrick 1966) الى أن هناك علاقة سببية مزدوجة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، و يفترض أن السببية تكون من التطور في القطاع المالي الى النمو في المراحل الأولى من التنمية بينما يحدث الاتجاه العكسي في المراحل المتقدمة من عملية التنمية² ، وأن ضعف النظام المالي يعكس نقص الطلب على الخدمات المالية. تركز وجهة نظر (Patrick 1966) على وجود علاقة متبادلة بين تطور القطاع المالي والنمو ، فالنمو الاقتصادي يجعل تطور نظام الوساطة المالية مربحا كما أن تأسيس نظام مالي فعال يسمح بنمو اقتصادي سريع ، فعن طريق التخصص في جمع الأموال وتنوع الفرص وادارة السيولة وتقييم المشروعات والمراقبة ، فان النظام المالي يحسن من كفاءة مخصصات رأس المال ويزيد من الطاقة الانتاجية للقطاع الحقيقي ، وفي نفس الوقت فإن الكفاءة التقنية للقطاع المالي تزداد مع حجمه لأن الاقتصاديات ذات الثقل الكبير لها تأثيرها على أنشطة

¹ Huge Patrick, (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. Economic Development and Cultural Change 14: 174-189.

² G Boulila . and M.Trabelsi, (2002). Financial development and long run growth: Granger Causality in a bivariate VAR Structure, Evidence from Tunisia: 1962-1997. Faculté des sciences Economiques et de Gestion de Tunis (FSEGT), p 04-06.

الوساطة المالية ، ونتيجة لذلك فإن القطاع الحقيقي يستطيع أن يعتمد دائما على القطاع المالي من خلال حجم المدخرات، لذا فإن التطور المالي والنمو الاقتصادي يؤثر كل منهما على الآخر بشكل ايجابي في عملية التنمية¹.

وفقا ل Patrick (1966) صاحب فرضية the stage of development Hypothesis فإن اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يختلف وفقا لمرحلة التنمية التي تمر بها الدولة، إن النمو الاقتصادي هو أولا بحث التوسع في النظام المالي ، وهذا ما ينعكس ايجابا على كفاءة تخصيص رأس المال ويزيد من الطاقة الانتاجية للقطاع الحقيقي، بالتالي النمو الاقتصادي يحفز التطور المالي، وبالنتيجة فإن توسع النظام المالي يحفز الطلب على الخدمات المالية أي بمعنى في المراحل اللاحقة من التطور الاقتصادي ، أن النظام المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي عندما تكون الخدمات المالية متوفرة بشكل واسع وكبير في الاقتصاد².

« The supply-leading impetus gradually becomes less important, and the demand-following financial response become dominant³ .

وقد قام Patrick (1966) بشرح لاتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الى اتجاهين هما : أولا : العرض القائد ومفادها أن التطور المالي يقود النمو ، ثانيا ، فرض الطلب التابع أي أن التطور المالي يتبع النمو الاقتصادي .

2-2-2 : أعمال Cameron (1967) :

قام Rondo Cameron (1967)⁴ بتوضيح الفكرة عن أهمية النظام المالي في النمو الاقتصادي والذي يؤدي الى إعادة توزيع الثروة بتلك الدول التي تباشر عملية التصنيع وتوزيع الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية ذات الانتاجية المنخفضة الى القطاعات الاقتصادية ذات الانتاجية المرتفعة وهذا يعتمد على طبيعة النظام المالي القائم في البلد وسلوكيات البنوك ، وبعبارة أخرى أكد Rondo Cameron (1967) على الدور الذي تلعبه المؤسسات المالية في زيادة معدلات التكوين الرأسمالي (capital formation) عن طريق قدرة هذه المؤسسات على حشد المدخرات من أصحاب الفائض المالي مقابل حوافز وامتيازات مقدمة لهم من قبل تلك المؤسسات⁵

¹Chaiechi Taha (2014). Op cit; p20.

² Felix Eschenbach (2004) op cit ,p :02.

³ Patrick, H. T. op cit, p:177.

⁴ Rondo Cameron., (1967). Banking in the Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History. Oxford: Oxford University Press .

⁵ أبو غزالة رمزي ، مرجع سبق ذكره ، ص 18.

، أي قام Cameron(1967) على إبراز أهمية النظام المالي في عملية التنمية الاقتصادية، من خلال التركيز على دوره في عملية التصنيع (industrialization process).

تمحورت دراسة Cameron(1967) على دراسة دور النظام المصرفي في التنمية الصناعية لسبع دول ، والنتيجة التي توصل إليها أن النظام المصرفي في اسكتلندا ، وبلجيكا ، اليابان وألمانيا قد لعب دورا بارزا في المراحل المبكرة للتصنيع ، وبعد عام (1840) لعب دورا متواضعا في إنجلترا ولم يلعب أي دور يذكر في فرنسا .

من خلال النتائج التي توصل إليها Cameron : النظام المصرفي ليس حيادي بالنسبة للتنمية ، فاذا وجدت المصارف فإنها ستعمل نتيجة الطلب على الخدمات التي تقدمها ، وكذلك فإن الطلب في العادة حقيقة للنمو والتنمية الاقتصادية ، ولكنه استمر بالقول بأن النظام المصرفي عامل قوي ومسؤول عن الطلب على الخدمات ومن خلال الحقائق المذكورة هناك صعوبة في تدعيم الانطباع الاولي لدور الجهاز المصرفي ، وهذا بدوره يدعونا الى عدم القول بأن النظام المصرفي ثابت في عمله الايجابي في احداث النمو.

تساعد الحقائق التاريخية السابقة على تأييد فرضيات الهيكلية المالية ، ان التطورات المالية تبذل جهدا ايجابيا في احداث النمو والتنمية ، مهما كان توسع قاعدة المؤسسات المالية في بذل الدور الايجابي للسيطرة على النمو الحقيقي ، وهذا يعتمد بشكل كبير على الاتجاه المطبق لتمويل المشاريع الاستثمارية المختلفة .

2-2-3 : أعمال Gurley and Shaw(1967) :

Gurley and Shaw(1955) قاما بعمل أراد من خلاله إيجاد علاقة بين المؤسسات المالية والأداء الاقتصادي ، هذا العمل ارتكز على أهمية الوساطة المالية فيما يخص منح القروض من جهة ، واجراءات عرض القروض واختلافها عن عرض النقود من جهة اخرى.

وقد أشار كل من¹ Gurley and Shaw (1956) أن تطور القطاع المالي قادر على التأثير على القطاع الحقيقي من خلال التوسع في هيكل النظام المالي أي زيادة فروع وتنوع المؤسسات المالية ، مما يؤدي الى زيادة المنافسة في السوق المصرفي ، الأمر الذي ينعكس بشكل موجب على نوعية وكمية الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي ، وهذه الوضعية تسمح بزيادة تراكم رأس المال (الادخارات) ، وقدرة النظام المالي المتطور على

¹ John G. Gurley and E. S. Shaw (1956), «Financial aspects of economic development», The American Economic Review, Volume 45 Number 4, september 1956.

تخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة نحو مشاريع استثمارية أكثر إنتاجية . وبالتالي Gurley and Shaw (1956) اهتموا بضرورة توسيع الهيكل المالي الذي له تأثير مباشر وإيجابي على النمو .

و قد عبر كل من Gurley and Shaw (1960) في كتابهما " النقود في نظرية المال " عن أهمية وحساسية الدور الذي يلعبه القطاع المالي في تحقيق النمو الاقتصادي ، وذهبوا الى أن نظاما ماليا متنوعا ومتطورا سيسمح بتخصيص أكفأ للموارد المالية ويؤدي الى تحقيق النمو الاقتصادي ، فالتطور المالي يسمح بتركيز أكبر للإدخار داخل النظام المالي ويزيد من المنافسة بين الوسطاء الماليين بفضل تنوع المؤسسات المالية ما يسمح بتخصيص أمثل للإدخار نحو الاستثمار بفضل السوق .

و قد أشار من Gurley and Shaw (1956) أن تطور القطاع المالي قادر على التأثير على القطاع الحقيقي من جهتين : من جهة اعتبروا أن تطور القطاع المالي يحفز على تنوع المؤسسات التي بدورها ستسمح بزيادة القدرات التمويلية ، ومن جهة أخرى اعتبروا أن وجود قطاع مالي متطور يسمح بتعبئة وتوجيه الإدخار نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر إنتاجية ، وهذا ما سيدعم النمو الاقتصادي .

فالتطور المالي حسب (Gurley and Shaw 1955¹, 1956², 1958³, 1960⁴, 1967⁵) يسمح بزيادة عدد وتنوع مؤسسات الوساطة المالية وزيادة المنافسة فيما بينها ، الأمر الذي يؤدي الى تراكم أكبر للموارد المالية داخل القطاع المالي والذي يوجه بعد ذلك بطريقة مثالية نحو استثمارات الأكثر إنتاجية.

كما يرى (Gurley and Shaw ,1955,1956,1960,1967) أن التطور المالي هو دالة موجبة في الثروة الحقيقية، فخلال عملية التنمية يؤدي النمو في متوسط دخل الفرد الى نمو أسرع في الأصول المالية ، وهذا يعني أن اتجاه السببية يأتي من الناتج القومي الى الأصول المالية⁶.

¹ J.G ,Gurley, and E.S. Shaw, (1955). Financial Aspects of Economic Development. The American Economic Review, 45(4):pp. 515-538.

² J.G ,Gurley, and E.S. Shaw,. (1956). Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process. The Journal of Finance, 11(2):pp. 257-276.

³ J.G ,Gurley, and E.S. Shaw, (1958). Intermediaries and Monetary Theory: A Criticism of the Gurley-Shaw Theory: Reply. The American Economic Review, 48(1):pp. 132-138.

⁴ J.G ,Gurley, and E.S. Shaw,. (1960). Money in a Theory of Finance. Washington: Brookings Institution.

⁵ J.G ,Gurley, and E.S. Shaw, (1967). Financial Structure and Economic Development. Economic Development and Cultural Change, 15(3):pp. 257-268.

⁶ القدير خالد بن حمد عبد الله (2004) " تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد والادارة ، 8 ، العدد (1) ، ص 04 .

و بالتالي أشار Gurley and Shaw (1956) أن مؤسسات الوساطة المالية لها أهمية وذلك لقيامها بالمساعدة في تخفيف الاحتكاكات بين المقرضين والمقترضين ، وقد تركز عمل Gurley and Shaw (1956) بشكل رئيسي على الدور التحويلي للبنوك في تخفيف العيوب الناشئة عن تفاوت آجال استحقاق الديون ، ولكن لم يكتمل منهجها نظرا لافتراض وجود تكاليف المعاملات بدلا من استنباطها .

2-2-4: أعمال Goldsmith (1969).

حاول وسعى الاقتصادي Goldsmith (1969) من خلال دراسته تحت عنوان " Financial Structure and Development " الى تحقيق ثلاثة أهداف والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية¹:

- ابراز أهمية هيكل² النظام المالي في الاقتصاد وتتبع مسار التوسع في بنیان وهيكل النظام المالي المحلي في تنمية الاقتصاد.

- سعى الاقتصادي Goldsmith (1969) الى الاجابة على السؤال التالي : " ما هو الأثر الذي تلعبه التطورات المالية على النمو الاقتصادي ؟ ، أي تقييم أثر التطور المالي من خلال نوعية وكمية الأدوات المالية ، المؤسسات والأسواق المالية على النمو الاقتصادي ، وأيضا هل أن الفروقات في مستويات التطور في القطاع المالي يمكن أن تفسر الاختلاف في معدلات النمو.

«³ Does Finance make a difference ؟»

- و أخيرا هدف الى تقييم ما اذا كان الهيكل المالي يؤثر على وتيرة النمو الاقتصادي من خلال حجم ووظائف المالية للمؤسسات والأسواق المالية ودورها في تعزيز النمو .

و يمكن تلخيصها في النقطة التالية : " أن من احدى المشاكل من جانب التمويل هو أثر هيكل النظام المالي وتطوره وتوسعه ونموه على النمو الاقتصادي .

أكد Goldsmith(1969) على الدور الايجابي الذي تلعبه الوساطة المالية على النمو الاقتصادي من خلال قدرة وأهمية المؤسسات المالية في جمع الموارد المالية التي تحتاجها مسيرة النمو والرفع من حجم وانتاجية الاستثمارات

¹ Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine (2004). FINANCIAL STRUCTURE AND ECONOMIC GROWTH : Across-country comparison of Banks ,Markets ,and Development , Massachusetts Institute of Technology , First MIT Press paperback edition , p:01-04 .

² هيكل النظام المالي يتمثل في المزيج من الأدوات المالية ، المؤسسات والأسواق المالية (Goldsmith,1969).

³ R,Goldsmith, (1969). Financial Structure and Development. New Haven: Yale University Press, p 408.

، ويعتبر (1969) Goldsmith أول اقتصادي بادر في تقديم أدلة تجريبية عن العلاقة بين التمويل والنمو عبر الدول لاختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث قام بإجراء بحث تجريبي وكمي على عينة متكونة من 35 دولة نامية ومتقدمة¹ ، والذي توصل الى وجود علاقة ايجابية بين القطاع المالي والنمو ، ودون الاشارة وتوضيح لاتجاه السببية.

" financial development accelerates economic growth and improves economic performance to the extent that it facilitates the migration of funds to the best user, i.e., to place in the economic system where the funds will yield the highest social return."²

أشار (1969) Raymond Goldsmith الى أن توسيع الهيكل المالي في الاقتصاد يساهم في رفع معدلات النمو والكفاءة الاقتصادية الى المدى الذي يسهل هجرة الأموال الى أفضل المستخدمين أي الى الفرص الاستثمارية التي تعطي أعلى مردود ، زيادة حجم القطاع المالي وزيادة الخدمات المالية المقدمة من طرفه يؤدي بدوره الى زيادة حجم التكوين الرأسمالي وبالتالي الرفع من معدلات النمو³ .

تقوم هذه المدرسة على فرضية أن هيكل النظام المالي يؤثر ايجابا على النمو ، تعتمد وجهة نظر مدرسة البنيان الهيكلية على أن وجود شبكة واسعة من المؤسسات المالية وكذا تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية بالإضافة الى التوسع في أنشطة هذه المؤسسات سيكون له أثر ايجابي مهم على الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي.

و تعزي الفرضية سالفة الذكر الى كل من (1960) Gurley and Shaw و (1969) Raymond Goldsmith ، الذين نادوا بتشجيع نمو وتوسع مؤسسات النظام المالي والمصرفي وتنويع الأدوات المالية وجعلها أكثر انتشارا بوصفة أنجع أسلوب لتحقيق النمو المالي ، وأن هذا يدفع باتجاه تعزيز النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية الاقتصادية ، في حين يؤدي قصور التطورات المالية الى إعاقة التنمية والنمو الاقتصادي .

و تعد الدراسة التي قام بها (1969) Raymond Goldsmith من أبرز الأعمال التي بلورت الأفكار الأساسية الأولى لفرضيات الهيكلية المالية ، والتي اختبر من خلالها العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ل 35 دولة

¹ Felix Eschenbach (2004). Op cit,p :05.

²R,Goldsmith. (1969). Op cit, p 400.

³ R ,Goldsmith. (1969). Op cit, p 391-392.

متقدمة ونامية ، وذلك من خلال قياس مؤشر نسبة العلاقة المالية المتبادلة (or financial interrelations) (FIR ratio) والتي تمثل نسبة إجمالي الأصول المالية الى صافي الثروة القومية ، باعتبارها أوسع مفهوم للقياس يمكن استخدامه لوصف الهيكل المالي والتنمية ضمن النطاق الوطني وهي تقيس كثافة الغطاء المالي للاقتصاد¹ والنمو الاقتصادي بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ووجد أنه ومن خلال مسيرة التنمية الاقتصادية للدول محل الدراسة فقد نمت بنية النظام المالي بمعدلات أسرع من نمو الناتج القومي والثروة القومية بما يعني ارتفاع مؤشر (FIR) ، وأن قيمة هذه النسبة في الدول النامية تقل عن نظيرتها في أوروبا ودول جنوب أمريكا ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي²:

- أن التمويل من خلال البنوك والأسواق المالية في الاقتصاد له آثار إيجابية على النمو الاقتصادي في المدى الطويل .
- حجم الوساطة المالية مرتبط بحجم ونمو الاقتصاد م، بحيث بين أن الفترات التي يرتفع بها النمو الاقتصادي تزامنت مع فترات تحقيق مستويات ودرجات عالية من التطور في القطاع المالي ، وانخفاض معدلات الادخار ، الاستثمار والنمو الاقتصادي في الدول النامية ناتج عن انخفاض تطور الهيكل المالي (الأدوات، المؤسسات والأسواق المالية)³ .
- برهن بيانيا (graphically) وجود ارتباط موجب بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.
- مؤشر التطور المالي المستخدم (FIR) لا يعتبر ممثل جيد للوظائف المقدمة من طرف النظام المالي ، بالإضافة الى عدم بحثة عن الارتباط المحتمل بين التطور المالي وتراكم رأس المال (حجم الاستثمارات) ومن جهة اخرى علاقته مع عامل الانتاجية⁴ .

الا أن دراسته تعرضت الى مجموعة من الانتقادات منها اهماله لتغيرات المفسرة للنمو من خلال تركيزه فقط على اختبار العلاقة بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي ، وكذلك عدم توضيح العلاقة السببية بين القطاع المالي والحقيقي.

¹ أبو غزالة رمزي ، مرجع سبق ذكره ، ص 10-12.

² حسن كريم حمزة ، " العولمة المالية والنمو الاقتصادي " ، دار الصفاء للنشر والتوزيع -عمان ، الطبعة الأولى ، 2011، ص 133.

³ Ashfaque,H Khan (1988) , financial repression , financial development and structure of savings in Pakistan , The Pakistan Development Review , Vol ,XXVII , N°4, pp701-713, p :701.

⁴ د.حسن كريم حمزة ، مرجع سبق ذكره، ص 133.

و بالتالي حسب كل من (1956) Gurley and Shaw و (1969) Raymond Goldsmith أن أفضل سياسة يجب اتباعها من أجل تحقيق مستويات أعلى من النمو الاقتصادي هي تشجيع النمو في الجهاز المالي والمصرفي أي زيادة حجم الوساطة المالية (size of financial intermediaries) أو ما يسمى بالعمق المالي (financial depth) .

وتوصل (1969) Raymond Goldsmith الى أنه لا يوجد إمكانية للتشريع باتجاه السببية لتقرير ما إذا كان هناك عوامل مالية هي المسؤولة عن تعجيل التنمية الاقتصادية أو العكس :

"As Raymond W. Goldsmith (1969) puts it : « there is no possibility , however , of establishing with confidence the direction of causality mechanism i.e of deciding whether financial factors were responsible for the acceleration of economic development or whether financial development reflected economic growth whose mainspring must be sought elsewhere”¹ .

2-3 : مدرسة الليبرالية الحديثة (Neo-Liberals School) :

دعت المدرسة الليبرالية لتحرير القطاع المالي بتخفيف القيود المفروضة عليه من قبل الحكومة ، والتي يعود ظهورها الى مطلع السبعينات وذلك من خلال الدراسات والأعمال التي قام بها كل من (1973) Shaw و (1973) McKinnon ، حيث وضع هذين الاقتصاديين أن سياسة الكبح المالي (financial repression) التي اتبعتها معظم الدول النامية بعد الحرب العالمية الثانية وذلك من خلال سيطرة الدولة على القطاع المالي باعتباره قطاعا استراتيجيا بهدف تحقيق التنمية الاقتصادية لم تؤدي لا الى تحسين تراكم رأس المال ولا الى النمو الاقتصادي، حيث اعتقدوا بأن تحرير معدل الفائدة بما يتوافق مع محددات السوق مما يزيد الادخارات وبالتالي زيادة الاستثمارات ، أي أن تحرير أسعار الفائدة هو المفتاح لإعادة صياغة رأسمال والنمو ، وبالتالي فقد دعي هذان الاقتصاديان إلى انتهاج سياسة التحرير المالي كأفضل سياسة لتحقيق التطور الاقتصادي في هذه البلدان، والتي تركز أساسا على تحرير أسعار الفائدة وإزالة السقوف عليها لكي تتحدد وفقا لآليات الطلب والعرض، التخلص من أساليب تخصيص الائتمان إداريا، تزايد الاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية للتأثير على العرض النقدي بالإضافة إلى إزالة الضوابط المفروضة على حساب رأس المال بميزان المدفوعات وقابلية

¹ Raghuram G Rajan and Luigi Zingales (1998) , Financial Dependence and Growth , The American Economic Review , Vol 88, N°3, Available at following URL:
<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/findepgrow.pdf>

العملة للتحويل¹ ، بهدف تطوير الأنظمة المالية التي تساهم في رفع من حجم المدخرات المالية ، و بالتالي تنعكس ايجابا على كمية ونوعية الاستثمارات والنمو الاقتصادي.

و بالتالي تعتمد رؤية هذه المدرسة في تأثير النظام المالي ومؤسسات الوساطة المالية في النمو الاقتصادي والتنمية على القول بأن تقييد الادوات المالية وخاصة سعر الفائدة والسقوف الائتمانية ونسب الاحتياطي تؤثر سلبا وبدرجة عميقة في تكوين رأس المال ، حجم الاستثمارات ومن ثم النمو الاقتصادي² ، وهكذا تتبنى هذه المدرسة أن تحسين معدلات النمو الاقتصادي يتطلب تحريرا لسعر الفائدة من خلال ازالة جميع القيود المؤسساتية الكفيلة بتقييد سعر الفائدة السوقي ، وتركه يتحدد تلقائيا من خلال قوى السوق للوصول لمستوى السعر التوازني الكفيل بتحقيق مستويات أعلى من التطور في القطاع المالي والمصرفي ، مما ينعكس ايجابا على معدلات النمو الاقتصادي في الأجل الطويل ، وبالتالى حسب كل من الاقتصادي (McKinnon, 1973, Shaw, 1973) أن تأثير سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي يكون من خلال قناة تطوير الأنظمة المالية (financial development) كما يوضحه الشكل التالي :

التطور المالي قناة لتأثير التحرير المالي على النمو الاقتصادي



ويؤكد رونالد ما كينون³ في كتابه "النهج الأمثل للتحرير الاقتصادي" ان عملية التحرير الاقتصادي يجب ان تتم على خطوات منظمة ومرتبة من خلال إعداد برنامج محدد لذلك يتضمن الخطوات التالية :

◀ **الخطوة الاولى:** السيطرة المالية أي إحكام السيطرة المالية وضبط الانفاق الحكومي واصلاح السياسة الضريبية والمالية العامة.

◀ **الخطوة الثانية:** تحرير القطاع المصرفي والمالي.

◀ **الخطوة الثالثة:** تحرير التجارة والاستثمار وحركة رؤوس الاموال .

— **استراتيجيات التحرر المالي :**

¹ عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية، بين ضرورات التحويل الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سابق ذكره ص 198.

² Ibrahim Alomar (2005) , Developmental Role of Banks and financial intermediaries , MPRA Paper N°18798 , p :06.

³ رونالد ما كينون ترجمة د طيب بطوس وسعاد الطنبولي " النهج الأمثل للتحرير الاقتصادي" الجمعية المصرية لنشر الثقافة العالمية، ط1، 1996، ص 17.

إن عمليات التحرر المالي تتطلب جهوداً عملية لتكييف واصلاح النظام المالي ، و عموماً تأخذ تلك الاستراتيجيات مستويين من الاصلاحات¹ :

1- تحرير النظام المالي الداخلي (المحلي): الذي يتمثل في مجموعة من الاجراءات التي تهدف الى إعادة تأهيل مؤسسات النظام المالي المحلي وهي:

● تأهيل النظام المصرفي : الذي يتضمن مايلي :

-إزالة كافة الضوابط الإدارية على سعر الفائدة وتحريره تدريجياً وإيقاف العمل بسياسات الكبح المالي، والابتعاد عن الائتمان الموجه.

- السماح للمصارف الأجنبية بالتواجد في السوق المحلية من خلال الترخيص لها، فمن خلال تزايد وجودها والدور الذي تلعبه، تجعل البنوك المحلية تستورد أفضل الممارسات لغرض تحقيق قدر أكبر من المنافسة في القطاع المصرفي.

- خفض معدل الاحتياطي الإجباري: فهو يعني تخفيض معدل الاحتياطي القانوني المفروض على البنوك التجارية من طرف البنك المركزي، أي جعله عند مستوى معقول يسمح للبنوك بالتوسع في نشاط الاقتراض.

- تطوير إدارة السياسة النقدية من خلال اعتماد السلطة النقدية بشكل أكبر على أسلوب الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية لتحل محل أسلوب التدخل المباشر، مثل تطوير عمليات السوق المفتوحة.... الخ .

- تفعيل أسس ومعايير الرقابة والإشراف بما ينسجم مع المعايير الدولية الحالية، بالإضافة الى إجراء مراجعة شاملة للتشريعات والقوانين المعمول بها بهدف تعديلها وتطويرها لتتماشى مع التوجهات الحديثة للعمل المصرفي.

● تحرير الأسواق المالية : يتم ذلك بواسطة إزالة القيود والعراقيل المفروضة على المستثمر الأجنبي أي

اتاحة لهم فرص الاستثمار في الأسواق الأوراق المالية المحلية ، وللمستثمرين المحليين فرص التعامل في

الأوراق المالية الأجنبية ،بهدف تفعيل العمل بأسواق السندات الى جانب أسواق الأسهم باعتبارها

القناة الأساسية للادخار والاستثمار.

¹ حسن كريم حمزة ،مرجع سبق ذكره، ص 54-55 .

– سياسات التحرر الدولي:

والتي تشتمل على تحرير والغاء مختلف القيود التي تحد من حرية حركة رؤوس الأموال :

- الفتح التدريجي لمؤسسات النظام المالي على النظام المالي العالمي وعلى أساس غير تمييزي .
- تحرير أسعار صرف العملات وجعلها تتحدد وفق آليات السوق.
- خفض القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال الأجنبية ومنح رأس المال الأجنبي بعض الامتيازات للعمل داخل المؤسسات المالية المحلية ، وبالتالي نلخص عملية تحرير حساب رأس المال في أنها السياسة التي تنتهجها الحكومات ، . يجادل دعاة التحرير المالي بأن تدفقات رأس المال غير المقيدة والناجمة عن عملية التحرير المالي من شأنها أن تخفض من تكلفة رأس المال ، كما تسمح بتوزيع وتنويع المخاطر ، وتشجيع الاستثمار في المشروعات ذات العوائد المرتفعة .
- العمل على تحرير تجارة الخدمات المالية.

نموذج McKinnon-Shaw¹:

يعتبر² Ronald Mckinnon (1973) صاحب نظرية التحرير المالي، في كتابه تحت عنوان "النقود ورأس المال في التطور الاقتصادي"، قدم فيه نظرية جديدة للتنمية الاقتصادية تختلف عن النظريات التي كانت سائدة في الفكر الاقتصادي من قبل، بنقد النظرية النقدية (Monetary theory)، وقد يعزى ذلك إلى المشاكل النقدية التي عانت منها الاقتصاديات المتقدمة في ذلك الوقت، بالإضافة إلى كتاب Edward Shaw (1973)³ تحت عنوان "العمق المالي في التطور الاقتصادي" والذي يعتبر تكملة لنظرية التحرير المالي (1973) Mckinnon. ترتكز نظرية التحرير المالي Financial Liberalization Theory على أعمال كل من McKinnon (1973) Shaw (1973)، اللذان يؤكدان على أن التحرير المالي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية مما يحفز الادخار وبالتالي الاستثمار، والذي ينعكس إيجاباً على معدلات النمو الاقتصادي، وفي نفس التوجه أشار

¹ J B Ang 2008 .A survey of recent development in the literature of finance and growth , journal of economics Surveys ,Vol.22N°3 ,pp 536-576 , p 546-547.

² R.McKinnon, R. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C., Brookings Institution.

³ E. S Shaw,. (1973) Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press.

¹ Balassa(1989) الى أن أسعر الفائدة المرتفعة تقوي كفاءة وفعالية الوساطة المالية وبالتالي المساهمة في تعزيز وتخفيف النمو .

قام كل من Mckinnon(1973) و Shaw(1973) بوضع نموذج للتحرير المالي (financial liberalization model) الذي يقوم على الغاء التدخل الحكومي واللجوء إلى آليات السوق لتحديد سعر الفائدة على الادخار وعلى الاستثمار في سوق الإقراض ، اللذان ركزا على طرق مختلفة لتأثير ارتفاع معدلات أسعار الفائدة (interest rates liberalization) والتي تحدد من خلال الطلب على الادخار وعرضه ، بحيث أن نموذج McKinnon ركز على العلاقة بين معدلات الادخار والاستثمار ، في حين نموذج Shaw ركز على أهمية نشاطات الإقراض والاقتراض ، الفرق الأساسي بين النموذجين يكمن في فرضية الموضوعية من طرف الاقتصاديين حول مصدر الحصول على التمويل .

تقريبا كل المشاريع الاستثمارية تحصل على التمويل من خلال دمج بين رأس المال الخاص (outside money) والاموال المقترضة (inside money) ، وبالتالي يعتبر كل من نموذج Shaw's و McKinnon's مكملان لبعضهما ² (Molho ,1986) ، نموذجان متكاملين .

افترض كل من Shaw(1973) و McKinnon(1973) بأن ارتفاع معدلات أسعار الفائدة الحقيقية يضمن مستويات مرتفعة من الادخارات المتاحة للاقتصاد ، وهذا بدوره يؤدي الى زيادة الانفاق الاستثماري مما يؤدي لتحقيق معدلات مرتفعة في النمو الاقتصادي ³ .

لكن هناك اختلاف في وسيلة النقل ما بين McKinnon(1973) و Shaw(1973)، حيث يعتقد الأول بأن امكانية التمويل الخارجي للمشاريع الاستثمارية الضخمة محدودة لأغلبية المستثمرين ، واقترحه هذا مبني على أساس أن الأرصدة النقدية المجمعة من قبل المدخرين يمكن أن تكون مكملة لرأس المال المادي ، من هذا المنطلق يشدد McKinnon(1973) على امكانية مساعدة الوديعه للتكوين الرأسمالي يجعل كل من الوديعه ورأس المال أصولا مكملة لبعضها البعض . كذلك الحال فان ارتفاع معدلات الوديعه يمكن أن يعزز كل من الادخار

¹ Bela Balassa (1989) . Financial Liberalization in developing countries ,Background Paper for the 1989 World Development Report . WPS,55.

² L.E Molho,. (1986) Interest rates, saving, and investment in developing countries: a re-examination of the McKinnon–Shaw hypotheses. International Monetary Fund StaffPapers 33: 90–116.

³E. S Shaw. (1973) op cit,p: 92-112.

والتراكم الرأسمالي ، وهذا هو جوهر الفرضية المكملية (Complementarity hypothesis) أي أنه يركز على التمويل الداخلي .

من وجهة نظر Shaw(1973) يركز على التمويل الخارجي عوضا عن امكانية التمويل الداخلي كقيد مؤثر على التكوين الرأسمالي . فيما يركز على دور الوديعة كمصدر لتمويل المشاريع الاستثمارية حيث يفترض بأن ارتفاع معدلات الوديعة يمكن أن يحفز الاستثمار من خلال التوسع في خطوط عرض الائتمان نتيجة لحاجة التمويل للقطاعات الانتاجية في الاقتصاد.

2-3-1 : نموذج (McKinnon 1973)

يبين نموذج McKinnon(1973)¹ على أساس الفرضية التكاملية² the complementarity hypothesis of McKinnon (1973) التي تنص على أن النقود ورأس المال هما متكاملان في الدول النامية في ظل غياب كفاءة وفعالية الأنظمة المالية (absence of efficient financial systems) ، حيث قام فيها بإعادة صياغة دالة الطلب على النقود بالشكل الذي يتوافق مع الخصائص الاقتصادية للدول النامية التي تتميز بالاقتصاد المجزأ (fragmented) ، ونموذج McKinnon(1973) يقوم على افتراض أن جميع الوحدات الاقتصادية تقتصر على التمويل الذاتي (self-finance) ، أي أنه لا يفرق بين المدخرين (الأسر) والمستثمرين (الشركات) ، وبالتالي كل وحدات الاقتصادية تعتمد على نفسها في عملية توفير التمويل الذي تحتاجه : فمثلا المستثمرون يقومون بتجميع مدخراتهم المالية الخاصة قبل البدء في المشاريع الجديدة ، أي التكامل بين الودائع ورأس المال المادي، لأن المستثمرون لا يستطيعون الاقتراض لتمويل الاستثمار ، وبالتالي حسب McKinnon(1973) تعتبر النقود ورأس المال أصولا متكاملة أين النقود تعتبر قناة لتراكم رأس المال (outside money) .

يشرح نموذج McKinnon(1973) العلاقة بين النقود وتراكم رأس المال خاصة حالة الدول النامية ، من خلال وضع الفرضية التكاملية³ (the complementarity hypothesis) ، والتي بنيت على أن الطلب على الأرصد النقدية الحقيقية لها علاقة ايجابية مع العائد الحقيقي على رأس المال ، وأن معدل الاستثمار يزداد بزيادة أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع ، McKinnon(1973) يعتبر أن النقود المورد الأساسي لتراكم رأس المال في الدول

¹ اهتم McKinnon(1973) بدراسة وتحليل العلاقة بين النظام المالي والتطور الاقتصادي في كل من الدول التالية : ألمانيا ، البرازيل ، شيلي، أرجنتين ، كوريا الجنوبية ، إندونيسيا وتايوان .

²R. McKinnon, (1973). Op cit, p: 59.

³McKinnon's Complementarity hypothesis: this hypothesis suggests a basic complementarity between the accumulation of money balances and physical capital accumulation.

النامية . حيث أطلق على هذا الاعتبار اسم تكاملية النقود ورأس المال (الأرصدة النقدية الحقيقية في الدول النامية تلعب دورا قياديا في تكوين رأس المال يكمل أحدهما الآخر أكثر أن يكون بدائل لبعضهما البعض)، بمعنى أن Mckinnon(1973) وضع فرضياته المتعلقة بتكاملية النقود ورأس المال في الدول النامية .

وفيما يلي يتم كل من عرض كل من دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية ودالة الاستثمار حسب الاقتصادي McKinnon(1973) كالتالي:

$$(M/P)^D = f(Y, R_{capital}, R_{money}); f_Y > 0, f_{R_{capital}} > 0, f_{R_{money}} > 0 \dots \dots (1)$$

And

$$I/Y = g(R_{capital}, R_{money}); g_{R_{capital}} > 0, g_{R_{money}} > 0 \dots \dots \dots (2)$$

بُحيث أن :

$(M/P)^D$: الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (real money balances) .

Y : الناتج القومي الاجمالي الحقيقي .

I/Y : نسبة اجمالي الاستثمارات الى الناتج القومي الاجمالي.

$R_{capital}$: متوسط العائد الحقيقي على رأس المال real average return on capital .

R_{money} : سعر الفائدة الحقيقي على الودائع¹ (real deposit rate of interest) .

و من المعادلة (1) و(2) أهم النقاط التالية :

- زيادة العائد على رأس المال $R_{capital}$ يؤدي الى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية $(M/P)^D$ ، وذلك راجع لفرضية أن الاستثمار يمول ذاتيا فكل عملية استثمارية يسبقها تعبئة مدخرات مالية، وهذا شرط ضروري في تكاملية "McKinnon" زيادة الاستثمار تؤدي إلى زيادة الادخار.

- ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع R_{money} يؤدي الى زيادة معدل الاستثمار I/Y .

و بالتالي فان كل من الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية $(M/P)^D$ ومعدل الاستثمار I/Y يستجيبان ايجابيا لارتفاع العائد على رأس المال $R_{capital}$ ومعدل الفائدة الحقيقي على الودائع R_{money} ، وبمثالان الشرط

¹ سعر الفائدة الحقيقي على الودائع = (سعر الفائدة الاسمي على الودائع - معدلات التضخم).

والفرضية المشتركة التي تشرح فرضية التكاملية الخاصة بالنقود ورأس المال "McKinnon" انطلاقا من دالة الاستثمار أو دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية ، وبالتالي كلما ارتفع معدل الفائدة الحقيقي على الأرصدة النقدية كلما زاد الادخار والاستثمار، فهناك علاقة إيجابية بين الادخار المالي (شكل أرصدة نقدية) والاستثمار والتأثير بينهما متبادل، ويكون التحرير المالي مرغوب فيه بصفة قوية في اقتصاديات التي تطبق التمويل الذاتي (self-finance) على نطاق واسع.

و هذا يعني أن تراكم الادخار يؤدي الى تراكم رأس المال ، وفي ظل افتراض عدم قابلية الاستثمار للتجزئة ، فان النقود تصبح قناة الزامية لتراكم رأس المال ، ويصبح الطلب على الاستثمار دافع جديد في حالة الطلب على النقود .

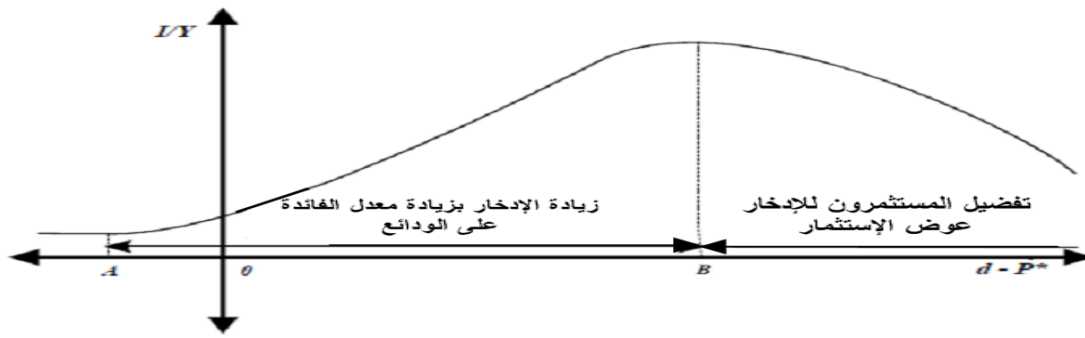
و بالتالي فان أي ارتفاع في العائد المتوسط على رأس المال يؤدي الى زيادة الرغبة في الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية ، لأن الادخار في شكل أرصدة حقيقية هي مهمة جدا لقيام أي مشروع استثماري ، و بالتالي فان الادخار في شكل أرصدة حقيقية يجب أن يسبق قيام المشاريع الاستثمارية ، فيقوم المدخرون المستثمرون في عملية الادخار بوضع أرصدهم في شكل ودائع تراكمية حتى تصل الى الأدنى المطلوب للاستثمارات ، وهذا التحليل يبين تكاملية النقود ورأس المال .

الاشتقاق الجزئي الثاني يبين أن تكاملية النقود ورأس المال لا تتم الا عند قيمة محددة من العائد الحقيقي للطلب على الأرصدة الحقيقية ، وان لم تتجاوز هذه القيمة تصبح النقود ورأس المال أصول بديلة لبعضها البعض .

فحسب Mckinnon(1973) اذا كان العائد الحقيقي الأساسي على النقود ضعيف ، فان أي زيادة حدية في العائد ستدفع الأعوان الاقتصاديين الى زيادة أرصدهم الادخارية عوض تملك أصول مادية غير منتجة كالعقارات (الجزء AB) . بمعنى أن الادخار المالي سيرتفع مما يحفز على تراكم رأس المال (I/Y) . وفي حالة ما أصبح العائد الحقيقي على النقود (معدل الفائدة على الودائع مرتفع جدا) ابتداءا من النقطة B) فان الأعوان الاقتصاديون سيفضلون الادخار عوض الاستثمار الممول ذاتيا ، وبالتالي عند مستوى معين من العائد الحقيقي على النقود ، تصبح النقود ورأس المال أصول منافسة لبعضها البعض وتؤثر على الحفظة المالية للأعوان الاقتصاديين (أي تصبح أصول بديلة لبعضها البعض) .

ووفقا للشكل (1-5) والتحليل فاذا أرادت أي دولة نامية زيادة تراكم الادخار اللازم لتمويل الاستثمار الجاري في الاقتصاد، فإنه ينبغي عليها أن تركز على تشجيع زيادة الطلب الحقيقي على النقود في شكل ودائع بنكية ، وهذا عن طريق رفع معدل العائد الحقيقي على النقود ، فالتحليل النظري لـ Mckinnon(1973) بين أنه اذا تدخلت حكومات الدول النامية في تحديد معدلات الفائدة بنسب أقل من مستواها التوازني في السوق (وضعية الكبح المالي) ، فان 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 ، اذن هذا هو السبب الذي دفع Mckinnon(1973) الى التأكيد على أهمية تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية كحل لرفع درجة التطور والتعمق المالي لهذه الدول والدفع بوتيرة نموها الاقتصادي نحو الأمام.

الشكل (1-5) : تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا



Source : Venet, Baptiste « Les approches théoriques de la libéralisation financière », Université Paris IX Dauphine, Octobre 2004, P 22.

فالفكرة التي ركز عليها Mckinnon(1973) بقوة من خلال دراسته النظرية أولا تتمثل بأن تحرير سعر الفائدة المتوافق مع انخفاض معدلات التضخم من شأنه حفز تراكم رأس المال وارتفاع معدل النمو الاقتصادي في الدول النامية . فالأفراد والمؤسسات والشركات التي تعمل في ظل بيئة تسمح أو تعمل على تقييد الادوات المالية تواجه بصعوبة الحصول على الائتمان الكافي للاستثمارات ، و ثم تعتمد على التراكم الذاتي لرؤوس الأموال واقتصار الاستثمارات على هذا الجانب فحسب وهو ما يمثل تقييدا لنمو الاستثمار ، لهذا السبب كانت دعوة Mckinnon(1973) صريحة للدول النامية خصوصا

بضرورة تحرير قطاع الوساطة المالية من القيود الكمية والتنوعية قدر الامكان كشرط ضروري لعملية النمو الاقتصادي¹.

2-3-2 : نموذج (Shaw 1973):

تتمثل وجهة نظر Shaw(1973) ان الوساطة المالية توفر التمويل للاستثمارات² (Shaw's debt intermediation view) ، أي أن الاقتصادي Shaw(1973) يركز على نموذج النقود الداخلية (inside money model) ، أي أن الوساطة المالية تساهم في تمويل القطاع الخاص عن طريق عملية خلق الائتمان ، وبالتالي فان حجم المدخرات يرتبط بالنشاط الاقتصادي ، ومن هنا تبرز أهمية الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين.

أكد الاقتصادي Shaw(1973) على أهمية ارتفاع أسعار الفائدة بهدف جلب المدخرات المالية ، وبالتالي زيادة القدرة على منح الائتمان ، وبالتالي تعمل الوساطة المالية على تشجيع عملية الاستثمار والرفع من معدلات النمو الاقتصادي من خلال عملية الاقراض والاقتراض ، Shaw(1973) ينفي الفرضية التكاملية التي تنص على التمويل الذاتي ، ركز على التمويل عن طريق النظام المالي ، لأن McKinnon(1973) قام بتحليل في ظل اقتصاديات الدول النامية في حين و Shaw(1973) في ظل الاقتصاديات المتقدمة التي تتميز بأنظمة مالية متطورة ، وبالتالي صيغة دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية تأخذ الشكل التالي :

$$(M/P)^D = f(Y, R_{opp}, R_{money}, T); f_Y > 0, f_{R_{opp}} < 0, f_{R_{money}} > 0, f_t > 0 \dots \dots (3)$$

Y : يمثل الناتج القومي الاجمالي الحقيقي .

$(M/P)^D$: الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (real money balances).

R_{money} : سعر الفائدة الحقيقي على الودائع (real deposit rate of interest).

T : is the technological improvement in the financial industry التطور التكنولوجي والتي تم

افتراضها أن لها تأثير ايجابي على الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (real money balances) .

R_{opp} : تكلفة فرص الاحتفاظ بالنقود ، is a vector of opportunity costs of holding money in real terms ،

والتي يفترض أن تكون علاقتها عكسية مع عامل الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية .

¹ Ibrahim Alomar (2005) ,op cit, p :06.

² Shaw's Debt-Intermediation : this model focuses on the role of deposit accumulation in expanding the lending potentials of financial institutions (rather than focusing on the complementarity).

و بالتالي ركز Shaw(1973) على أهمية الرفع من أسعار الفائدة الحقيقية لجلب الادخارات بهدف توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية ، والوساطة المالية تحفز الاستثمارات وترفع من معدلات النمو الاقتصادي عن طريق عملية الاقتراض والاقتراض (lending and borrowing)¹ .

على الرغم من اتفاق كل من McKinnon-Shaw على أهمية الدور الذي يلعبه التحرير المالي في تحقيق التطور المالي ورفع وتيرة النمو الاقتصادي وكذلك على دور معدل الفائدة المرتفع في تحفيز الادخار ، إلا أنه يوجد بعض الاختلافات بين التحليلين يمكن إبرازها فيما يلي:

تحليل "McKinnon" يتم في اقتصاد مجزأ أين كل الوحدات الاقتصادية تعتمد على التمويل الذاتي أي النقود خارجية (outside money) بدون الحاجة إلى طلب على القروض ، كما أن البنوك تقوم بتلقي الودائع ومنح الفوائد عليها ، و لكن لا تقوم بمنح قروض أي لا يوجد نشاط الوساطة المالية في الاقتصاد وهذا من مميزات الدول النامية فالاستثمارات تحتاج إلى تراكم مسبق للموارد المالية الخاصة² .

أما التحليل "Shaw" يتم في ظل اقتصاديات متطورة التي تتميز بأنظمة مالية متطورة فإنه يدخل بعدا جديدا يتمثل في الوساطة المالية "نقود داخلية" (inside money) أي إمكانية الاقتراض لتمويل المشاريع الاقتصادية وهذا عكس تحليل "McKinnon" فتحليل Shaw يتعرف بوجود التمويل الذاتي ولكن إلى جانب النشاط الائتماني للبنوك.

كذلك اختلف كل من McKinnon(1973) و Shaw(1973) في تحليلهما حول أهمية وظيفة النقود (Money) ، بالنسبة ل Shaw(1973) فإن النقود لا تعتبر ثروة (Wealth) إنما وسيلة للدفع ووسيط للتعامل بين القطاعات المنتجة وبالتالي لا تدخل كعامل في دالة الانتاج ، أما بالنسبة الى McKinnon(1973) فإن النقود تعتبر بديل مثالي (perfect substitute) عن رأس المال .

بالرغم من وجود هذا الاختلاف بين تحليل McKinnon وتحليل Shaw إلا أنهما يقيان تحليلين متكاملين .

الهدف من الرقابة على سعر الفائدة هو تشجيع الاستثمار ، وفرض سقف على أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي الى زيادة الاقبال على الاقتراض من قبل المشاريع الاستثمارية والتي تحقق عوائد موجبة وهذا بدوره يعزز فرص الاستثمار ، فيما تبرز عدم مصداقية هذه العبارة من خلال ما قدمه نموذج Shaw(1973)

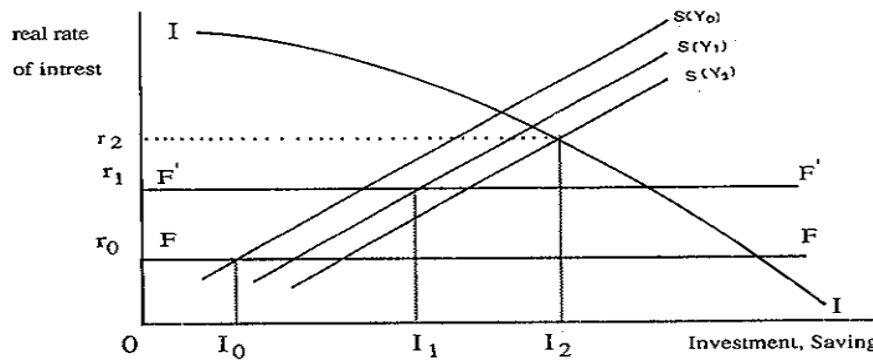
¹ Ang and McKibbin(2007). financial liberalization, financial development and growth : Evidence from Malaysia. Journal of development economics 84(2007)215-233 , p:222.

² محمود عزت غزلان " اقتصاديات النقود والمصارف " دار النهضة العربية، 2002، ص 202.

McKinnon(1973) وعلى أن تحرير أسعار الفائدة من خلال ازالة الأسقف وتركها تتحدد في السوق حسب الطلب والعرض مما يؤدي الى رفع المدخرات المالية وفعالية وكفاءة تخصيص الموارد المالية الذي ينعكس ايجابا على النمو الاقتصادي¹ Fry (1982) ، والتي توضح من خلال استعراض الشكل التالي الذي يوضح تأثيرات تثبيت معدلات الفائدة تحت مستواها التوازني:

الشكل (1-6) : الادخار والاستثمار في ظل فرض قيد مالي

Saving and investment under a financial constraint



Source : M.Fry , (1982).Models of financially Repressed Developing countries , World Development , N°10(9) , pp : 731-750 , p:733.

3-3-2 : الأعمال المؤيدة لنظرية التحرير المالي

جاءت أعمال من طرف العديد من الاقتصاديين تدعم وتسير على أعمال كل من الاقتصاديين Shaw(1973) و McKinnon(1973) حيث ساهمت بتطوير نماذج يهدف ابراز الدور الذي تلعبه سياسات الكبح المالي (financial repression) في تمهيش الاقتصاد الوطني من خلال وضع نماذج مختلفة لفرضية الكبح المالي، ومن أهمها² Kapur (1976) ،³ Galbis(1977) ،⁴ Mathieson(1980) ،⁵ Fry (1978) ، والتي يتم استعراضها كالتالي :

¹ M .Fry , (1982),Models of financially Repressed Developing countries , World Development , N°10(9) , pp : 731-750.

²B. K Kapur,. (1976), “Alternative Stabilization Policies for Less-Developed Economies”.Journal of Political Economy; V. 84,4,i, pp. 777-795.

³ Vicente Galbis, (1977), “Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach”. Journal of Development Studies; V.13,2, pp.58-72.

⁴ Donald J ,Mathieson,. (1980). “Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy”. Journal of Development Economics; V.7N°3, pp. 359-395.

⁵ Maxwell J Fry,. (1978). “Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?”. Journal of Money, Credit, and Banking; V.10N°4, pp. 464-475.

- دراسة¹ Fry (1978) : استخدم Fry(1978) في دراسته التجريبية لاختبار نماذج التمويل للتنمية الاقتصادية والمطورة من قبل Shaw(1973) و McKinnon(1973) ، بالإضافة لبعض النظريات التي تبحث في التمويل وأثره على الادخار والنمو ، البيانات السنوية المجمعة لسبع دول آسيوية نامية . تبين خلاصة الدراسة بأن سعر الفائدة الحقيقي له أثرا إيجابيا على المدخرات المحلية والنمو الاقتصادي في الدول الآسيوية النامية ، لا تدعم دالة الطلب على النقود المستخدمة الفرضية المكملة (Complementarity hypothesis) ل McKinnon(1973) ، وتدعم فكرة أصحاب الوسطاء الماليين (Shaw's Debt -Intermediation) .
- دراسة² Gelb (1989) : توصل في دراسته حول 34 دولة نامية لفترة 1965-1985 الى أن نمو الناتج المحلي الاجمالي للدول ذات معدلات الفائدة الحقيقية الموجبة كانت أعلى بثلاث مرات مقارنة بالدول الاخرى ذات المعدلات الفائدة الحقيقية السالبة ، ويعود ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في هذه الدول الى تحرير أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية . كما توصل كذلك الى أن تحقيق معدلات فائدة حقيقية موجبة في هذه الدول ساعد على تحفيز نموها الاقتصادي من خلال تأثيرها بالدرجة الاولى على تفعيل استثماراتها وتحسين نوعيتها .
- دراسة³ Galbis(1977) : اختبر Galbis فرضية Shaw(1973) و McKinnon(1973) لتسعة عشر دولة نامية من دول أمريكا اللاتينية ، خلال الفترة (1961-1973) ، وجد حقائق محدودة لتدعيم هذه الفرضية ولم يجد أي حقيقة محددة لتدعم الفرضية المكملة ، بالإضافة الى ذلك هناك أثر سلبي من التضخم على كل من الادخار ، الطلب على النقود بالقيم الحقيقية ، الاستثمار ، والنمو الاقتصادي ، كما أنه لا يتفق مع الفكر القائم بأن التضخم يحدث الكبح المالي .
- قام Fry(1980) بتطوير نموذج أين سياسة الكبح المالي المسطرة من طرف الحكومات عن طريق تثبيت أسعار الفائدة تحت مستواها التوازني ، الطلب على النقود يكون تابعا لأسعار الفائدة الحقيقية ، وبالتالي ارتفاع معدلات التضخم يؤدي الى انخفاض الطلب على النقود في شكل ودائع مصرفية أي انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية ، وبالتالي انخفاض حجم الودائع والقروض المعروضة لتمويل

¹ Maxwell J. Fry, (1978). Op cit, pp. 464-475.

² Alan Gelb, (1989). "Financial Policies, Growth and Efficiency". World Bank PPR Working Paper, N°, 202, Washington, DC.

³ Vicente Galbis, (1977).op cit.

الاستثمارات ، والنتيجة أن ارتفاع معدلات التضخم يحفز العائلات على الاحتفاظ بالنقود في شكل أرصدة غير منتجة عوض الاستثمار في مشاريع انتاجية عن طريق الودائع ..

2-3-4: الانتقادات الموجهة الى منهج التحرير المالي

في بداية 1980s قدمت مجموعة من الانتقادات لسياسة التحرير المالي ، في أن تطبيق هذه السياسات يؤثر سلبا على معدلات النمو الاقتصادي ، والوقوف عند اسهامات كل من Keynes (1936) و Tobin (1965) على أهم ميزات تطبيق سياسة الكبح المالي ، بالإضافة الى الاقتصادي¹ Joseph Stiglitz (1989) على أن الغاء القيود يؤدي الى فشل السوق (Market Failure) في الأسواق المالية ، ومن أهم هذه الانتقادات ما يلي :

- دور الاحتياطات الاجبارية وضرورة تدخل الدولة في بعض الحالات ، أكد² Kapur (1992) الى أن

الاحتياطات الاجبارية المفروضة على البنوك تحمي النظام المالي من مشكلة السيولة في الأجل القصير

أي تدعيم لتوجه الهيكليون الجدد ، بالإضافة الى مساهمة الاقتصادي³ Stiglitz (1994) الى أن تدخل

الدولة قد يكون ضروري لضمان السير الجيد للنظام المالي والرفع من كفاءة الاقتصاد ككل.

- احتمالية عدم كفاءة الأسواق المالية (Market imperfections) التي تؤدي الى عدم نجاح سياسة

التحرير المالي في تحقيق الأهداف الموضوعية لأجلها (Cho, Stiglitz, J and Weiss, A, 1981) ،

(1986) وخاصة في حالة الدول النامية .

- مقارنة الكيتزيون الجدد (post-Keynesians) التي توضح على أن الاستثمارات لا تتبع سلوك

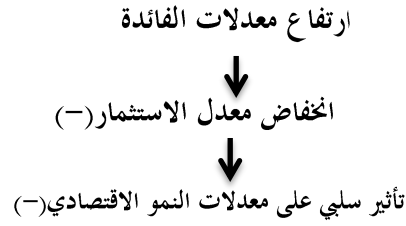
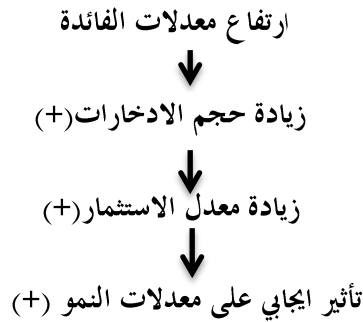
الادخارات انما الطلب الفعال ، حسب هذا التوجه أن الاستثمارات ترتبط سلبا مع معدلات الفائدة

على العكس في سياسة التحرير المالي أن حجم الاستثمارات ترتبط بشكل موجب مع أسعار الفائدة ،

والتي يمكن توضيحها من خلال المخططات التالية :

¹ Joseph E. Stiglitz, (1989). "Financial Markets and Development". Oxford Review of Economic Policy; V.5-4, pp. 55-68.

³ Joseph E. Stiglitz (1994). the role of the state in financial markets. the International Bank for Reconstruction and Development, pp:19-61.

مقاربة الكينزيون الجدد (post-Keynesian Approach)المدرسة الليبرالية (Liberals School)

- دور الأسواق الغير الرسمية (the role of informel market) : يهمل أنصار سياسة التحرير المالية دور القطاع الغير الرسمي في عملية التنمية ، والذي يعتبر المصدر الأساسي لتوفير التمويل للمشاريع الاستثمارية خاصة في الدول النامية التي تتميز بتخلف جهازها المالي والمصرفي .

2-3-4: أعمال الهيكليون الجدد Neostructuralists 1980s

نتيجة لمجموعة تجارب تطبيق سياسات التحرير المالي ، قدم أنصار مدرسة الهيكليون الجدد انتقادات لسياسة التحرير المالي وخاصة بالنسبة لاقتصاديات الدول النامية، التي على أساسها بنوا نماذجهم بوضع فرضيات تختلف عن الموضوعية في نموذج التحرير المالي ، و أهم ما ميز نماذج هو التركيز على عدم كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية¹ ، ومن أهم الاقتصاديين هم :² (1983) L.Taylor ، Van Wijnbergen ، (1982,1983,a³,b⁴) ، Buffie(1984)⁵ ، Fry(1988)⁶ .

¹J B Ang 2008 “ A survey of recent development in the literature of finance and growth , journal of economics Surveys ,Vol.22N°3 ,pp 536-576 , p :541.

² L.Taylor . (1983) , Structuralist Macroeconomics :Applicable Models for the Third World, New-York ,Basic books .

³ Sweder Van Wijnbergen, (1983 a). “Interest Rate Management in LDCs”. Journal of Monetary Economics; V.12N°3, pp. 433-452.

⁴ Sweder Van Wijnbergen, (1983 b). “Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy”. Journal of Development Economics; V.13N°1-2, pp. 45-65.

⁵ E.F ,Buffie. (1984) Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economies. Journal of Development Economics 14: 305–322.

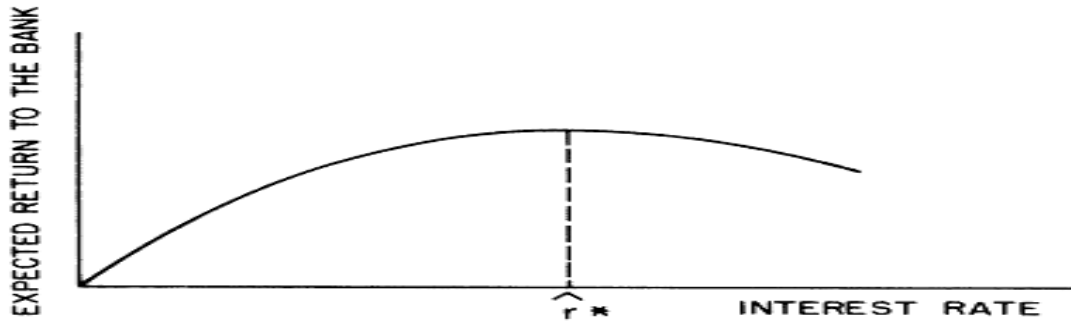
⁶ M.J Fry,. (1988) Money, Interest, and Banking in Economic Development. Baltimore, MD,and London: Johns Hopkins University Press.

دعا الهيكليون الجدد على أن سياسة التحرير المالي لا تؤدي إلى تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي في وجود عدم كفاءة الأسواق (efficient curb markets) ، وخاصة سيطرة هذه الميزة في الدول النامية.

2-3-5 : دراسة (1981) Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss¹

أشارت دراسة (1981) Stiglitz, J and Weiss, A. إلى أن أسباب الاختلال في النظام المالي تكون عادة إلى أسباب أخرى تتعدى التدخل الحكومي ، وأظهر الباحثان أن سعر الفائدة قد يؤثر على طبيعة المعاملة ، وأن ارتفاع أسعار الفائدة يجذب المقترضين المحبين للمخاطرة والذي يؤدي إلى حالتين إما الاختيار السيئ أو الخطر المعنوي ، و نتيجة لهذا اقترح (1981) Stiglitz, J and Weiss, A. بترشيد عملية منح الائتمان (credit rationing) .

الشكل (1-7) : أثر ارتفاع معدلات الفائدة للقروض على العوائد المتوقعة من طرف البنوك (there exists an interest rate which maximizes the expected return to the bank)



Source : Joseph Stiglitz, J and A. Weiss (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", The American Economic Review, Vol 71, Issue 3, 393-410, p 394.

أكدت دراسة (1981) Stiglitz, J and Weiss, A. أن تقييد الائتمان لم يكن قائم فقط في ظل سياسة الكبح المالي كما أشار (1973) Mc Kinnon و (1973) Shaw بل يبقى ضرورة حتمية يطبق في الدول النامية التي تريد أن تتبع نهج الاقتصاد المفتوح الذي يسود فيه المنافسة التامة ، ويعود هذا إلى خصوصية الأسواق المالية في هذه الدول كونها تعاني من عدم الكفاءة والفعالية ، كما تعاني كذلك من مشكل عدم تناظر المعلومات بين المقرضين والمقترضين ، وغياب الاشراف والرقابة التامة على العمليات المالية والمصرفية، فالمقرض في ظل غياب المعلومات اللازمة عن المقرض حسب (1981) Stiglitz, J and Weiss, A.

¹ Joseph Stiglitz, J and Andrew Weiss. (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", The American Economic Review, Vol 71, Issue 3, 393-410.

(1981) يصبح متأكدا من عدم قدرة المقترض على سداد ديونه ، وهذا ما يدفعه الى تقييد الائتمان والحد من معدل الفائدة وترشيد توزيعه وذلك تجنباً لانخفاض أرباحه المتوقعة الذي قد ينجم عن تمويل المقترض الأكثر تعرضاً للمخاطرة .

2-3-6 : دراسة (Carlos Diaz Alejandro (1983)

تجارب التطبيق لسياسة التحرير المالي أدت الى نتائج مختلطة (نجاح في البعض منها والفشل في دول اخرى) ، ولا سيما عند المقارنة بين دول آسيا وأمريكا اللاتينية، قام¹ Diaz Alejandro (1983) بتحليل نظري لتجارب التحرير المالي وقدم مقارنة في اتجاه معاكس لوجهة نظر كل من (Shaw 1973) و(1973) McKinnon في دراسته للتحرير المالي في بلدان أمريكا اللاتينية حيث ينتقد عدم وجود الرقابة على القطاع المالي قبل 1981 ، التأمين على الودائع واهمال قواعد الحيطه والحذر ، وغير ذلك من العوامل التي تسببت في الانهيار المالي في شيلي ، هدف (1983) Alejandro من خلال دراسته الى توضيح لماذا أن الإصلاحات المالية لم تنجح في الكثير من دول أمريكا اللاتينية خلال فترة 1970 ، والتي كانت تهدف الى الانتقال من وضعية الكبح المالي الى نهج التحرير المالي ، وأشار (1983) Diaz Alejandro من خلال دراسته الى ان تجربة أمريكا اللاتينية تبين أن المساهمة الاساسية للعمق المالي تكون عن طريق الرفع من الانتاجية الحديثة لرأس المال بدلا من حجم الادخارات والاستثمارات .

2-3-7 : دراسة (Cho Yoon JE (1986)

قام دراسة² Cho Yoon JE (1986) بالتحليل في نفس التوجه (1981) Stiglitz, J and Weiss .A ، من خلال التركيز على مشكلة المعلومات في أسواق القروض ، وأشار الى أن نظام تحرير أسعار الفائدة وحده غير كافي للتخصيص الكفء لرأس المال نتيجة لمشكلة عدم تماثل المعلومات، وأن البنوك تبتعد عن تمويل المنتجين المقترضين الجدد لأنها تعتبرهم أكثر مخاطرة نتيجة عدم توافر المعلومات الكافية حولهم³ .

و في هذا الشأن يؤكد (1986) Cho على معاناة الأسواق المالية في الدول النامية من مشكل عدم تناظر المعلومات ، حيث يدفع هذا المشكل بالبنوك والمؤسسات المالية الى الامتناع عن تمويل الاستثمارات

¹ Carlos F. Diaz-Alejandro, (1985). "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash". Journal of Development Economics; V.19-1-2, pp. 1-24.

² Cho Yoon JE (1986) , Inefficiencies from Financial Liberalization in the absence of well -functioning Equity Markets , Journal of Money , Credit , and Banking , Vol .18, N°2.

³ Baptiste Venet.(1994), Libéralisation financière et développement économique : Une revue critique de la littérature. In: Revue d'économie financière. N°29. Les marchés financiers émergents (I) pp. 87-111 , p95.

الجديدة ، لأنها تعتبر ذات مخاطر مرتفعة في ظل نقص المعلومات اللازمة عنها ، ويعتبر (1986) Cho أن سياسة التحرير المالي لا تأتي بنتائجها الايجابية في الدول النامية في ظل وجود مشكلة عدم تناظر المعلومات.

مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق الائتمان تمثل عائقا أمام التخصيص الأمثل للموارد المالية (the efficiency of capital accumulation) أي على عملية توزيع وتوفير القروض للمشاريع الاستثمارية ، حتى في حالة تحرير أسعار الفائدة من الأسقف المفروضة عليها من طرف البنوك¹ ، وبالتالي يؤكد (1986) Cho على أن نظام تحرير أسعار الفائدة غير كافي للرفع من كفاءة تخصيص القروض (allocative efficiency of credit) خاصة في وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات .

حاول (1986) Cho بتوضيح حالة عدم قدرة البنوك على الرفع من كفاءة تخصيص القروض حتى في حالة ازالة الأسقف على أسعار الفائدة حسب الاقتصادي أن تحرير أسعار الفائدة غير كافي للتخصيص الأمثل لرأس المال .

2-4 : نظرية النمو الداخلي² والنظام المالي:

Endogenous growth theory and financial sector

بالإضافة الى المدرسة الهيكلية التي اهتمت بضرورة التوسع في هيكل النظام المالي بما يتضمنه من مؤسسات مالية، الأسواق والأدوات المالية التي تنعكس ايجابا على كل من قرار الادخار والاستثمار وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي ، أما فيما يخص نظرية التحرير المالي التي نادى بضرورة تحرير النظام المالي الذي يؤدي بدوره الى تطوير النظام المالي الذي يساهم ايجابا في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي ، وشهدت سنوات 1990s ظهور ما يسمى بنموذج النمو الداخلي التي اهتمت في أحد فروعها بالعلاقة بين الوساطة المالية والتنمية الاقتصادية ، ركزت نماذج النمو الداخلي على دراسة العوامل المؤثرة في النمو على المدى الطويل ، وكل دراسة اهتمت بوظيفة من وظائف الوساطة المالية ، والتي حاولت ابراز أن الوساطة المالية تؤثر على النمو من خلال مجموعة من القنوات ، والتي تشتمل على تأثير التطور المالي على معدلات الاستثمار ، كفاءة تخصيص الموارد المالية ، معدل نمو الانتاجية وأخيرا تأثيره على مستوى الادخار.

¹ Yoon JE Cho (1986) , Inefficiencies from Financial Liberalization in the absence of well –functioning Equity Markets , Journal of Money , Credit , and Banking , Vol .18, N°2,p :01.

² نظرية النمو الداخلي هي النظرية الاقتصادية التي تقر أن تحقيق النمو الاقتصادي طويل الأجل يتحدد ويكون نتيجة عوامل داخلية (endogenous factors) وليس ناتج عن عوامل خارجية (exogenous factors) ، أي داخل النشاط الانتاجي عن طريق التراكم المعرفي أو التطور التقني التي دعمتها أعمال كل من (1988) Lucas ، (1991) Rebelo.

نماذج النمو الداخلي تؤيد أن التطورات في القطاع المالي تمارس تأثيرات إيجابية على النمو الاقتصادي (Finance-led growth) من خلال عملية تخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات والرفع من فعالية وكفاءة تخصيص الموارد المالية (savings)¹ ، بحيث ركزت نماذج النمو الداخلي على أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة الرفع من كفاءة الاستثمارات (efficiency of investments) ، بالإضافة الى الاهتمام كذلك بدور الأسواق المالية² ، ومن بين أهم الدراسات التي تناولت موضوع الوساطة المالية ضمن نماذج النمو الداخلي دراسات كل من (Greenwood and Jovanovic (1990) ، Bencivenga and Smith (1993) ، Bencivenga et al (1995) ، King and Levine (1993b) ، Saint-Paul (1992) ، Pagano (1993) ، Berthélemy and Varoudakis (1996) ، Levine (1991) ، Greenwood and Smith (1997) ، Roubini and Sala-i-Martin (1992) ، وأيدت هذه النماذج أن التطور المالي يساهم في عملية التنمية الاقتصادية من خلال قدرته على تخفيض من حدة تكلفة المعلومات (reduce informational frictions) ، تخفيف من المخاطر عن طريق التنوع وتقاسم المخاطر ، والرفع من فعالية وكفاءة تخصيص الموارد المالية نحو استثمارات أكثر إنتاجية³ .

كل دراسة من الدراسات التي ذكرت سابقا اهتمت بتحليل ومحاولة توضيح العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي من خلال التركيز على احدى وظائف القطاع المالي وربط علاقتها بالنمو الاقتصادي في اطار النماذج النمو الداخلي .

ان نماذج كل من (Mckinnon (1973) و Shaw (1973) تؤكد على سياسة التحرير المالي بشقيها الداخلي والخارجي بهدف الرفع من حجم المدخرات وتوفير التمويل للاستثمارات الأمر الذي ينعكس ايجابا على زيادة حجم الاستثمارات (quantity of investment) ، في حين أن نماذج النمو الداخلي تركز على دور الوساطة المالية في تحسين كفاءة الاستثمارات (the quality of investments) أكثر من زيادة حجمها ، وبالتالي فان الفرق بين نماذج التحرير المالي والنمو الداخلي يكمن في اختلاف التركيز على الاستثمار أي النوعية مقابل الكمية ، بالإضافة الى أن نموذج Mckinnon-Shaw يبرز دور التطور المالي في عملية النمو الاقتصادي ، في حين أن نماذج النمو الداخلي تؤكد على أن هناك تفاعل بين المتغيرين ، أي أن عند مستوى أعلى من النمو ،

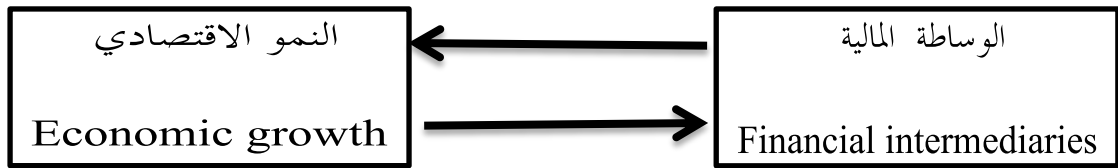
¹ J. B. Ang, (2008) , op cit , p 542.

² Felix Eschenbach (2004). op cit. P:10,

³ J B Ang 2008 , op cit , p:542.

هذا يحفز الطلب على الخدمات المالية الذي ينعكس ايجابا على زيادة المنافسة مت بين مؤسسات الوساطة المالية والأسواق المالية ، ومن ناحية أخرى مستوى أعلى من التطور في النظام المالي يسمح برفع كفاءة تجميع وتحليل المعلومات والبيانات ، الامر الذي يسهم في زيادة التراكم الرأسمالي ، وتوجيه الادخارات الى الاستثمارات الأكثر انتاجية وتعزيز النمو الاقتصادي ¹.

التفاعل بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي (Interaction between finance and growth) :



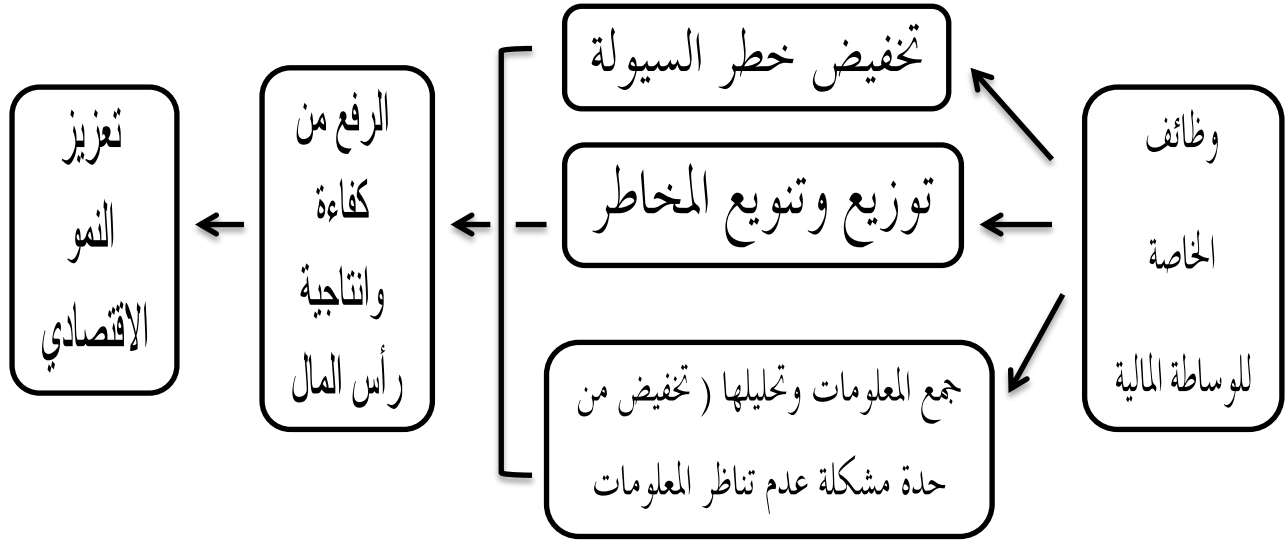
فمثل هذه النماذج برهنت أن تحسن مستوى المعيشة لا تحتاج الى مؤثرات خارجية كالاستثمار الخارجي والإنفاق الحكومي ، بل يمكن للعوامل الداخلية كالتغيرات المؤسسية والوساطة المالية والتقنية ، وتوزيع الدخل أن يكون لها أثرها في حفز ودفع النمو الاقتصادي وتحسين الظروف المعيشية للأفراد والمجتمع .

ظهر نماذج النمو الداخلي في التسعينات ، والتي حاولت تفسير العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي في اطار نماذج النمو الداخلي ، والتي تناولت من طرف العديد من الاقتصاديين بحيث كل دراسة تقريبا اهتمت بأحد وظائف النظام المالي وربطها بالنمو الاقتصادي .

حاولت نماذج النمو الداخلي ابراز وتوضيح دور الوساطة المالية في عملية التنمية الاقتصادية من خلال التركيز على أهم الوظائف وخصائص النظام المالي التي من خلالها يمكنه ممارسة تأثيرات ايجابية على معدلات النمو والتي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي :

¹ J B Ang 2008 ,op cit,p:542.

الشكل (1-8) : خصائص ووظائف الوساطة المالية (specific characteristics of financial intermediation)



2-4-1 دراسة ¹ Jeremy Greenwood and Boyan Jovanovic (1990) :

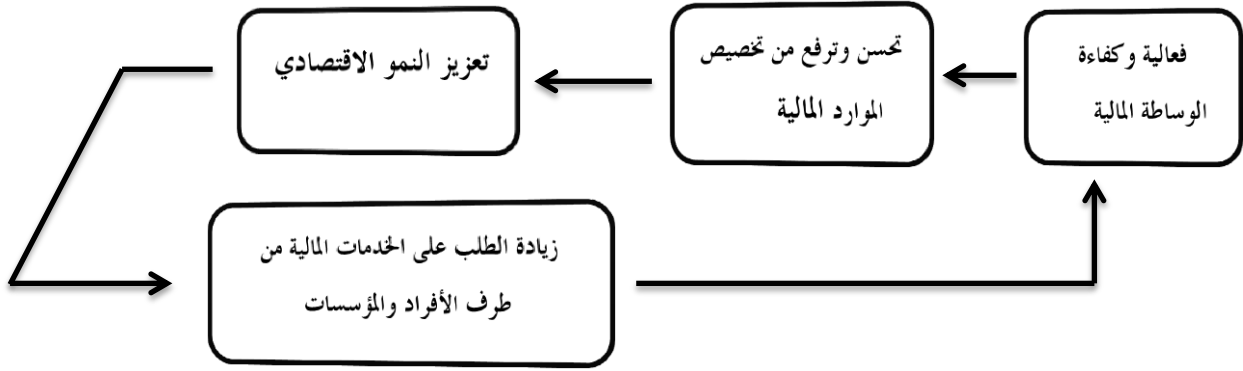
Greenwood and Jovanovic (1990) طبقا نموذجا عاما للتوازن واستخلصا أن زيادة ثقة المدخرين في قدرة الوسطاء الماليين تعمل تلقائيا على زيادة المدخرات ².

قامت بالربط بين عملية توزيع المخاطر (risk sharing) وتراكم رأس المال والنمو الاقتصادي جمع وتحليل ومعالجة المعلومات والبيانات حول المشاريع والفرص الاستثمارية بكفاءة وفعالية يعزز النمو الاقتصادي .

حسب Greenwood and Jovanovic (1990) هناك تفاعل ديناميكي (dynamic interaction) بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي أي أن اتجاه السببية يكون في ذو اتجاهين (feedback causality) ، من اتجاه واحد أن الوساطة المالية تقوم بتجميع وتحليل المعلومات بهدف إيجاد وتحديد الفرص الاستثمارية التي تتميز بالعائد الأعلى ، فهي توجه الادخارات الى أفضل الاستخدامات والأكثر انتاجية ، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار والنمو ، ومن جهة أخرى مستويات أعلى من التطور الاقتصادي يعمل على توفير الأدوات والوسائل اللازمة من أجل تطوير النظام المالي ، والتي نلخصها كما يلي :

¹ J. Greenwood, and B. Jovanovic (1990) Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. Journal of Political Economy 98: 1076-1107.

² J.Greenwood. and B. Jovanovic. (1990) ,op cit , P ,1096.



فعالية وكفاءة الوساطة المالية ← تحسن وترفع من تخصيص الموارد المالية ← تعزيز النمو الاقتصادي ← زيادة الطلب على الخدمات المالية من طرف الأفراد والمؤسسات ← زيادة فعالية وكفاءة الوساطة المالية .

أشار Greenwood and Jovanovic (1990) طبقا نموذجا عاما للتوازن واستخلصا أن زيادة ثقة المدخرين في قدرة الوسطاء الماليين تعمل تلقائيا على زيادة المدخرات ¹.

هذه النظرة لأهمية الوساطة المالية للعمر مستندة في جزء منها لتحليل Greenwood and Jovanovic (1990) بشأن النمو الانتاجي، فوفقا لنموذجهما فإن رأس المال يمكن أن يستثمر في استثمار وتقنية عالية الأمان ولكنها منخفضة العائد ، ويمكن أن يستثمر في عكس ذلك حيث العوائد الأعلى . وتعتمد عوائد الاستثمارات عالية التقنية والعائد والمخاطرة على نوعين من المؤثرات العشوائية أحدهما عام يختص بالصناعة بكاملها والآخر يرتبط بالمشروع الفردي نفسه ، فعلى عكس المستثمر الفرد فإن الوسطاء الماليين لن يتأثروا بالصدمة غير المرغوبة على مستوى الصناعة بسبب كبر محافظهم الاستثمارية وتنوعها وتشتيت المخاطر ، وهو ما يؤدي الى التركيز على الاستثمارات الأعلى تقنية و انتاجية . وهذه بدورها تؤدي الى زيادة فعالية قناة الادخار عن طريق الوسطاء الماليين ومن ثم كفاءة رأس المال وزيادة النمو الاقتصادي . وفي المقابل فان مخاطر الاستثمار بالنسبة للمدخر الفرد سواء مخاطر السيولة أو مخاطر الاستثمار تنخفض مع وجود الوسطاء الماليين مما يؤدي لتحسين فرص زيادة انتاجية الوحدات الانتاجية بما في ذلك العمالة ورؤوس الأموال المدخرة ².

قام دراسة Greenwood and Jovanovic (1990) بعرض نموذج في دراسته باعتبار أن كل من الوساطة المالية والنمو الاقتصادي متغيرين داخليين (endogenous)، حسب Greenwood and Jovanovic (1990) يكمن

¹ J. Greenwood and B. Jovanovic. (1990), op cit, p :1096.

² J.Greenwood and B. Jovanovic. (1990) Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. Journal of Political Economy 98: 1076-1107.

دور الوساطة المالية في جمع وتحليل المعلومات لتوجيه الموارد المالية نحو المشاريع الاستثمارية ذات المردود الأعلى.

بين (1990) Greenwood and Jovanovic أن هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، من جهة أن عملية التنمية تعمل على تحفيز المشاركة في الاستثمار في الأسواق المالية وبالتالي تسهيل خلق وتوسيع المؤسسات المالية ، ومن جانب آخر أن المؤسسات المالية من خلال جمع وتحليل المعلومات عن مختلف الفرص الاستثمارية هذا يسمح بالرفع من كفاءة إنتاجية الاستثمارات والنمو على المدى الطويل¹.

أظهرت الدراسة التي أجراها (1990) Greenwood and Jovanovic والتي تعبر عن وجهات النظر الحديثة حول دور الوساطة المالية في جمع وتحليل المعلومات ، على أن الوساطة المالية تقوم بأهم وظيفة وهي توجيه رأس المال نحو المشاريع الاستثمارية ذات العائد الأعلى ، وبالتالي النظام المالي يرفع من النمو من خلال التخصيص الكفأ للموارد المالية .

قام (1991) Bencivenga and Smith بوضع نموذج يحمل نفس مستويات الادخار لكن في حالتين : في حالة وجود وساطة مالية ، وفي حالة غياب الوساطة المالية . و توصلوا الى أن احتمال تحقيق النمو في حالة وجود وساطة مالية ، أي لا يأتي وليس من حجم وكمية المدخرات ، انما من التخصيص الكفأ لرأس المال وهنا تبرز دور الوساطة المالية .

2-4-2 دراسة Valerie R. Bencivenga and Bruce D Smith (1991) :

(1991) Bencivenga and Smith² بينوا أن كل المشاريع ذات المردودية العالية تتطلب رؤوس أموال لأجل طويلة لكن هذه العملية تتعارض مع رغبات المودعين ، الذين يفضلون أن تبقى ودائعهم قابلة للتحويل الى السيولة في أي وقت يريدون ، خوفا من تعرضهم لمشكل نقص السيولة.

ففي غياب البنك مشكل السيولة يدفع بالأعوان الاقتصاديين الى تمويل مشاريع ذات مردودية منخفضة والتي تتطلب رؤوس أموال قصيرة الاجل ، الامر الذي يكون له تأثير سلبي على النمو .

¹ Pablo E Guidotti and Jose De Gregorio (1995). Financial Development and Economic Growth. World Development , Vol .23, N°03, pp. 433-448, p :435.

² Valerie R., Bencivenga, and Bruce D. Smith (1991). "Financial Intermediation and Endogenous Growth". Review of Economic Studies; V. 58-2, pp.195-209.

فوجود البنك القادر على تحويل المصادر المالية قصيرة الاجل (الودائع) الى توظيفات طويلة الاجل (القروض) ، أو تحويل الوسائل المالية ذات سيولة كبيرة الى استثمارات غير سائلة ، يمكن له التقليل من حدة هذه المشكلة (مشكل السيولة) .

كما أن قيام البنك بتقديم خدمات للمودعين ، وقدرته على المزج بين الاصول ذات السيولة المرتفعة والآخرى غير سائلة وضمن مردود مستقل عن الوضعية الاقتصادية للمقترضين ، بإمكانه ان يحسن من راحة المودعين ، الامر الذي يكون له تأثير ايجابي على النمو .



قام¹ Bencivenga and Smith (1991) بوضع نموذج النمو الداخلي يبين فيه أين الادخارات المالية توجه الى النشاطات الأكثر انتاجية ، أشار (1991) Bencivenga and Smith الى أن الأعوان الاقتصاديين الذين يواجهون مشكلة السيولة في المستقبل هم بحاجة الى تراكم رأس المال والسيولة أين تكون الأصول غير منتجة (unproductive assets) ، هناك نوعين من الأصول يمكن الاحتفاظ بهما : (i) أصول تتميز بسيولة عالية (liquid assets) بانعدام المخاطرة ويكون غير منتج أي عدم وجود أي عائد ، (ii) أصول تتميز بعدم سيولة (illiquid assets) وذو عائد أعلى ومخاطرة مرتفعة ، ومن هنا يظهر أهمية الوساطة المالية في التقليل من مخاطر السيولة التي يواجهها كل من المدخرين والمستثمرين والعمل على التقليل والتخفيض من السيولة الغير منتجة أو العاطلة وتوجيه الكمية الأكبر من الادخارات الى الاستثمار في أصول غير سائلة وذات انتاجية أكبر التي تساهم في الرفع من معدلات النمو الاقتصادي .

أشار (1991) Bencivenga and Smith الى أن الهيكل المالي وخاصة الجهاز البنكي يساهم في رفع النمو الاقتصادي عن طريق توجيه المدخرات الى نشاطات ذات الانتاجية الأعلى مع عرض وتوفير الأصول الغير السائلة التي تسمح للأفراد بتقليل من المخاطر المرتبطة باحتياجهم للسيولة ، وتوصل Bencivenga and Smith (1991) الى نتيجة مفادها أن الهيكل المالي يقود الى الرفع من كفاءة الاقتصادي² .

¹ V.R., Bencivenga, and B.D. Smith, (1991). Op cit.

² Dele Awotundun Bakare,I , and R Shabi (2014) . Does financial structure development drive economic performance ? Theoretical and Empirical Evidence from Nigeria , European Journal of Business and Social Sciences , Vol 02, N°11,pp 179-198,p182,available at the following URL : <http://www.ejbss.com/recent.aspx> .

يعتبر نموذج (Bencivenga and Smith (1991) هو نموذج مطور لنموذج¹ (Diamond and Dybvig (1983) الذي بين دور البنوك في توفير السيولة ، وأشار الى أهمية الادخار (saving matter) بالنسبة الى النمو ، وبالتالي أكد (Bencivenga and Smith (1991) على أهمية سلوك الادخارات (savings behaviour) في تعزيز النمو الاقتصادي .

كما أن (Bencivenga and Smith) ومن خلال تطبيقهما لنموذج تداخل الأجيال المبني على نموذج (Diamond and Dybvig) لإيضاح دور المصارف في تأمين السيولة ، أوضحوا أن الوسطاء الماليين يعملون على تخفيض الجزء المدخر في شكل سيولة نقدية وأصول سائلة غير منتجة المدخرة ومن ثم زيادة كفاءة التخصيص الأمثل للموارد المدخرة والمستثمرة من خلال التراكم الرأسمالي . ووفقاً لهذه الرؤية ومن أجل ايضاح قضية أهمية الادخار للنمو الاقتصادي فإن زيادة الادخار لدى الوسطاء ماليين ذات أثر على دالة الإنتاج . هذا التأثير ينشأ بفعل تخفيض مخاطر السيولة وادارتها من قبل المدخرين والمستثمرين ، حيث تعمل الوسطاء الماليون على تسهيل تحويل المدخرات من مدخرات قصيرة الأجل لاستثمارات طويلة الأجل والمواءمة بينهما².

عرضت دراسة (Bencivenga and Smith (1991) نموذج أين الأفراد يواجهون حالة عدم التأكد من احتياجاتهم للسيولة في المستقبل، فهم أمام اختيارين :

❖ استثمارات ذات سيولة عالية وبمخاطرة وعائد أقل .

❖ استثمارات منتجة بسيولة منخفضة وذات المخاطرة والعائد الأعلى .

و في هذا الإطار الوساطة المالية ترفع وتخفز النمو الاقتصادي من خلال توجيه المدخرات الى النشاطات تتميز بإنتاجية أعلى ، والتي تسمح للأفراد بتخفيض الخطر المتعلق باحتياجاتهم للسيولة .

رغم أن الأفراد يواجهون احتياجات السيولة غير مؤكدة ، فان تطور البنوك تقوم بالتنبأ بالطلب على السيولة ، وبالتالي تقوم بالتخصيص الأمثل للموارد المالية ، وفي غياب الوساطة المالية يعمل الأفراد على الاحتفاظ بأصول

¹ Douglas .W Diamond and Philip .H Dybvig (1983).Bank Runs ,Deposit Insurance ,and Liquidity.The Journal of Political Economy ,Volume 91,Issue 3,401-419.

² V.R., Bencivenga, and B.D. Smith, (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth, Review of Economic studies , 58(2) :195-209.

سائلة وغير منتجة ، وبالتالي تكمن أهمية وجود البنوك في توفير الاستفادة من تخفيض نسبة السيولة العاطلة واستغلال الجيد للسيولة¹.

2-4-3 دراسة (Saint-Paul 1992) :

في نفس طريق نظريات النمو الداخلي ، طور² Saint-Paul (1992) نموذج أين النظام المالي يؤثر على اختيار التكنولوجيا (technological choice)³. في هذا النموذج الأعوان الاقتصاديين يستطيعون الاختيار بين نوعين التكنولوجيا ، وهنا يظهر دور الوساطة المالية في التقليل من المخاطر المصاحبة للتقنيات التي ترفع من إنتاجية الاستثمارات .

(Saint-Paul 1992) بتحليل آثار من الأسواق المالية واختيار التكنولوجيا وتقسيم العمل. في هذا النموذج العملاء الاختيار بين اثنين : الأول هو مرنة تسمح بتنوع الانتاج، ولكن انخفاض الإنتاجية. والثاني هو ملمس أكثر تخصصا. في وجود الصدمات تفضيلات المستهلكين (مما قد يؤدي إلى قلة الطلب على بعض المنتجات) دون المؤسسات المالية وبيروقراطية الأفراد التكنولوجيا قد يفضل المرونة بدلا من إنتاجية عالية. الأسواق المالية تسمح الأشخاص مجموعة متنوعة من أجل تأمين أنفسهم ضد السلبية الصدمات الطلب، إلى اختيار أكثر التكنولوجيا الإنتاجية. وهذا يعزز زيادة تقسيم العمل. هذا النموذج يسمح للتوازنات متعددة: "التوازن" الأسواق المالية متخلفة وشعبها ومن ثم اختيار أقل إنتاجية ومرن التكنولوجيا. مع هذه التكنولوجيا لا يوجد الكثير من المخاطر تعرض حوافز على تطوير الاسواق المالية محدودة. الاقتصاد في حالة من التخلف. في "عالية" توازن الأسواق المالية والتكنولوجيا المتقدمة المتخصصة. وهذا يتطلب في الاسواق المالية. وهذا النموذج ثم مد النظر إلى عدة مسارات النمو والاختلافات ما بين الدول.

2-4-4 دراسة (Roubini Nouriel and Sala-i-Martin Xavier 1992) :

توصلت دراسة⁴ Roubini Nouriel and Sala-i-Martin Xavier (1992) الى أن سياسة الكبح المالي تمارس تأثيرات سلبية على النمو الاقتصادي. يبين Roubini Nouriel and Sala-i-Martin Xavier (1992) نظريا

¹ Jose De Grgorio and PabloE Guidotti (1995),op cit , p :435.

² Grilles, Saint-Paul. (1992). Technological Choice, Financial Markets and Economic Development.European Economic Review, 36(4):763-781.

³ Jose De Grgorio and PabloE Guidotti. (1992). Financial Development and Economic Growth,International Monetary Fund, IMF Working Papers 92/101, p:436.

⁴ Nouriel Roubini, , and Xavier Sala-i -Martin, (1992). "Financial Repression and Economic Growth". Journal of Development Economics; V.39-1, pp. 5-30.

وتطبيقيا أن اقتصاد ما محرر يتطور بسرعة بالمقارنة مع اقتصاد تطبق فيه كل أشكال سياسة الكبح المالي ، واثبتت الدراسة أن ضعف معدلات النمو الاقتصادي التي عرفتها دول أمريكا اللاتينية بالمقارنة مع دول العالم الأخرى للفترة الممتدة ما بين 1960-1985 يعود أسبابها أساسا الى سياسة الكبح المالي التي فرضت ووضعت من طرف حكومات هذه الدول ، واستخلصا أنه في ظل اقتصاد موجه يمكن أن تكون سياسة الكبح المالي بنسبة كبيرة وراء تباطؤ وتراجع نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي بمقدار 1 % سنويا .

2-4-5 بدراسة Marco Pagano(1993): نموذج النمو الداخلي أو نموذج AK (the AK model) :

لا يبتعد Pagano(1993) عن ذلك كثيرا باستخدامه نموذج ال AK فوفقا ل Pagano(1993) فان المدخرات يفترض بها أن تتحول الى استثمارات في اقتصاد مغلق في حالة وجود وساطة مالية كفؤة فيما عدا جزء يتسرب يسبب المعوقات المؤسساتية في مرحلة الوساطة المالية ، وهذا فان مؤسسات الوساطة المالية يمكنها أن تؤثر في الانتاج القومي والنمو الاقتصادي من خلال التقليل قدر الامكان من التسرب بين الادخار والاستثمار والتي من شأنها أن ترفع من مستوى الانتاجية الحدية لرأس المال .

قام الاقتصادي Pagano (1993) بوضع نموذج AK بهدف توضيح كيفية وشرح آلية تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي ، حيث أن الناتج الإجمالي (aggregate output) هو دالة خطية في عنصر مخزون رأس المال (aggregate capital stock)² :

$$Y_t = AK_t \dots \dots \dots (1)$$

بحيث أن :

Y_t : الناتج الاجمالي عند الفترة t

K_t : مخزون رأس المال عند الفترة t

A : انتاجية رأس المال .

¹ Macro.Pagano, (1993). Financial Markets and Growth: An Overview. European Economic Review,37(2-3):613-622.

² Macro Pagano, M. (1993). Op cit , p 614.

و تعتبر هذه الدالة (1) صيغة مبسطة (reduced form) لدوال الانتاج الأساسية (نموذج Romer(1989)¹) ، افترض الاقتصادي Pagano(1993) في نموذج AK أن مخزون رأس المال (K_t) يتكون من رأس المال البشري والمادي (physical and human capital) كما في نموذج Lucas (1988) .

و بهدف التبسيط ، افترض كذلك أن عدد السكان مستقر (population is stationary) ، وأن الاقتصاد ينتج سلعة واحدة ، التي قد تستهلك أو تستثمر ، إذا استثمرت فستهلك بمعدل δ لكل فترة ، و بالتالي دالة الاستثمار (Gross Investment) تكون على النحو التالي :

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \dots \dots \dots (2)$$

و قام الاقتصادي Pagano(1993) بافتراض التحليل في ظل اقتصاد مغلق (closed economy) ، وبالتالي فإن توازن السوق يكون من خلال تساوي حجم الاستثمار (I_t) وحجم الادخارات (S_t) ، وافترض أيضا أن قيمة $(1 - \phi)$ من الادخارات سوف تتسرب من خلال عملية الوساطة المالية والتي تمثل تكاليف الوساطة المالية الناتجة عن الخدمات المالية المقدمة من طرف الجهاز المالي والمصرفي (مثل الفرق بين معدلات الفائدة على الودائع والادخار ، رسوم المعاملات ، حقوق السماسرة... الخ) ، والتي توضح كالتالي :

$$\phi S_t = I_t \dots \dots \dots (3)$$

من خلال المعادلة رقم (1) ، فإن معدل النمو الاقتصادي عند الفترة ($t+1$) هو كالتالي:

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

و باستعمال المعادلة رقم (2) فإن معدل النمو الاقتصادي عند مستوى التوازن يمكن كتابته كالتالي :

$$g = \frac{K_{t+1} - K_t}{K_t} = \frac{I_t + (1 - \delta)K_t - K_t}{K_t} = \frac{\phi S_t}{K_t} - \delta = A \frac{I}{Y} - \delta = A \phi s - \delta \dots \dots \dots (4)^2$$

¹Paul Romer, (1990). "Endogenous Technological Change". Journal of Political Economy; V. 98, pp. 71-102.

² والمعادلة (4) تم اشتقاقها من المعادلات التالية:

$$\left. \begin{aligned} I_t &= K_{t+1} - K_t + \delta K_t \Leftrightarrow I_t / K_t = K_{t+1} / K_t - 1 + \delta \\ K_t &= Y_t / A \end{aligned} \right\} A I / Y = g + \delta \Leftrightarrow g = A \phi s - \delta$$

مع أن I : يمثل عنصر الاستثمار، و $s = \frac{S}{Y}$: يمثل معدل الادخار .

و بالتالي من خلال المعادلة رقم (4) تثبت كيف أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال رفع \emptyset التي تمثل نسبة الادخارات التي توجه نحو الاستثمارات والتي تؤدي الى الرفع من انتاجية الحدية لرأس المال (marginal productivity of capital) والتي تم تمثيلها بالمتغير A ، والتي تنعكس ايجابا على زيادة تدفق الادخارات (S) ، أي التفاعل بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي.

و بالتالي حسب الاقتصادي Pagano(1993) فان التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال القنوات التالية¹:

1- توجيه المدخرات الى الاستثمارات **funnelling saving to firms** :

خلال عملية تحويل المدخرات (savings) الى الاستثمارات (investment) ، فان الوساطة المالية تقوم بتوجيه ما يعادل قيمة المدخرات مضروبة في \emptyset كما هو موضح في المعادلة رقم (3) ، والباقي وما يمثل القيمة المتسربة ($1 - \emptyset$) والتي يتم امتصاصها من طرف الوساطة المالية لتغطية تكاليف الخدمات المالية المقدمة من طرفها ، ومن هنا يتضح دور النظام المتطور من خلال تخفيض التكاليف ($1 - \emptyset$) أي الرفع من قيمة \emptyset كما هو موضح في المعادلة رقم (4) ، و التي تنعكس ايجابا على الرفع من معدلات النمو الاقتصادي .

2-الرفع ممن التخصيص الأمثل للموارد المالية **improving the allocation of capital** :

تقوم الوساطة المالية على توجيه المدخرات الى الاستثمارات الأكثر انتاجية وذات المردود الأعلى . وحسب نموذج AK فان الرفع من انتاجية الحدية لرأس المال سوف يؤدي الى الرفع من معدلات النمو الاقتصادي ، من خلال (أ) جمع المعلومات بهدف تقييم المشاريع الاستثمارية (Greenwood and Jovanovic, 1990) ،(ب) تخفيض الأفراد على الاستثمار في مشاريع ذات مخاطرة ووعائد أعلى (علاقة طردية بين المخاطرة والعائد) مع توفير عملية توزيع المخاطر (risk sharing) .

¹ Macro ,Pagano. (1993). Op cit, p 615.

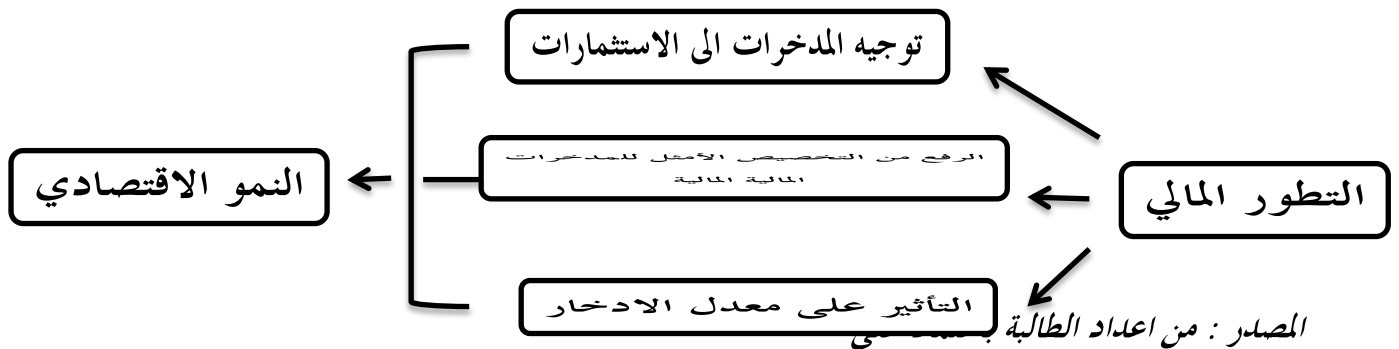
3- التأثير على معدل الادخار affecting the saving rate :

و التي تعتبر ثالث قناة التي يآثر من خلالها التطور المالي على النمو الاقتصادي وذلك من خلال الرفع من معدل الادخار (S) الذي تم الاشارة اليه سابقا في نموذج AK ، الا أنه تبقى العلاقة غامضة ، لأنه حتى في بعض الحالات أن التطور المالي يخفض من الادخار مع ذلك تكون هناك كمعدلات عالية من النمو الاقتصادي .

أشار Pagano(1993) أن عندما يتميز النظام المالي بالتطور فسوف يكون هناك تأمين وتغطية جيدة ضد الصدمات والأزمات بالإضافة الى تنوع جيد ضد المخاطرة وبعائد أعلى ، وأيضا أن التطور المالي يقلل الفرق بين معدل الفائدة المدفوع من طرف الشركات والمحصل من قطاع العائلات ، وبالتالي كل هذه العوامل لها تأثير على سلوك وحركة الادخار من خلال الرفع من معدلات الادخار.

استخدم الاقتصادي Pagano(1993) نموذج AK لاقتصاد مغلق وتوصل الى أن وجود وساطة مالية كفؤة يسمح بتحويل المدخرات الى استثمارات بإستثناء جزء يتسرب بسبب المعوقات المؤسسية في مرحلة الوساطة ، وبهذا فان المؤسسات الوسيطة بإمكانها التأثير على النمو الاقتصادي من خلال التقليل قدر الإمكان من حجم هذا التسرب والذي من شأنه أن يرفع مستوى الانتاجية الحدية لرأس المال .

الشكل (1-9) : وجهة نظر Pagano(1993)



المصدر : من اعداد الطالبة

Macro.Pagano, (1993). Financial Markets and Growth: An Overview. European Economic Review,37(2-3):613-622.

2-4-6 دراسة¹ King and Levine (1993b) :

نموذج King and Levine (1993b) الذي اهتم بتطوير وجهة نظر (1912) Joseph Schumpeter من خلال تركيزه على دور الابتكار (innovation) ، فالأنظمة المالية المتطورة تقوم على توجيه المدخرات المالية نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية ومع توزيع المخاطر المرتبطة بهذه المشاريع ، ونتيجة لهذه الخدمات المالية التي ترفع من احتمالية نجاح الابتكارات وزيادة التقدم التكنولوجي² .

قام King and Levine (1993b) بتحليل ودراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في إطار نموذج النمو الداخلي باعتماد على وجهة نظر (1912) Schumpeter الذي يركز على عنصر الابداع والتقدم التكنولوجي (technological progress) ، وأشار الى أن النظام المالي المتطور يرفع من احتمالية نجاح الابداعات ، وأن تطبيق أدوات سياسة الكبح المالي تخفض من معدلات الابداع ، والإطار النظري لنموذج النمو الداخلي ل King and Levine (1993b) يتضمن دور الوساطة المالية في عملية النمو الاقتصادي خاصة من خلال تحديد واختيار المشاريع الاستثمارية وتوفير التمويل لها (specifically entrepreneurial selection and provision of external finance)³ .

أما (King and Levine ,1993a) فقد استخدم نموذجاً داخلياً للنمو Endogenous growth model لإيضاح الدور الإيجابي للوسطاء الماليين بقدرتهم على الحصول على معلومات وافية عن كفاءة المشروعات محل التمويل مقارنة بالمدخرين الأفراد الذين لا يمكنهم تحقيق ذلك ، هذه الميزة للوسطاء الماليين ومؤسسات التمويل المصرفية تتيح لها معرفة الاستثمارات القادرة على تحقيق زيادة مطردة في الانتاج ومن ثم رفع معدل النمو .

2-4-7 دراسة Greenwood, J. and Smith, B. D. (1997) :

كما استخدم⁴ (Greenwood and Smith) نموذجين مماثلين لسابقيهما لتبيان الكيفية التي تسهم فيها الوسطاء الماليون والمصارف في التخصيص الأمثل للمدخرات .

¹ Robert .King, and Ross,Levine. (1993b) Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. Journal of Monetary Economics 32: 513-542.

² Eschenbach Felix (2004) « Finance and Growth: A survey of the theoretical and Empirical Literture »Tinbergen Institute Discussion paper N°TI2004-039/2 , p 1.

³ Robert .King, and Ross,Levine. (1993b) Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. Journal of Monetary Economics 32: 513-542 , p 517.

⁴ J. Greenwood, and B. D. Smith, (1997) .Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets. Journal of Economic Dynamics and Control 21: 145-181.

(Greenwood and Smith, 1995) أوضحوا على أن عملية تجميع الادخار تعد الاساسية في تمويل الاقتصاد، من خلال سماحها لتوسيع امكانية الانتاج باستعمال طرق ذات التكنولوجيا عالية ، الامر الذي يدفع بالمنتج الى التخصص ، وبالتالي ظهور أنواع كبيرة من السلع ، وبالتالي الوساطة المالية البنكية تسهل عملية التخصص الامر الذي يساهم في النمو الاقتصادي .

بالنسبة الى Greenwood, J. and Smith, B. D. (1997) فان الوساطة البنكية تسهل عملية التخصص والتوسيع الانتاج من خلال جلب تقنيات فعالة ، الأمر الذي يجعل المستثمر يقوم بإنتاج مجموع السلع التي هو في حاجة اليها ، وبالتالي التقليل من تكاليف المعاملات والتبادلات ، مما يؤثر بالإيجاب على النمو الاقتصادي.

و بالتالي تلعب الأسواق المالية دور محوري في تحقيق التنمية الاقتصادية وحفز عملية النمو الاقتصادي من خلال تشجيع التخصص وتخفيض تكلفة المعلومات ونشرها وتقليل تكلفة تعبئة المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات (Greenwood and Smith , 1997) وتوفير السيولة اللازمة للمشروعات ذات الاحتياجات الرأسمالية الاستثمارية .

نظريات النمو الداخلي تقوم بتفسير ديناميكية النمو الاقتصادي بتأكيد على تطوير أداء المؤسسات والأسواق المالية لتسريع النمو الاقتصادي في المدى الطويل ، بحيث قامت نماذج النمو الداخلي 1990 بتفسير وتوضيح العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، وأن كل دراسة ركزت على وظيفة واحدة وربطها بالنمو بهدف توضيح كيف أن النظام المالي يساهم في الرفع من النمو من خلال القيام بهذه الوظائف للأسباب التالية¹:

1. في حالة غياب النظام المالي والمصرفي في الاقتصاد، فان أصحاب الفائض المالي سوف يحتفظون بأصول سائلة غير منتجة ، أما في ظل تواجد نظام مالي متطور ، فان الادخارات سوف تحول الى أصول منتجة غير سائلة من خلال النظام المالي.

2. تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات يعمل على تخصيص الأمثل للموارد المالية (Bencivenga and Smith , 1991, Bencivenga , Smith and Starr, 1995²)

¹Yay Gülsün and Oktayer (2009) ,financial development and economic growth : A comparative analysis “ , Romanian Journal of Economics Forecasting , N°3,pp56-74,p :58.

² Valerie R ,Bencivenga,, Bruce D. Smith, , and Ross M. Starr (1995), “Transaction Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth”. Journal of Economic Theory; V. 67-71, pp 53-77.

3. وجود أنظمة مالية متطورة يسهل جلب وتطبيق التكنولوجيات الحديثة ، التخصص في المشاريع الاستثمارية بهدف الاستفادة من التكنولوجيات الحديثة والجديدة (Saint-Paul,1992).

4. في ظل تواجد مؤسسات مالية متطورة تزداد حدة المنافسة ، مما ينعكس ايجاباً على زيادة الكفاءة، تنوع وتقاسم المخاطر بهدف التقليل منها (Greenwood and Smith,1997,) (Greenwood and Jovanovic ,1990, King and Levine ,1993

و بالتالي تتميز الأنظمة المالية المتطورة بعدة خصائص منها تحسين وزيادة تخصيص الموارد المالية ، زيادة العوائد من الادخارات ،والقطاع المالي والمصرفي يمكنه أن يسهم في عملية النمو الاقتصادي من خلال تمويل الاستثمار، شريطة أن يكون هذا القطاع متطوراً وذا كفاءة في القيام بوظائفه من خلال القيام بوظيفة الوساطة المالية وإدارة المخاطر. حيث تخفض وحدات الوساطة المالية من مخاطر المعاملات وتعمل على زيادة معدل التراكم الرأسمالي وتطور القطاع المالي ومؤسساته تزداد القدرة على انتقاء المشروعات ومتابعة أداؤها.

المساهمات الحديثة في نماذج النمو الداخلي من طرف (Greenwood and Jovanovic 1990) ودراسة (Bencivenga and smith 1991) ركزت على دور الخدمات التي توفرها الوساطة المالية ، الوسطاء الماليون يقومون بجمع وتحليل المعلومات ، توزيع وتنويع المخاطر على نحو أفضل بين الافراد ، مما يسمح بالتخصيص الكفأ للقروض¹، ويقترح (Bencivenga and Smith 1991) أن الوساطة المالية تساهم في التخصيص الكفأ لرأس المال من خلال الرفع من الارصدة النقدية أي السيولة وتنويع المخاطر ، والتي تنعكس ايجاباً على الانتاجية .

و بالتالي قامت نماذج النمو الداخلي بتحليل خصائص ووظائف الوساطة المالية مثل تخفيض خطر السيولة

(Bencivenga and Smith ,1991)، الدور المعلوماتي (Greenwood and Jovanovic 1990 ، Boyd and

(Smith ,1992) توزيع وتقاسم المخاطر (Levine ,1991²، Saint-Paul ,1992³) .3

¹Peter Rousseau and Dadanee Vuthipadorn (2005) “finance, investment, and Growth : Time series evidence from 10 Asian Countries economies “ Journal of Macroeconomics 27(2005) , 87-106 , p:88 .

² Ross Levine, (1991). “Stock Markets, Growth, and Tax Policy”. The Journal of Finance; V. XLVI-4, pp. 1445-1465.

³ Rother ,C,Philipp (1999) . Explaining the behavior of financial intermediation :Evidence from Transition Economics , IMF Working Paper , WP/99/36, p:07.

3- قنوات انتقال تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي :

Transmission channels from financial development to growth.

تعتبر كل من عملية حشد المدخرات وتوزيع القروض من أهم الوظائف والأعمال التي يقوم بها الوسطاء الماليون. فالوساطة المالية تعمل على الحصول على الأموال من وحدات الفائض وتمكين وحدات العجز من التصرف فيها، هذه المهمة للوسطاء الماليين هي ما يفرق مؤسسات الوساطة المالية عن بقية المؤسسات، حيث الجمع بين المدخرين والمستثمرين، وبين المقرضين والمقترضين.

يقوم النظام المالي بمجموعة من الوظائف بهدف تحفيز ورفع من تراكم رأس المال (capital accumulation) والابتداع التكنولوجي (technological innovation) كما أشار الاقتصادي (Ross Levine 1997,2004) ، وبالتالي يعتبر عنصر تراكم رأس المال والابتداع هما القناتين أين تمارس الوساطة المالية تأثيرات إيجابية على النمو الاقتصادي في المدى الطويل .

من المؤكد أن الجهاز المصرفي والمالي والوساطة المالية بصفة عامة لا يمكنها التأثير في زيادة مستوى النمو الاقتصادي بشكل مباشر ، بل من خلال بعض القنوات الوسيطة كآلية للتأثير وتمكين الوساطة المالية أن تسهم في تحسين نوعية وكمية الاستثمارات ومن ثم رفع من معدلات النمو الاقتصادي ، هذه القنوات عادة ما ترد في الأدبيات الاقتصادية كمؤثرات محتملة في النشاط الاقتصادي ومعدل النمو¹.

معظم الدراسات النظرية والتطبيقية اهتمت بدراسة تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي من خلال استخدام مؤشرات ممثلة للتطور المالي واختبار أثرها على معدلات النمو الاقتصادي ، دون التطرق للقنوات التي يمر عبرها تأثير تطور المالي على النمو الاقتصادي والتي أخذت بعين الاعتبار والاهتمام من طرف عدد قليل من الاقتصاديين (King and levine ,levine ,1997 ، Ang 2008 ، Benhabib and spiegel ,2000 ، Beck et al ,2000 ، 1993a).

يلعب النظام المالي دورا فعالا في تعجيل النمو الاقتصادي وتحقيق معدلات نمو عالية ومستمرة من خلال قدرته على حشد المدخرات وزيادة كفاءتها بتوظيفها وتوجيهها نحو الاستثمارات انتاجية بالإضافة الى تحقيق عوائد تنافسية ومستقبلية للمدخر ، أما بالنسبة الى الاقتصادي (Goldsmith 1969) من الدراسة التي قام بها حول

¹ Ibrahim Alomar (2009) , Ability of financial system to reduce poverty , MPRA Paper N°18804, Available at the following link : <http://mpr.aub.uni-muenchen.de/18804/>.

اختيار العلاقة بين القطاع المالي والحقيقي توصل الى وجود علاقة ايجابية بين التطور المالي ونوعية الاستثمارات (efficiency of investment) ، وبالتالي تعتبر قناة سلوك الادخار - الاستثمار (Saving - Investment channel) هي المؤثرة ايجابا أو سلبا على معدلات النمو الاقتصادي (George Adu et al (2013) ، بالإضافة الى (Gurley & Shaw (1955) و Hicks (1969) الذين أظهروا المشاركة الايجابية للتطور المالي في عملية التنمية الاقتصادية .

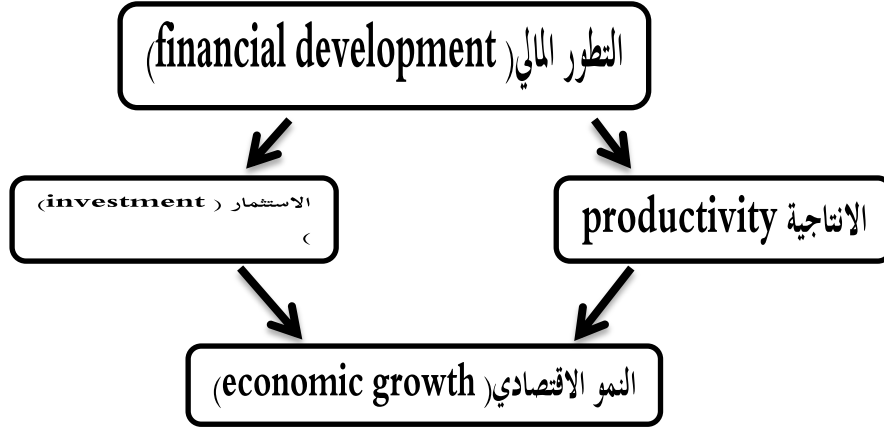
بالإضافة الى نظريات التحرير المالي التي تؤكد على تحرير الأنظمة المالية بهدف تطوير الوساطة المالية ، الأمر الذي ينعكس ايجابا على كل من حجم الاستثمارات والنمو في الأجل الطويل ، في حين نماذج النمو ركزت على الرفع من انتاجية الاستثمارات من خلال أن الوساطة المالية تعمل على جمع المعلومات وتحليلها وتخفيض تكلفة المعاملات والمعلومات ، توزيع وتقاسم المخاطر المالية الناتجة عن المشاريع الاستثمارية الممولة من طرف الجهاز المالي والمصرفي ، الأمر الذي يسهم في الرفع من انتاجية الاستثمارات (productivity of investment) .

حسب نظرية التحرير المالي المقدمة من طرف Shaw (1973) ، و McKinnon (1973) على أن سياسة التحرير المالي وخاصة من خلال تحرير أسعار الفائدة (Liberalized of interest rate) بهدف الحصول على أسعار فائدة حقيقة موجبة تعمل على جلب حجم أكبر من الادخارات نتيجة ارتفاع العائد عليها وبالتالي التخصيص الأمثل لهذه الموارد المالية نحو استثمارات انتاجية ذات مردودية الأعلى والتي يكون لها تأثير مباشر وايجابي على معدلات النمو الاقتصادي وبالتالي حسب كل من Shaw (1973) و McKinnon (1973) فان التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة زيادة كمية وحجم الاستثمارات (Volume and amount of investment) ، وبالتالي تراكم رأسمال (Capital Accumulation) .

بالنسبة الى نماذج النمو الداخلي ، التطور المالي يؤثر ايجابا على النمو الاقتصادي من خلال قناة رفع انتاجية رأسمال ، من خلال طريقتين : قدرة النظام المتطور على جمع المعلومات وتحليلها بهدف التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات (information asymmetries) لتقييم أفضل للمشاريع الاستثمارية ، وبالتالي استغلال الأفضل للموارد المالية المتاحة نحو استثمارات أكثر انتاجية ، بالإضافة الى قدرة النظام المالي على تقليل من المخاطر من خلال عملية التنويع ، وكل هذا ينعكس ايجابا على معدلات النمو الاقتصادي ، وبالتالي نظريات النمو الداخلي أعطت أهمية الى رفع فعالية استخدام لرأسمال المستثمر (Greenwood & Jovanovic 1990 , King & Levine 1993a,b , Bencivinga & Smith 1991 , Saint-Paul 1992 , Pagano, 1993) .

تقترح نظرية النمو وجود قناتين متكاملتين بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي ، من خلال الجمع بين نظرية التحرير المالي ونظرية النمو الداخلي¹ ، كما يتوضح من الشكل التالي:

الشكل (10-1) : قنوات الى النمو الاقتصادي Channels to economic growth



Source: Jordan Shan and Alan Morris (2002) « Does financial development lead economic growth? »International Review of Applied Economics, Vol .N°.2.pp153-69, p156.

3-1 قناة تراكم رأس المال :

قناة تراكم رأس المال (capital accumulation Channel) : وتعرف قناة تراكم رأس المال بالقناة الكمية ، وهي مستندة الى فرضية تراكم الديون التي طرحها (Gurley and Shaw 1955) ، وتركز على قدرة القطاع المالي على تغطية مبالغ التجزئة من خلال تعبئة الادخار ، إذ يطلب القطاع الخاص من ممثلي البنوك الحصول على قروض أو تمويلات إضافية لمشاريعهم من خلال عقد صفقات مكثفة يترتب عليها نشاطات ذات تكاليف باهظة تقود في النهاية إلى خلق عمليات وساطة واسعة . فان النظام المالي المتطور يعمل على جلب أكبر قدر ممكن من المدخرات المالية ، وبالتالي توفير التمويل للاستثمارات (Volume of Investment) والتي يكون لها أثر مباشر على رفع معدلات النمو الاقتصادي (quantitative effect) .

3-1-1 : الادخار ، تراكم رأس المال والنمو (Harrod-Domar model) :

ان العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تتجسد في عاملي الادخار والاستثمار ، حيث يلعب النظام المالي في زيادة التكوين لرأسمالي (الاستثمار) من خلال قدرة هذه المؤسسات على تعبئة المدخرات وتوظيفها في المشروعات الانتاجية .

¹ J B Ang (2008) .op cit , p :538.

يتم توضيح العلاقة بين كل من الادخار، تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي من خلال عرض النموذج النظري التالي:

تعتبر نموذج¹ Harrod (1939) من بين النماذج الأولى التي حاولت تفسير معدلات النمو الاقتصادي، وبعده نموذج² Domar (1946)، قام Harrod (1939) في التحليل في إطار نموذج ديناميكي .

نقطة البداية للنموذج هي المساواة بين الادخار والاستثمار في كل فترة:

$$(1) \quad I = S \dots \dots \dots$$

I : تمثل حجم الاستثمارات في الفترة .

S : تمثل حجم الادخارات في الفترة .

الادخار هو نسبة معينة من الدخل، حيث :

$$(2) \quad S = s_d Y \dots \dots \dots$$

s_d : ميل الادخار ، نقوم باستبدال المعادلة (2) في المعادلة (1) بحيث تصبح :

$$(3) \quad I = s_d Y \dots \dots \dots$$

نضرب الجزء على اليسار في $\frac{\Delta Y}{Y}$ ، وبالتالي ينتج :

$$(4) \quad \frac{\Delta Y}{Y} \frac{I}{\Delta Y} = s_d \dots \dots \dots$$

$\frac{\Delta Y}{Y}$: يمثل معدل نمو الانتاج ويرمز له ب G ، و $\frac{I}{\Delta Y}$ يمثل معامل رأس المال ، ويرمز له ب C ، يمثل هذا

المعامل كمية رأس المال الضرورية لضمان زيادة الانتاج بوحدة واحدة ، وبالتالي تصبح المعادلة كالتالي :

$$(5) \quad GC = s_d \dots \dots \dots$$

أو

$$(6) \quad G = \frac{s_d}{C} \dots \dots \dots$$

¹ R,D Harrod , (1939), An Essay in Dynamic Economic Theory ‘ the economic Journal , Vol 49(139), pp14-33.

² E,D Domar , (1946) , Capital Expansion, Rate of Growth and Employment , Econometrica , Vol 14(2) , pp:137-147.

المعادلة (6) تمثل معادلة النمو والتي تساوي الى نسبة أو ميل الادخار على معامل رأس المال ، وبالتالي النمو الاقتصادي تابع لميل الادخار ، والذي يعتبر شرط ضروري لعنصر تراك رأس المال .

و بالتالي يركز نموذج Harrod(1939) و Domar(1946) على أن الاستثمار عنصر وعامل ضروري لتحقيق النمو الاقتصادي ، مع توضيح أهمية الادخار في زيادة معدلات تراكم رأس المال ، ومن يتبين أن تراكم رأس المال يعتبر قناة لنقل التأثير الايجابي على النمو .

التطور المالي ← تراكم رأس المال ← النمو الاقتصادي.

التأثير على حجم الاستثمار من خلال قدرتها على الرفع من تراكم رأس المال عن طريق جمع المدخرات لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة .

يعتمد النمو الاقتصادي على مجموعة من المتغيرات أهمها ما يقدمه القطاع المالي من قيمة استثمارات ، والتي تعتبر عاملا مستقلا وتابعا للنمو الاقتصادي ، فحجم الاستثمار يتأثر بحجم الادخار ، باعتباره المصدر الحقيقي لتمويل المشاريع الاستثمارية ، والادخار يتأثر بدوره بحجم الدخل القومي .

2-3: قناة إجمالي نمو إنتاجية العوامل الكلية :

تعرف بالقناة النوعية (Productivity of Capital Channel) التي تؤكد دور التقنيات المالية الإبداعية في إظهار ونقل البيانات وتقليل المخاطر والتدفق المعلوماتي السريع الذي يزيد من التخصيص غير الكفاء للموارد ويسهم في مراقبة مشاريع الاستثمار والتي تتمثل من خلال قدرة النظام المالي على جلب المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وتحليلها وبالتالي توجيه الموارد المالية الى استثمارات أكثر إنتاجية (Efficiency of investment) (أي الاستغلال الأمثل للمدخرات التي تنعكس ايجابا على القطاع الحقيقي) (qualutative effect) بالإضافة الى القدرة الى تنويع الاستثمارات بهدف القدرة على التقليل من المخاطر (كلما زاد العائد من الاستثمار كلما زاد الخطر ،علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة . تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي من خلال قناة رفع انتاجية رأسمال (Greenwood and Jovanovic 1990 ، Bencivenga and Smith 1991 .



التخصيص الأمثل للموارد المالية (better resource allocation) والرفع من الانتاجية (productivity) (growth).

أشار (Saint-Paul, 1992) الى أن تحسين الانتاجية يكون نتيجة تخصص المنتجين ، ولكن عملية التخصص تحمل مخاطر عالية ، وبالتالي هنا يكمن دور الوساطة المالية في التخفيف من حدة المخاطر عن طريق تقاسم وتنويع المخاطر ، في المقابل هي مخاطر مرتفعة بالنسبة للمنتجين والمستثمرين في البلدان ذات الأسواق المالية الغير كفاءة للرفع من انتاجية الاستثمارات عن طريق التخصص .

(Benhabib and Spiegel, 2000) يؤكد فرضية أن الوسطاء الماليين يحفزون النمو الاقتصادي من خلال زيادة الكلية لعوامل الانتاج .

تنشأ الخدمات المالية لتقليل تكلفة المبادلات والمعاملات وتكلفة المعلومات (Market frictions : information and transaction costs) ، لذا تقوم المؤسسات المالية المتمثلة في البنوك والأسواق المالية بعدة وظائف أهمها (Ross Levine , 1997) : تعبئة المدخرات (mobilize saving) ، تخصيص الموارد (allocate resources) ، تسهيل إدارة المخاطر (facilitate risk management) ، ممارسة الرقابة على الشركات الممولة (exert corporate control) ، تسهيل تبادل السلع ، الخدمات والعقود (ease trading of goods , services , contracts) ، تتوقف درجة فعالية دور القطاع المالي في حفز النمو الاقتصادي على الكفاءة في تقديم هذه الخدمات .

يقوم النظام المالي بأهم وظيفة التي تتمثل في القناة ربط بين المدخرين والمستثمرين ، حيث يعمل على نقل الاموال من أصحاب الفائض المالي الى الوحدات التي تعاني من العجز المالي اي الوحدات التي تفتقر الى التمويل، وذلك من خلال تحويل رأس المال المدخر في المصارف على شكل ودائع للادخار وودائع لأجل ، مقابل مردود اقتصادي يتمثل في معدل الفائدة بالإضافة الى تحسين عوائد وكفاءة الاستثمار وهذا عائد لخبرة القطاع المالي في البحث عن أفضل البدائل الاستثمارية ومتابعتها واعادة تقييمها بشكل أفضل من الأفراد.

كما يؤدي تطور القطاع المالي في توفير التمويل للمشاريع الجديدة بالاستثمار في الأدوات الائتمانية ، في مقدمتها الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية ، سواء كان ذلك من قبل الأفراد أو القطاع المالي ببيع الأسهم وانفاق الأموال على شراء الآلات الجديدة ، مما يترتب عليه إضافة جديدة الى اجمالي الاستثمار ، لينعكس على صورة زيادة في صافي الاستثمار .

يؤدي القطاع المالي المتطور دورا في التقليل من مخاطر النشاط الاقتصادي ، من خلال قطاع التأمين وقدرته على توفير المعلومات وتقليل تكلفتها وتكلفة المعاملات ، بالإضافة الى تنويع المحفظة الاستثمارية .

بالنسبة الى اقتصادي (1997) Ross Levine فإن القطاع المالي بشقيه المؤسسات المالية والأسواق المالية يؤثر على عملية التنمية الاقتصادية من خلال قيامه بمجموعة من الوظائف التي تساهم في تراكم رأس المال والابداع التكنولوجي الذي بدوره ينعكس ايجابا على معدلات النمو الاقتصادي .

قام الاقتصادي (1993) Pagano بتعريف وتوضيح ثلاثة قنوات رئيسية التي يتم من خلالها نقل التأثير والربط بين النظام المالي والنمو الاقتصادي¹ :

- 1-التطور المالي يرفع من حجم وكمية المدخرات الموجهة لتمويل الاستثمارات.
- 2- التطور المالي يؤثر على تغيير نسب ومعدلات الادخار وبالتالي التأثير على حجم الاستثمارات .
- 3- التطور المالي يرفع من كفاءة وفعالية تخصيص رأس المال.

4 - فروض العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي:

The hypotheses about finance – growth relationship

يعتبر موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي محل جدل بين الاقتصاديين سواء من الجانب النظري أو التطبيقي ، حول دور النظام المالي في التنمية الاقتصادية ، وتحديد اتجاه السببية حول ما اذا كان النمو الاقتصادي يقود القطاع المالي أم العكس ، لأن تحديد اتجاه السببية يلعب دور مهم في اختيار استراتيجية التنمية (choice of the development strategy)² : من جهة اذا كان التطور المالي هو الذي يحفز النمو هنا من لازم الاهتمام بالقطاع المالي وتحريره ، أما في حالة أن النمو هو الذي يحفز التطور في النظام المالي والمصرفي هنا يجب التركيز على السياسات والاجراءات التي تعزز النمو الاقتصادي .

« The direction of causality is crucial for the choice of the development strategy: one could argue that, only in the case of supply –leading, policies should aim to financial liberalization, whereas in the case of demand –following ,more emphasis should be placed on other growth–enhancing policies³ .

كما أشار الاقتصادي (1966) Patrick الى أن اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي لم يحدد نظريا ولا تطبيقيا :

¹ Marco Pagano (1993) “financial markets and growth: An overview “European Economic Review 37(1993) 613-622.

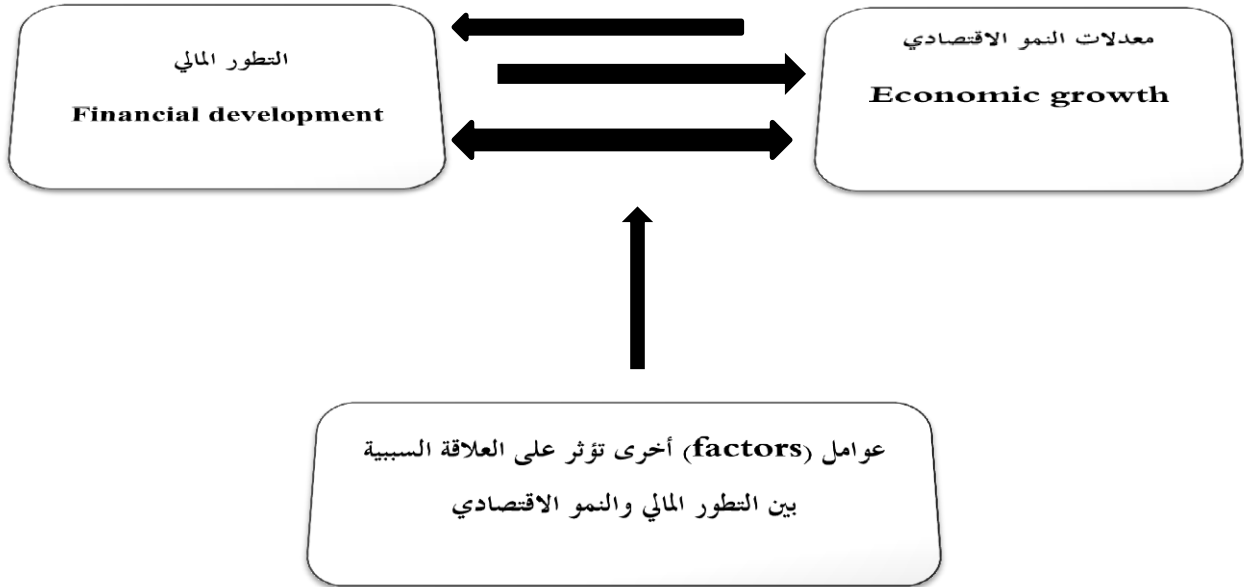
² Christophe Hurlin and Baptiste Venet (2008) , financial development and growth : a re-examination using a panel Granger Causality Test , halshs-0031995,Version 1, p :02.

³ C. Calderon, and L. Liu, (2003) The direction of causality between financial development and economic growth. Journal of Development Economics 72: 321–334, p : 331.

«However, the causal nature of this relationship between financial development and economic growth has not been fully explored either theoretically or empirically¹»

و قد حاول العديد من الاقتصاديين والباحثين تحديد طبيعة العلاقة سواء من الجانب النظري أو التطبيقي بين نمو القطاع المالي وتطوره بشكل عام والنمو الاقتصادي من خلال اجراء دراسات وأبحاث كثيرة بهدف التحقق من وجود هذه العلاقة وأيهما يؤثر في الآخر، أو يسبب ويقود الآخر ، أي أن كان أداء القطاع المالي يتبع أداء القطاع الحقيقي للدول ، أم أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي، وخرجت العديد من البحوث والدراسات في هذا الإطار بآراء مختلفة حول تحديد اتجاه السببية بين القطاعين والتي يمكن تقسيمها حسب اتجاه العلاقة الى ثلاث اتجاهات كما يبينها الشكل التالي²:

الشكل (1-11) : فرضيات العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي



Source: Mona Kamel (2013), financial development and economic growth in Egypt: A re-investigation, Munich Personal RePec Archive, MPRA paper N° 48564 P: 12, Available at the following link: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/48564/>.

¹H.T.Patrick, (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. Economic Development and Cultural Change, 14(2):pp. 174-189 , p 01.

² Alif. F Darrat (1999) , Are financial deepening and economic growth causally related ?, Another look at the evidence , International Economic Journal , 13:3 , pp 19-35.

4-1 التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي (finance led-growth):

التطور المالي ← النمو الاقتصادي

و تنص فرضية قيادة العرض (Supply Leading Hypothesis) على أن قيام الجهاز المالي والمصرفي بالوساطة المالية بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والوحدات الاقتصادية التي تعاني من نقص في التمويل يؤدي الى زيادة مجمل الادخارات والاستثمارات بل والى تعزيز فعالية هذه الاستثمارات ايضا وهكذا يكون للتطورات المالية الأثر الايجابي على معدل النمو الاقتصادي. التطور في القطاع المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال ما ينتجه من خدمات مالية والتي تتمثل أساسا في وظيفة جمع الموارد المالية والتخصيص الأمثل لها نحو الفرص الاستثمارية ذات المردود الأعلى (بافتراض أن التخصيص الأمثل للموارد المالية يكون ناتج من نظام مالي متطور) ، نتيجة قدرته على تخفيف من حدة تكاليف المعلومات ، التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات وتوزيع، تنويع وتقاسم المخاطر الناتجة عن فشل وخسارة أحد المشاريع الاستثمارية ، الأمر الذي يضمن التحفيز على عمليات الاستثمار ، الأمر الذي ينعكس ايجابا على حجم ونوعية الاستثمارات والرفع من معدلات النمو .

ومن بين الأهم الاقتصاديين الذين أشاروا الى المشاركة الايجابية للتطورات المالية في النمو الاقتصادي كما يلي:

الاقتصادي (1873) Walter Bagehot الذي أكد على القطاع المالي لعب دورا مهما في عملية التصنيع في إنجلترا في القرن 18 من خلال تسهيل حركة رؤوس الأموال من خلال تعبئة المدخرات لتمويل سلسلة متنوعة من الفرص الاستثمارية طويلة الأجل وغير السائلة. فحصل أصحاب مشروعات العمل الحر على التمويل الخارجي كان حاسم الأهمية لتسهيل تطبيق تكنولوجيات جديدة في إنجلترا.

أكد (1934) Schumpeter على الخدمات التي يقوم بها الوسطاء الماليون بين حشد للمدخرات وتقييم المشروعات وادارة المخاطر واشراف ومتابعة للاستثمارات وتسهيل المعاملات كلها ضرورية لتراكم رأس المال

وتقدم وتطوير في المخترعات والأساليب التقنية اللازمة للنمو والتنمية¹. وبالتالي أكد Joseph Schumpeter (1912) على أن النظام المالي يساهم في التطور التكنولوجي بالإضافة إلى رفع الانتاجية من أهم وظيفة يقوم بها والتي تتمثل في توزيع القروض وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية ، وجهة (1912) Joseph Schumpeter تتمثل في أهمية النظام المالي في النشاط الاقتصادي. توصل Schumpeter 1911 إلى أن البنوك التي تعمل جيدا أسهمت بنشر التقدم التكنولوجي بتشخيص وتمويل أصحاب المبادرات ذات الفرص الجيدة من تصنيع المنتجات المبتكرة بنجاح .

أعمال رواد 1960 اهتموا بتقييم دور النظام المالي والمصرفي خلال مرحلة التصنيع. بما يقدمه من مساهمات لتوفير التمويل لمشاريع التصنيع (Gerscherkron ,1962 ، Cameron ,1967 ، Hicks ,1969) من خلال إبراز دور البنوك في توفير التمويل لعملية التصنيع وذلك بإجراء دراسات نظرية (theoretical studies).

أكد (1967) Cameron على الدور الذي تلعبه المؤسسات المالية في زيادة معدلات التكوين الرأسمالي (capital formation) عن طريق قدرة هذه المؤسسات على حشد المدخرات من أصحاب الفائض المالي مقابل حوافز وامتيازات مقدمة لهم من قبل تلك المؤسسات .

يرى² (1969) John Hicks بأن النظام المالي لعب دورا رئيسيا في تحريك التصنيع في إنجلترا من خلال تسهيل تعبئة رأس المال لتمويل المشاريع الكبيرة ، أي أن لنظام المالي البريطاني دور رئيسي في التوسع الصناعي الذي عرفته بريطانيا، وذلك بفضل قيامه بوظيفة تعبئة الموارد المالية على أتم وجه.

أما بالنسبة إلى أعمال كل من (1967) Gurley and Shaw و(1969) Goldsmith الذين اهتموا بضرورة توسيع هيكل النظام المالي (Financial structure) ، من خلال زيادة إنشاء المؤسسات المالية والأسواق المالية وعرض أدوات مالية متطورة، والنتيجة زيادة توفير الخدمات المالية من طرف الجهاز المالي والمصرفي ، وبالتالي زيادة المدخرات وتوجهها إلى استثمارات منتجة، لذا يمكن للتطور في القطاع المالي أن يحث النمو الاقتصادي.

¹ د ابراهيم بن صالح ، د علي شريف عبد الوهاب وردة ، خدمات الوساطة المالية المصرفية في الاقتصاد المصري وقدورها التأثيرية في النمو الاقتصادي "دراسة مقارنة مع الاقتصاد السعودي ، مجلة العلوم الادارية والاقتصادية - كلية الاقتصاد والادارة - جامعة القصيم - السعودية العدد الأول - 2008 ص 3.

²J. R. Hicks, (1969). A Theory of Economic History. Oxford: Oxford University Press.

بالإضافة الى أعمال التي قدمت من طرف Shaw(1973) و McKinnon (1973) حول نظرية التحرير المالي التي أساسا في التحرير المالي الداخلي (تحرير أسعار الفائدة على القروض والودائع ،التخلي عن سياسة توجيه الائتمان ،خفض نسبة الاحتياط الإجباري الإلزامي ،فتح السوق المصرفية أمام الخواص) ،بالإضافة الى التحرير المالي الخارجي (تحرير حساب رأس المال وحسابات المالية لميزان المدفوعات)، كل هذا يسمح بزيادة حجم الادخار المحلي والتخصيص الأمثل للموارد المالية أي تطوير النظام المالي والمصرفي الذي ينعكس ايجابيا على النمو الاقتصادي ، أي أن التحرير المالي يؤثر على النمو من خلال قناة تطوير الأنظمة المالية والمصرفية ،أما بالنسبة الى الاقتصادي¹ Merton Miller(1988) الحائز على جائزة نوبل ، حيث أكد على موضوع مساهمة النظام المالي في عملية النمو هي قضية جادة واقترح واضح .

معظم الدراسات النظرية أيدت أن للتطور المالي علاقة ايجابية أي أن الدول التي تتسم بمستويات أعلى من التطور في القطاع المالي ترتبط بمستويات أعلى من معدلات في النمو الاقتصادي ، من خلال القيام بمجموعة من الوظائف بكفاءة وفعالية بهدف التأثير الإيجابي على النمو الاقتصادي ، هذا ما أكده² Ross Levine (1997) على أن تأثير النظام المالي يكمن من خلال التحسنات النوعية والكمية في الخدمات المالية التي تنعكس ايجابا على النشاط الاقتصادي .

والنتيجة أن هناك العديد من الاقتصاديين الذين يؤيدون هذا الفرض ، حيث يروا أن القطاع المالي يلعب دورا حيويا في التأثير من خلال تقليل التكاليف الناتجة عن التعامل في السوق متمثلة في تكاليف المعاملات والمعلومات والتي قد تعوق توجيه المدخرات الى الاستثمار ، على معدل الادخار وقرارات الاستثمار والتطور التكنولوجي ، وبالتالي معدل النمو في الأجل الطويل ، ويأتي هذا التأثير عن طريق ثلاث قنوات رئيسية يتم من خلالها نقل التأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي ، وهي الادخار ، حجم وكفاءة الاستثمار وكفاءة الوساطة المالية (Pagano,1993)³ ، أي أن النظام المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قدرته

¹ Nobel Laureate Merton Miller (1988, p4) argues ‘‘ that financial markets contribute to economic growth is a proposition too obvious for serious discussion.

² Ross Levine, (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature 35: 688-726.

³ Marco Pagano (1993) , op cit, p:615-617.

على زيادة في الانتاجية الحدية لرأس المال ، رفع نسبة الادخارات الموجهة الى الاستثمارات وقدرته على التأثير على معدلات الادخار.

يمكن القول أنه كلما اتسعت حدود التنمية كلما زادت الحاجة إلى جهاز مصرفي أكثر تطوراً وأوسع خدمات، وهذا يعني أن هناك ترابط بين الجهاز المصرفي وعملية التنمية ذاتها، وهذا استعراض لدور كل من مؤسسات النظام المصرفي في عملية التنمية، إذ أنه لم يكن هناك مجال للشك حول أهمية هذا النظام في عملية التنمية وقد تأكد هذا الدور من خلال ما قدمه النظام المصرفي من خدمات أصبحت واحدة من أهم دعائم التنمية المحلية.

وبالتالي إن التطور المالي هو شرط ضروري ومسبق للنمو الاقتصادي ، حيث تؤكد هذه الفرضية أن المؤسسات المالية يمكنها تعزيز الكفاءة الاقتصادية ككل وتوسع السيولة تحشد المدخرات ، وتعزز تراكم رأس المال وتحول الموارد من القطاعات التقليدية الى قطاعات تحت على النمو الأكثر.

إن اعتبار هذه الفرضية كمبدأ أساسي يزيد من كفاءة الأسواق المالية من عرض الخدمات المالية المقدمة من تلك الأسواق بشكل أكبر مما هو عليه في القطاع الحقيقي ولقد تبني هذه الفرضية عدد من الاقتصاديين البارزين أمثال : (Shaw (1973 ، (McKinnon (1973 ، والذين اعتقدوا بأن التاريخ أظهر أن الثروة الصناعية في إنجلترا في القرن الثامن عشر كانت غير ناشئة عن الاختراعات التكنولوجية الجديدة فقط بل أن الأنظمة المالية كانت وراء الثورة الصناعية ، وفي أعمال تطبيقية لكل من (Levine and Zervos (1998 و King and Levine (1993 دعمت هذه الأعمال فرضية قيادة العرض في حالة عدة دول نامية ومتطورة ، حيث اظهرت النتائج وجود علاقة ايجابية معنوية احصائيا لأثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في القطاع الحقيقي .

وكذلك توصل Goldsmith (1969) الى وجود علاقة ايجابية بين التطور المالي ومعدلات النمو الاقتصادي ، من خلال تركيزه على العلاقة بين التطور المالي وفعالية الاستثمارات (Efficiency of Investment).

حسب نظرية التحرير المالي Financial liberalization theory المقدمة من (Shaw E (1973 و McKinnon (1973) ان عملية التحرير المالي والتي تتضمن مجموعة من الاصلاحات المالية ، خاصة من خلال تحرير أسعار فائدة حقيقة والتي تهدف الى رفع حجم الادخارات ومن ثم الاستثمارات اي المساهمة في التراكم الرأسمالي التي يكون لها أثر مباشر على رفع معدلات النمو الاقتصادي ، التحرير المالي يساهم في النمو الاقتصادي من خلال

قناة تراكم رأسمال (Capital Accumulation channel) تعتبر قناة كمية (Quantitative channel) حسب الاقتصادي (2008) Ang ، بالإضافة الى قناة انتاجية الاستثمارات (Productivity of Capital channel) ، على أن النظام المالي المتطور يعمل على جمع وتحليل المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وبالتالي تخصيص الأمثل للموارد المالية نحو استثمارات الأكثر انتاجية ، بالإضافة الى توجيهها نحو الاستثمارات ذات المردود الأعلى والتي تصاحبها مخاطرة أعلى والتي تقلل منها من خلال قدرته على التنوع Diversification .

و بالتالي حسب نظريات النمو أن التطور المالي يساهم في العملية التنموية من خلال قناة تراكم رأسمال (حجم الاستثمارات) وقناة انتاجية رأسمال (نوعية الاستثمارات) .

توصل King and Levine (1993) من خلال دراستهم الى أن التمويل هو عامل ضروري لتحفيز عمليات النمو¹ ، وفي نفس التوجه أيدت دراسة (1997) Arestis and Demetriades أنه لا يمكن نفي أهمية ودور النظام المالي في أي اقتصاد² .

4-2 النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي (growth led-finance) :

النمو الاقتصادي ← التطور المالي

بعض التحليلات تفترض علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي الى التطور المالي أي فرضية قيادة الطلب (Demand Following Hypothesis)، فهذه الفرضية تؤكد الدور السليبي للنظام المالي ، فطبقا لهذا الرأي فان تطور القطاع المالي يحدث كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي ، حيث يتطلب التوسع الاقتصادي المستمر مزيد من الخدمات والأدوات المالية ، فيكيف النظام المالي نفسه مع الاحتياجات المالية للقطاعات الحقيقية ، لذا فهذا النوع من التطور المالي يلعب دور سلبي في عملية النمو .

(1952) Robinson يرى ببساطة أن التطور المالي يستتبع عادة النمو الاقتصادي " ، فعندما تنشط المشروعات تستتبعها المؤسسات التمويلية .

¹ R. G King, & Ross Levine. (1993) .Finance and growth: Schumpeter might be 'right', Economic Journal, 107, pp. 771-782.

² P. Arestis, and P. Demetriades, (1997) Financial development and economic growth: assessing the evidence, Economic Journal, 107, pp. 783-799.

Joan Robinson (1952) is representative of such a viewpoint when she claims " where entreprised leads, finance follows" ¹ .

ووفقاً لهذه النظرة فإن تحسن الدخل وارتفاع حالة النشاط الاقتصادي بفعل عوامل خارجية تستدعي نمواً في الطلب على الأدوات المالية والتمويل والذي بدوره يجبر المؤسسات المالية تلقائياً على الاستجابة لهذا الطلب .

أوضحت (Robinson 1952) أن التطور المالي يتبع النمو الاقتصادي ، أي ان النمو الاقتصادي يؤثر على التطور المالي ، حيث أن تطور ونمو المؤسسات المالية والخدمات المالية يعد استجابة للطلب المتزايد من قبل المستثمرين والمدخرين في القطاع العيني حيث يحفز النمو على تطور القطاع المالي مما يجعلها أكثر عمقا وكفاءة ، لذا فإن نمو القطاع المالي يتحقق نتيجة النمو الاقتصادي .

و لكن اعترض بعض الاقتصاديين على أهمية العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي مثل (Lucas 1988) ، حيث يرى أن الاقتصاديين بالغوا في أهمية دور القطاع المالي في النمو الاقتصادي على نحو سيئ -badly over-stress ، في حين يرى بعض الاقتصاديين بأن التطور المالي قد يعوق النمو الاقتصادي من خلال التأثير سلباً على معدلات الادخار .

“ I believe that the importance of financial matters is very badly over-stressed in popular and even much professional discussion and so am not inclined to be apologetic for going to the other extreme ”².

أعلن (Lucas 1988) أن " أهمية الأمور المالية تم التأكيد عليها بشكل زائد وعلى نحو سيئ في المناقشات العامة وحتى في الكثير من المناقشات المهنية ، مع التأكيد على أن الأسواق المالية اللازمة سوف تتطور مع ظهور الحاجة إليها .

رفض بعض الاقتصاديين الأفكار التي جاءت بها فرضية قيادة العرض مثل (Patrick 1966) ،Robinson ³(1952) ، حيث اعتقدوا بأن التطور المالي يعتبر مجرد مخرج للنمو في القطاع الحقيقي للاقتصاد ، وقد جاء اقتصاديون حديثون من ⁴(Demetriades & Hussein 1996) وتمحورت آراؤهم حول أن أي تحول أو نمو في

¹ Joan .Robinson., (1952). The Generalization of the General Theory. London: MacMillan Press , p86.

² Robert Lucas, (1988) .On the Mechanics of Economic Development. Journal of Monetary Economics 22: 3-42 , p 06.

³ Joan Robinson (1952 , p 86) declares that « Where Entreprised leads Finance follows”.

⁴ Panicos O., Demetriades, and Khaled A. Hussein (1996). “Does Financial Development Cause Economic Growth ? Time-Series Evidence from Sixteen Countries”. Journal of Development Economics; V.51-#2, pp. 387-411.

الأسواق المالية بشكل بسيط هو استجابة لنمو الاقتصاد ، وبشكل أوضح فإن أي توسع في الاقتصاد الحقيقي نتيجة للفوائد التكنولوجية أو تقدم كفاءة العمل سيولد طلب جديد على الخدمات المالية ، وهذا بدوره يزيد من عمل المؤسسات المالية ويؤدي لإنشاء مؤسسات مالية جديدة ، حيث أن نمو الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة وتوسعها يفضي الى زيادة الكلب على الخدمات المالية المقدمة من القطاع المالي والذي يؤدي في النهاية لتوسع ونمو القطاع المالي.

بالنسبة ل¹ Stern (1989) من خلال دراسته نفى دور التطور المالي في عملية التنمية الاقتصادية ، حيث أنه حتى لم يتم ادخالها ضمن قائمة المتغيرات المحذوفة (lists omitted topics) .

يرتكز ذلك الاتجاه على كون القطاع المالي مستقل تماما عن النمو ، وبالتالي أي منهما لا يؤثر على الآخر ، ولم يتوصل بعض الباحثين الى وجود علاقة ذات مغزى بين تطور القطاع المالي والنمو في بعض الدول .

و يرتكز هذا الاتجاه على كون القطاع المالي مستقل تماما عن النمو الاقتصادي ، وبالتالي فإن أي منهما لا يؤثر على الآخر كما أشار Lucas (1988) و² Chandavakar (1992) أن الاقتصاديين يبالغون في إعطاء أهمية للنظام المالي في عملية التنمية الاقتصادية ، بالإضافة الى الاقتصاديين³ Stern (1989) ،⁴ Meier and Seer (1984) و Modigliani and Miller (1958) الذين تجاهلوا النظام المالي عند حصرهم للمتغيرات المؤثرة في عملية النمو . أعمال⁵ Modigliani and Miller (1958) أخذت اتجاهها وبعد آخر فيما يخص المؤسسات المالية كونها عناصر مفسرة ، حيث بينوا أن القرارات الاقتصادية الحقيقية مستقلة عن المؤسسات المالية وهياكلها .

Chandavarkar (1992) « **none of pioneers of development economicseven list finance as a factor of development** »⁶ ,

¹ Nicholas .Stern , (1989) , The Economics of Development : A Survey , Economic journal , September 1989, pp :597-685.

² Nicholas Stern (1989) , The Economics of Development : A Survey , Economic Journal , 1989,99(397) , pp:597-689.

³ Anand Chandavarkar , (1992) , of finance and development :Neglected and Unsettled Questions ,” World Development ,20(1) , pp : 133-142.

⁴ Meier ,Gerald M.and Seers ,Dudley, Pioneers in Development , New York : Oxford University,Press ,1984.

⁵ MODIGLIANI. F, MILLER. M. H, (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48, June, PP. 261-297.

⁶ Anand Chandavarkar , (1992), op cit , p:134.

ويرى (Lucas 1988)¹ أن الاقتصاديين بالغوا في أهمية دور القطاع المالي في دفع النمو الاقتصادي على نحو سيئ . badly over-stress .

3-4 العلاقة التبادلية (feedback causality) :

التطور المالي ↔ النمو الاقتصادي

و التي تعود الى الاقتصادي (Huge Patrick 1966) تحت اسم 's stage of development Pactrick hypothesis والتي تجمع بين الفرضيتين (supply-leading و demand-following) والتي تنص على أن اتجاه السببية يتبع مرحلة التطور الاقتصادي التي تشهدها الدولة .

ترتكز وجهة النظر الثالثة على وجود علاقة متبادلة بين تطور القطاع المالي والنمو ، فالنمو الاقتصادي يجعل تطور نظام الوساطة المالية مربحا كما أن تأسيس نظام مالي فعال يسمح بنمو اقتصادي سريع ، فعن طريق التخصص في جمع الأموال وتنوع الفرص وادارة السيولة وتقييم المشروعات والمراقبة ، فان النظام المالي يحسن من كفاءة مخصصات رأس المال ويزيد من الطاقة الانتاجية للقطاع الحقيقي ، وفي نفس الوقت فإن الكفاءة التقنية للقطاع المالي تزداد مع حجمه لأن الاقتصاديات ذات الثقل الكبير لها تأثيرها على أنشطة الوساطة المالية، ونتيجة لذلك فان القطاع الحقيقي يستطيع أن يعتمد دائما على القطاع المالي من خلال حجم المدخرات ، لذا فان التطور المالي والنمو الاقتصادي يؤثر كل منهما على الآخر بشكل ايجابي في عملية التنمية .

في الواقع أن كلا من القطاع المالي والحقيقي يتفاعلا أثناء مراحل التطور ، هذا ما أشارت اليه نظريات النمو الداخلي ، بعبارة أخرى لا توجد هناك مرحلة معينة يوجد فيها علاقة من اتجاه واحد بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، لذا فان كثير من الاقتصاديين والباحثين يفضلون وصف العلاقة على أنها علاقة سببية ذات اتجاهين، وكذلك أوضحت بعض الدراسات التجريبية وجود معامل ارتباط ايجابي بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، الا أن هذه الدراسات لا تقيم وزنا للعلاقة السببية الموجهة ، في حين أن الباحثين الذين يسعون الى تحديد اتجاه العلاقة السببية فانهم غالبا ما يتوصلون الى نتائج غامضة .

¹ Robert Lucas (1988, p 6) asserts that economists « Badly Over-Stress » the role of financial factors in economic growth.

ان العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور النظام المالي شهدت جدلا متناميا فيما اذا كان أداء القطاع المالي يتبع أداء القطاع الحقيقي للدول، أم أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي، أي اختلاف في تحديد اتجاه السببية بين القطاعين كما يمثله الشكل السابق، و فيما يلي يتم عرض لأهم الآراء حول طبيعة هذه العلاقة:¹

بالرغم من تعدد الدراسات والنظريات التي تؤكد على الدور المهم الذي يلعبه التطور المالي في رفع ووتيرة النمو الاقتصادي، إلا أن بالمقابل هذه الدراسات هناك دراسات أخرى تري عكس ذلك تماما، حيث تعتبر أن لنمو الاقتصادي أثر إيجابي على التطور المالي وهذا لكون أن وتيرة النمو الاقتصادي المرتفعة تعمل على تحفيز الطلب على الخدمات المالية المعروضة من طرف النظام المالي الأمر الذي يؤدي إلى توسع نشاط المالي بشكل عام.

ركز² Patrick (1966) على اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، على خلاف الاقتصاديين الذين أكدوا على وجود ارتباط بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي، ولكن بدون توضيح اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والحقيقي، من يقود الآخر.

وفقا ل Patrick (1966) صاحب فرضية the stage of development Hypothesis فإن اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يختلف وفقا لمرحلة التنمية التي تمر بها الدولة، إن النمو الاقتصادي هو أولا يحث التوسع في النظام المالي، وهذا ما ينعكس ايجابا على كفاءة تخصيص رأس المال ويزيد من الطاقة الانتاجية للقطاع الحقيقي، بالتالي النمو الاقتصادي يحفز التطور المالي، وبالنتيجة فإن توسع النظام المالي يحفز الطلب على الخدمات المالية أي بمعنى في المراحل اللاحقة من التطور الاقتصادي، أن النظام المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي عندما تكون الخدمات المالية متوفرة بشكل واسع وكبير في الاقتصاد.

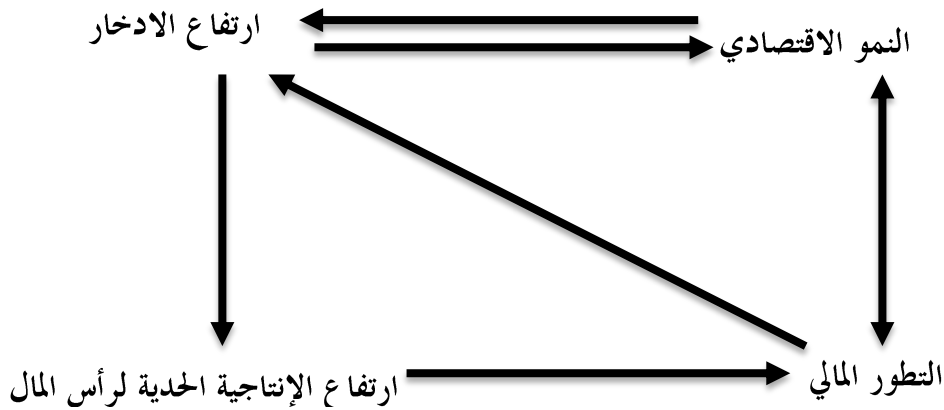
أكد Patrick (1966) على امكانية وجود علاقة سببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، تختلف وفقا لمرحلة التنمية التي تمر بها الدولة،

¹ جميلة يحي صحراوي " أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الأردن 1979-2009"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، 2011، ص 11-14.

² H. T. Patrick, (1966) Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. Economic Development and Cultural Change 14: 174-189.

و نستنتج مما سبق أن هناك علاقة مزدوجة أو تأثير متبادل بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي فالتطور المالي يلعب دور مهم في عملية دعم النمو الاقتصادي من خلال تشجيع الادخار وتوفير التمويل اللازم للاستثمارات، كما أن لنمو الاقتصادي تأثير إيجابي على التطوير المالي وذلك من خلال تأثيره على الادخار بواسطة تخفيض تكاليف الوساطة المالية والشكل التالي يوضح مختلف العلاقات القائمة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي:

الشكل (1-12): اتجاه السببية (direction of Causality) بين التطور المالي والنمو الاقتصادي



Source : Belkacem ,L,DRINE,I ,AYOUNI ,S(2007) "développement financier et croissance économique dans le PED : une approche par les tests de causalité » IHEC sousse , disponible sur l'address suivante (consulté le 03/03/2015) : www.fsegn.mu.tn/page1/colloque.htm P14 .

5- هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي:

Structure of financial systems and economic growth :

يشمل النظام المالي كل المؤسسات والانظمة التي تقوم بوظائف ووساطة مالية لتحويل الأموال من المدخرين الى المقترضين¹ ، أي قيامه بتجميع المدخرات واعادة توظيفها وضخها في الاقتصاد لأغراض انتاجية، وبالرغم من استقرار وظائف النظام المالي فيما بين الدول وعبر السنوات المختلفة ، فان تنفيذ تلك الوظائف غير مستقرة، فقد تغير هيكل النظام المالي² ليضم النظام السوقي الى جانب النظام المصرفي التقليدي . ويشمل النظام المصرفي المؤسسات المالية المصرفية مثل البنك المركزي والبنوك التجارية ، كما يشمل المؤسسات المالية غير المصرفية مثل

¹ Augustine Ujunwa, Otaru Pius Salami and Ifeoma Nwakoby (2012). Financial Structure and Economic Growth in Nigeria: Theory and Evidence. International Journal of Economics and Finance, vol. 4, no. 4. p. 228.

² يمكن تعريف هيكل النظام المالي على أنه مجموعة المؤسسات والتكنولوجيا المالية وقواعد اللعبة التي تحدد تنظيم النشاط المالي خلال فترة زمنية معينة.

شركات التأمين وصناديق التأمين الاجتماعي . أما النظام المالي السوقي فيشمل سوق النقد الذي يتعامل في الأوراق المالية قصيرة الاجل وسوق رأس المال الذي يتعامل في الأوراق المالية طويلة الاجل كالأسهم والسندات¹.

ونتيجة لتنامي دور كل من الأسواق المالية والجهاز المصرفي ، دار جدل كبير من قبل الاقتصاديين وصانعي القرار حول أيهما يلعب الدور الأكبر في دفع التنمية الاقتصادية ؟ هل هو المصارف (bank-based) أم الأسواق المالية (Market-based).

بالرغم من الاتجاه الى التطوير المالي (financial development) بوجه عام ، فان بعض الآراء فاصلة في ما بين النظام المصرفي (Bank-system) ، والنظام السوقي (Market system) كبديلين منافسين في القيام بالوظائف المالية . فالآراء المؤيدة للنظام المصرفي فسرت موقفها من خلال ما يختص به ذلك النظام من مميزات مقارنة بالنظام السوقي .

دار جدل ونقاش حول خصائص البنوك والاسواق المالية ، وقد تركزت المناقشة على أربع دول في ظل سيادة الجهاز المصرفي في كل من ألمانيا واليابان ، تلعب البنوك الدور القيادي في تعبئة المدخرات وتخصيص الائتمان ، الاشراف على قرارات الاستثمار وادارة المخاطر ، أما في ظل قاعدة الاسواق المالية مثل إنجلترا والولايات المتحدة تكون الاسواق المالية أكثر كفاءة وفعالية في توفير الخدمات المالية².

فهناك العديد من مفكري التنمية الاقتصادية الذين يروا أن الاستثمار هو العامل الحاسم في التنمية الاقتصادية أن تمويل التنمية الاقتصادية في الدول الصناعية في مراحلها الأولى قد أتى معظمه من المصارف وليس من الأسواق المالية ، كما أن الأسواق قد تلعب دورا في عدم استقرار الاقتصاد وما قد يترتب عليه من آثار سلبية على التنمية ولذا يرى جانب من مفكري التنمية الاقتصادية أن البنوك هي اللاعب الأساسي في حفز النمو . بينما تلعب أسواق المال دورا هامشيا أو سلبييا في بعض الأحيان في دفع النمو الاقتصادي ، ولذا ترى نظرية الوساطة أن أسواق المال والمصارف هي مصادر بديلة للتمويل وليست متكاملة .

¹ R. Glenn Hubbard and Anthony Patrick, Money, Banking and the Financial System (New York: Prentice Hall, 2012), pp. 1-17.

² Asli Demirguç-Kunt and Ross Levine (1999). Bank-based and financial systems : Cross-country Comparisons, world Bank Policy Working PaperN°.2143, p :02.

قام الاقتصادي¹ Ross Levine(2002) باختبار تأثير الهيكل المالي على النمو الاقتصادي ، و توصل الى أن المؤسسات المالية تعمل على زيادة نسبة الادخارات وبالتالي توفير التمويل للاستثمارات ، وأما الأسواق المالية تعمل على التخصيص الكفأ لرفع انتاجية الاستثمارات والمساهمة في النمو عبر مختلف القنوات² ، وبالتالي يعتبر Ross Levine(2002) أن كل المصارف والاسواق المالية هي تكاملية .

في الدول التي يسود فيها قاعدة الأنظمة البنكية ، فان التمويل طويل الأجل يتم توفيره من خلال البنوك ، بينما في ظل قاعدة الأسواق فان التمويل يكون عن طريق اصدار الأسهم والسندات يلعب الدور الأكبر ، وفيما يلي عرض الايطار النظري لاهم صنفين للنظام المالي نظام قائم على الجهاز البنكي والآخر على الأسواق المالية³ :

5-1: قاعدة البنوك (Bank-based systems):

تكون هذه الظاهرة خاصة (Bank –based systems) في الدول النامية التي تتميز بسيطرة البنوك على القطاع المالي من خلال قدرتها والاعتماد عليها في توفير التمويل للاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل ، في ظل ضعف وعدم كفاءة الأسواق المالية أو غياب دور الأسواق المالية في هذه الدول ، بالإضافة الى أن الأسواق المالية هي حديثة النشأة . وهي تقوم على أساس أن المصارف تلعب الدور الأكبر في حفز النمو الاقتصادي في المراحل الاولى من التنمية بالمقارنة بأسواق رأس المال .

ففي المراحل الأولى للتنمية تمتلك الدولة البنوك بما يمكنها من التغلب على قصور الأسواق في توزيع المدخرات بشكل يتلائم مع استراتيجية التنمية (Gerschenkron ,1962)، كذلك يكون البيئة المؤسساتية ضعيفة بحيث لا تستطيع مساندة أنشطة السوق . وكذلك لا تخضع هذه البنوك للقيود التنظيمية ، وبالتالي يستطيع الوصول الى اقتصاديات الحجم والنطاق في عملية جمع المعلومات وتحليلها⁴ Beck and Levine(2002) ، وأشار كل

¹ Ross Levine (2002) , bank-based or market based financial systems :which is better ? , NBER Working paper series , working paper 9138.

² Jose De Gregorio and Pablo E.Guidotti. (1992). Financial Development and Economic Growth. International Monetary Fund ,IMF Working Papers 92/101,p:435-436.

³ Chaiechi Taha (2014). Post-Keynesian Empirical Research and Debate on Financial Market Development, James Cook University,Australia , p:43-46.

⁴ Thorsen Beck and Ross Levine(2002).Stock Markets ,Banks ,and Growth :Panel Evidence.NBER working paper series, Working Paper 9082, available at the following URL: <http://www.nber.org/papers/w9082> (Accessed on the 03rd April 2014).

من ¹ Stiglitz(1985) و ² Singh(1997) الى أن النظام القائم على قاعدة البنوك أفضل بكثير من النظام القائم على الأسواق وذلك من خلال أن البنوك هي أكثر قدرة على تحديد المشاكل التي تواجه الشركات.

كما يتميز النظام المصرفي بقدرته على تكوين علاقة طويلة الأجل وأكثر استقرار مع المستثمرين ، وتمويل النمو وذلك نتيجة لارتباطه الوثيق بالمنشآت على عكس أسواق المال التي تقلل الحافز على الحصول والبحث على المعلومات من قبل المستثمرين ، ولذا فهي أكثر كفاءة في توزيع الموارد المالية بالمقارنة بأسواق المال . فالنظام المصرفي (قاعدة البنوك) يعتمد على تركيز الإدارة في القيام بالوساطة المالية ، وبذلك يقتصر تداول المعلومات الخاصة بالاستثمار على فريق الإدارة من دون الالتزام بإتاحة تلك المعلومات للمودعين ، وهذا من شأنه خفض تكلفة تداول المعلومات ، بالإضافة الى تخطي مشكلة عدم تماثل المعلومات .

و أشار الاقتصادي Keynes(1936) في اطار "النظرية العامة"، "General theory" الى الدور المهم للبنوك في تشجيع عملية الاستثمار .

نظرية قاعدة البنوك تؤكد على الدور الايجابي للبنوك في عملية التنمية ، فهي تشير الى أن البنوك تعمل بشكل أكثر كفاءة من الأسواق المالية في توفير التمويل في الاقتصاديات النامية (developing economies).

2-5 : قاعدة الاسواق المالية (Market –based systems):

على العكس من النظام القائم على المصارف يعمل نظام السوق على توضيح الدور الايجابي للمؤسسات المالية غير مصرفية في تقديم الخدمات المالية مع الاشارة الى أهم المشاكل والنقائص التي يعاني منها النظام القائم على قاعدة البنوك . حيث أن كبر حجم وسيولة أسواق المال يمكنها من تقديم الخدمات المالية اللازمة لحفز النمو طويل الأجل والابتكار خاصة من أن الأسواق المالية المتطورة تحفز على الحصول على المعلومات ³ (Holmstrom andTirole,1993)، كما يلقي نظام السوق الضوء على المشاكل الناتجة عن قيام القطاع المصرفي بتمويل الشركات . حيث قد تدخل البنوك في علاقات تواطؤ مع مديري كبرى الشركات ضد بعض

¹ Joseph Stiglitz,(1985).Credit Markets and the Control of Capital .Journal of Money ,Credit and Banking ,17,133-152.

² Ajit Singh.(1997).Financial liberalization,stock markets and economic development .The Economic Journal, 107(442),771-782.

³ B,Holmstrom,,J.Tirole, (1993).Market liquidityandperformancemonitoring”.Journalof Political Economy 101,678–709.

المقترضين المنافسين لهذه الشركات بما يعوق الإدارة الجيدة للشركات والمنافسة داخل الاقتصاد. ولذا يعمل نظام السوق من خلال الحد من انخفاض الكفاءة التمويلية التي قد تصاحب البنوك وبالتالي تثبيط النمو والتنمية.

و على الجانب المقابل ، توجد آراء مؤيدة للنظام السوقي لتمتعه بمميزات مقارنة بالنظام المالي ، فالنظام السوقي (قاعدة السوق) يقوم على أساس تنويع الاستثمارات بين المشروعات ذات عوائد مختلفة ما يؤدي الى توزيع المخاطر خاصة في فترات عدم التأكد ، علاوة على ذلك ، يتصف النظام السوقي المتطور بالمرونة ، والشفافية ، وبكثرة المتعاملين فيه ما يؤدي الى اتساع قاعدة الملكية في المشروعات وسهولة تمويل المشروعات الجديد ما يزيد من المنافسة .و ذلك ما يميز النظام السوقي عن النظام المصرفي الذي يتصف في بعض الأحيان بالتركز واطاحة التمويل لمشروعات معينة احتكارية ما يجدد من المنافسة ، وان كان ذلك لا يعيق نمو المشروعات لأن تركيز النظام المصرفي يساهم في تمويل المشروعات بسعر فائدة منخفض في الأجل القصير اذا كانت تواجهها بعض المشاكل في مقابل رفع سعر الفائدة في الاجل الطويل عند تعافيتها ، وهذا من شأنه المساهمة في استمرار نشاط الكثير من المشروعات ، بالرغم من تعارضه مع كفاءة تخصيص الموارد ، وعلى الجانب الآخر ، تضطر المشروعات التي تعتمد على التمويل من النظام السوقي الى الخروج من السوق في حالة مواجهة مشاكل وتكبد الخسائر في الأجل القصير ، وهذا يعني وجود كفاءة في تخصيص الموارد بشكل أفضل في النظام السوقي.

نستخلص مما سبق أن تم عرض اطار نظري واسع ونقاشات من طرف الاقتصاديين حول إيجابيات كل من الأنظمة القائمة على البنوك والأسواق المالية ، ومع التأكيد على قدرة البنوك في تخفيف من حدة معوقات السوق (Market frictions) والتي تتضمن تكلفة المعاملات والمعلومات ، ونتيجة هي الرفع من حجم الاستثمارات في المدى الطويل والرفع من كفاءة وفعالية تخصيص رأس المال. وأما من أهم مزايا الأسواق المالية أنها تعمل على تخفيض من مخاطر السيولة (liquidity risk) ومشكلة عدم تماثل المعلومات وتوفير الرقابة على الشركات ، يقترح الاقتصادي¹ Levine(2002) بعدم التفكير بالمقارنة بين النظام القائم على البنوك والاسواق المالية ،انما كعامل وكتلة واحدة، بالإضافة الى دراسة² Boyd and Smith (1998) التي بينت أن الأسواق والوساطة المالية هما عاملان متكاملان .

¹ Ross Levine (2002).op cit.

² J.H. Boyd, and B.D. Smith, (1998) The evolution of debt and equity markets in economic development. Economic Theory 12: 519–560.

خاتمة الفصل:

النتيجة أن قيام الجهاز المالي والمصرفي بالوساطة المالية بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والوحدات الاقتصادية التي تعاني من نقص في التمويل يؤدي الى زيادة مجمل الادخارات والاستثمارات بل والى تعزيز فعالية هذه الاستثمارات ايضا وهكذا يكون للتطورات المالية الأثر الإيجابي على معدل النمو الاقتصادي ولقد أثبتت التجارب في معظم بلدان العالم أهمية الدور الذي يلعبه الجهاز المالي والمصرفي في عملية التنمية الاقتصادية والنمو الاقتصادي ، وذلك من خلال تمويل المشاريع الاستثمارية بمنحها التسهيلات الائتمانية والتي تساهم في عملية تكوين رأس المال (Schumpeter ,1912) لتمويل عملية التطور والنمو الاقتصادي .

وبالتالي لقي موضوع العلاقة بين التطور في القطاع المالي والنمو الاقتصادي اهتماما وجدل الكبير بين الاقتصاديين وصانعي القرار على مستوى الجانب النظري ، فيما أن التطور في القطاع المالي يمارس تأثيرات ايجابية على الرفع من معدلات النمو الاقتصادي ، أم أن لا علاقة تربط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي ، ولكن وقوف معظم الدراسات النظرية على أن الدول التي تتميز بمستويات أعلى من التطور المالي تنمو بمعدلات أعلى من ناحية النشاط الاقتصادي ، يعني ذلك وجود معدلات أعلى من النمو الاقتصادي تصاحبها مستويات عالية من التطور في النظام المالي (Goldsmith ,1969) ، من خلال القيام بمجموعة من الوظائف بكفاءة وفعالية بهدف التأثير الإيجابي على النمو الاقتصادي (Ross Levine 1997,2004) ، وبهدف المساهمة في توضيح نوعية العلاقة التي تربط بين النظام المالي والنمو تمت مجموعة من الدراسات التحليلية والقياسية والتي تعتبر تكملة للجانب النظري والتي سوف نتناولها في الجزء التالي .

الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

The empirical studies on the link between financial sector development and growth

مقدمة الفصل:

تبني الاقتصاديون في دراساتهم من الناحية النظرية وجهات نظر متباينة حول أهمية تطور النظام المالي في النمو الاقتصادي ويمكن جمعها في اتجاهين ، اذ يرى معظمهم أن النظام المالي يمارس تأثيرات إيجابية على النمو الاقتصادي (Gurley & Shaw, 1955, Goldsmith, 1969 , McKinnon 1973, Shaw, 1973,) ، والرأي المعاكس أن التطور المالي لا يمارس أي أثر على النمو الاقتصادي (Lucas 1988, Robinson 1952) .

و جاءت العديد من الدراسات التطبيقية السابقة مكتملة للجانِبِ النظري ، والتي تناولت العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وذلك اما من خلال اختبار أثر تطوير القطاع المالي على النمو الاقتصادي أو اختبار العلاقة السببية بينهما نتيجة لتعارض الآراء النظرية (Theoretical Controversy) حول هذه العلاقة ، وتقريبا جل الدراسات التطبيقية توصلت الى وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، وليس بالضرورة أن التطور المالي هو المتغير الخارجي المؤثر في النمو الاقتصادي ، إلا عدم القدرة على تعميم النتيجة حول اتجاه العلاقة السببية القائمة بينهما والتي أرجعها معظم الباحثين لحساسية اتجاه اختلاف المؤشرات الممثلة لتطور القطاع المالي من دراسة الى اخرى ، بسبب تعدد مقاييس التطور المالي ، بالإضافة الى اختلاف مستويات التطور المالي وأيضا نوعية المؤسسات من دولة الى أخرى.

و قد قامت الدراسات التطبيقية التي تناولت العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، على اختبار الفرضية القائلة على أن التطور المالي هو الذي يؤثر في التنمية الاقتصادية (أي تحديد اتجاه السببية من النظام المالي الى النمو الاقتصادي) ، أو من خلال اختبار اتجاه السببية بينهما (Ang, 2008) . وقد توصلت معظم الدراسات الى وجود علاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي ، أي أن لتطور القطاع المالي أثر إيجابي على (أ) معدلات النمو الاقتصادي في الأجل الطويل أو (ب) على نوعية وكمية الاستثمارات (Fry 1995)¹ ، لكن الاختلاف في تحديد اتجاه السببية (عدم وجود توافق عام حول اتجاه السببية) ، قدم الاقتصادي

¹ Maxwell J ,Fry. (1995). Money, Interest, and Banking in Economic Development . Baltimore, MD: The Johns Hopkins University Press.

¹Levine(2003) لحة شاملة حول الدراسات التجريبية التي تشير الى أن عامل التطور المالي يمكن أن يفسر الاختلافات في معدلات النمو ما بين الدول، وبالتالي تم تلخيص نتيجة من قبل العديد من الاقتصاديين أن تطوير النظام المالي والمصرفي يعزز النمو الاقتصادي في المراحل الأولى من التنمية وحدوث الاتجاه العكس في مراحل متقدمة من التطور ، اي زيادة الطلب على الخدمات المالية التي تنعكس إيجاباً على الرفع من كفاءة وفعالية الأنظمة المالية، و قد ارجع معظم الباحثين أن النتيجة حساسة وتابعة للمتغيرات المختارة في الدراسة الممثلة لتطور الجهاز المالي ²، اختلاف في تطور البيئة المؤسسية (Institutional Environment) الذي يكون سبباً في اختلاف قدرة تأثير تطوير القطاع المالي على النمو الاقتصادي من دولة الى أخرى ، بالإضافة الى أن العديد من الباحثين يفترضون أن العلاقة القائمة بين القطاع المالي والنمو هي علاقة غير خطية (Non – linear) (Rioja and Valev , 2003,Rousseau and Wachtel , Deidda and Fattouh , 2002) (Berthélemy and Varoudakis 1998,2002)، من جانب آخر هناك جدل حول القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي الى النمو الاقتصادي ، الذي يكون اما من خلال قناة تراكم رأسمال (Capital Accumulation Channel) ، أو من قناة الانتاجية (Productivity Channel) ، أو الاثني معا —

من خلال ما سبق يمكننا ارجاع اختلاف النتائج من دراسة الى أخرى الى 4 نقاط أساسية (Choong and Chan ,2011) وهي كالتالي ³:

➤ المؤشرات الممثلة للتطور المالي:

Selection and measurement of financial development indicators

نتيجة لتعدد المؤشرات الممثلة للتطور المالي ، وعدم القدرة على ايجاد مؤشرات تقدر على قياس مدى التطور في القطاع المالي ، من خلال نوعية وكمية الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي ، وأن التطور المالي هو متعدد الأبعاد لا يضم فقط على مؤشرات الحجم (Financial depth) انما يتعداه ليشمل النشاط ، ومدى كفاءة واستقرار النظام المالي.

¹ Ross Levine, . 2003. More on finance and growth: More finance, more growth? Federal Reserve Bank of St. Louis Review 85(Jul), 31–46.

² Nouredine Khadraoui and Mounir Smida (2012) , financial development and economic growth : static and dynamic panel data analysis , International Journal of Economics and Finance , Vol ,4 , N°5, pp94-104 ,99.

³ Chee-Keong Choong and Sok-Gee Chan (2011) “ Financial Development and Economic Growth:A review” African Journal of Business Management Vol 5,(6),pp ,2017-2027, p:2018.

➤ اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :

Causality direction of the financial development and economic growth

اختلاف اتجاه السببية من دولة الى أخرى ، وعدم القدرة على تعميم النتيجة ، هل أن التطور المالي يقود النمو الاقتصادي أم هو نتيجة العملية التنموية ، والذي أرجعه معظم الاقتصاديين الى اختلاف مستوى التطور في القطاع المالي (Choong & Chan , 2011) بالإضافة الى اختلاف نوعية المؤسسات .

➤ الطريقة القياسية المستعملة لاختبار فرضية العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

Use of empirical approaches to finance-growth hypothesis

➤ الجدل حول القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي الى النمو الاقتصادي

Debate concerning the channels by which financial development promotes economic growth

توصل¹ Esso (2009) من خلال دراسته الى نتيجة أن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي هي غير معممة (not generalisable) نتيجة لاختلاف وتميز كل دولة بخصائصها (اختلاف مستويات التطور المالي ، التطور الاقتصادي ، البيئة المؤسساتية ، درجة الانفتاح الخارجي..... الخ) .

¹L.J. Esso, (2009). Cointegration and causality between financial development and economic growth: Evidence from ECOWAS countries, European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences, 16.

1- الدراسات السابقة حول تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي (supply leading hypothesis) :

حيث قامت هذه الدراسات بافتراض اتجاه السببية على أن تطور القطاع المالي تأثير ايجابي على النمو الاقتصادي واختبار صحة هذه الفرضية (يعني اتجاه السببية من القطاع المالي الى القطاع الحقيقي) ، وتقريبا معظم الدراسات توصلت الى أن التمويل يؤثر ايجابا على النمو ، أي ان مؤشرات التطور المالي ترتبط بمؤشرات النمو ، والتي استخلصت أن توفير مزيدا من التمويل يؤدي الى زيادة النمو:

« More finance, more growth¹ . »

1-1 : دراسة Goldsmith(1969)² :

قام الباحث بدراسة دور التطورات المالية في تعجيل النمو الاقتصادي وذلك من خلال اختبار العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي حول 35 دولة خلال الفترة الممتدة من 1860-1963، وتوصل الى أن هناك علاقة ايجابية بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي ومن خلال قناة التي تبرز أهمية المؤسسات المالية في حشد المدخرات التي تحتاجها مسيرة النمو ، ولكن تعرضت الدراسة الى مجموعة من الانتقادات أهمها عدم توضيح اتجاه العلاقة السببية بين المتغيران المالية والحقيقية .

و استنتج Goldsmith(1969) بأن التمويل من خلال البنوك والاسواق المالية في الاقتصاد لها آثار ايجابية على النمو الاقتصادي ولا سيما على المدى البعيد ، وبين أن الفترات التي يرتفع بها النمو الاقتصادي تزامنت مع فترات التطور المالي المرتفع ، وعليه فهو وضع البذر الأولى لتلك العلاقة الايجابية .

¹S.H Law. and N Singh. (2014) , Does too much finance harm economic growth ?, Journal of Banking and Finance, N°:41, pp:36-44, p:36.

² R,Goldsmith (1969), «Financial Structure and Development, New Haven and London : Yale University Press 1969, by the Economic Journal , Vol .80, N°318; June 1970.

1-2: دراسة¹ King and Levine(1993a,b,c)

قامت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي (GDP) من خلال بيانات تجمعية (cross-section) لـ 80 دولة خلال الفترة الممتدة من 1960-1989، باستخدام متغيرات التطور المالي كما يلي :

- DEPTH : الكتلة النقدية بالنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي ممثل للعمق المالي (financial depth).

- BANK : القروض البنكية مقسومة على القروض البنكية ومجموع أصول البنك المركزي .

- PRIVY : القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي.

GNP يمثل معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي ، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة قوية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، و تدعيم قوي للتأثيرات الايجابية للتطور المالي على النمو الاقتصادي.

تعتبر الدراسات التي قام بها (King and Levine 1993a,1993b,1993c) لعدد كبير من الدول للفترة الممتدة من 1960-1989 من أهم الدراسات التطبيقية لتحديد أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي ، وقد استخدمنا في الدراسات عددا من المقاييس للتطور المالي ، منها متوسط الموجودات السائلة للنظام المالي الى الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي ومتوسط معدل الائتمان المخصص للقطاع الخاص الى اجمالي الائتمان المحلي ومتوسط الائتمان المصرفي الى اجمالي الاقتراض ، واستخدما عدد من المقاييس للنمو الاقتصادي منها متوسط الفرد ومتوسط التعليم ومؤشرات تعكس سعر الصرف والتجارة والسياسة المالية والنقدية وكانت النتائج التي توصلنا اليها تؤيد فرضية أن التمويل يؤثر ايجابا على النمو ، أي اعتبار التطور في النظام المالي أحد محددات النمو .

1-3 : دراسة² Odedokun (1996)

سعت الدراسة للتعرف الى تحديد وتحليل أثر الوساطة المالية على النمو الاقتصادي ، واختبار هل الاثر يختلف من منطقة الى اخرى ، وكذلك هل يختلف من دولة الى اخرى باختلاف مستويات التطور الاقتصادي. خلال

¹ - R. G King, and Ross Levine. (1993a) Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. Quarterly Journal of Economics 108: 717-737.

- R. G King, R. G. and Ross Levine. (1993b) Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence. Journal of Monetary Economics 32: 513-542.

² M . O. Odedokun 1996 « Alternative econometric approaches for analysing role of Financial sector in economic growth: Times series evidence from LCDs'' journal of development Economics vol ,50 (1996) 119-146.

الفترة الممتدة من 1960 الى 1980 ل 71 دولة ،استعمل OLS وGLS لتقدير معادلتين لكل دولة ،و ايضا استعمل منهجية حزم البيانات PANEL DATA لتقدير نموذج الاثر الثابت fixed effect model لدالة الانتاج، وقام بتقسيم الدول الى عينات استنادا الى معيارين هما الدخل والمنطقة ، واستخدم ممثل للعمق المالي الذي يتمثل في M2/GDP، نمو الوساطة المالية ممثل بنمو في الكتلة النقدية M2 ، واستعمل منهجية¹ Feder (1983) ، و² Ram (1986) في تحليل العلاقة بحيث قام بتقسيم الاقتصاد الى قطاع مالي وقطاع غير مالي (حقيقي) ، تشير النتائج إلى أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي في حوالي 85 % من الدول محل الدراسة .

4-1 : دراسة³ Ross Levine and Sara Zervos (1998) :

تعتبر دراسة (1998) Ross Levine and Sara Zervos أول اسهام حول دراسة تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي ، لان معظم الدراسات التي سبقتها ركزت على الاعتماد فقط على مؤشرات البنوك باعتبار هو مصدر التمويل للاستثمارات وهميش لدور الاسواق المالية في توفير الخدمات المالية التي تخدم الاقتصاد، هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر كل من الأسواق المالية والبنوك على النمو حيث شملت العينة على 42 دولة خلال الفترة الممتدة من 1976-1993 ، باستعمال المؤشرات التالية :

- مؤشرات تطور الأسواق المالية :
- **Turnover Ratio ، Value traded ،Market capitalization(%GDP)** -
- مؤشرات تطور الجهاز البنكي :
- **Credit bank** : القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي .

توصلت الدراسة الى النتائج التالية :

- أن مستوى ودرجة سيولة الأسواق المالية والجهاز المصرفي مرتبطة ايجابيا ومعنويا مع معدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال ونمو الانتاجية .

¹G.Feder.(1983), "On exports and economic growth", Journal of Development Economics, Vol. 12,February/April, pp. 59-73.

²R. Ram, (1986), "Government size and economic growth: a new framework and some evidence from cross-section and time series data", American Economic Review, Vol. 76, March,pp. 191-203.

³ Ross Levine. and Sara Zervos,. (1998) Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review 88: 537-558.

- كل من مؤشرات البنوك (bank-based) والأسواق المالية (Market-based) تؤثر معنويا على النمو الاقتصادي.
- العلاقة بين الأسواق المالية ، البنوك والنمو الاقتصادي مرتبطة أكثر مع قناة نمو الانتاجية (productivity growth) على قناة تراكم رأس المال (capital accumulation channel) .

1-5: دراسة¹ Neusser and Kugler (1998) :

قامت الدراسة على اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في 13 دولة من دول OCDE خلال الفترة من 1970-1991 ، باستخدام مجموعة من الطرق القياسية نماذج الانحدار الذاتي (VAR) والاختبارات السببية ، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة التكامل المشترك بين مؤشرات النمو والتطور المالي في ربع العينة المدروسة ، ونتائج اختبار السببية تشير عامة الى أن التمويل يسبب النمو في عوامل الانتاج (TFP) ووجود ثنائية الاتجاه في العديد من الدول المدروسة .

1-6: دراسة² Arestis et al (2001) :

هدفت الدراسة الى اختبار تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة تتكون من الولايات المتحدة ، إنجلترا، فرنسا ، اليابان وألمانيا خلال الفترة 1968-1998 ، باستعمال المؤشرات التالية :

- الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي ممثل للنمو الاقتصادي ، رسملة البورصة الى الناتج المحلي الاجمالي (stock market capitalization)، قروض الموجهة الى القطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي stock market value ، stock market turnover ratio ، traded/GDP .

توصلت الدراسة الى النتائج التالية :

- الاسواق المالية تساهم ايجابا في النمو الاقتصادي في كل من ألمانيا ، اليابان وفرنسا ، ولكن يبقى الدور الأكبر للبنوك .

¹ K.Neusser and M Kugler. (1998) Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries. Review of Economics and Statistics 80: 638– 646.

² Philip Arestis,.,Panicos Demetriades,., and Kul.B Luintel,., (2001) Financial development and economic growth: the role of stock markets. Journal of Money, Credit, and Banking 33: 16–41.

- في الولايات المتحدة وإنجلترا ، العلاقة بين التمويل والنمو وجدت ضعيفة ، واتجاه السببية يكون من النمو الى التطور المالي .

1-7: دراسة¹ Favara (2003) :

قامت هذه الدراسة بإعادة اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وذلك خلال الفترة الممتدة بين 1960-1998 ل 85 دولة ، استعمال البيانات المقطعية والبيانات المجمعّة وأساليب قياسية مختلفة في التقدير : OLS ، GMM ، PMG ، استخدمت الدراسة مؤشرين ممثلين للتطور المالي هما الكتلة النقدية M2 بالنسبة الى GDP ، القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى GDP ، وقد توصلت الدراسة الى أن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في حالة البيانات المقطعية ضعيفة ، منا وجدت دليل على أن العلاقة غير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، مما يعني أن التطور المالي على يمارس تأثير مؤقتا النمو الاقتصادي خلال المرحلة الانتقالية في التنمية ، أما في حالة البيانات المجمعّة فكانت العلاقة بين التطور المالي والنمو سالبة في الأجل الطويل .

1-8: دراسة² Loayza and Roncière (2006) :

استعملت الدراسة طريقة PMG لتقدير نموذج تصحيح الخطأ المطورة من طرف Pesaran ,Shin and Smith(1999) بهدف دراسة تأثير التمويل على النشاط الاقتصادي ، بالإضافة الى محاولة دراسة تأثير التوسع في منح القروض وسياسة التحرير المالي على النمو مع اعتبار مؤشر القروض الممنوحة كعامل للتنبأ بالأزمات البنكية وارتباطه بالركود الاقتصادي³ (1999) Kaminsky and Riehart ، وباستخدام مؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ومتغير السيولة (M2/GDP) ، على عينة تتكون من 75 دولة خلال الفترة من 1960-2000.

وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المدى القصير ، وعلاقة ايجابية ومتجانسة (Homogeneous) في المدى الطويل ، أي أن القطاع المالي يؤثر سلبا على النمو في الأجل القصير ،

¹ Giovanni Favara 2003 . An Empirical Reassessment of the Relationship between finance and growth. IMF working paper WP /03/123, 2003.

² Norman Loayza and Romain Ranciere (2006). financial development ,financial fragility ,and growth . Journal of Money ,Credit ,and Banking, Vol38, N°04, pp: 1051-1076.

³ Graciela, Kaminsky, and Carmen Reinhart (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems." American Economic Review 89, 473-500.

بينما في المدى الطويل يمارس تأثيرات إيجابية على النمو ، وقد قام الباحثان بربط العلاقة السلبية بين التطور في القطاع المالي والنمو بالأزمات المالية والبنكية والتقلبات المالية (Financial volatility).

1-9: دراسة¹ (2007) Ben Naceur and Ghazouani :

تمت الدراسة على 11 دولة من دول MENA بهدف اختبار أثر الجهاز البنكي والأسواق المالية على النمو الاقتصادي ، باختلاف فترات الدراسة من دولة الى أخرى أي تم استعمال سلة البيانات غير متوازنة unbalanced panel (انحصرت الفترات الزمنية ما بين 1979-2003) باستعمال طريقة GMM في التقدير ، تم استعمال مجموعة من المؤشرات الممثلة للتطور الأسواق المالية والجهاز البنكي ، وتم التوصل الى وجود علاقة سلبية بين كل من تطور الجهاز المصرفي والاسواق المالية والنمو الاقتصادي ، حيث ربط الباحثان ذلك بالأنظمة المالية المتخلفة التي تتميز بها دول محل الدراسة.

1-10: دراسة² (2011) Rousseau and Wachtel :

توصلت الدراسة الى نتائج أن التأثير العمق المالي على النمو خلال الفترة 1960-1989 ، يختلف عن التأثير في الفترات الحالية عن الفترات السابقة وهذا راجع الى عدة عوامل من أهمها نشوب الأزمات المالية والبنكية في السنوات الحديثة والتي ساهمت في تهميش الدور الإيجابي للنظام المالي في العملية التنموية كما أشار الباحثان .

2 -الدراسات التطبيقية حول العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :

حاولت العديد من الدراسات التطبيقية تحديد اتجاه السببية بين مؤشرات تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي ، من بينها :

2-1: دراسة³ (1984) Gupta :

تمت الدراسة على 14 دولة نامية خلال الفترة 1961-1980 ، باستعمال VAR model واختبار السببية ، توصلت الدراسة نتائج تأييد وجود اتجاه السببية من القطاع المالي الى النمو الاقتصادي ، وبعض حالات وجود ثنائية الاتجاه (two-way Causality) .

¹Samy Ben Naceur and Samir Ghazouani (2007) « Stock market, Banks ,and economic growth: Empirical evidence from MENA region .Research International Businesss and Finance 21 , 297-315.

² Peter. L Rousseau and Paul Wachtel. (2011).What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? Economic Inquiry, 49(1),276-288.

³K.L Gupta,. (1984). Finance and Economic Growth in Developing Countries. London: CroomHelm.

استخدمت دراسة Gupta (1984) المنهجية السببية لGranger لتحديد العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في أربع عشرة دولة نامية باستخدام النقود M1 ، M2 ، والائتمان الخاص ، والائتمان الكلي لقياس التطور المالي ، ومؤشر الانتاج الصناعي لقياس النمو الاقتصادي ، وقد كانت النتائج التي توصلت اليها الدراسة متباينة بين الدول المختلفة ، فقد وجد دلائل تؤيد ما سماه Patrick (1966) العرض القائد (Supply-leading) من أن التطور المالي يقود النمو الاقتصادي في ثماني دول ، في حين أنه لم يجد ما يؤيد ما سماه Patrick (1966) الطلب التابع (demand-following) من ان التطور المالي هو نتيجة للعملية التنموية ، ولكن نتائجها أشارت الى ان التطور المالي يؤدي الى النمو الاقتصادي وان النمو الاقتصادي يؤدي الى التطور المالي في اربع دول ، وبالنسبة للعلاقة السببية وجد ان هناك سببية ذات اتجاهين في دولتين فقط ، وعليه فان النتائج التي توصل اليها (Gupta) غير قاطعة في تأييد أي من الفرضيتين.

2-2: دراسة¹ Jung (1986) :

شملت الدراسة على 37 دولة نامية و19 دولة متقدمة خلال الفترة من 1950-1980 ، باستعمال نماذج VAR واختبار السببية ، شملت المؤشرات المستخدمة M2/GDP ، السيولة الى M1 كمؤشرات ممثلة للعمق المالي ، والنتائج المحلي الاجمالي الحقيقي ممثل للنمو الاقتصادي .

توصلت الدراسة الى تأييد فرضية العرض القائد لPatrick التي تنص على أن اتجاه السببية يكون من التطور المالي في الدول النامية ، اما بالنسبة للدول المتقدمة فيكون الاتجاه العكسي من النمو الاقتصادي الى التطور المالي.

و في دراسة Jung (1986) التي شملت 56 دولة متقدمة ونامية ، استخدم فيها نسبة العملات المتداولة خارج النظام المصرفي الى M1 وكذلك نسبة M2 الى الناتج المحلي الاجمالي لمقاييس للتطور المالي ، ومتوسط الدخل الحقيقي للفرد كمقياس للنمو الاقتصادي ، أشارت النتائج الى أن تأييد فرضية أن التطور المالي يقود النمو الاقتصادي أكبر من تأييد فرضية أن التطور المالي يعد نتيجة للنمو الاقتصادي للدول النامية ، بينما أشارت النتائج الى اتجاه السببية من النمو الاقتصادي الى التطور المالي للدول المتقدمة .

¹W.S. Jung, (1986) Financial development and economic growth: international evidence. Economic Development and Cultural Change 34: 333-346.

3-2 : دراسة¹ Demetriades and Hossein(1996):

و التي تم استخدام فيها نسبة موجودات الودائع ونسبة M2 الى الناتج المحلي الاجمالي كمقياس للتطور المالي ، ومتوسط الدخل الحقيقي للفرد كمقياس للنمو الاقتصادي ل16 دولة نامية ، فقد تناولت نتائج اختبارات السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بين الدول المختلفة ، ففي حوالي نصف الدول موضع الدراسة هناك اشارة الى وجود سببية ثنائية ، ولكن في عدد من الدول كانت النتائج تشير الى أن السببية تتجه من النمو الى التطور المالي .

على اختبار السببية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي حول 16 دولة وقد توصل الباحثان على اتجاه السببية يختلف من دولة الى أخرى باختلاف خصائص القطاع المالي من دولة الى أخرى (في البعض منها ثنائية الاتجاه وفي البعض الآخر أحادية الاتجاه) ، باستخدام عينة مشكلة من 16 بلدا ، الى أن السببية بين العمق المالي المقاس بواسطة نسب الودائع البنكية المترتبة على القطاع الخاص الى الانتاج الداخلي الخام والنمو تتغير من بلد الى آخر ، فقد تم التوصل في بلدين فقط الى أن التطور المالي كان سببا في النمو الاقتصادي ، في سبعة دول من العينة ثم اكتشف أثر ارتجاعي بين المالية والنمو ، وفي أربعة دول أخرى علاقة سببية تتجه من النمو نحو القطاع المالي .

4-2 : دراسة² Darrat(1999):

هدفت الدراسة الى اختبار اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في كل من السعودية ، تركيا والامارات ، خلال الفترة الممتدة من 1964-1993 باستعمال مؤشرين ممثلين للعمق المالي وهما المجموع النقدي M1 و M2 بالنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي ، استخدمت الدراسة اختبار السببية لGraneger ، اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (ECM) ، توصلت الى نتيجة مهمة من خلال مجموعة من التحليلات على أن اتجاه السببية يختلف عبر الدول ، مع اعتبار أن العمق المالي يعتبر عامل في عملية التنمية .

¹ Panicos .Demetriades and Khaled Hussein (1996) "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries" Journal of Development Economics Vol .51(1996) 387-411.

² Alif. F Darrat (1999) , Are financial deepening and economic growth causally related ?, Another look at the evidence , International Economic Journal , 13:3 , pp 19-35.

2-5: دراسة¹ (Al-Youcif 2002) :

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على عينة تتكون من 30 دولة نامية باستعمال تحليل السلاسل الزمنية التي شملت على اختبار جذر الوحدة، اختبار السببية ، اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ ، بالإضافة الى تحليل بيانات بانل وتوصلت الدراسة الى النتائج التالية :

- في 10 دول العلاقة السببية ثنائية الاتجاه (Bi-directional causality)
- في 9 دول اتجاه السببية من النمو الاقتصادي الى التطور المالي (demand-following)
- في 4 دول اتجاه السببية من التطور المالي الى النمو (supply-leading)
- في 7 دول عدم وجود علاقة سببية معنوية بين القطاع المالي والحقيقي .

و قامت الدراسة باستخلاص النتائج التالية :

- ◀ هناك تدعيم قوي للعلاقة السببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي .
- ◀ أيضا تدعيم لفرضية العرض القائد والطلب التابع .
- ◀ أن العلاقة السببية تختلف من دولة الى أخرى نتيجة اختلاف مستويات التطور المالي والاقتصادي ما بين الدول.

2-7 : دراسة² (Ang and McKibbin 2007) :

قام الباحثان باختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، هل أن تطور القطاع المالي يقود الى النمو الاقتصادي أم العكس ، تمت الدراسة على دولة ماليزيا خلال الفترة الممتدة 1960 الى 2001 باستعمال التكامل المشترك واختبارات للسببية ، ، توصلت الدراسة الى أن النمو الاقتصادي له تأثير ايجابي على تطوير النظام المالي أي تأييد فرضية 1952 Robinson (demand following) على أن النمو الاقتصادي يقود الى تطور في النظام المالي في الأجل الطويل، وقد فسر الباحثان هذه النتيجة الى أن سياسة التحرير المالي لم تلعب أي دور في رفع معدلات النمو الاقتصادي من خلال قناة تطوير النظام المالي .

¹ Yousif Khalifa Al-Yousif (2002),f inancial development and economic growth: Another look at the evidence from developing countries, Review of Financial Economics 11, 131-150.

²James Ang and Warwick McKibbin(2007) “financial liberalization, financial development and growth : Evidence from Malaysia ” Journal of development economics 84,pp:215-233.

8-2 : دراسة¹ Hurlin and Baptiste(2008) :

قامت هذه الدراسة على اختبار السببية في نماذج بانل (Homogeneous Non –Causality hypothesis) على عينة تتكون من 63 دولة متقدمة ونامية خلال فترات 1960-1995 ، 1960-2000 ، باستعمال ثلاثة مؤشرات للتطور المالي

توصلت الدراسة الى دعم قوي لنتائج العلاقة السببية الغير متجانسة من النمو الاقتصادي الى التطور المالي ، أي رفض للفرضية العدمية تحت وجود تجانس في عدم وجود اتجاه السببية من النمو الاقتصادي الى التطور المالي .

و أشارت الدراسة الى أن نتائج الاختبار مرتبطة وتابعة لكل من :

1. فترات الابطاء المأخوذة في نموذج الانحدار الذاتي.

2. فترة الدراسة .

3. مؤشرات التطور المالي المستعملة في الدراسة .

10-2 : دراسة² Hassan K M et al(2011) :

استعملت الدراسة معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي ، وأربعة مؤشرات ممثلة للوساطة المالية : القروض الممنوحة من طرف الجهاز البنكي الى GDP ، قروض الموجهة الى القطاع الخاص الى GDP ، M3/GDP ، وأخيرا مؤشر مجموع الادخار المحلي الى GDP .

توصلت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في حالة الدول النامية .

و قامت الدراسة باستخلاص نتيجة مفادها هو " أن العمل الجيد للنظام المالي هو شرط ضروري ولكنه عامل غير كافي لتحقيق مستويات أعلى من النمو الاقتصادي في الدول النامية" .

“It seems that a well-functioning financial system is a necessary but not sufficient condition to reach steady economic growth in developing countries³” .

¹Christophe Hurlin and Baptiste Venet (2008) , financial development and growth : a re-examination using a panel Granger Causality Test , halshs-0031995,Version 1.

² 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 ,51,88-104.

³ M. Kabir Hassan , Benito Sanchez , Jung-Suk Yu.(2011) .op cite,p:88.

3- الدراسات السابقة حول دور نوعية المؤسسات في علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي:

أظهرت الدراسات الحديثة التي تبحث عن وصف الآلية التي تؤثر من خلالها الأنظمة المالية على التنمية الاقتصادية ، بأن تنمية القطاع المالي ستشجع على تعبئة أكثر للدخار وتوزيع أفضل للموارد المالية فتحرض بذلك الاستثمارات المنتجة والنمو الاقتصادي .

ولكن على الرغم من الدور الهام للقطاع المالي وتطوره في تنشيط النمو ، إلا أن هناك اختلافا كبيرا في درجة التطور المالي عبر مراحل التنمية في مختلف الدول ، فهناك بعض الدول التي يوجد لديها قطاع مالي متطور يدفع بالنمو الاقتصادي ، في حين أن بعض الدول الأخرى تقع في نفس مرحلة النمو وليس لديها قطاع مالي متطور بنفس الدرجة ، وهذا ما يطرح التساؤل، هل هناك علاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي؟ أم أن هناك عامل آخر يؤثر عليهما؟ (Demirguç _Kunt 2006).

ابتداءً من سنوات التسعينات ، مدفوعة من طرف المؤسسات المالية الدولية (البنك العالمي وصندوق النقد الدولي) ، شرعت أغلبية الدول النامية في برنامج واسع من الإصلاحات المالية (تطبيق لسياسة التحرير المالي) ، ولكن في أوقات الأزمات ظهر اختلاف كبير فيما يتعلق بتأثير هذه الأخيرة على التطور المالي والتنمية الاقتصادية ، وهو ما يسمح بالتساؤل لماذا الإصلاح المالي ينتهي بالنجاح في دولة وبالفشل في أخرى؟ وفي هذا السياق ، العديد من أعمال البحث أظهرت بأن الإصلاحات المالية تستلزم إطار مؤسسي سليم (Philip Arestis et al 2002)¹ بمعنى آخر هذه الإصلاحات ليست كافية إذا لم تكن مصحوبة بإصلاحات مؤسسية مناسبة² (Baltagi, Demetriades and Law 2007) ، هذا ما تؤكد الدراسات الحديثة على وجود بيئة مؤسسية سليمة (l'environnement institutionnelle sain) من اجل قدرة التطور المالي على تحفيز معدلات النمو الاقتصادي، أي التأكيد على نوعية المؤسسات (institutions quality) التي ينشط فيها النظام المالي في إطار الاقتصاد الجديد للمؤسسات (la nouvelle économie institutionnelle) .

قامت هذه الدراسات بإدخال متغير جديد عند دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والمتمثل في نوعية المؤسسات **institutions quality** ، بهدف ازالة الغموض حول هذه العلاقة ، واعتبارها كشرط

¹ Arestis, Philip, et al, 2002. "The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Economies," International Journal of Finance & Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 7(2), pages 109-21, April.

² Badi H Baltagi , Panicos O Demetriades and Siong Hook Law (2007) " financial development , Openness and Institutions : Evidence from Panel data " Working paper series ISSN 1749-8279.

ضروري من أجل قدرة الجهاز المالي على ممارسة تأثيرات ايجابية على النشاط الاقتصادي ، من بين هذه الدراسات ما يلي:

3-1: دراسة¹ Demetriades and Law (2006) :

تعتبر هذه الدراسة أول من أدخلت الإطار المؤسساتي عند اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، وهدفت الى البحث عن هل للتطور المالي ونوعية المؤسسات أثر ايجابي على النمو الاقتصادي؟ و هل هذا الأثر يختلف باختلاف مستويات التنمية؟ ، وذلك من خلال اختبار صحة الفرضية القائلة بأن " التفاعل بين نوعية المؤسسات والتطور المالي له تأثير ايجابي على النمو الاقتصادي ، وهذا التأثير مرتبط بمستويات التنمية والاطار المؤسساتي " ، شملت عينة الدراسة على 72 دولة وتم تقسيمها وفقا لمعيار الدخل (دول مرتفعة الدخل ، متوسطة الدخل ، و منخفضة الدخل) ، خلال الفترة الممتدة من 1978 الى 2000 ، تم استخدام طريقة PMG و MG لتقدير البيانات المجمعة والمقطعية لنموذج غير خطي المتمثل في دالة الإنتاج ل Cobb – douglas ، استعملت الدراسة 3 مؤشرات ممثلة للتطور المالي وهي : M3/GDP ، قروض الموجهة الى القطاع الخاص الى PIB ، قروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي الى PIB ، أما بالنسبة لمؤشرات لنوعية المؤسسات هي : الفساد ، سيادة القانون ، مخاطر الاستغلال ، كفاءة الجهاز الاداري (البيروقراطية) ، قدرة الدولة على تنفيذ التعاقدات .

تظهر النتائج الى أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي في الدول ذات الدخل المرتفع ومتوسط نتيجة لوجود إطار مؤسساتي سليم ، أما بالنسبة للدول منخفضة الدخل مساهمة ضعيفة لتطور القطاع المالي في حفز معدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل نتيجة لوجود مؤسسات غير سليمة .

3-2: دراسة² Law and Habibullah (2006) :

هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، مع ادخال متغيرات نوعية المؤسسات ضمن هذه العلاقة ، على 8 دول من شرق آسيا ، خلال الفترة من 1980-2001 باستخدام بانل مع مجموعة من المتغيرات الممثلة لتطور الجهاز المصرفي ونوعية المؤسسات ، وتوصلت الدراسة الى أنه في حالة توفر بيئة مؤسسية جيدة فان الجهاز البنكي يمارس تأثيرات ايجابية على النمو .

¹ Panicos Demetriades and S . H. Law,2006. finance, institutions and economic development . international journal of finance and economics : 11 :245-260 .

² Siong Hook Law, and Muzafar Shah Habibullah(2006). Financial Development, Institutional Quality and Economic Performance in East Asian Economies. Review of Applied Economics>Volume 2, Number 2,pp:201-216.

3-3 : دراسة¹ (2009) Yahyaoui et Rahmani :

سعت الدراسة الى تبيان أهمية اطار المؤسساتي السليم ضمن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، خلال الفترة الممتدة من 1990 الى 2006 على 22 دولة نامية ، تم استخدام البيانات المجمعة و FMOLS (la méthode de moindres carrés complètement modifié) ، و DOLS (moindres carrés dynamiques) في التقدير ، استعملت الدراسة 3 مؤشرات ممثلة للتطور المالي وهي : M3/GDP ، قروض الموجهة الى القطاع الخاص الى PIB ، قروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي الى PIB ، أما بالنسبة لمؤشرات لنوعية المؤسسات هي : الفساد ، سيادة القانون ، مخاطر الاستغلال ، كفاءة الجهاز الاداري (البيروقراطية) ، قدرة الدولة على تنفيذ التعاقدات . توصلت الدراسة الى عدم إهمال نوعية المؤسسات التي تعتبر عاملا هاما في دراسة العلاقة بين تطور القطاع المالي والقطاع الحقيقي .

3-4 : دراسة² (2012) Gazdar and Cherif :

قامت الدراسة على اختبار تأثير نوعية المؤسسات المالية على العلاقة التمويل بالنمو ، تحقيقا لهذه الغاية ، تم تقدير نموذج تجريبي للتفاعل الخطي بين التطور المالي ونوعية المؤسسات . اظهرت النتائج الاساسية أن معظم مؤشرات التنمية المالية يكون لها تأثير سلبي كبير على النمو الاقتصادي ، فان علامة التفاعل لمعاملات المتغيرات ايجابية بشكل كبير ، والتي تقدم دليلا قويا على نوعية المؤسسات تخفف من التأثير السلبي للتنمية المحلية على النمو الاقتصادي ، نجد أن النتائج التي التوصل اليها تظهر ان تطور القطاع المصرفي في دولة يكون لديها نقاط في القانون والنظام والبيروقراطية وتسهيل الاستثمار فان ذلك يسهل عملية النمو ، ايضا يمكن للبلدان التي لديها نقاط في الاستثمار الشخصي ، الاستفادة من التنمية المالية ، يجب ان تكون جزء لا يتجزأ من النظم المالية في بلدان المنطقة ضمن اطار مؤسسي سليم .

3-5 : دراسة³ (2012) Yaya Keho :

هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بالإضافة الى إظهار أهمية دور البيئة المؤسساتية ضمن هذه العلاقة ، وذلك خلال الفترة الممتدة من 1984 الى 2005 ، شملت عينة الدراسة على 6 دول من L'UEMOA)

¹ Abdelkrim Yahyaoui et Atef Rahmani, 2009 « Développement financier et croissance économique : Role de la qualité des institutions » PANOECONOMICUS, 3, pp , 327-357.

² Kaouther Gazdar and Mondher Cherif (2012). Institutions and the Finance-Growth Nexus: Empirical Evidence from MENA Countries .conference paper, ERF18th_INST03

³ Yaya Keho (2012) : « le rôle des facteurs institutionnels dans le développement financier et économique dans les pays de l'EUMOA » Revue économique et monétaire N°- Décembre 2012.

تقدير نموذج غير خطي للبيانات المجمعة المتمثل في النموذج النيوكلاسيكي للنمو (نموذج Solow) ، تم استخدام نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ممثل للنمو الاقتصادي ، ومؤشرات ممثلة للتور المالي : $M3/PIB$ ، أشباه النقود بالنسبة للكتلة النقدية $QM/M2$ ، قروض الموجهة الى القطاع الخاص الى PIB ، قروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي الى PIB ، ومؤشرات لنوعية المؤسسات : الفساد ، كفاءة الجهاز الإداري (نوعية البيروقراطية) ، سيادة القانون ، $la\ stabilité\ du$ ، $les\ conditions\ d'investissement$ ، $la\ responsabilité\ démocratique$.gouvernement

بالإضافة الى مؤشرات أخرى تساعد في تفسير النمو الاقتصادي : معدل الانفتاح الخارجي ، معدل التضخم ، التوازن المالي بالنسبة الى PIB (الفرق بين الإيرادات والنفقات) ، وتوصلت الدراسة الى أن البيئة المؤسسية ذات أهمية بالنسبة للقطاع المالي ونمو القطاع الحقيقي .

4- الدراسات السابقة حول العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

قامت العديد من الدراسات التطبيقية باختبار العلاقة غير الخطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، خاصة من خلال تأثير العتبة **threshold effect** على أن التطور المالي يؤثر ايجابا على النمو الاقتصادي بعد بلوغه مستوى معين من التطور ، أما تحت هذه العتبة فان له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي¹ من بينها ما يلي :

1-4 : دراسة² (1998) Berthélemy and Varoudakis :

قامت الدراسة باختبار العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، قامت الدراسة بتقسيم عملية التقدير الى مرحلتين وذلك نتيجة أن التطور المالي يمكن أن يآثر على النمو من خلال الرفع من انتاجية رأس المال عن طريق التخصيص الأمثل للموارد المالية ، ثانيا من خلال جمع أكبر قدر من المدخرات لتمويل الاستثمارات أي المساهمة في الرفع من حجم الاستثمارات ، ومن خلال استخدام معادلة النمو المقترحة من طرف³ (1992) Mankiw , Romer and Weil ، باستخدام المؤشرات التالية : نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي ، مؤشر الاستثمار ، مخزون رأس المال البشري ، مؤشر الانفتاح التجاري ، معدل التضخم ، الكتلة النقدية

¹Joshua Aizenman, Yothin Jinjark, Donghyun Park (2015) "Financial development and output growth in developing Asia and Latin America: A comparative sectoral analysis VoxEU.org 14 February. available on the following link: <http://www.voxeu.org/article/financial-development-and-output-growth-evidence-east-asia-and-latin-america>

² Jean-Claude Berthélemy Aristomène Varoudakis (1998) , Développement financier , réformes financières et croissance : une approche en données de panel , Revue économique , Volume 49, N°1, pp195-206.

³ N. Gregory Mankiw, David Romer and David N. Weil (1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth The Quarterly Journal of Economics Vol. 107, No. 2 (May, 1992), pp. 407-437.

الى الناتج المحلي الاجمالي، متغير صماء يأخذ القيمة 0 قبل عملية الاصلاحات المالية ، وقيمة 1 في ظل تطبيق سياسة التحرير المالي .

قامت الدراسة بالتحليل في اطار بيانات بانل باستخدام نموذج الأثر الثابت خلال الفترات 1960-1965 ، 1985-1990 ، ل82 دولة (عدد الملاحظات هو 6 سنوات) .

4-2: دراسة¹ (2002) Deidda and Fattouh :

اشتملت الدراسة على 119 دولة نامية ومتقدمة بهدف اختبار أثر تطور الأنظمة المالية على النمو الاقتصادي خلال الفترة من 1960-1989، عن طريق استخدام الانحدار بوجود عتبة (threshold regression) ، وتوصلت الدراسة الى أن العلاقة بين التطور المالي والنمو هي علاقة غير خطية (non-linear relationship) ، و أن التمويل هو محدد من محددات النمو في الدول مرتفعة الدخل ، بينما يمارس أثر غير معنوي في حالة الدول منخفضة الدخل.

4-3: دراسة² (2006) Shen and Lee :

هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على عينة تتكون من 48 دولة نامية ومتقدمة ، باستخدام تحليل بيانات بانل والتي تمثلت في طريقة النموذج بقاطع مشترك (POLS) خلال الفترة من 1976-2001.

وأشارت النتائج الى وجود علاقة غير خطية (non-linear) بين مؤشرات تطور كل من الأسواق المالية والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي .

4-4: دراسة³ (2009) Huang and Lin :

اختبرت الدراسة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في ايطار النماذج الغير خطية خلال الفترة من 1960-1995، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة غير خطية بين التطور المالي والنمو ، وأن الأثر الايجابي للتطور المالي على النمو هو أكثر معنوية في الدول منخفضة الدخل على الدول مرتفعة الدخل ، وأشار الباحثان

¹L. Deidda, and B. Fattouh, (2002) Non-linearity between Finance and Growth. *Economics Letters* 74: 339-345.

²C.H., Shen, and C.C. Lee, 2006. Same financial development yet different economic growth – why? *Journal of Money, Credit and Banking* 38 (7), 1907-1944.

³ H.C.Huang, and S.C., Lin, 2009. Non-linear finance-growth nexus. *Economics of Transition* 17, 439-466.

الى أن النتائج تختلف باختلاف مستويات الدخل ، وهذا ما يدعو الى اعادة تقييم العلاقة بين القطاع المالي والحقيقي في اطار الأنظمة الاقتصادية الحديثة .

4-5: دراسة¹ (2012) Arcand J-L et al :

قامت الدراسة على اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو على 100 دولة متقدمة ونامية ، خلال الفترة من 1960-2010، باستخدام بيانات بانل .

و توصلت الدراسة الى أن التطور المالي يمارس تأثيرات سالبة على النمو ، واستخلصت الباحثون أن للتطور المالي تأثير متلاشي (Vanishing effect) على النمو .

4-6: دراسة² (2015) Samargandi et al :

أعدت الدراسة تقييم العلاقة بين التطور المالي والنمو على 52 دولة متوسطة الدخل خلال الفترة من 1980-2008 ، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ وطريقة PMG في التقدير بهدف الأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس (heterogenous) العلاقة ما بين الدول نظرا لاختلاف في مستويات التطور المالي والاقتصادي.

توصلت الدراسة الى وجود علاقة غير خطية بين التطور المالي والنمو في المدى الطويل ، أما في المدى القصير فهي غير معنوية ، وبالتالي توصلت الدراسة الى أن الأنظمة المالية الأكثر تطورا تمارس تأثيرات سلبية على النمو.

ونتيجة أن معظم الدراسات السابقة التي قامت باختبار العلاقة الغير الخطية بين التطور المالي والنمو ، توصلت الى نتيجة مفادها أن مستوى التطور المالي هو عامل جيد بالنسبة الى النمو حتى مستوى معين ، وبعد ذلك يصبح التأثير سلبى على النمو .

¹ JeanLouisArcand, EnricoBerkes and UgoPanizza.(2012) , Too much finance ?, IMF Working Paper, WP/12/161.

² Nahla Samargandi , Jan Fidrmuc and Ghosh Sugata (2015). Is the Relationship between financial development and economic growth monotonic ? Evidence from a sample of Middle Income Countries . World Development Vol , 68, pp: 66-81.

5 - الدراسات السابقة حول القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي الى النمو الاقتصادي:

معظم الدراسات النظرية والتطبيقية اهتمت بدراسة تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي من خلال استخدام مؤشرات ممثلة للتطور المالي واختبار أثرها على معدلات النمو الاقتصادي ، دون التطرق للقنوات التي يمر عبرها تأثير تطور المالي على النمو الاقتصادي والتي أخذت بعين الاعتبار والاهتمام من طرف عدد قليل من الاقتصاديين (King and levine ، levine (1997) ، Ang (2008) ، Benhabib and spiegel (2000) ، Beck et al (2000) ، (1993a)).

هناك عدد قليل ومحدود حول الدراسات التي أعطت أهمية للقنوات (transmission channels) التي يمر منها التأثير من التطور المالي الى النمو الاقتصادي ، وحسب النظريات هناك قناتين وهما كالتالي :

قناة تراكم رأسمال (Capital Accumulation Channel) : فان النظام المالي المتطور يعمل على جلب أكبر قدر ممكن من المدخرات المالية ، وبالتالي توفير التمويل للاستثمارات (Volume of Investment) والتي يكون لها أثر مباشر على رفع معدلات النمو الاقتصادي (quantitative effect) .

قناة انتاجية رأسمال (productivity of Capital channel) : والتي تتمثل من خلال قدرة النظام المالي على جلب المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وتحليلها وبالتالي توجيه الموارد المالية الى استثمارات أكثر انتاجية (Efficiency of investment) أي الاستغلال الأمثل للمدخرات التي تنعكس ايجابا على القطاع الحقيقي (qualutative effect) بالاضافة الى القدرة الى تنويع الاستثمارات بهدف القدرة على التقليل من المخاطر (كلما زاد العائد من الاستثمار كلما زاد الخطر، علاقة ايجابية بين العائد والمخاطرة .

اهتمت معظم الدراسات التجريبية ركزت على اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي دون ابراز القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي الى النمو ، هناك دراسات جد محدودة قامت بتسليط الضوء على اختبار القنوات ، هل أن التطور المالي يؤثر اما من خلال قناة تراكم رأس المال أو الرفع من انتاجية رأس المال أو من كلاهما ، وفيما يلي سوف نعرض أهمها :

5-1: دراسة¹ De Gregorio and Guidotti (1995) :

و قد اختبرت دراسة (1995) De Gregorio and Guidotti تأثير تطور القطاع المالي على معدل النمو عبر الدول ذات الدخل العالي والمتوسط والمنخفض ، واستخدما نسبة الائتمان المصرفي الى القطاع الخاص والى

¹ Jose De Gregorio and Pablo E.Guidotti (1995) « Financial development and economic growth » Worl Development, Vol, 23.N°3,pp 433-448.

الناتج المحلي الاجمالي كمقياس للتطور المالي ، وأشارت النتائج التي توصلوا اليها أن العلاقة بين تطور الأنظمة المالية والنمو موجبة خلال الفترة 1960-1985 وسالبة خلال الفترة 1970-1985 في الدول ذات الدخل العالي ، بينما كان لها أثر ايجابي على النمو في الدول ذات الدخل المتوسط والمنخفض.

2-5 : دراسة¹ (Benhabib and Spiegel (2000):

قامت الدراسة باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) ، على الدول التالية : الأرجنتين ، شيلي ، إندونيسيا وكوريا خلال الفترة من 1965-1985.

و توصلت الدراسة الى أن التطور المالي يرفع كل من معدلات الاستثمارات و انتاجية عوامل الانتاج ، ومع الاشارة الى أن النتائج كانت حساسة الى كل من الأثر الثابت الخاص بكل دولة واختلاف مستويات التطور في القطاع المالي .

3-5 : دراسة² (Beck et al (2000):

قامت دراسة (Beck et al (2000) باختبار أثر الوساطة المالية على النمو الاقتصادي من خلال أثر كل من مجموع الادخار، تراكم رأس المال و انتاجية عوامل الانتاج على النمو الاقتصادي الممثل بنصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي ، وتعتبر دراسة من بين أهم المساهمات في دراسة العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي ، وقام باستعمال طريقتين في عملية التقدير بهدف تجنب نقائص (shortcoming) طرق التقدير الأخرى ، و تضم الدراسة 63 دولة خلال الفترة من 1960-1995 .

أولا استعمال بيانات المقطعية (cross-sectional) في التحليل ، وتأخذ صيغة معادلة الانحدار في هذه الحالة الشكل التالي :

$$Y_i = \alpha + \beta \text{finance}_i + \gamma X_i + \varepsilon_i \dots \dots \dots (1)$$

Y_i : يمثل كل معدلات النمو الاقتصادي ، معدلات الادخار ، تراكم رأس المال المالي و انتاجية عوامل الانتاج .

¹Jess Benhabib and Mark M. Spiegel (2000) : “ the role of financial development in Growth and Investment ”Journal of Ecobomic Growth ,5: 341-360.

² Thorson Beck , Ross Levine and Norman Loayza (2000) “ Finance and the Sources of Growth ”Journal of Financial Economics 58, 261-300.

$finance_i$: تمثل مؤشرات التطور المالي التي تشمل على كل من قروض الموجهة الى القطاع الخاص (Private credit) ، مؤشر السيولة (liquid liabilities) و commercial central bank .

X_i : تمثل متغيرات أخرى مرتبطة بمعدلات النمو الاقتصادي .

ε_i : الخطأ العشوائي.

تهدف دراسة (Beck et al (2000) الى اختبار اختلاف الفروقات في مؤشرات التطور المالي وأثرها على كل من الاخار ، تراكم رأس المال ، انتاجية عوامل الانتاج والنمو الاقتصادي وأيضا محاولة معرفة هل أن التغيرات في التطورات المالية خلال الزمن بالنسبة للدولة له أثر على النمو الاقتصادي من خلال مختلف القنوات .

في حالة تحليل بإستعمال بيانات البانل (panel data analysis) ل 77 دولة خلال الفترة من 1960-1995) بمعدل 5 سنوات) ، وبالتالي تأخذ صيغة معادلة الانحدار في هذه الحالة الشكل التالي :

$$Y_{it} = \alpha X_{i,t-1}^1 + \beta X_{i,t}^2 + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Y_{it} : المتغير التابع (dependent variable)

$X_{i,t-1}^1$: تمثل التباطؤ الزمني للمتغيرات المساعدة (lagged explanatory variables)

contemporaneous explanatory variables : $X_{i,t}^2$

μ_i : الأثر الفردي الغير ملاحظ

γ_t : الأثر الزمني الغير ملاحظ.

ε_{it} : الخطأ العشوائي

توصلت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية ومعنوية احصائيا بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي وانتاجية عوامل النتاج ، واستخلصت أن هناك وجود علاقة قوية بين الوساطة المالية وتراكم رأس المال ومعدل الادخار، وبالتالي الدراسة تدعم أن قيام النظام المالي بالوظائف المالية بكفاءة وفعالية ، الأمر الذي في الرفع من تخصيص الموارد المالية وزيادة الانتاجية لعوامل الانتاج منا ينعكس ايجابا على الرفع من معدلات النمو الاقتصادي .

أثبتت الدراسة وجود على المدى الطويل علاقة قوية جدا بين التطور المالي ونمو الانتاج الكلي للعوامل ، ولكن أيضا مع معدل الادخار ومعدل تراكم رأس المال .

4-5 : دراسة¹ (2002) Shan and Morris :

قامت الدراسة على اختبار العلاقة السببية (causality test) من خلال تحليل السلاسل الزمنية في اطار نماذج الانحدار الذاتي (VAR) باستعمال (Toda and Yamamoto, 1995) بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ومحاولة توضيح قنوات التأثير اما من خلال قناة حجم الاستثمارات أو انتاجية الاستثمارات ، شملت عينة الدراسة على 20 دولة (19 من دول OECD ودولة الصين) خلال الفترة الممتدة من 1985-1998 باستعمال مجموعة من المؤشرات :

- مجموع القروض الى الناتج المحلي الاجمالي
- هامش أسعار الفائدة (الفرق بين أسعار الفائدة على القروض والودائع) كمقياس لمدى كفاءة الوساطة المالية.
- **stock market price** كمؤشر لتطور الأسواق المالية .
- معدلات التضخم كمؤشر لتمثيل الاستقرار في الاقتصاد الكلي .
- تكوين تراكم رأس المال الى الناتج المحلي الاجمالي كممثل لحجم الاستثمارات.
- الانتاجية **productivity**.
- مؤشر الانفتاح التجاري الى الناتج المحلي الاجمالي .

توصلت الدراسة الى نتائج مختلفة في بعض الدول لاجود للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، من جهة أخرى أن التطور المالي ناتج عن النمو، وأيضا أن التطور المالي يحفز النمو وفي البعض وجود علاقة ثنائية . واستخلصت الدراسة على عدم القدرة على تعميم النتيجة حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، حيث أشارت الدراسة الى أن تحير الأنظمة المالية يعمل على زيادة تطورها وعرض أكثر للخدمات المالية التي يكون لديها تفاعل وانعكاس على القطاع الحقيقي .

¹ Jordan Shan and Alan Morris (2002) “Does financial development lead economic growth “ , International Review of Applied Economics , Vol .16,N°2.

5-5 : دراسة¹ (Rioja and Valev 2003) :

بحثت دراسة في أثر التطور المالي على مصادر النمو الاقتصادي المتمثلة في الإنتاجية وتراكم رأس المال في مجموعات مختلفة من الدول، ولاختبار هذه العلاقة استخدم الباحثان طريقة العزوم المعممة (Generalized Method of Moments)، باستخدام بيانات مقطعية تشمل واحدا وسبعين دولة. طبق النموذج على ثلاثة مقاييس للتطوير المالي: نسبة الدين الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية والبنك المركزي، والالتزامات السائلة، بالإضافة إلى متغيرات الناتج المحلي الإجمالي ورأس المال والعمل المدرجة في دالة الإنتاج.

النتائج التي توصلت إليها الدراسة تؤكد الفرضية المختبرة بوجود أثر قوي إيجابي للتطوير المالي أولا على إنتاجية النمو ثم على التراكم الرأسمالي في الدول الأكثر تقدما، بينما في الدول الأقل تقدما يكون تأثير التطوير المالي على نمو الناتج في البداية عبر التراكم الرأسمالي.

5-6 : دراسة² (Coporale , Howells and Soliman 2005) :

هدفت الدراسة الى اعادة اختبار العلاقة بين التطور في الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في اطار نماذج النمو الداخلي من خلال اختبار الفرضية التي تنص على أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال الرفع من إنتاجية رأس المال ، ومن أجل تحقيق الغرض من الدراسة تم استعمال طريقة Toda and Yamamoto (1995) في اطار نماذج VAR ، وشملت عينة الدراسة على أربعة دول : شيلي ، كوريا ، ماليزيا وفلبين خلال الفترة الممتدة من 1979Q1 الى 1998Q4 .

باستعمال المؤشرات التالية :

- حجم الاستثمارات ممثل بمؤشر تكوين تراكم رأس المال الى الناتج المحلي الاجمالي .
- إنتاجية الاستثمارات مقاسة بنسبة التغير في الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي الى الحجم الكلي للاستثمارات
- رسملة البورصة بهدف قياس حجم الأسواق المالية .
- مؤشر حجم التداول لتمثيل كفاءة وفعالية الأسواق المالية .

¹Felix Rioja, Neven Valev. (2003), Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development, Andrew Young School of Policy Studies, Department of Economics, Georgia State University, Atlanta, pp. 29.

² Guglielmo Maria Coporale , Peter Howells and Alaa M Soliman (2005) “Endogenous growth models and stock Market development : Evidence from four countries “ Review of Development Economics ,9(2) , 166-176.

- الناتج المحلي الاجمالي كمثل للنمو الاقتصادي.

و توصلت الدراسة الى تدعيم فرضية نماذج النمو الداخلي على أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة انتاجية الاستثمارات (investment productivity channel) .

7-5 : دراسة¹ (Rousseau and Vuthipadadorn 2005) :

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير التمويل على الاستثمار والنمو على 10 اقتصاديات آسيوية خلال الفترة من 1950-2000 ، وهدفت ايضا الى ابراز القنوات التي يمر منها التأثير ، باستعمال نماذج VAR وVECM ، والمؤشرات التالية : مؤشر (M2-M1) ، القروض الموجهة الى القطاع الخاص والناتج المحلي الاجمالي والاستثمار كمؤشرين للكفاءة الاقتصادية وتوصلت الدراسة الى تأييد أن التمويل يؤثر على النمو خاصة من خلال قناة تراكم رأس المال (factor accumulation).

8-5 : دراسة² (Ghirmay Teame 2006) :

ناقشت الدراسة العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي وتحديد القنوات التي يمر منها التأثير على دولة الولايات المتحدة خلال الفترة من 1970-2001.

وتوصلت الدراسة الى أن القطاع المالي له تأثير موجب على النمو من خلال قناة تراكم رأس المال والانتاجية ، ولم يتوصل الى نتيجة العلاقة العكسية من النمو الى القطاع المالي ، وأشارت الدراسة أيضا الى أن الأسواق المالية (Market-based) تؤثر ايجابا على النشاط الاقتصادي في US .

9-5 : دراسة³ (James B. Ang 2008) :

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على دولة ماليزيا خلال الفترة من 1960-2003، مع التأكيد على قنوات التي تربط بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي ، قامت هذه الدراسة باستخدام 6 معادلات من أجل توضيح قنوات التي يمر منها تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي.

¹Peter Rousseau and Dadanee Vuthipadadorn (2005) . finance , investment , and Growth : Time series evidence from 10 Asian Countries economies . Journal of Macroeconomics 27(2005) , 87-106 .

² Teame Ghirmay (2006). Financial Development ,Investment ,Productivity and Economic Growth in the US . Southwestern Economic Review , 33(1) , PP :23-36.

³ James B .Ang (2008) . What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia ”,Economic Modelling 25 (2008) , 38-35.

و بهدف تحقيق الغاية من الدراسة استخدمت الدراسة نموذج ARDL ، وتوصلت الدراسة الى أن تطور القطاع المالي يمارس تأثيرات ايجابية ومعنوية على الاقتصاد المالي ، من خلال قناة رأس المال ونتاجية عوامل انتاج.

خلاصة الفصل:

يستخلص من الدراسات السابقة ما يلي :

- ✓ تختلف النتائج باستخدام الأسلوب القياسي المستخدم.
- ✓ اعتمدت بعض الدراسات على عينة من الدول التي تنتمي الى مراحل تنموية مختلفة ، الأمر الذي يؤدي الى عدم دقة النتائج ووجود درجة من التحيز ، وعدم القدرة على تعميم النتائج.
- ✓ معظم الدراسات تهمل العوامل الأساسية المحددة للنمو الاقتصادي المتمثلة خاصة في العمل ورأس المال، مما يؤدي الى تحيز المعلومات المقدرة.
- ✓ اعتمدت نتائج الدراسات السابقة على دراسة علاقة الارتباط بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في اتجاه واحد ، وبالتالي عدم فهم لاتجاه السببية بين المتغيرات ، في حين قد تشير النتائج الى أن المتغيرات تتحرك بعضها مع بعض فقط، وقد لا يكون هناك لا يكون هناك أي علاقة وإنما يعود الارتباط التطور القيم عبر الزمن .
- ✓ بعض الدراسات لا تأخذ بعين الاعتبار مشكلة endogeneity اي أن المتغيرات الخارجية تصبح داخلية ، كما أكد Robinson 1952 على أن التطور المالي ما هو إلا نتيجة لعملية النموية.
- ✓ مختلف الدراسات السابقة توصي عند دراسة العلاقة بين القطاع الحقيقي والمالي على أنها علاقة غير خطية non-linéaire.
- ✓ إن معظم الدراسات الحديثة تؤكد على الأخذ بعين الاعتبار الإطار المؤسسي عند دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، لأن الإصلاحات المالية غير كافية إذا لم ينشط النظام المالي في بيئة مؤسسية سليمة تخلق له المناخ من أجل تحفيز عملية النمو الاقتصادي ، و تأكيد على نوعية المؤسسات في إطار اقتصاد الحديد للمؤسسات الذي ينادي بالإصلاحات المؤسسية من أجل فعالية اقتصاد السوق ، وذلك بهدف إزالة الغموض وحسم الجدل حول هذه العلاقة .

الفصل الثالث :الجانب التطبيقي للدراسة قياس ومقارنة أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية والمتقدمة .

مقدمة الفصل:

على الرغم من أن الأنظمة المالية تقوم بتوفير مجموعة من الخدمات المالية والتي تعتبر من أهم مقومات الاقتصاد الا أن تأثيرها على النمو لا يزال محل عدم اتفاق بين الاقتصاديين بل تنوعت نتائج أبحاثهم النظرية والتطبيقية كما تم الإشارة إليها فيما سبق ، وبالتالي نحاول من خلال هذا الجزء إعادة اختبار تأثير التطور المالي بشقيه البنوك والأسواق المالية على النمو الاقتصادي نتيجة لإهمال مؤشرات تطور الأسواق المالية في الدراسات السابقة وتركيز فقط على الوساطة المالية للبنوك باعتبار هو مصدر التمويل للأنشطة الاقتصادية، بالإضافة الى محاولة المقارنة هذا الأثر هل يكون نفسه أم يختلف باختلاف مستويات التطور في كل من القطاع المالي والحقيقي ، كما أشارت الدراسات على أن التطور المالي يعتبر محدد من محددات النمو الاقتصادي ، و أن التأثير يختلف باختلاف مستويات التطور المالي والاقتصادي (Rioja and Valev,2004) .

1 – الاطار العام للدراسة القياسية وأهدافها:

الهدف من هذه الدراسة القياسية هو اختبار أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة الدول المتقدمة والدول النامية ، وتحديد هل أن الاختلاف في مستويات التطور المالي يمكن أن يفسر الفروقات في التطور الاقتصادي ما بين الدول ، اي هل يمكن اعتبار التطور في النظام المالي كأحد محددات النمو والتنمية ، وبالتالي الهدف من الدراسة هو محاولة تفسير العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي باختلاف مستويات التطور المالي والاقتصادي ، من خلال طرح السؤال التالي: هل الفروقات في الهيكل المالي ومدى تطوره بالضرورة مرتبطة بعدلات النمو الاقتصادي؟(Goldsmith,1969) ،بالإضافة أيضا الى اختبار هل الأسواق المالية (Market-based system) أم البنوك(Bank-based system) تلعب الدور المهم والمساهم الأكبر في تعزيز النمو الاقتصادي. وبالتالي الهدف من خلال هذه الدراسة يمكن تلخيصه في النقاط التالية:

1. اختبار أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي، هل يكون الأثر نفسه أم يختلف باختلاف مستويات التطور الاقتصادي.

2. اختبار اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي .

3. أي من البنوك أم الأسواق المالية تلعب الدور الأكبر في التأثير الايجابي على معدلات النمو الاقتصادي.

2 - منهجية الدراسة القياسية والنموذج المستخدم:

1-2: النموذج العام للدراسة:

من أجل تحديد ما مدى الأثر الذي تلعبه التطورات في الانظمة المالية على النمو الاقتصادي في كل من الدول النامية والمتقدمة ، وهل يكون أثر نفسه أم يختلف بين مجموعات الدول وذلك حسب مرحلة التنمية والتطور الذي حققته الدول المختلفة (النمو الاقتصادي يكون دالة في التطور المالي) سوف نعتمد على معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$\text{Economic growth} = f(\text{Financial Development})$$

$$Y_{it} = f(FD_{it}, X_{it}) \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_{it} = f(\text{CREDIT}_{it}, \text{M2/GDP}_{it}, \text{BASSET}_{it}, \text{MC}_{it}, \text{TR}_{it}, \text{VT}_{it}, \text{INVEST}_{it}, \text{POP}_{it}, \text{TO}_{it}, \text{INF}_{it}, \text{GOV}_{it}) \dots \dots \dots (2)$$

$$\delta f / \text{CREDIT} > 0, \delta f / \text{M2/GDP} > 0, \text{BASSET} > 0, \delta f / \text{MC} > 0, \delta f / \text{VT} > 0, \delta f / \text{TR} > 0$$

$$\delta f / \text{INVEST} > 0, \delta f / \text{TO} > 0, \delta f / \text{POP} < 0, \delta f / \text{GOV} < 0, \delta f / \text{INF} < 0$$

$$i = 1, 2, 3 \dots \dots \dots, N \text{ (رقم الفرد في العينة).}$$

$$t = 1, 2, 3 \dots \dots \dots, T \text{ (فترة المشاهدة).}$$

حيث ان :

i: الدولة ، t: الفترة الزمنية ، N: عدد الدول المكونة للعينة محل الدراسة ، T: عدد الفترات الزمنية للدراسة لكل دولة .

N*T : عدد المشاهدات المستخدمة في التقدير وهو عبارة عن حاصل ضرب T في N .

Y_{it} : تشير الى مؤشر النمو الاقتصادي ، FD_{it} تمثل مصفوفة المؤشرات التطور المالي و X_{it} : تمثل مصفوفة المتغيرات المفسرة للنمو .

2-2 : مصادر البيانات :

جميع بيانات المتغيرات المستقلة والتابعة ، تم الحصول عليها من قاعدة البيانات للبنك الدولي ، مؤشرات البنك الدولي للتنمية ، World Development Indicators (WDI) ، حتى عام 2012 ، مؤشرات التطور المالي تم استخراجها من قاعدة البيانات الخاصة به المتواجدة على موقع البنك الدولي، وقد تم اختيار هذه الدول طبقاً

لمعيار مدى توافر البيانات للمتغيرات محل الدراسة لكل سنوات الفترة محل الدراسة أو لمعظم سنوات هذه الفترة.

مصادر بيانات متغيرات الدراسة موضحة كالتالي :

المصدر	المتغيرات	
World Bank , World Development indicators	GDPG	مؤشرات الاقتصاد الكلي
	INVEST	
	GOV	
	POP	
	TO	
	INF	
Financial Structure and Development Database 2013	CREDIT	مؤشرات تطور القطاع المالي
	M2/GDP	
	BASSET	
	MV	
	VT	
	TR	

2-3: العينة وفترة الدراسة:

و قمنا بتقسيم عينة الدراسة الى مجموعتين من الدول : الدول النامية والدول المتقدمة ، بهدف تحقيق الغاية من الدراسة والتي تتمثل أساسا في معرفة وتحديد هل اختلاف في مستويات التطور في القطاع المالي مرتبطة باختلاف مستويات التطور الاقتصادي ، قمنا باختيار عينة الدول المتقدمة والنامية باعتماد على تقسيمات صندوق النقد الدولي المتوفرة على ¹ World Economic Outlook Database ، بالإضافة الى مدى توفر البيانات حول مؤشرات التطور في الأسواق المالية باعتماد على قاعدة البيانات للبنك الدولي ² والتي تحتوي على قاعدة بيانات خاصة بمؤشرات التطور المالي ³ (Financial Structure and Development Database2013) ، و نتيجة أن معظم الاسواق المالية هي ناشئة خاصة في حالة الدول النامية وتوفر بيانات محدودة وتحصلنا على العينتين التاليتين:

❖ عينة الدول المتقدمة (developed countries) :

¹Countries follow the IMF classification in World Economic Outlook (WEO) database : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/weoselgr.aspx> (Accessed March, 13rd, 2015).

² <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators/> (Accessed March, 13rd, 2015).

³ <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20696167~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> (Accessed April, 23rd, 2015).

Australia , Austria, Belgium , Canada , Cyprus , Denmark , Finland, France, Germany, Greece , Italy , Japan , Korea , Luxembourg, Netherlands , New Zealand , Norway, Portugal , Singapore , Spain , Sweden, Switzerland, United Kingdom , United States .

❖ عينة الدول النامية والناشئة (developing and emerging countries):

Argentina, Bangladesh, Botswana , Brazil , Chile , China , Colombia , Cote d'Ivoire , Ecuador , Egypt, Ghana , India ,Indonesia , Iran, Jamaica , Jordan , Kenya , Kuwait, Malaysia, Mexico , Morocco, Nigeria, Oman, Pakistan, Panama, Paraguay , Peru , Philippines , Poland, South Africa , Sri Lanka , Thailand , Trinidad and Tobago , Tunisia , Turkey , Uruguay , Venezuela, Zimbabwe.

فترة الدراسة خلال الفترة من 1989-2012 وفترة الدراسة تابعة الى البيانات المتوفرة حول الاسواق المالية (Financial market) نتيجة عن عدم توفر المعلومات حول مؤشرات تطور الاسواق المالية (محدودية توفر البيانات) تغطي فترات أطول.

3 – المتغيرات والمؤشرات المستعملة في الدراسة:

تم اختيار المتغيرات المستعملة في الدراسة باعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت موضوع العلاقة بين التطور في القطاع المالي والنمو الاقتصادي والتي يتم عرضها كالتالي:

3-1: مؤشر النمو الاقتصادي :

Y_{it} : المتغير التابع (dependent variable) ويشير الى معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي ، الذي يعبر عن حجم الانتاج الكلي للاقتصاد (حجم النشاط الانتاجي) ، يعتبر هذا المتغير كممثل للإنتاج والنمو الاقتصادي، ويرمز له ب GDP.

فان معدل نمو معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي كما يلي¹:

$$GROWTH_{i,t} = GDP_{i,t} - GDP_{i,t-1}$$

3-2 : مؤشرات التطور المالي :

FD_{it} : المتغير المستقل (independent variable) ويمثل مصفوفة المؤشرات التطور المالي الذي يتضمن مؤشرات التطور في الأسواق المالية والجهاز البنكي ، بما أن كفاءة النظام المالي وتأثيره الإيجابي على النمو يكون من خلال تحسين نوعية وكمية الخدمات المقدمة من طرفه وخاصة من خلال التخفيف من حدة معوقات

¹ Kabir Hassan . Benito M, Sanchez and Yu Jung-Suk .(2011) . op cite , p:91.

السوق التي تتمثل في تكلفة المعاملات والمعلومات ومنه ومن أجل تقييم مستوى ودرجة التطور المالي الذي يكون من خلال مؤشرات تقيس أداء وفعالية الخدمات المالية ، إلا أنه لا يوجد توافق بين الاطار النظري حول مفهوم التطور المالي والمقاييس المستعملة لقياسه في الدراسات التجريبية ، ووضعت حديثا قاعدة البيانات التي تغطي جوانب التطور المالي من حجم، نشاط وكفاءة ومدى استقرار النظام المالي ، إلا أنه توجد بفترات زمنية قصيرة وعدم القدرة على تغطية فترة الدراسة (1989-2012) ، لذا قمنا باختبار المؤشرات التي كل من التطور في النظام المصرفي والأسواق المالية التي تغطي جانب واحد وهو معيار حجم القطاع المالي أو ما يسمى بالعمق المالي (Financial depth) ، أي دراسة أثر العمق المالي على النمو الاقتصادي .

حسب الاطار النظري يكمن دور النظام المالي في التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات والمعاملات إلا أنه لا توجد مقاييس تبين مدى أداء البنوك والأسواق لهذه الوظيفة ، وبالتالي عدم وجود توافق بين الاطار النظري والتطبيقي حول مقاييس التطور المالي (Beck and Levine, 2004)¹ ، أي عدم وجود توافق عام حول مؤشرات المستخدمة في الجانب التطبيقي لتمثيل مستويات التطور المالي².

تعتبر دراسة³ (Levine and Zervos 1998) أول دراسة أشارت الى ضرورة ادخال مؤشرات الممثلة لتطور الأسواق المالية على غرار الدراسات السابقة التي أهملت دور الأسواق المالية واهتمت بدور البنوك في توفير التمويل للاستثمارات بهدف الرفع من معدلات النمو الاقتصادي وهذا راجع الى أن تقريبا في معظم الدول التمويل الأكبر يأتي من الجهاز البنكي وخاصة في الدول النامية ، وبالاعتماد على الدراسات السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، قمنا باختبار المؤشرات كل من التطور في النظام المصرفي والأسواق المالية والتي تكمن فيما يلي :

3-2-1: مؤشرات الممثلة للجهاز المصرفي :

- **مؤشر السيولة** : (the ratio of liquid liabilities to GDP) ، حيث يمثل عرض النقد بالمفهوم الواسع الى الناتج المحلي الاجمالي الذي يقيس مستوى العمق المالي ، حيث **M2** تمثل قيمة العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافا اليها قيمة الودائع الجارية والودائع لأجل وودائع التوفير ، وتعكس تلك النسبة أهمية قطاع

¹ Yay Gülsün and Oktayer (2009) ,financial development and economic growth : A comparative analysis “ , Romanian Journal of Economics Forecasting , N°3,pp56-74,p :62 .

² Abdulrashid Rafindadi ,A and Yosuf Zarinah (2013) “ An Application of Panel ARDL in Analysing The Dynamics of Financial Development and Economic Growth in 38 Sub-Saharan African Continents ”,Proceeding –Kuala Lumpur International Business , Economics and Law Conference Vol .2, pp:118-135 , p:120.

³ Levine and Zervos (1998),op cit.

الوساطة المالية في النمو يقيس حجم الوساطة المالية (Financial depth) ، والتي استعملت في الكثير من الدراسات التطبيقية السابقة كممثل لعمق وحجم المالي ، مع افتراض أن حجم القطاع المالي مرتبط إيجاباً مع الخدمات المالية¹ (King & Levine 1993) من أهمها : McKinnon (1973)² ، Jung (1986)² ، Shaw (1973) ،³ Darrat (1999) ، King and Levine (1993a,b) ، Al-Youcif (2002) ، Berthélemy & Varoudakis⁴ ، Odedokun (1996) ، ويشير إليه بـ $M2/GDP$ (1995) ،

– نسبة القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى الناتج المحلي الاجمالي (the private domestic credit to GDP) : هو من أهم المقاييس لحجم الوساطة المالية (Financial depth) وأهميتها في تمويل النشاط الاقتصادي . تمثل بنسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ، يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات الممثلة للتطور المالي والذي استعمل في معظم الدراسات التجريبية السابقة ، والذي يعكس مدى مساهمة القطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص ، أما ارتفاع الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي فهو يشير إلى زيادة الاعتماد على القطاع المصرفي للتمويل ، وهو لا يدل فقط على مستويات اعلى من حجم الاستثمارات ، انما تعني زيادة في التطور في القطاع المالي⁵ ، وتم الإشارة إليه بـ **CREDIT** ، (Guidotti & Gregorio (1992) ، Levine & Zervos (1998) ، Arestis et al (2001) ، Demetriades & Hussein (1996) ، Hassan et al (2011) ، Loayza & Rancière (2006) .

– نسبة أصول البنوك التجارية الى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي (The ratio of commercial bank assets to the sum of commercial bank assets and central bank assets) : يقيس هذا المؤشر أهمية الخاصة للمؤسسات المالية (البنوك التجارية) التي تحتلها في النظام المالي . أشارت دراسة Ang and McKibbin (2007) الى ان من إيجابيات هذا المؤشر هو أن البنوك التجارية تقوم باستغلال الكفاً والفعال للمدخرات نحو الفرص الاستثمارات الأكثر إنتاجية ، ويرمز له بـ **BASSET** (Ang and Mckibbin, 2007) ، (Rioja and Valev, 2004a,b ، Samargandi et al 2015 ، Sohag et al , 2015⁶).

¹ Robert King and Ross Levine (1993), op cit.

² W.S. Jung (1986), op cit.

³ AF, Darrat (1999), op cit.

⁴ Jean-Claude Berthélemy Aristomène Varoudakis (1995), op cit.

⁵ Kabir Hassan . Benito M, Sanchez and Yu Jung-Suk (2011) . financial development and economic growth : New evidence from panel data. The Quarterly Review of Economics and Finance 51, pp:88-104 , p :91.

⁶ Kazi Sohag., , A.B Nabilah. and R.A Begum., (2015) 'Dynamic impact of financial development on economic growth: heterogeneous panel data analysis of island economies', Int. J. Economic Policy in Emerging Economies, Vol. 8, No. 1, pp.77–95.

3-2-2 : مؤشرات الممثلة للأسواق المالية:

أن متغيرات سوق الأوراق المالية التي يتم اختيارها لقياس أهمية سوق الأوراق المالية ، يجب أن تعكس درجة السيولة ، قيمة التداول ، درجة الخطورة ، كفاءة تداول المعلومات ، درجة التركيز ، والعوامل المؤسسية والقانونية التي تحكم التعامل في السوق المالي ، وبسبب عدم توفر جميع هذه المعلومات لفترات زمنية طويلة ومتسلسلة ، فإنه يمكننا استخدام مؤشر يحتوي على حجم التداول ودرجة السيولة فقط ، وهذا الاستخدام يعتبر مقنعا نوعا ما ، وذلك لأن حجم التداول والسيولة لهما علاقة ارتباط موجبة وقوية مع مؤشرات سوق الأوراق المالية الأخرى .

ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات التي تعكس تطورات الأسواق المالية ، ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها ، حسب دراسة¹ Demirgüç-kunt and Levine (1996) أن تطور الأسواق المالية يرتبط ارتباطا وثيقا وموجبا مع معدلات النمو وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:

– مؤشر القيمة السوقية للأسهم بالنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي (Market Capitalization) يقاس هذا المؤشر حجم سوق الأوراق المالية والذي يتمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي ، ومن الناحية الاقتصادية ، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط ايجابا أو سلبا بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر . بيد أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كدلالة على درجة تنمية السوق ، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق ، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيرا . ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقا لمؤشر نسبة رأسمال السوق ولكنها غير نشطة (Levine & Zervos, 1998) ، Rousseau & Wachtel, 2000) (Arestis et al, 2001)، وتم الاشارة اليه بـ MC.

– مؤشر حجم تداول الأسهم Value Traded Variable : تمثل نسبة حجم التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق مقسومة على الناتج المحلي الاجمالي . وتشير تلك النسبة الى حجم التعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة الى حجم الاقتصاد القومي ، وهي تعكس بشكل كبير مستوى السيولة في الاقتصاد

¹ Asli .Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, R. (1996), “Stock market, corporate finance and economic growth: an overview”, World Bank Economic Review, Vol. 10 No. 2, pp. 223-39.

الوطني (1998) Levine & Zervos ، (2001) Arestis et al ، (2000) Rousseau & Wachtel¹ ، Atje & Jovanovic (1993) ، وتم الإشارة إليه بـ VT .

– **معدل دوران الأسهم the Turnover Ratio** : هو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية ، و هو يقيس حجم المعاملات بالنسبة الى حجم السوق ، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر الى كثافة التداول في سوق الأوراق المالية ، والى تكاليف اتمام الصفقات المنخفضة . وجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة ، و لذلك فإننا نحتاج الى مؤشري حجم التداول ، و معدل دوران السهم لقياس السيولة ، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم لقياس السيولة ، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية ، واقترب أسعار الأسهم من السعر العادل ، وكلما انخفض معدل الدوران ، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الأوراق المالية ، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل ، ومن أهم الدراسات التطبيقية التي قامت باستخدام هذا المؤشر (1998) Levine & Zervos ، (2001) Arestis et al ، Rousseau & Wachtel (2000) ، Atje & Jovanovic (1993) ، وتم الإشارة إليه بـ TR . .

3-3 : المتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي (Controlling variables)

X_{it} : متغير مستقل ويمثل مصفوفة المتغيرات المفسرة للنمو (the explanatory variables) والمعبر عنه بالنمو في الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي ، والتي تساعد في تفسير معدلات النمو الاقتصادي ، و هي عبارة عن مجموعة من المتغيرات المفسرة للنمو، والتي تشمل العوامل الأخرى المؤثرة في النمو وقياس استقرار الاقتصاد الكلي ، والتي تتمثل أهم المتغيرات التفسيرية التي إدراجها في المعادلة النمو ، واستنادا الى العديد من الدراسات التطبيقية السابقة التي بينت تأثير هذه المتغيرات على النمو (سليبي أو ايجابي)، وسوف نعتمد على المؤشرات التالية :

- **معدل النمو السكاني (Population growth rate)** : حسب الأدبيات النظرية للاقتصاد ، يؤثر ارتفاع معدل النمو السكاني سلبا على النمو الاقتصادي للدول ، حيث كلما زاد عدد السكان كلما انخفض نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي ، وقد تم الإشارة الى هذا المتغير بـ (POP) .
- **تكوين الخام لرأسمال الثابت (Gross fixed capital formation)** الى الناتج المحلي الاجمالي : ويشير هذا المتغير الى حجم الاستثمارات (size of investment) الى الناتج المحلي الاجمالي الذي يفترض

¹ R .Atje., and B. Jovanovic, (1993), “Stock markets and development”, European Economic Review, Vol. 37 Nos 2/3, pp. 632-40.

أنه يمارس تأثيرات ايجابية علة معدلات النمو الاقتصادي ، وقد تم الاشارة الى هذا المتغير ب (INVEST) .

- الانفتاح التجاري (Trade Openness) :يمثل نسبة الصادرات + الواردات الى الناتج المحلي الاجمالي ، ويفترض أن يمارس هذا المؤشر تأثيرات ايجابية على رفع من معدلات النمو الاقتصادي (هو عبارة عن مجموع الصادرات والواردات بالسعر الجاري للدولار الأمريكي مقسوما على الناتج المحلي الخام مضروباً في 100 ، وقد تم الاشارة الى هذا المتغير ب (TO) .

- نسبة الانفاق الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي : ويمثل هذا المؤشر اجمالي الانفاق الحكومي الى الناتج المحلي الاجمالي، بحيث يؤثر سلبي على النمو الاقتصادي وذلك حسب الأدبيات الاقتصادية، ويركز له ب.GOV .

- معدل التضخم : والممثل بمعدل التغير مستوى أسعار المستهلك (consumer price index) ، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يؤثر سلبي على النشاط الاقتصادي حسب النظرية الاقتصادية ويرمز له بINF.

4- طريقة وأساليب تقدير النموذج :

الاطار النظري حول طريقة القياسية المستعملة : تحليل بيانات بانل panel data analysis

يستعرض هذا الجزء الاطار القياسي المتبع في الدراسة والذي يشتمل على مفاهيم حول نماذج بانل (panel data model) وأساليب تقديرها ، ومجموعة من الاختبارات والتي تتضمن اختبارات التجانس ، اختبارات الاستقرارية، واختبار السببية لبيانات البانل وتقدير نماذج بانل الساكنة والديناميكية .

➤ خصائص بيانات بانل (the advantages of panel data) :

لقت نماذج البانل اهتماماً كبيراً خصوصاً في الدراسات الاقتصادية، نظراً لأنها تأخذ في الاعتبار اثر تغير الزمن (time effect) واثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية (individual effect)، على حد سواء، الكامن في بيانات عينة الدراسة. والمقصود ببيانات البانل هي المشاهدات المقطعية (N)، مثل الدول أو الأسر أو السلع... الخ، المرصودة عبر فترة زمنية معينة (T)، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية ، والحصول على (N*T) مشاهدة .

إذا كان لدينا بيانات بانل بنفس عدد المفردات N والفترات الزمنية T في هذه الحالة لدينا بيانات بانل متوازنة (balanced panel data)، أما عند اختلاف فترات الزمنية من مفردة إلى أخرى تسمى هذه الحالة ببيانات بانل الغير متوازنة (unbalanced panel data) 1.

ويتفوق تحليل البانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها، بالعديد من الإيجابيات، ويلخص كل من فوائد تحليل البانل حسب ²(Baltagi(2001)، مايلي 3:

1- التحكم في التباين الفردي، الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة.

2- تتضمن بيانات البانل محتوى معلوماتي (more observations more information)، أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر، تتميز بيانات البانل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.

3- توفر نماذج البانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضاً تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة والفقير. ومن جهة أخرى، يمكن من خلال بيانات البانل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى.

4- تسهم في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (omitted variables)، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة (biased estimates) في الانحدارات المفردة .

5- وتبرز أهمية استخدام بيانات البانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف "بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ" (unobserved heterogeneity) الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، إذ أن اهمالها يؤدي إلى الحصول على تقديرات متحيزة وغير متسقة 4. لذا يتم التعامل مع هذه الآثار المقطعية والزمنية في

¹Damodar N. Gujarati, (2004), Basic Econometrics, The McGraw-Hill, International Edition, 04th edition, p :460.

² Baltagi, Badi H. 2001. Econometric Analysis of Panel Data. Wiley, John & Sons.

³ C.Hsiao (2003) , Analysis of panel data , Cambridge University Press , Cambridge , p:12.

⁴ W.Greene .(2008) Econometric Analysis, New Jersey:Prentice Hall , 5 edition , p 258.

نماذج البانل اما كآثار ثابتة باستخدام نموذج الأثار الثابتة (fixed effect model) أو كآثار عشوائية باستخدام نموذج الأثار العشوائية (random effect model) .

2- النموذج الخطي العام لبيانات بانل (the linear panel data model) :

تأخذ صيغة نموذج بانل المتكون من N مفردة و T عدد الفترات الزمنية الصيغة التالية 1:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث :

$$t = 1,2,3, \dots \dots \dots T, i = 1,2,3, \dots \dots \dots N$$

y_{it} : متجه يمثل المتغير التابع. X_{it} : مصفوفة المتغيرات المستقلة .

في ظل النموذج العام لبيانات بانل أن المعلمات α و β تكون متجانسة بالنسبة الى جميع الوحدات N أي أنها تكون نفسها بالنسبة الى جميع الوحدات المقطعية.

أما في حالة وجود بعض الاختلافات في نموذج بانل أو الأثار أو الاختلافات المقطعية غير ملحوظة (cross section effect) والتي تتفاوت من مقطع الى آخر ، لكنها تظل ثابتة خلال الزمن ، والمتمثل خاصة في الثابت α_i وبالتالي تكون صيغة نموذج بانل كالتالي :

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it} \dots \dots \dots (2)$$

1-4 :مختلف طرق تقدير نماذج بانل (different methods of estimation) :

بشكل عام نماذج بانل يمكن تقديرها باستعمال ثلاثة طرق مختلفة : (1) الثابت مشترك $\alpha_i = \alpha$) common constant ، (2) الأثر الثابت (fixed effects)، (3) الأثر العشوائي (random effects) .

1-1-4 :النموذج المشترك *the common constant method* (POLS) :

في هذه الحالة يكون الثابت α هي نفسها عبر جميع الوحدات المقطعية $\alpha_i = \alpha$ ، فان النموذج يعامل كنموذج كلاسيكي مدمج يأخذ الصيغة التالية : $y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + u_{it}$ ، ويقدر بطريقة المربعات

¹Dimitrios Asteriou and Stephen G.Hall (2007) “ Applied Econometrics : A modern Approach using Eviews and Microfit , PALGRAVE MACMILL , revised edition, p:345 available at the following URL : <http://www.palgrave.com/page/detail/applied-econometrics-/?K=9780230206830> .

الصغرى العادية (pooled OLS method) وفي هذه الحالة تعطي طريقة OLS مقدرات متسقة وكفاءة ل α و β .

4-1-2: نموذج التأثيرات الثابتة (the fixed effects method) :

في نموذج الآثار الثابتة (FEM) ، يتم التعامل مع الآثار المقطعية أو الزمنية كقواطع تعبر عن الاختلافات الفردية أي أن النموذج يسمح بوجود قواطع تتفاوت حسب كل مقطع، أو حسب كل فترة زمنية ، وذلك من اجل احتواء العوامل والآثار غير الملحوظة، سواء أكانت ذات بعد مقطعي أم زمني، والتي في الواقع هي متغيرات غير ملحوظة، ولتقدير هذه القواطع أو الثوابت تُستخدم متغيرات صورية بعدد (N-1) لتمثيل المقاطع وعدد (T-1) لتمثيل الفترات الزمنية .

ويعتمد نموذج الآثار الثابتة على افتراض، مفاده أن هذه الآثار الخاصة بالمقاطع، أو تلك الخاصة بالزمن مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية أو على الأقل بإحداها $\alpha_i \neq \text{cov}(X_{it}, \alpha_i)$.

عادة ما يرتبط نموذج بانل ذو الأثر الثابت بطريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية (LSDV) ، وفق منهج التأثيرات الفردية الثابتة من الممكن احتساب عدم تجانس للوحدات المقطعية في اختلاف الحد الثابت لذلك تعتبر المعلمة α_i مجهولة ويراد تقديرها ، من أجل التوضيح نقوم بعرض النماذج التالية :

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} \dots \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \dots \dots \dots (2)$$

اعادة صياغة النموذج في شكل مصفوفات :

$$Y = D\alpha + X\beta' + U \dots \dots \dots (3)$$

وبشكل أكثر تفصيلا تكتب على النحو التالي:

$$Y = \begin{pmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_N \end{pmatrix}_{NT \times 1} \quad D = \begin{pmatrix} i_T & 0 & \dots & 0 \\ 0 & i_T & & \vdots \\ \vdots & & & \\ 0 & 0 & \dots & i_T \end{pmatrix}_{NT \times N} \quad X = \begin{pmatrix} x_{11} & x_{12} & \dots & x_{1k} \\ x_{21} & & x_{22} & x_{2k} \\ \vdots & & & \\ x_{N1} & x_{N2} & \dots & x_{Nk} \end{pmatrix}_{NT \times k} \quad \alpha = \begin{pmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \vdots \\ \alpha_N \end{pmatrix}_{N \times 1}$$

$$\beta' = \begin{pmatrix} \beta_1 \\ \beta_2 \\ \vdots \\ \beta_k \end{pmatrix}_{k \times 1}$$

و لاختيار طريقة التقدير المناسبة لبيانات الدراسة ، يتم البدء بالتأكد من وجود تلك الآثار غير ملحوظة (unobserved heterogeneity) ، بمعنى هل هناك فعلا اختلافات بين المقاطع ، من أجل تطبيق طرق تقدير البائل (pooled OLS method) و (fixed effects model) ، هنا نقوم بتطبيق اختبار لفحص ما اذا كانت الآثار الفردية (اختلاف الثابت من مفردة الى اخرى) يجب أن تدرج في النموذج ، لهذا نقوم بتطبيق اختبار F لاختبار نموذج الآثار الثابتة مقابل نموذج بقاطع مشترك (homogeneity) ، وفرض العدم هو افتراض التجانس (قاطع مشترك) :

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N$$

و يتم اختبار فرض العدم باستخدام احصائية (F) وفق الصيغة التالية :

$$F = \frac{(R_{FE}^2 - R_{CC}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{FE}^2)/(NT - N - k)} \sim F(N - 1, NT - N - k)$$

حيث (R_{FE}^2) معامل التحديد لنموذج الآثار الثابتة ، و (R_{CC}^2) معامل التحديد لنموذج القاطع المشترك ، وفي حالة احصائية (F) المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة (F-critical) وعليه يمكن رفض فرض العدم القائل بأن طريقة pooled OLS method متسقة ، و قبول نموذج الآثار الثابتة ، أما اذا كانت القيمة أصغر فيكون نموذج القاطع المشترك هو الأنسب.

4-1-3: نموذج التأثيرات العشوائية (the random effects method) :

على خلاف نموذج الآثار الثابتة (FEM) ، يتعامل نموذج الآثار العشوائية (REM) مع الآثار الفردية α_i على أنها مالم عشوائية ، وليست معالم ثابتة ، يقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط يساوي صفر وتباين محدد (finite) ، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج . ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي : هو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية . وبمقارنته مع نموذج الآثار الثابتة (FEM) ، فان نموذج الآثار الثابتة يفترض أن كل مفردة تأخذ

قاطعاً مختلفاً ، في حين أن نموذج الآثار العشوائية يفترض أن كل مفردة تختلف في حدها العشوائي . وفي حالة وجود كلا الآثار الزمنية والمقطعية في نموذج الآثار العشوائية ، فيشار إليه أحيانا كنموذج مكونات الخطأ (error components model) أو مكونات التباين ، نظراً لأن الآثار العشوائية يتم تضمينها داخل الخطأ العشوائي ، ولذلك يصبح حد الخطأ العشوائي في النموذج (1) كالتالي :

$$\alpha_i = \alpha + v_i$$

$$y_{it} = (\alpha + v_i) + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} \dots \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it}$$

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} \dots \dots + \beta_k X_{kit} + (v_i + u_{it})$$

يفترض نموذج الآثار العشوائية (REM) أن تحقق هذه المكونات الفروض التالية :

$$u_{it} \sim IID(0, \delta_u^2)$$

$$v_i \sim IID(0, \delta_v^2)$$

وأن تكون مستقلة عن بعضها ، وكذلك غير مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية $cov(X_{it}, \alpha_i) = 0$.

تتم المقاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية (REM) باستخدام اختبار (The hausman test) وينص الاختبار على ما إذا كان هناك ارتباط بين المتغيرات التفسيرية والآثار غير ملحوظة، وتحديدًا يختبر مقدرات النموذجين في ظل فرض العدم (H_0) : بأن مقدره الآثار العشوائية متسقة (consistent) وكفاءة (efficient) ، مقابل الفرض البديل (H_1) : بأن مقدره الآثار العشوائية غير متسقة . ويستخدم الاختبار احصائية (H) التي لها توزيع (χ^2) ، بدرجة حرية k. إذا كانت قيمة الاحصائية كبيرة فهذا يعني أن الفرق بين المقدرتين معنوي ، وعليه يمكن رفض فرض العدم القائل بأن الآثار العشوائية متسقة، والقبول بنموذج الآثار الثابتة ، أما إذا كانت القيمة صغيرة وغير معنوية ، فيكون نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب .

4-2: اختبارات جذر الوحدة في بيانات بانل (Panel unit root) :

اختبارات الاستقرار (unit root tests) على بيانات بانل من بين أهم المواضيع اهتماماً في الاقتصادي القياسي .

فيما يتعلق باختبارات جذر الوحدة ، يتم التمييز بين جيلين من الاختبارات لجذور الوحدة في بيانات بانل كما هو موضح في الجدول (3-1) ، يرتكز الجيل الأول على الأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس الفردي وعلى الأشكال الديناميكية الفردية (عدم تجانس معلمات النموذج) ، أما اختبارات الجيل الثاني اهتمت بتمديد هذا الاتجاه واعادة النظر في فرضية الاستقلال بين المفردات .

تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظرا لاحتوائها على بعد معلوماتي مقطعي وزمني معا ، الأمر الذي يقود الى الحصول على نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية .

الجدول (3-1) : اختبار جذر الوحدة في نماذج بانل

Tests 1 ^{ère} Génération	Indépendance entre individus
1- Spécification homogène de la racine autorégressive sous H_1	Levin et Lin (1992, 1993) Levin, Lin et Chu (2002) Harris et Tzavalis (1999)
2- Spécification hétérogène de la racine autorégressive	Im, Pesaran et Shin (1997, 2002 et 2003) Maddala et Wu (1999) Choi (1999, 2001) Hadri (2000)
3- Test séquentiel	Hénin, Jolivaldt et Nguyen (2001)
Tests 2 ^{ème} Génération	Dépendances entre individus
1- Tests fondés sur des modèles factoriels	Bai et Ng (2001) Moon et Perron (2004) Phillips et Sul (2003a) Pesaran (2003) Choi (2002)
2- Autres approches	O'Connell (1998) Chang (2002, 2004)

Source : Christophe Hurlin et Valérie Mignon (2005) : Une synthèse des tests de racine unitaire sur Données de panel, Economie et prévision , Vol 169, N°169-171, pp253-294, p257.

ظهر حديثا عدد من الاختبارات المطورة للجيل الأول لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات البانل ، للكشف عن خواص السلاسل الزمنية لمتغيرات البانل وأكثرها استخداما في ظل اختبارات جذر الوحدة في ظل فرضية الاستقلال بين المفردات هي كالتالي :

4-2-1: اختبار (Levin, Lin and Chu (2002)

الاختبار الأول الذي يعرض للدراسة هو اختبار Levin, Lin and Chu (2002) ، اختبار LLC ، ويستند هذا الأخير على افتراضين رئيسيين : تجانس جذر الانحدار الذاتي ولكن أيضا الاستقلال بين المفردات . مثل اختبارات الجيل الأول ، اجراء الاختبار مستخلص مباشرة من الاختبار المقدم في نماذج من نوع ديكي فولر المطور (ADF) في السلاسل الزمنية .

و يوجد نتيجة لذلك ثلاثة نماذج لاختبار وجود جذر الوحدة¹ :

$$\Delta y_{it} = \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t}; \dots \dots \dots (1)$$

$$\Delta y_{it} = \alpha + \Delta y_{i,t} + \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

$$\Delta y_{it} = \alpha + \beta_{i,t} \Delta y_{i,t} + \rho y_{i,t-1} + \sum_{s=1}^{\rho} \gamma_{i,s} \Delta y_{i,t-s} + \mu_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

أين $(\mu_{i,t} \sim iid (0, \sigma_{\mu_{i,t}}))$ بالنسبة ل $i=1, \dots, N$ ، وتميز هذه النماذج من الشكل الذي تتخذه المكونات المحددة ، تصاغ الفرضيات العدم على النحو التالي :

$$\begin{cases} H_0 : \rho = 0 \\ H_1 : \rho < 0 \end{cases} : (1) \text{ الفرضية}$$

$$\begin{cases} H_0 : \rho = 0 \dots \dots et \dots \alpha_i = 0 \dots \dots \forall i = 1 \dots, N \\ H_1 : \rho < 0 \dots \dots et \dots \alpha_i \in R \dots \dots \forall i = 1 \dots, N \end{cases} : (2) \text{ الفرضية}$$

$$\begin{cases} H_0 : \rho = 0 \dots \dots et \dots \beta_i = 0 \dots \dots \forall i = 1 \dots, N \\ H_1 : \rho < 0 \dots \dots et \dots \beta_i \in R \dots \dots \forall i = 1 \dots, N \end{cases} : (3) \text{ الفرضية}$$

نجد بنفس المنطق أن بينية الفرضيات مماثلة لتلك التي اقترحها ديكي فولر . يتم اجراء اختبار LLC باستخدام ثلاثة خطوات ولكن لا يتطلب أي منها تقنية خاصة ببيانات بانل . فرضية استقلال حد الخطأ في البعد الفردي ينطوي على استخدام نظرية النهاية المركزية للحصول على التوزيع التقارب (عادي) لإحصائيات الاختبارات .

¹Chu Levin Linand, (2002) , Unit root test in panel data :Asymptotic and finite sample properties , Journal of economics , 108, p:24.

تتشرط فرضية العدم في هذه الاختبارات تجانس جذر الوحدة $H_0: \rho = 0 \forall i$ ، مقابل الفرضية البديلة لتجانس الاستقرارية $H_1: \rho < 0 \forall i$ ، لان درجة ρ_i غير معروفة ، يقترح اختبار LLC طريقة لحساب احصائيات الاختبار المتعلقة بالنماذج من (1) الى (3) هي طريقة تشتمل على ثلاثة مراحل¹ :

-في المرحلة الأولى يتم تحديد لكل مفردة درجة التباطؤ ρ_i ، في هذا الاطار تتمثل الطريقة البسيطة في اعطاء عدد أقصى من التأخيرات ρ_{max} واختبار معنوية معامل آخر تباطؤ باستخدام اختبار student.

بعد تحديد درجة الانحدار معلمة المتغير المبطل يتم اجراء لاحقا انحدارين لكل مفردة وبالمقارنة بالنموذج (2) تكون لدينا النماذج التالية :

$$\Delta y_{it} = \sum_{t=1}^{\rho} \theta_{\mu_t}^1 \Delta y_{i,t} + c + e_{i,t} \dots\dots\dots(4)$$

$$\Delta y_{it} = \sum_{t=1}^{\rho} \theta_{i_t}^2 \Delta y_{i,t-1} + b_i + v_{i,t} \dots\dots\dots(5)$$

انطلاقاً من النموذج (4) نتحصل على $\hat{e}_{i,t}$ وبفضل النموذج (5) يتم الحصول على $\hat{v}_{i,t}$.
لمراقبة ثبات التباين حد الخطأ يتم انشاء البواقي العادية ، ليكن :

$$\hat{v}_{i,t} = \frac{\hat{v}_{i,t}}{\hat{\sigma}_{\mu_i}} \quad \text{و} \quad \hat{e}_{i,t} = \frac{\hat{e}_{i,t}}{\hat{\sigma}_{\mu_i}}$$

حيث $\hat{\sigma}_{\mu_i}$ الانحراف المعياري المقدر لبواقي الانحدار للنموذج (2) لكل مفردة .

في ظل فرضية العدم لجذر الوحدة ، تتطلب الخطوة الثانية ، حساب التباين على المدى الطويل ، ليكن:

$$\hat{\sigma}_{y_i}^2 = \frac{1}{T-1} + \sum_{t=2}^T \Delta y_{i,t}^2 + \sum_{L=1}^{\bar{K}} w_{kL} + \left[\frac{1}{T-1} \sum_{t=2+L}^T \Delta y_{i,t} \Delta y_{i,t-L} \right]$$

¹ Alain Pirotte.(2011) « Économétrie des données de panel: Théorie et application », Edition Economica, Paris, France,P: 214.

حيث \bar{K} التأخير و $w_{\bar{K}L} = 1 - (L/(\bar{k} + 1))$ بالنسبة الى كل مفردة يعطي الانحراف المعياري

$$\hat{S}_N = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{S}_i$$

المتوسط المقدر كما يلي :

-في الأخير ، الخطوة الثالثة تتعلق بحساب احصائية الاختبار ، لذلك يتم القيام بإجراء الانحدار

$$\hat{e}_{i,t} = \rho \hat{v}_{i,t-1} + \hat{\mu}_{i,t} \quad \text{التالي:}$$

على أساس $N \times T$ مشاهدة ، أين $\hat{p} = \sum_{i=1}^N \hat{P}_i / N$ و $\hat{T} = T - \hat{\rho} - 1$ ، في ظل الفرضية

$$. H_0: \rho = 0 \quad \forall_i$$

$$t_{\rho} = \frac{\hat{\rho}}{\hat{\sigma}_{\rho}}$$

احصائية الاختبار الاعتيادي هي : $\hat{\sigma}_{\rho}$ ، ومع ذلك تكون مركبة الاتجاه غير معدومة ، حالة النموذج (2)

و(3) ، هذه الاحصائية تؤول الى $-\infty$ ، قام LLC باعداد احصائية مصححة ، تأخذ بشكل عام الصيغة التالية

$$t_{\rho}^* = \frac{t_{\rho} - N\hat{T}\hat{S}_N\hat{\sigma}_{\hat{\mu}}^{-2}\sigma_{\rho}\hat{\mu}_{m\hat{T}}^*}{\sigma_{m\hat{T}}^*} \dots \dots \dots (6)$$

حيث $\sigma_{m\hat{T}}^*$ و $\mu_{m\hat{T}}^*$ تمثل على الترتيب مكونات تصحيح المتوسط والانحراف المعياري ، جداول هذه القيم

مقدمة من قبل LLC(2002) ، ويقدمون أيضا لمؤشرات قيم المعلمات \bar{k} بدلالة \hat{T} ، الاحصائية t_p^* تتبع

القانون الطبيعي $N(1,0)$.

تخضع المقاربة المقدمة من قبل LLC الى قيدين رئيسيين : يرجع القيد الأول الى الفرضية القوية للاستقلالية بين

المفردات ، أما الثاني يتعلق بالفرضية التي على أساسها أن كل المفردات يكون لها أم لا نفس جذر الوحدة .

4-2-2 : *Im , Pesaran and Shin (IPS) test* :

كان لكل *Im , Pesaran and Shin (IPS)* الأسبقية في اقتراح اجراء اختبار جذر الوحدة باستخدام بيانات بانل للتخفيف من القيود المفروضة في اختبار LLC ، ويندرج IPS في نماذج الجيل الأول ونجد IPS يركزون على فحص الديناميكيات المختلفة لكل مفردة ، وبشكل آخر تبقى فرضية العدم تتعلق دائما بوجود جذر الوحدة ، بالمقابل في ظل الفرضية البديلة H_1 يكون لدينا حالتين¹ :

$$H_1 : \begin{cases} \rho_i < 0 & \text{pour } i = 1, 2, \dots, N_1 \\ \rho_i = 0 & \text{pour } i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N \end{cases}$$

$$0 < \varphi \leq 1 \quad \text{مع} \quad \text{و أين} \quad \lim_{N \rightarrow \infty} (N_1 / N) = \varphi$$

حيث تدمج الفرضية اذن عدم التجانس المحتمل للمعلمة الانحدار المتغير المبطن ، احصائية الاختبار المقترحة من قبل IPS مناظرة لمتوسط الاحصائية الفردية لADF ليكن :

$$\bar{t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{\rho_i}$$

حيث t_{ρ_i} الاحصائية الفردية لstudent المرتبطة بالفرضية العدم $H_0: \rho_i = 0$ بالنسبة ل1 مفردة فيما يخص الفرضية H_1 . في ظل فرضية غياب الارتباط الذاتي للأخطاء ، يشير IPS أن هذه الاحصائية المتوسطة تتبع القانون الطبيعي في حالة $NT \rightarrow \infty$. وبناء على ذلك قاموا بتعريف احصائية معيارية Z_{IPS} ، متفاربة نحو القانون الطبيعي $N(1,0)$ حيث :

$$Z_{IPS} = \frac{\sqrt{n}(\bar{t} - 1/N \sum_{i=1}^N E[t_{iT} / \rho_i = 0])}{\sqrt{\text{Var}[t_{iT} / \rho_i = 0]}}$$

حيث قيم $E[.]$ والتباين $V[.]$ تحسب باستخدام محاكاة العديد من قيم البعد الزمني T ودرجة الانحدار $\frac{2}{i}$.

¹ K.S.Im ,KH Pesaran and Y.Shin (2003) , Testing for unit roots in heterogeneous panels , Journal of Econometrics 115,p53.

4-3: اختبارات التجانس ل Hausman و Hsiao(1986) :

يعاب على اختبار Hsiao(1986) على انها لا تبين ولا تأخذ بعين الاعتبار هل التجانس او عدم التجانس في المدى القصير والطويل . اختبار Chow يكون في حالة استقرار بيانات بانل .

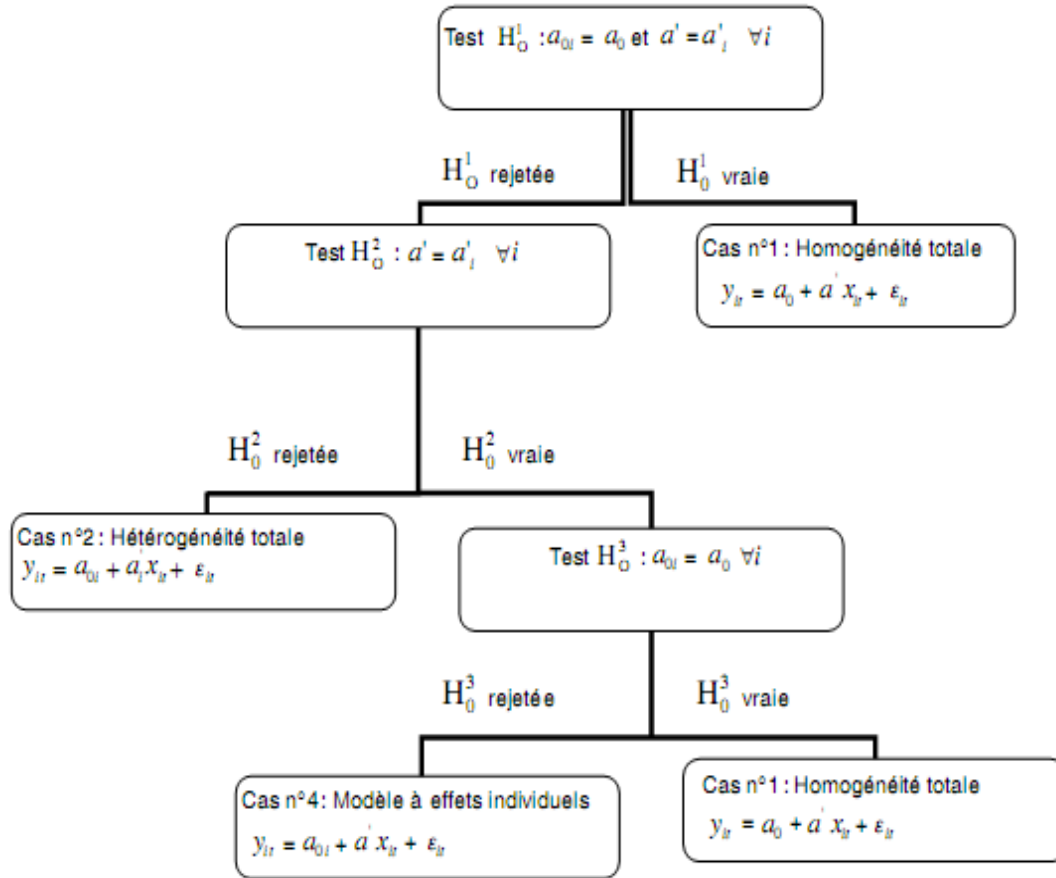
إذا اعتبرنا النموذج التالي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حد الأخطاء ε_{it} يفترض أنها مستقلة ومتماثلة التوزيع (i.i.D). بمتوسط معدوم وتباين يساوي σ^2_i ، كما يفترض أن المعلمات α_i و β_i في النموذج يمكن أن تختلف في البعد الفردي أنها ثابتة في الزمن. عند هذا المستوى هناك عدة صيغ ممكنة غلى النحو التالي:

- تطابق الثوابت وشعاع المعلمات β_i بحيث $\alpha_i = \alpha$ ، $\beta_i = \beta$ ، $\forall i \in [1, N]$ ، فيكون لدينا نموذج بانل متجانس .
 - الثوابت α_i وشعاع المعلمات β_i تكون مختلفة حسب الأفراد ، فيكون لدينا عدد N نموذج مختلف .
 - الثوابت α_i تكون متطابقة $\alpha_i = \alpha$ ، $\forall i \in [1, N]$ ، بينما أشعة المعلمات β_i تختلف بين المفردات ، في هذه الحالة ، كل معلمات النموذج باستثناء الثوابت تكون مختلفة حسب المفردات ، يكون لدينا عدد N نموذج مختلف .
 - شعاع المعلمات β_i متطابقة ، $\beta_i = \beta$ ، $\forall i \in [1, N]$ ، في حين الثوابت α_i تختلف حسب المفردات نحصل في هذه الحالة على نموذج التأثيرات الفردية .
- لتمييز هذه الحالات المختلفة ولتحديد نموذج بانل نلجأ الى اختبار التجانس ، الخطوات العامة لاختبار المقترح من قبل Hsiao(1986) موضحة في الشكل التالي :

الشكل (3-1) : خطوات اختبار التجانس ل Hsiao(1986) (procédure séquentielle des tests) .



Source : Régis Bourbonnais (2009) , Econométrie : Manuel and Exercices corrigés, Dunod , Paris ,07^e édition p, 331.

الخطوة الأولى : تتمثل في اختبار فرضية بنية التجانس العام (الثوابت والمعاملات متطابقة)

$$H_0^1: \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1^1: \exists (i: j) \in [1, N] = \beta_i \neq \beta_j \text{ ou } \alpha_i \neq \alpha_j$$

نستخدم اذن احصائية Fisher لاختبار (N-1)(k+1) قيد خطي ، بافتراض أن البواقي ε_{it} تكون مستقلة التوزيع في البعدين t و i : تتبع القانون الطبيعي بتوقع معدوم وتباين محدد σ^2 .

هذه الاحصائية تتبع توزيع Fisher مع (N-1)(k+1) و NT-N(k+1) درجة حرية .

$$F_1 = \frac{(SCR_{C1} - SCR) / (N-1)(k+1)}{SCR / NT - N(k+1)}$$

تكون نتائج هذا الاختبار كالتالي : اذ تم قبول الفرضية H_0^1 للتجانس ، يتم الحصول اذن على نموذج بانل متجانس كليا $Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$ ، أما اذا تم رفض فرضية العدم ننتقل الى الخطوة الثانية التي تتمثل في تحديد اذا كان عدم التجانس مصدر المعاملات β_i .

تتمثل هذه الخطوة في اختبار المساواة بالنسبة لكل المفردات لـ k مركبة للأشعة β_i .

$$H_0^2: \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1^2: \exists (i: j) \in [1, N] = \beta_i \neq \beta_j$$

في ظل فرضية العدم ، لا يتم وضع أي قيد على الثوابت الفردية α_i ، بنفس الطريقة يتم اعداد احصائية Fisher لاختبار $(N-1)k$ قيد خطي .

دائما في ظل الفرضية الاستقلالية والصيغة الطبيعية للبواقي ، هذه الاحصائية تتبع قانون Fisher مع

$(N-1)k$ و $NT - N(k+1)$ درجة حرية .

احصائية Fisher تأخذ الصيغة التالية :

$$F_2 = \frac{(SCR_{C2} - SCR) / (N - 1)k}{SCR / NT - N(k + 1)}$$

في حالة رفض الفرضية H_0^2 لتجانس المعاملات β_i ، يتم رفض اذن بنية نموذج بانل ، لأنه في هذه الحالة تكون

$$Y_{it} = \alpha + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it}$$

يتم تقدير معلمات الأشعة $\bar{\alpha}$ باستخدام النماذج المختلفة مفردة لمفردة ، بينما اذا تم قبول فرضية العدم لتجانس

المعاملات β_i ، فانه يحتفظ بنموذج بانل ويتم البحث اذن في الخطوة الثالثة على تحديد اختبار كمساواة

الثوابت الفردية في ظل فرضية المعاملات β_i المشتركة لكل المفردات :

$$H_0^3: \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1^3: \exists (i: j) \in [1, N] = \alpha_i \neq \alpha_j$$

في ظل فرضية العدم يتم وضع $\beta_i = \beta$ ، مع فرضية الاستقلالية ، اعداد احصائية Fisher لاختبار

$(N-1)$ قيد خطي .

هذه الاحصائية تتبع قانون Fisher مع $(N-1)$ و $N(T-1)-k$ درجة حرية :

$$F_3 = \frac{(SCR_{C1} - SCR_{C2})/N(T-1) - k}{SCR_{C2}/(N-1)}$$

- اختبار ¹Hausman(1978):

يهدف الاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية لبيانات الدراسة نستخدم اختبار Hausman (H) ، حيث تكون فرضية العدم بالشكل التالي :

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم

و تكون صيغة الاختبار بالصيغة الآتية :

يستخدم اختبار Hausman(1978) ، في حالة الاختلاف الجوهرى بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يربط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة ، فتستند فرضية العدم الى عدم وجود ذلك الارتباط وعندما تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرتا التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة ، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط ، فان مقدرتا التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأثر كفاءة .

تعطى اختبار Hausman(1978) العلاقة التالية²:

$$H = (\widehat{a}_{LSDV} - \widehat{a}_{MCG})' [\text{Var}(\widehat{a}_{LSDV}) - \text{Var}(\widehat{a}_{MCG})]^{-1} (\widehat{a}_{LSDV} - \widehat{a}_{MCG})$$

حيث $[\text{Var}(\widehat{a}_{LSDV})]$ هو متجه التباين لمعاملات نموذج التأثيرات الثابتة .

و $\text{Var}(\widehat{a}_{MCG})$ هو متجه التباين لمعاملات نموذج التأثيرات العشوائية ، حيث أن هذه الاحصائية لها توزيع مربع كاي وبدرجة حرية مقدارها k .

حيث $(\widehat{a}_{LSDV} - \widehat{a}_{MCG})$ تمثل الفرق بين مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

¹J.A. Hausman, (1978) 'Specification tests in econometrics', Econometrica, Vol. 46, No. 6, pp.1251-1271.

²Régis Bourbonnais (2009) , Econométrie : Manuel and Exercices corrigés, Dunod , Paris ,07^e édition p, 358.

و $\text{Var}(\widehat{a}_{LSDV}) - \text{Var}(\widehat{a}_{MCG})$ هي الفرق بين مصفوفة التباين والتباين المشترك لكل من مقدرات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

تتبع H في ظل فرضية العدم توزيع كاي تربيع مع درجة حرية k-1 أي عدد المتغيرات المستقلة باستثناء الحد الثابت ، وبمقارنة القيمة المحسوبة ل H مع القيمة الجدولية ، اذا تم قبول فرضية العدم تكون الأفضلية لتأثيرات العشوائية وأما اذا قبلت الفرضية البديلة فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل

$$\begin{aligned} H0 : \widehat{a}_{LSDV} - \widehat{a}_{MCG} = 0 &\longrightarrow \text{le modèle est à effets aléatoires} \\ H1 : \widehat{a}_{LSDV} - \widehat{a}_{MCG} \neq 0 &\longrightarrow \text{le modèle est à effets fixes} \end{aligned}$$

يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم إذا كانت قيمة الاحصائية أكبر من قيمة مربع كاي وعلى العكس سوف يكون النموذج الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج التأثيرات العشوائية .

4-5: نموذج بانل الديناميكي (Dynamic panel model) :

تقدم نماذج بانل الديناميكية الكثير من الإيجابيات حيث تسمح في الوقت نفسه بتقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل ، النماذج الديناميكية على بيانات بانل تتطلب ضرورة الأخذ بالاعتبار أهمية وقوة عدم تجانس الفردي غير الملاحظ ، ويتم التمييز بين النموذج الديناميكي بمركبات الخطأ ونموذج التأثيرات الثابتة ، ويكون من الأهمية الإشارة الى أن النماذج الديناميكية تستند بشكل أساسي الى نماذج الانحدار الذاتي ، أي الأخذ بعين الاعتبار ابطاء أو تأخير المتغيرة الداخلية endogène وإدخالها في النموذج.

5- خطوات تقدير النموذج وعرض وتحليل النتائج:

يتناول هذا الجزء عملية تقدير النماذج على عينتين مكونتين من 24 دولة متقدمة و 38 دولة نامية على التوالي على الفترة ابتداء من عام 1989 الى 2012 ، الخطوات الأولى تتمثل بإجراء اختبار التجانس حيث تعتبر هذه المرحلة ضرورية في تحديد جودة النموذج بهدف معرفة الطرق المناسبة لتقدير النموذج المستعمل، ثم الانتقال لدراسة استقرارية المتغيرات ، اختبارات السببية بهدف تحديد اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والنمو، وبعد ذلك نقوم بتقدير مختلف النماذج وعرض تحليل ومناقشة النتائج.

1-5 : الارتباط بين مؤشرات تطور القطاع المالي والنمو :

الجدول (3-2) : الارتباط بين متغيرات التطور المالي والنمو الاقتصادي (حالة عينة الدول المتقدمة) .

	GDPG	M2/GDP	CREDIT	BASSET	MC	VT	TR
GDPG	1.000						
M2/GDP	0.0562	1.000					
CREDIT	-0.1841	0.2484	1.000				
BASSET	-0.0169	0.0745	0.3471	1.000			
MC	0.2602	0.3750	0.1826	0.1783	1.000		
VT	0.0937	-0.0537	0.1754	0.0664	0.5908	1.000	
TR	0.0164	-0.2084	0.0611	0.0734	0.1139	0.7470	1.000

المصدر : باعتماد على STATA13

يتبين من خلال الجدول اعلاه الذي يظهر مصفوفة معامل الارتباط بين مؤشرات النمو الاقتصادي والتطور في القطاع المالي ، أنه وجود ارتباط سالب بين كل من مؤشر CREDIT و BASSET مع معدل النمو الاقتصادي ، أما مؤشر تطور الجهاز البنكي (M2/GDP) ومتغيرات تطور الأسواق المالية (MC ,VT,TR) ترتبط ايجابيا مع معدلات النمو في الناتج المحلي الاجمالي في حالة عينة الدول المتقدمة ، هذا ما يشير الى أن تأثير التطور الوسيطة المالية على النمو يكون من خلال مؤشر حجم الجهاز المصرفي ، أما المؤشرات الأخرى فلها تأثير سالب على النشاط الاقتصادي .

الجدول (3-3) : الارتباط بين متغيرات التطور المالي والنمو الاقتصادي (حالة عينة الدول النامية) .

	GDPG	M2/GDP	CREDIT	BASSET	MC	VT	TR
GDPG	1.000						
M2/GDP	0.1666	1.000					
CREDIT	0.1239	0.8215	1.000				
BASSET	0.0859	0.2177	0.3417	1.000			
MC	0.0621	0.5359	0.5094	0.2496	1.000		
VT	0.1701	0.5265	0.5259	0.2537	0.6615	1.000	
TR	0.1625	0.2533	0.2347	0.1547	0.0859	0.5545	1.000

المصدر : باعتماد على STATA13

يتبين من خلال الجدول اعلاه الذي يظهر الارتباط موجب بين مؤشرات النمو الاقتصادي وجميع مؤشرات التطور المالي (الوساطة المالية والاسواق المالية) في حالة عينة الدول النامية ، وهذا يتوافق مع الجانب النظري والدراسات السابقة على أن التطور في القطاع المالي يعزز النمو ، أي أن التطور المالي يعتبر أحد محددات النمو الاقتصادي.

5-2: نتائج اختبارات التجانس في نماذج بانل:

5-2-1 : اختبار Hsiao(1986)

الخطوة الأولى : تتمثل في اختبار فرضية بنية التجانس العام (الثوابت والمعاملات متطابقة) :

$$H_0: \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1: \exists (i:j) \in [1, N] = \beta_i \neq \beta_j \text{ ou } \alpha_i \neq \alpha_j$$

نستخدم اذن احصائية Fisher لاختبار (N+1)(K+1) قيد خطي ، بافتراض ϵ_{it} تكون مستقلة التوزيع في البعدين i و t : وتتبع القانون الطبيعي بتوقع معدوم وتباين محدد σ_i^2 .

من خلال حساب مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد SCR_{c1} في ظل الفرضية H_0^1 وتقدير النموذج باستخدام المربعات الصغرى العادية بتكديس كل المشاهدات ، ثم حساب مجموع مربعات بواقي للنموذج غير مقيد والتي تعادل مجموع البواقي المربعة للنموذج غير مقيد والتي تعادل مجموع البواقي المربعة للنموذج المقدر على المعادلات الفردية حيث :

$$SCR = \sum_{i=1}^n SCR_i$$

بعد تقدير النموذج وحساب القيمة الاحصائية Fisher فتحصلنا على :

• 1-حالة عينة الدول المتقدمة :

$$F_1 = 3,68 > F_{276,288}^{0,05} = 1,23$$

$$ddl = N * T - N(k + 1) = 288$$

$$ddln = (N - 1)(k + 1) = 276$$

وبالتالي يتم رفض الفرضية H_0^1 .

ثم يتم التوجه الى الفرع الأيسر من مخطط Hsiao(1986) ، وذلك باختبار الفرضية التالية :

$$H_0: \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1: \exists (i:j) \in [1, N] = \beta_i \neq \beta_j$$

يتم حساب SCR_{c2} التي تمثل مجموع البواقي المربعة للنموذج المقيد في ظل الفرضية H_0^2 ، وذلك بتقدير نموذج التأثيرات الثابتة الفردية من نتائج التقدير نجد أن :

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR)/N - 1)k}{SCR/NT - N(k + 1)}$$

$$ddl = N * T - N(k + 1) = 288$$

$$ddl_n = (N - 1)k = 253$$

$$F_2 = 2,90 > F_{253,288}^{0,05} = 1,24$$

و بالتالي يتم رفض الفرضية H_0^2 (hétérogénéité totale) ، أي وجود عدم التجانس التام لكل معلمات الانحدار (heterogeneous slopes) ، هذا ما يعني اختلاف المعلمات المقدرة من دولة الى اخرى.

● 2- حالة عينة الدول النامية :

$$F_1 = 2,92 > F_{444,456}^{0,05} = 1,17$$

$$ddl = N * T - N(k + 1) = 456$$

$$ddl_n = (N + 1)(k + 1) = 444$$

و بالتالي يتم رفض الفرضية H_0^1 ، ثم يتم التوجه الى الفرع الأيسر من مخطط (Hsiao(1986) ، وذلك باختبار الفرضية التالية :

$$H_0 : \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_1 : \exists (i: j) \in [1, N] = \beta_i \neq \beta_j$$

يتم حساب SCR_{c2} التي تمثل مجموع البواقي المربعة للنموذج المقيد في ظل الفرضية H_0^2 ، وذلك بتقدير نموذج التأثيرات الثابتة الفردية من نتائج التقدير نجد أن :

$$F_2 = \frac{(SCR_{c2} - SCR)/N - 1)k}{SCR/NT - N(k + 1)}$$

$$ddl = N * T - N(k + 1) = 456$$

$$ddl_n = (N - 1)k = 407$$

$$F_2 = 2,42 > F_{407,456}^{0,05} = 1,20$$

و بالتالي يتم رفض الفرضية H_0^2 ، hétérogénéité totale ، أي وجود عدم التجانس لمعاملات الانحدار.

الجدول (3-4) : نتائج اختبار التجانس لمخطط Hsiao(1986) (حالة عينة الدول المتقدمة)

الاختبار	الاحصائية المحسوبة	الاحصائية الجدولية	النتيجة
F_1	3,68	$F_{276,288}^{0,05} = 1,23$	رفض H_0^1
F_2	2,90	$F_{253,288}^{0,05} = 1,24$	رفض H_0^2

المصدر : باعتماد على مخرجات STATA13

الجدول (3-5) : نتائج اختبار التجانس لمخطط Hsiao(1986) (حالة عينة الدول النامية)

الاختبار	الاحصائية المحسوبة	الاحصائية الجدولية	النتيجة
F_1	2,92	$F_{444,456}^{0,05} = 1,17$	رفض H_0^1
F_2	2,42	$F_{407,456}^{0,05} = 1,20$	رفض H_0^2

المصدر : باعتماد على مخرجات STATA13

التجانس الغير التام بالنسبة الى جميع معلمات النموذج في نماذج بانل في كل من عينة الدول المتقدمة والدول النامية ، أي اختلاف في تأثير القطاع المالي على النمو من دولة الى اخرى الناتج عن اختلاف في مستوى ودرجة التطور الاقتصادي وفي القطاع المالي من خلال الاختلاف في كفاءة وفعالية النظام المالي وحجمه وأيضا مكونات هيكله من دولة الى اخرى، الأمر الذي ينتج عنه اختلاف تأثير التطور المالي على النمو ما بين الدول ، الا أن هذا الاختبار لا يبين هل أن عدم تجانس معلمات النموذج بالنسبة الى كل دولة يكون في المدى القصير أم الطويل.

5-2-2: اختبار¹ Chow

✓ اختبار Chow:

$$F[(n-1)(k+1), n(T-k-1)] = \frac{(e'e - \sum \dot{e}_i e_i) / (n-1)(k+1)}{\sum \dot{e}_i e_i / n(T-k-1)}$$

$$\begin{cases} H_0: \beta_{ik} = \beta_k \\ H_1: \beta_{ik} \neq \beta_k \end{cases}$$

- حالة عينة الدول المتقدمة :

$$F = 3,68 > F_{(276,288)}^{0,05} \approx 1,23$$

- حالة عينة الدول النامية :

¹ Gregory C. Chow, 1960. "Tests of Equality Between Sets of Coefficients in Two Linear Regressions." *Econometrica*, 28 (3): 591-605.

$$F = 2,92 > F_{(444,456)}^{0,05} \approx 1,17$$

و بالتالي يتم رفض فرضية العدم لأن قيمة F المحسوب أكبر من القيمة الجدولية والنتيجة عدم تساوي معاملات الانحدار (heterogenous slopes) ، اي اختلافها من دولة الى أخرى في كلا من العنيتين ، الا أنه هو الآخر لا يبين هل التجانس ام عدم التجانس في المدى القصير أم الطويل .

3-5 : تحليل المكونات الأساسية : (Principal Component Analysis)

المكونات الرئيسة تعتبر إحدى طرق تحليل المتغيرات المتعددة وهي تهدف لتحويل المتغيرات الأصلية إلى متغيرات جديدة غير مرتبطة تسمى بالمكونات الرئيسة ترتب حسب أهميتها من خلال مساهمتها في مقدار التباين الكلي. فهي تهدف كذلك إلى استنتاج مجموعة من المتغيرات الجديدة تكون اقل عدداً من المتغيرات الأصلية حيث تستخدم هذه المتغيرات الجديدة في دراسة وتحليل هيكل العلاقة بين المتغيرات الأصلية في الدراسة مع العلم أن فكرة المكونات الرئيسة هي الحصول على مجموعة من المتغيرات الجديدة المستقلة عن بعضها البعض .

تمثلت مشكلة هذه الدراسة في وجود عدد كبير من مؤشرات التطور المالي ، وأن متغيرات التطور المالي مرتبطة فيما بينها ، واستخدام طريقة PCA تزيل مشكل الارتباط المتعدد (problem of multicollinearity) ، ان الدراسات التي تحاول اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تواجه مشكلة حول أي من المتغيرات هو الأنسب والممثل الأمثل للتطور المالي (اختلاف في اختيار المؤشرات يؤدي الى اختلاف النتائج) ، وبالتالي نعتقد أن المؤشر الجديد للتطور المالي (new financial development index) يمكنه جمع وحصر معظم المعلومات ومن البيانات الأصلية ، وبالتالي استعمال هذا المؤشر يكون أفضل من استخدام المتغيرات الفردية (Rioja & Vad Pal Sheera & Bishmoi, 2012⁴، Huang, 2010³، Ang & Mckibbin, 2007²، Sohag et al, 2015¹) ، نرزم مؤشر تطور الوساطة المالية

بـ BD ومؤشر تطور الأسواق المالية بـ FMD.

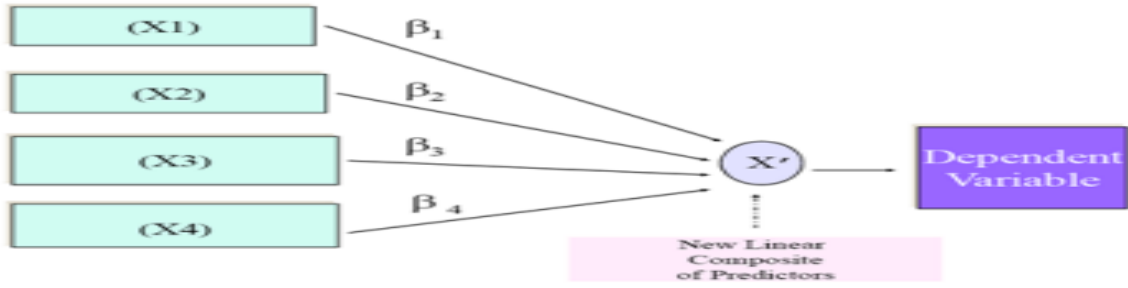
¹ Kazi Sohag, A.B. Nabilah, and R.A. Begum, (2015), op cit.

² James Ang and Warwick McKibbin (2007), op cit.

³ Y. Huang, (2010) 'Political institutions and financial development: an empirical study', World Development, Vol. 38, No. 12, pp.1667–1677.

⁴ Ved Pal Sheera, and Bishnoi, A. (2012) 'Financial deepening in newly industrialised economies of Asia', Int. J. of Economic Policy in Emerging Economies, Vol. 5, No. 2, pp.122–139.

⁵ N. F Campos and Y Kinoshita. (2008). Foreign direct investment and structural reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America. Washington, DC: International Monetary Fund, IMF Institute.



الجدول (3-6) : تحليل المكونات الأساسية لمؤشر التطور المالي

Component	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
مؤشر تطور الوساطة المالية (حالة عينة الدول المتقدمة)				
Comp1	1.46209	0.534334	0.4880	0.4880
Comp2	0.929754	0.323598	0.3099	0.7979
Comp3	0.606157		0.2021	1.00000
مؤشر تطور الاسواق المالية (حالة عينة الدول المتقدمة)				
Comp1	2.00971	1.12043	0.6699	0.6699
Comp2	0.889276	0.788262	0.2964	0.9663
Comp3	0.101014		0.0337	1.0000
مؤشر تطور الوساطة المالية (حالة عينة الدول النامية)				
Comp1	1.98156	1.13122	0.6605	0.6605
Comp2	0.850336	0.682229	0.2834	0.9440
Comp3	0.168107		0.0560	1.0000
مؤشر تطور الاسواق المالية (حالة عينة الدول النامية)				
Comp1	1.90659	0.991031	0.6355	0.6355
Comp2	0.915554	0.737694	0.3052	0.9407
Comp3	0.17786		0.0593	1.0000
مؤشر تطور الوساطة المالية (حالة كل العينة)				
Comp1	1.83727	1.08208	0.6124	0.6124
Comp2	755188.	347643.	0.2517	0.8642
Comp3	407545.		0.1358	1.0000
مؤشر تطور الاسواق المالية (حالة كل العينة)				
Comp1	2.04286	1.24461	0.6810	0.6810
Comp2	798256.	639374.	0.2661	0.9470
Comp3	158882.		0.0530	1.0000

المصدر: باعتماد على STATA13

و بالتالي يعرض الجدول اعلاه نتائج تحليل المكونات الاساسية ، المكون الاول هو الوحيد بقيمة الذاتية Eigen value أكبر من 1 في كل الحالات ويفسر النسبة الاعلى من التباين ، ويليه المكون الثاني والمكون الأخير بالنسبة الاقل ، وبالتالي المكون الأول هو ذو قوة التفسيرية الأعلى ، ويستعمل كمؤشر ممثل للتطور الوساطة المالية والاسواق المالية في كل من حالة الدول النامية والمتقدمة ، وكل العينة .

4-5 : دراسة الاستقرارية لبيانات البانل :

قبل تقدير النماذج لبيانات بانل ، لا بد أولاً من فحص جذر الوحدة لهذه البيانات ، وهذا باستخدام عدد من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات بانل ، نجد اختبارات Lin,Levin and (2002) Chu ، (2003) Pesaran ,In and Shin ADF tests – Fisher و PP test-Maddal ، تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية ، نظراً لأنها تتضمن محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معا ، والذي يقود الى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية . سوف يتم استخدام اختبارات جذر الوحدة الأكثر شيوعاً، وهي IPS, LLC. يأخذ اختبار LLC في الحسبان الآثار الثابتة المقطعية والزمنية من خلال معلمتين α_i و θ_t ، ويفترض أن معلمة المتغير المبطن لفترة واحدة p تكون متجانسة عبر المفردات ، لذا فإن اختبار IPS أوسع من اختبار LLC ليسمح بتفاوت معلمة المتغير عبر المفردات .

و من أجل التعرف على استقرارية بيانات البانل ، قمنا بتطبيق هذه الاختبارات على كل متغير وهذا باختبار فترات الابطاء المناسبة لags بطريقة آلية لمعيار AIC ، على المتغيرات المدروسة ، فكانت النتائج كالتالي :

الجدول (3-7) : اختبار جذر الوحدة لبيانات بانل (عينة الدول المتقدمة)

variables	IPS test		LLC test	
	level	First difference	level	First difference
GDPG	-3.2944***	-	-14.1646***	-
INVEST	-1.6305	-3.5645 ***	-11.2722***	-16.5272***
GOV	-1.3827	-3.8801***	-7.3352***	-18.8794***
POP	-1.9926	-5.4445 ***	-6.8316	-14.5549***
INF	-3.0200***	-	-3.0200 ***	-
TO	-0.9363	-4.7960***	-4.1846	-19.4285***
M2/GDP	-0.8917	-4.3468 ***	-2.7738	-16.9155***
CREDIT	-0.7075	-3.7886 ***	-4.0305	-14.0914***
BASSET	-1.8224	-5.0434***	-9.0743***	-38.0390***
MC	-1.5815	-3.4451***	-10.2627***	-18.9545***
VT	-1.2967	-2.7562***	-8.9590***	-24.6171***
TR	-1.8185*	-	-8.2188***	-
BD	-0.9999	-4.1357***	-4.4060	-18.5671***
FMD	-1.8955 **	-	-9.9779***	-

*,**,*** indiquent respectivement le rejet de l'hypothèse de la racine unitaire à 10%, 5% et 1%

المصدر : باعتماد على مخرجات Stata13

يتضح من خلال الجدول أعلاه الذي يبين نتائج اختبار الاستقرارية أن المتغيرات **FMD, INF, TR, GDPG** مستقرة عند المستوى في حالة كلا الاختبارين، أما المتغيرات **INVEST, GOV, BASSET, MC, VT** هي غير مستقرة عند اختبار **IPS** لكن مستقرة عند المستوى في حالة اختبار **LLC**، وبعد اجراء اختبارات عند الفروقات الدرجة الاولى أصبحت مستقرة، باقي المتغيرات مستقرة بعد أخذ الفروق الاولى **BD, CREDIT, M2/GDP, TO, POP**، وبالتالي بيانات بانل غير مستقرة من نفس الدرجة $I(0)$ و $I(1)$.

الجدول (3-8) : اختبار جذر الوحدة لبيانات بانل (عينة الدول النامية)

variables	IPS test		LLC test	
	level	First difference	level	First difference
GDPG	-3.8467***	-	-18.4903***	-
INVEST	-1.6999	-4.3075***	-9.1060***	-24.8926***
GOV	-1.9206***	-	-11.3482***	-
POP	-2.4481***	-	-8.5805***	-
INF	-2.3411***	-	-4.0348***	-
TO	-1.7495*	-5.2045 ***	-6.9337	-24.8183***
M2/GDP	-1.4699	-4.8300***	-6.4581	-22.7134***
CREDIT	-1.2040	-4.1364***	-6.8976	-19.1455***
BASSET	-1.8626**	-	-9.2736***	-
MC	-1.4987	-3.9034***	-10.8545***	-26.0085***
VT	-1.8143	-3.5587***	-11.5113***	-35.5187***
TR	-2.7238***	-	-12.4555***	-
BD	-1.2898	-4.6312***	-6.5930*	-21.2326***
FMD	-2.1742***	-	-12.2122***	-

*, **, *** indiquent respectivement le rejet de l'hypothèse de la racine unitaire à 10%, 5% et 1%

المصدر : باعتماد على مخرجات Stata13

يتضح من خلال الجدول أعلاه الذي يبين نتائج اختبار الاستقرارية أن المتغيرات **POP, BASSET, GDPG**، **INVEST, GOV, INF, TR, FMD** مستقرة عند المستوى، أما المتغيرات **BD, MC, VT** هي غير مستقرة عند اختبار **IPS** لكن مستقرة عند المستوى في حالة اختبار **LLC**، وبعد اجراء اختبارات عند الفروقات الدرجة الاولى أصبحت مستقرة، باقي المتغيرات مستقرة بعد أخذ الفروق الاولى **CREDIT, M2/GDP, TO**، وبالتالي بيانات بانل غير مستقرة من نفس الدرجة $I(0)$ و $I(1)$.

الجدول (3-9) : اختبار جذر الوحدة لبيانات بانل (لكل العينة)

variables	IPS test		LLC test	
	level	First difference	level	First difference
GDPG	-3.6329***		-23.2854***	
INVEST	-1.6730	-4.0199 ***	-14.2020***	-29.3615***
GOV	-1.7123*		-12.9918***	
POP	-2.2718	-3.2611***	-9.4801***	-30.2983***
INF	-2.6039 ***		-5.2652***	
TO	-1.4347	-5.0464***	-7.9559	-31.5192***
M2/GDP	-1.2461	-4.6430***	-5.9287	-28.3205***
CREDIT	-1.0118	-4.0017***	-7.3296	-23.7884***
BASSET	-1.8471 **		-12.7622***	
MC	-1.5308	-3.7260***	-14.8589***	-32.1200***
VT	-1.6139	-3.2481***	-14.5811***	-43.2595***
TR	-2.3733***		-14.5833***	
BD	-1.1709	-4.4311***	-7.7295***	-26.7004***
FMD	-2.1018***		-15.8653***	

*,**,*** indiquent respectivement le rejet de l'hypothèse de la racine unitaire à 10%, 5% et 1%

المصدر : باعتماد على مخرجات Stata13

يتضح من خلال الجدول أعلاه الذي يبين نتائج اختبار الاستقرارية أن المتغيرات **GDPG**، **BASSET**، **INVEST**، **BD**، **MC**، **VT**، **POP** هي غير مستقرة عند اختبار **IPS** لكن مستقرة عند المستوى في حالة اختبار **LLC**، وبعد إجراء اختبارات عند الفروقات الدرجة الأولى أصبحت مستقرة، باقي المتغيرات مستقرة بعد أخذ الفروق الأولى **CREDIT**، **M2/GDP**، **TO**، وبالتالي بيانات بانل غير مستقرة من نفس الدرجة **I(0)** و **I(1)**. ما فيما يخص علاقات التكامل المشترك فإن اختبار امكانية وجود مسار مشترك بين المتغيرات، لا يكون الا بين المتغيرات المتكاملة من نفس الدرجة والتي تنمو بنفس وتيرة الاتجاه على المدى الطويل مع وجود تصحيح في المدى القصير، وبالتالي فإن السلاسل الزمنية غير مستقرة عند نفس المستوى مختلطة بين **I(0)** و **I(1)** في كلا العينتين (دول النامية ودول المتقدمة)، وعليه لا يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة في هذه الحالة.

5-5 : اختبار السببية في بيانات بانل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :

يهدف اختبار العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في كل من عينة الدول المتقدمة والنامية ، سوف نعلم على اختبار السببية المطور من ¹ (Hurlin, 2005, 2007) ، التي تركز على اختبار جرنجر للسببية في نموذج بانل ، الفرضية العدمية التي تنص على عدم وجود أي اتجاه للعلاقة السببية في النموذج ، ويسمح هذا الاختبار بأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس العلاقة بين الدول النامية والمتقدمة بل وأيضا فيما بين الدول النامية في حد ذاتها ، ونتيجة أنه في حالة استقرار البيانات $I(0)$ نعلم على اختبار ² Granger للسببية ، أما في حالة $I(1)$ ووجود تكامل مشترك يجرى اختبار السببية من خلال نموذج VECM ، أما في حالة وجود $I(0)$ و $I(1)$ معا يتم الاعتماد على نموذج ARDL لاختبار السببية وهذا توافقا مع حالة هذه الدراسة.

يعتمد اختبار السببية ل Granger على نموذج تصحيح الخطأ والتي تتوضح من خلال المعادلة التالية :

$$GDPG_{i,t} = \alpha_i + \sum_{k=1}^K \gamma_i^{(k)} GDPG_{i,t-k} + \sum_{k=1}^K \beta_i^{(k)} X_{i,t-k} + \varepsilon_{i,t}$$

الجدول (3-10) : نتائج اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول المتقدمة

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
CREDIT does not homogeneously cause GDPG	0.00284	-3.17076	0.0015***
GDPG does not homogeneously cause CREDIT	2.22793	3.19520	0.0014***
M2/GDP does not homogeneously cause GDPG	0.00289	-3.17060	0.0015***
GDPG does not homogeneously cause M2/GDP	0.07563	-2.96251	0.0031***
BASSET does not homogeneously cause GDPG	2.16824	3.02443	0.0025***
GDPG does not homogeneously cause BASSET	0.98714	-0.35468	0.7228
MC does not homogeneously cause GDPG	0.85952	-0.71981	0.4716
GDPG does not homogeneously cause MC	0.15116	-2.74640	0.0060***
TR does not homogeneously cause GDPG	0.01289	-3.14201	0.0017***
GDPG does not homogeneously cause TR	0.16990	-2.69280	0.0071***
VT does not homogeneously cause GDPG	0.05129	-3.03215	0.0024***
GDPG does not homogeneously cause VT	0.04176	-3.05942	0.0022***

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews . SBC selected automatically on the basis of the Lag length

*, **, and *** indicate significance at 10%, 5%, and 1%.

¹ See more :

-C,Hurlin , 2005, Un Test Simple de l'Hypothèse de Non Causalité dans un Modele de Panel Hétérogène, Revue Economique, 56(3), 799-809.

-C,Hurlin, ., 2007., Testing for Granger Non Causality in Heterogeneous Panels, Working Paper LEO, Université d'Orléans, 2007-10

² C.W.J., Granger, 1969. Investigating causal relationd by econometric models and cross-spectral methods. Econometrica 37, 424N° :438.

الجدول(3-11) : نتائج اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول النامية

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
CREDIT does not homogeneously cause GDPG	0.00284	-3.98979	7.E-05***
GDPG does not homogeneously cause CREDIT	2.22793	4.02054	6.E-05***
M2/GDP does not homogeneously cause GDPG	0.00289	-3.98959	7.E-05***
GDPG does not homogeneously cause M2/GDP	0.07563	-3.72774	0.0002***
BASSET does not homogeneously cause GDPG	2.16824	3.80566	0.0001***
GDPG does not homogeneously cause BASSET	0.98714	-0.44630	0.6554
MC does not homogeneously cause GDPG	0.85952	-0.90574	0.3651
GDPG does not homogeneously cause MC	0.15116	-3.45582	0.0005***
TR does not homogeneously cause GDPG	0.01289	-3.95361	8.E-05***
GDPG does not homogeneously cause TR	0.16990	-3.38836	0.0007***
VT does not homogeneously cause GDPG	0.05129	-3.81537	0.0001***
GDPG does not homogeneously cause VT	0.04176	-3.84968	0.0001***

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews. Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

*, **, and *** indicate significance at 10%, 5%, and 1%.

الجدول(3-12) : نتائج اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة كل العينة

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
M2_GDP does not homogeneously cause GDPG	4.04002	5.38705	7.E-08***
GDPG does not homogeneously cause M2_GDP	4.35677	6.34926	2.E-10***
CREDIT does not homogeneously cause GDPG	9.46089	21.8544	0.0000***
GDPG does not homogeneously cause CREDIT	22.6068	61.7888	0.0000***
BASSET does not homogeneously cause GDPG	11.0774	26.7650	0.0000***
GDPG does not homogeneously cause BASSET	0.75926	-4.57917	5.E-06***
MC does not homogeneously cause GDPG	0.99134	-3.87416	0.0001***
GDPG does not homogeneously cause MC	0.21572	-6.23032	5.E-10***
TR does not homogeneously cause GDPG	0.91154	-4.11658	4.E-05***
GDPG does not homogeneously cause TR	11.8640	29.1544	0.0000***
VT does not homogeneously cause GDPG	0.28073	-6.03281	2.E-09***
GDPG does not homogeneously cause VT	2.95087	2.07844	0.0377**

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews. Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

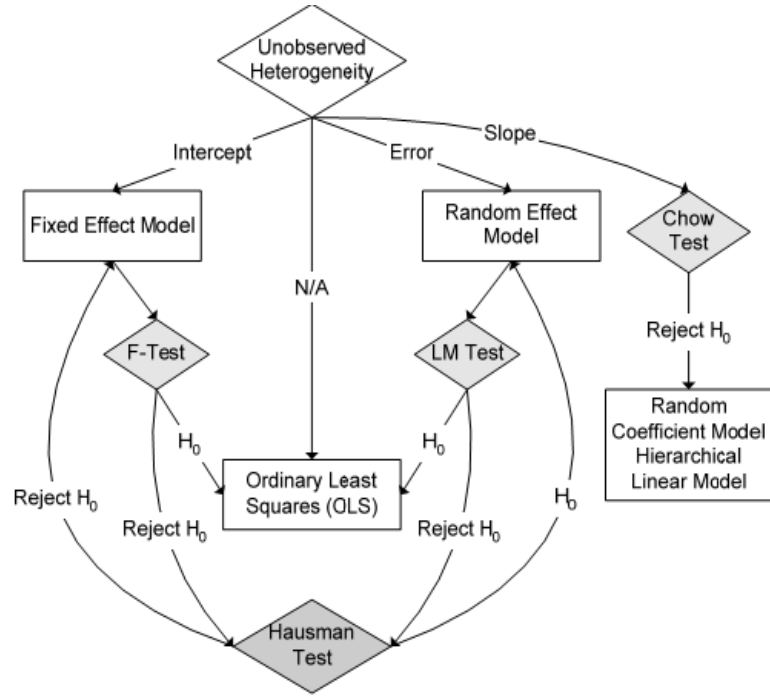
*, **, and *** indicate significance at 10%, 5%, and 1%.

أما بالنسبة للعلاقة السببية بين التطور المالي والنمو هي علاقة تبادلية في كل من عينة الدول المتقدمة والنامية على حد سواء ، هذا ما يتفق مع ما أشار اليه (Patrick,1966) على أن العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو هي علاقة ثنائية الاتجاه (Bidirectional causality) .

5-6: تقدير نماذج بانل :

نقوم باجراء مجموعة من الاختبارات حسب الشكل التالي :

الشكل (3-2): عملية نمذجة لبيانات بانل (Panel Data Modeling Process)



Source : Park H Myoung (2011). Practical Guides to panel data modeling :step by step analysis using Stata “International university of Japan Public management and policy analysis Program , p :16.

✓ اختبار F للمفاضلة بين نموذج القاطع المشترك ونموذج التأثيرات الفردية :

$$H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_N$$

و يتم اختبار فرض العدم باستخدام احصائية (F) وفق الصيغة التالية :

$$F = \frac{(R_{FE}^2 - R_{CC}^2)/(N - 1)}{(1 - R_{FE}^2)/(NT - N - k)} \sim F(N - 1, NT - N - k)$$

$$\begin{cases} H_0: \text{نموذج القاطع المشترك هو الأنسب} \\ H_1: \text{نموذج الأثر هو الثابت الفردي الأنسب} \end{cases}$$

حيث (R_{FE}^2) معامل التحديد لنموذج الآثار الثابتة ، و (R_{CC}^2) معامل التحديد لنموذج القاطع المشترك ، وفي حالة احصائية (F) المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة (F-critical) وعليه يمكن رفض فرض العدم القائل بأن طريقة $pooled\ OLS\ method$ متسقة ، و قبول نموذج الآثار الثابتة ، أما اذا كانت القيمة أصغر فيكون نموذج القاطع المشترك هو الأنسب.

✓ اختبار LM^1 Breush-Pagan من أجل المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج القاطع المشترك .

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{T^2 \bar{e}'\bar{e}}{e'e} - 1 \right]^2 \sim \chi^2(1)$$

$$\begin{cases} H_0: \text{نموذج القاطع المشترك هو الأنسب} \\ H_1: \text{الانسب هو العشوائي الأثر نموذج} \end{cases}$$

✓ اختبار $Hausman$ للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية:

عند الأخذ بالتأثيرات الفردية في النموذج ، يتم فحص طبيعة هذا الأثر فإما أن يكون عشوائي أو نموذج التأثيرات الثابتة .

حيث تمثل هذه المرحلة في التحليل في التعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة α_i ، هذا وبالرغم من أن نصوص التحليل القياسي تشير الى أن التأثيرات الفردية الثابتة هي الأكثر ملائمة للبيانات المقطعية عبر الدول، الا أنه لا بد من التأكد من ذلك باستخدام اختبار Hausman ، نقوم بتطبيق اختبار Hausman لتحديد التأثير الفردي في نموذج بانل .

الفرضيات التي يتم اختبارها تخص الارتباط بين التأثيرات الفردية والمتغيرات التفسيرية :

$$\begin{cases} H_0: cov(\alpha_i / X_i) = 0 \\ H_1: cov(\alpha_i / X_i) \neq 0 \end{cases}$$

في ظل الفرضية H_0 يكون النموذج في حالة التأثيرات الفردية العشوائية وبالتالي استخدام المربعات الصغرى المعممة (GLS) ، في ظل الفرضية البديلة يخصص النموذج على أنه نموذج التأثيرات الفردية الثابتة .

في ظل الفرضية العدمية H_0 تتبع الاحصائية H تقريبا (N تؤول الى ∞) كاي تربيع Chi deux .

5-6-1: تقدير نماذج بانل الساكنة (static model) بالنسبة الى كلا العينتين :

نموذج المشترك يأخذ الصيغة التالية :

¹ Park H Myoung (2011). Practical Guides to panel data modeling :step by step analysis using Stata “International university of Japan Public management and policy analysis Program , p :12.

$$GDPG_{it} = \alpha + \beta FD_{it} + \delta X_{it} + \mu_{it} \dots \dots \dots (1)$$

نموذج الأثر الثابت يأخذ الصيغة التالية :

$$GDPG_{it} = (\alpha + u_i) + \beta FD_{it} + \delta X_{it} + \mu_{it} \dots \dots \dots (2)$$

نموذج الأثر العشوائي يأخذ الصيغة التالية :

$$GDPG_{it} = \alpha + \beta FD_{it} + \delta X_{it} + (u_i + \mu_{it}) \dots \dots \dots (3)$$

يشير تقدير النماذج الساكنة باستخدام مؤشر تطور الوساطة المالية والاسواق المالية باستعمال طريقة POLS ، RE و FE الى أن تطور الجهاز المصرفي وله تأثير سلبي ومعنوي على معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي ومؤشر الأسواق المالية له تأثير ايجابي ومعنوي في كل من عينة الدول المتقدمة والنامية .

بعد تقدير النماذج باستعمال طريقة POLS ، RE و FE في حالة العينتين تحصلنا على النتائج في الجداول التالية .

- حالة عينة الدول المتقدمة:

بعد اجراء مجموعة من الاختبارات بهدف اختبار اي النموذج المقدر هو الأنسب ، فان اختبار F يشير الى نموذج الأثر الثابت هو الانسب (رفض فرض العدم) ، اختبار LM يشير الى رفض فرض العدم أي أن النموذج المناسب هو نموذج الأثر العشوائي ، وبهدف الاختيار بين نموذج الأثر العشوائي والثابت قمنا بإجراء اختبار Hausman ودلت النتيجة على اختبار نموذج الأثر العشوائي هو الانسب في هذه الحالة .

و نتيجة الملاحظة من تقدير نموذج الاثر العشوائي أن جميع معاملات النموذج هي معنوية ما عدا الثابت ، ونتيجة أيضا تشير الى أن مؤشر تطور الوساطة المالية يؤثر سلبا على معدلات النمو في الناتج المحلي الاجمالي ، ومؤشر الأسواق المالية يؤثر ايجابا على النمو الاقتصادي ، وتقريبا معظم اشارات للمعاملات الخاصة بالمتغيرات المفسر للنمو جاءت مطابقة للنظرية الاقتصادية.

- حالة عينة الدول النامية:

بعد اجراء مجموعة من الاختبارات بهدف اختبار اي النموذج المقدر هو الأنسب ، فان اختبار F يشير الى نموذج الأثر الثابت هو الانسب (رفض فرض العدم) ، اختبار LM يشير الى رفض فرض العدم أي أن النموذج

المناسب هو نموذج الأثر العشوائي ، وبهدف الاختيار بين نموذج الأثر العشوائي والثابت قمنا بإجراء اختبار Hausman ودلت النتيجة على اختبار نموذج الأثر الثابت هو الانسب في هذه الحالة .

أما بالنسبة لتقدير النموذج الساكن في حالة كل العينة (الجمع بين الدول النامية والمتقدمة) الموضحة في الجدول (3-15) ، ان نموذج الأثر السالب هو الانسب (رفض فرضية العدم لاختبار Hausman) ، ويتضح أن مؤشر الجهاز البنكي له أثر سالب ومعنوي ومؤشر الاسواق المالية تأثير موجب ومعنوي على النمو الاقتصادي .

على ضوء نتائج التقدير النتيجة الملاحظة من تقدير نموذج الاثر الثابت أن جميع معاملات النموذج هي معنوية ما عدا معاملات المتغيرين TO و GOV، ونتيجة أيضا تشير الى أن مؤشر تطور الوساطة المالية يؤثر سلبا على معدلات النمو في الناتج المحلي الاجمالي ، ومؤشر الأسواق المالية يؤثر ايجابا على النمو الاقتصادي نفس النتيجة المتحصل عليها في حالة عينة الدول المتقدمة وكل العينة، وتقريبا معظم اشارات للمعاملات الخاصة بالمتغيرات المفسر للنمو جاءت مطابقة للنظرية الاقتصادية ومعنوية.

الجدول(3-13): تقدير نماذج بانل الساكنة (حالة عينة الدول المتقدمة)

نموذج الأثر العشوائي RE		نموذج الأثر الثابت FE		نموذج Pooled OLS		المتغير التابع GDPG
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	المتغيرات التفسيرية
0.000	0.1692	0.000	0.1782	0.000	0.1615	INVEST
0.086	0.29608	0.689	0.0755	0.008	0.4290	POP
0.001	0.00676	0.322	0.0055	0.00	0.0069	TO
0.000	-0.1893	0.000	-0.7499	0.000	-0.1311	GOV
0.016	-0.13128	0.000	-0.2309	0.063	-0.098	INF
0.000	-0.6627	0.000	-0.8317	0.000	-0.5131	BD
0.088	0.14223	0.002	0.2979	0.162	0.1079	FMD
0.229	1.62937	0.000	12.365	0.653	0.52197	الثابت constant
576						Number of observations
24						عدد الدول
F=8.2216 > F _{23,545} ^{0.05} = 1.56						اختبار F (POLS vs FE)
100.62(Prob>chi ² =0.14)						اختبار Hausman (FE vs RE)
28.55(Prob>chibar2 =0.0000)						اختبار LM (POLS vs RE)

المصدر: باعتماد على stata13، p-value()

الجدول (3-14): تقدير نماذج بانل الساكنة (حالة عينة الدول النامية)

نموذج الأثر العشوائي RE		نموذج الأثر الثابت FE		نموذج Pooled OLS		المتغير التابع GDPG
Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	Prob	Coefficient	المتغيرات التفسيرية
0.000	0.2690571	0.000	0.304548	0.000	0.2164	INVEST
0.001	-0.5016501	0.000	-0.6873623	0.100	-0.22355	POP
0.115	0.0110112	0.113	0.0181048	0.273	0.00501	TO
0.033	0.0781525	0.158	0.0684051	0.033	0.0573173	GOV
0.000	-0.0249144	0.000	-0.0255978	0.000	-0.02233	INF
0.000	-0.8028744	0.000	-1.099757	0.004	-0.459733	BD
0.007	0.3903378	0.061	0.2987437	0.001	0.419827	FMD
0.036	-2.092661	0.026	-2.885601	0.330	-0.76438	الثابت constant
912						Number of observations
38						عدد الدول
F=1.6032 > F _{37,867} ^{0.05} = 1.44						اختبار F (POLS vs FE)
20.39 (Prob > chi ² = 0.0048)						اختبار Hausman (FE vs RE)
127.15 (Prob > chibar2 = 0.0000)						اختبار LM (POLS vs RE)

المصدر: باعتماد على stata13، p-value()

الجدول (3-15): تقدير نماذج بانل الساكنة (حالة كل العينة)

RE	FE	POLS	GDPG
0.278 (0.023)**	0.318 (0.026)**	0.231 (0.019)**	INVEST
-0.013 (0.028)	0.011 (0.038)	-0.031 (0.020)	GOV
-0.316 (0.119)**	-0.626 (0.134)**	0.179 (0.103)	POP
-0.024 (0.005)**	-0.027 (0.005)**	-0.019 (0.005)**	INF
0.012 (0.003)**	0.007 (0.006)	0.009 (0.002)**	TO
-1.106 (0.135)**	-1.241 (0.174)**	-0.769 (0.101)**	BD
0.273 (0.096)**	0.417 (0.110)**	0.128 (0.081)	FMD
-2.550 (0.777)**	-3.056 (1.003)**	-1.735 (0.597)**	constant
	0.14	0.14	R-squared
53.43 (Prob > chi ² = 0.0000)			Hausman test
1488	1488	1488	عدد الملاحظات
62	62	62	عدد الدول

المصدر: باعتماد على STATA13، *، **، and *** indicate significance at 10%، ** at 5% and *** at 1%.

5-6-2: نموذج بانل الديناميكي (Dynamic panel model) وطريقة التقدير MG، PMG:

نتيجة للنتائج المتحصل عليها من خلال اجراء اختبار Hsiao(1986) واختبار Chow والتي تنص على عدم تجانس معاملات النموذج ، بالإضافة التوصل على عدم استقرارية بيانات بانل عند نفس المستوى

((1) و I(0)، وبالتالى عدم القدرة على الاعتماد على نتائج تقديرات النموذج الساكن لأنها تعطي نتائج جيدة في حالة استقرار بيانات بانل ، وبالتالى النموذج المستخدم في هذه الحالة هو نموذج Panel ARDL .

في حالة أن التطور المالى مرتبط بالنمو الاقتصادى فى إطار علاقة توازنية طويلة الأجل ، كما هو شائع فى العلاقات الاقتصادية ، فإن النموذج المناسب للتقدير هو نموذج تصحيح الخطأ لبيانات البانل ، وذلك لقياس ديناميكية العلاقة وتحديد الآثار قصيرة وطويلة الأجل بين التطور المالى والنمو الاقتصادى ، ويعاب على نماذج البانل -الآثار الثابتة والعشوائية لا سيما فى إطار النماذج الحركية ، أنها تفترض تساوى معالم ميل النموذج بينما يعبر عن الاختلافات المقطعية أو الزمنية من خلال القاطع .غير أنه فى الدراسات الاقتصادية ، تتطلب نماذج بيانات البانل السماح بمزيد من التفاوت فى معالم النموذج ، لا سيما فى نماذج البانل الديناميكية ، وذلك للحصول على تقديرات متسقة تعكس السلوكيات المتباينة لمفردات العينة .

تشير دراسة¹ Pesaran and Smith(1995) أن تطبيق فرضية الدمج أو تساوى الميول فى نماذج البانل الديناميكية تقود الى مشكلة توصف " بتحيز معالم الميل غير المتجانسة (Bias of heterogeneous slope parameters) والتي تفضي الى تقديرات غير متسقة نظرا لعدم تجانس معالم الميل حتى فى حالة العينات الكبيرة ، وقد قدم كل من² Pesaran,et al (1999) طريقتين للتعامل مع التحيز الناتج عن الميول غير المتجانسة فى نماذج البانل الديناميكية ، وهما مقدره وسط المجموعة (mean group estimator) واختصارا MG ، ومقدره وسط المجموعة المدمجة (pooled mean group estimator) واختصارا PMG .

- **طريقة MG فى التقدير:** ولتقدير نموذج البانل الديناميكي لدراسة تأثير التطور المالى على النمو الاقتصادى باستخدام مقدره MG المقدمة من طرف Pesaran and Smith(1995) التي تأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس فى المدى القصير والطويل أي تسمح لمعاملات النموذج بأن تتفاوت حسب كل دولة الذي يأخذ الصيغة التالية :

$$Y_{it} = \alpha_i + \gamma_i Y_{i,t-j} + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

المعاملات فى الأجل الطويل θ_i بالنسبة لكل دولة تحسب كما يلي :

$$\theta_i = \beta_i / 1 - \gamma_i$$

¹ M.H. Pesaran, and R. Smith,(1995) Estimation of long-run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels, Journal of Econometrics, 68, pp. 79-113.

² M.H. Pesaran, Y. Shin and R. Smith.(1999) Pooled Mean Group Estimation of Dynamic Heterogeneous Panels, Journal of the American Statistical Association, 94, pp.621-634.

أين مقدره **MG** في نموذج البائل تأخذ متوسط قيم المعلمات :

$$\tilde{\theta}_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \theta_i \quad \tilde{\alpha}_i = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \alpha_i$$

و من الواضح أن هذا النموذج يقدر بالنسبة لكل دولة ، وبعد ذلك أخذ متوسط قيم المعلمات المقدره ، بدون أي قيود ، وذلك يسمح للمعلمات أن تكون غير متجانسة (**heterogeneous**) في المدى القصير والطويل .

هناك شرط ضروري من أجل الحصول على معلمات متسقة وهو وجود عينات ذات البيانات المقطعية والزمنية الكبيرة على الأقل 20 أو 30 مقطع (units) حسب ¹ Pesaran et al (1999).

- طريقة PMG في التقدير:

و لتقدير نموذج البائل الديناميكي لدراسة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي باستخدام مقدره PMG ، يتم في البداية صياغة النموذج في اطار (ARDL) كالتالي :

$$y_{it} = \sum_{j=1}^p \lambda_{ij} y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^q \delta'_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن :

y_{it} : تمثل معدل الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي للدولة (i) في الفترة (t) ،GDPG.

X_{it} : تمثل متغيرات التطور المالي والمتغيرات التفسيرية BD ,FMD ,CREDIT ,M2/GDP,BASSET , MC ,TR,VT (,INVEST, POP, ,GOV,INF,TO

γ_{it} :يمثل معلمات المتغير التابع المبطنى زمنيا.

δ_{it} : يمثل معلمات متغيرات التطور المالي والمتغيرات التفسيرية .

μ_i : الآثار الفردية الثابتة .

$\varepsilon_{it} \sim IID(0, \sigma^2)$ ، يمثل حد الخطأ العشوائي ،

وفترات الابطاء (p,q) يمكن أن تتباين من دولة الى اخرى .

¹ M.H. Pesaran, Y. Shin and R. Smith.(1999),op cit.

و يمكن اعادة صياغة نموذج (1) في شكل نظام متجه نموذج تصحيح الخطأ (VECM) كما يلي :

$$\Delta y_{it} = \theta_i(y_{i,t-1} - \beta' X_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^p \lambda^*_{ij} \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^q \delta^*_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن :

$$\Delta y_{it} = \theta_i(y_{i,t-1} - \beta' X_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^p \lambda^*_{ij} \Delta y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^q \delta^*_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

$$\hat{\theta}_{PMG} = \frac{\sum_{i=1}^N \hat{\theta}_i}{N}, \hat{\lambda}^*_{jPMG} = \frac{\sum_{i=1}^N \lambda^*_{ij}}{N}, j = 1, \dots \dots P - 1, \hat{\delta}^*_{jPMG} = \frac{\sum_{i=1}^N \delta^*_{ij}}{N}, j = 1 \dots \dots, q - 1, \hat{\beta}_{PMG} = \hat{\beta}$$

و الجداول التالية تعرض نتائج تقدير مقدرات وسط المجموعة (MG) ووسط المجموعة المدجة (PMG) لمعاملات نموذج تصحيح الخطأ وهي معاملات المدى القصير والطويل ومعلمة سرعة التعديل، كما يلي :

الجدول (3-16) : نتائج تقدير نماذج Panel ARDL باستخدام MG، PMG، (حالة الدول المتقدمة)

MG		PMG		المتغيرات
تقدير المدى القصير	تقدير المدى الطويل	تقدير المدى القصير	تقدير المدى الطويل	
-1.172(0.00)		-0.9345(0.00)		معامل تصحيح الخطأ ECT
0.5780(0.000)		0.7608(0.000)		$\Delta INVEST$
3.372(0.097)		1.7184(0.059)		ΔPOP
-0.103(0.405)		-0.014(0.860)		ΔINF
0.054(0.064)		0.023(0.348)		ΔTO
-1.830(0.000)		-1.620(0.000)		ΔGOV
-1.962(0.085)		-1.78(0.060)		ΔBD
0.162(0.291)		0.166(0.208)		ΔFMD
0.94 (Prob>Chi2=0.9958)				اختبار Hausman (MG أو PMG)
	0.293(0.067)		0.194(0.000)	$INVEST$
	2.205(0.077)		-0.062(0.704)	POP
	-0.537(0.000)		-0.262(0.000)	INF
	-0.028(0.447)		-0.011(0.007)	TO
	-0.294(0.223)		-0.360(0.000)	GOV
	-1.876(0.018)		-0.467(0.000)	BD
	0.1233(0.654)		-0.111(0.019)	FMD
3.2005(0.674)		6.22(0.000)		القاطع CONSTANT
576	576	576	576	عدد الملاحظات
24	24	24	24	عدد الدول

Note: Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

المصدر : باعتماد على برنامج STATA13 (xtpmg) ARDL(1,1,1,1,1,1,1) ، () تمثل قيمة p-value

الجدول (3-17) : نتائج تقدير نماذج Panel ARDL باستخدام MG، PMG (حالة الدول النامية)

MG		PMG		المتغيرات
تقدير المدى القصير	تقدير المدى الطويل	تقدير المدى القصير	تقدير المدى الطويل	
-1.294(0.00)		-0.9075(0.00)		معامل تصحيح الخطأ ECT
0.451(0.006)		0.6036(0.000)		$\Delta INVEST$
-8.337(0.623)		12.80(0.103)		ΔPOP
-0.924(0.296)		-1.305(0.317)		ΔINF
0.018(0.640)		-0.006(0.843)		ΔTO
-0.782(0.009)		-1.076(0.000)		ΔGOV
-2.542(0.047)		-0.86(0.213)		ΔBD
1.123(0.406)		-0.102(0.940)		ΔFMD
0.67 (Prob>Chi2=0.9986)				اختبار Hausman (MG أو PMG)
	-0.019(0.871)		0.170(0.000)	INVEST
	0.0014(0.999)		0.364(0.058)	POP
	-0.025(0.812)		-0.021(0.000)	INF
	0.036(0.387)		0.010(0.136)	TO
	-0.198(0.437)		-0.203(0.000)	GOV
	-0.671(0.549)		-0.404(0.025)	BD
	1.769(0.316)		0.316(0.002)	FMD
8.728(0.267)		3.097(0.000)		القاطع CONSTANT
912	912	912	912	عدد الملاحظات
38	38	38	38	عدد الدول

Note: Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

المصدر : باعتماد على برنامج STATA13 (xtpmg) ARDL(1,1,1,1,1,1,1,1) ، () تمثل قيمة p-value

الجدول (3-18) : نتائج تقدير نماذج Panel ARDL باستخدام MG، PMG (حالة كل العينة)

MG		PMG		GDPG
المدى القصير	المدى الطويل	المدى القصير	المدى الطويل	
	-1.262 (0.046)**		-0.911 (0.042)**	__ec
	0.269 (0.147)		0.180 (0.015)**	L.INVEST
	-0.200 (0.190)		-0.257 (0.024)**	L.GOV
	1.318 (1.428)		-0.075 (0.117)	L.POP
	-0.453 (0.192)*		-0.025 (0.002)**	L.INF
	0.005 (0.040)		-0.010 (0.003)**	L.TO
	-2.332 (0.917)*		-0.531 (0.071)**	L.BD
	0.773 (1.278)		0.045 (0.039)	L.FMD
Test de Hausman (PMG ou MG) 1.72 (Prob>chi²= 0.9739) .				
	0.498 (0.116)**		0.716 (0.085)**	D.INVEST
	-1.306 (0.222)**		-1.256 (0.141)**	D.GOV

-1.483 (11.899)		10.438 (5.056)*		D.POP
-0.654 (0.553)		-0.760 (0.786)		D.INF
0.044 (0.033)		0.002 (0.022)		D.TO
-1.962 (1.093)		-1.310 (0.640)*		D.BD
0.420 (0.980)		0.109 (0.802)		D.FMD
3.957 (5.567)		4.960 (0.448)**		_cons
1,426	1,426	1,426	1,426	N

Note: Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

المصدر : باعتماد على برنامج STATA13 (xtpmg) ARDL(1,1,1,1,1,1,1,1) ، تمثل الانحراف المعياري. Note: *, **, and *** indicate significance at 10%, ** at 5% and *** at 1%

يوضح الجدول (3-16) والجدول (3-17) نتائج التقدير باستخدام مؤشر تطور البنوك ومؤشر الأسواق المالية كالتالي : عمود (1) يعرض وصف المتغيرات التفسيرية في المدى القصير والطويل ، وحد تصحيح الخطأ واختبار Hausman للمقارنة بين تقدير الأجل الطويل المحسوبة بطريقة MG والمحسوبة بطريقة PMG ، عمود (2) يعرض تقديرات مقدرات وسط المجموعة المدجة (PMG) ، وهي متوسط مقدرات الدول في الاجل القصير وكذلك تقدير معلمة تصحيح الخطأ وتقديرات الأجل الطويل المشتركة بالنسبة لجميع الدول (homogeneous of parameters) وقيم p-value ، وعمود (3) يعرض تقديرات وسط المجموعة (MG) في الأجلين الطويل والقصير، ومتوسط معلمة تصحيح الخطأ المقدرة مع قيم p-value .

و على ضوء نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ، نلاحظ أن مقدرات وسط المجموعة المدجة PMG تظهر متسقة وأكثر كفاءة من مقدرات وسط المجموعة MG، حيث نجد أن اختبار Hausman فشل في رفض فرض العدم القائل بتجانس معلمات المدى الطويل في كل من العينة الدول المتقدمة وعينة الدول النامية ، مما يعني أن تقديرات المدى الطويل للدول متجانسة بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتتفاوت من دولة لأخرى ، ويمكن التعبير عنها بمتوسط التقديرات .

و بالتالي تصبح PMG هي الأفضل في تقدير نموذج تصحيح الخطأ في كل من عينة الدول المتقدمة والنامية، خلال الفترة من 1989-2012.

حالة الدول المتقدمة :

يظهر من خلال تقدير النموذج باستعمال طريقة PMG أن معامل حد تصحيح الخطأ معنوي عند 1% وبالإشارة السالبة المتوقعة ، مما يدل على أن النموذج يتضمن آلية تعديل ، أو تصحيح خطأ التوازن ويظهر كذلك:

مؤشر الاستثمار له تأثير ايجابي ومعنوي في المدى القصير والطويل عند مستوى 1% وهذا يتوافق مع النظرية الاقتصادية ، متغير معدل النمو السكاني له تأثير ايجابي وغير معنوي في المدى القصير ، ونعد ذلك يصبح التأثير سلبي وغير معنوي في المدى الطويل ، معدل التضخم له تأثير سلبي وغير معنوي في المدى القصير ومعنوي وسلي في الأجل الطويل عند 1% ، الانفتاح التجاري له تأثير ايجابي وغير معنوي في المدى القصير وسلي ومعنوي عند مستوى 1% ، الانفاق الحكومي له تأثير سلبي ومعنوي في المدى القصير والطويل عند مستوى 1% ، بالنسبة لمؤشر تطور الوساطة المالية (BD) له تأثير سلبي ومعنوي في المدى القصير والطويل عند مستويات معنوية 10% و 1% على الترتيب ، وبالتالي تطور الجهاز البنكي في عينة الدول المتقدمة يؤثر سلبا على النمو ، أما مؤشر الأسواق المالية (FMD) له تأثير ايجابي وغير معنوي في المدى القصير، أما بالنسبة للمدى الطويل له تأثير سالب ومعنوي عند مستوى 5% .

حالة الدول النامية :

يظهر من خلال تقدير النموذج باستعمال طريقة PMG أن معامل حد تصحيح الخطأ معنوي عند 1% وبالإشارة السالبة المتوقعة ، مما يدل على أن النموذج يتضمن آلية تعديل ، أو تصحيح خطأ التوازن ويظهر كذلك:

مؤشر الاستثمار له تأثير ايجابي ومعنوي في المدى القصير والطويل عند مستوى 1% وهذا يتوافق مع النظرية الاقتصادية ، متغير معدل النمو السكاني له تأثير ايجابي وغير معنوي في المدى القصير ، ونعد ذلك يصبح التأثير ايجابي ومعنوي في المدى الطويل عند مستوى معنوية 10% ، معدل التضخم له تأثير سلبي وغير معنوي في المدى القصير ومعنوي وسلي في الأجل الطويل عند 1% ، الانفتاح التجاري له تأثير سلبي وغير معنوي في المدى القصير و ايجابي وغير معنوي في الأجل الطويل ، الانفاق الحكومي له تأثير سلبي ومعنوي في المدى القصير والطويل عند مستوى معنوية 1% ، بالنسبة لمؤشر تطور الوساطة المالية (BD) له تأثير سلبي وغير معنوي

في المدى القصير وسالب ومعنوي في المدى الطويل عند مستويات معنوية 5 % ، وبالتالي تطور الجهاز البنكي في عينة الدول النامية يؤثر سلبا على النمو الأجل الطويل ، أما مؤشر الأسواق المالية (FMD) له تأثير سالب وغير معنوي في المدى القصير ، أما بالنسبة للمدى الطويل له تأثير موجب ومعنوي عند مستوى 1 % وهذا يتوافق مع النتيجة التي توصلت اليها دراسة¹ (Saci et al (2009) على أن البنوك تؤثر سلبا على النمو أما الأسواق المالية تؤثر ايجابا على النمو في حالة عينة الدول النامية في المدى الطويل ودراسات Levine and Zervos(1998) و Atje and Jovanovic(1993) على أن الأسواق المالية تلعب دور مهم في عملية التنمية.

و يتوضح من خلال الجدول (3-18) لتقدير نموذج الديناميكي وتشير طريقة PMG الى ان مؤشر الوساطة المالية له تأثير سالب ومعنوي في المدى القصير والطويل، في حين تأثير موجب وغير معنوي لمؤشر الاسواق المالية في الأجل القصير والطويل في حالة النموذج يشمل كل العينة.

و بالتالي توصلنا من خلال تقدير النموذج باستعمال PMG ان الجهاز البنكي يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي في كل من عينة الدول النامية والمتقدمة ، ومؤشر الأسواق المالية له تأثير سالب في حالة الدول المتقدمة وموجب في عينة الدول النامية على النمو الاقتصادي في الاجل الطويل ، النتيجة تتوافق مع دراسة² (Rashti et al , 2014) ، و دراسة (Rousseau and Wachtel (2011) التي أشارت الى أن الأثر السالب لتطور القطاع المالي يكون نتيجة للأزمات المالية والبنكية والتي شهدت انتشارا خاصة بعد موجة التحرير المالي التي قامت العديد من الدول بتطبيقها في بداية سنوات الثمانينات والتسعينات(1980، 1990) ،النظام المالي الأكثر تطورا يرفع من التقلبات (volatility) في الأسواق المالية مقارنة بالأسواق المالية الناشئة الذي يؤدي الى عم الاستقرار في النظام المالي وهذا عكس ما توصل اليه (Rioja and Valev(2004,2003) على أن تأثير التطور المالي على النمو يختلف باختلاف مستويات التطور في النظام المالي والاقتصادي والدراسات النظرية لاعتبار أن التطور المالي هو أحد محددات النمو (King and Levine,1993,Levine,1997,2005,Ang,2008).

¹ Karima Saci, Gianluigi Giorgioni and Ken Holden(2009).Does financial development affect growth. Applied Economics, 2009, 41, 1701-1707.

² Narcise Amin Rashti , Ebrahim Siami Araghi and Mahdi Shayeste (2014). RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH, EVIDENCE FROM FINANCIAL CRISIS. Asian Economic and Financial Review, 2014, 4(7): 930-940.

✓ تقدير النماذج باستعمال المتغيرات الممثلة للتطور المالي (العمق المالي)

:

تقدير النماذج باستخدام متغيرات التطور المالي، وبالتالي تستخدم في كل حالة مؤشر الوساطة المالية مع مؤشر الأسواق المالية ونتيجة الحصول على تسعة حالات أي نماذج من أجل تقديرها كما هي موضحة في الجداول التالية .

بعد اجراء اختبار Hausman تبين أن طريقة PMG هي الأنسب في التقدير (قبول فرض العدم لاختبار Hausman) بالنسبة لكلا العينتين .

1- حالة الدول المتقدمة :

يتضح من خلال عملية التقدير بطريقة PMG الموضحة في الجدول (3-19) النتائج التالية :

- أن M2/GDP له تأثير سلبي ومعنوي على النمو في كل الحالات في الأجل القصير والطويل .
 - مؤشر CREDIT له تأثير سلبي ومعنوي على النمو في كل الحالات في الأجل القصير والطويل.
 - مؤشر BASSET له تأثير سلبي وغير معنوي في المدى القصير وتأثير سلبي ومعنوي في المدى الطويل .
- و من هنا يتضح أن المتغيرات الممثلة للتطور الوساطة المالية يمارس تأثير سلبي على النمو في المدى القصير والطويل وهذا يتوافق مع النتيجة المتحصل عليها من خلال استعمال مؤشر تطور الوساطة المالية .
- مؤشر MC له تأثير ايجابي وغير معنوي في المدى القصير وتأثير ايجابي ومعنوي في المدى الطويل وبالتالي حجم الاسواق المالية يؤثر ايجابا على النمو .
 - مؤشر VT في حالة واحدة تأثير موجب وغير معنوي وفي حالتين سلبي وغير معنوي في المدى القصير ، أما في المدى الطويل في الحالة الاولى تأثير سلبي وغير معنوي وفي الحالة الثانية والثالثة تأثير سلبي ومعنوي في المدى الطويل .
 - مؤشر TR في حالة واحدة تأثير موجب وغير معنوي وفي حالتين سالب وغير معنوي في المدى القصير ، وفي المدى الطويل يمارس تأثير سالب ومعنوي على النمو في الناتج المحلي ، وبالتالي فان الأسواق المالية تمارس تأثير موجب على النمو من خلال مؤشر MC وتأثير سالب من خلال لمؤشرين VT وTR .

أما بالنسبة للمتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي :

- مؤشر INVEST : في كل الحالات يمارس تأثير ايجابي ومعنوي في المدى القصير ، أما بالنسبة للمدى الطويل فهو موجب وغير معنوي الا في حالة استعمال مؤشر M2/GDP ، وباقي الحالات فهو معنوي عند مستوى 1%.
- مؤشر POP: له تأثير ايجابي ومعنوي ما عدا الحالات التي يتم فيها استخدام مؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص (GDP%) في المدى القصير ، أما في المدى الطويل في نعوض الحالات موجب وغير معنوي وسالب ومعنوي خاصة في حالة استخدام مؤشر CREDIT.
- مؤشر INF : في كل الحالات هو غير معنوي ويتراوح بين الموجب والسالب ، أما في المدى الطويل له تأثير سالب ومعنوي في كل الحالات .
- مؤشر TO : تأثير موجب ، في بعض الحالات هو معنوي والبعض الآخر غير معنوي في المدى القصير ، أما في المدى الطويل فله تأثير سالب ومعنوي في كل الحالات .
- مؤشر GOV : له تأثير سالب ومعنوي في كل الحالات في المدى القصير والطويل .

و النتيجة أنه تحصلنا على نتائج التقدير لمعاملات تقريبا تتطابق مع النظرية الاقتصادية.

حالة الدول النامية : النتائج موضحة في الجدول (3-22) :

- مؤشر M2/GDP له تأثير سلبي ومعنوي ما عدا حالة واحدة يكون فيها التأثير سلبي وغير معنوي في المدى القصير، أما في الأجل الطويل له تأثير سلبي ومعنوي على النمو .
- مؤشر CREDIT له تأثير سلبي لكنه غير معنوي في المدى القصير ومعنوي في الأجل الطويل .
- مؤشر BASSET له تأثير موجب لكنه غير معنوي في المدى القصير ومعنوي في الأجل الطويل .
- مؤشر MC تأثير سلبي وغير معنوي في المدى القصير وموجب ومعنوي في الأجل الطويل .
- مؤشر VT له تأثير سالب وغير معنوي في الأجل القصير ، موجب ومعنوي في الحالة الاولى والحالات الاخرى غير معنوي في المدى الطويل .
- مؤشر TR موجب وغير معنوي في المدى القصير ، وموجب وغير معنوي في الحالة الاولى والثانية، وسالب وغير معنوي في الحالة الثالثة في المدى الطويل .

أما بالنسبة للمتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي :

- مؤشر **INVEST** : له تأثير ايجابي ومعنوي في المدى القصير والطويل .
- مؤشر **POP** : له تأثير ايجابي وغير معنوي في المدى القصير ، ومعنوي في المدى الطويل .
- مؤشر **INF** : تأثير سالب وغير معنوي في المدى القصير ومعنوي في المدى الطويل .
- مؤشر **TO** : يتراوح بين التأثير الايجابي والسالب في المدى القصير والطويل ولكنه غير معنوي .
- مؤشر **GOV** : له تأثير سالب ومعنوي في الأجل القصير والطويل .

الجدول (3-19) : تقدير النماذج باستعمال طريقة PMG (حالة عينة الدول المتقدمة)

التغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
SR									
ECT	-0.91(0.00)	-0.93(0.00)	-0.93(0.00)	-0.95(0.00)	-0.97(0.00)	-0.96(0.00)	-0.95(0.00)	-0.97(0.0)	-0.96(0.0)
$\Delta INVEST$	0.66(0.00)	0.67(0.00)	0.69(0.00)	0.73(0.00)	0.75(0.00)	0.77(0.00)	0.69(0.00)	0.72(0.00)	0.73(0.00)
ΔPOP	2.06(0.05)	2.13(0.05)	2.98(0.05)	1.51(0.16)	1.47(0.14)	1.29(0.17)	2.20(0.02)	2.48(0.01)	2.32(0.00)
ΔINF	0.005(0.9)	-0.02(0.6)	-0.05(0.3)	0.04(0.6)	-0.02(0.7)	-0.05(0.4)	-0.002(0.9)	-0.05(0.38)	-0.06(0.24)
ΔTO	0.04(0.03)	0.03(0.12)	0.04(0.04)	0.04(0.05)	0.03(0.18)	0.04(0.06)	0.03(0.16)	0.02(0.29)	0.03(0.19)
ΔGOV	-1.5(0.0)	-1.5(0.0)	-1.51(0.0)	-1.64(0.0)	-1.63(0.0)	-1.61(0.0)	-1.79(0.0)	-1.62(0.00)	-1.61(0.00)
$\Delta M2/GDP$	-0.05(0.007)	-0.05(0.00)	-0.04(0.00)	-	-	-	-	-	-
$\Delta CREDIT$	-	-	-	-0.04(0.01)	-0.03(0.03)	-0.03(0.02)	-	-	-
$\Delta BASSET$	-	-	-	-	-	-	0.56(0.17)	0.43(0.24)	0.44(0.23)
ΔMC	0.009(0.7)	-	-	0.003(0.2)	-	-	0.0001(0.9)	-	-
ΔVT	-	0.001(0.8)	-	-	-0.001(0.91)	-	-	-0.004(0.7)	-
ΔTR	-	-	0.002(0.4)	-	-	-0.0001(0.9)	-	-	-0.002(0.5)
LR									
INVEST	0.04(0.16)	0.02(0.54)	0.04(0.14)	0.19(0.00)	0.18(0.00)	0.21(0.00)	0.12(0.00)	0.10(0.00)	0.10(0.00)
POP	0.11(0.5)	0.04(0.78)	0.15(0.35)	-0.04(0.01)	-0.42(0.01)	-0.04(0.01)	-0.11(0.4)	0.02(0.9)	0.14(0.3)
INF	-0.17(0.00)	-0.20(0.00)	-0.23(0.00)	-0.14(0.00)	-0.20(0.00)	-0.24(0.00)	-0.21(0.00)	-0.28(0.00)	-0.29(0.00)
TO	-0.02(0.00)	-0.01(0.00)	-0.01(0.00)	-0.01(0.00)	-0.01(0.00)	-0.006(0.05)	-0.02(0.00)	-0.01(0.00)	-0.01(0.00)
GOV	-0.42(0.00)	-0.48(0.00)	-0.49(0.00)	-0.35(0.00)	-0.40(0.00)	-0.38(0.00)	-0.01(0.00)	-0.46(0.00)	-0.43(0.00)
M2/GDP	-0.009(0.00)	-0.006(0.05)	-0.005(0.07)	-	-	-	-	-	-
CREDIT	-	-	-	-0.01(0.00)	-0.01(0.00)	-0.01(0.00)	-	-	-
BASSET	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.10(0.00)
MC	0.004(0.02)	-	-	0.004(0.01)	-	-	0.001(0.4)	-	-
VT	-	-0.0004(0.9)	-	-	-0.002(0.02)	-	-	-0.004(0.00)	-
TR	-	-	-0.002(0.04)	-	-	-0.004(0.00)	-	-	-0.005(0.00)
القاطع	11.7(0.00)	13.3(0.00)	12.9(0.00)	7.26(0.00)	8.57(0.00)	7.54(0.00)	22.50(0.00)	21.71(0.00)	19.87(0.00)
عدد الملاحظات	576	576	576	576	576	576	576	576	576
عدد الدول	24	24	24	24	24	24	24	24	24

Note: Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

المصدر : باعتماد على برنامج STATA13 (xtpmg) ARDL(1,1,1,1,1,1,1,1) معمل قيمة p-value

الجدول (3-20) : تقدير النماذج باستعمال طريقة MG (حالة عينة الدول المتقدمة)

(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	التغيرات
									SR
-1.19(0.00)	-1.19(0.00)	-1.13(0.00)	-1.25(0.00)	-1.25(0.00)	-1.20(0.00)	-1.24(0.00)	-1.23(0.00)	-1.20(0.00)	ECT
0.73(0.00)	0.65(0.00)	0.43(0.00)	0.75(0.00)	0.73(0.00)	0.65(0.00)	0.75(0.00)	0.66(0.00)	0.65(0.00)	Δ INVEST
0.14(0.95)	0.90(0.72)	2.29(0.32)	1.63(0.26)	2.68(0.19)	2.84(0.21)	2.18(0.24)	2.51(0.23)	3.83(0.08)	Δ POP
-0.14(0.24)	-0.08(0.49)	0.029(0.86)	-0.28(0.04)	-0.26(0.05)	-0.04(0.7)	-0.06(0.69)	-0.08(0.62)	0.02(0.88)	Δ INF
0.04(0.11)	0.04(0.12)	-0.002(0.99)	0.12(0.00)	0.11(0.00)	0.03(0.20)	0.06(0.01)	0.05(0.12)	0.04(0.05)	Δ TO
-1.76(0.00)	-1.70(0.00)	-1.78(0.00)	-1.72(0.00)	-1.74(0.00)	-1.75(0.00)	-1.53(0.00)	-1.59(0.00)	-1.63(0.00)	Δ GOV
-	-	-	-	-	-	-0.07(0.07)	-0.10(0.05)	-0.09(0.016)	Δ M2/GDP
-	-	-	-0.03(0.20)	-0.02(0.26)	-0.03(0.14)	-	-	-	Δ CREDIT
0.28(0.26)	0.22(0.41)	0.014(0.96)	-	-	-	-	-	-	Δ BASSET
-	-	0.001(0.84)	-	-	0.002(0.46)	-	-	-0.002(0.7)	Δ MC
-	-0.004(0.80)	-	-	-0.015(0.22)	-	-	-0.003(0.7)	-	Δ VT
-0.012(0.54)	-	-	-0.009(0.33)	-	-	-0.007(0.2)	-	-	Δ TR
									LR
0.42(0.00)	0.26(0.003)	0.09(0.57)	0.31(0.07)	0.20(0.24)	0.25(0.18)	0.41(0.00)	0.33(0.00)	0.42(0.003)	INVEST
1.33(0.34)	1.16(0.25)	1.71(0.39)	1.63(0.13)	1.85(0.06)	2.30(0.04)	0.75(0.09)	1.97(0.17)	2.14(0.04)	POP
-0.40(0.00)	-0.35(0.00)	-0.44(0.04)	-0.60(0.00)	-0.57(0.00)	-0.57(0.01)	-0.48(0.00)	-0.54(0.00)	-0.81(0.08)	INF
-0.01(0.00)	-0.05(0.22)	-0.08(0.04)	-0.001(0.96)	-0.02(0.54)	-0.01(0.00)	0.002(0.95)	-0.009(0.84)	-0.092(0.44)	TO
-0.03(0.32)	-0.44(0.06)	0.20(0.73)	-0.47(0.05)	-0.32(0.15)	-0.07(0.15)	-0.39(0.14)	-0.48(0.05)	-0.54(0.34)	GOV
-	-	-	-	-	-	-0.05(0.08)	-0.04(0.21)	-0.02(0.58)	M2/GDP
-	-	-	-0.033(0.08)	-0.03(0.08)	-0.03(0.05)	-	-	-	CREDIT
-0.27(0.51)	-0.15(0.72)	0.14(0.81)	-	-	-	-	-	-	BASSET
-	-	0.025(0.01)	-	-	0.02(0.016)	-	-	0.004(0.78)	MC
-	-0.005(0.70)	-	-	-0.003(0.83)	-	-	-0.002(0.85)	-	VT
-0.02(0.25)	-	-	-0.01(0.11)	-	-	-0.021(0.12)	-	-	TR
42.52(0.42)	29.34(0.55)	42.24(0.41)	3.99(0.65)	5.27(0.52)	6.90(0.36)	0.58(0.94)	6.96(0.38)	-2.33(0.76)	القاطع
576	576	576	576	576	576	576	576		عدد الملاحظات
24	24	24	24	24	24	24	24	24	عدد الدول

Note: Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

المصدر : باعتماد على برنامج STATA13 (xtpmg) ARDL(1,1,1,1,1,1,1,1) ، تمثل قيمة p-value

الجدول (3-21) : اختبار Hausman (حالة عينة الدول المتقدمة)

النماذج	اختبار Hausman (PMG أو MG)
(1)	2.71 (Prob>Chi2=0.9104)
(2)	3.44 (Prob>Chi2=0.8417)
(3)	4.17 (Prob>Chi2= 0.7602)
(4)	1.49 (Prob>Chi2= 0.9825)
(5)	1.20 (Prob>Chi2= 0.9909)
(6)	1.29 (Prob>Chi2= 0.9886)
(7)	1.56 (Prob>Chi2= 0.9802)
(8)	1.23 (Prob>Chi2=0.9902)

2.08 (Prob>Chi2= 0.9552) (9)

المصدر: باعتماد على مخرجات Stata13

الجدول (3-22) : تقدير النماذج باستعمال طريقة PMG (حالة عينة الدول النامية)

(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	التغيرات
									SR
									ECT
-0.90(0.00)	-0.91(0.00)	-0.91(0.00)	-0.89(0.00)	-0.90(0.00)	-0.91(0.00)	-0.90(0.00)	-0.91(0.00)	-0.91(0.00)	$\Delta INVEST$
0.60(0.00)	0.61(0.00)	0.61(0.00)	0.57(0.00)	0.58(0.00)	0.57(0.00)	0.57(0.00)	0.59(0.00)	0.60(0.00)	ΔPOP
8.31(0.17)	8.18(0.17)	6.20(0.32)	8.17(0.18)	9.07(0.14)	11.21(0.11)	13.07(0.11)	12.55(0.13)	11.60(0.17)	ΔINF
-1.05(0.31)	-1.12(0.32)	-1.13(0.32)	-1.19(0.31)	-1.20(0.31)	-1.39(0.32)	-1.19(0.30)	-1.25(0.30)	-1.31(0.31)	ΔTO
0.01(0.55)	0.003(0.91)	-0.009(0.76)	-0.01(0.65)	-0.01(0.57)	-0.03(0.35)	0.01(0.57)	0.01(0.66)	0.014(0.68)	ΔGOV
-1.01(0.00)	-1.03(0.00)	-0.91(0.00)	-1.05(0.00)	-1.04(0.00)	-1.03(0.00)	-1.03(0.00)	-1.03(0.00)	-1.00(0.00)	$\Delta M2/GDP$
-	-	-	-	-	-	-0.04(0.18)	-0.06(0.08)	-0.05(0.095)	$\Delta CREDIT$
-	-	-	0.022(0.6)	0.01(0.80)	0.01(0.71)	-	-	-	$\Delta BASSET$
0.022(0.75)	0.03(0.65)	0.05(0.44)	-	-	-	-	-	-	ΔMC
-	-	-0.07(0.33)	-	-	-0.07(0.26)	-	-	-0.07(0.30)	ΔVT
-	-0.53(0.39)	-	-	-0.58(0.33)	-	-	-0.52(0.39)	-	ΔTR
0.026(0.107)	-	-	0.038(0.013)	-	-	0.02(0.11)	-	-	
									LR
0.18(0.00)	0.18(0.00)	0.13(0.00)	0.18(0.00)	0.19(0.00)	0.12(0.00)	0.18(0.00)	0.20(0.000)	0.16(0.00)	$INVEST$
0.41(0.02)	0.48(0.006)	0.46(0.005)	0.53(0.00)	0.53(0.004)	0.75(0.00)	0.28(0.17)	0.23(0.25)	0.33(0.08)	POP
-0.02(0.00)	-0.02(0.00)	-0.02(0.00)	-0.02(0.00)	-0.02(0.00)	-0.02(0.00)	-0.02(0.00)	-0.02(0.00)	-0.01(0.00)	INF
0.001(0.80)	0.001(0.76)	-0.01(0.00)	0.005(0.41)	0.007(0.28)	-0.007(0.28)	0.01(0.11)	0.01(0.12)	0.007(0.25)	TO
-0.14(0.001)	-0.14(0.00)	-0.02(0.56)	-0.20(0.00)	-0.22(0.00)	-0.24(0.00)	-0.19(0.00)	-0.21(0.00)	-0.21(0.00)	GOV
-	-	-	-	-	-	-0.016(0.05)	-0.02(0.015)	-0.02(0.00)	$M2/GDP$
-	-	-	-0.008(0.26)	-0.01(0.05)	-0.02(0.001)	-	-	-	$CREDIT$
0.029(0.002)	0.03(0.00)	0.01(0.06)	-	-	-	-	-	-	$BASSET$
-	-	0.021(0.00)	-	-	0.022(0.000)	-	-	0.01(0.000)	MC
-	0.003(0.35)	-	-	0.004(0.30)	-	-	0.010(0.019)	-	VT
-0.0001(0.9)	-	-	0.0009(0.96)	-	-	0.002(0.24)	-	-	TR
-0.12(0.80)	-0.53(0.35)	0.63(0.26)	2.99(0.00)	2.97(0.00)	4.96(0.000)	3.55(0.00)	3.54(0.00)	4.21(0.000)	القاطع
912	912	912	912	912	912	912	912	912	عدد الملاحظات
38	38	38	38	38	38	38	38	38	عدد الدول

Note: Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

المصدر : باعتماد على برنامج STATA13 (xtpmg) ARDL(1,1,1,1,1,1,1,1) ، () تمثل قيمة p-value

الجدول (3-23) : تقدير النماذج باستعمال طريقة MG (حالة عينة الدول النامية)

(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	التغيرات
									SR
									ECT
-1.26(0.00)	-1.32(0.00)	-1.31(0.00)	-1.22(0.00)	-1.24(0.00)	-1.25(0.00)	-1.30(0.00)	-1.28(0.00)	-1.25(0.00)	$\Delta INVEST$
0.36(0.03)	0.45(0.004)	0.40(0.03)	0.39(0.01)	0.44(0.00)	0.39(0.02)	0.35(0.04)	0.42(0.00)	0.41(0.02)	ΔPOP
1.76(0.90)	-11.49(0.68)	-4.97(0.80)	31.58(0.38)	11.53(0.31)	5.81(0.72)	8.68(0.64)	-11.26(0.51)	-15.18(0.33)	ΔINF
-0.17(0.14)	-0.54(0.19)	-1.26(0.23)	-0.49(0.30)	-1.02(0.32)	-1.05(0.30)	-0.81(0.23)	-1.09(0.27)	-1.16(0.25)	ΔTO
0.06(0.33)	0.06(0.32)	0.05(0.31)	0.03(0.44)	0.01(0.74)	0.04(0.22)	0.003(0.94)	0.01(0.81)	0.02(0.50)	ΔGOV
-0.95(0.00)	-1.11(0.00)	-0.96(0.00)	-0.67(0.01)	-0.70(0.004)	-0.42(0.08)	-0.79(0.001)	-0.85(0.00)	-0.62(0.01)	$\Delta M2/GDP$
-	-	-	-	-	-	-0.12(0.04)	-0.17(0.007)	-0.15(0.013)	

-	-	-	0.009(0.90)	-0.02(0.72)	-0.02(0.73)	-	-	-	Δ CREDIT
-0.16(0.21)	-0.13(0.40)	-0.13(0.29)	-	-	-	-	-	-	Δ BASSET
-	-	0.02(0.22)	-	-	-0.02(0.63)	-	-	-0.01(0.74)	Δ MC
-	-0.43(0.28)	-	-	-1.12(0.34)	-	-	-1.11(0.39)	-	Δ VT
0.04(0.16)	-	-	0.075(0.07)	-	-	0.06(0.09)	-	-	Δ TR
0.15(0.16)	0.22(0.04)	0.05(0.67)	0.37(0.44)	0.05(0.64)	-0.03(0.75)	-0.007(0.95)	0.05(0.67)	0.073(0.53)	LR
-0.70(0.74)	-1.17(0.63)	0.80(0.82)	-12.11(0.25)	-1.81(0.47)	2.12(0.39)	-0.21(0.93)	-2.1(0.43)	0.78(0.72)	INVEST
-0.26(0.08)	-0.22(0.15)	-0.22(0.18)	0.09(0.54)	-0.01(0.82)	-0.05(0.43)	-0.13(0.21)	-0.09(0.33)	-0.10(0.27)	OP
0.01(0.82)	0.06(0.30)	0.06(0.22)	0.11(0.09)	0.05(0.19)	0.08(0.03)	-0.002(0.96)	0.02(0.64)	-0.04(0.34)	INF
-0.02(0.93)	-0.35(0.14)	-0.37(0.10)	2.59(0.34)	-0.04(0.82)	0.19(0.46)	-0.38(0.09)	-0.38(0.06)	-0.02(0.93)	TO
-	-	-	-	-	-	-0.001(0.96)	-0.04(0.32)	-0.04(0.41)	GOV
-	-	-	-0.28(0.43)	-0.026(0.64)	-0.06(0.36)	-	-	-	M2/GDP
-0.22(0.17)	-0.37(0.08)	-0.56(0.17)	-	-	-	-	-	-	CREDIT
-	-	0.06(0.28)	-	-	0.12(0.09)	-	-	0.095(0.18)	BASSET
-	0.13(0.67)	-	-	0.09(0.75)	-	-	0.19(0.51)	-	MC
0.01(0.74)	-	-	0.02(0.73)	-	-	0.08(0.16)	-	-	VT
23.03(0.21)	35.11(0.06)	15.27(0.35)	10.63(0.20)	10.27(0.11)	-0.88(0.90)	18.12(0.07)	16.35(0.03)	3.99(0.59)	TR
912	912	912	912	912	912	912	912	912	القطاع
38	38	38	38	38	38	38	38	38	عدد الملاحظات
									عدد الدول

Note: Lag length selected automatically on the basis of the SBC.

المصدر : باعتماد على برنامج STATA13 (xtpmg) ARDL(1,1,1,1,1,1,1) ، تمثل قيمة p-value

الجدول (3-24) : اختبار Hausman (حالة عينة الدول النامية)

النماذج	اختبار Hausman (MG أو PMG)
(1)	0.58 (Prob>Chi2= 0.9991)
(2)	0.83 (Prob>Chi2=0 0.9971)
(3)	1.28 (Prob>Chi2= 0.9889)
(4)	2.41 (Prob>Chi2= 0.9339)
(5)	2.10 (Prob>Chi2= 0.9542)
(6)	2.02 (Prob>Chi2= 0.9586)
(7)	1.30 (Prob>Chi2= 0.9885)
(8)	0.76 (Prob>Chi2=0.9978)
(9)	1.21 (Prob>Chi2= 0.9907)

المصدر: باعتماد على مخرجات Stata13

توصلت الدراسة الى أن التمويل له تأثير سلبي على النمو في كل من عينة الدول النامية والمتقدمة ، ما عدا الأسواق المالية التي تؤثر ايجابا على النمو في الدول النامية في اجل الطويل وذلك راجع الى أسواق مالية ناشئة في هذه الدول وعدم تعرضها الى تقلبات و فقاعات المضاربة كما يحدث في الاسواق المتقدمة لان اقتصادياتها تعتبر أكثر انفتاح من اقتصاديات الدول النامية ، وجاءت النتائج لا تتوافق مع العديد من الدراسات التطبيقية والنظرية الموضحة سابقا التي توصلت الى ان التطور المالي يؤثر ايجابا على النمو ، وتوافقا مع بعض الدراسات التي توصلت الى وجود تأثير سلبي للتطور المالي على النمو ولكن معظمها ركزت فقط على البنوك واهمال

دور وأهمية الاسواق المالية ، والتي أشارت الى بعض الاسباب وراء الأثر السلبي للتطور المالي على النمو ربما العلاقة بين التطور المالي هي علاقة غير خطية وخاصة من خلال الآثار السلبية التي تولدها الازمات المالية ونتيجة أن معظم الدراسات السابقة التي قامت باختبار العلاقة الغير الخطية بين التطور المالي والنمو ، توصلت الى نتيجة مفادها أن مستوى التطور المالي هو عامل جيد بالنسبة الى النمو حتى مستوى معين ، وبعد ذلك يصبح التأثير سلبي على النمو¹ (Aizenman et al ,2015) وخاصة في حالة الدول المتقدمة ، مما يعني المزيد من التمويل ليس دائما جيد للاقتصاد ، بالإضافة الى دراسات كل من (Ram(1999)، Saci et al (2009) ، (1995) De Gregorio and Guidotti ، ، (2003) Favara ، ، (2013) Chimire and Giorgioni² ، (2015) Samargandi et al :³ (2014) Rashti et al) التي توصلت الى تأثيرات سلبية للتطور المالي على النمو ، كما أشار الباحثان (Loayza and Ranciere (2006) على أن لغز العلاقة بين التطور المالي والنمو ، يمكن تفسيرها من خلال الآثار السلبية لسياسة التحرير المالي ، وأيضا يمكن تفسيره من خلال عدم التخصيص الجيد للموارد المالية نحو استثمارات انتاجية انما توجه نحو مشاريع المضاربة (Arcand et al,2015) ، كما أشار الاقتصادي (Keynes (1936 على أن الاسواق المالية تحفز أنشطة المضاربة التي يكون لها تأثير سلبي على الاقتصاد الكلي ودراسة (Rousseau and Wachtel (2011 الى أن الأثر السلبي ناتج عن سوء توزيع القروض في الاقتصاد بحيث لا تستخدم القروض لتمويل الاستثمار في الأصول الإنتاجية انما تستعمل من اجل المضاربة بالإضافة الى سيايات التحرير المالي التي شهدتها فترات 1980 و1990 ، والتي أدت معظمها الى الفشل والتي ادت الى حدوث أزمات وتقلبات في الاسواق المالية وأثر سلبا على النمو أي أن الأزمات المالية هي وراء الأثر السلبي نتيجة الغياب الاطار القانوني والبيئة المناسبة لنجاح سياسة التحرير المالي ، وفي نفس الاتجاه أشار (Kaminsky and Reinhart, 1999)⁵ أنه من أهم الاسباب وراء العوائد السلبية للتطور المالي على النمو هو أن

¹ Joshua Aizenman Yothin Jinjarak, Donghyun Park(2015). FINANCIAL DEVELOPMENT AND OUTPUT GROWTH IN DEVELOPING ASIA AND LATIN AMERICA:A COMPARATIVE SECTORAL ANALYSIS. NBER Working Paper No. 20917

² Binam Ghimire and Gianluigi Giorgioni(2013).Puzzles in the relationship between financial development and economic growth. Journal of Applied Finance & Banking, vol. 3, no. 5, 2013, 199-222

³ Nahla Samargandi , Jan Fidrmuc and Ghosh Sugata (2015). Is the Relationship between financial development and economic growth monotonic ? Evidence from a sample of Middle Income Countries . World Development Vol , 68, pp: 66-81.

⁴ Narcise Amin Rashti , Ebrahim Siami Araghi and Mahdi Shayeste (2014). RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH, EVIDENCE FROM FINANCIAL CRISIS. Asian Economic and Financial Review, 2014, 4(7): 930-940.

⁵ G Kaminsky,,and C.Reinhart, C. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. American Economic Review, 89(3), 473–500.

النمو السريع للائتمان يمكن أن تزيد من تقلبات الاقتصاد الكلي أو تؤدي إلى نشوب الأزمات المالية والمصرفية ، يكون التأثير سالب للأسواق المالية في الدول المتقدمة ، هذا راجع إلى أن اقتصاديات الدول المتقدمة هي أكثر انفتاحاً من اقتصاديات الدول النامية وبالتالي تخضع لتقلبات أكثر وفقاعات المضاربة وسرعة انتشار الأزمات المالية والبنكية التي تهمش دور النظام المالي في تعزيز النمو¹ (Stiglitz,2009) وحسب ما توصلت إليه دراسة² (Rashti et al , 2014) على أن الاسواق المالية في الدول المتقدمة تؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي ، بينها في لدول النامية تمارس تأثيرات ايجابية، وتشير دراسة³ (Rashti et al , 2014) أن تكامل الاسواق المالية (cohesion of financial markets) وعدم الالتزام بالقواعد هي أهم الاسباب الرئيسية التي أدت إلى تراجع وانخفاض نمو الاقتصاد العالمي وعامل عدم وجود بيئة مؤسسية سليمة تهيئ المناخ المناسب من أجل قدرة التطور المالي على ممارسة تأثيرات ايجابية على النمو خاصة في حالة الدول النامية وأرجع كذلك الباحثان Ben Naceur and Ghazouani(2007) إلى أن الأثر السلبي للتطور المالي في الدول النامية راجع إلى تخلف وعدم الأنظمة المالية في هذه الدول .

¹ Joseph Stiglitz(2009). The Global crisis ,social protection and jobs.International Labour Review,148:1-2.

² Narcise Amin Rashti , Ebrahim Siami Araghi and Mahdi Shayeste (2014). RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH, EVIDENCE FROM FINANCIAL CRISIS. Asian Economic and Financial Review, 2014, 4(7): 930-940.

³Narcise Amin Rashti , Ebrahim Siami Araghi and Mahdi Shayeste (2014). RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL DEVELOPMENT AND ECONOMIC GROWTH, EVIDENCE FROM FINANCIAL CRISIS. Asian Economic and Financial Review, 2014, 4(7): 930-940, p:940.

الخلاصة :

هدفت الدراسة الى اختبار أثر تطور كل من البنوك والأسواق المالية على النمو الاقتصادي على عينتين من الدول المتقدمة والنامية خلال الفترة الممتدة من 1989-2012، باستعمال مجموعة من المؤشرات التطور المالي، وطريقة تحليل المكونات الأساسية لأجل الحصول على مؤشر التطور المالي وذلك بهدف تجنب الارتباط المتعدد بين متغيرات التطور المالي، وطرق مختلف في التقدير في ايطار نماذج البانل الساكنة والديناميكية واختبار السببية وتوصلنا الى أن التطور المالي يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي في الأجل القصير والطويل في الدول المتقدمة ، أما بالنسبة للدول النامية فان الجهاز البنكي يؤثر سلبا على النمو وبينما الأسواق المالية تؤثر ايجابا على النمو ، وبالتالي النتيجة تتوافق مع مجموعة من الدراسة التي تؤيد الأثر السلبي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، والذي يكون خاصة نتيجة الأزمات المالية والبنكية الناتجة عن موجة تطبيق سياسة التحرير المالي التي فشلت في معظمها ، و التقلبات في الاسواق المالية التي تؤدي الى حدوث فقاعات المضاربة (bubbles) بالإضافة الى سوء تخصيص القروض (misallocation of resources) ، عدم توفر بيئة مؤسسية واطار قانوني خاصة في حالة الدول النامية، وأيضا فان الوساطة المالية لها تأثير سالب على النمو وهذا راجعه الاقتصاديين الى سياسات التحرير المالي (1980،1990) التي أدت الى نشوب أزمات بسبب عدم الاسواق ذات الكفاءة ، عدم التخصيص الجيد لرؤوس الاموال ، عدم توفر بيئة مؤسسية سليمة ، كما أشار الباحثان Loayza and Ranciere (2006) على أن لغز العلاقة بين التطور المالي والنمو ، يمكن تفسيرها من خلال الأثار السلبية لسياسة التحرير المالي التي ادت الى انتقال أزمات البنوك والازمات المالية

الخاتمة العامة:

تمحور موضوع الدراسة حول اختبار أثر التطور المالي بشقيه الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في عينة الدول المتقدمة والنامية قد تعرضنا في هذا البحث الى ثلاثة فصول ،بهدف تحقيق الغاية من الدراسة .

تضمن الفصل الأول الاطار النظري للعلاقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، بدءا بتعريف التطور المالي والذي ينعكس خاصة في التحسنات النوعية والكمية في الخدمات المالية التي يوفرها مجمل النظام المالي ،أي هو العملية التي من خلالها عمل كل من الأدوات المالية ، الاسواق المالية والوساطة المالية معا لتخفيض تكلفة المعلومات والمعاملات وتسهيل عملية توجيه المدخرات الى استثمارات منتجة، بالإضافة الى المؤشرات وأبعاد التطور والذي لا يمثل فقط العمق المالي انما يتعداه ليشمل النشاط ،فعالية وكفاءة النظام المالي ومدى استقراره ، الا أن المشكل ينحصر في عدم توفر البيانات حول هذه المؤشرات لفترة طويلة ، لأن تم وضعها حديثا في موقع البنك الدولي ، وأيضا عرض لخصائص الوساطة المالية التي تميز الأنظمة المالية فيما بين الدول، والتي تسمح بضبط اختلاف أثر الوظائف المالية على النمو الاقتصادي ما بين الدول ، وأهم الوظائف التي يقوم بها النظام المالي والتي حصرها الاقتصادي (Ross Levine,1997,2005) في خمسة وظائف التي يمكن من خلالها النظام المالي ممارسة تأثيرات إيجابية على النمو عن طريق قناة تراكم رأس المال والتطور التكنولوجي.

و تضمن الفصل الأول كذلك عرض للتطور النظري الذي تمحور حول أثر القطاع المالي على النمو، بدءا من الرواد الأوائل أمثال (Schumpeter,1912) ، مرورا بالمدرسة الهيكلية من أنصارها (Goldsmith,1969) وأيضا المدرسة الليبيرالية (Shaw,1973,McKinnon,1973) التي شهدت رواجها خلال سنوات السبعينات من خلال تطبيق لسياسة التحرير المالي التي تتضمن مجموعة من الاصلاحات المالية والبنكية ، وصولا الى النظريات الحديثة التي تمثلت في نماذج النم الداخلي والتي ركزت على العلاقة التبادلية بين الوساطة المالية والنمو ، وأن التطور المالي يؤثر على النمو من خلال الرفع من كفاءة وفعالية الاستثمارات ،و على النظرية التحرير المالي التي تركز على حجم وكمية الاستثمارات الذي تنعكس ايجابا على النمو.

و مزيدا لتوضيح العلاقة تطرقنا أيضا الى دراسة العلاقة السببية بين تطور القطاع المالي والنمو والتي لا تزال محل جدل قائم بين الاقتصاديين، أي منهما يؤثر على الآخر والتي تم حصرها في ثلاثة اتجاهات أن التطور المالي هو الذي يقود النمو ، أن التطور في الوساطة المالية يكون نتيجة العملية التنمية ، أو هناك علاقة تبادلية بينهما ،

وأيضاً دراسة هيكل النظام المالي هل يكون قائم على قاعدة البنوك أو الأسواق المالية، أم هما مكملان لبعضهما البعض.

تضمن الفصل الثاني الدراسات السابقة والتي تم تقسيمها الى خمسة فروع ، الدراسات التي عاجلت تأثير التطور المالي النمو ، وأدت الى نتيجة أن التطور المالي يمارس تأثيرات ايجابية على النمو ، دراسات قامت على اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والتي أدت الى الحصول الى نتائج متباينة عدم تعميم النتيجة حول اتجاه السببية، دراسة أيضاً القنوات التي ينتقل منها التأثير هل يكون من القناة الكمية والمتمثلة في الرفع من حجم الاستثمارات أم القناة النوعية من خلال الرفع من انتاجية عوامل الانتاج .

أيضاً دراسة العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو واستخلصت الدراسات أن التطور المالي يؤثر على النمو الى عتبة معينة وبعد يمارس أثر سلبي ، بالإضافة الى ادخال متغير كشرط في هذه العلاقة المتمثلة في نوعية المؤسساتية ، على ان تواجد البيئة السليمة يوفر المناخ الملائم من أجل التأثيرات الايجابية للقطاع المالي على النمو.

و الفصل الأخير من الدراسة والمتضمن قياس تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي على عينتين من الدول النامية والمتقدمة بهدف محاولة توضيح هل أن العلاقة بين التطور المالي والنمو مرتبطة بمدى التطور الاقتصادي والمالي للدول ، وذلك خلال الفترة من 1989 الى 2012 ، وتكون هذه الفترة تابعة لمدى توفر البيانات حول مؤشرات تطور الاسواق المالية ، وتم الاعتماد على متغيرات الممثلة لكل من الأسواق المالية والجهاز البنكي بهدف ضبط مدى التطور في كل القطاع المالي لأن تقريبا معظم الدراسات تعتمد فقط على مؤشرات الوساطة المالية واهمال دور السوق المالي في عملية النمو.

و تم الاعتماد على طرق الحديثة في الاقتصاد القياسي بهدف الوصول الى نتيجة تكون مساهمة في توضيح نوعية العلاقة القائمة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي والتي تمثلت في تحليل بيانات بانل ، وأهم الاختبارات التي تم التطرق اليها هي اختبارات التجانس ، اختبارات الاستقرار في بيانات بانل وأيضاً اختبار السببية ، بالإضافة الى الاستعانة بطرق لتقدير النماذج الساكنة والديناميكية بهدف ضبط الأثر في المدى القصير والطويل الأجل ، واستخدام مؤشر تطور الاسواق المالية والجهاز البنكي والمتحصل عليه من طريقة تحليل المكونات الأساسية بهدف تجنب مشكل الارتباط المتعدد بين المؤشرات المالية .

و توصلنا من خلال اختبارات التجانس الى عدم تجانس العلاقة ما بين الدول الا أنه يعاب على هذه الاختبارات على أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التجانس أم عدم التجانس في المدى القصير والطويل بالإضافة الى عدم استقرارية بيانات بانل عند نفس المستوى ، وهذا ما يسمح بالاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ ، وتوصلنا من خلال اختبار السببية الى وجود علاقة ثنائية بين التطور المالي والنمو في كل من عينة الدول المتقدمة والنامية.

و نتيجة المستخلصة من طريقة PMG أن الى أن التطور المالي يؤثر سلبا على النمو الاقتصادي في الأجل القصير والطويل في حالة الدول المتقدمة ، أما بالنسبة للدول النامية فان الجهاز البنكي يؤثر سلبا على النمو وبينما الأسواق المالية تؤثر ايجابا على النمو ، وبالتالي يتوافق من مجموعة من الدراسة التي تؤيد الأثر السلي للتطور المالي على النمو الاقتصادي ، وبين اختبار السببية الى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي في كل من عينة الدول النامية والمتقدمة.

و النتيجة أن التمويل له تأثير سلبى على النمو في كل من عينة الدول النامية والمتقدمة ، ما عدا الأسواق المالية التي تؤثر ايجابا على النمو في الدول النامية في اجل الطويل وذلك راجع الى أسواق مالية ناشئة في هذه الدول وعدم تعرضها الى تقلبات و فقاعات المضاربة كما يحدث في الاسواق المتقدمة لان اقتصادياتها تعتبر أكثر انفتاح من اقتصاديات الدول النامية ، وجاءت النتائج لا تتوافق مع العديد من الدراسات التطبيقية والنظرية الموضحة سابقا التي توصلت الى ان التطور المالي يؤثر ايجابا على النمو ، وتوافقا مع بعض الدراسات التي توصلت الى وجود تأثير سلبى للتطور المالي على النمو ولكن معظمها ركزت فقط على البنوك واهمال دور وأهمية الاسواق المالية ، والتي أشارت الى بعض الاسباب وراء الأثر السلبى للتطور المالي على النمو ربما العلاقة بين التطور المالي هي علاقة غير خطية وخاصة من خلال الآثار السلبية التي تولدها الازمات المالية ونتيجة أن معظم الدراسات السابقة التي قامت باختبار العلاقة الغير الخطية بين التطور المالي والنمو ، توصلت الى نتيجة مفادها أن مستوى التطور المالي هو عامل جيد بالنسبة الى النمو حتى مستوى معين ، وبعد ذلك يصبح التأثير سلبى على النمو (Aizenman et al ,2015) وخاصة في حالة الدول المتقدمة ، مما يعني المزيد من التمويل ليس دائما جيد للاقتصاد ، بالإضافة الى دراسات كل من (De Gregorio ، Saci et al (2009) ، Ram(1999) ، Samargandi et al ، Chimire and Giorgioni(2013) ، Favara (2003) ، ، and Guidotti (1995) (2015) و (Rashti et al , 2014) التي توصلت الى تأثيرات سلبية للتطور المالي على النمو ، كما أشار الباحثان (Loayza and Ranciere (2006) على أن لغز العلاقة بين التطور المالي والنمو ، يمكن تفسيرها من خلال الآثار

السلبية لسياسة التحرير المالي خاصة من خلال مشكلة عدم كفاءة الاسواق، وأيضا يمكن تفسيره من خلال عدم التخصيص الجيد للموارد المالية نحو استثمارات انتاجية انما توجه نحو مشاريع المضاربة (Arcand et al,2015)، كما أشار الاقتصادي (Keynes (1936 على أن الاسواق المالية تحفز أنشطة المضاربة التي يكون لها تأثير سلبي على الاقتصاد الكلي ودراسة (Rousseau and Wachtel (2011 الى أن الأثر السلبي ناتج عن سوء توزيع القروض في الاقتصاد بحيث لا تستخدم القروض لتمويل الاستثمار في الأصول الإنتاجية انما تستعمل من اجل المضاربة بالإضافة الى سياسات التحرير المالي التي شهدتها فترات 1980 و1990، والتي أدت معظمها الى الفشل والتي ادت الى حدوث أزمات وتقلبات في الاسواق المالية وأثر سلبا على النمو أي أن الأزمات المالية هي وراء الأثر السلبي نتيجة الغياب الاطار القانوني والبيئة المناسبة لنجاح سياسة التحرير المالي، وفي نفس الاتجاه أشار (Kaminsky and Reinhart, 1999) أنه من أهم الاسباب وراء العوائد السلبية للتطور المالي على النمو هو أن النمو السريع للائتمان يمكن أن تزيد من تقلبات الاقتصاد الكلي أو تؤدي الى نشوب الأزمات المالية والمصرفية، يكون التأثير سالب للأسواق المالية في الدول المتقدمة، هذا راجع الى أن اقتصاديات الدول المتقدمة هي أكثر انفتاحا من اقتصاديات الدول النامية وبالتالي تخضع لتقلبات أكثر وفقاعات المضاربة وسرعة انتشار الأزمات المالية والبنكية التي تهمش دور النظام المالي في تعزيز النمو (Stiglitz,2009) وحسب ما توصلت اليه دراسة (Rashti et al , 2014) على أن الاسواق المالية في الدول المتقدمة تؤثر سلبا على النشاط الاقتصادي، بينها في لدول النامية تمارس تأثيرات ايجابية، وتشير دراسة (Rashti et al , 2014) أن تكامل الاسواق المالية (cohesion of financial markets) وعدم الالتزام بالقواعد هي أهم الاسباب الرئيسية التي أدت الى تراجع وانخفاض نمو الاقتصاد العالمي، وعامل عدم وجود بيئة مؤسسية سليمة واطار قانوني جيد يهيأ المناخ المناسب من أجل قدرة التطور المالي على ممارسة تأثيرات ايجابية على النمو خاصة في حالة الدول النامية وأرجع كذلك الباحثان (Ben Naceur and Ghazouani(2007) الى أن الأثر السلبي للتطور المالي في الدول النامية راجع الى تخلف وعدم الأنظمة المالية في هذه الدول .

ان العلاقة بين التطور في القطاع المالي والنمو الاقتصادي هي أكثر تعقيدا، ومع التجربة الأخيرة خلال الأزمة المالية، ويؤدي لنا أن نستنتج أن هناك حاجة ملحة لإعادة تقييم العلاقة بين التمويل والنمو الحقيقي في النظم الاقتصادية الحديثة. المزيد من التمويل هي بالتأكيد ليست دائما أفضل للنمو، المزيد من البحث عن العلاقة الغير بين التطور المالي والنمو، ادخال متغير نوعية المؤسسات كشرط من أجل ممارسة القطاع المالي تأثيرات ايجابية على النمو

الخاتمة العامة

، وأيضاً بهدف ضبط طبيعة العلاقة بين المؤشرات المالية والحقيقية من الأحدث تقييم النظام المالي لكل دولة وربطه مع النمو نتيجة اختلاف مستويات التطور المالي والاقتصادي من دولة إلى أخرى .

المراجع :

1. خاطر طارق و.مفتاح صالح " التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي ، أهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990-2013 " أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد السادس عشر - جامعة محمد خيضر بسكرة(2014) .
2. أبو غزالة رمزي " أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (68-88) ،رسالة ماجستير جامعة اليرموك ، أريد ، الأردن (1991).
3. أحمد حبيب زغودي " أثر التحرير المالي على النشاط الاقتصادي :دراسة حالة الجزائر للفترة (1990- 2008) ، رسالة ماجستير ، جامعة مؤتة(2011) .
4. أحمد محمد مشعل وزكية أحمد مشعل " القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي :بنية إضافية " دراسات العلوم الاقتصادية ، المجلد 39 ، العدد 1، الجامعة الأردنية(2012) .
5. إلهام وحيد دحام " فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي " المركز القومي للإصدارات القانونية ، الطبعة الأولى ، 2013 .
6. جميلة يحي صحراوي " أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الأردن 1979-2009" ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة (2011) .
7. ابراهيم أونور " تطور أسواق المال والتنمية " جسر التنمية - العدد السادس والثمانون - أكتوبر 2009- السنة الثامنة .
8. جميل سالم الزيدانين ، أساسيات في الجهاز المالي ، المنظور العملي ، دار وائل ،الطبعة الأولى ،1999.
9. صالح ابراهيم السحيباني " سوق الأسهم والنمو الاقتصادي : علاقات الارتباط والسببية " ورقة بحثية مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصادية السعودية ، بمركز الملك فهد الثقافي بالرياض(2008) .
10. ابراهيم بن صالح ، د علي شريف عبد الوهاب وردة ، خدمات الوساطة المالية المصرفية في الاقتصاد المصري وقدرتها التأثيرية في النمو الاقتصادي "دراسة مقارنة مع الاقتصاد السعودي ، مجلة العلوم الإدارية الاقتصادية - كلية الاقتصاد والادارة - جامعة القصيم - السعودية العدد الأول - 2008 .
11. ابراهيم بن صالح العمر " الدور التنموي لخدمات الوساطة المالية في النظام المصرفي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة :1980-2005" ، ورقة بحثية مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصادية السعودية ، بمركز الملك فهد الثقافي بالرياض(2007) .
12. محمد صالح الحناوي ، نبال فريد مصطفى وجمال إبراهيم " أسواق المال والمؤسسات المالية " دار التعليم الجامعي ، الطبعة الاولى 2012.
13. محمد عبد الهادي علاوين وخالد محمد السواعي " التطور المالي والنمو الاقتصادي " : حالة بلاد الشام " المجلة العربية للعلوم الاقتصادية والإدارية العدد ، 5 ، (2009) .

- 14.. مروان عبد المالك ذنون ورغد أسامة جار الله " قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1970-2010): تنمية الرافدين ،مجلة العدد 114 المجلد 35 ، (2013) .
- 15.. حمزة محمود الزبيدي ، إدارة المصارف - استراتيجية تعبئة الودائع وتقديم الائتمان - مؤسسة الوراق ، الطبعة الأولى ،2000.
- 16.. وليد عبد مولاة " دور القطاع التمويلي في التنمية " جسر التنمية - العدد الخامس والثمانون - يوليو 2009- السنة الثامنة .
17. ذكريات يوسف صوفان "أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الأردن للفترة (1978-2004) " أطروحة الدكتوراه في الاقتصاد الأعمال ، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية،(2008) .
18. رمزي زكي " العولمة المالية " دار المستقبل العربي ، الطبعة الأولى ، 1999.
19. رونالد ما كينون " النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد" المكتب المصري الحديث 1996.
20. شذا جمال خطيب " العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال " عمان ، دار المجدلاوي ، الطبعة الأولى ، 2008 .
21. عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق" مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية ، مصر ، 2005 .
22. القدير خالد بن حمد عبد الله " تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية - مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد والادارة ، 8 ، العدد (1) ،(2004).
23. قنوني حبيب " الوساطة البنكية والنمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة تجريبية " أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة تلمسان ، السنة الجامعية 2013-2014 .
24. م د عمار حمد الخلف " قياس تأثير تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي على النمو الاقتصادي في العراق - كلية الادارة والاقتصاد - جامعة بغداد - قسم الاقتصاد ، المجلد 17، الاصدار 64 ص 179-194، (2011).

References :

1. G ,Adu, G Marbuah and Mensah J Tei (2013) « Financial development and Economic Growth in Ghana: Does the measure of financial development matter? » Review of Development Finance 3, pp 192- 203.
2. Philippe Aghion , Peter Howitt and David Mayer –Foulkes (2004) , the effect of financial development on convergence : theory and evidence , NBER WORKING PAPER SERIES , working paper N° 10358.
3. Moustain ,F Alaoui.2004, ”Does financial Development cause Economic growth ?An empirical investigation drawing on the Moroccan Experience” .Working paper N°2004/045.Lancaster University Management School .
4. James Ang andWawick McKibbin(2007) “financial liberalization,financial development and growth : Evidence from Malaysia ” Journal of development economics 84(2007)215-233.
5. James Ang 2008 “ A survey of recent development in the literature of finance and growth , journal of economics Surveys ,Vol.22N°3 ,pp 536-576.
6. James Ang,(2008)”What are the Mechanisms linking Financial Development and Economic Growth in Malaysia?” Economic Modelling, 25,pp 38-53
7. P .Arestis, P.O Demetriades, Fattouh and Mouratidies (2002) « the impact of financial liberalization policies on financial development : evidence from developing economies . » International Journal of Finance and Economics 7: 109 – 121.
8. P. Arestis, , P.O Demetriades,. and K.B. Luintel, (2001) Financial development and economic growth: the role of stock markets. Journal of Money, Credit, and Banking 33: 16–41.
9. Dimitrios Asteriou and Stephen G.Hall (2007) “ Applied Econometrics : A modern Approach using Eviews and Microfit” PALGRAVE MACMILL , revised edition,
10. R.Atje, and B. Jovanovic, (1993). Stock Markets and Development. European Economic Review,37(2-3):632-640.
11. W .Bagehot,. (1873). Lombard Street: A Description of the Money Market. No source specified.
12. I .Bakare, , Awotundun Dele and R .Shabi. (2014) , Does financial structure development drive economic performance ? Theoretical and Empirical Evidence from Nigeria , European Journal of Business and Social Sciences , Vol 02, N°11,pp 179-198.
13. Abderazek Bakhouch (2007) « Does the financial sector promote economic growth? A case of Algeria, savings and development, Vol .31,N°1(2007), pp.23-44.
14. Bela Balassa (1989) , financial liberalization in developing countries , Development Economics the World Bank , Working paper N°55.
15. Chrysost Bangake and J.C Eggoh . (2012) “Further evidence on finance-growth causality: A panel data analysis ”, Economic Systems (Impact Factor: 0.61). 03/2012; 35(2):176-188.
16. Bank, World (1989). World Development Report. Financial Systems and Development.Miscellaneous publication, Washington, DC: World Bank.
17. Baptiste Venet, « Les approches théoriques de la libéralisation financière », Université Paris IX Dauphine, Octobre 2004.
18. R.J. Barro, (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries. The Quarterly Journal of Economics, 106(2):407-43.
19. Thorsen Beck, , Ross Levine, and Norman Loayza. (2000) Finance and the sources of growth. Journal of Financial Economics 58: 261–300.

20. Samy Ben Naceur and Samir Ghazouani (2007) « Stock market, Banks ,and economic growth: Empirical evidence from MENA region .Research International Businesss and Finance 21 , 297-315.
21. V.R., Bencivenga, and B.D.Smith,(1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth.Review of Economic Studies, 58(2):195-209.
22. Jean-Claude Berthélemy . (2003)” have middle East and North Africa countries achieved a critical mass of change in their financial systems ? ”
23. Jean-Claude Berthélemy and Nawel Bentahar(2004)” financial reforms and financial development in Arab countries ”, Journal of development and Economic policies , Volume 7-N°-1,pp 33-69.
24. Jean-Claude Berthélemy Aristomène Varoudakis (1998) “Développement financier, Réformes financières et croissance :une approach en données de panel ”,Revue Economique ,Vol,49,N°1,pp 195-209.
25. Ghazi Boulila and Mohamed TRABELSi,(2002).”Financial development and long run growth :Granger Causality in a bi-variate VAR Structure ,Evidence from Tunisia : 1962-1997 .Faculté des sciences Economiques et de Gestion de Tunis (FSEGT).
26. Régis Bourbonnais (2009) “ Econométrie , Manuel et exercices corrigés ”,Dunod , Paris , 7 édition ,ISBN978-2-10-052522-5.
27. J. H. Boyd, and B. D. Smith, (1998) The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development. Economic Theory 12: 519-560.
28. C. Calderon, and, L Liu. (2003) The direction of causality between financial development and economic growth. Journal of Development Economics 72: 321–334.
29. Rondo Cameron,. (1967). Banking in the Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History. Oxford: Oxford University Press, .
30. Anand Chandavarkar , (1992) , of finance and development :Neglected and Unsettled Questions ,” World Development ,20(1) , pp : 133-142.
31. Abdellatif chatri and Abdellouahab Maaruf (2014) “ cointegration andcausality betwren financial development and economic growth : Evidence from Morocco” ,INDONESIAN Capital Market Review Vol 6,N°1,ISSN:1979-8997.(pp 1-18)
32. Yoon JE Cho (1986) , Inefficiencies from Financial Liberalization in the absence of well –functioning Equity Markets , Journal of Money , Credit , and Banking , Vol .18, N°2.
33. Chee-Keong Choong and Sok-Gee Chan. (2011) “ Financial Development and Economic Growth:A review” African Journal of Business Management Vol 5,(6),pp ,2017-2027.
34. Christophe Hurlin et Valérie Mignon (2005) :Une synthèse des tests de racine unitaire sur Données de panel, Economie et prévision , Vol 169,N°169-171,pp253-294.
35. Martin Cihak , Asli Demirgüç-Kunt , Erik Feyen and RossLevine , R, (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, .
36. Martin Cihak , Asli Demirgüç-Kunt , Erik Feyen and RossLevine (2013) “ Financial Development in 205 Economies , 1960 to 2010 “ Working Paper 18946 , Available at the following link , <http://www.nber.org/papers/w18946>.
37. Guglielmo Maria Coporale, Peter Howells and Alaa M Soliman (2005) “Endogenous growth models and stock Market development : Evidence from four countries “ Review of Development Economics ,9(2) , 166-176.

38. J.M. Culbertson, (1958). Intermediaries and Monetary Theory: A Criticism of the Gurley-Shaw Theory. *The American Economic Review*, 48(1):pp. 119-131.
39. Alif. F Darrat (1999) , Are financial deepening and economic growth causally related ?,Another look at the evidence , *International Economic Journal* , 13:3 , pp 19-35,.
40. L. Deidda, and B.Fattouh, (2002) Non-linearity between Finance and Growth. *Economics Letters* 74: 339-345.
41. Panicos O.Demetriades, and Khaled Hussein. (1996) Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from Sixteen Countries. *Journal of Development Economics* 51: 387-411.
42. Douglas W. Diamond. Philip Dybvig. (1983) : “Bank runs, deposit insurance and liquidity”, *Journal of Political Economy*, V. 71, N. 3.
43. Carlos Diaz –Alejandro (1985) “Good –bye financial repression, Hello financial crash “*Journal of development Economics* 19(1985)1-24.
44. Eduardo Cavallo, Carlos Scartascini (2012) “ Interest groups and government capabilities matter for financial development” *VoxEU.org* 12 May . available on the following link : <http://www.voxeu.org/article/what-matters-financial-development>
45. J.C Eggoh . (2011) “ Récents Développement de la littérature sur la finance et la croissance économique », *Mondes En Développement*, N°155, p 141-150, Available online on the following link : <http://www.cairn.info/revue-mondes-en-developpement-2011-3-page-141.htm> .
46. Eschenbach Felix (2004) « Finance and Growth : A survey of the theoretical and Empirical Litareture »Tinbergen Institute Discussion paper N°TI2004-039/2, available on the following link : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=530123
47. Valpy ,FitzGerald, 2006 “ financial development and economic growth : A critical View ” Background paper for World economic and social survey , Oxford University.
48. Frederic Mishkin (2004)” The economics of money, banking, and financial markets”, Columbia University, seventh edition.
49. Frederic S Mishkin (2009) “Globalization and financial development” *Journal of development Economics* 89(2009) 164-169.
50. M. J Fry , M(1982),Models of financially Repressed Developing countries , *World Development* , N°10(9) , pp : 731-750.
51. M. J Fry, (1988) *Money, Interest, and Banking in Economic Development*. Baltimore and London: Johns Hopkins University Press.
52. M. J Fry, (1978). *Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development?* *Journal of Money, Credit and Banking*, 10(4):464-75.
53. Alexander Gerschenkron., (1962). *Economic Backwardness in Historical Perspective*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press, .
54. M.L. Gertler, (1988). *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*. National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers 2559.
55. E.Ghani, (1992). *How Financial Markets Affect Long Run Growth : A Cross Country Study*. The World Bank, Policy Research Working Paper Series 843.
56. Teame Ghirmay, (2006) « Financial Development, Investment, Productivity and Economic Growth in the US. » *Southwestern Economic Review* , 33(1) , PP 23-36.

57. Giovanni Favara 2003 « An Empirical Reassessment of the Relationship between finance and growth''IMF working paper WP /03/123, 2003.
58. R. W. Goldsmith, (1969) Financial Structure and Development. New Haven: Yale University Press.
59. R. W. Goldsmith, R.W. (1954). The Share of Financial Intermediaries in National Wealth and National Assets, 1900-1949. National Bureau of Economic Research, Inc. NBER Books.
60. R. W. Goldsmith,. (1975). The Quantitative International Comparison of Financial Structure and Development. The Journal of Economic History, 35(01):216-237.
61. C,W Granger ,(1969) .Investigating Causal Relations by Econometrics Models and Cross-spectral Methods .Econometrica , 37(3).424-438.
62. W Greene , W.(2008) Econometric Analysis, New Jersey:Prentice Hall , 5 edition.
63. B.C., Greenwald, and Joseph Stiglitz. (1991). Financial Market Imperfections and Productivity Growth.National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers 2945.
64. Greenwald, B.C., and Stiglitz, J.E. (1992). Information, Finance, and Markets: The Architecture of Allocative Mechanisms. National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers 3652.
65. J.Greenwood, J. and Jovanovic, B. (1990) Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. Journal of Political Economy 98: 1076-1107.
66. J.Greenwood, J. and B. D. Smith, (1997) Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets. Journal of Economic Dynamics and Control 21: 145-181.
67. Dufrenot Grilles and Mignon Valerie and Peguin –Feissole Anne, (2010) , Testing the Finance-Growth Link; is there a diffence between developed and developing countries ? , Economics Bulletin , Vol , 30 N°03 , pp 1794-1807 .
68. J.Gregorio, and P. Guidotti. (1992). Financial Development and Economic Growth. International Monetary Fund, IMF Working Papers 92/101.
69. Damodar N.Gujarati, (2004), Basic Econometrics, The McGraw-Hill, International Edition, 04th edition.
70. K. Gupta, (2011). Finance and Economic Growth in Developing Countries. London: Routledge Library Editions: Development (first published in 1984).
71. , J. G. Gurley and E. S. Shaw, (1955) Financial Aspects of Economic Development. American Economic Review 45: 515-538.
72. J.Gurley, and E. S. Shaw, (1956). Financial Intermediaries and the Saving-Investment Process. The Journal of Finance, 11(2):pp. 257-276.
73. J.Gurley, and E. S. Shaw, (1958). Intermediaries and Monetary Theory: A Criticism of the Gurley-Shaw Theory: Reply. The American Economic Review, 48(1):pp. 132-138.
74. J.G., Gurley, J., and E. S. Shaw. (1960). Money in a Theory of Finance. Washington: Brookings Institution.
75. J.G., Gurley, and E. S. Shaw. (1955). Financial Aspects of Economic Development. The American Economic Review, 45(4):pp. 515-538.
76. J.G., Gurley, John, and Shaw, E. (1967). Financial Structure and Economic Development. Economic Development and Cultural Change, 15(3):pp. 257-268.

77. J.W. Harris, (1979). An Empirical Note on the Investment Content of Real Output and the Demand for Money in the Developing Economy. *Malayan Economic Review*, 24(1):49–62.
78. Hassan M.Kabir ,Sauchez Benito and Yu Jung-Suk (2011) “ financial development and economic growth :New evidence from panel data “ *The Quarterly Review of economics and Finance* 51(2011) 88-104.
79. J. R. Hicks, (1969) *A Theory of Economic History*. Oxford: Oxford University Press.
80. R.Hilferding, R. (1981). *Finance Capital. A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*. London: Routledge.
81. R.Hill. W,R, Griffiths. and G Lim. (2011) “ Principles of Econometrics ” ISBN 978-0-470-62673-3, Fourth Edition, p 1-758.
82. MV HoodIII, , Q Kidd , ,and ,IL Morris. (2008) .Two Sides of the same coin?Employing Granger Causality Tests in a Time Series Cross-Section Framework.*Political Analysis*,16(3).324-344 available at the following Link : <http://pan.oxfordjournals.org/content/16/3/324.full.pdf+html>.
83. Hsiao (2003) , *Analysis of panel data* , Cambridge University Press , Cambridge .
84. Huges Patrick (1966) “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped and Cultural Change, Vol .14, N°.2.(Jan ,1966) , pp. .174-189.
85. Hurlin Christophe and Venet Baptiste (2008) , financial development and growth : a re-examination using a panel Granger Causality Test ,
86. Ibrahim Alomar (2009) “ Ability of financial system to reduce poverty ”, MPRA paper , N° ,18804 , available online at : <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18804/> .
87. K,S, Im, MH.Pesaran and Y Shin, (2003) .Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels, *Journal of Econometrics*, 115(1) .53-74.
88. Imen Kouki (2013) « financial development and economic growth in the north Africa region » ,*African Development Review* , Vol 25, N°4, 2013 pp 551-562.
89. J Benhabib and M . Spiegel (2000) « the role of financial development in growth and investment » *Journal of economic growth* , 5 : 341-360 .
90. Jame B.Ang (2008) « what are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia ? » *Economic Modelling* 25(2008) 38-53.
91. James Tobin, « On the Efficiency of the Financial System », *Lloyds Bank Review*, July, 1984, pp: 1- 15.
92. Jbili et al (1997) “financial sector reforms in Algeria ,Morocco ,and Tunisia : A preliminary Assessment “ *IMF Working papers* 91/81.
93. Jean-Louis Arcand, Enrico Berkes, Ugo Panizza (2011) “Too much finance? *VoxEU.org* 07 April available on the following link: <http://www.voxeu.org/article/has-finance-gone-too-far>
94. Jordan Shan and Alan Morris (2002) « Does financial development lead economic growth? » *International Review of Applied Economics*, Vol .N°.2.pp153-69.
95. Joshua Aizenman, Yothin Jinjark, Donghyun Park (2015) “Financial development and output growth in developing Asia and Latin America: A comparative sectoral analysis *VoxEU.org* 14 February. available on the following link: <http://www.voxeu.org/article/financial-development-and-output-growth-evidence-east-asia-and-latin-america>
96. W.S. Jung, (1986). *Financial Development and Economic Growth: International Evidence*. *Economic Development and Cultural Change*, 34(2):pp. 333-346.

97. John M., Keynes, (1936), *The General of Employment ,Interest, and Money*, Macmillan, London.
98. Robert King and Ross Levine (1993) : “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”. *The Quarterly Journal of Economics*. 108: 717-737.
99. Robert King and Ross Levine. (1993b) *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence*. *Journal of Monetary Economics* 32: 513-542.
100. Robert King and Ross Levine. (1993). *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*. *The Quarterly Journal of Economics*, 108(3):717-37.
101. Miloud Lacheheb , Peter Adamu and Seth Akutson “ Openness , financial development and economic growth in Algeria: An ARDL bound testing approach ”*International journal of Economics , Finance and Management sciences*,2013 1(6) :400-405..
102. P.S. Laumas, (1990). *Monetization, Financial Liberalization, and Economic Development*. *Economic Development and Cultural Change*, 38(2):377-90.
103. Ross Levine , R, (2004) “ Finance and Growth : Theory and Evidence “ , Working paper 10766, available on the following link : <http://www.nber.org/papers/w10766> .
104. Levine, R. (1997) *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. *Journal of Economic Literature* 35: 688-726.
105. Ross Levine, and Sara Zervos. (1998) *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*. *American Economic Review* 88: 537-558.
106. Ross Levine. (1991). *Stock Markets, Growth, and Tax Policy*. *Journal of Finance*, 46(4):1445-65.
107. Ross Levine. (2005). *Finance and Growth: Theory and Evidence*. In: *Handbook of Economic Growth*, ed. by Philippe Aghion and Steven Durlauf, vol. 1, chap. 12, pp. 865-934, Elsevier. *Handbook of Economic Growth*.
108. Ross Levine, and D. Renelt, (1992). *A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions*. *American Economic Review*, 82(4):942-63.
109. Ross Levine, Norman.; Loayza,. and Thorsen Beck, (2000) *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*. *Journal of Monetary Economics* 46: 31-77.
110. Inessa Love and Zicchino Lea (2002) ,*Financial Development and Dynamic Investment Behaviors : Evidence from Panel Vector Autoregressions*, Policy Research Working Paper 2913 ,.
111. Robert Lucas, (1988) *On the Mechanics of Economic Development*. *Journal of Monetary Economics* 22: 3-42.
112. K.B. Luintel, and M. Khan, (1999) *A quantitative reassessment of the finance–growth nexus: evidence from a multivariate VAR*. *Journal of Development Economics* 60:381–405.
113. M . O. Odedokun1996 « Alternative econometric approaches for analysing role of Financial sector in economic growth: Times series evidence from LCDs” *journal of development Economics* vol ,50 (1996) 119-146.
114. Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013)” *Measuring financial development* *VoxEU.org* 25 April . available on the following link : <http://www.voxeu.org/article/measuring-financial-development>
115. A.L. Marty, (1961). *Gurley and Shaw on Money in a Theory of Finance*. *Journal of Political Economy*, 69(1):pp. 56-62.
116. McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.

117. Ronald McKinnon. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C., Brookings Institution.
118. KENZA Medjahed and Mohamed Benbouziane (2015) “ financial development and economic growth in Algeria : An Econometric Analysis of the transmission channels “ EPRA International journal of economic and business Review , Vol 3 , Issue 2, P-ISSN : 2349 -0187, e-ISSN:2347 -9671 .
119. B.,Mehmood, P. Azim , and S,H Raza, (2015) “ Reconsidering the Finance-Growth Nexus in Asian Countries : A Panel ARDL Approach “ . International Journal of Economics and Empirical Research, 3(1),p , 1-5.
120. Gerald Meier , M.and Dudley,Seers , Pioneers in Development , New York : Oxford University,Press ,1984.
121. Michaelides, P., and Milios, J. (2005). Did Hilferding Influence Schumpeter? History of Economics Review, 41:98-125.
122. Frederic,S Mishkin , (1998) “ International Capital movements ,Financial Volatility and Financial Instability “Working Paper 6390, available on the following link : <http://www.nber.org/papers/w6390>.
123. F. Modigliani, and M. H. Miller, (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. American Economic Review 48: 261-297.
124. F. MODIGLIANI. and M. H. MILLER. (1958), « The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theorie of Investment», American Economic Review, 48, June, PP. 261-297.
125. L.E. Molho, (1986) Interest rates, saving, and investment in developing countries: a re-examination of the McKinnon–Shaw hypotheses. International Monetary Fund StaffPapers 33: 90–116.
126. Mona Kamel (2013) , financial development and economic growth in Egypt : A re-investigation , Munich Personal RePec Archive , MPRA paper N° 48564,Available at the following link : <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/48564/>
127. F. Campos Nauro and Dercon Stefan (2014) ‘ ‘ Gaps, cracks and lacunae: The finance and growth nexus in low-income countries, VoxEU.org 01 March 2014 available on the following link: <http://www.voxeu.org/article/finance-and-growth-nexus-low-income-countries>
128. L. Ndikumana, (2005) Financial development, financial structure, and domestic investment: international evidence. Journal of International Money and Finance 24: 651–673.
129. K.Neusser, and M.Kugler, (1998) Manufacturing growth and financial development: evidence from OECD countries. Review of Economics and Statistics 80: 638– 646.
130. Nicholas Stern (1989) “ The economics of development : A survey “ The Economic Journal Vol , 99 , N°, 397, pp 597-685 .
131. M.O Odedokun . (1996) « Alternative econometric approaches for analysing rôle of Financial sector in economic growth : Times series evidence from LCDs” journal of development Economics vol ,50 , 119-146.
132. Olukayode Ewetan Olabanji and Kodua Henry (2013) “ Is there A Link between Financial Sector Development and Economic Growth in Nigeria? ” International Journal of financial economics , Vol .1, N°.4,2013,108-118.
133. Panicos.Demetriades and Hussein (1996)”Does financial development cause economic growth ? Time –series evidence from 16 countries”Journal of Development Economics Vol .51,387-411.

134. Marco Pagano (1993) "financial markets and growth: An overview" *European Economic Review* 37(1993) 613-622.
135. Huges .T Patrick. (1966). *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*. *Economic Development and Cultural Change*, 14(2):pp. 174-189.
136. Philip Arestis , Panicos Demetriades , Bassam Fattouh and Kostas Mouratidis (2002) "The impact of financial liberalization policies on financial development : Evidence from developing economies ", *International Journal of finance and economics* , 7:109-121.
137. A Abdurashid Rafindadi , and Yosuf Zarinah (2013) " An Application of Panel ARDL in Analysing The Dynamics of Financial Development and Economic Growth in 38 Sub-Saharan African Continents ", *Proceeding –Kuala Lumpur International Business , Economics and Law Conference Vol .2*. December 2-3 ,2013 , ISBN 978-967-11350-2-0.
138. R.G. Rajan, and L.Zingales, (1998) *Financial dependence and growth*. *American Economic Review* 88: 559–586.
139. C. Reinhart, (2012). *The Return of Financial Repression*. C.E.P.R. Discussion Papers, CEPR Discussion Papers 8947.
140. F.Rioja and , N.Valev (2003) « Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development », Andrew Young School of Policy Studies , Department of Economics , Georgia State University , Atlanta , pp 29 .
141. F.Rioja, and N .Valev, (2004) Does one size fit all?: a reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics* 74: 429–447.
142. Joan Robinson, (1952). *The Generalization of the General Theory*. London: MacMillan Press.
143. Ross Levine (2011) "Finance, long-run growth, and economic opportunity" *VoxEU.org* 25 October. available on the following link : <http://www.voxeu.org/article/finance-long-run-growth-and-economic-opportunity>
144. Alireza Rostami (2012) "the investigation of the relation between financial development and economic development :Reviews , and critiques theoretical and empirical research " *Elixir Fin .Mgnt* .48, 9164 -9170.
145. Nouriel Roubini and Xavier Sala-i-Martin (1991) « Financial Development, the Trade Regime, and Economic Growth » working paper N°3876(NBER, Cambridge,MA) Oct.
146. Nouriel Roubini and Xavier Sala-i-Martin (1992) , A growth model of inflation , tax evasion , and financial repression , NBER working paper N°4062.
147. Peter Rousseau and Dadanee Vuthipadadorn (2005) " finance , investment , and Growth : Time series evidence from 10 Asian Countries economies " *Journal of Macroeconomics* 27(2005) , 87-106 .
148. S G. Saint-Paul, (1992). *Technological Choice, Financial Markets and Economic Development*. *European Economic Review*, 36(4):763-781.
149. Samy Ben Naceur , Cherif Mondher and Magda Kandil (2014) , what drives the development of the MENA financial sector? , *Borsa Istanbul Review* , DOI:10.1016/j.bir.2014.09.002.
150. Samy Ben Naceur and Samir Ghazouani (2007) « Stock market, Banks ,and economic growth : Empirical evidence from MENA region .*Research International Business and Finance* 21 (2007) 297-315.

151. Joseph Schumpeter, (1911) "the Theory of Economic Development". Oxford: Oxford University
152. Joseph Schumpeter, (2005). Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of Capitalist Process. Eastford: Martino Publishing., vol. 2.
153. Shan Jordan and Morris Alan (2002) "Does financial development lead economic growth " , International Review of Applied Economics , Vol .16,N°2.
154. E. S Shaw,. (1973) Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press.
155. E. S Shaw, (1973). Financial Deepening in Economic Development. Oxford: Oxford University Press.
156. Ibrahim Shittu, Ayodele 2012 « financial intermediation and economic growth in Nigeria » British Journal of Arts and Social Science ISSN,2046-9578, Vol 4N2°, pp 164-179.
157. Adam Smith ,(1937)"The Wealth of Nations , New York , Modern Library ,1937.
158. L. J. Spellman, (1982), The Depository Firm and Industry: Theory, History, and Regulation, Academic Press, Inc.
159. Nicolas Stern (1989) , The Economics of Development : A Survey , Economic Journal ,1989,99(397) , pp:597-689.
160. Joseph Stiglitz and Andrew Weiss .(1981)" Credit Rationing in Markets with Imperfect Information ", The American Economic Review , Vol 71,Issue 3,393-410.
161. Joseph Stiglitz, (1991). Government, Financial Markets, and Economic Development. National Bureau of Economic Research, Inc, NBER Working Papers 3669.
162. Joseph Stiglitz (2000) "Capital Market Liberalization,Economic Growth and Instability" World Development,28: 1075-1086.
163. L.Taylor .(1983) , Structuralist Macroeconomics :Applicable Models for the Third World, New-York ,Basic books .
164. J. Thornton, (1990). The Demand for Money in India: A Test of McKinnon's Complementarity Hypothesis. Savings and Development, 14:153-157. Thornton, J., and Poudyal, S.R. (1990). Money and Capital in Economic Development: A Test of the McKinnon Hypothesis for Nepal. Journal of Money, Credit and Banking, 22(3):395-99.
165. Thorson Beck, Ross Levine and Norman Loayza (2000) « Finance and the sources of growth »Journal of Financial Economics 58 (2000) 261-300 .
166. R.M. Townsend, (1983). Financial Structure and Economic Activity. American Economic Review,73(5):895-911.
167. Soytaş Uğur and Engin Küçükkaya (2011) , economic growth and financial development in Turkey : new evidence , Applied Economics Letters, 18:6, pp 595-600.
168. S.Van Wijnbergen . (1983) , Interest Rate Management in LDCs, Journal of Monetary Economics , Vol 12, N°3, pp: 433-452.
169. Baptiste Venet.(1994) Libéralisation financière et développement économique : Une revue critique de la littérature. In: Revue d'économie financière. N°29, 1994. Les marchés financiers émergents (I) pp. 87-111.
170. Gülsün Yay and I.Oktayer (2009) ,financial development and economic growth : A comparative analysis " , Romanian Journal of Economics Forecasting , N°3,pp56-74.

les sites d'internet :

- <http://data.worldbank.org> .
- data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development.
- <http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012>.
- <http://www.voxeu.org/article/has-finance-gone-too-far>.
- <http://www.voxeu.org/article/measuring-financial-development>.
- <http://www.voxeu.org/article/what-matters-financial-development> .
- <http://www.voxeu.org/article/financial-development-and-output-growth-evidence-east-asia-and-latin-america>.
- <http://qog.pol.gu.se/data/datadownloads/qogstandarddata> .

الملاحق :

الملحق (1): الإحصائيات الوصفية للمتغيرات الخاصة بعينة الدول المتقدمة

Variables	observations	Cross section	Mean	Std.Dev	Min	Max
GDPG	576	24	2.49	2.78	-8.86	15.24
INVEST	576	24	23.05	3.82	11.71	38.46
GOV	576	24	18.53	4.05	8.05	28.06
TO	576	24	87.92	75.35	15.92	439.65
POP	576	24	0.75	0.69	-1.69	5.32
INF	576	24	2.72	2.27	-1.34	20.40
M2/GDP	576	24	101.55	60.98	35.19	399.11
PRIVATE	576	24	96.47	42.06	26.52	311.77
BASSET	576	24	96.98	4.49	66.18	106.58
MC	576	24	73.75	52.98	4.43	337.53
VT	576	24	58.84	63.10	0.20	434.92
TR	576	24	77.38	58.28	0.145	404.06

المصدر: باعتماد على مخرجات Stata13

الملحق (2): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الخاصة بعينة الدول المتقدمة

	GDPG	INVEST	GOV	OPEN	INF	POP	M2/GDP	PRIVATE	BASSET	MC	VT	TR
GDPG	1.00											
INVEST	0.38	1.00										
GOV	-0.40	-0.53	1.00									
TO	0.30	0.16	-0.35	1.00								
INF	0.05	0.19	-0.12	-0.11	1.00							
POP	0.33	0.30	-0.42	0.53	0.71	1.00						
M2/GDP	0.05	-0.12	-0.27	0.44	-0.139	0.28	1.00					
PRIVATE	-0.18	0.063	-0.109	0.044	-0.273	0.073	0.24	1.00				
BASSET	-0.016	0.031	0.153	0.20	-0.49	-0.023	0.074	0.34	1.00			
MC	0.26	0.062	-0.361	0.43	-0.34	0.23	0.37	0.18	0.17	1.00		
VT	0.09	0.118	-0.22	-0.015	-0.22	0.045	-0.053	0.17	0.06	0.59	1.00	
TR	0.016	0.138	-0.078	-0.214	-0.15	-0.11	-0.208	0.06	0.073	0.11	0.74	1.00

المصدر: باعتماد على مخرجات Stata13

الملحق (3): الإحصائيات الوصفية للمتغيرات الخاصة بعينة الدول النامية

Variables	observations	Cross section	Mean	Std.Dev	Min	Max
GDPG	912	38	4.30	4.59	-17.66	33.99
INVEST	912	38	21.25	6.51	2.00	45.33
GOV	912	38	13.88	5.51	2.04	76.22
TO	912	38	69.09	36.65	13.75	220.40
POP	912	38	1.65	1.08	-6.73	11.18
INF	912	38	13.52	27.34	-14.97	555.38
M2/GDP	912	38	52.80	31.78	10.15	192.23
CREDIT	912	38	38.87	28.34	3.65	165.71
BASSET	912	38	85.82	15.63	20.56	131.70
MC	912	38	39.031	48.24	-16.30	487.82
VT	912	38	14.17	27.30	-7.22	229.70
TR	912	38	33.70	52.33	-1.208	497.40

المصدر : من مخرجات برنامج STATA13

الملحق (4): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات الخاصة بعينة الدول النامية

	GDPG	INVEST	GOV	TO	INF	POP	M2/GDP	CREDIT	BASSET	MC	VT	TR
GDPG	1.00											
INVEST	0.306	1.00										
GOV	0.087	0.064	1.00									
TO	0.086	0.1818	0.1911	1.00								
INF	-0.15	-0.0904	-0.074	-0.1989	1.00							
POP	-0.07	-0.132	-0.066	0.0901	-0.04	1.00						
M2/GDP	0.166	0.432	0.2253	0.4607	-0.23	-0.125	1.00					
CREDIT	0.123	0.448	0.1062	0.4731	-0.25	-0.043	0.8215	1.00				
BASSET	0.085	0.2777	0.1981	0.1322	-0.180	-0.118	0.2177	0.3417	1.00			
MC	0.062	0.1677	0.1329	0.3577	-0.186	0.0038	0.5359	0.5094	0.2496	1.00		
VT	0.1701	0.3155	0.0664	0.1888	-0.119	0.0173	0.5265	0.5237	0.2537	0.66	1.00	
TR	0.1625	0.2142	-0.082	-0.1754	-0.031	-0.070	0.2533	0.1547	0.1547	0.08	0.55	1.00

المصدر : من مخرجات برنامج STATA13

الملحق (5): عينة الدول المدروسة

Developing countries	ID	Developed countries	ID
Argentina	ARG	Australia	AUS
Brazil	BRA	France	FRA
India	IND	Germany	DEU
Indonesia	IDN	Italy	ITA
Mexico	MEX	Japan	JPN
Turkey	TUR	Korea, Rep.	KOR
Bangladesh	BGD	Netherlands	NLD
Botswana	BWA	Spain	ESP
Chile	CHL	Switzerland	CHE
China	CHN	United Kingdom	GBR
Colombia	COL	United States	USA
Cote d'Ivoire	CIV	Austria	AUT
Ecuador	ECU	Belgium	BEL
Egypt, Arab Rep.	EGY	Cyprus	CYP
Ghana	GHA	Canada	CAN
Jordan	JOR	Denmark	DNK
Iran, Islamic Rep.	IRN	Finland	FIN
Jamaica	JAM	Greece	GRC
Kuwait	KWT	Luxembourg	LUX
Kenya	KEN	New Zealand	NZL
Malaysia	MYS	Norway	NOR
Morocco	MAR	Portugal	PRT
Nigeria	NGA	Singapore	SGP
Oman	OMN	Sweden	SWE
Pakistan	PAK		
Panama	PAN		
Paraguay	PRY		

Peru	PER
Philippines	PHL
Poland	POL
South Africa	ZAF
Sri Lanka	LKA
Tunisia	TUN
Thailand	THA
Trinidad and Tobago	TTO
Uruguay	URY
Venezuela, RB	VEN
Zimbabwe	ZWE

الملحق (6): معدل المؤشرات الاقتصادية الكلية لعينة الدول المتقدمة خلال الفترة من 1989-2012 :

Country Name	GDP (US\$)	GDP growth (annual %)	GDP per capita (US\$)	GDP per capita growth (annual %)	Inflation, consumer prices (annual %)	Population growth (annual %)	Gross fixed capital formation (% of GDP)	General government final consumption expenditure (% of GDP)	Trade (% of GDP)
Australia	6.04E+11	3.207638	29870.66	1.849311	3.006915	1.326245	26.0089	17.70484	38.74613
France	1.86E+12	1.783008	29917.44	1.245513	1.886007	0.529398	21.56813	22.6217	49.54736
Germany	2.57E+12	1.76046	31417.2	1.636118	2.020331	0.119892	21.71973	18.83164	60.48229
Italy	1.54E+12	0.963689	26703.83	0.755019	3.228346	0.208822	20.27071	18.95358	46.20767
Japan	4.49E+12	1.316111	35497.01	1.148169	0.449328	0.164856	25.28203	16.85048	23.04179
Korea, Rep.	6.78E+11	5.530071	14261.18	4.765835	4.307087	0.723744	31.61951	12.31174	69.65512
Netherlands	5.51E+11	2.265563	34268.7	1.726796	2.202223	0.528197	21.69938	22.81172	120.3755
Spain	8.97E+11	2.349499	20879.49	1.545141	3.586478	0.787743	25.06595	17.71567	49.70212
Switzerland	3.76E+11	1.741964	51059.5	0.929192	1.514843	0.804092	25.27763	11.07978	95.09308
United Kingdom	1.8E+12	1.956883	29979.46	1.481999	2.807908	0.468318	18.5881	19.12211	53.32046
United States	1.06E+13	2.526094	36929.99	1.460619	2.809166	1.043911	21.01982	15.32569	23.97805
Austria	2.68E+11	2.235473	32975.72	1.786864	2.256239	0.439922	24.42714	19.08703	83.59016
Belgium	3.27E+11	1.919461	31201.87	1.426411	2.262321	0.486599	22.24893	21.80325	133.4648
Cyprus	1.43E+10	3.573036	19340.29	1.720976	3.26247	1.780018	22.50183	16.46877	116.0678
Canada	9.54E+11	2.308281	30072.19	1.22355	2.26439	1.06818	21.19013	20.99674	66.35897
Denmark	2.18E+11	1.530171	40543.13	1.166495	2.268564	0.359371	20.42191	24.86624	81.11735
Finland	1.71E+11	2.006006	32782.14	1.625382	2.208239	0.376277	22.79254	21.88621	67.8116
Greece	1.9E+11	1.317757	17384.2	0.889224	6.916585	0.416738	22.19458	18.42147	47.46053
Luxembourg	3.02E+10	3.976981	65585.71	2.14588	2.417509	1.789591	19.61504	15.51583	255.7355
New Zealand	8.58E+10	2.53246	21316.93	1.287762	2.550474	1.08241	21.51474	17.93717	58.71999
Norway	2.45E+11	2.469706	52877.14	1.724839	2.260168	0.732519	21.82855	20.64281	70.40142
Portugal	1.55E+11	1.7129	14956.74	1.506832	4.410455	0.201016	23.83018	18.6991	63.946
Singapore	1.2E+11	6.701447	27867.49	3.974508	2.046819	2.600392	30.35138	9.822094	360.1972
Sweden	3.39E+11	2.03924	37532.31	1.529979	2.461889	0.503179	22.45164	25.43464	75.27275

المصدر : باعتماد على بيانات البنك الدولي.

الملحق (7): معدل المؤشرات تطور النظام المالي (البنوك والأسواق المالية) لعينة الدول المتقدمة خلال الفترة من 1989-

2012:

Country Name	Money and quasi money (M2) as % of GDP	Domestic credit to private sector by banks (% of GDP)	Deposit money bank assets to deposit money bank assets and central bank assets (%)	Stocks traded, turnover ratio (%)	Market capitalization of listed companies (% of GDP)	Stocks traded, total value (% of GDP)
Australia	73.50026	90.90955	96.66792	64.43613	90.00339	60.61217
France	64.43865	84.09924	99.30279	75.41495	61.16596	49.73627
Germany	64.78819	99.3684	99.64961	121.2222	37.86576	44.47638
Italy	64.74117	66.22248	92.87743	98.43932	30.12265	32.13253
Japan	211.1384	141.9635	93.88435	76.741	77.29698	60.86097
Korea, Rep.	81.25337	89.77643	98.30443	189.4641	54.58574	99.71782
Netherlands	87.62453	101.1522	99.56505	99.93508	85.23605	88.89772
Spain	84.80037	108.8755	97.78283	125.4174	61.17235	86.61182
Switzerland	127.4696	150.9202	99.26408	85.90761	173.6086	155.2657
United Kingdom	107.6931	135.2263	99.45128	88.74088	120.5173	105.7478
United States	72.21524	50.55471	90.48082	146.4229	108.164	164.1084
Austria	63.897	91.73969	99.42639	50.68244	20.26348	9.734583
Belgium	91.01802	62.09971	99.18481	30.92616	55.33041	18.09006
Cyprus	137.0762	171.554	93.9734	30.15442	34.63353	12.95272
Canada	110.8704	101.7892	97.19183	61.49718	90.27788	57.27599
Denmark	57.23825	107.364	98.1851	65.10169	51.00706	34.41871
Finland	58.94353	70.09822	99.38217	77.74067	80.63175	70.7866
Greece	86.07279	56.43435	85.15984	47.55953	38.80744	22.06604
Luxembourg	429.4036	85.36168	99.66219	1.967254	144.5981	1.847828
New Zealand	79.8096	108.5465	97.29024	36.12845	40.57516	13.90727
Norway	53.33386	69.94124	98.79977	85.3476	40.93617	37.49958
Portugal	83.76316	102.6339	97.97374	53.28509	30.7948	18.40478
Singapore	104.521	94.20507	97.04836	59.65073	156.3178	88.15971
Sweden	48.97472	74.66521	97.18726	85.08241	86.11098	78.97594

المصدر : باعتماد على بيانات البنك الدولي.

الملحق (8): معدل المؤشرات الاقتصادية الكلية لعينة الدول النامية خلال الفترة من 1989-2012 :

Country Name	GDP (US\$)	GDP growth (annual %)	GDP per capita (US\$)	GDP per capita growth (annual %)	Inflation, consumer prices (annual %)	Population growth (annual %)	Gross fixed capital formation (% of GDP)	General government final consumption expenditure (% of GDP)	Trade (% of GDP)
Argentina	2.80611E+11	3.6176	7479.8	2.507244	66.89871	1.078994	17.36243	11.02835	26.6936
Brazil	9.84299E+11	2.8695	5422.4	1.515893	1.405625	1.327597	19.2134	18.59824	21.85495
India	7.38347E+11	6.4411	666.05	4.71005	7.689398	1.642322	26.38716	11.48087	31.41416
Indonesia	3.08746E+11	5.288	1386.4	3.719296	10.46433	1.499182	25.87076	8.077976	56.70632
Mexico	6.839E+11	2.9975	6381.8	1.37788	11.99468	1.583716	19.86616	11.15303	49.19579

الملاحق

Turkey	3.59579E+11	4.0749	5385.8	2.567054	45.62338	1.459876	21.34987	12.32554	44.99363
Bangladesh	62588936480	5.1681	456.54	3.369159	6.086661	1.729916	22.67189	4.902726	30.51604
Botswana	7369833288	5.0793	4104.1	3.209117	9.573164	1.792848	28.71735	23.39271	93.9687
Chile	1.06852E+11	5.3649	6642.1	3.989806	-5.79632	1.308753	22.61826	11.08027	63.83743
China	2.28776E+12	9.7999	1748.8	8.874245	5.237407	0.849285	36.47573	14.33567	42.94381
Colombia	1.36794E+11	3.6661	3219.1	1.957821	13.28898	1.662526	19.31722	15.46362	35.47042
Cote d'Ivoire	15356852297	1.7835	938.74	-0.57072	4.116512	2.339325	10.94868	13.79454	77.70747
Ecuador	36322018358	3.3218	2722.1	1.306467	27.38893	1.972038	20.00666	11.34941	51.54122
Egypt	1.03588E+11	4.4282	1467.3	2.694359	9.582289	1.674241	19.6588	11.43274	51.32373
Ghana	13671998635	5.5255	643.38	2.900731	21.4454	2.520474	21.8744	12.04016	75.56343
Jordan	12175037140	4.5131	2336.2	1.267094	5.388225	3.176149	25.41027	22.79961	126.0687
Iran	1.92494E+11	4.409	2766.9	2.842209	19.60491	1.505403	24.63506	12.64904	41.50736
Jamaica	8981034825	1.527	3448.9	1.164447	17.93126	0.57918	25.94213	13.85501	93.40971
Kuwait	61639170333	9.3834	24189	3.436361	3.389099	2.312552	16.46619	26.87332	94.20084
Kenya	19123102619	3.4139	549.01	0.53073	13.5211	2.829124	18.21439	15.82066	57.20931
Malaysia	1.27948E+11	6.1529	5124.8	3.8277	2.828849	2.210448	28.7128	12.19734	182.4583
Morocco	52707030303	3.8771	1771.5	2.491514	2.910482	1.311375	26.19647	17.97733	63.11077
Nigeria	1.1089E+11	5.7928	760.37	3.0914	21.49852	2.585608	10.22435	8.781169	60.1147
Oman	28044709363	4.0605	11150	1.18334	0.548779	2.828024	20.18687	22.1369	84.41439
Pakistan	97590809843	4.0612	640.39	1.754059	9.173586	2.242893	16.28043	10.97394	34.25386
Panama	14781600000	5.9558	4505	3.916594	2.092684	1.945575	19.49984	13.69243	156.6966
Paraguay	10831315833	3.0835	1930.6	0.929554	12.06378	2.111045	17.77888	9.428201	98.589
Peru	73474172793	3.7914	2712.5	2.246879	8.837627	1.509184	19.62909	10.3081	38.42872
Philippines	1.04305E+11	4.0155	1265.2	1.888807	6.777604	2.068328	21.18745	10.46913	83.22778
Poland	2.44866E+11	2.8992	6407.4	4.289605	46.67416	0.02621	19.73661	19.52555	61.83866
South Africa	2.02911E+11	2.5295	4495.1	0.672882	7.907424	1.831042	17.80754	19.16999	51.34807
Sri Lanka	23080337331	5.3128	1179.5	4.426301	10.49386	1.007098	24.3457	12.05809	71.95285
Tunisia	26630049189	4.401	2721.4	3.034742	4.247065	1.316571	23.97368	16.63731	91.6493
Thailand	1.76597E+11	4.9973	2788.8	4.145264	3.732279	0.812218	30.28378	11.14756	113.1809
Trinidad and Tobago	11666226873	3.7733	9000.2	3.324521	6.726201	0.434868	18.76568	12.17318	93.75284
Uruguay	22188454432	3.1742	6708.2	2.73914	28.24139	0.420792	15.72592	12.02066	46.22978
Venezuela, RB	1.4822E+11	2.673	5610.8	0.69484	45.73999	1.948506	20.37913	11.01135	51.44616
Zimbabwe	7360978924	0.4282	608.01	-0.99278	-1.24931	1.380341	14.10362	15.51582	76.77289

المصدر : باعتماد على بيانات البنك الدولي.

الملحق (9): معدل المؤشرات تطور النظام المالي (البنوك والأسواق المالية) لعينة الدول النامية خلال الفترة من 1989-

:2012

Country Name	Money and quasi money (M2) as % of GDP	Domestic credit to private sector by banks (% of GDP)	Deposit money bank assets to deposit money bank assets and central bank assets (%)	Stocks traded, turnover ratio (%)	Market capitalization of listed companies (% of GDP)	Stocks traded, total value (% of GDP)
Argentina	23.26125	16.5419	79.5007	21.0924	24.11199	2.970758
Brazil	54.75851	50.07833	80.25612	53.42703	37.24179	19.22604
India	57.30203	32.96326	85.52237	99.63582	46.99353	42.06679
Indonesia	45.00779	34.47793	85.7576	46.67141	26.1042	11.10238
Mexico	26.35326	18.47626	109.0033	32.70457	27.48509	8.381571
Turkey	38.40857	24.11265	90.99393	131.109	23.84616	31.31024
Bangladesh	38.31628	25.28336	93.0198	52.49744	5.032395	3.402278
Botswana	35.26896	17.63177	98.96921	4.712101	21.31156	0.77341
Chile	66.31496	58.51308	83.74021	12.71036	93.58553	11.92069
China	131.2709	105.0741	96.53089	144.1739	39.45575	52.08335
Colombia	32.48959	29.53595	96.82209	9.843127	26.02472	2.734933
Cote d'Ivoire	26.71108	19.12798	79.60695	2.207389	14.67467	0.333429
Ecuador	20.57307	19.65758	83.20531	4.723547	7.142026	0.288003
Egypt	84.73836	39.31195	71.09472	26.64378	33.07673	11.59309
Ghana	25.30607	10.38712	48.79345	4.514966	12.68782	0.39376
Jordan	119.9708	72.04035	87.53688	28.28538	105.8651	37.39954
Iran	48.20155	34.75852	68.29418	17.449	11.14749	2.286558
Jamaica	55.7206	24.31764	79.46049	5.665003	54.27693	2.586665
Kuwait	81.60895	50.9334	99.573	53.70254	77.42126	45.71667
Kenya	36.65258	24.0631	84.8947	6.50827	21.33414	1.934968
Malaysia	121.4189	114.0789	98.10042	38.38235	160.1458	65.35676
Morocco	76.98106	42.22131	90.00297	16.49527	36.79115	7.397175
Nigeria	22.66839	14.78231	64.52409	8.198366	13.26137	1.557125
Oman	32.82608	33.62097	98.03147	21.92569	25.65367	5.965066
Pakistan	43.36135	24.05614	76.59998	155.1694	18.83391	29.11602
Panama	71.77205	73.2745	81.56061	3.711524	20.79159	0.445124
Paraguay	29.1446	23.11924	78.40233	11.64149	2.627678	0.247664
Peru	29.30965	19.9412	99.07468	15.46641	32.82882	3.54953
Philippines	53.27586	32.04828	87.46237	23.47954	52.78637	12.04908
Poland	41.25416	29.114	94.03106	54.45751	17.34674	7.280294
South Africa	60.85187	63.85648	97.44326	32.59113	164.4045	56.76845
Sri Lanka	36.55962	25.50974	83.20488	15.20833	17.87458	2.69362
Tunisia	52.59902	55.74619	99.29494	12.00751	12.7905	1.61082
Thailand	103.3546	109.6674	98.1123	83.63331	58.67552	43.81528
Trinidad and	46.49182	33.62064	91.20523	5.315961	52.44303	1.772966

Tobago						
Uruguay	44.21483	31.29452	70.37433	2.691762	0.972022	0.046302
Venezuela, RB	27.77315	15.43327	83.78564	11.94275	7.825591	1.400241
Zimbabwe	64.58282	28.39637	67.59829	10.23406	78.3238	8.939984

المصدر : باعتماد على بيانات البنك الدولي.

الملحق (10) : اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول المتقدمة

Pairwise Dumitrescu Hurlin Panel Causality Tests

Date: 09/19/15 Time: 20:31

Sample: 1989 2012

Lags: 1

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
CREDIT does not homogeneously cause GDPG	0.00284	-3.17076	0.0015
GDPG does not homogeneously cause CREDIT	2.22793	3.19520	0.0014
M2_GDP does not homogeneously cause GDPG	0.00289	-3.17060	0.0015
GDPG does not homogeneously cause M2_GDP	0.07563	-2.96251	0.0031
BASSET does not homogeneously cause GDPG	2.16824	3.02443	0.0025
GDPG does not homogeneously cause BASSET	0.98714	-0.35468	0.7228
MC does not homogeneously cause GDPG	0.85952	-0.71981	0.4716
GDPG does not homogeneously cause MC	0.15116	-2.74640	0.0060
TR does not homogeneously cause GDPG	0.01289	-3.14201	0.0017
GDPG does not homogeneously cause TR	0.16990	-2.69280	0.0071
VT does not homogeneously cause GDPG	0.05129	-3.03215	0.0024
GDPG does not homogeneously cause VT	0.04176	-3.05942	0.0022
M2_GDP does not homogeneously cause CREDIT	14.9901	39.7077	0.0000
CREDIT does not homogeneously cause M2_GDP	11.5109	29.7536	0.0000
BASSET does not homogeneously cause CREDIT	0.10950	-2.86560	0.0042
CREDIT does not homogeneously cause BASSET	0.28289	-2.36953	0.0178
MC does not homogeneously cause CREDIT	7.75560	19.0098	0.0000
CREDIT does not homogeneously cause MC	2.88658	5.07961	4.E-07
TR does not homogeneously cause CREDIT	1.35092	0.68610	0.4926
CREDIT does not homogeneously cause TR	5.30538	11.9998	0.0000
VT does not homogeneously cause CREDIT	1.55798	1.27847	0.2011
CREDIT does not homogeneously cause VT	1.87152	2.17554	0.0296
BASSET does not homogeneously cause M2_GDP	0.10602	-2.87556	0.0040
M2_GDP does not homogeneously cause BASSET	0.31864	-2.26727	0.0234
MC does not homogeneously cause M2_GDP	11.1948	28.8494	0.0000
M2_GDP does not homogeneously cause MC	1.18696	0.21701	0.8282
TR does not homogeneously cause M2_GDP	3.51702	6.88328	6.E-12
M2_GDP does not homogeneously cause TR	0.20591	-2.58976	0.0096

الملاحق

VT does not homogeneously cause M2_GDP	8.35727	20.7312	0.0000
M2_GDP does not homogeneously cause VT	0.00082	-3.17652	0.0015
MC does not homogeneously cause BASSET	0.02952	-3.09443	0.0020
BASSET does not homogeneously cause MC	0.35662	-2.15860	0.0309
TR does not homogeneously cause BASSET	0.13589	-2.79011	0.0053
BASSET does not homogeneously cause TR	0.87628	-0.67185	0.5017
VT does not homogeneously cause BASSET	0.00426	-3.16669	0.0015
BASSET does not homogeneously cause VT	0.47298	-1.82570	0.0679
TR does not homogeneously cause MC	1.88991	2.22813	0.0259
MC does not homogeneously cause TR	26.9383	73.8914	0.0000
VT does not homogeneously cause MC	0.31746	-2.27062	0.0232
MC does not homogeneously cause VT	8.83072	22.0857	0.0000
VT does not homogeneously cause TR	12.2413	31.8432	0.0000
TR does not homogeneously cause VT	0.26383	-2.42407	0.0153

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews

الملحق (11) : اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة عينة الدول النامية

Pairwise Dumitrescu Hurlin Panel Causality Tests

Date: 09/19/15 Time: 20:41

Sample: 1989 2012

Lags: 1

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
CREDIT does not homogeneously cause GDPG	0.00284	-3.98979	7.E-05
GDPG does not homogeneously cause CREDIT	2.22793	4.02054	6.E-05
M2_GDP does not homogeneously cause GDPG	0.00289	-3.98959	7.E-05
GDPG does not homogeneously cause M2_GDP	0.07563	-3.72774	0.0002
BASSET does not homogeneously cause GDPG	2.16824	3.80566	0.0001
GDPG does not homogeneously cause BASSET	0.98714	-0.44630	0.6554
MC does not homogeneously cause GDPG	0.85952	-0.90574	0.3651
GDPG does not homogeneously cause MC	0.15116	-3.45582	0.0005
TR does not homogeneously cause GDPG	0.01289	-3.95361	8.E-05
GDPG does not homogeneously cause TR	0.16990	-3.38836	0.0007
VT does not homogeneously cause GDPG	0.05129	-3.81537	0.0001
GDPG does not homogeneously cause VT	0.04176	-3.84968	0.0001
M2_GDP does not homogeneously cause CREDIT	14.9901	49.9644	0.0000
CREDIT does not homogeneously cause M2_GDP	11.5109	37.4391	0.0000
BASSET does not homogeneously cause CREDIT	0.10950	-3.60580	0.0003
CREDIT does not homogeneously cause BASSET	0.28289	-2.98160	0.0029
MC does not homogeneously cause CREDIT	7.75560	23.9202	0.0000

CREDIT does not homogeneously cause MC	2.88658	6.39170	2.E-10
TR does not homogeneously cause CREDIT	1.35092	0.86333	0.3880
CREDIT does not homogeneously cause TR	5.30538	15.0994	0.0000
VT does not homogeneously cause CREDIT	1.55798	1.60871	0.1077
CREDIT does not homogeneously cause VT	1.87152	2.73749	0.0062
BASSET does not homogeneously cause M2_GDP	0.10602	-3.61833	0.0003
M2_GDP does not homogeneously cause BASSET	0.31864	-2.85291	0.0043
MC does not homogeneously cause M2_GDP	11.1948	36.3013	0.0000
M2_GDP does not homogeneously cause MC	1.18696	0.27306	0.7848
TR does not homogeneously cause M2_GDP	3.51702	8.66127	0.0000
M2_GDP does not homogeneously cause TR	0.20591	-3.25872	0.0011
VT does not homogeneously cause M2_GDP	8.35727	26.0862	0.0000
M2_GDP does not homogeneously cause VT	0.00082	-3.99704	6.E-05
MC does not homogeneously cause BASSET	0.02952	-3.89374	0.0001
BASSET does not homogeneously cause MC	0.35662	-2.71618	0.0066
TR does not homogeneously cause BASSET	0.13589	-3.51081	0.0004
BASSET does not homogeneously cause TR	0.87628	-0.84540	0.3979
VT does not homogeneously cause BASSET	0.00426	-3.98466	7.E-05
BASSET does not homogeneously cause VT	0.47298	-2.29729	0.0216
TR does not homogeneously cause MC	1.88991	2.80367	0.0051
MC does not homogeneously cause TR	26.9383	92.9780	0.0000
VT does not homogeneously cause MC	0.31746	-2.85714	0.0043
MC does not homogeneously cause VT	8.83072	27.7906	0.0000
VT does not homogeneously cause TR	12.2413	40.0685	0.0000
TR does not homogeneously cause VT	0.26383	-3.05022	0.0023

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews

الملحق (12) : اختبار السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حالة كل العينة

Pairwise Dumitrescu Hurlin Panel Causality Tests

Date: 10/12/15 Time: 18:38

Sample: 1989 2012

Lags: 2

Null Hypothesis:	W-Stat.	Zbar-Stat.	Prob.
M2_GDP does not homogeneously cause GDPG	4.04002	5.38705	7.E-08
GDPG does not homogeneously cause M2_GDP	4.35677	6.34926	2.E-10
CREDIT does not homogeneously cause GDPG	9.46089	21.8544	0.0000
GDPG does not homogeneously cause CREDIT	22.6068	61.7888	0.0000
BASSET does not homogeneously cause GDPG	11.0774	26.7650	0.0000
GDPG does not homogeneously cause BASSET	0.75926	-4.57917	5.E-06
MCW does not homogeneously cause GDPG	0.99134	-3.87416	0.0001
GDPG does not homogeneously cause MCW	0.21572	-6.23032	5.E-10

TRW does not homogeneously cause GDPG	0.91154	-4.11658	4.E-05
GDPG does not homogeneously cause TRW	11.8640	29.1544	0.0000
VTW does not homogeneously cause GDPG	0.28073	-6.03281	2.E-09
GDPG does not homogeneously cause VTW	2.95087	2.07844	0.0377
CREDIT does not homogeneously cause M2_GDP	4.24671	6.01493	2.E-09
M2_GDP does not homogeneously cause CREDIT	20.2889	54.7476	0.0000
BASSET does not homogeneously cause M2_GDP	1.19861	-3.24451	0.0012
M2_GDP does not homogeneously cause BASSET	4.60655	7.10802	1.E-12
MCW does not homogeneously cause M2_GDP	1.95430	-0.94890	0.3427
M2_GDP does not homogeneously cause MCW	4.78076	7.63726	2.E-14
TRW does not homogeneously cause M2_GDP	0.87606	-4.22433	2.E-05
M2_GDP does not homogeneously cause TRW	7.90346	17.1233	0.0000
VTW does not homogeneously cause M2_GDP	0.14456	-6.44648	1.E-10
M2_GDP does not homogeneously cause VTW	0.88194	-4.20648	3.E-05
BASSET does not homogeneously cause CREDIT	11.2010	27.1405	0.0000
CREDIT does not homogeneously cause BASSET	0.46021	-5.48762	4.E-08
MCW does not homogeneously cause CREDIT	55.7110	162.352	0.0000
CREDIT does not homogeneously cause MCW	4.67391	7.31267	3.E-13
TRW does not homogeneously cause CREDIT	13.7775	34.9672	0.0000
CREDIT does not homogeneously cause TRW	3.99635	5.25438	1.E-07
VTW does not homogeneously cause CREDIT	1.65247	-1.86579	0.0621
CREDIT does not homogeneously cause VTW	0.24353	-6.14583	8.E-10
MCW does not homogeneously cause BASSET	1.80656	-1.39769	0.1622
BASSET does not homogeneously cause MCW	6.37569	12.4823	0.0000
TRW does not homogeneously cause BASSET	4.06432	5.46086	5.E-08
BASSET does not homogeneously cause TRW	1.12732	-3.46108	0.0005
VTW does not homogeneously cause BASSET	1.61621	-1.97595	0.0482
BASSET does not homogeneously cause VTW	0.14563	-6.44324	1.E-10
TRW does not homogeneously cause MCW	0.11448	-6.53786	6.E-11
MCW does not homogeneously cause TRW	0.77044	-4.54520	5.E-06
VTW does not homogeneously cause MCW	0.99687	-3.85736	0.0001
MCW does not homogeneously cause VTW	0.00767	-6.86231	7.E-12
VTW does not homogeneously cause TRW	5.46571	9.71798	0.0000
TRW does not homogeneously cause VTW	0.62093	-4.99937	6.E-07

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews

الملحق (13): ملخص حول توجهات وتحليلات نماذج النمو الداخلي

Possible Influences on the rate of Growth	Increase in resources invested in productive capital	Technological specialization	Elimination of Premature Liquidation of Capital	Increase in Productive efficiency
Factors Leading to the setting up of financial institutions	Diversification of Risks (productivity or demand shocks)	Levine (1991) Levine (1992a) Obstfeld (1994) Greenwood and Jovanovic (1990)	Saint-Paul (1992)	
	Management of Liquidity risk	Bencivenga and Smith (1991) Levine (1991) Levine (1992a)	Levine (1991)	
	Evaluation of Projects and entrepreneurs			King and Levine(1993a) Greenwood and Jovanovic (1990) Levine (1992a)

Source : Sun Puyang (2009) « Economic Development with finance : Studies of Emerging Economics , Thesis Submitted to University of Birmingham for the degree of Doctor Philosophy ,p40.

الملحق (14): ملخص نظريات التي ربطت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي .

Year	Schools	Principal Exponents	Main Remarks
1960s and before	Pioneer hypotheses	Keynes(1936)	Keynesianism arguments in favour of financial repression: financial development followed from growth and not vice versa Their theoretical framework was still relatively unsophisticated and empirical evidence for a significant relationship between finance and growth remained rough.
		Gerashchenko (1962)*	
		Patrick (1966)*	
		Cameron (1967)* Goldsmith (1969)*	
1970s	The McKinnon-Shaw school	Ronald McKinnon (1973)*	They come to the conclusion that, starting from a situation of financial repression, interest rate liberalization has a double advantage. Apart from exerting a positive effect on long-run growth, financial liberalization reduces the contraction effects of monetary stabilization programmes.
		Edward Shaw (1973)	
		Kapur (1976)	
		Galbis (1977)	
		Mathieson (1980)	
		Fry (1980)*	
		Stiglitz and Weiss (1981)	
1980s	Critiques of financial liberalization	Wijnbergen (1982, 1983)	As a result of mixed experiences with financial liberalization policies the Neo-structuralisms School emerged, which criticized financial deregulation from a macroeconomic point of view. Another group of authors focussed their attention on microeconomic underpinnings of macroeconomic policies.
		Taylor (1983)	
		Diamond (1984)	
		Shleifer and Vishny (1986)	
1990s	Endogenous growth and finance	Williamson (1987 a)	In the 1990s research on the relationship between financial development and long-run growth received new impulses from the literature on endogenous growth. A branch of this stream started to focus on the question whether financial conditions could explain sustained growth in per capita GDP.
		Gennotte and Pyle (1991)	
		Romer (1986, 1990)	
		Greenwood and Jovanovic (1990)	
		Bencivenga and Smith (1991)	
		Grossman and Helpman (1991)	
		Atje and Jovanovic (1993)	
Saint-Paul (1992)* King and Levine (1991, 1993 b) * Pagano (1993) *			

Source : Sun Puyang (2009) « Economic Development with finance : Studies of Emerging Economics , Thesis Submitted to University of Birmingham for the degree of Doctor Philosophy ,p67.

فهرس المحتويات :

2	فهرس المحتويات :
5	قائمة الأشكال:
7	الفصل التمهيدي : الاطار العام للدراسة
7	1- مقدمة عامة:
10	2- اشكالية الدراسة :
11	فرضية الدراسة :
11	3- أهداف الدراسة: (Study Objectives) :
11	4- أهمية وأهداف الدراسة: (Study Importance) :
12	5- منهجية الدراسة :
12	6- البنية العامة للدراسة :
14	الفصل الأول : الاطار النظري حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
14	مقدمة الفصل:
17	1- الاطار النظري للتطور المالي :
17	1-1 مفهوم التطور المالي:
17	1-1-1: تعريف النظام المالي:
19	1-1-2: تعريف التطور المالي:
21	1-2: وظائف القطاع المالي :
24	1-2-1: تعبئة المدخرات (mobilize saving) :
25	1-2-2: جمع المعلومات حول الاستثمارات وتخصيص الموارد
28	1-2-3: ممارسة الرقابة على الشركات الممولة (exert corporate control) :
29	1-2-4: تسهيل إدارة المخاطر المالية (facilitate risk management) :
31	1-2-5: تسهيل تبادل السلع، الخدمات والعقود:

31	3-1: خصائص النظام المالي :
31	1-3-1: مستوى الوساطة المالية (the level of Financial intermediation):
32	2-3-1: كفاءة الوساطة المالية (the efficiency of financial intermediation):
32	3-3-1: مكونات الوساطة المالية (the composition of financial intermediation):
32	4-1: مؤشرات التطور المالي:
36	1-4-1: معيار الحجم المالي (size of financial system):
40	2-4-1: معيار النشاط المالي (financial Access):
41	3-4-1: معيار الكفاءة والفعالية (Financial efficiency):
43	4-4-1: معيار الاستقرار في النظام المالي (financial stability):
47	2-: نظرية تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي:
48	1-2: نظرية Schumpeter 1911:
51	2-2: المدرسة الهيكلية (Structuralist School):
51	1-2-2: أعمال Gershenkron (1962):
53	2-2-2: أعمال Patrick (1966):
54	2-2-2: أعمال Cameron (1967):
55	3-2-2: أعمال Gurley and Shaw (1967):
57	4-2-2: أعمال Goldsmith (1969):
60	2-3: مدرسة الليبرالية الحديثة (Neo-Liberals School):
65	2-3-1: نموذج McKinnon (1973):
69	2-3-2: نموذج Shaw (1973):
71	2-3-3: الأعمال المؤيدة لنظرية التحرير المالي:
73	2-3-4: الانتقادات الموجهة الى منهج التحرير المالي:
74	2-3-4: أعمال الهيكليون الجدد Neostucturalists 1980s:
75	2-3-5: دراسة Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss (1981):

76	.....:Carlos Diaz Alejandro (1983) دراسة 6-3-2
76	..... Cho Yoon JE (1986) دراسة 7-3-2
77	..... : نظرية النمو الداخلي والنظام المالي: 4-2
80	..... : Jeremy Greenwood and Boyan Jovanovic (1990) دراسة 1-4-2
82	.....: Valerie R.Bencivenga and Bruce D Smith (1991) دراسة 2-4-2
85	..... : Saint-Paul (1992) دراسة 3-4-2
85	..... : Roubini Nouriel and Sala-i-Martin Xavier (1992) دراسة 4-4-2
86	..... : AK : نموذج النمو الداخلي أو نموذج AK دراسة 5-4-2
90	..... : King and Levine (1993b) دراسة 6-4-2
90	.....: Greenwood, J. and Smith, B. D. (1997) دراسة 7-4-2
93	..... : قنوات انتقال تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي 3-
95	.....: قناة تراكم رأس المال 1-3
95	..... : الادخار، تراكم رأس المال والنمو 1-1-3
97	..... : قناة إجمالي نمو إنتاجية العوامل الكلية 2-3
99	..... : فروض العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي: 4
101	..... : (finance led-growth) التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي 1-4
105	..... : (growth led-finance) النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي 2-4
108	..... : (feedback causality) العلاقة التبادلية 3-4
110	.....: هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي: 5-
112	.....: (Bank-based systems) قاعدة البنوك 1-5
113	.....: (Market-based systems) قاعدة الاسواق المالية 2-5
115	.....: خاتمة الفصل:
116	.....: الفصل الثاني: الدراسات التطبيقية السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
116	.....: مقدمة الفصل:

119	1- الدراسات السابقة حول تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي (supply leading hypothesis) :
119	1-1 : دراسة (Goldsmith(1969).....:
120	2-1 : دراسة (King and Levine(1993a,b,c).....:
120	3-1 : دراسة (Odedokun (1996)..... :
121	4-1 : دراسة (Ross Levine and Sara Zervos (1998)..... :
122	5-1 : دراسة (Neusser and Kugler (1998)..... :
122	6-1 : دراسة (Arestis et al (2001).....:
123	7-1 : دراسة (Favara (2003)..... :
123	8-1 : دراسة (Loayza and Roncière (2006)..... :
124	9-1 : دراسة (Ben Naceur and Ghazouani (2007).....:
124	10-1 : دراسة (Rousseau and Wachtel (2011).....:
124	2- الدراسات التطبيقية حول العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :
124	1-2 : دراسة (Gupta(1984).....:
125	2-2 : دراسة (Jung (1986)..... :
126	3-2 : دراسة (Demetriades and Hossein(1996).....:
126	4-2 : دراسة (Darrat(1999)..... :
127	5-2 : دراسة (Al-Youcif(2002).....:
127	7-2 : دراسة (Ang and McKibbin (2007).....:
128	8-2 : دراسة (Hurlin and Baptiste(2008)..... :
128	10-2 : دراسة (Hassan K M et al(2011).....:
129	3- الدراسات السابقة حول دور نوعية المؤسسات في علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي:
130	1-3 : دراسة (Demetriades and Law(2006)..... :
130	2-3 : دراسة (Law and Habibullah(2006)..... :
131	3-3 : دراسة (Yahyaoui et Rahmani (2009)..... :

131	..... : Gazdar and Cherif (2012) دراسة 4 -3
131	..... : Yaya Keho (2012) دراسة 5-3
132	..... : Berthélemy and Varoudakis (1998) دراسة 1-4
132	..... : Deidda and Fattouh (2002) دراسة 2-4
133	..... : Shen and Lee (2006) دراسة 3-4
133	..... : Huang and Lin (2009) دراسة 4-4
134	..... : Arcand J-L et al (2012) دراسة 5-4
134	..... : Samargandi et al (2015) دراسة 6-4
135	..... : De Gregorio and Guidotti (1995) دراسة 1-5
135	..... : Benhabib and Spiegel (2000) دراسة 2-5
136	..... : Beck et al (2000) دراسة 3-5
138	..... : Shan and Morris (2002) دراسة 4-5
139	..... : Rioja and Valev (2003) دراسة 5-5
139	..... : Coporale , Howells and Soliman (2005) دراسة 6-5
140	..... : Rousseau and Vuthipadadorn (2005) دراسة 7-5
140	..... : Ghirmay Teame (2006) دراسة 8-5
140	..... : James B. Ang (2008) دراسة 9-5
142	..... : خلاصة الفصل:
	الفصل الثالث: الجانب التطبيقي للدراسة قياس ومقارنة أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي في الدول النامية
143	..... : المقدمة
143	..... : مقدمة الفصل:
143	..... : 1 - الاطار العام للدراسة القياسية وأهدافها:

144	2 - منهجية الدراسة القياسية والنموذج المستخدم:.....
144	1-2:النموذج العام للدراسة:
144	2-2: مصادر البيانات :.....
145	3-2: العينة وفترة الدراسة:.....
146	3 - المتغيرات والمؤشرات المستعملة في الدراسة:.....
146	1-3: مؤشر النمو الاقتصادي :.....
146	2-3: مؤشرات التطور المالي :
147	3-2-1: مؤشرات المثلة للجهاز المصرفي :
149	3-2-2: مؤشرات المثلة للأسواق المالية:.....
150	3-3: المتغيرات المفسرة للنمو الاقتصادي (Controlling variables)
151	4- طريقة وأساليب تقدير النموذج :
153	1-4: مختلف طرق تقدير نماذج بانل.....
153	1-1-4: النموذج المشترك the common constant method
154	2-1-4: نموذج التأثيرات الثابتة.....
155	3-1-4: نموذج التأثيرات العشوائية
156	2-4: اختبارات جذر الوحدة في بيانات بانل (Panel unit root) :
158	1-2-4: اختبار(Levin, Lin and Chu (2002) :.....
161	2-2-4: Im , Pesaran and Shin (IPS) test :
162	3-4: اختبارات التجانس ل (Hsiao(1986) و Hausman :
166	5- خطوات تقدير النموذج وعرض وتحليل النتائج:.....
167	1-5: الارتباط بين مؤشرات تطور القطاع المالي والنمو :
168	2-5: نتائج اختبارات التجانس في نماذج بانل:
168	1-2-5: اختبار (Hsiao(1986)
170	2-2-5: اختبار Chow

171	3-5 : تحليل المكونات الأساسية : (Principal Component Analysis)
173	4-5 : دراسة الاستقرارية لبيانات البائل :
176	5-5 : اختبار السببية في بيانات بائل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي :
177	6-5 : تقدير نماذج بائل :
179	1-6-5 : تقدير نماذج بائل الساكنة (static model) بالنسبة الى كلا العينتين :
182	2-6-5 : نموذج بائل الديناميكي (Dynamic panel model) وطريقة التقدير MG، PMG :
198	الخاتمة :
199	الخاتمة العامة:
204	المراجع :
216	الملاحق :
226	فهرس المحتويات :

هدفت الدراسة الى اختبار أثر التطور في القطاع المالي على النمو الاقتصادي في كل من الدول المتقدمة والنامية ، من خلال محاولة ابراز دور كل من الوساطة و الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي ، باستعمال مجموعة من المؤشرات لتمثيل مدى تطور كل من البنوك و السوق المالي و ذلك باعتماد على الدراسات النظرية و التطبيقية السابقة والتي اشتملت على ثلاثة متغيرات لكل منهما ، القروض الموجهة الى القطاع الخاص بالنسبة الى GDP ، الكتلة النقدية (M2) كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي و مجموع أصول البنوك التجارية الى مجموع أصول البنوك التجارية و أصول البنك المركزي، ورسلة البورصة (GDP%) ، مؤشر حجم تداول الأوراق المالية (GDP%)، ومعدل الدوران، بالإضافة الى استخدام معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي، واستعمال طريقة تحليل المكونات الأساسية للحصول على المؤشرات لتطور كل من الوساطة و الاسواق المالية بمهدف جمع و حصر معظم المعلومات من البيانات الأصلية بمهدف ازالة مشكل الارتباط المتعدد بين متغيرات التطور المالي، شملت عينتي الدراسة على 24 دولة متقدمة و 38 دولة نامية ، ولتحقيق الغاية من الدراسة تم استخدام طريقة تحليل بيانات بانل و التي شملت على اختبارات جذر الوحدة على بيانات بانل ،اختبار العلاقة السببية وتقدير نموذج بانل الساكن باستعمال نموذج الأثر الثابت و العشوائي والنموذج الديناميكي المبني على نموذج تصحيح الخطأ باستعمال طريقة وسط المجموعة المدججة ووسط المجموعة في التقدير .

الكلمات المفتاحية : تطور القطاع المالي ، النمو الاقتصادي ، الدول النامية ، الدول المتقدمة ، بيانات بانل .

Abstract :

This research aims to examine the impact of financial development on economic growth in the context of developed and developing countries. The study considers a number of measures of financial development e.g. private credit to GDP , M2/GDP , the ratio of commercial bank assets to the sum of commercial bank assets and central bank assets , market capitalization (share of GDP) , value traded (share of GDP) and turnover ratio. We also take growth rate of real GDP as dependent variable and few core control variables those explain economic growth. This study employs panel time series data over the year of 1989-2012 for each indicators for split sample of 24 developed and 38 developing countries. In order to measure the impact, this study analyze the data by applying panel unit root test , tests of homogeneous, static panel models (e.g. fixed and random effect) and panel autoregressive distributed lag (ARDL) framework of pooled mean group (PMG), mean group (MG) estimators.

Key words : financial sector development , economic growth , developing countries , developed countries , panel data.

Résumé :

Le but de cette recherche vise à examiner l'impact du développement du secteur financier sur la croissance économique dans les pays développés et en voie de développement, en essayant de mettre en évidence le rôle du secteur bancaire et du marché financier de l'activité économique, en utilisant différents indicateurs de l'approfondissement financier de pour capturer le développement dans le secteur bancaire et les marchés financiers, dépend de l'approche théorique et empirique , qui se composent du crédit accordé par les banques au secteur privé divisé par le PIB, masse monétaire (M2) en pourcentage de PIB, le ratio des avoirs des banques commerciales à la somme des avoirs des banques commerciales et de la banque centrale, ensuite la capitalisation boursière (% du PIB), le ratio de la valeur total des titres échangés au PIB et le turnover, taux de croissance du PIB réel comme variable de la croissance économique et en ajoutant les variables de contrôle pour la stabilité du macroéconomique durant la période 1989-2012, sur deux échantillons 24 développé et 38 pays en voie développement, et pour réaliser l'objectif de cette thèse, nous utilisons l'analyse de données de panel à travers l'application des tests de stationnarité , des tests d' homogénéité, l'estimation des modèles statiques avec les méthodes de l'effet fixe et aléatoire, et ainsi l'étude utilise les méthodes Pool Mean Group et Mean Group pour estimer le modèle ARDL.

Mots clés : développement du secteur financier, croissance économique, pays développés, pays en voie de développement, les données de panel.