جامعة الحاج لخضر- باتنة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية
شعبة: اقتصاد التنمية

تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

شعبة: اقتصاد التنمية

من إعداد الطالب:
سامي مباركي

تحت إشراف:
أ.د. صالح فلاحي

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
محمد الطاهر سعودي	أستاذ التعليم العالي	باتنة	رئيسًا
صالح فلاحي	أستاذ التعليم العالي	باتنة	مقررًا
محفوظ جبار	أستاذ التعليم العالي	سطيف	ممتحنًا
أحمد بوراس	أستاذ التعليم العالي	أم البواقي	ممتحنًا
محمد سحنون	أستاذ التعليم العالي	قسنطينة	ممتحنًا
عمار نويوة	أستاذ محاضر –أ–	باتنة	ممتحنًا

السنة الجامعية: 2014-2015

بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

الحمد لله ذي المن والفضل والإحسان، حمداً يليق بجلاله وعظمته. وصَلِّ اللهم على خاتم الرسل، من لا نبي بعده، صلاةً تقضي لنا بها الحاجات، وترفعنا بها أعلى الدرجات، وتبلّغنا بها أقصى الغايات من جميع الخيرات، في الحياة وبعد الممات. ولله الشكر أولاً وأخيراً، على حسن توفيقه، وكريم عونه، وعلى ما منَّ وفتح به عليَّ من إنجاز لهذه الأطروحة، بعد أن يسّر العسير، وذلّل الصعب، وفرَّج الهم.

وأخص بالشكر والعرفان بالجميل وأَدِينُ بعظيم الفضل بعد الله سبحانه وتعالى في إنجاز هذه الأطروحة وإخراجها بالصورة المرجوة؛ إلى أستاذي المشرف، الأستاذ الدكتور: صالح عمر فلاحي الذي منحني الكثير من وقته، وجهده، وتوجيهاته، وإرشاداته، وآرائه القيمة. ومدَّ يد العون لي دون ضجر للسير قدماً نحو الأفضل، فأسأل المولى القدير أن يجزيه عني خير الجزاء ويثيبه الأجر إن شاء الله.

كما يسرني ويشرفني أن اسطر كل عرفان بالجميل إلى جميع الأساتذة الذين ساعدوني في الدراسة القياسية لهذه الأطروحة، وأخص بالذكر: الدكتور محمود فوزي شعوبي، الأستاذ عبد الغاني العايب والأستاذ عبد الرزاق كبوط.

أسال الله العلي القدير أن يكون هذا العمل خالصاً لوجه، وأن يجعله علماً نافعاً، ويسهّل لي به طريقاً إلى الجنة.

الإهداء

إلى ...
والديَّ أَطَال الله بقاءهُما.
إلى ...
رفِيقَة دَرْبي زَوجَتِي الغَالية
إلى ...
أبْنَائي قُرَّة عيني نُهى رحمة صفوة ويوسف عبد الصمد

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
شكر وتقدير	
الإهداء	
فهرس المحتويات	**أ-ح**
قائمة الجداول	و
قائمة الأشكال	ز
قائمة الملاحق	ح
المقدمة العامة	**1-17**
مشكلة الدراسة وفرضياتها	4
أهداف الدراسة	5
أهمية الدراسة	6
منهجية البحث	6
حدود الدراسة	7
هيكل الدراسة	8
الدراسات السابقة	8
الفصل 1 : تطور الأسواق المالية، البنوك والنمو الاقتصادي- التأصيل النظري-	***18-60***
المبحث الأول: الأنظمة المالية بين الاعتماد على البنوك والاعتماد على الأسواق المالية	**20**
أولاً، مدخل للنظام المالي	20
1. السوق النقدي	21
2. سوق رأس المال	22
ثانيًا، الهيكل المالي	25
1. النظام المالي المعتمد على الأسواق المالية	25
2. النظام المالي المعتمد على البنوك	27
3. مزايا وعيوب الهيكل المعتمد على البنوك والهيكل المعتمد على الأسواق	31
المبحث الثاني: وظائف النظام المالي والنمو الاقتصادي	**33**
أولاً، توفير البيانات المالية وتخصيص الموارد	35
ثانيًا، ضمان حسن إدارة الشركات	39
ثالثًا، حشد المدخرات	41

رابعًا، توفير السيولة وإدارة المخاطر	42
خامسًا، تسهيل إجراءات معاملات التسوية والدفع	46
المبحث الثالث: التطور المالي ومحدداته	**48**
أولاً، مفهوم التطور المالي	48
ثانيًا، محددات التطور المالي	50
1. البيئة المؤسسية	50
2. بيئة الأعمال	52
3. الاستقرار المالي	54
4. خدمات البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية والأسواق المالية	55
ثالثًا، اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي	57
خلاصة الفصل الأول	58
الفصل 2 : معايير التطور المالي والأداء الاقتصادي	*61-108*
المبحث الأول : معايير التطور المالي	**63**
أولاً، معايير تطور البورصات	63
1. معدل رسملة البورصة	64
2. معدل التداول في البورصة	67
3. معدل دوران الأسهم	68
ثانيًا، معايير تطور القطاع المصرفي	71
1. الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص	71
2. الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي	73
3 الالتزامات السائلة وإجمالي الودائع	74
4 هامش سعر الفائدة	77
المبحث الثاني: معايير الأداء الاقتصادي والمؤشر الشامل للتطور المالي	**80**
أولاً، النمو الاقتصادي	81
1. مفهوم النمو الاقتصادي	81
2. قياس النمو الاقتصادي	82
ثانيًا، الرأسمال المادي والبشري	84
1. الرأس المال المادي	85
2 رأس المال البشري	86
ثالثًا، إجمالي إنتاجية العوامل وإجمالي تكوين رأس المال الثابت	87
1. مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج	87

2. إجمالي تكوين رأس المال الثابت	89
رابعًا، المؤشرات الشاملة	90
1 العوامل والسياسات والمؤسسات	91
2. الوسطاء والأسواق المالية	91
3 النفاذ إلى التمويل	92
المبحث الثالث: العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي	**96**
أولاً، نموذج العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي	96
1. النموذج الساكن والحركي	97
2. دور القطاع المالي في النمو	99
ثانيًا، قياس العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي	103
1 الدراسات المقطعية	103
2. النماذج المدمجة –البانل-	104
3. القياس عن طريق السلاسل الزمنية	106
خلاصة الفصل الثاني	108
الفصل 3 : تحليل بيانات الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	*160_109*
المبحث الأول: عينة ومتغيرات الدراسة	**111**
أولاً، عينة الدراسة	111
ثانيًا، متغيرات الدراسة	111
1. متغيرات القطاع المالي	112
2. متغيرات القطاع الحقيقي	113
ثالثًا، بناء مؤشر شامل للتطور المالي لعينة الدراسة	116
1. مكونات المؤشر المالي المركب	116
2. تحليل المؤشر المالي الشامل لبلدان العينة	120
المبحث الثاني: تطور الأداء المالي والحقيقي	**124**
أولاً، تطور أداء الأسواق المالية	124
1. سوق الإصدارات	124
2. سوق التداول	126
ثانيًا، تطور القطاع المصرفي	132
1. هيكل القطاع المصرفي في بلدان العينة	133
2. نشاط القطاع المصرفي في بلدان العينة	135

ثالثًا، تطور القطاع الحقيقي	138
1. تطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	138
2. تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت	140
3. تطور مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج	141
المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين متغيرات القطاع المالي ومتغيرات القطاع الحقيقي	**143**
أولاً، معامل ارتباط متغيرات الأسواق المالية ومتغيرات القطاع الحقيقي	143
1. معامل ارتباط متغيرات البورصة ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	143
2. معامل الارتباط بين متغيرات تطور البورصة وإجمالي تكوين رأس المال الثابت	145
3. معامل الارتباط بين متغيرات تطور البورصة ومجمل عوامل الإنتاج	146
ثانيًا، معامل ارتباط متغيرات القطاع المصرفي ومتغيرات القطاع الحقيقي	147
1. معامل ارتباط متغيرات القطاع المصرفي ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	147
2. معامل الارتباط بين إجمالي تكوين رأس المال الثابت ومتغيرات تطور القطاع المصرفي	148
3. معامل الارتباط بين متغيرات تطور القطاع المصرفي وإنتاجية مجمل عوامل الإنتاج	149
ثالثًا، دراسة العينة عن طريق تحليل المركبات الأساسية	150
1. تحليل الارتباط بين المتغيرات	152
2. تحليل العلاقة على مستوى الدول	153
رابعًا، العلاقة المقطعية بين المتغيرات الحقيقية ومتغيرات القطاع المالي	153
1. العلاقة بين نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومتغيرات القطاع المالي	153
2. العلاقة بين مؤشرات التطور المالي وإجمالي تكوين رأس المال الثابت	155
3. العلاقة بين متغيرا ت التطور المالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج	157
خاتمة الفصل الثالث	159
الفصل 4 : تطور البورصات، البنوك والنمو الاقتصادي: دراسة قياسية	*214_161*
المبحث الأول: نماذج تحليل بيانات البانل	**163**
أولاً، ماهية وأهمية نماذج بيانات البانل	163
ثانيًا، النماذج الساكنة لبيانات البانل	166
1. نموذج الانحدار المجمع	166
2. نموذج الآثار الثابتة	166
3. نموذج الآثار العشوائية	168
ثالثاً، نماذج البانل الحركية	168
1. نموذج المربعات الصغرى المعدلة بالكامل	169
2. نموذج العزوم المعممة	169

المبحث الثاني: الاختبارات المستخدمة في تقدير نماذج البانل	**172**
أولاً، اختبارات التجانس	173
ثانيًا، المفاضلة بين نماذج البانل	176
1. المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية	176
2. المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة.	177
ثالثًا، اختبارات جذر الوحدة والتكامل المتزامن	177
1. اختبارات جذر الوحدة	178
2. اختبارات التكامل المشترك	179
المبحث الثالث: تقدير نماذج العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي	**181**
أولاً، تعيين نماذج الدراسة ووصف متغيراتها	181
1. تعيين نماذج الدراسة	181
2. التوصيف الإحصائي للمتغيرات	183
ثانيًا، المفاضلة بين نماذج البانل، واختبارات استقرارية وتكامل المتغيرات	185
1. المفاضلة بين نموذج الآثار المدمجة ونموذج الآثار الفردية	186
2. اختبار هوسمان	186
3. اختبار استقراريه وتكامل متغيرات نماذج الدراسة	188
ثالثًا، نتائج تقدير النماذج الساكنة	192
1. النتائج الخاصة بمتغيرات البورصة	192
2. النتائج الخاصة بمتغيرات القطاع المصرفي	195
3. النتائج الخاصة بمؤشر التطور المالي الشامل	196
رابعًا، تقدير النماذج الديناميكية	198
1. التقدير عن طريق المربعات الصغرى المعدلة بالكامل	198
2. التقدير بطريقة العزوم المعممة	202
خامسًا، تحليل النتائج	207
1. تحليل نتائج المتغيرات المساعدة	207
2. تحليل نتائج المتغيرات المالية	209
خاتمة الفصل الرابع	214
الخاتمة	215
قائمة المراجع	221
الملاحق	235

قائمة الجداول

جدول 2—1 الشركات المدرجة لكل مليون نسمة لبعض المناطق عبر العالم	66
جدول 2—2 المؤشرات الكمية لتطور الأسواق المالية	70
جدول 2—3 بعض معايير تطور القطاع المصرفي	79
جدول 2—4 نمو إجمالي إنتاجية العوامل في بعض المناطق	88
جدول 2—5 مكونات المؤشر الشامل للتطور المالي	93
جدول 2—6 مؤشر التطور المالي 2012 مقارنة بمؤشر 2011	94
جدول 3—1 تصنيف بلدان العينة وفق مؤشر التطور المالي الشامل	122
جدول 3—2 بورصات عينة الدراسة	127
جدول 3—3 تصنيف المصارف العاملة في بلدان العينة	134
جدول 3—4 تطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	139
جدول 3—5 معامل ارتباط نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومتغيرات البورصة في عينة الدراسة	144
جدول 3—6 معامل ارتباط إجمالي تكوين رأس المال الثابت ومتغيرات البورصة في عينة الدراسة	145
جدول 3—7 معامل ارتباط مجمل عوامل الإنتاج ومتغيرات البورصة في عينة الدراسة	146
جدول 3—8 معامل ارتباط نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومتغيرات القطاع المصرفي في عينة الدراسة	147
جدول 3—9 معامل ارتباط إجمالي تكوين رأس المال الثابت ومتغيرات القطاع المصرفي في عينة الدراسة	148
جدول 3—10 معامل ارتباط مجمل عوامل الإنتاج ومتغيرات القطاع المصرفي في عينة الدراسة	149
جدول 4—1 اختبار إحصائية فيشر F للمفاضلة بين نموذج PRM ونموذج FEM	186
جدول 4—2: اختبار هوسمان HAUSMAN للمفاضلة بين نموذج FEM ونموذج REM	187
جدول 4—3 اختبار استقراريه متغيرات نماذج الدراسة	188
جدول 4—4 التكامل المشترك لبيانات البانل باستخدام اختبار Pedroni	191
جدول 4—5 نتائج التقدير الساكن لنماذج محددات النمو ومتغيرات البورصة	193
جدول 4—6 نتائج التقدير الساكن لنماذج محددات النمو ومتغيرات القطاع المصرفي	195
جدول 4—7 نتائج التقدير الساكن لنماذج محددات النمو ومؤشر التطور المالي	197
جدول 4—8 نتائج التقدير الديناميكي FMLOS لنماذج محددات النمو ومتغيرات البورصة	199
جدول 4—9 نتائج التقدير الديناميكي FMLOS لنماذج محددات النمو ومتغيرات القطاع المصرفي	200
جدول 4—10 نتائج التقدير الديناميكي FMLOS لنماذج محددات النمو ومؤشر التطور المالي	201
جدول 4—11 التقدير عن طريق GMM لمعدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	203
جدول 4—12 التقدير عن طريق GMM لإجمالي تكوين رأس المال الثابت	205
جدول 4—13 التقدير عن طريق GMM لمجمل إنتاجية عوامل الإنتاج	206
جدول 4—14 حوصلة لنتائج التقدير	210

قائمة الأشكال

الشكل 1—1 طرق التمويل في النظام المالي	21
الشكل 1—2 وظائف النظام المالي والنمو الاقتصادي	34
الشكل 2—1 الرسملة السوقية للشركات المحلية المدرجة لبعض المناطق عبر العالم	65
الشكل 2—2 قيمة التداول في بعض المناطق عبر العالم	67
الشكل 2—3 معدل الدوران في بعض المناطق عبر العالم	69
الشكل 2—4 الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص في بعض المناطق عبر العالم	72
الشكل 2—5 تطور الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي في بعض المناطق عبر العالم	74
الشكل 2—6 تطور الالتزامات السائلة (M3) في بعض المناطق عبر العالم	76
الشكل 2—7 إجمالي الودائع إلى الناتج الإجمالي المحلي في بعض المناطق عبر العالم	77
الشكل 2—8 تطور هامش الفائدة في بعض المناطق عبر العالم	78
الشكل 2—9 تطور إجمالي الناتج المحلي الفردي في بعض المناطق عبر العالم	84
الشكل 2—10 إجمالي تكوين رأس المال الثابت في بعض المناطق عبر العالم	89
الشكل 3—1 المؤشر الشامل والمؤشرات المكونة له في بلدان العينة	121
الشكل 3—2 مكونات المؤشر الشامل حسب المستويات المرتفعة، المتوسطة والمنخفضة لبلدان العينة	123
الشكل 3—3 تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في بلدان العينة	125
الشكل 3—4 تطور معدل رسملة البورصة في بلدان العينة	128
الشكل 3—5 تطور معدل التداول ومعدل الدوران في بلدان العينة	129
الشكل 3—6 تطور الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المالي و M2 في بلدان العينة	136
الشكل 3—7 تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت في بلدان العينة	140
الشكل 3—8 تطور مجمل إنتاجية عناصر الإنتاج في بلدان العينة	142
الشكل 3—9 إسقاط بيانات سنوات 1998، 2003 و2012 على عينة الدراسة	151
الشكل 3—10مؤشرات التطور المالي ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في عينة الدراسة	154
الشكل 3—11:مؤشرات التطور المالي وإجمالي تكوين رأس المال الثابت في عينة الدراسة	156
الشكل 3—12: مؤشرات التطور المالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج في عينة الدراسة	158
الشكل 4—1 اختبارات التجانس	174

قائمة الملاحق

الملحق1 هيكل مؤشر التطور المالي لسنة 2012 _____ 236
الملحق2 بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا _____ 238
الملحق3 بلدان عينة الدراسة _____ 238
الملحق 4 متغيرات ومصادر بيانات الدراسة _____ 239
الملحق 5 بعض الدراسات التجريبية للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي _____ 240
الملحق6 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة _____ 241
الملحق7 البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة _____ 242
الملحق 8متغيرات الدراسة _____ 243
الملحق9تقديرات متغيرات القطاع الحقيقي مع متغيرات البورصة _____ 246
الملحق10تقديرات متغيرات القطاع الحقيقي مع متغيرات القطاع المصرفي _____ 249
الملحق 11 : تقديرات متغيرات القطاع الحقيقي والمؤشر الشامل للتطور المالي _____ 252

المقدمة العامة

يشكل النمو الاقتصادي محور اهتمام الساسة والاقتصاديين عبر الزمن، لما لهذا المؤشر من تأثير على رفاهية الفرد والمجتمع. كما أن الاختلافات في مستويات النمو الاقتصادي بين البلدان كان دوما الدافع الحقيقي للبحث في محدداته والعوامل المؤثرة فيه، وبناء الأطر الكفيلة بجعل النمو الاقتصادي مستديمًا ليشمل الجوانب غير الاقتصادية في البلدان النامية والمتقدمة على حد سواء.

وبموازاة مع هذا الاهتمام، أصبح ينظر إلى تطور النظام المالي كأحد الدعائم الكبرى التي تساهم في العملية التنموية، من خلال تنظيم الموارد المالية المتاحة وإعادة توزيعها على نحو يضمن تمويل مختلف الأنشطة الاستثمارية في القطاعات الإنتاجية والخدمية.

وما من شك في أن طبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي (بورصات الأوراق المالية أو القطاع المصرفي) ساهمت في تحديد تلك العلاقة. وهناك عدة اتجاهات لقياس العلاقة بين التمويل والنمو وبالتركيز على دور الأسواق المالية في النمو الاقتصادي، بالاعتماد على بعض المعايير التي لها صلة بدرجة تطور السوق المالي وتأثيره على النمو عبر دراسة مجموعة من الدول خلال فترة زمنية محددة.

يعتبر النظام المالي أحد العوامل المؤثرة والمتأثرة بمختلف الأنشطة الاقتصادية، خاصة مع التحولات الاقتصادية والمالية التي شهدها العالم منذ نهاية القرن العشرين، وذلك عبر التحرير المالي الذي دأبت العديد من الدول على إتباعه رغبة منها في تتبع التجارب الناجحة، أو بسبب فرضها من المؤسسات المالية الدولية التي رأت في هذا التحرير السبيل الأمثل لتلك البلدان حتى تستجيب لمتطلبات التحول إلى اقتصاد السوق، وأصبح نمو سوق القروض والأصول المالية ملازما للنمو الاقتصادي. وبالرغم من التجارب الناجحة لعملية التحرير المالي، إلا أن دولاً أخرى لم تستفد من هذه العملية بل على العكس من ذلك إذ أدت إلى هشاشة النظام المالي فيها، نظرا لاندماجها في الاقتصاد العالمي مما أدى إلى انتشار عدوى الأزمات المالية إليها.

وتشكل أسواق رؤوس الأموال قطاع نشاط الغرض منه البحث في مبادلة العملة، فالمؤسسات المنتجة تكون بحاجة للنقود لشراء السلع التجهيزية، المواد الأولية، تسديد أجور عمالها، وغيرها من العمليات التي تؤثر في أدائها، وتكون الدولة بحاجة للسيولة النقدية لضمان تغطية حاجياتها خاصة تلك المرتبطة بالبنى التحتية. وتعد هذه الأنشطة بالنسبة للمؤسسات المالية مجالاً حيويًا لتوفير التمويل لمختلف الأعوان الاقتصاديين. وهذا يتطلب حشد الموارد المالية وإعادة توزيعها في إطار أسواق رؤوس الأموال.

إن عملية ربط تطور النظام المالي (بالتركيز على القطاع المصرفي) بالنمو الاقتصادي في بداية القرن العشرين كان لها أثرها البالغ، من خلال الابتكار الذي يقدمه هذا النظام وتحديدا في مجال الخدمات المالية التي توفرها البنوك. ومن المهم القول بأن الاهتمام بالعلاقة بين النظام المالي والنمو الاقتصادي انطلق بشكل فعلي في فترة السبعينيات من القرن العشرين، عندما برز دور التطور المالي في تسريع وتيرة النمو الاقتصادي نتيجة الانتقادات الموجهة للفكر السائد في تلك الفترة والمرتبط بسياسة الكبح المالي، من خلال التأثير على معدل الفائدة الحقيقي لتشجيع الاستثمارات، عبر انتقاد هذه السياسة الحمائية للنظام المالي وترك آليات السوق تعمل بكل حرية لضمان أفضل تخصيص للموارد المالية.

وعلى الرغم من ميل الاقتصاديين منذ عقد التسعينيات من القرن العشرين لإعطاء أهمية كبيرة في تحديد طبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي، إلا أن الجدل لا يزال قائمًا حول تلك العلاقة بين من يرى ضرورة تهيئة الظروف حتى تدعم المؤسسات والأسواق المالية عملية النمو الاقتصادي، ومن يرى بأن القطاع الحقيقي هو من يؤدي إلى تحقيق تطور القطاع المالي. وهذا ما أفرز موجة من الدراسات النظرية والتجريبية لتبرير كل اتجاه، من خلال الأدوات الإحصائية والقياسية المتنوعة وعبر عينات مختلفة من الدول وعلى فترات زمنية متعددة بغية بيان الدلالة بين مختلف المتغيرات المستخدمة.

وقد ورثت أغلب بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا Middle East and North Africa (MENA) عوامل التخلف والتبعية جراء ما عانته من الحقبة الاستعمارية الطويلة

في شتى المجالات الاقتصادية، فترتب عنها أحادية هيكل الإنتاج والاعتماد على المواد الأولوية كمورد وحيد للدخل، وتخلف النظام المالي وهياكله المختلفة. وقد دفع هذا الوضع إلى تبني إصلاحات مالية واسعة، محاولة بذلك تحقيق الاستراتيجيات التنموية التي انتهجتها بما في ذلك تدعيم النمو الاقتصادي. وهكذا تم التركيز على الإطار المؤسساتي الأمثل لتحقيق وظائف القطاع المالي في إطار ما يعرف بالحكامة الراشدة. غير أن التحرير المالي كانت له آثار سلبية لا يمكن إغفالها، بسبب نقص الهيكل المؤسساتي الجيد في عدة دول من هذه المنطقة.

مشكلة الدراسة وفرضياتها

لقد قامت الاقتصاديات عبر العالم بمواكبة التطورات التي شملت القطاع الحقيقي عبر تطوير أسواقها المالية وتعزيز آليات نشاط المصارف، فاستحدثت أدوات مالية للتغطية ضد المخاطر، وأنشئت أسواق مالية فرعية تدعم السوق المالي الرئيسي، وتم تطوير أنظمة التداول بفضل ما أتاحته التكنولوجيا من سرعة تنفيذ مختلف المعاملات المالية وبتكاليف أقل. وأمام هذا التسارع، سبقت تطورات القطاع المالي وتيرة تطورات القطاع الحقيقي، وبرز من حين لآخر أزمات مالية ميزها إقبال المغامرين على التعامل في الأدوات المالية ذات المخاطر العالية دون الاحتياط لتأثير تلك التعاملات على القطاع الحقيقي، وإقدام المقامرين على توجيه التعاملات كونهم الأكثر رغبة في تحمل المخاطر لكنهم الأقل قدرة على هذا التحمل.

وفي ظل هذه التجاذبات انخرطت بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في هذه التحولات في العقد الأخير من القرن العشرين، وكان للقطاع المالي نصيبًا من تلك التغيرات عبر محاولة تطوير الأسواق المالية، والمؤسسات المصرفية لتحقيق مستويات مرتفعة من النمو الاقتصادي. واختلف الأمر بين الأسواق المالية في بلدان المنطقة بين دول خليجية يمكن تصنيف أسواق ضمن الناشئة، وبلدان أسواقها المالية تواجه تعثر خطواتها الأولى

للرقي إلى مستويات أعلى مثل الجزائر وليبيا والعراق، وبلدان ثالثة يقل الدخل فيها بشكل يجعل أمر إدارة الموارد المالية آخر اهتماماتها لغياب التمويل أو قلته كجيبوتي وموريتانيا. فما هي طبيعة العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا؟ وهل يمثل السوق المالي بديلاً أو مكملاً للقطاع المصرفي في بلدان الدراسة؟ ويمكن في هذا الإطار إدراج الفرضيات البديلة التالية:

- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين تطور البورصات والنمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين تطور المصارف والنمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين تطور كل من البورصات والبنوك تجاه النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
- هناك اختلافات ذات دلالات معنوية بين بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في طبيعة العلاقة بين نظمها المالية والنمو الاقتصادي.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى المساهمة في إثراء النقاش حول العلاقة بين التطور المالي بشكل عام والنمو الاقتصادي، من خلال تحليل المعيقات التي قد تعترض الدور الذي من المفترض أن تلعبه البنوك والأسواق المالية في تحقيق النمو بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. ويمكن إبراز أهداف هذه الدراسة في العناصر التالية:

- محاولة معالجة الموضوع معالجة نظرية وتجريبية في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فالمعالجة النظرية تهدف إلى مسح لأهم النظريات التي تناولت النمو الاقتصادي وعلاقته بالتطور المالي، والدراسات التجريبية تهدف إلى القيام

بقياس مختلف معايير الأداء المالي والاقتصادي لبلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

- تحديد مدى تطابق النتائج المتحصل عليها مع الأدبيات النظرية، وتفسير الاختلاف، إن وجد، بين النظرية والتطبيق في هذه الدول.
- وضع مؤشر شامل لقياس التطور المالي يضم معايير تطور البورصات ومعايير تطور المصارف، فضلاً عن معايير كمية ونوعية أخرى تتعلق بالبيئة المؤسساتية، بيئة الأعمال ومستوى الاستقرار المالي لدول المنطقة.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة من خلال مراجعة الأدبيات الاقتصادية المرتبطة بالتطور المالي في مختلف أبعاده، علاوة على دراسة الأدبيات الاقتصادية المرتبطة بالنمو. وقد أشارت الأبحاث المرتبطة بالعلاقة بين النمو الاقتصادي ومعايير التطور المالي إلى التباين في درجة التأثير، بين من يؤيد العلاقة الإيجابية بين النمو والتمويل ومن يرفض بشكل شبه قطعي لأثر تلك العلاقة.

كما تبرز أهمية الدراسة من خلال الاختلاف في الأبحاث السابقة حول العلاقة بين البنوك والأسواق المالية ضمن النظام المالي ككل، ففي الوقت الذي ينظر فيه إلى تلك العلاقة بأنها إحلالية تؤيد أبحاث أخرى العلاقة التكاملية بين سوق الأسهم والبنوك لدعم الاقتصاد. وهنا تبرز أهمية هذه الدراسة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لتحديد محلها من الدراسات السابقة، كما أن النتائج التي سيتم التوصل إليها قد تسهم في توضيح الرؤى لمن يهمه الأمر من مختصين في مجال التمويل والنمو.

منهجية البحث

لاختبار فرضيات الدراسة سيتم استخدام المناهج التي تعتمد عليها الدراسات الاقتصادية، وهي الاسلوب الوصفي التحليلي في الجانب النظري، والمنهج القياسي في

الجانب التطبيقي من خلال الاعتماد على نماذج البانل Panel Data Models التي تمزج بين البيانات المقطعية العرضية (البلدان) والبيانات الزمنية. وسيتم الاعتماد بشكل أساسي على البيانات التي توفرها قاعدة البيانات الخاصة بالتمويل الدولي (International Financial Statistics)، وعلى قاعدة مؤشرات البنك الدولي (World Development Indicators).

ولتحليل العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي بين مختلف بلدان العينة، ستعتمد الدراسة على مختلف الانحدارات للبيانات المقطعية والزمنية على النمو الاقتصادي مقاسًا بنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي والاستثمار ومجمل إنتاجية عناصر الإنتاج، وذلك باستخدام المتغيرات المستقلة المحددة لتطور الأسواق المالية وهي معدل رسملة السوق، معدل التداول، معدل الدوران. كما ستستخدم المتغيرات المستقلة المرتبطة بتطور البنوك والتي تقيس العمق المالي وهي نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص، ونسبة الائتمان من القطاع المالي وعرض النقود. وسيتم الاستعانة بمتغيرات كلية أخرى تساعد على التحكم في النموذج وهي معدل التضخم، معدل الانفتاح الخارجي، معدل الانفاق الحكومي، علاوة على المستوى التعليمي.

حدود الدراسة

تتضمن بيانات هذه الدراسة عينة من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة الزمنية الممتدة من 1998 إلى 2012، وتتضمن العينة إحدى عشر بلد ثلاث منها إفريقية وهي المغرب، تونس ومصر، وثمان أسيوية وهي السعودية، الأردن، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، قطر، البحرين، لبنان والأردن. وجاء اختيار هذه الدول لقطعها أشواطًا مهمة في مجال تطور الأسواق المالية مقارنة بباقي بلدان المنطقة. أما الفترة الزمنية فجاءت بحسب ما هو متاح من بيانات مالية وحقيقية وكون بورصتي الإمارات وقطر انطلقتا بشكل فعلي نهاية القرن العشرين.

هيكل الدراسة

سيتم تقسيم هذه الأطروحة إلى أربعة فصول: يستعرض الأول منها الأدبيات المرتبطة بالنظام المالي من خلال دراسة دور النظام المالي ووظائفه في دعم الاقتصاد، مع عرض محددات التطور المالي ليتم في نهاية الفصل الإشارة إلى النموذج النظري للنمو الاقتصادي الذي يدرج التمويل كأحد متغيراته التفسيرية. ليأتي الفصل الثاني فيهتم بمفهوم التطور المالي وتحديد أهم المعايير التي تقيس مدى هذا التطور المالي، سواء تعلق الأمر بمقاييس تطور القطاع المصرفي، أو مقاييس تطور البورصات ليتم في نهاية الفصل دراسة مقاييس الأداء الاقتصادي المختلفة.

وسيخصص الفصل الثالث لعرض عينة الدراسة من خلال تحديدها وعرض مختلف التطورات المالية والحقيقية خلال فترة الدراسة. وهنا يمكن الوقوف على الترابط بين مختلف معايير التطور المالي والنمو الاقتصادي. أما الفصل الرابع فسيربط بين الفصلين الثاني والثالث عبر استخدام الأدوات القياسية لتحديد الدلالة المعنوية للعلاقة بين مقاييس التطور المالي والأداء الاقتصادي، وينطلق هذا القياس من خلال الدراسة الفردية أي كل دولة على حدى ثم دمج جميع بلدان العينة في نموذج موحد يأخذ خصوصية كل دولة بعين الاعتبار.

الدراسات السابقة

شهدت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي عدة أعمال نظرية وتجريبية، وكان شبه إشباع حول الأثر الإيجابي بين التطور المالي سواء تطور الأسواق المالية أو تطور البنوك ومختلف متغيرات القطاع الحقيقي كمعدل النمو الاقتصادي أو معدل الاستثمار أو الإنتاجية الإجمالية لعناصر الإنتاج. وفيما يلي بعض هذه الدراسات:

- Joseph A Schumpeter, "*The theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle.*". New Brunswick, New Jersey, 1934. Translated from the 1911 original German, "*Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*".

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين المؤسسات المالية والنمو الاقتصادي والتفاعل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في إطار حركي، واعتبرت أن النظام المالي يشجع تراكم رأس المال والابتكار مما يسمح بتحقيق النمو الاقتصادي. ويتوقف النُّمو على عاملين أساسين، الأول هو المنظم، والثاني هو الائتمان المصرفي الذي يقدم للمنظم إمكانيات التجديد والابتكار.

وخلصت هذه الدراسة إلى أهمية الابتكارات وتأثيرها على مهام الوسطاء الماليين وتوجيههم لتمويل المشاريع الأكثر ربحية. ويقوم المنظم بإيجاد الفرص المربحة لتمويل استثمارات جديدة، فتولد موجة من الاستثمارات نتيجة التجديد والابتكار ويترتب عنها ارتفاع معدلات النمو بسبب زيادة الائتمان المصرفي. وأمام وفرة الإنتاج وانخفاض الأسعار، فإن المنشآت القديمة تصبح غير قادرة على منافسة المنشآت الجديدة، فتغلق أبوابها وتتعثر حركة التجديد والابتكار، وتسود حالة من الكساد، لا يلبث إلا فترة وجيزة لتعود الأمور إلى التحسن بابتكارات جديدة، واستحداث أساليب إنتاج أفضل، فاستثمار وتوسع للنشاط الاقتصادي.

- Raymond Goldsmith, "Financial structure and development.," New Haven, CT: Yale U. Press, (1969)

وتعتبر من بين أوائل الدراسات التي تطرقت للنمو الاقتصادي ومعايير التطور المالي، حيث قام بجمع بيانات 35 بلد في الفترة الممتدة بين 1860 و1963. وقد كان معيار التطور المالي مقتصرًا على أصول الوسطاء الماليين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي. واستخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى العادية Ordinary Last Square (OLS) والتحليل البياني.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي رغم عدم دلالتها المعنوية. فالفترات التي شهدت نموًا اقتصاديًا صاحبها أيضًا ارتفاع مستويات التطور المالي في أغلب الحالات.

- Nouriel Roubini & Xavier Sala-i-Martin, "Financial repression and economic growth," Journal of Development Economics, Elsevier, (July 1992)

وقد هدفت إلى بيان أثر التشوهات التي قد تصيب أسواق رأس المال وتحديدًا سياسات الكبح المالي Financial repression على معدلات النمو في المدى الطويل. وشملت تلك الدراسة على 53 بلد واعتمد الباحثان في قياسهما للكبح المالي على متغير صوري Dummy variable يرتبط بمعدل الفائدة الحقيقي.

وتوصل الباحثان إلى أن عمل القطاع المالي إذا واجه قيودًا مثل الكبح المالي فلن يكون هناك استفادة من الخدمات المالية المتاحة من قبل اقتصاد البلد، فتكون حصة من الادخار عرضة للتسرب في القطاع المالي خلال عملية التحويل إلى استثمارات. كما توصلا إلى أن الكبح المالي الذي انتهجته بلدان أمريكا اللاتينية أدى إلى تلك الانخفاضات في معدلات النمو الاقتصادي.

- Robert G king and Ross Levine, “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right.” The Quarterly Journal of Economics, (1993)

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أهمية حجم القطاع المالي وسيولته مع إبراز التكامل بين السوق المالي والقطاع المصرفي، والتكامل مع الأسواق المالية العالمية. واعتمد الباحثان على عينة من 80 دولة في الفترة الممتدة من 1960 إلى 1989، وعلى أربع متغيرات لقياس التطور المالي وهي: أولاً، سيولة الموجودات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لقياس العمق المالي؛ ثانيًا، الودائع البنكية إلى أصول البنك المركزي لقياس الأهمية النسبية للمؤسسات

المالية؛ أما المتغيرين الثالث والرابع فيقيسا توزيع الأصول المالية محليًا من خلال القروض الممنوحة للقطاع الخاص.

وتوصلت الدراسة إلى أن ثلث الاختلافات في معدلات النمو بين الدول يمكن التخلص منها عبر زيادة حجم القطاع المالي، كما أن المهام التي يقوم بها الوسطاء الماليين عبر تنويع المخاطر، تقييم المشاريع الاستثمارية، تعبئة المدخرات وتمويل الأنشطة المبتكرة ذات الإنتاجية العالية جميعها عوامل تؤدي إلى تعزيز النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

- Raymond Atje and Boyan Jovanovic, "Stock markets and development," *European Economic Review* (1993)

جاءت هذه الدراسة بغرض تحليل التأثير الذي تمارسه الأسواق المالية تحديدا، أسواق الأسهم، على الأداء الاقتصادي. واستعمل الباحثان طريقة المربعات الصغرى العادية. وشملت هذه الدراسة 94 بلدًا خلال الفترة الممتدة من 1960 إلى 1985. أما متغيرات القطاع المالي المستخدمة فهي: معدل القروض للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، ومعدل قيمة الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

وأبرزت النتائج المتحصل عليها أهمية سيولة البورصة بسبب الارتباط المعنوي بين قيمة التداول والنمو الاقتصادي وتبين أن أسواق الأسهم تؤثر على النمو من خلال عدد من القنوات: السيولة وتنويع المخاطر، الحصول على المعلومات حول الشركات، حوكمة الشركات وتعبئة المدخرات. غير أن الأثر لم يكن مماثلاً بالنسبة للقروض المصرفية.

- Marco Pagano, "Financial Market and Growth : An overview," European Economic Review, (1993)

اهتمت هذه الدراسة بأهمية تقاسم المخاطر التي تكون بشكل أساسي في أسواق الأسهم ذات الحجم الكبير. واستخدم الباحث بيانات 29 بلد في الفترة 1978–1990.

وباستخدام الأدوات القياسية المتمثلة في نماذج الانحدار المختلفة ركزت على أهمية المخاطر في النمو.

ووفق هذه الدراسة، فإن القطاع المالي يؤثر في النمو الاقتصادي عبر معدل الادخار، والإنتاجية الحدية للاستثمار. ورغم الاتجاه العام لإيجابية العلاقة بين النمو والتمويل إلا أنه هناك بعض الاستثناءات ترتبط أساسًا بمفهوم تقاسم المخاطر الذي من شأنه التقليل من معدلات الادخار.

- Jose De Gregorio and Pablo E. Guidotti, "Financial development and economic growth.," World Development, (1995)

حاولت هذه الدراسة تحليل تباين الدخل بين الدول ومدى تأثيره على طبيعة العلاقة بين النمو والتمويل. وقد تم استخدام بيانات 100 دولة خلال الفترة الممتدة بين 1960 و1985، مع إجراء تحليل منفصل لـ 12 بلد من بلدان أمريكا اللاتينية.

وتوصلت هذه الدراسة إلى أن التطور المالي يرتبط بتحسين الأداء والنمو الاقتصادي خاصة في البلدان ذات الدخل المرتفع. كما أن استخدام نماذج الانحدار أظهر أن عشرية السبعينيات في بلدان أمريكا اللاتينية تميزت بتغير طبيعة العلاقة بسبب التجاوزات التي مست القطاع المالي مما تسبب في تناقص معدلات النمو في تلك الدول، وهو ما قادهما إلى الدفاع الحذر عن عملية التحرير المالي وضرورة أن يكون الهيكل التنظيمي للتحرير المالي قادرًا على تجنب الأزمات المالية، وقد كانت النتيجة ضرورة تحسين فعالية ونوعية الاستثمارات وليس حجم هذه الأخيرة.

- Ross Levine and Sara Zervos, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," The American Economic Review,(Jun.,1998)

هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على أهمية السيولة في تحقيق النمو الاقتصادي، واستعملت بيانات من 49 بلد في الفترة الممتدة من 1960 إلى 1989. وقد استخدم الباحثان

طريقة المربعات الصغرى العادية. وكانت المعايير المستخدمة في قياس تطور البورصات متمثلة في حجمها، سيولتها، درجة تقلب الأسعار فيها ومدى اندماجها مع الأسواق المالية العالمية. ولقياس درجة تطور القطاع المصرفي استخدم معياري سيولة الموجودات والائتمان الممنوح للقطاع الخاص.

وجاءت النتائج لتؤكد الارتباط الإيجابي بين سيولة السوق ومعدلات النمو الحالية والمستقبلية، كما بينت الدراسة قدرة مقاييس السيولة المختلفة على توقع معدلات النمو المستقبلية. وخلصت أيضًا إلى متانة العلاقة بين درجة تطور البنوك والأسواق المالية الحالية والمعدلات المستقبلية للنمو، ولإجمالي إنتاجية عناصر الإنتاج ولمخزون رأس المال، وهو ما يعكس طابع التكامل الذي أشارت إليه الدراسة. وبالنسبة لحجم سوق الأوراق المالية وتقلبات الأسعار فيها، فقد أوضحت الدراسة إلا أنها لا ترتبط بقوة مع النمو، وأن أيًا من المقاييس المالية ليس له ارتباط بمعدلات الادخار الخاص.

- Luca Deidda and Bassam Fattouh, "Non linearity between Finance and growth.," Centre for North South Economic Research, (2002)

ركزت هذه الدراسة بدورها على الفروقات في الدخل بين الدول، وتضمنت الدراسة بيانات 119 دولة في الفترة الممتدة من 1960 إلى 1989. وأُدرج الدخل الفردي الأولي في النموذج المستخدم كمتغير مستقل بالإضافة إلى المتغيرات المالية.

وبعد تقسيم بلدان الدراسة إلى فئتين، توصل الباحثان إلى الارتباط الواضح بين النمو الاقتصادي والتطور المالي في البلدان ذات الدخل المرتفع، بينما قللت تكاليف المعاملات المرتفعة والأعباء المرتبطة بالخدمات المالية في الدول النامية من تسارع وتيرة النمو الاقتصادي.

- Mohammed Trabelsi, "Finance and Growth : Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990.," Cahier de recherche Département de sciences économiques, Université de Montréal, (2002)

حاولت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي باستخدام النماذج المقطعية ونماذج البانل لـ 69 بلد نامي، خلال الفترة الممتدة من 1960 إلى 1990. وقام الباحث بالتركيز على العنصر البشري كعامل أساسي في تحقيق النمو الاقتصادي.

وخلص هذا البحث إلى أن التطور المالي محدد مهم للنمو الاقتصادي عند استخدام النماذج المقطعية، وينخفض تأثير الأسواق المالية على النشاط الحقيقي عند إدراج البعد الزمني في النماذج (البانل). وبرر الكاتب النتائج المتحصل عليها بعدم كفاءة رجال الأعمال في الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة في الاقتصاد وتحويل تلك الموارد إلى مشاريع مربحة. واعتبر أن تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي يكون أساسًا عبر زيادة إنتاجية الاستثمارات.

- Khaled Al-Zubi, Samer Al-Rdjoub and E. Abu-Mhareb, "Financial Development and Economic Growth : A New Empirical Evidence From The MENA Countries 1989-2001.," Applied Econometrics and International Development, (2006)

حاولت هذه الدراسة إبراز أهمية ما حققته بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في مجال إصلاحات القطاع المالي وأثر ذلك على النمو. وقد شملت هذه الدراسة 11 دولة في الفترة الممتدة بين 1989 و2001.

وتوصلت إلى أنه رغم ما تم من التدابير المالية إلا أن جميع معايير التطور المالي المستخدمة لم يكن لها تأثير ذو مغزى على النمو، وبعد تعديل النموذج توصلت الدراسة إلى أن معيار الائتمان الحكومي إلى الائتمان المحلي هو المعيار الوحيد الذي له تأثير على النمو بسبب هيمنة القطاع العام على مختلف الأنشطة الاقتصادية والمالية في البلدان محل الدراسة.

- Samy Ben Naceur and Samir Ghazouani, "Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region," Research in International Business and Finance, (2007)

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل الجانب المؤسساتي للنظام المالي، عبر التركيز على أهمية البيئة المؤسساتية وتحسين أداء القطاع المصرفي في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وقد شملت الدراسة بيانات 11 دولة عبر فترات زمنية مختلفة.

وخلصت إلى أهمية تحسين عملية تخصيص الموارد المالية وإلى خصخصة البنوك العمومية مما يعزز المنافسة في القطاع المصرفي، علاوة على تحسين البنية التحتية التنظيمية والمؤسسية مع اتخاذ التدابير اللازمة للحد من التقلب الشديد لأسعار الأسهم حتى تتمكن تلك الأسواق من تحفيز النمو الاقتصادي.

- Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani and Mohammed Omran, "Does Stock Market Liberalization Spur Economic and Financial Development in the Mena Region?.," Journal of Comparative Economics, (2008)

ركزت هذه الدراسة على أثر تحرير أسواق الأسهم. واستخدم لهذا الغرض البيانات السنوية لـ 11 بلدا من بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة 1979–2005.

وجاءت النتائج لتشير إلى عدم وجود أي تأثير لتحرير سوق الأسهم على النمو الاقتصادي والاستثمار. أما تأثير تطور سوق الأسهم في حد ذاته فهو سلبي في المدى القصير وإيجابي في المدى الطويل. وخلصت الدراسة إلى أن التحرير المالي يجب أن يُسبق بإصلاحات على المستوى المحلي وبتوفير الظروف المناسبة لهذا التحرير، عبر تنظيم الإنتاج المحلي بالشكل الذي يجعله أكثر اتساقًا مع كفاءة تخصيص الموارد، ومن ثم توجيه التدفقات الرأسمالية المحتملة على أساس الميزة النسبية. أي أن تهيئة الاقتصاد المحلي للمنافسة الخارجية يجب أن يسبح تحرير حساب رأس المال.

- Mohamed Goaid and Seifllah Sassi, "Financial Development and Economic Growth in the MENA Region: What about Islamic Banking Development.," (2010)

ركز الباحثان على أهمية البنوك الإسلامية من خلال إبراز أهمية الأدوات التي توفرها هذه البنوك، واستخدم لهذا الغرض بيانات 16 بلد من بلدان المنطقة. كما استعملا نظام العزوم المعممة في الدراسة القياسية.

وقد خلصت النتائج إلا أن العلاقة لم تكن ذات مغزى أي أن البنوك لم تدعم النمو الاقتصادي بشكل صريح، رغم أن تلك البنوك الإسلامية بدأت تعطي بعض الدلائل للتأثير الإيجابي لتلك العلاقة. كما أشارت تلك الدراسة إلى عدم التجانس بين بلدان المنطقة في حد ذاتها، حيث كانت العلاقة السببية للبلدان المصدرة للنفط سلبية، بينما كانت موجبة في الدول الأخرى رغم عدم معنويتها.

- Manizheh Falahaty and Law Siong Hook, "the Effect of Financial Development on Economic Growth in the MENA Region.," Journal of Economic Cooperation and Development, (2013)

جاءت هذه الدراسة محاولة إبراز تأثير التطور المالي على النمو، وشملت هذه الدراسة تسع بلدان من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة 1991–2009. واستخدم الباحثان طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية المعدلة بالكامل، وطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية الحركية.

وتوصل الباحثان إلى أن التطور المالي كان محددًا مهمًا غير أن التأثير كان أكبر في البورصات مقارنة بالبنوك. وجاء تبرير النتائج المتوصل إليها بعدم التخصيص الأمثل للموارد، فضلا عن التدخل الحكومي الكبير في تلك الدول لتوجيه الأموال. كما أن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لديها نمط مختلف تماما من القواعد السياسية التي تحكمها،

بالإضافة إلى ما شهدته تلك المنطقة من موجات متتالية من الاحتجاجات التي امتدت آثارها إلى الجوانب الاقتصادية أيضًا.

من خلال نتائج الأبحاث السابقة يتضح وجود بعض الاختلافات في دراسة العلاقة بين التمويل والنمو، إذ تبين الشواهد التجريبية لعدة دول إلى ضعف تلك العلاقة، لا سيما الدراسات التي شملت بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. كما أشارت تلك الدراسات إلى التباين في العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي باختلاف مقاييس التطور المالي، وأجمعت أغلب تلك الدراسات التجريبية إلى الدور الحاسم للإطار التنظيمي والمؤسسي في القطاع المالي حتى يضمن التحكم في المخاطر المرتبطة بالعمليات التمويلية لبلوغ النمو الاقتصادي المنشود.

وانطلاقًا من الدراسات السابقة، جاءت هذه الدراسة لتركز على متغيرات الأسواق المالية من خلال بناء مؤشر شامل لها وربطه بمحددات النمو الاقتصادي المختلفة، وإجراء مقارنة بين نتيجة تلك العلاقة ونتائج العلاقة بين متغيرات تطور البورصات والنمو الاقتصادي، وتطور متغيرات القطاع المصرفي والنمو كلاً على حدته لتحديد مدى التكامل بينهما.

الفصل 1 : تطور الأسواق المالية، البنوك والنمو الاقتصادي- التأصيل النظري-

الفصل الأول:
تطور الأسواق المالية، البنوك والنمو الاقتصادي- التأصيل النظري-

يعتبر التمويل من القضايا المهمة التي تشغل بال الاقتصاديين والسياسيين على حد سواء. ويعتمد توفير التمويل، حسب الأدبيات الاقتصاديات، على توجهين أساسين. يتمثل الأول في الدور الذي تلعبه البنوك كوسيط مالي وبالتالي يكون التمويل بشكل غير مباشر. أما التوجه الثاني فيعتمد على الأسواق المالية حيث تكون العلاقة مباشرة بين المتعاملين. وفي كلا التوجهين يكون الهدف تحقيق التوافق بين الوحدات ذات العجز ممثلة في طالبي الأموال من مستثمرين ومؤسسات اقتصادية، والوحدات ذات الفائض أي عارضي تلك الأموال. ويعتبر النظام المالي عبر مختلف مؤسساته المحدد الرئيسي في تحويل الأموال بين مختلف المتعاملين بالشكل الذي يضمن توفير أفضل تخصيص للموارد وعلى النحو الذي يوفر أفضل ضمانة للمُقرض والمقُتَرض على حد سواء.

سيتم من خلال هذا الفصل التطرق إلى مختلف الأنظمة المالية التي تتنوع بين نظم تعتمد على القطاع المصرفي وأخرى تعتمد على الأسواق المالية فضلاً عن دور الدولة في المبحث الأول؛ وتحديد أبرز وظائف النظام المالي التي يُعتبر حشد المدخرات وإعادة تخصيصها من أبرزها، في المبحث الثاني؛ وأخيرًا سيتم دراسة مفهوم التطور المالي وأهم محدداته وتحليل العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المبحث الثالث.

المبحث الأول: الأنظمة المالية بين الاعتماد على البنوك والاعتماد على الأسواق المالية

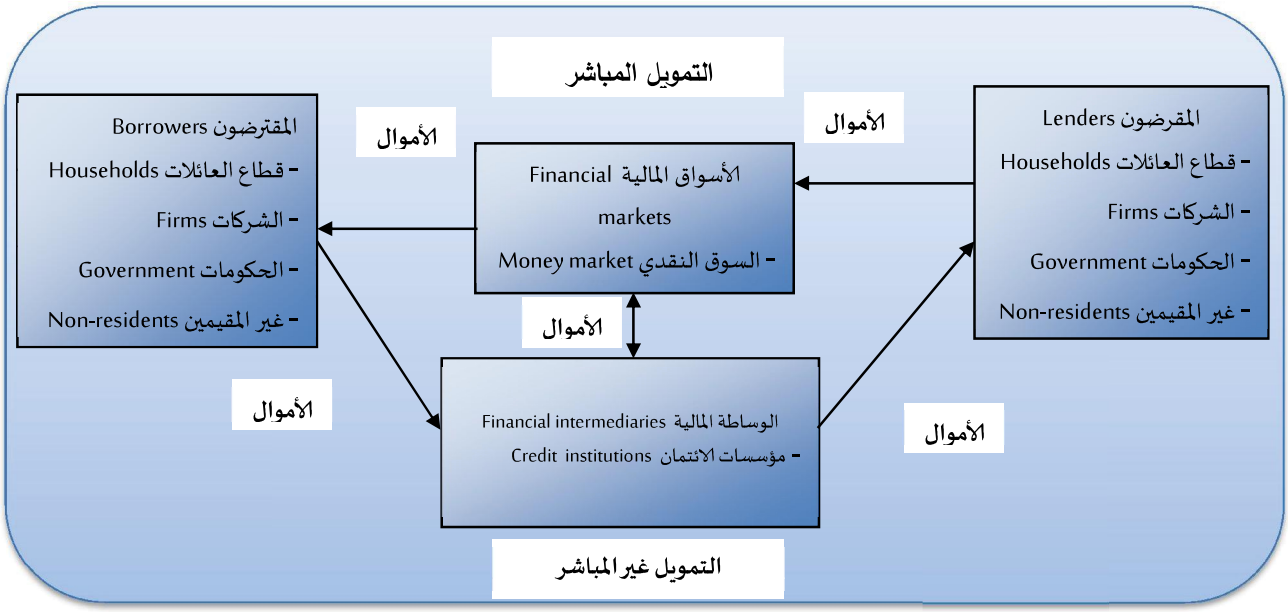
تختلف دول العالم في تمويل اقتصاداتها بحسب النظام السائد فيها، فتعتمد بلدان على الجهاز المصرفي وتلجأ اقتصاداتها إلى المصارف المكونة لهذا الجهاز فتكون أساس النظام المالي فيها، وتركز البلدان المتقدمة ذات التوجه الرأسمالي على السوق المالي الذي يهيمن على تمويل مختلف المشاريع، كما تتخذ بلدانًا أخرى التكامل بين الأسلوبين في التمويل. سيتم من خلال هذا المبحث إعطاء مدخل للنظام المالي، يليها بعد ذلك التفصيل والتمييز بين النظام المالي المعتمد على البنوك والنظام المالي المعتمد على الأسواق المالية ليتم في نهاية المبحث حصر أهم مزايا وعيوب كلا النظامين.

أولاً، مدخل للنظام المالي

تلعب مؤسسات الوساطة المالية والأسواق المالية دورًا مهمًا في توجيه التمويل من المدخرين إلى المستثمرين، فيؤدي النظام المالي وظائفه الأساسية بفضل ما يوفره من خدمات وأدوات مالية تدعم اقتصاد البلد. والنظام المالي هو عبارة عن مجموعة من الإجراءات والتدابير والاتفاقيات والمؤسسات التي تحدد سبل جمع المدخرات من القطاعات التي لها فائض تمويلي وإعادة استثمارها عبر توفير الأدوات المالية لتغطية المتطلبات التمويلية أو إنشاء النقود عن طريق البنوك لتسهيل التداول.[1] ويقوم النظام المالي بتوجيه الأموال عبر طريقين: إما عن طريق التمويل المباشر أو القائم على السوق، إذ يقوم المقترضون بالحصول على التمويل من خلال الأسواق المالية وبالتعامل بمختلف الأدوات المالية مثل السندات والأسهم، أو عن طريق التمويل غير المباشر من خلال الوسطاء الماليين كمؤسسات الائتمان المختلفة. والشكل 1–1 يوضح مسار العملية التمويلية في وجود النظام المالي:

[1] Frederic S. Mishkin, ***The economics of money, banking, and financial markets***, 7th ed, (New York: The Addison-Wesley Series in Economics, 2004), p. 169

الشكل 1—1
طرق التمويل في النظام المالي



Source : European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html

وتضم الأسواق المالية Financial Market كلاً من سوق النقد Money Market وسوق رأس المال Capital Market، فيوفر كلٌ منهما الاحتياجات التمويلية لأصحاب العجز وفق صيغ مختلفة. وفيما يلي عرض موجز لهذين السوقين:

1. السوق النقدي

يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، وتتسم هذه السوق بقصر آجال تعاملاتها (أي لمدة تقل عن سنة). وهنا يقوم أصحاب الفوائض المالية بإيداع أموالهم لدى البنوك مقابل تلقي عائد في صورة فائدة دورية، بينما يتولى البنك إقراض تلك الإيداعات لأصحاب العجز المالي من شركات ومشروعات التي لها رغبة في التمويل قصير الأجل في السوق النقدي.

ويقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر كون الأموال المودعة لدى البنوك هي إيداعات تحت الطلب مما يسمح بإمكانية

استرداد تلك الأموال من البنوك متى رغب المستثمر في ذلك.[1] كما أن الأوراق المالية في سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يُفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية.

2. سوق رأس المال

أما سوق رأس المال فهي سوق متخصصة في توفير التمويل طويل الأجل. وعلى عكس المستثمر في سوق النقد، فإنه في سوق رأس المال يكون على استعداد للاستثمار في آجال طويلة مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة.[2] وتنقسم سوق رأس المال إلى سوق أولي وسوق ثانوي، فالسوق الأولي (سوق الإصدار) Primary Market تعتبر أساس هذا النوع من التمويل حيث تلجأ الشركات والحكومات إلى طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في هذا السوق للحصول على التمويل طويل الأجل مقابل الالتزام بسداد عائد لملاك تلك الإصدارات، ويختلف العائد بحسب طبيعة الإصدار.[3]

ففي حالة الأسهم تلتزم الشركات بسداد توزيعات على الأرباح إذا ما تم إقرار الشركة لتلك التوزيعات. أما في حالة السندات فتلتزم جهة الإصدار بسداد عائد دوري عادة ما يكون ثابتًا في صورة فوائد فضلاً عن سداد أصل السند عند حلول تاريخ استحقاقه. وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها.[4] وتتسم السوق الأولي بكونها أقل نشاطًا من السوق الثانوي كون عملية

---

[1] Faerber Esmé, ***All about bonds and bond mutual funds: The Easy Way to Get Started***, (New York: McGraw-Hill, 2000), p. 16

[2] Mishkin, Op. Cit., p. 26

[3] Ibid.

[4] Eugene F. Fama, "Efficient Capital Markets II," ***The Journal of Finance***, Vol. 46, No. 5 (Dec., 1991), p. 1600

إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة طيلة مدة حياة الشركة، وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة.

أما إصدار السندات فيرتبط بالمشاريع التي تُقدم عليها جهة الإصدار والتي لا تكون بشكل دائم. ويضطلع بمهمة إيصال الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى السوق الثانوي بنوك الاستثمار Investment Banks التي تأخذ على عاتقها مهمة إصدار وبيع تلك الإصدارات إلى المدخرين، فضلاً عن إعطاء البدائل المتاحة لجهة الإصدار حول طرق التمويل الأنجع من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو إصدار السندات أو الاكتفاء بالاقتراض من البنوك.

أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي Secondary Market أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة. ويتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي، والمقصود بالسيولة في هذا السوق هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشتري إلى بائع أو العكس بحسب السعر السوقي المُجزي لهذا المستثمر حيث يكفي هذا الأخير تمرير أمر يحدد فيه طبيعة العملية (البيع أو الشراء) إلى السمسار.[1] ومن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولي. ومن غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوي،[2] مثل إلزام الشركات بالالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح.[3]

---

[1] Ross Levine and Sara Zervos, "Stock Market Development and Long Run Growth," ***World Bank Working Paper***, 1582, (1996), p. 7, accessed February 25, 2009, http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-1582

[2] Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, "Stock Market Development and Financial Intermediary Growth," ***World Bank Working Paper***, 1159, (1993), p. 8

[3] تعتبر قواعد الشفافية والإفصاح Transparency and Disclosure Rules من الإجراءات الواجب توفيرها لدى الشركات، فتشير الشفافية إلى مدى إمكانية حصول المستثمرين على المعلومات المالية الضرورية حول الشركة وهي أحد الشروط الأساسية لكفاءة السوق المالي، ومن بين تلك المعلومات مستويات الأسعار وعمق السوق والتقارير المالية. أما الإفصاح فهو عملية الإفراج عن جميع المعلومات ذات الصلة بالشركة التي قد تؤثر على قرار الاستثمار، فيكون عليها تتبع جميع شروط ولوائح الإفصاح التي تفرضها الهيئة المديرة للبورصة. لتفاصيل أكثر، انظر:

- Michael Gibbins and all, "The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes.," ***Journal of Accounting Research,*** Vol. 28, No. 1 (1990), pp. 121-143. http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/2491219

كما أن الأسواق الثانوية تُقدم مؤشرًا فعالاً حول سعر الإصدارات الجديدة المحتملة في السوق الأولي، فضلاً عن إعطاء قيم مقاربة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصخصتها من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتمي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصخصتها.

وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة. فبالنسبة للأولى وهي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. ومن بين تلك الشروط حد أدنى من رأس مال الشركة؛ أن تكون النتائج المالية التي تسبق طلب قبول الإدراج إيجابية؛ الالتزام بالشفافية في الإفصاح من خلال نشر تقارير دورية دقيقة حول نشاط الشركة حتى تعطي صورة واضحة للمستثمر حول فرص امتلاك أوراق تلك الشركات.[1] وتجعل هذه الشروط من البورصة مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد ككل بما أن الشركات المدرجة في البورصة يُفترض أن تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد المعني.[2]

أما الشركات الأقل حجمًا والتي لا تستوفي الشروط السابقة فيتم تداول إصداراتها في الأسواق الثانوية غير المنظمة Over-the-counter (OTC) وهو القسم الثاني من هذه الأسواق التي تكون أقل تشددا من حيث شروط الإدراج، كما أن تكاليف التعاملات فيها

- Nasser Saidi, "Corporate Governance in MENA Countries : Improving Transparency an Disclosure." In The Second Middle East and North Africa Regional Corporate Governance Forum, The Lebanese Transparency Association , Beirut, (June 3-5, 2004)

http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/b508b10048a7e753ab1fef6060ad5911/Transparency_and_Disclosure.pdf?MOD=AJPERES

[1] على سبيل المثال تفرض بورصة نيويورك (NYSE) على الشركات الراغبة في إدراج أوراقها الشروط التالية: أن يفوق عدد إصدارات الشركة مليون سهم بقيمة لا تقل عن 100 مليون دولار، وأن تكون محققة لأرباح تفوق 10 مليون دولار على مدار السنوات الثلاث التي تسبق طلب الإدراج. أما بورصة ناسداك (Nasdaq) فتشترط إصدار 1.25 مليون سهم على الأقل بقيمة لا تقل عن 70 مليون دولار وبأرباح تتجاوز 11 مليون دولار لآخر ثلاث سنوات. انظر:

Charles Geisst, **Wall Street : A History from its beginnings to the fall of enron,** (Oxford: Oxford Univercity Press, 2004), pp. 376-378

[2] Hans Christiansen, Alissa Koldertsova, "The Role of Stock Exchnges in Corporate Governance," Financial Market Trends, ***OECD Working Paper***, Vol 2009/1, (2009), p. 2

تكون منخفضة مقارنة بالأولى بسبب اعتماد هذا النوع من الأسواق على وسائل الاتصال المتطورة مما يخفض من تكاليف السمسرة.

ثانيًا، الهيكل المالي

عادة ما يتم تصنيف الأنظمة المالية بين نظام مالي يعتمد بشكل أساسي على الأسواق المالية ونظام مالي يعتمد على البنوك. وقد أدى هذا التمييز بين النظامين إلى ظهور العديد من مساهمات الاقتصاديين لتحديد مزايا وعيوب كل منهما.[1] وفي حالة ضعف النظام المالي، فإن المجال يصبح مفتوحا للأعوان الاقتصاديين للاعتماد على التمويل الذاتي لعدم ثقتهم في ذلك النظام رغم ما يعتري ذلك من صعوبات. كما يمكن للبنوك العمومية أن تكون المهيمن على النظام المالي فتتكفل الدولة بشكل شبه كلي بتخصيص الموارد وتمويل مختلف الاستثمارات، وهي الحالة التي كانت سائدة في العديد من الدول النامية قبل انتهاج سياسة التحرير المالي Financial Liberation.

1. النظام المالي المعتمد على الأسواق المالية

يعرف أيضًا بأنه النظام المعتمد على التمويل المباشر، إذ يتم تغطية أغلب الاحتياجات التمويلية عن طريق إصدار الشركات للأوراق المالية كالأسهم، السندات، وغيرها من الأوراق المالية الأخرى التي تكتتب من طرف المستثمرين. ومن أبرز البلدان التي تعتمد على هذا الهيكل الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا.[2] ويتسم النظام المالي الذي أساسه الأسواق المالية بالاندماج الكبير الموجود بين مختلف أقسامه كونها توفر مجموعة من الأصول لها مستوى عالٍ من الإحلال فيما بينها بالنظر إلى السيولة الشديدة في السوق وهو

[1] Franklin Allen and Douglas Gale, "*Comparative Financial Systems: A Survey*," ***Center for Financial Institutions Working Papers,*** (2001), p. 5

[2] Thorsten Beck et al, "Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence," in **Financial structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development** ed by Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, (London: MET Press, 2001), p. 189

ما يسمح بالانتقال السلس من الأدوات ذات المدى القصير إلى الأدوات ذات المدى الطويل من دون مصاعب تذكر.[1]

وتميل معدلات الفائدة لأن تكون حقيقية فمستوى الاندماج بين مختلف أقسام السوق يستلزم معدل فائدة إجمالي وممثل لتقابل الاحتياجات والقدرة التمويلية لمجمل الاقتصاد. كما أن اقتصاديات أسواق رؤوس الأموال تساعد الدولة في مواجهة ما تعانيه من عجز في موازنتها عبر ما تصدره الخزينة العمومية من أوراق تطرح على عامة المدخرين وبالتالي فإن سيولة السوق المالي تضمن التغلب على هذا العجز.[2] ويكون للبنوك دورًا مهمًا في هذا النوع من الأنظمة المالية ليس كممول أساسي للاقتصاد ولكن كشريك لمختلف المتعاملين إذ يحتوي هيكل الميزانية فيها جانبًا مهمًا من الأوراق المالية في جهة الأصول فضلاً عن ما هو موجود من ودائع في جانب الخصوم.

ويعمل النظام المعتمد على السوق المالي على إخضاع المؤسسات لما يشبه سبر للآراء لتقييم عمومي لأهم المستثمرين المحتملين، وذلك عبر الحصول على رأي جماعي حول المكاسب المستقبلية التي لا تخلو من عدم اليقين من خلال السلوك الجماعي الذي يؤثر في القيمة الحالية للمكاسب.[3] ولا يعتمد هذا السلوك على حقائق موضوعية موجودة سلفًا في أغلب الأحيان بل هي مسار داخلي للتنسيق من خلال آراء فردية مختلفة تؤدي إلى الوصول لتقييم شامل مبني على منطق التجانس.[4] ويكون السعر السوقي وتقلباته نتاج السلوك الاستراتيجي والمضاربي للمتعاملين في السوق. غير أن هذا التنسيق قد لا يعمل دومًا فهناك أوضاع اقتصادية تتعارض فيها المصالح الاستراتيجية لحركية الأسعار التي

[1] Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, "Stock market development and financial intermediaries : stylized facts," ***World Bank Group***, 10(2), (May 1996), p. 12

[2] Brou Emmanuel Aka, "Le Rôle des Marchés de Capitaux dans la Croissance et le développement Economiques ," Thèse Doctorat en Sciences Economiques, Université d'Auvergne 2005 p.77

[3] Ibid. p.78

[4] André Orléan, ***Le pouvoir de la finance***, (Paris : Edition Odile Jacob, 1999), p.84

تتأثر لأي اعتبارات في القيمة الأساسية، فالسوق يتجاوب مع المعلومات التي يستخلصها هو بنفسه من ممارسات المساهمين فيه.[1]

ويسمح السوق المالي بمعالجة المخاطر، فالإدارة الفردية للمخاطر يترتب عليها أعباء هامة على الاقتصاد ككل. إن بعض الاستثمارات لن تكون مربحة إلا إذا كان بالإمكان نقل الخطر المرتبط بها إلى أعوان اقتصاديين آخرين. وتعتبر المشتقات المالية التي يوفرها السوق المالي أحد أبرز الأدوات لمواجهة تلك المخاطر لأن تقييمها يتم على أساس مخاطر معلومة، كما أن مبدأ المشتقات يقوم على تفكيك المخاطر إلى عناصر صغيرة يمكن تقاسمها.[2] لذلك يوفر السوق المالي إمكانية الوصول إلى محل الأصول الأساسية للمشتقة المالية وبناءً عليها يمكن تكوين العقود المختلفة التي تعكسها كالعقود المستقبلية forward contracts وعقود الاختيارات Options contracts.[3]

2. النظام المالي المعتمد على البنوك

وفق هذا النظام يكون التمويل غير مباشر وضمن ما يعرف باقتصاد المديونية، فتمويل المؤسسات عن طريق إصدار الأوراق المالية يكون ضئيلاً، ويكون تحقيق التوافق بين الاحتياجات والقدرة التمويلية لمختلف القطاعات الاقتصادية مضمونًا بشكل أساسي عن طريق عمليات الوساطة المالية وبالتالي من خلال القروض المصرفية. فالمؤسسات تكون مدينة من طرف البنوك وهذه الأخيرة بدورها تلجأ إلى البنك المركزي الذي يمثل آخر

---

[1] Eugene F Fama,. ***Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices***. (New York: Basic Books, Inc., Publishers, 1976), pp. 63-65

[2] Steven A, Sharpe, "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," ***Journal of Finance*** 45, (1990), pp. 1071-1073

[3] تمثل المشتقات المالية Financial Derivatives أدوات مالية تشتق من أصول أخرى هدفها التغطية ضد التقلبات المحتملة في أسعار تلك الأصول التي قد تكون حقيقية (مادية) مثل المعادن، النفط، المواد الغذائية، أو أصول مالية كالأسهم والسندات، أو أصول افتراضية مثل مؤشرات البورصة. لتفاصيل أكثر، انظر:

Jeff Madura, **Financial Markets and Institutions**,11th Edition, (Stamford: Cengage Learning, 2013), pp. 343-350

مُقرض.[1] ويتسم النظام المعتمد على المصارف، أي ذلك النظام الذي يكون دور الأسواق المالية فيه ضعيفًا، بقلة الأدوات المالية التي يعرضها فهي غير كافية لمساعدة المتدخلين فيه على التنويع، مع قلة سيولة السوق ما يعيق الانتقال السهل لوضعية المستثمرين بين المركز القصير والطويل الأجل.

ويكون نشاط الخزينة العمومية في هذا النظام على نطاق ضيق، ويغلب على ميزانية البنوك القروض للمؤسسات، في حين تكون حصصها ضئيلة من الأوراق المالية في جانب الأصول. وتضاف من جانب الخصوم الودائع لإعادة التمويل الهيكلي لدى البنك المركزي.[2] ويؤدي عدم التطور الكافي للسوق الرأسمالي وفي السوق النقدي تحديدًا إلى عدم إمكانية إدارة الخصوم Liability management بالشكل المطلوب، أي إدارة الخزينة عبر إصدار أوراق قابلة للتداول قصيرة الأجل كشهادات الإيداع.

وعلى خلاف النظام المالي المبني على الأسواق المالية، فإن معدل الفائدة في النظام المعتمد على البنوك لن يكون في الغالب معدل السوق فهو يرتبط بمعدل الإقراض الذي تمارسه البنوك، وهو معدل يعتمد على سلوك تعظيم ربح الاستغلال، أي الفرق بين الفائدة المتحصل عليها والفائدة المدفوعة مع الأخذ في الحسبان تكاليف الاستغلال، فمعدل الفائدة بالتالي يرتبط بمعدل إعادة التمويل، تكاليف الموارد والكلفة الوحدوية للاستغلال. وفي الأخير، يضمن البنك المركزي في هذا النوع من الأنظمة التمويلية احتياجات إعادة التمويل للبنوك وبالتالي للاقتصاد ككل.[3]

ويكون للبنوك في هذا النظام دورا رائدا في تعبئة الادخار، وتخصيص رأس المال، والإشراف على قرارات استثمار مديري الشركات، علاوة عن توفير سبل إدارة المخاطر.

---

[1] Ross Levine, "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?," ***William Davidson Working Paper*** , (February 2002). p.17. accessed 15/03/2007, http://www.nber.org/papers/w9138.pdf

[2] Aka, Op. Cit., p.79

[3] Levine, "Bank-Based," op. cit., p. 17

وتحصل البنوك على خصوصية المعلومات، فالقرض المصرفي ينشأ من خلال مجموعة من العلاقات الثنائية بين البنوك وأصحاب المشاريع الذين يتعاملون معها، وهو ما يؤدي إلى وجود ثقة متبادلة بين الطرفين بعد الفحص الدقيق لطلب القرض الذي يقدمه صاحب المشروع والذي يُعرض على المصالح المختصة لكل بنك لمعالجته، ليقوم البنك بعد ذلك بتمييز المشاريع بحسب خصائص المشروع وصاحبه الذي اقترحه.

وتكون المخاطر التي تظهر في الائتمان المصرفي معقدة ومكونة من عناصر ترتبط بشخصية المدين، طبيعة نشاطه والمجال الذي ينشط فيه وبتطور مجمل النشاط الاقتصادي ومعدل الفائدة، وبالتالي فهي مخاطر متباينة وليست معيارية. وعند تقييد ديونها في الميزانية يتطلب من البنوك الأخذ بعين الاعتبار كل هذه المخاطر، ويترتب على ذلك ارتباط كبير بين تمويل الأصول الخصوصية، تطور المشاريع الخاصة للبنك وخاصية عدم قابلة المخاطر للتجزئة.[1]

وعلى خلاف منطق التجانس أين إدارة المخاطر تتمثل في تجزئتها، فإن منطق الخصوصية لدى البنوك يرتبط بالمخاطر التي لا يمكن للبنوك تجزئتها وإعادة تجميعها إلى أصناف متجانسة وتحويلها إلى الآخرين في شكل مشتقات مالية. ويصبح لزامًا على البنوك إدارة المخاطر المعقدة التي تتحمل مسؤوليتها عبر مراقبة إدارة ونتائج المؤسسة كالتحقق من أن التمويل تم استثماره بالشكل الجيد في المشاريع المعنية وهي رقابة مكلفة من حيث الزمن، الأجور والتنقل، وتخفض بالتالي التدفق الصافي الناجم عن التوزيعات المتحصل عليها من المشروع.[2]

ولتجاوز هذه العقبة تكون البنوك ملزمة بتشجيع المقاول (صاحب المشروع) من خلال إبرام عقد تمويلي يحدد مسبقا العائد المدفوع مهما كانت نتيجة المشروع، ولتشجيع

[1] René Stulz, "Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective," in **Financial structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development** ed by Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, (London: MET Press, 2001), p-p 154-155

[2] Levine, "Bank-Based," op. cit., p.3

صاحب المشروع المقترض للدفع عندما يسمح المشروع بذلك يكون ملزمًا على سبيل المثال بدفع غرامات عن التأخير في السداد تطبق في حالات التضليل أو غش أو الهروب من الالتزام.[1] وهو ما يقلل من حاجة البنك للرقابة ويسمح بتخفيض محاولات الغش وبالتالي تخفيض تكاليف المعلومات حول المشروع.

وقد تُسهم العلاقة الطويلة الأجل التي تنشأ بين البنك وعملائه في ظهور مصالح مشتركة للطرفين تساهم في استمرارية العقد، بل قد تمتد إلى اقتراح عقد نتيجة وفاء عملاء البنك يستفيد بموجبه صاحب المشروع من ظروف تفضيلية قد تصل إلى التزامات تمويلية على بياض. فالبنك يخفض بالتالي من كلفة الرقابة والمقترض يجعل من تكاليفه التمويلية في مستواها الأمثل. هذا النوع من العلاقات المرتكز على الوعود المتبادلة يفترض وجود سمعة طيبة للطرفين حتى تنشأ هذه الثقة.[2]

ويمكن الإشارة إلى أن الهيكل المعتمد على البنوك في التمويل قد تهيمن عليه البنوك العمومية وبالتالي يمكن اعتباره بأنه نظام مالي مرتكز على الدولة. فيتم في هذا الإطار إنشاء مؤسسات مالية عمومية تسيطر على عملية تخصيص القروض لمختلف القطاعات الاقتصادية، وقد ساد هذا النوع من الأنظمة في أعقاب الحرب العالمية الثانية عندما تحملت الحكومات عبء إعادة بناء ما دمرته الحرب العالمية الثانية، كما انتشرت مع استقلال العديد من الدول النامية في النصف الثاني من القرن العشرين.[3]

غير أن هذا الأسلوب التمويلي واجهته عدة انتقادات قادها دعاة التحرير المالي من أهمها التوجه نحو التقليد عوضًا عن الابتكار التكنولوجي الذي يشكل عاملاً حاسمًا في

---

[1] Robert G. King & Ross Levine , "Finance, entrepreneurship, and growth : Theory and evidence.," ***Journal of Monetary Economics*** (32), (1993), p. 515

[2] Aka, op. cit., p.81

[3] Alexander Gerschenkron, ***Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays***, (New York: Frederick A. Praeger, Publishers, 1962), p. 11

مختلف نماذج النمو. كما أن البنوك العمومية عادة ما ترتبط بالسياسيين وبالتالي توجيهها لخدمة المصالح الضيقة على حساب المصلحة العامة للبلد.[1]

3. مزايا وعيوب الهيكل المعتمد على البنوك والهيكل المعتمد على الأسواق

إن الحجج المقدمة لمصلحة نظام مالي مقابل الآخر تعتمد على تلميع صورة نظام ما وانتقاد غيره. فالمدافع عن أهمية النظام المالي الذي يعتمد على الأسواق المالية ينطلق من المشاكل التي تواجه قدرات البنوك التمويلية. ويتضمن النظام المصرفي وسطاء لهم تأثير كبير على المؤسسات وقد يكون لهذا التأثير انعكاس سلبي.[2] فعلى سبيل المثال، عند حصول البنوك على معلومات خصوصية، أي تلك المعلومات التي يكون نشرها عبر السوق المالي مكلفًا حول المؤسسة، فإنه يمكنها استخلاص مكاسب جمة من خصوصية تلك المعلومات.

وفي حالة الاستثمارات الجديدة أو إعادة التفاوض حول الديون، فإن البنوك يمكنها استخلاص حصة من المكاسب المتوقعة للاستثمارات المربحة المحتملة وهو ما يقلل من حوافز المؤسسات على المبادرة في المشاريع الابتكارية المربحة. والبنك بصفته مصدرًا للدين، يتجه إلى الحذر أكثر عبر نفوره من المخاطر. ومن المحتمل عدم تشجيع المؤسسات للاستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية والعائدات المرتفعة وهو ما من شأنه إعاقة الابتكار والنمو الاقتصادي.

وإذا كانت البنوك ذات كفاءة من حيث جمع ومعالجة المعلومات، فإن ذلك لن يكون متاحًا في بيئة غير معيارية نتيجة الوضعيات الجديدة التي قد تحدث كانتشار منتجات

[1] Mahjouba Zaiter Lahimer, « L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement », (***Thèse de doctorat***, Université de Paris, 2011), pp. 34-38

[2] Raghuram G Rajan, "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt", ***The Journal of Finance***,(47), 4, (September 1992), p. 1390. accessed, 11/01/2012, http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2328944.pdf

وإجراءات مبتكرة.[1] ووفق النظرة المنتقدة للنظام المالي الذي تهيمن عليه البنوك، فإن هذه الأخيرة من خلال تحكمها في المقترضين من المؤسسات قد تعيق القرارات الخاصة بها، بل قد تنشأ ما يشبه التحالف بين البنك وبعض المديرين ضد المصلحة العامة للشركة. وتتيح الأسواق المالية مقارنة بالبنوك العديد من الأدوات المالية لإدارة مختلف المخاطر عكس البنوك التي لا تتيح هذا التنوع خاصة فيما يتعلق بتجزئة المخاطر.[2]

وعلى الجانب الآخر، هناك اتجاهات عديدة ترى بأنه من الأفضل للمؤسسات التمويل عن طريق القروض الائتمانية بدلاً مما يقدمه السوق المالي من أدوات، حتى في النظم المالية التي تهيمن عليها الأسواق المالية، كون السوق المالي بحسب تلك الاتجاهات قد تؤدي إلى عدم استقرار الاقتصاد، مستندين في ذلك بالأزمات المالية التي عادة ما تربط بالأسواق المالية.[3] كما أن العلاقة التي تنشأ بين البنوك وعملائها يتولد عنها تخفيض التكاليف المتعلقة بالحصول على المعلومات، تشجيع الابتكار نتيجة تحديد المشاريع الأكثر استحقاقًا للتمويل وتخفيض التكاليف المرتبطة بالسيولة عبر تركيز المدخرات وإعادة توزيعها وتحويلها إلى استثمارات قصيرة وطويلة الأجل.[4]

وبشكل عام، فإنه من خلال النظر إلى الخدمات المالية المقدمة من الهيكلين يمكن أن يكون هناك اختيار بين البنوك والأسواق المالية فيما يتعلق بأثرها على النمو، فالمهم هو الخدمات المالية أي كيفية تقييم المشاريع الأكثر ربحية، مراقبة المؤسسات، إدارة المخاطر وحشد المدخرات. واعتمادًا على هذه النظرة، فإن مختلف الأنظمة المالية تحفز النمو

[1] Franklin, Allen & Douglas, Gale, "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing," ***Journal of Political Economy***, University of Chicago Press, vol. 105(3), (1997), p.533. accessed 31/01/2012, http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/10.1086/262081.pdf?&acceptTC=true&jpdConfirm=true

[2] Ibid. p.525

[3] Rafael, La Porta et al, "Legal Determinants of External Finance," ***Journal of Finance***, American Finance Association, vol. 52(3), (July 1997), pp. 1131-1132. accessed 12/02/2012, http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/2329518.pdf

[4] Thorsten Beck et al, "Finance and the Sources of Growth," ***Journal of Financial Economics,*** Vol. *58,* (2000), p.268. accessed 10/07/2011, http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBX-414N755-8/2/0330266485f60c7e332cc6ad652677f1

الاقتصادي من خلال ما تقدمه من خدمات. كما تؤثر البيئة القانونية من خلال رفضها المواجهة بين النظامين.[1] ووفقًا لهذه النظرة يساعد النظام القانوني الذي يعمل بشكل جيد على تسهيل كل من عمليات السوق والوسطاء الماليين. أي أن المستوى العام لنوعية الخدمات المالية – المحددة في البيئة القانونية– هي من تحسن من التخصيص الأمثل للموارد المالية الذي يدفع عجلة النمو الاقتصادي.

وما يمكن التوصل إليه من خلال هذا المبحث هو متانة العلاقة بين النظام المالي المعتمد على البنوك والنظام المالي المعتمد على الأسواق، فيتشابهان في كونهما يعملان على تعبئة المدخرات وتخصيص الرساميل على النحو الأمثل، كما أنهما يحددان الاستثمارات المجدية اقتصاديًا عبر الإشراف على رقابة التمويل الممنوح للمستثمرين. ويختلف الهيكلين من حيث سيولتهما وما يوفرانه من أدوات مالية، فالأسواق المالية تتسم بالسيولة الشديدة وبتنوع المنتجات المالية التي توفرها، في حين تقل درجة السيولة في النظام المعتمد على البنوك.

المبحث الثاني: وظائف النظام المالي والنمو الاقتصادي

يعمل النظام المالي على توفير وظائف مهمة للاقتصاد، ويكون في وسع الاقتصاديين الاعتماد على معايير مختلفة لتحديد مدى تطور السوق المالي وبالتالي مدى ارتباطه بالقطاع الحقيقي. كما يؤدي النظام المالي دورًا مهماً في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك من خلال قناتين رئيسيتين هما الوساطة المالية والأسواق المالية، فيقوم النظام المالي بتعبئة المدخرات من خلال جمعها من المدخرين ويضمن بعد ذلك تخصيصها للمشاريع الاستثمارية المجدية أي تحويل الأصول السائلة إلى أصول منتجة. وفي غياب النظام المالي يعترض التمويل بين المقرضين (المدخرين) والمقترضين عدة عوائق، أبرزها عدم توافق حاجيات

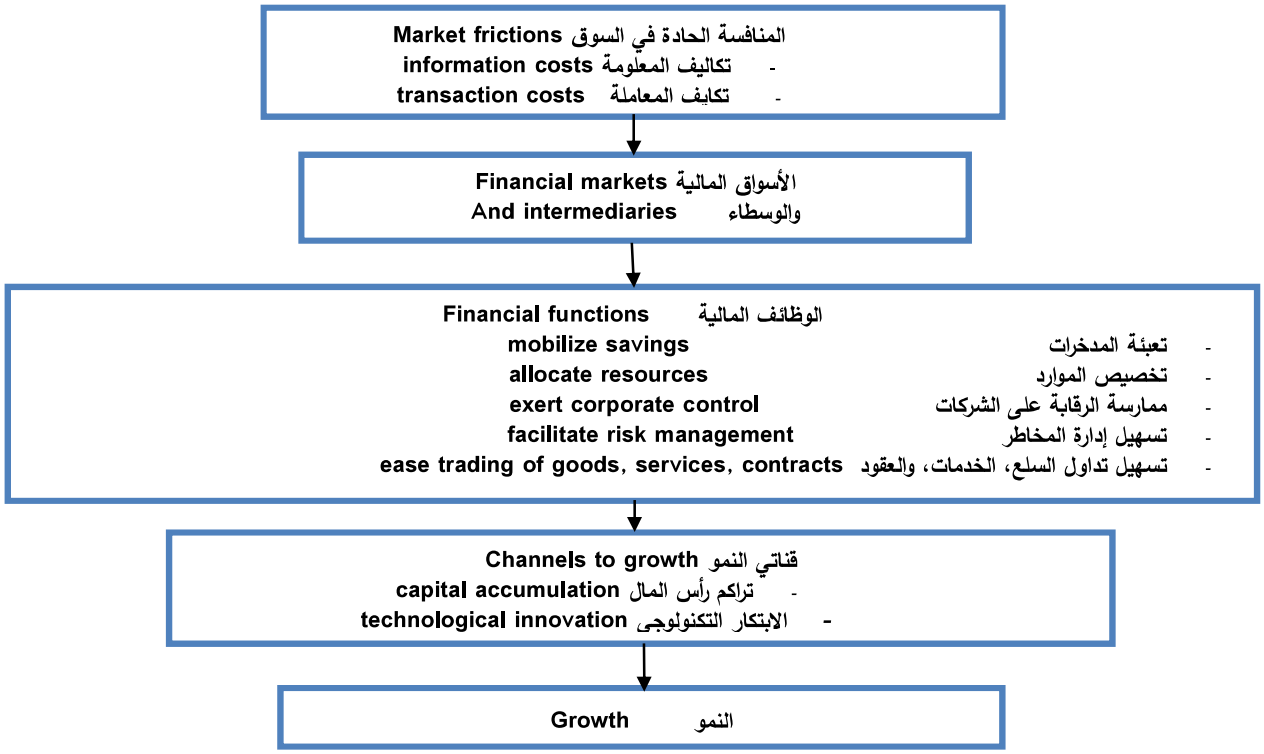
[1] La porta, Op. Cit., p. 1137

السيولة بين الطرفين، ارتفاع كلفة المعاملات المترتبة عن البحث المستمر عن المعلومات حول الشركات المراد تمويلها وصعوبة تقييم تلك المعلومات، علاوة على عدم تماثلها Asymmetric information.

وقد قام Levine بتوضيح تأثير قرارات الادخار والاستثمار على النمو الاقتصادي، معتبرًا بأن التطور المالي يمارس تأثيره الإيجابي على النمو الاقتصادي عبر تراكم رأس المال وذلك بتحسين معدل تكوين رأس المال ودعم معدل الادخار، وعن طريق الابتكار التكنولوجي الذي يساهم في إيجاد أساليب مبتكرة للإنتاج. وقد تم التركيز على خمس وظائف أساسية للنظام المالي تُسهم في تحقيق النمو ولخصها في الشكل 1-2. وفيما يلي تفصيل هذه الوظائف: [1]

الشكل 1—2

وظائف النظام المالي والنمو الاقتصادي



Source : Ross Levine, "Financial development and economic growth: Views and agenda," ***Journal of Economic Literature***, XXXV (2), (1997). p. 690.

[1] Ross Levine. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", ***Journal of Economic Literature***, (June 1997), p.p 688-726. accessed 15/03/2008, http://pascal.iseg.utl.pt/~aafonso/eif/pdf/Levine.pdf

أولاً، توفير البيانات المالية وتخصيص الموارد

يمتلك الوسطاء الماليون والسوق المالي الوسائل والإمكانات التي تجعلهم على قدر عالٍ من الكفاءة لجمع المعلومات والبيانات حول مختلف الاستثمارات وهو ما لا يتحقق لدى المدخرين الصغار، فيؤدي غياب نظام مالي فعَّال في شتى هياكله من مؤسسات مالية وأسواق إلى صعوبة تلاقي المقُرض والمُقتَرض، خاصة في الجوانب المرتبطة بالبيانات مما يزيد من تكلفة المعاملات، وتكلفة جمع المعلومات حول مختلف المتعاملين وعدم تماثل تلك المعلومات.[1] وهذا ما يؤدي إلى الانتقاء العكسي Reverse selection في إطار العلاقة بين المقُرض والمُقتَرض والذي ينشأ عندما يتحصل المُقتَرض المحتمل ذو المخاطر الائتمانية العالية على أموال أكثر من غيره.[2]

وفي هذه الحالة يطبق المُقرِض معدلات فائدة مرتفعة وهو ما يستقطب المُقتَرض ذو المخاطر الائتمانية العالية على حساب المُقتَرض الجيد، ويُنشئ الخطر الأخلاقي Moral hazard الذي يظهر عند قيام المُقتَرض بممارسة أنشطة غير مرغوبة من صاحب الأموال مع صعوبة تحكم هذا الأخير في سلوك المُقتَرض ما قد يقود إلى مشكلة عدم القدرة على الوفاء أو عدم احترام بنود عقد القرض. وهنا يظهر دور الوسطاء الماليين لتجاوز هذه العقبات أو التقليل منها من خلال تقديم خدمات تتلاءم مع متطلبات مختلف الأعوان الاقتصاديين عبر تأمين توفير المعلومات وضمان السيولة.[3]

وتساعد المعلومات التي يوفرها النظام المالي في مهمة تقييم الاستثمارات المحتملة وهو أمر ضروري لاتخاذ أي قرار استثماري وذلك من خلال دراسة ظروف السوق، غير أن

---

[1] لعل شركة "أنرون Enron" أبرز مثال لهذه الحالة، فهذه الشركة كانت تعتبر أحد أكبر شركات الطاقة في العالم أشهرت إفلاسها نهاية 2001 بعد إقرار المديرين التنفيذيين بتقديم معلومات مظللة وأرقامًا خاطئة حول أرباح وهمية وهو ما أدى إلى انهيار أسهمها وفصل آلاف الموظفين. لتفاصيل أكثر، انظر:

Mishkin, Op. Cit., p. 178

[2] Ibid.

[3] Levine. "Financial Development..," p.689

هذا التقييم يتطلب تكاليف باهظة بالنسبة للمدخرين، فقلة المعلومات المتوفرة لديهم تعيق دومًا تمويل المشاريع الاستثمارية، كما أن التكاليف المعلوماتية المرتفعة من شأنها تقويض تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي.[1] وللوسطاء الماليين القدرة على تقليل تكاليف الحصول على تلك المعلومات ومعالجتها، فالعلاقة طويلة المدى التي تنشأ بين الوسطاء والشركات تُخفض من أثر عدم تماثل المعلومات وتُلغي القيود المالية الخارجية وتحسن تخصيص رأس المال.[2] ويبرز الدور الهام الذي يقوم به الوسطاء الماليون في جمع وتحليل المعلومات من خلال عدة نماذج أظهرت التفاعل المُتبادل بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وأيضًا العلاقة بين توزيع الدخل والتطور المالي طيلة العملية التنموية.[3] كما تظهر أهمية تماثل المعلومات والتخصيص الأمثل للموارد في إطار نموذج النمو الداخلي Endogenous growth model حيث تؤثر المؤسسات المالية على النمو الاقتصادي وتتأثر به.[4]

وفي غياب الوسطاء الماليين، يأخذ كل مدخر على عاتقه وبشكل منفرد عبئًا مرتفعًا لتقييم المؤسسات التي يرغب في الاستثمار فيها، أو دراسة الظروف الاقتصادية التي تحكم عمل الأسواق. وأمام ارتفاع هذه التكاليف، يجد الأعوان الاقتصاديون أنه من المُهم الاتفاق فيما بينهم لتكوين تكتلات تحل محل المدخر عبر التكفل بإنتاج وتحليل المعلومة علاوة على توجيه الموارد إلى الأنشطة المنتجة وهو الدور الذي يتولاه الوسطاء. وتسمح قدرة الوسطاء على الاطلاع حول الاستثمارات المحتملة بضمان التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو الاستخدامات المربحة، وهو ما يسمح بتعزيز النمو الاقتصادي من خلال البحث عن المردود

[1] Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", ***NBER Working Paper*** No. 1396, Issued in (July 1984), p.15, accessed July 21 2014 http://www.nber.org/papers/w1396.pdf

[2] John H. Boyd & Edward C. Prescott, "Financial intermediary-coalitions," ***Federal Reserve Bank of Minneapolis***, Staff Report, (87), (1985), pp. 4-5, accessed July 21 2014 https://minneapolisfed.org/research/sr/sr87.pdf

[3] Jeremy Greenwood; Boyan Jovanovic, "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", **The Journal of Political Economy**, Vol. 98, No. 5, Part 1. (Oct., 1990), p. 1078, accessed July 21 2014 http://links.jstor.org/sici?sici=0022-3808%28199010%2998%3A5%3C1076%3AFDGATD%3E2.0.CO%3B2-D

[4] Sharpe, Op. cit., p. 1079

الأكيد والمرتفع للودائع المالية المتاحة لديهم وعن طريق الاعتماد على الخطط الاستثمارية الأكثر فعالية لتعظيم أرباحهم.[1]

وأشارت عدة دراسات إلى أهمية الوسطاء الماليين في ترقية الابتكار كأداة لتوفير المعلومات وتوجيه الموارد المالية. فتحديد وتمويل أصحاب المشاريع الأوفر حظًا لتوفير المنتجات المبتكرة يشكل الدافع لدعم الوسطاء الماليين لأصحاب المشاريع المهتمين بالابتكار التكنولوجي رغبة منهم في تحفيز نمو الإنتاجية.[2] وقد تم تطوير نظرة Schumpeter،[3] الذي ركز على دور الابتكارات في تحقيق النمو من خلال نموذج للنمو يوافق مختلف الارتباطات بين التمويل، تنظيم المشاريع والنمو الاقتصادي.[4] فيقوم الوسطاء الماليون بتحديد أصحاب المشاريع المحتملين (عملية الانتقاء) وتمويل أصحاب المشاريع الأكثر قدرة على إنجاح النشاطات الابتكارية (عملية تمويل الابتكار).

ويمتد أثر نشاط الابتكار ليشمل تطوير الوساطة المالية من خلال دعم وتوفير الخدمات والمنتجات المالية المستحدثة، فتطوير الوساطة المالية يُسهل التأقلم مع الأنشطة الابتكارية المربحة من حيث الكفاءة الإنتاجية وتسريع وتيرة النمو الاقتصادي. كما أن وجود

---

[1] Franklin Allen, Anthony M, Santomero, "The theory of financial intermediation," Journal of Banking & Finance, Elsevier, vol. 21(11-12), (December 1997), p. 1466 accessed June 2011, http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0378426697000320/pdfft?md5=f2b52022440441d089b25a5f3098f5f4&pid=1-s2.0-S0378426697000320-main.pdf

[2] لتفاصيل أكثر، أنظر:

- Alexander Galetovic, "Specialization, Intermediation, and Growth," ***Journal of Monetary Economics*** 38 (Mar. 1996), pp. 549-559 acccessed June 23, 2011 http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0304393297846934/pdf?md5=203e40be5971aea2fc85dd486e043318&pid=1-s2.0-S0304393297846934-main.pdf
- Keith Blackburn and Victor T. Y. Hung, "A Theory of Growth, Financial Development and Trade," ***Economica***, London School of Economics and Political Science, Vol. 65, No. 257 (Feb., 1998), pp. 107-124 acccessed June 23, 2011 https://ideas.repec.org/a/bla/econom/v65y1998i257p107-24.html
- Maria F, Morales, "Financial Intermediation In A Model Of Growth Through Creative Destruction," ***Macroeconomic Dynamics***, Cambridge University Press, vol. 7(03), , June2003. pp. 363-393 acccessed June 23, 2011 http://fmwww.bc.edu/RePEc/es2000/0914.pdf

[3] Joseph Schumpeter. "The Theory of Economic Development." **Oxford University Press**, 1912.

[4] Robert G king and Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." **The Quarterly Journal of Economics**, (1993), pp. 717-737.

تشوهات على مستوى القطاع المالي يقلل من كفاءة الخدمات المقدمة من المؤسسات المالية لمختلف الأعوان الاقتصاديين من مدخرين، أصحاب المشاريع ومنتجين، وهو ما ينعكس سلبًا على وتيرة نمو الإنتاجية. كما يساعد الدعم الممنوح للنظام المالي في تخفيض المخاطر الأخلاقية، وذهبت بعض الأبحاث بعيدًا إلى حد اعتبار أن هذا الدعم أكثر تحفيزًا للنمو من تلك المساعدات المخصصة للبحث والتطوير R&D.[1]

ويتجلى دور السوق المالي في توفير وإنتاج المعلومة أكثر من النظام المصرفي، فوجود بورصة واسعة الحجم وذات سيولة مرتفعة من شأنها تمكين جميع المتعاملين من نفس الفرص الاستثمارية دون اقتصارها على البعض منهم مثلما هو الحال في السوق غير الكفؤة، حيث يترتب عن ذلك توفر معلومات خصوصية ويؤدي إخفاؤها إلى الحصول على مكاسب من هذه الميزة المعلوماتية.[2]

لذلك تجبر السوق المالي المؤسسات المُدرجة فيها على نشر حالتها المالية ونتائجها المحققة بشكل دوري حتى يتسنى للمستثمر تقييم أدائها ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري الذي يراه مناسبًا حيال تلك الشركات.[3] وما يميز السوق المالي في حالة معالجتها السريعة للمعلومات التي ترد إليها حول الشركات المدرجة هو انعكاس تلك المعلومات بشكل سريع في الأسعار المنشورة حول البورصة.[4] ومما سبق، فإن إنتاج وتوفير المعلومة من قبل النظام المالي يُسهم بشكل كبير في تقليل أعباء المستثمرين كما يؤدي إلى توجيه الأموال إلى الأنشطة الاقتصادية المنتجة وهو ما يؤدي بدوره إلى تعزيز النمو الاقتصادي.

---

[1] Morales, Op. cit., p. 45

[2] Sanford J. Grossman and JOSEPH E."On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", ***The American Economic Review***, (JUNE 1980), p. 404 accessed 22/04/2013 https://www.aeaweb.org/aer/top20/70.3.393-408.pdf

[3] Franklin Allen, Douglas Gale, "Financial Contagion", ***The Journal of Political Economy***, Volume 108, Issue 1 *(Feb.,* 2000),pp. 1-33 accessed 22/04/2013 http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/contagion.pdf

[4] Joseph E. Stiglitz, "Economics of Information and the Theory of Economic Development," Revista de Econometria, Vol. 5, No. 1, (April 1985), pp. 22-23 accessed 05/02/2013 http://www.nber.org/papers/w1566.pdf

ثانيًا، ضمان حسن إدارة الشركات

تُساهم المعلومات التي يُوفرها النظام المالي في مساعدة أصحاب المشاريع في إدارة ورقابة الشركات فتنعكس حوكمة الشركات Corporate governance على كفاءتها في توظيف الموارد المالية على النحو الأمثل.[1] ومن خلال الدور المنوط للنظام المالي والمتمثل في نقل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، فإن النظام المالي الكفؤ هو ذلك النظام الذي يخفض تكلفة تحويل الموارد وهو ما يشجع المدخرين من خلال معدل العائد المرتفع والمقترض بتخفيض كلفة التزاماته.

وتبرز في هذا الإطار أهمية نوعية الاستثمار أكثر من حجمه. فالنظام المالي تكون له القدرة على تحديد المشاريع المنتجة وزيادة المدخرات التي تؤدي إلى ارتفاع الاستثمار مما ينعكس بالإيجاب على تطور النظام المالي ككل ومنه تحقيق النمو الاقتصادي لأن النظام المالي المتطور يساهم في تحسين نوعية إنتاجية الاستثمار.[2] وتؤثر حوكمة الشركات من خلال تأثير مالكي رؤوس المال على المدرين حيث يمكن للمساهمين والمقُرضين دفع المديرين لتعظيم قيمة الشركة، وهو ما ينعكس على كفاءة تخصيص الموارد ويشجع المدخر على تمويل الإنتاج والابتكار.[3]

وفي الحقيقة، فإن عدم تماثل المعلومات بين مديري الشركات والمستثمرين لا يتيح ممارسة الرقابة الفعلية، فقد يستخدم هؤلاء حق الرقابة لمصالحهم الشخصية كون المساهمين الصغار عادة ما يعانون من عدم الخبرة أو يجهلون الدوافع لممارسة الرقابة على المديرين. كما قد يسعى هؤلاء في حالة هشاشة النظام المالي، إلى إخفاء المعلومات المتعلقة

---

[1] Levine, "Financial Development …," Op. cit., p.698

[2] Evelina Tainer, **Using economic indicators to improve investment analysis**, Third ed, (New Jersey: John Wiley & Sons, 2006), p. 6.

[3] Ross Levine, "Finance and Growth: Theory and Evidence." In ***Handbook of Economic Growth,*** *Eds*, by Philippe Aghion and Steven Durlauf, (Amsterdam.: North-Holland Elsevier, (2005), pp. 875 accessed 11/01/2009 http://www.nber.org/papers/w10766.pdf

بالمردودية الحقيقة للاستثمارات والاحتيال على المانحين، أو عبر نشر قوائم مالية مضللة وهنا تظهر أهمية بناء نظام مالي يكون فيه الوسيط المالي مشرفًا على رقابة إدارة الشركات المُقترضة لصالح مجمل المدخرين المعنيين.[1] ويؤدي تطوير الوسطاء الماليين والممارسة المستمرة لتلك الرقابة إلى خفض تكاليف الإدارة، ورفع مستوى كفاءة الاستثمار وتسريع وتيرة النمو الاقتصادي.[2] ويأخذ الوسطاء الماليون على عاتقهم التكلفة العالية للرقابة على الأنشطة الإبداعية المعروفة بمخاطرها الكبيرة، ويتم تخصيص القروض لمنتجي التكنولوجية مع توقع آثار إيجابية على الابتكار وبالتالي على معدلات النمو الاقتصادي.[3]

وبشكل مشابه يسمح تطوير البورصة من ممارسة رقابة أفضل على الشركات المدرجة وذلك عبر إجراءات إعادة شراء حصص الشركات المدارة بشكل غير فعال،[4] أو من خلال ربط تعويضات المديرين بأداء تلك الشركات.[5] وبالمقارنة مع البنوك، تعتبر الأسواق المالية أداة رقابية أفضل، كونها تكون دومًا على استعداد لتحديد وتحييد الشركات المفلسة التي من شأنها إعاقة اقتصاد البلد. فالبنك لا يكون في وسعه تصفية الشركة خاصة إذا كانت العلاقة بينهما طويلة الأمد.

---

[1] Douglas W. Diamond, "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," ***The Review of Economic Studies***, (51), 3, (Jul., 1984), 399 accessed 03/07/2011
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/2297430.pdf

[2] Valerie R. Bencivenga and Bruce D Smith, "Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model," ***Journal of Economic Dynamics and Control***, Elsevier, vol. 17(1-2), (1993). 97-122. accessed 11/01/2009
http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0165188906800060/pdf?md5=38f579734171f20e20cab83fdc448e17&pid=1-s2.0-S0165188906800060-main.pdf

[3] Angel de la Fuente and Jose Maria Marin, "Innovation, bank monitoring, and endogenous financial development, " ***Journal of Monetary Economics***, Elsevier, vol. 38(2), (October 1996) , p. 274
http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0304393296012779/pdf?md5=595bced65606aef911ece44327dee17b&pid=1-s2.0-S0304393296012779-main.pdf

[4] David Scharfstein, "The Disciplinary Role of Takeovers," ***Review of Economic Studies***, Wiley Blackwell, vol. 55(2), (April. 1988.), pp. 187-88 accessed 12/05/2014
http://www.people.hbs.edu/dscharfstein/DISCIPLINARY_ROLE_88.pdf

[5] Douglas W. Diamond and Robert E. Verrecchi, "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices," **Journal of Finance,** vol. 37, n°2, (1982,) pp. 278. accessed 12/05/2014
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2327326.pdf

ورغم ما يميز إجراءات إعادة شراء حصص الشركات Accelerated share repurchase (ASR) كأداة فعالة تمارسها السوق المالي لحوكمة الشركات، إلا أن تجسيدها على أرض الواقع قد يصطدم باعتراض مديري الشركات على هذه العملية، فيزول الأثر التأديبي المتوقع لإجراءات إعادة الشراء أمام هذا الرفض.[1] كما أن السيولة الشديدة للسوق المالي التي قد تنشأ بسبب هذه العملية نتيجة توقع تدعيم سعر قيم الشركة يعطي إشارة إلى المتداولين بأن السعر مغر للشراء قد تكون لها انعكاسات غير محمودة العواقب على الإدارة الحكيمة بل تشجع مناخ استثماري يتسم بالشك وعدم اليقين، بما أنها قد تُفضي إلى حصول المساهمين على أسعار غير مجزية وبعيدة عن القيمة الحقيقية للشركة.[2] وهو ما يفقد عملية إعادة الشراء من أهميتها كونها آلية عارضة للتحكم في أداء المديرين.

ثالثا، حشد المدخرات

يؤدي النظام المالي دورًا فعالاً في حشد وتعبئة المدخرات، فمن خلال ممارسة هذه الوظيفة يقوم السوق المالي والوسطاء الماليون بتشجيع تراكم رأس المال لكونه يرفع من حجم المدخرات المتاحة ويسهل من استغلال اقتصاديات الحجم عبر السيطرة على الاستثمارات الضخمة وغير القابلة للتجزئة. ومن خلال الأثر المباشر على نمو مخزون رأس المال، فإن التعبئة الجيدة للمدخرات تحسن تخصيص الموارد وتحفز الابتكارات. وكما سبق الإشارة إليه، فإن الاعتماد على أفضل تكنولوجيات للإنتاج يتطلب في الواقع استثمارات واسعة النطاق مما يجعل من التعبئة الفعالة للأصول المالية مهمة في هذه الحالة. وبدون الحصول على تمويل متعدد من طرف المدخرين، فإن عدة عمليات إنتاجية تجد نفسها في وضع حرج أمام

[1] Amar Bhid, "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity," ***Journal of Financial Economics***, vol. 34, n°1, (1993).pp. 39-40. accessed 12/05/2014
http://www.researchgate.net/profile/Amar_Bhide/publication/222481087_The_hidden_costs_of_stock_market_liquidity/links/0046353c68c3768c26000000.pdf?disableCoverPage=true

[2] Scharfstein, Op. cit., p.195

عدم الفعالية الاقتصادية.[1] ويؤدي تجميع المدخرات المتراكمة من وكلاء مختلفين إلى تمويل عدد كبير من المستثمرين، مما يسهل تخصيص الأموال نحو الأنشطة الأكثر ربحية ويحفز نمو الإنتاجية.[2]

رابعًا، توفير السيولة وإدارة المخاطر

تعكس مخاطر السيولة عدم اليقين المرتبط بالقدرة على تحويل الأصول المالية إلى وسيلة تبادل. فالسيولة في هذه الحالة تعكس القدرة والسرعة على تحويل الأدوات المالية إلى القدرة الشرائية المرجوة من طرف المتعاملين الاقتصادين. وهذه السيولة تشجع النمو الاقتصادي. ونظرًا لطبيعة العلاقة بين المخاطرة والعائد في مختلف الأصول، فإن النظام المالي يدعم الاستثمار في المشاريع الأكثر خطورة لكن مع الحرص على إنتاجية كبيرة في المشاريع لتغطية تلك المخاطر، أي زيادة إنتاجية رأس المال الذي يقود إلى النمو الاقتصادي.[3]

وفي هذا الإطار، فإن النظام المالي يستطيع تسهيل توزيع المخاطر عبر الأجيال من خلال الاستثمار في المدى الطويل مع توقع عائدات منخفضة نسبيا في فترات الازدهار ومرتفعة نسبيا في أوقات الركود.[4] ومن خلال إلغاء خطر السيولة يكون في وسع النظام المالي زيادة الاستثمارات في المشاريع الضخمة التي يكون لها الأثر الإيجابي على النمو الاقتصادي، وتتطلب بعض المشاريع الضخمة التزامات رأسمالية في المدى الطويل، غير أن المستثمر غالبًا ما يكون مترددًا خوفًا من إمكانية عدم استرجاع مدخراته.[5] وتسمح الأنظمة

---

[1] Erik Sirri, and Peter,Tufano, "The Economics of Pooling," in D.B. Crane *et al.* (ed.), ***The Global Financial System: A Functional Approach***, (Boston: Harvard Business School Press, 1995),pp. 83-84. accessed 21/02/2013
http://faculty.babson.edu/sirri/research/pooling%20GFS%20chpater%201995.pdf

[2] Daron Acemoglu, Fabrizio Zilibotti "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth," ***Journal of Political Economy***, vol. 105, n°4, (1997), pp. 712-713.
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.1086/262091.pdf

[3] Pagano, Op. Cit., p. 616.

[4] Levine, "Finance and Growth," Op. cit., p 869

[5] Levine, "Financial development," Op. cit., p 689

المالية من خلال السيولة التي توفرها بمنح للمستثمرين حلولا إضافية رغم استثمارهم في المشاريع الضخمة ذات العائدات المرتفعة عبر السماح لهم بالتخلص من استثماراتهم بشكل سلس في حالة الحاجة للسيولة عبر مؤسسات النظام المالي.[1]

وسلطت أدبيات التمويل الضوء على دور النظم المالية في تدعيم النمو الاقتصادي بفضل أثرها على التنويع الأفقي للمخاطر Horizontal Diversification وذلك عبر تقنية التغطية ضد المخاطر التي تتشكل من امتلاك محفظة استثمارية متنوعة الأصول على أن تكون ضمن نفس الفئة مع تنويعها في قطاعات مختلفة. وتشير العلاقة بين التنويع الأفقي للخطر والنمو الاقتصادي إلى أهمية التدابير المالية التي تعزز هذا التنويع لما له من أثر على التخصيص المنتظم للأموال نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية.[2]

وهنا يحاول المستثمر تجنب المخاطر من خلال توظيف مدخراته في أصول مضمونة رغم قلة العائد المترتب عليها، مع إمكانية الاستثمار أيضًا في عدد متنوع من المشاريع المحفوفة بالمخاطر غير المترابطة بشكل تام لتتكون بذلك محفظة استثمارية متنوعة. أما في غياب فرص التنويع الأفقي للمخاطر، يتجنب الوسطاء تمويل المشاريع الخطرة على الرغم من أهميتها من حيث المردودية، فينتج عن ذلك تخصيص سيئ للمدخرات ينعكس لا محالة سلبيًا على النمو الاقتصادي.[3]

وعلاوة على تنويع المخاطر يساعد النظام المالي على تحسين تقاسمها عبر الزمن، فالأصول المملوكة التي لا يمكن تنويعها في فترة ما تنتقل المخاطر المرتبطة بها من فترة إلى أخرى. وبالتالي، فإن هذه الآلية تساهم في التغطية الفعالة ضد المخاطر غير القابلة

---

[1] James B. Ang., "A survey of recent developments in the literature of finance and growth." ***Journal of Economics Surveys***, 22 (3), (2008), p. 540, accessed 29/03/2013
http://www.buseco.monash.edu.au/eco/research/papers/2007/0307surveyang.pdf

[2] Acemoglu and Zilibotti, Op. cit., p. 728

[3] Ram T S Ramakrishnan, & Anjan V, Thakor, "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation," ***Review of Economic Studies***, Wiley Blackwell, vol. 51(3), (July 1984), p. 424

http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/2297431.pdf

للتنويع.[1] فالمشاريع التي تتميز بعائد أكبر تفرض عادة تعبئة المدخرات لفترات طويلة، وهو ما يتطلب تخلي المدخر عن رقابة مدخراته في هذه الفترات الطويلة لصالح النظام المالي الذي يستغل تلك الأموال في توفير السيولة مما يحفز النمو الاقتصادي.

وتظهر أهمية السيولة التي يحققها النظام المالي وتحديدًا في الأسواق المالية من خلال تمويلها للمكاسب المعرفية التي يتلقاها عمال الشركات وبالتالي دعم رأس المال البشري لديها طيلة العملية الإنتاجية.[2] وفي غياب الأسواق المالية يتعرض بعض المستثمرين إلى صدمات تتعلق بالسيولة تجبرهم على السحب الفوري لرأس المال المستثمر من أجل تلبية حاجيات السيولة المفاجئة وهو ما يؤسس لمخاطر السيولة.[3] كما تظهر المخاطر المرتبطة بالإنتاجية بالنسبة لأصحاب المشاريع الذين يكونون في وضعية عدم اليقين تجاه المردود المتوقع الحصول عليه في نهاية العملية الإنتاجية.

وقد قام Levine بإجراء مقارنة بين معدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل في غياب وفي وجود بورصة الأوراق المالية وأبرزت الدلائل التجريبية التي توصل إليها إلى أهمية توفر السيولة للتخلص من التسييل المبكر للاستثمارات إلى رأس مال وبالتالي الحفاظ على كفاءة استخدام الموارد المالية في الاقتصاد مع تدعيم تراكم رأس مال البشري مما يحفز النمو في المدى الطويل.[4] ويؤدي تسهيل تبادل الأوراق والسماح بالحصول على محفظة من

[1] Allen and Gale, "Financial Markets, Intermediaries," Op. Cit., p.532

[2] Bengt R. Holmstrom, Jean Tirole, Chapter 2 "The theory of the firm", In: Richard Schmalensee and Robert Willig, Editor(s), ***Handbook of Industrial Organization***, Elsevier, Volume 1, (1989), p. 72
http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S1573448X89010058/pdf?md5=001b6cf6a4ae232e9827150e082e8ca4&pid=1-s2.0-S1573448X89010058-main.pdf

[3] Douglas W. Diamond and Raghuram G. Raja, " Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking."***Journal of Political Economy***, Vol. 109, No. 2 (April 2001), pp. 292-293, accessed 15/03/2013
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/10.1086/319552.pdf

[4] Ross Levine, "Stock Markets, Growth, and Tax Policy", ***The Journal of Finance,*** Vol. 46, No. 4 (Sep., 1991), pp. 1446-1449
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2328866.pdf

الأصول المتنوعة الذي يتحقق بفضل تطور السوق المالي إلى خفض مخاطر السيولة والإنتاجية دون إلغاءها بشكل كامل.

وتتأثر متطلبات السيولة الموجودة في السوق الثانوي، بطبيعة التكنولوجيا أي بين تكنولوجيا ذات ربحية عالية فتكون رؤوس الأموال المعبئة لتوفيرها طويلة الأمد مما يجعل من السيولة المطلوبة كبيرة لمواجهة المخاطر المرتبطة بهذا النوع من التكنولوجيات، وبين أخرى أقل تعبئة لرؤوس الأموال ولآجال أقل نتيجة انخفاض الأموال المطلوبة وبالتالي تكون أقل اعتمادًا على السوق الثانوي.[1] إن السيولة الشديدة في السوق الثانوي من شأنها أن تعدل من مكونات الادخار المحلي لمصلحة التعاملات المالية أي تحويل الملكية بين مختلف المدخرين دون التأثير المباشر على الاستثمارات مما قد يقلل من تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي المنشود.

ويكون في وسع مؤسسات الوساطة المالية أيضًا التقليل من مخاطر السيولة مما يؤدي إلى دفع النمو الاقتصادي في المدى الطويل. ففي غياب الوسطاء لا يمكن تحديد الاحتياجات المستقبلية للسيولة، وهذا يساعد على تكوين مدخرات سائلة لا يمكن استغلالها في تحقيق النمو.[2] أما وجود الوسطاء الماليين، فإن ذلك يعطي ضمانة أكبر ضد مخاطر السيولة لما لهؤلاء الوسطاء من مؤهلات لمواجهة متطلبات السيولة وذلك بفضل امتلاك مبالغ ضخمة كاحتياطي سائل. فتشجع الوساطة المالية ومن ثم المدخرين على تكوين ودائع ائتمانية عوضًا عن امتلاك أصول سائلة غير منتجة، وهو ما يشجع تمويل الاستثمارات الضخمة غير السائلة وذات الربحية العالية ويساعد في تجميع المدخرات المحلية لصالح

[1] Bruce D. Smith and Ross M. Starr and Valerie R. Bencivenga, "Liquidity of secondary capital markets: Allocative efficiency and the maturity composition of the capital stock," ***Economic Theory***, Springer, vol. 7(1), (1995), pp. 20-21, accessed 04/03/2013
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/25054904.pdf

[2] Valerie R, Bencivenga and Bruce D, Smith, "Financial Intermediation and Endogenous Growth," ***Review of Economic Studies***, Wiley Blackwell, vol. 58(2), (April, 1991), p. 196, accessed 31/03/2014
ttp://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2297964.pdf

تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي. كما أن التكامل بين الوسطاء الماليين والسوق الثانوي يسهم في تحقيق السيولة بدرجة أكبر مما يؤدي إلى زيادة تراكم رأس المال مقارنة بالتمويل الذاتي للمشاريع.[1]

وعلى الرغم من الآثار الإيجابية لتخفيض المخاطر، إلا أن ذلك قد ينعكس سلبًا على تكوين المدخرات المحلية وبالتالي النمو الاقتصادي.[2] فالتقليل من الادخارات الحذرة نتيجة الثقة المفرطة في النظام المالي تؤدي إلى ارتفاع المردودية الحقيقية للاستثمارات نتيجة انخفاض خطر السيولة التي وفرها هذا النظام وتنخفض بالتالي حجم المدخرات إذا كان تأثير الدخل يفوق تأثير الإحلال بين الادخار والاستهلاك.

خامسًا، تسهيل إجراءات معاملات التسوية والدفع

يعتبر التخصص نقطة حاسمة للغاية في عملية النمو الاقتصادي، غير أن هذا التخصص لا يتم في النظام المالي إلا من خلال عدة عمليات وترتيبات مالية تساهم في الأخير في تقليل تكاليف المعاملات والتسوية، وهو ما من شأنه تحسين الابتكارات التكنولوجية التي تؤدي في نهاية المطاف إلى تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي. وقد حاول "أدم سميث" بيان أثر التفاعل الموجود بين تسهيل الصفقات، التخصص، والابتكار التكنولوجي في تعزيز النمو، وحجته في ذلك أن التخصص يساهم في تطوير الإنتاجية عبر التكنولوجية المحققة.[3]

وفي أعمال أكثر حداثة، تم بيان أهمية تبني التكنولوجية الإنتاجية الأكثر تطورًا وربحية والتي تستخدم سلعًا وسيطية متخصصة وهذا يستدعي البحث عن أسواق توفر تلك السلع

[1] Jeremy Greenwood, Bruce D Smith, "Financial markets in development, and the development of financial markets," ***Journal of Economic Dynamics and Control,*** Volume 21, Issue 1,(January 1997), pp. 146–147, 31/03/2014 http://www.jeremygreenwood.net/papers/gs97.pdf

[2] Levine, "Financial Development," p. 694

[3] Adam Smith, "An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations". London: W. Stahan & T. Cadell, 1776, p. 7, sited by Levine, "Financial Development," Op. cit., p. 695

بأسعار ثابتة، وهو ما يؤدي إلى تحفيز التبادل بسبب انخفاض كلفة الإنتاج.[1] فالأسواق تساهم بدور فعال في ترقية التخصص في النشاط الاقتصادي وزيادة المكاسب الإنتاجية ما يحفز النمو. وتؤثر أعمال الوساطة المالية على اختيار تكنولوجيات الإنتاج.

ومن المرجح أن تدعم الترتيبات المالية التخصص في الإنتاج عبر حشد الموارد المالية الضرورية. ففي غياب السوق المالي، يتجه الأعوان الاقتصاديون إلى تأخير التزاماتهم في الأنشطة المتعلقة بالمشاريع الريادية Entrepreneurial، فهم مجبرون على انتظار امتلاك وتجميع الأصول الضرورية للخوض في هذه المشاريع المعروفة بحجمها الضخم، فتؤدي هذه الفجوة الزمنية بين الاستثمار فيها وتوفير الأموال الضرورية لها إلى إعاقة التكوين المعرفي والتخصص في هذا المجال من النشاط الإنتاجي.[2] أما في حالة وجود سوق مالي متطور، فإن ذلك سينعكس لا محالة على تنظيم المشاريع، التخصص وزيادة المكاسب المعرفية بالممارسة وذلك بوضع تحت تصرف أصحاب المشاريع المحتملين الأصول المالية الضرورية لانطلاق مختلفة الأنشطة الإنتاجية.

وما يمكن قوله حول وظائف النظام المالي وعلاقتها بتحقيق النمو الاقتصادي هو أن مختلف الاستثمارات تتطلب تعبئة فعالة للمدخرات، كما أن الأنشطة الإنتاجية تجعل المستثمرين في سعي مستمر للحصول على الابتكارات التي تساعد على تكنولوجيات جديدة وتطوير القائمة منها حتى تستغل على الأوجه الأمثل، وذلك ما ينعكس على التخصص وعلى زيادة رأس المال، فيتدخل النظام المالي عبر قنواته المختلفة لتوفير الترتيبات والأدوات المالية التي تسهل المعاملات والتبادل وتدعم المستثمر في التخصص وهذا يؤدي إلى التحكم في المعرفة المرتبطة بالنشاط المعني.

---

[1] Greenwood and Smith, Op. cit., p. 147

[2] Thomas F. Cooley and Bruce D. Smith, "Financial markets, specialization, and learning by doing," ***Research in Economics,*** 52, (1998), pp. 334–336, accessed 05/06/2013

http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download;jsessionid=A15F820EA2993736E2139F0CC4D04E78?doi=10.1.1.514.877&rep=rep1&type=pdf

والواقع أن المستثمر عادة ما يواجه مخاطر تتعلق بالسيولة والإنتاجية مما يجعله يحجم عن استثمار كامل مدخراته، فيوفر النظام المالي الظروف الملائمة من خلال منح الفرص لتحقيق السيولة عبر تنويع وتقاسم المخاطر، ويساهم أيضًا بدور الوسيط بين المقرض والمقترض من خلال جمع المعلومات حول الطرفين والمساهمة عبر الآليات التي يتوفر عليها للرقابة على الشركات وحوكمتها، كل هذه الوظائف تساعد في تحقيق النمو الاقتصادي.

المبحث الثالث: التطور المالي ومحدداته

شكلت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي محور اهتمام العديد من الاقتصاديين مثلما تمت الإشارة إليه، وما يميز هذه العلاقة هو اختلاف الأساليب المتبعة في قياسها. سيتم من خلال هذا المبحث الإشارة في البداية إلى مفهوم التطور المالي ومحدداته مع ذكر أبرز المتدخلين في تحقيقه. ليتم بعد ذلك التطرق إلى اتجاه سببية العلاقة بين النمو والتطور المالي.

أولاً، مفهوم التطور المالي

يعرف التطور المالي بالعملية التي تظهر عليها الخدمات المالية في شقيها الكمي والنوعي. حيث ينظر إلى هذا التطور من خلال ما يقدمه النظام المالي من منتجات متنوعة سواء من طرف مؤسسات الوساطة أو الأسواق المالية.[1] ولقد تطور هذا المفهوم عبر الزمن، فقد عرف بأنه تراكم للأصول المالية بوتيرة متسارعة تفوق تراكم الأصول غير المالية.[2] كما عرف بأنه التطور الذي يتحقق عند قيام الأدوات المالية، الأسواق والوسطاء الماليون بتقليل،

[1] David Lynch, "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries," ***The Developing Economies***, XXXIV(1), (March 1996), pp. 5-6, accessed 21/09/2012 http://www.ide.go.jp/English/Publish/Periodicals/De/pdf/96_01_01.pdf

[2] Edward S Shaw, "Financial Deepening in Economic Development," Review by: Desmond Lachman, ***The Economic Journal***, Vol. 84, No. 333 (Mar., 1974), pp. 227-228 http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2230515.pdf

دون إلغاء، تكلفة الحصول على المعلومة وتكلفة تنفيذ المعاملات المرتبطة بالعقود.[1] وبالتالي تحقيق الوظائف المالية المشار إليها في المبحث السابق المتمثلة في إنتاج المعلومة والتخصيص الأمثل للموارد المالية، ضمان متابعة ومراقبة الاستثمارات، تسهيل التعاملات والمبادلات المالية والتغطية ضد المخاطر عبر تنويع الأصول ومشاركة تلك المخاطر، ضمان تعبئة المدخرات وتسهيل تبادل السلع والخدمات.

واقترن مفهوم التطور المالي بالفكر المنادي إلى التحرير المالي، أي رفع القيود على مختلف المعاملات المالية، غير أنه كباقي المفاهيم الاقتصادية لم يكن هناك تحديد دقيق للتطور المالي. وتُعزى الصعوبة التي تحيط بالتطور المالي إلى التعقيدات التي تميز الهيكل المالي بشكل عام والذي يقود إلى تباين مستويات التطور المالي بين مختلف الدول.[2] لذلك فإن التطور المالي يرتبط بتطور هيكله وتكون دراسته عبر المعلومات حول مختلف التغيرات التي تمس الهيكل المالي سواء في الفترات القصيرة أو الطويلة، فيمكن دراسة التطور المالي إما عن طريق جمع المعلومات حول مختلف التدفقات التي تترتب عن المعاملات المالية خلال فترة زمنية مستمرة، أو عبر مقارنة الهيكل المالي في فترات زمنية متباينة.

ومع توسع نظرية التحرير المالي واعتمادها من قبل المؤسسات المالية الدولية، أصبح مفهوم التطور المالي يعتمد على الوصفة التي تدعو إلى رفع مختلف القيود التي تعيق المعاملات المالية، غير أن الشواهد التجريبية أثبت فشل هذه الوصفة في العديد من الدول، بل كانت لها آثار عكسية ساهمت في مختلف الأزمات المالية.[3] والمشكل في ربط التطور المالي برفع القيود هو أن أساس هذه الفكرة مرتبط بفرضيات المدرسة النيوكلاسيكية ومن

[1] Asli Demirgüç-Kunt & Ross Levine, "Finance et opportunité économique," Revue d'économie du développement, De Boeck Université, vol. 16(4), (2008), p. 14

https://ideas.repec.org/a/cai/edddbu/edd_224_0005.html

[2] George Mavrotas, Sang-Ik Son, "Financial Sector Development and Growth : Re-examining the Nexus," in Transparency, governance and markets, ed. Bagella Michele et al. (Oxford: Elsevier, 2006), p. 224

[3] Peter Montiel, **Macroeconomics in Emerging Markets**, (Cambridge: Cambridge University Press, 2003), pp. 214-238

تبعها من مؤيدين، وهي فرضيات غير مطابقة للواقع خاصة فيما يتعلق بالأسواق المالية. فوفق الفرضيات التي طرحتها النظرية النيوكلاسيكية فإن السوق يتسم بالمنافسة الحرة والبحتة في سوق القروض والأسواق المالية، أي أن المعلومات متوفرة في السوق بشكل جيد ودون تكاليف لمختلف المتعاملين الاقتصاديين. وتشير الدلائل إلى أن المعلومات غير مجانية وغير متاحة للجميع، لذلك فإن اعتبار التحرير المالي سببًا للتطور المالي حتى في ظل هذه الظروف قد يؤدي إلى أخطاء في تحليل النتائج المتحصل عليها.

ثانيًا، محددات التطور المالي

يتطلب فهم التطور المالي وضعه ضمن إطار شامل للتحكم في مختلف العوامل المؤثرة فيه، فالهيكل المالي والبيئة المؤسسية والقانونية علاوة عن الكيانات التي يضمها النظام المالي جميعها عوامل تؤثر في التطور المالي وبالتالي في امتداد تأثيراته على الاقتصاد الحقيقي.

1. البيئة المؤسسية

تشمل البيئة المؤسسية الرقابة الاحترازية للنظام المالي من خلال القوانين واللوائح التي تسمح بتطوير الوساطة وجعل السوق المالي أكثر كفاءةً وعمقًا، فالمؤسسات المتخلفة وظيفيًا هي واحدة من العقبات الرئيسية لتحقيق التطور المالي.[1] وتشمل البيئة المؤسسية أيضًا القوانين العامة وأنظمة الإشراف على القطاع المالي، فضلا عن نوعية تنفيذ العقود وحوكمة الشركات، وذلك تأييدًا للنظرية الاقتصادية التي ترى بأن البيئة المؤسسية القوية تقلل من تكاليف المعلومات والمعاملات. وعلى هذا الأساس، يتم تضمين المتغيرات المتعلقة بدرجة استقلال القضاء وكفاءته وأهمية تنفيذ الإصلاحات المؤسسية للحفاظ على حقوق الملكية.

[1] Mohamed Osman Suliman and Mahmoud Sami Nabi, "The Institutional Environment and the Banking - Growth Nexus: Theory and Investigation for MENA," ***Economic Research Forum***, Working Papers 392, (2008), p.5

http://www.erf.org.eg/CMS/uploads/pdf/1208154103_392.pdf

وعززت الأزمة المالية – أزمة الرهن العقاري– بوضوح من أهمية التنظيم على المستوى المؤسسي من حيث صلته بالاستقرار المالي والآثار المقابلة له على مستوى الاقتصاد الحقيقي.

كما تتضمن معايير البيئة المؤسسية أهمية البنوك المركزية في تحسين أداء النظم المالية عبر العالم من خلال قياس مدى شفافيتها. ومن بين المعايير المتضمنة أيضًا مدى ثقة الجمهور في السياسيين وحوكمة الشركات التي تعتبر من الدوافع المهمة للتطور المالي.

ويشكل تنفيذ العقود تحديًا آخر للنظام المالي، حيث يتم قياس مدى نجاعة التدابير التي توفرها البيئة المؤسسية لنقل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين ضمن الإطار الرسمي للقطاع المالي، وهو ما يقلل من مخاطر المقرضين عبر فرض الامتثال لتلك التدابير من المدينين. فالبلدان ذات البيئة المؤسسية القوية والتي تقوم بالحماية الفعالة لمستثمريها تحقق مستويات عالية من التطور المالي.[1] ومع ذلك، فإن حماية المستثمر غير الملائمة تؤدي إلى عدد من الآثار السلبية التي قد تمتد للتمويل الخارجي ولأسواق رأس المال، فصرامة تنظيم حماية المستثمر قد تحد من أداء الشركة.

وتشمل البيئة المؤسسية جوانب أخرى مهمة كفتح حساب رأس المال في بلد ما وتحرير القطاع المالي المحلي. ففتح حساب رأس المال والتحرير المالي المحلي يلعبان دورًا مهمًا في تكريس العمق المالي أي إمكانية النفاذ إلى التمويل بمختلف أشكاله النقدية أو الأصول أو صناديق الاستثمارات أو السندات وغيرها. كما أنه يساعد على تعزيز الوساطة بين المستثمرين والمدخرين والمحصلة هي زيادة سيولة الاقتصاد، مما يؤدى إلى تدفق أكثر كفاءة للموارد وهو ما يسهم في تعبئة الأموال بالشكل المرغوب في الاقتصاد.[2] وأمام الغموض بشأن تأثير انفتاح حساب رأس المال من خلال الدراسات التجريبية المؤيدة أو النافية لهذا

[1] La Porta, Op. cit., p. 1137.

[2] Valpy FitzGerald, " Financial development and economic growth : a critical view," ***world Economic and Social Survey***, (2006), pp. 4-9, accessed 12/07/2012 http://www3.qeh.ox.ac.uk/pdf/qehwp/qehwps153.pdf

الجانب،[1] فإنه من الأفضل دراسته ضمن سياق البيئة القانونية حيث أن هذه الأخيرة من شأنها زيادة المكاسب المترتبة عن فتح حساب رأس المال.

كما يسمح الرصد المستمر للنظام المالي عبر التدقيق الدولي المعتمد على تحقيق المستويات العالية من التطور المالي، ومن الأدوات المساعدة على تحقيق هذه الغاية التزام البنوك بالتقييم حسب المعايير الدولية من طرف وكالات التصنيف الدولية، ومن خلال معايير بازل لتعزيز تنظيم رأس المال ويمكن لهذه التدابير تحسين الوضعية المالية للبلد.[2]

2. بيئة الأعمال

تعتبر بيئة الأعمال من بين المحددات المساعدة على تطوير القطاع المالي، فكفاءة هذا القطاع تنعكس على العناصر التالية:[3]

- توفر رأس المال البشري الذي يمثل كفاءة ومهارة العمال الذين يمكن استخدامهم من قبل القطاع المالي لتقديم خدمات مالية فعالة.
- وضعية رأس المال المادي الذي تمثله البنى التحتية المادية والتكنولوجية؛
- الجوانب الأخرى لبيئة الأعمال، كالسياسة الضريبية وتكاليف ممارسة الأعمال التجارية لمؤسسات الوساطة المالية.

وتساعد مهارة العمال في تحسين الخدمات المالية، إذ عززت الدلائل التجريبية من وجود علاقة بين رأس المال البشري والتطور المالي على نحو إيجابي.[4] فدرجة تدريب

---

[1] Dennis P. Quinn and A. Maria Toyoda, "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?," ***The Review of Financial Studies***, v 21 n 3, (2008), pp. 1403-05, accessed 10/05/2011 http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/40056854.pdf

[2] تعرف أيضًا بمؤسسات التصنيف الائتماني وهي مؤسسات خاصة تصدر تقييمًا للجدارة الائتمانية للمؤسسات أو الدول، ويؤثر هذا التصنيف على ثقة المستثمرين وعلى كلفة استدانتها من الأسواق المالية. ومن أبرز هذه الوكالات موديز Moody's، ستاندر أند بورز Standard & Poors وفيتش Fitch.

[3] Isabella Reuttner and Todd Glass, "The Financial Development Index 2012: Stalled Recovery In Search of Growth." In World Economic Forum, " The Financial Development Report 2012," p. 7, accessed 27/01/2014

http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf

[4] J. François Outreville, " Financial Development, Human Capital and Political Stability," No. 142, ***UNCTAD Discussion Papers,*** (October 1999), p. 5, accessed 21/05/2012 http://core.ac.uk/download/pdf/7043257.pdf

الموظفين ومشاريع البحث والتطوير وتوفر المدارس ذات التعليم النوعي والمستويات العالية للالتحاق بالتعليم العالي كلها عوامل مهمة لتحقيق المهارة للعامل.

وتعتبر البنى التحتية من المقاييس المهمة والمؤثرة في التطور المالي، فجودة الهياكل المتاحة للنظام المالي تزيد من عملية تراكم رأس المال الخاص والعمق المالي من خلال زيادة ربحية الاستثمار، خاصة البنى التحتية المتعلقة بتكنولوجيا المعلومات والاتصالات بما أنها أكثر ما يؤثر على القطاع المالي وتحديدًا على الشركات نظرًا لطبيعة وكثافة البيانات الخاصة بهم والواجب نشرها ضمن النظام المالي.[1]

ولقياس درجة قوة بيئة الأعمال في الاقتصاد فإن التكلفة المترتبة عن مختلف الأعمال التجارية تعتبر من أهم المؤشرات، وينطوي عن هذا الإجراء أيضًا كلفة بدء النشاط والتكاليف الناجمة عن ممارسة الأعمال الجديدة بالإضافة إلى وقت إنجاز تلك الأعمال، وقد أظهرت الأبحاث أن تكلفة ممارسة الأعمال التجارية هو السمة الحيوية لتحديد كفاءة المؤسسات المالية.[2] ويؤدي وجود بيئة عمل مثلى إلى أداء أفضل من المؤسسات المالية وهو ما يؤدي إلى درجة أعلى من التطور المالي. وتستند المتغيرات التي تقيس تكاليف ممارسة الأعمال التجارية إلى معايير البنك الدولي حول تكلفة بدء النشاط التجاري، وتكلفة تسجيل الملكية، وتكلفة تصفية النشاط التجاري.[3] فالزمن هو المحدد لمختلف هذه التكاليف أي الوقت اللازم لبدء النشاط التجاري أو لتسجيل ملكيته أو لتصفية الأعمال التجارية.

[1] Reuttner and Glass, Op. cit., p. 10

[2] **World Bank,** "Doing Business 2013: Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises," 10 th Ed, (Washington: World bank group, 2013), p. 15, accessed 16/06/2014 http://www.doingbusiness.org/~/media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB13-full-report.pdf

[3] Ibid. pp. 68-70

3. الاستقرار المالي

إن عدم استقرار النظام المالي أظهر تأثيره السلبي الشديد على النمو الاقتصادي في مختلف الأزمات المالية الماضية. فعدم الاستقرار هذا يمكن أن يؤدي إلى خسائر كبيرة للمستثمرين، بسبب المخاطر المصرفية النظامية، وأزمات الشركات، وأزمات العملة، وأزمات الديون السيادية. فتؤثر مخاطر أزمات العملة في سعر الصرف الحقيقي، وميزان الحساب الجاري، والدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى صافي الاستثمار الدولي وهو ما يعيق التطور المالي.

وتعتبر الأزمات المصرفية النظامية أحد رموز عدم استقرار النظام المصرفي وهي بمثابة أزمات متكررة عبر الزمن وتؤثر على قدرة تلك البنوك.[1] وبحسب الدراسات التجريبية، فإن البلدان التي مرت بالأزمات المصرفية النظامية أو تحملت درجة عالية من التقلبات المالية كانت أكثر عرضة لتأثيرات سلبية عميقة على المدى القصير فيما يتعلق بدرجة الوساطة المالية.[2] ويساعد الاستقرار المالي في المفاضلة بين المخاطر والعائد حيث أن استقرار وسلامة النظام المالي يسهم بدوره بشكل فعال في تحقيق التطور المالي.[3] فالتدابير المالية التي يعتمد عليها النظام المالي تسمح بتحقيق الحماية ضد المخاطر النظامية التي تشمل العوامل ذات الآثار المتسلسلة والتي قد تفضي إلى انهيار شامل للنظام المالي بسبب الارتباط المتبادل بين مختلف كياناته والتي قد يؤدي فشل أحدها إلى فشل النظام ككل.

---

[1] Luc Laeven and Fabián Valencia, "Systemic Banking Crises Database: An Update IMF," ***IMF Working Paper***, WP/12/163 , (June 2012), pp. 4-5, accessed 01/10/2013
https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf

[2] Loayza, Norman V. & Ranciere, Romain, "Financial Development, Financial Fragility, and Growth," ***Journal of Money, Credit and Banking***, Blackwell Publishing, vol. 38(4), (June 2006), pp. 1063-1064, accessed 01/10/2013 http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/3838993.pdf

[3] Claudio Borio, Craig Furfine and Philip Lowe," Procyclicality of the financial system and financial stability:" issues and policy options in Settlements, ***BIS Paper,*** Bank for International, Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability, BIS Paper No. 1. (March 1, 2001), pp. 42-43 www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf

كما تساعد التدابير المالية التي يوفرها النظام المالي في حماية المقرض من بعض السلوكيات الانتهازية، يحدث ذلك عند استغلال خصوصية بعض المعلومات التمويلية لأغراض ذاتية عبر إخفائها مما يؤثر على سلوك السوق بشكل عام.[1] ومن شأن الإجراءات المالية تعزيز كفاءة النظام المالي عبر الإشراف والتنظيم الجيدين وهو ما يساعد على استقرار النظام المالي، غير أن صرامة هذه الرقابة قد تكون ذات أثر عكسي من خلال إعاقة التطور والابتكار المالي.

ومن بين الأزمات التي من شأنها زعزعة الاستقرار المالي هي أزمات الديون السيادية،[2] التي تعرف بأنها إجمالي الدين العام كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. إذ تسعى جميع البلدان إلى الحفاظ على قدرتها على سداد ديونها بالكامل وفي الوقت المناسب حتى تضمن الاستقرار في التصنيفات الائتمانية السيادية، ويؤدي التصنيف الجيد إلى الاحتمال الضعيف لوقوع البلد المعني في مشكل سداد ديونه.

4. خدمات البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية والأسواق المالية

تعتبر البنوك من المحددات المهمة لتحديد مدى التطور المالي، فغالبية البلدان لا زالت تعتمد كليًا على القطاع المصرفي، فالبنوك قد تكون الضمانة للمدخرين عبر منحهم عائدات متنوعة ذات سيولة مرتفعة وأقل مخاطرة وعبر الاستثمارات غير السائلة ذات الآجال الطويلة.[3] وتقدم البنوك في الأنظمة المالية القوية المعاملات والمعلومات بتكاليف أقل ويتم تخصيص الائتمان بكفاءة خاصة الائتمان للقطاع الخاص والشركات المرشحة لتحقيق النمو

[1] Daron Acemoglu and Asuman Ozdaglar and Alireza Tahbaz-Salehi "Systemic Risk and Stability in Financial Networks," ***National Bureau of Economic Research***, Working Paper Series, 1872,(2013), p.23 http://www.nber.org/papers/w18727.pdf

[2] تمثل الديون السيادية (*Sovereign debt*)تلك الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة، وتتخذ أغلب هذه الديون شكل سندات، وقد تطرح الحكومات سندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين، وفي هذه الحالة يسمى الدين دينا حكوميا، أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، وغالبا ما تكون عملة دولية مثل الدولار أو اليورو، وفي هذه الحالة يطلق على الدين دينا سياديا. لتفاصيل أكثر، انظر:

Udaibir S. Das, Michael G. Papaioannou, and Christoph Trebesch, "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts," ***IMF Working Paper***, WP/12/203, (August 2012) www.un.org/esa/ffd/ecosoc/debt/2013/IMF_wp12_203.pdf

[3] Levine, " Financial Development …" op. cit., 692

الاقتصادي. ويعزز تخصيص القروض للمشاريع المحتملة من الابتكارات في البلد ويزيد في ثقة المتعاملين في الأعمال المستقبلية.

أما المؤسسات المالية غير المصرفية فتمارس بدورها التأثير على التطور المالي من خلال مساهمة السماسرة ومديري الأصول وشركات التمويل العقاري والبنوك الاستثمارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين، ويمكن أن تكون عنصرًا مكملاً هامًا للبنوك كما يمكنها أن تكون بديلاً محتملاً بالنسبة لهم.[1] ولا تقبل المؤسسات المالية غير المصرفية الودائع تحت الطلب ولكن توفر عددًا من الأدوات المالية الأخرى. ويبرز الدور المكمل للبنوك لهذه المؤسسات عبر سد الثغرات التي قد تواجه البنوك، وينشأ في الأنظمة المالية القوية تنافس بين البنوك والمؤسسات غير المصرفية فتسمح هذه المنافسة للطرفين بلوغ كفاءة أكبر في تلبية احتياجات السوق من خلال طرح الفرص الإقراضية ولا يمس ذلك المعروض النقدي لكنه يزيد من إجمالي القروض المطروحة في سوق القروض.

وتشمل أنشطة الوساطة المالية غير المصرفية مشاركتهم في أسواق الأوراق المالية، فضلا عن تعبئة وتخصيص الموارد المالية على المدى الطويل، كالأنشطة التأمينية. فتقوم المؤسسات المالية غير المصرفية بالاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة من السوق القصيرة الأجل والإقراض بمعدلات فائدة مرتفعة في المدى الطويل. ويؤدي ذلك إلى تدوير آجال القروض مقابل الفائدة المتحصل عليها.[2] ويكفل التنافس الذي ينشأ بين البنوك والمؤسسات غير المصرفية تحقيق التطور المالي.

وبدورها تساهم الأسواق المالية في تطوير القطاع المالي من خلال سوق الأوراق المالية بمختلف أقسامه التي تمت الإشارة إليها في المبحث الأول، وعبر منتجاته التقليدية

[1] Reuttner and Glass, Op. cit., p. 17

[2] Thorsten Beck, "Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes?," ***World Bank Policy Research,*** Working Paper Series 4656, (June 1, 2008). pp. 8-9, accessed 22/04/2014 http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-4656

والمستحدثة. أما سوق الصرف الأجنبية فيظهر تأثيره على التطور المالي في التعاملات الخارجية.

ثالثا، اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

لقد كان اتجاه العلاقة السببية بين تطور القطاع المالي والقطاع الحقيقي مثار جدلٍ واسعٍ بين الاقتصاديين لتحديد تأثير أيهما على الآخر. فقد أهمل بعض الاقتصاديين تلك العلاقة واعتبرت حيادية، أي أن النمو الاقتصادي مستقل عن التطور المالي لعدم توصلهم إلى وجود علاقة ذات دلالة قوية بينهما، على غرار ما توصل إليه Robert Lucas.[1] وأبرزت عدة أبحاث أن النمو الاقتصادي هو من يسبب تطور القطاع المالي سواء البنوك أو الأسواق المالية. ووفق هذا الاتجاه يحدث التطور المالي كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي الذي يلزم النظام المصرفي بتطوير خدماته وأدواته المالية، فيكون التمويل نتيجة طبيعية لمتطلبات القطاع الحقيقي وهي الفكرة التي ارتبطت بـ جوان روبنسون Joan Robinson في بداية الخمسينيات، حيث أشارت إلى أن الشركات هي من تقود إلى التمويل " where enterprise leads finance follows".[2] وتشير أعمال أخرى إلى تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي، فإنشاء ودعم المؤسسات المالية يسهم في توفير خدمات مالية متنوعة، وبالتالي زيادة حشد المدخرات وتوجيهها للقطاعات المنتجة، ومن أهم داعمي هذا الاتجاه هما Goldsmith و Gurley and Shaw.[3]

---

[1] Robert E. LUCAS, "On The Mechanics of Economic Development," **Journal of Monetary Economics**, 22, (1988), p. 6, accessed 08/04/2014
http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/0304393288901687/pdf?md5=c12fa9d2a8f0ea89d1b8f9ddb3a367c6&pid=1-s2.0-0304393288901687-main.pdf

[2] Joan Robinson, "The Generalization of the General Theory," in The rate of interest, and other essays. London: Macmillan, (1952), pp. 67–142. Review by: William Dugger, ***Southern Economic Journal***, Vol. 47, No 3, (Jan 1981)

[3] انظر:

- John G. Gurley And Edward S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development," Amer. Econ. Rev., 45(4), (Sept. 1955) pp. 515– 38, accessed : 21/02/2013
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/1811632.pdf
- Raymond Goldsmith, "Financial structure and development." New Haven, CT: Yale U. Press, (1969), Review by: J.R.S. Revell, ***The Economic Journal***, Vol. 80, No 318, (Jan, 1979)

وللتوفيق بين الاتجاهين السابقين، أي بين اتجاه العلاقة من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي أو العكس، ظهر اتجاه ثالث يعتمد على التفاعل الحاصل أثناء مراحل تطور كل من المؤسسات الاقتصادية والنظام المالي مما يجعل من العلاقة السببية ذات اتجاهين. فتطور الأسواق المالية والبنوك التي تعتمد في الأساس على نظام فعال يسمح بتطوير المؤسسات الاقتصادية، كما أن توسع نشاطات هذه الأخيرة ونموها يسهم في تطوير الوساطة المالية من خلال تحسين كفاءة مخصصات رأس المال، وهو ما يزيد بدوره من الطاقة الإنتاجية للمؤسسات الاقتصادية.

ويؤدي التطور المالي إلى تحقيق النمو الاقتصادي في المراحل الأولى للتنمية أي أن التطور المالي يسهم في زيادة العرض Supply Leading أو ما يعرف بالعرض المُوجه، فالابتكارات المالية تمثل فرصًا جيدة وجديدة للمدخر والمستثمر وهو ما يشجع النمو الاقتصادي. وعند بلوغ التطور المالي مستوى معين تتحول العلاقة من النمو إلى التمويل، حيث يستجيب النظام المالي للتطورات التي يشهدها الاقتصاد أي أن تطور المؤسسات المالية وخدماتها لن يكون في الواقع إلا تلبية لطلب مختلف الأعوان الاقتصاديين Demand following أي الطلب التابع.[1] وبشكل عام، فإنه لا يمكن إهمال العلاقة الموجودة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فالنظرية الاقتصادية والدلائل التجريبية تؤكد هذه العلاقة رغم الاختلاف الحاصل بين الاقتصاديين حول اتجاه العلاقة السببية.

خلاصة الفصل الأول

من خلال الفصل الأول تم التوصل إلى الدور البارز الذي يمثله النظام المالي عبر ما يقدمه من خدمات للاقتصاد، وذلك عن طريق حشد المدخرات، توفير السيولة، تحقيق اتساق المعلومات وإدارة المخاطر التمويلية.

[1] Philip Arestis & Panicos Demetriades, "Finance and Growth: Institutional Considerations, Financial Policies and Causality," ***Zagreb International Review of Economics and Business***, Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, vol. 2(1), , (May. 1999), pp. 37-62 http://hrcak.srce.hr/file/54562

ويتضمن النظام المالي جميع الإجراءات والهياكل المؤسسية والتنظيمية فضلاً عن ما يتيحه من أدوات مالية مختلفة. ويندرج ضمن النظام المالي أسلوبين أساسين عبر مختلف اقتصاديات العالم وهما الأسلوب المعتمد على القطاع المصرفي والأسلوب المعتمد على السوق المالي. ورغم تباين آراء المساندين لكلا الهيكلين الماليين إلا أن المناسب لأي اقتصاد هو تحقيق التكامل بين الأسواق المالية والقطاع المصرفي للاستفادة من المزايا التي يوفرها كل هيكل وتلافي عيوبهما. ولن يتحقق هذا التكامل إلا من خلال توفير البيئة الملائمة من إطار مؤسساتي متين، وتوعية لمختلف الأعوان الاقتصاديين عبر تشجيع ثقافة الادخار وإبراز أهم ما يوفره النظام المالي من تسهيلات للمتعاملين.

كما خلص الفصل الأول إلى تحديد الوظائف التي يقوم بها النظام المالي، وذلك من خلال توفير المعلومات والبيانات المختلفة المرتبطة بالاستثمار، والإدارة الحسنة للشركات عبر الرقابة التي يمارسها على المديرين وبالتالي تتبع مسار التمويل الممنوح لتلك الشركات، كما يعمل النظام المالي على استخدام الموارد المالية في القطاعات المنتجة وبالشكل الفعال. ويوفر القطاع المالي خدمات وأدوات مالية متنوعة خاصة في الأسواق المالية تساعد في التقليل من المخاطر عبر تقاسمها، كما يضمن النظام المالي تعبئة المدخرات وبالتالي استغلال الموارد المالية عبر تخصيصها.

ويتحدد التطور المالي لأي بلد من خلال جملة من المعايير تبرز من خلال البيئة المؤسسية عبر الدور الرقابي والتدابير الاحترازية التي يوفرها النظام المالي، وبيئة الأعمال من الظروف التي تسمح بتأهيل الرأس المال البشري وبالبنى التحتية التي توفرها خاصة فيما يتعلق بمجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. ومن الجوانب المهمة ضمن بيئة الأعمال هي الضرائب وتكاليف المشاريع التي تُظهر مدى تأثير القطاع المالي على التطور عبر هذين العنصرين.

ويمثل الاستقرار المالي أحد الانشغالات الهامة لتطوير القطاع المالي وذلك عبر التأقلم مع مختلف الأزمات التي قد يواجهها كأزمة العملة، أزمة الديون السيادية وأزمات الشركات التي تتعامل بشكل مباشر مع النظام المالي.

وما يمكن استخلاصه هو أن الجدل القائم حول سببية العلاقة بين النمو والتمويل يتضمن أربع اتجاهات رئيسية، وهي: حيادية العلاقة أي عدم وجود علاقة بين تطور القطاع المالي القطاع الحقيقي. وتمثل الاتجاه الثاني في أن تطور الأسواق المالية والبنوك يقودان إلى تحقيق النمو الاقتصادي. فيما جاء الاتجاه الثالث ليشير إلى ضرورة تعافي الاقتصاد عبر مؤسساته حتى يتبعه تطور في مختلف الخدمات التي يقدمها النظام المالي. أما الاتجاه الأخير فيعتمد على المرحلية في العلاقة ليتحقق بذلك اتجاه متبادل بين النمو والتمويل.

الفصل 2 : معايير التطور المالي والأداء الاقتصادي

الفصل الثاني:
معايير التطور المالي والأداء الاقتصادي

حظيت العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بالعديد من الدراسات، إذ اعتمدت حزمة من المعايير تقيس مدى تطور الأسواق المالية وتحدد مستوى القطاع المصرفي وتم ربطها بمقاييس أخرى لتحديد النمو الاقتصادي.

سيتم من خلال هذا الفصل التطرق في المبحث الأول لعرض أهم معايير التطور المالي من خلال أساليب قياس تطور السوق المالي وتحديدًا بورصة الأوراق المالية التي تشكل محور هذه المعايير كونها الأكثر وفرة مقارنة بالمقاييس الأخرى. إضافة إلى تحديد أهم المؤشرات المستخدمة لقياس تطور القطاع المصرفي.

أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة معايير النمو الاقتصادي وربطها بالمؤشر الشامل للتطور المالي. ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق لبعض مؤشرات قياس الأداء الاقتصادي عبر عرض مفهوم النمو الاقتصادي وطرق قياسه، ثم عرض طرق أخرى لقياس الأداء الاقتصادي التي استخدمتها الدراسات التجريبية وهي الرأسمال البشري والرأسمال المادي؛ إنتاجية عناصر الإنتاج؛ وتراكم رأس المال الثابت. وخصص نهاية المبحث للمعيار المالي الشامل الذي يضم مختلف المعايير الكمية والنوعية المحددة للتطور المالي.

ويعالج المبحث الثالث النموذج الخاص بالنمو الاقتصادي وعلاقته بالتطور المالي، فأغلب نماذج النمو الاقتصادي، سواء نماذج النمو الخارجي أو الداخلي، لم تشر بشكل واضح لدور القطاع المالي في النمو. ليتم فيما بعد ذلك التطرق للأساليب القياسية التي تربط بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

المبحث الأول : معايير التطور المالي

أتاحت الأدبيات المالية دراسات عديدة حول التطور المالي، غير أنها كانت تهتم بالدرجة الأولى بالنظام المصرفي، لتمتد إلى دراسة تطور الأسواق المالية. وعادة يعتمد العمل التجريبي على مؤشرات معيارية لقطاع عريض من البلدان ويؤدي توافر مقاييس على مدار فترات زمنية طويلة إلى مقارنة وتحليل التطور عبر البلدان وعبر الزمن.

ويركز التطور المالي على طبيعة الترابط بين مختلف أنشطة المؤسسات التي يتم تمويلها. ولا يمكن بأي حال من الأحوال قياس مدى تطور القطاع المالي من خلال أحد المعايير بشكل منفرد ولكن يستوجب دمجها ببعضها حتى تكون النتائج المتحصل عليها ذات دلالة.

وفي هذا المبحث سيتم عرض أهم المعايير المستخدمة في قياس تطور الأسواق المالية والقطاع المصرفي مع عرض لتطور هذه المعايير في بعض المناطق عبر العالم.

أولاً، معايير تطور البورصات

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل. ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي كانت البنوك التجارية تهيمن على القطاع المالي. ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليين ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد كان الاقتصاديون يعتمدون على مجموعة من المعايير تتمثل في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization وعدد الشركات المدرجة في البورصة)؛ وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)؛ وكفاءة البورصة من خلال معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية).[1] ونظرًا لأهمية نشاط السوق الثانوي في ضمان استمرارية السوق الأولي، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات.

1 Asli Demirguç-kunt, Ross Levine, "Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview", ***The World Bank Economic Review, Working Paper***, vol. 10,No 2, (May, 1996), p. 232, accssed: 11/2/2010 http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/3990061.pdf

1. معدل رسملة البورصة

يعتبر هذا المعيار من المعايير التي تقيس حجم السوق المالي في البلد. إن رسملة البورصة التي تعرف أيضًا بالقيمة السوقية، هي سعر السهم في نهاية الفترة مضروبًا في عدد أسهم الشركات المحلية المدرجة في البورصة. ولا تشمل هذه الشركات شركات الاستثمار، أو صناديق الاستثمار المشترك، أو صناديق المعاشات. وترتبط القيمة السوقية بإجمالي الناتج المحلي. ويفترض هذا المقياس وجود ارتباط إيجابي بين حجم البورصة ونموها. غير أن ذلك قد لا يكون صحيحًا على الدوام، فقد تكون البورصة ذات حجم كبير من حيث عدد الشركات المنضوية فيها فتزداد رسملتها، لكنها قد لا تكون على قدر عالٍ من الكفاءة في ممارسة وظائفها، كما قد تكون البورصة متطورة رغم صغر حجمها. فعلى الرغم من تميز بلجيكا بالتطور المالي مقارنة بالبحرين إلا أن هذه الأخيرة يفوق معدل رسملة البورصة فيها ذلك المسجل في بلجيكا.[1]

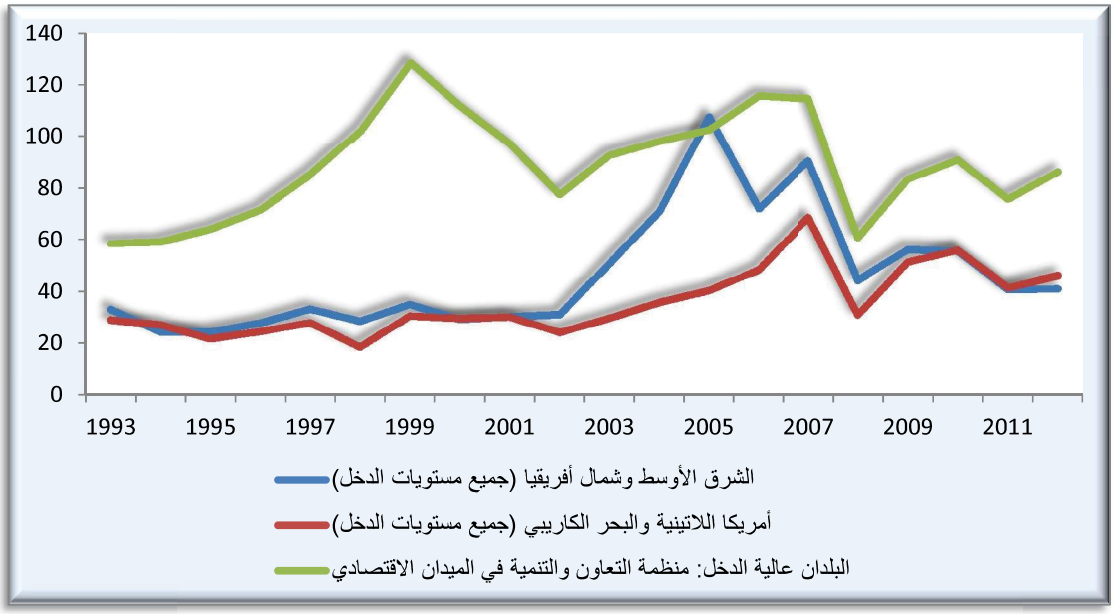
ومنذ تسعينيات القرن العشرين شهد هذا المؤشر تطورًا مطردًا عبر العالم، خاصة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. وهذا ما يمكن تفسيره بإنشاء تلك الدول بورصات جديدة ودعم البورصات القائمة. وقد بلغت هذه النسبة ذروتها سنة 2005 بتجاوز متوسط دول المنطقة حاجز 100% بقليل، متخطية بذلك لأول مرة النسبة المسجلة في بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي OECD. وفي أعقاب الأزمة المالية التي شهدها العالم سنة 2008، انخفض هذا المؤشر بشكل ملحوظ مما يفسر بعدم الثقة في البورصات العالمية في تلك الفترة نتيجة الانخفاضات الحادة التي شهدتها مثلما يوضحه الشكل 2-1.

[1] **World Bank**, World Development Indicators, (Washington: World Bank Press,, 2014), http://data.worldbank.org/products/wdi

الشكل 2—1

الرسملة السوقية للشركات المحلية المدرجة لبعض المناطق عبر العالم

(٪ من إجمالي الناتج المحلي)



المصدر: اعتمادًا على بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

وتعتبر الشركات المحلية المدرجة في البورصة من معايير الحجم أيضًا، وهو ما يمثل إقبال تلك الشركات على التمويل من خلال السوق المالي عبر الإصدارات في السوق الأولي واستقطاب المدخرين من خلال السوق الثانوي، وعادة ما يربط هذا المعيار من خلال نصيب الفرد من الشركات المدرجة في البورصة. ووفق هذا المعيار، فإن منطقة أوروبا وآسيا الوسطى* يحظى الفرد فيها بعدد أكبر من الشركات فاقت في العشرية الأولى من القرن الواحد والعشرين المتوسط العالمي، في حين استقر نصيب الفرد من الشركات المدرجة في البورصة في باقي مناطق العالم بين 2.68 و6.86 لكل مليون نسمة، كما يشير إليه الجدول 2-1.

* * تضم هذه المنطقة ، وفق تصنيف البنك الدولي، عشرون دولة تمثل البلدان المنبثقة عن تقسيم الاتحاد السوفييتي ويوغسلافيا، منها: أوكرانيا، بيلاروسيا، صربيا، البوسنة والهرسك بالإضافة إلى تركيا، بلغاريا وألبانيا.

جدول 2—1

الشركات المدرجة لكل مليون نسمة لبعض المناطق عبر العالم

السنة / المنطقة	شرق آسيا والهادئ	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	أوروبا ووسط آسيا	أمريكا اللاتينية والكاريبي	العالم
1998	6,86	4,32	3,58	4,23	12,18
1999	6,36	4,65	4,58	3,70	12,54
2000	4,52	4,61	4,99	3,46	13,27
2001	2,93	4,76	5,22	3,35	10,59
2002	2,90	4,83	8,96	3,39	10,13
2003	2,83	5,40	18,70	4,17	11,66
2004	2,77	5,93	16,27	4,32	11,89
2005	2,74	5,99	27,27	4,12	11,18
2006	2,72	4,74	11,66	3,66	11,61
2007	2,72	4,89	7,82	3,27	11,04
2008	2,70	4,90	5,43	2,62	11,48
2009	2,68	4,58	10,78	3,17	11,03
2010	3,16	4,58	10,49	3,20	10,66

Source: Martin Čihák, Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine, "Benchmarking Financial Systems Around the World." ***World Bank Policy Research***, Working Paper 6175, World Bank, Washington, D.C. 2012.

وترتبط الرسملة بمعيار التركيز للسوق Market concentration أي توزيع القيمة السوقية لأسهم الشركات المحلية على أكثر 10 شركات تداولاً. فعلى المستوى النظري يتيح هذا المعيار معرفة مدى تحكم الشركات الكبرى في رسملة السوق.[1] ويؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى تزايد المخاطر المرتبطة بالتعامل في البورصة المعنية وهي الحالة السائدة في أغلب البورصات الناشئة، في حين يؤشر انخفاض هذا المعيار إلى التنويع المتاح في السوق والذي يسمح في النهاية بتقليل المخاطر عبر توظيف المدخرات على أوراق مالية مختلفة.

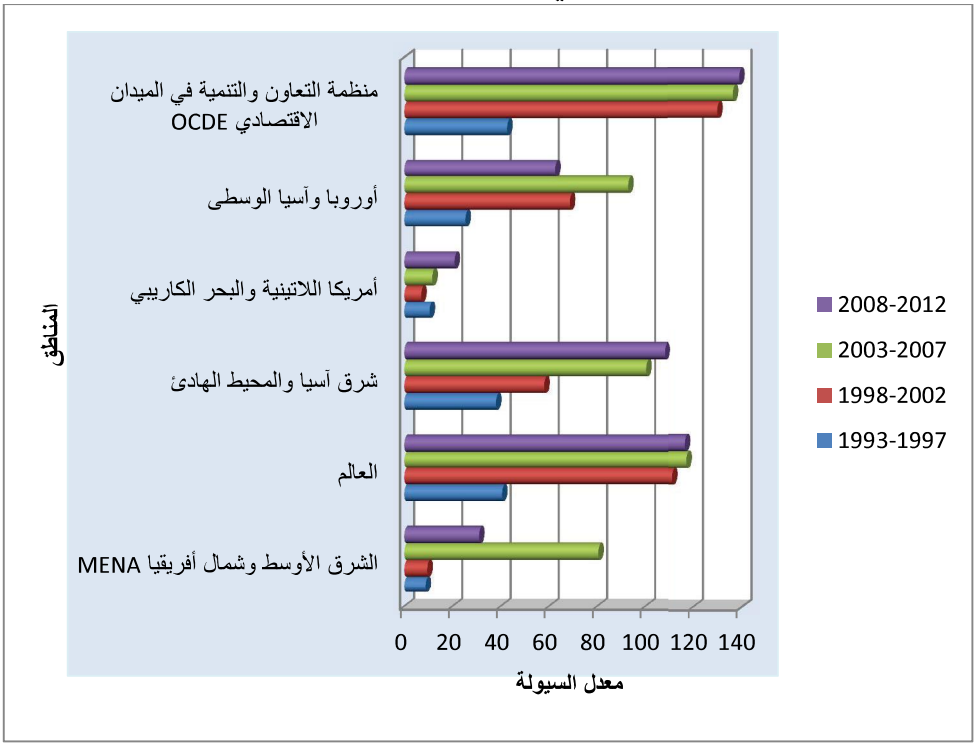
[1] World federation of exchange, Statistics Definitions and Examples, p.6, http://www.world-exchanges.org/statistics/statistics-definitions

2. معدل التداول في البورصة

يمثل هذا المعيار الأسهم المتداولة أي القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة أثناء الفترة. ويكمل هذا المؤشر نسبة رسملة السوق بإظهاره تطابق حجم السوق عن طريق المتاجرة. وما يعاب على هذا المؤشر هو عدم الأخذ بعين الاعتبار التكاليف المباشرة للتعاملات أو عدم التقدير المرتبط بتبادل القيم في البورصة كعدم اليقين الذي يطبع تلك التعاملات. كما أن ارتفاع هذا المؤشر قد يكون نتاج ارتفاع أسعار الأوراق المالية وليس إلى تحسن حجم التبادل في البورصة أي عدد الصفقات المتبادلة فعليًا خلال الفترة.[1]

الشكل 2—2

قيمة التداول في بعض المناطق عبر العالم



المصدر: اعتمادًا على بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

[1] Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith, Ross M. Starr, "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth," ***Journal of Economic Theory,*** Volume 67, Issue 1, (October 1995), pp. 153–177, http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0022053185710691/pdf?md5=ff64c5a02be88c366529be60b788ab71&pid=1-s2.0-S0022053185710691-main.pdf

ويشير الشكل 2-2 إلى ارتفاع هذا المؤشر في عدة مناطق عبر العالم في الفترة الممتدة من 2003 إلى 2007، ويعود ذلك إلى التطورات التي حصلت في المجال التكنولوجي الذي سهل من عمليات التداول في مختلف البورصات. كما يوضح هذا المعيار ضعف نشاط السوق المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إذ لم يتجاوز حاجز 80% بسبب اعتماد أغلب الدول المشكلة لهذه المنطقة على القطاع المصرفي وضعف الآليات المنظمة للسوق المالي في أغلب تلك الدول.

وعرفت الفترة الممتدة بين 2008-2012 ارتفاع حصة الأسهم المتداولة نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي في أغلب المناطق، ومرد ذلك استعادة البورصات المعنية عافيتها وهو حال منطقة أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي أين تجاوزت هذه النسبة ما كان مسجلاً قبل الأزمة المالية لسنة 2008.

3. معدل دوران الأسهم

معدل الدوران Turnover هو القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة أثناء الفترة مقسومة على متوسط رسملة السوق لهذه الفترة. ويُحسب هذا الأخير على أنه متوسط قيم نهاية الفترة الحالية والفترة السابقة. وفضلاً عن كونه مقياس آخر للسيولة، فإنه يمثل أداة مهمة لتقدير مدى كفاءة البورصة.[1] ويكون السوق النشط وذو الحجم الصغير بمعدل دوران مرتفع لكن بقيمة تداول منخفضة،[2] وبالتالي فإن هذا المعيار يجب أن لا يُعتمد عليه بمعزل عن باقي المعايير حتى تكون النتائج أكثر دقة.

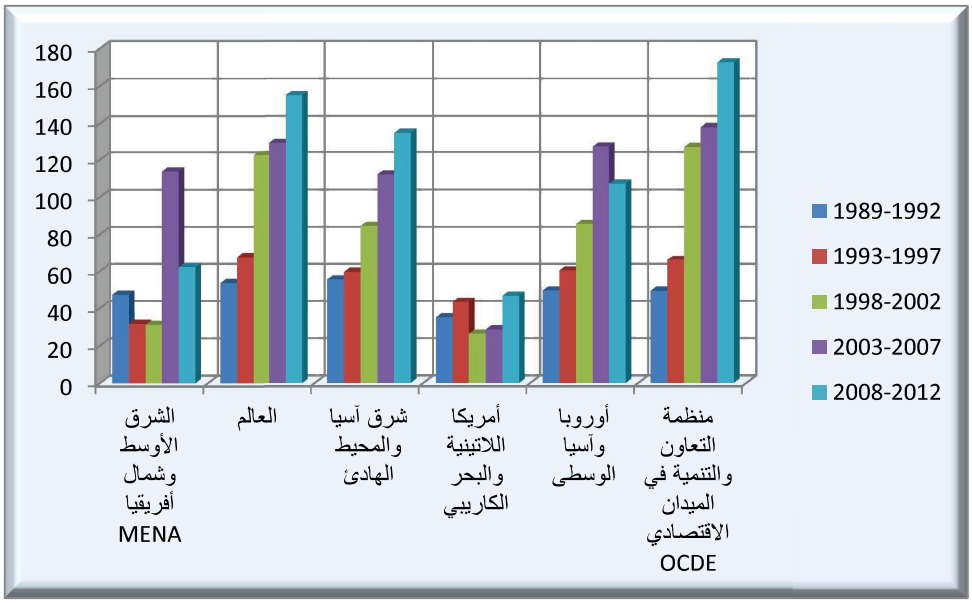
ويشير الشكل 2-3 إلى احتلال بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية ومنطقة شرق آسيا الريادة من حيث هذا المعيار مما يدل على كفاءة أسواقها المالية وسرعة التداول بها.

[1] World federation of exchange, Op. cit, p. 6

[2] Ross Levine and , Sara Zervos, "Capital Control Liberalization and Stock Market Development," World Development, ***Elsevier***, vol. 26(7), (July 1998), pp. 1170-1171.
http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0305750X98000461/pdf?md5=31d69549076ec2986ccec95e44cc2e85&pid=1-s2.0-S0305750X98000461-main.pdf

الشكل 2—3

معدل الدوران في بعض المناطق عبر العالم



المصدر: اعتمادًا على بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

ويعتبر التحول الذي شهدته مختلف البورصات من حيث نظام التداول من الأسباب الرئيسية التي ساعدت على ارتفاع هذا المعدل. فنظام التداول الالكتروني الذي تم اعتماده سمح بتسجيل حجم كبير من الصفقات مع تقليل تكاليف المعاملات.

ومن بين المعايير المستخدمة في قياس كفاءة البورصة يشير الاتحاد الدولي للبورصات World Federation of Exchange إلى مؤشرات تقلب أسعار الأسهم الريادية A blue chip index الذي يقيس تحركات أسعار مجموعة مختارة من الأسهم القيادية.[1] ويسمح هذا المؤشر بالمساهمة في اندماج البورصة المحلية مع البورصات العالمية إذا كان يعكس تقلبات قليلة في الأسعار، كما يتيح للمتعاملين في المشتقات المالية بناء العقود المرتبطة بتلك المشتقات تكون الأسهم القيادية المشار إليها آنفًا أساسا لها.

ويلخص الجدول 2-2 مختلف معايير تطور البورصات عبر العالم حيث يبدو جليًا التباين بين مختلف مناطق العالم من معيار لآخر. بالنسبة لمعيار حجم البورصة ارتفعت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في جميع المناطق العالم باستثناء أروبا وآسيا الوسطى.

[1] World federation of exchange, Op. Cit., p. 22

وعلى الرغم من هذا الارتفاع، فإن بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تبقى أقل المناطق عبر العالم من حيث رسملة السوق، ومن بين أسباب انخفاض هذا المعيار هو قلة الشركات المدرجة. والملاحظ في هذا الشأن هو ارتفاعه في منطقة إفريقيا جنوب الصحراء* ومرد ذلك الحصة الكبيرة من هذه النسبة التي تستحوذ عليها بورصتي جنوب إفريقيا ونيجريا المتطورتين نسبيًا.

جدول 2—2
المؤشرات الكمية لتطور الأسواق المالية

	رسملة البورصة				سيولة البورصة: القيمة المتداولة من الأسهم كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي		معدل الدوران: القيمة المتداولة من الأسهم كنسبة من رسملة البورصة		الشركات المحلية المدرجة	
	بملايين الدولارات		كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي							
	2005	2012	2005	2012	2005	2012	2005	2012	2005	2012
العالم	43209736	53163894	93.7	74.2	102.8	69.4	116.5	99.8	50936	47520
شرق أسيا والمحيط الهادي	1212704	5263020	40.0	51.5	25.5	61.9	68.4	127.7	3931	5311
أوروبا وآسيا الوسطى	262863	40973	28.3	25.5	25.0	22.7	109.6	98.3	6224	2506
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	891343	2217020	36.2	42.3	9.5	18.8	30.7	46.7	1243	1208
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	90243	265561	27.4	26.9	3.7	5.5	39.3	17.9	1637	1012
جنوب آسيا	60911	1345697	58.8	58.6	55.7	28.3	111.6	53.2	605	6496
إفريقيا جنوب الصحراء	605113	732438	128.2	67.0	43.2	29.2	37.3	47.2	911	923

المصدر: بالاعتماد على:
World Development Indicators 2014, THE WORLD BANK, Last updated date 12/16/2014

وما يميز مؤشري السيولة في الجدول 2—2 هو ارتفاعه بشكل ملفت في منطقتي شرق آسيا والمحيط الهادي، وأمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي حيث تجاوزت الضعف بقليل، في حين استقرت سيولة البورصة بين سنتي 2005 و2012 في باقي مناطق العالم – باستثناء جنوب آسيا– كون تلك المناطق لم تتعاف بشكل كامل من آثار الأزمة المالية

* تضم هذه المنطقة وفق تصنيف البنك الدولي جميع البلدان الأفريقية باستثناء بلدان شمال إفريقيا (المغرب، الجزائر، تونس، ليبيا ومصر)

مما انعكس سلبًا على نشاط البورصات بها رغم ارتفاع عدد الشركات المحلية المدرجة خلال نفس الفترة.

وبالإضافة إلى ما ورد من معايير حول تطور الأسواق المالية، هناك معايير أخرى مثل رسملة السندات سواء الخاصة أو العامة كحصة من إجمالي الناتج الإجمالي، أو إصدارات السوق الأولي من الأوراق المالية، غير أن استخدامها في مختلف الدراسات يتم على نطاق ضيق نظرًا لقلة البيانات المتوفرة حولها خاصة في البلدان النامية.

ثانيًا، معايير تطور القطاع المصرفي

تمثل هذه المعايير إمكانية الحصول على التمويل من القطاع المصرفي ومدى توفر الائتمان وتكلفة الخدمات المترتبة عنه وهي من الأمور ذات الأهمية البالغة لتطوير القطاع المالي. وما من شك في أن ضخ الأموال من القطاع المصرفي يساهم في تمويل الإنتاج والاستهلاك وتكوين رأس المال، وهذا يؤدي بدوره إلى تعزيز النمو الاقتصادي. وتشير الأدبيات المالية إلى وجود العديد من المعايير المستخدمة في قياس تطور القطاع المصرفي، إذ تصنف بدورها إلى معايير للحجم، للنشاط وللكفاءة.[1] غير أنه وبسبب صعوبة جمع البيانات حولها خاصة لفترات طويلة في البلدان النامية، فإن استخدامها بين الباحثين في إنجاز دراساتهم التجريبية تتم بحسب ما هو متاح. وفيما يلي عرض لأهم معايير تطور القطاع المصرفي:

1. الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص

يشير الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص Domestic credit to private sector (% of GDP) كنسبة مئوية إلى الموارد المالية المتاحة للقطاع العائلي والشركات الخاصة كالقروض، ومشتريات الأوراق المالية غير أسهم رأس المال، والاعتمادات التجارية، والحسابات المدينة الأخرى التي تشكل أساساً للمطالبة بالسداد.[2] وتتضمن هذه

[1] Ross Levine and Sara, Zervos, "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," American Economic Review, American Economic Association, vol. 88(3), (June 1998), p. 540, accssed: 13/02/2009 http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/116848.pdf

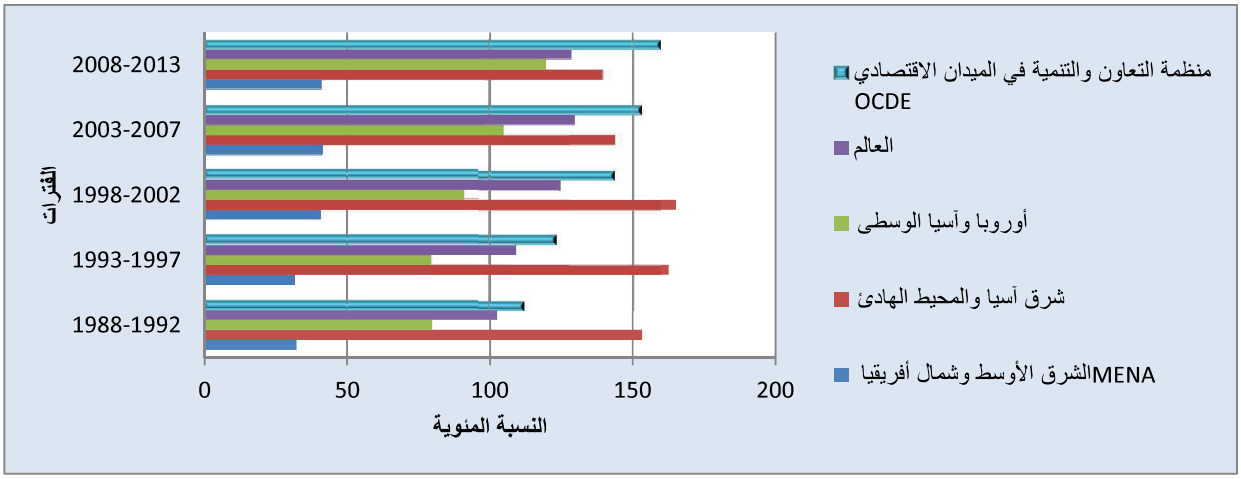
[2] International Monetary Fund, "Financial Sector Assessment: A hand book," (2005), p. 101 http://www.imf.org/external/pubs/ft/fsa/eng/

المطالبات بالنسبة لبعض البلدان الائتمان الموجه للشركات العامة أي تلك المملوكة للدولة بشكل كلي أو جزئي.[1] ويعتبر هذا المعيار أحد المؤشرات الهامة لقياس مستوى الوساطة المالية في الاقتصاد ولتحديد كفاءة الجهاز المصرفي. وتتجلى أهمية هذا المقياس كونه يسمح بإعطاء نظرة حول درجة تأثير القطاع المصرفي الرسمي على الاقتصاد.

ووفق هذا المعيار، يقتصر تطور القطاع المصرفي على ما تمنحه تلك المصارف من قروض للقطاع الخاص، دون الأخذ في الحسبان ما تمنحه الحكومة لهذا القطاع.[2] كما تستثنى القروض التي يصدرها البنك المركزي، مما يجعله المعيار الأكثر دقة لقياس المدخرات التي يمنحها الوسطاء الماليين للقطاع الخاص. والافتراض السائد هو أن القروض تمنح للاستثمارات المجدية التي يترتب عنها عائدات مرتفعة وهذا ينعكس بدوره على الاستثمار والإنتاجية.[3] ومن هنا يتضح بأن هذا المعيار يعتبر مؤشرا ماليا مهمًا لنشاط الوسطاء الماليين.

الشكل 2—4

الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص في بعض المناطق عبر العالم



المصدر: اعتمادًا على بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

[1] Ross Levine et al, "Financial intermediation and growth: Causality and causes," ***Journal of Monetary Economics***, Elsevier, vol. 46(1), (August.2000), pp. 37-38, accessed: 06/02/2011 http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0304393200000179/pdfft?md5=14e2f25459ecc5d1d80076ec77cba163&pid=1-s2.0-S0304393200000179-main.pdf

[2] Thorsten Beck & Ross Levine, "Stock markets, banks, and growth: Panel evidence," ***Journal of Banking & Finance***, Elsevier, vol. 28(3), (March. 2004), p. 428, accessed: 06/02/2011 http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0378426602004089/pdfft?md5=1ad71b12db9c7d2ff7e0b2101a1a33d3&pid=1-s2.0-S0378426602004089-main.pdf

[3] king and Levine, op cit, p. 5

ويظهر الشكل 2-4 مدى مساهمة البنوك في تمويل القطاع الخاص وتحديدًا في منطقتي منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي ومنطقة شرق آسيا، بينما لم تتجاوز الموارد المالية الممنوحة للقطاع الخاص في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا 50% من إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة الممتدة من 1988 إلى 2013، مما يعني صعوبة حصول المستثمر على التمويل المصرفي في تلك المنطقة (باستثناء البلدان الخليجية التي تمنح تسهيلات أكبر).

وتجدر الإشارة إلا أنه في الاقتصاديات النامية (التي لا تزال في مرحلة مبكرة من التطور المالي) تتقارب فيها البيانات الخاصة بإجمالي الائتمان المقدم للقطاع الخاص مع الائتمان المقدم من البنوك وذلك لأنها العنصر المهيمن في القطاع المالي، وكون الأسواق المالية بها في مراحلها الأولى. وعلى النقيض من ذلك، فإن حصة البنوك من الائتمان الإجمالي المقدم للقطاع الخاص في منطقة شرق آسيا والمحيط الهادي آخذة في الانخفاض لمصلحة المؤسسات المالية الأخرى كشركات بطاقات الائتمان، ومؤسسات التأجير، التي توسعت في الخدمات المالية المقدمة للقطاع الخاص.

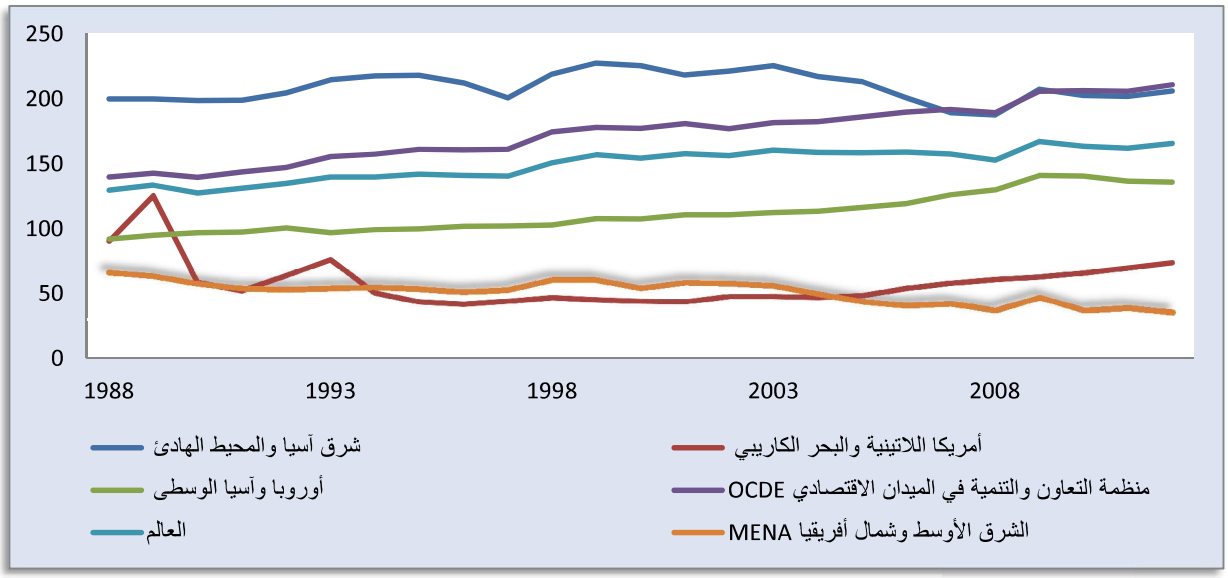
2. الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي

يشمل الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي Domestic credit provided by financial sector (% of GDP) كل الائتمان المقدم إلى القطاعات المختلفة باستثناء الائتمان المقدم للحكومة المركزية لأنه ائتمان صافٍ. ويشمل القطاع المصرفي سلطات النقد والبنوك المتلقية للودائع النقدية، وأيضًا المؤسسات المصرفية الأخرى حيث تتوافر البيانات (بما في ذلك المؤسسات التي لا تقبل الودائع القابلة للتحويل ولكنها تتحمل التزامات مثل الودائع لأجل والودائع الادخارية).[1] وتشمل أمثلة المؤسسات المصرفية الأخرى: المؤسسات الادخارية ومؤسسات قروض الرهن العقاري والبنوك الممولة للبناء.

[1] صندوق النقد الولي، **دليل الإحصاءات المالية والنقدية**، (واشنطن: صندوق النقد الدولي 2000)، ص.ص 16-23

الشكل 2—5

تطور الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي في بعض المناطق عبر العالم



المصدر: تجميع من بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

ويشير الشكل 2–5 إلى تطور الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي. ويمكن تصنيف هذا التطور إلى ثلاث مستويات يضم المستوى الأول منه كل من منطقتي شرق آسيا والمحيط الهادئ ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي أين تجاوزت الائتمانات الممنوحة من القطاع المصرفي نسبة 200 % من إجمالي الناتج المحلي.

وضم المستوى الثاني منطقتي الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وأمريكا اللاتينية وبحر الكاريبي حيث كان التمويل الممنوح من القطاع المصرفي في حدود 80%، في حين كانت نفس النسبة في منطقة أوروبا وآسيا الوسطى وهي منطقة المستوى الثالث والذي تطورت بشكل لافت، واذا استمر هذا التطور بنفس الوتيرة فمن المتوقع أن تبلغ نسب مساهمة القروض الممنوحة من القطاع المصرفي ما تمنحه بلدان المستوى الأول.

3 الالتزامات السائلة وإجمالي الودائع

تعتبر الالتزامات السائلة وإجمالي ودائع البنوك من المعايير التي تقيس مقدرة البنك على الالتزام والتعبئة تجاه المتعاملين مع الجهاز المصرفي. وتمثل الموجودات كنسبة من إجمالي الناتج المحلي والتي تعرف كذلك بالرمز (M3) مجموع العملة والودائع التي

بالبنك المركزي (M0)، إضافة إلى الودائع القابلة للتحويل والعملة الإلكترونية (M1). ويضاف إلى ذلك الودائع لأجل والمدخرات، والودائع بالعملة الأجنبية القابلة للتحويل، وشهادات الإيداع، واتفاقيات إعادة شراء الأوراق المالية (M2)، فضلاً عن الشيكات السياحية، والودائع لأجل بالعملة الأجنبية، والأوراق التجارية، وأسهم صناديق الاستثمار المشتركة أو صناديق السوق التي بحوزة أطراف مقيمة، ويقيس هذا المعيار العلاقة بين المجملات النقدية وإجمالي الناتج المحلي.[1] ويسمح بإعطاء فكرة حول عمق القطاع المالي والتطور المالي، كما يسمح هذا المقياس بتحديد معدل سيولة الاقتصاد. ويتجه هذا المعدل للارتفاع عند تطور النظام المالي، لتصبح الأدوات الادخارية متاحة للمتعاملين في النظام المالي وبالتالي ازدياد سيولة الاقتصاد. أما في حالة تزايد أشكال الادخار غير الموظف لدى البنوك، فإن هذا المعدل يؤول للانخفاض.

وكغيره من مؤشرات التطور المالي، فإن الأخذ بنتائجه بشكل منفرد قد يقود إلى تحليلات خاطئة. فعلى المستوى النظري، فإن ارتفاعه دليل على سيولة الاقتصاد، غير أن النظام المالي قد يتطور بشكل عام رغم انخفاض الالتزامات السائلة فيه، وهي الحالة التي تتاح فيها للمتعاملين الاقتصاديين بدائل لتوظيف أموالهم في المدى الطويل عوضًا عن التوظيفات السائلة قصيرة الأجل.

[1] تمثل قيم المعروض النقدي (M0، M1، M2، M3، M4) أهم المؤشرات الاقتصادية. التي تسمح بحساب إجمالي العرض النقدي للدولة. لتفاصيل أكثر، انظر:

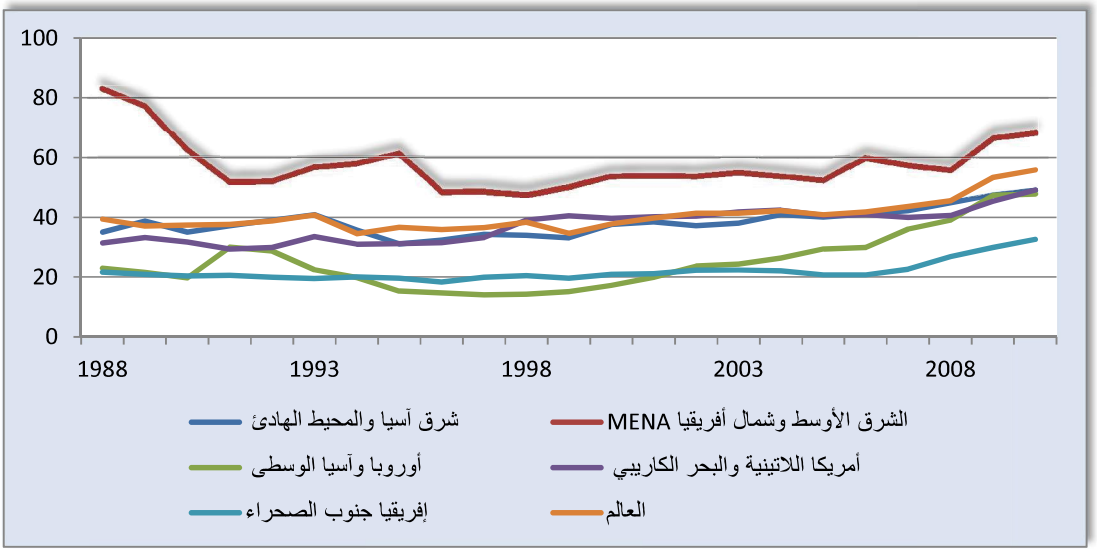
Yueh-Yun C. O'Brien, "Measurement of Monetary Aggregates Across Countries," ***Finance and Economics Discussion Series***, Federal Reserve Board, Washington, D.C.(November 2006), pp 1-32

www.federalreserve.gov/pubs/feds/.../200702pap.pdf

الشكل 2—6

تطور الالتزامات السائلة (M3) في بعض المناطق عبر العالم

(كنسبة من إجمالي الناتج المحلي)



المصدر: تجميع من بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

وقد لا يعطي هذا المؤشر صورة واضحة عن مدى تطور القطاع المصرفي كون نسبة مرتفعة من المجملة النقدية (M2) تتم نقدًا وليس عن طريق الخدمات المصرفية وهي الحالة السائدة في العديد من البلدان النامية.[1] وهو ما يفسر ارتفاع هذا المؤشر بشكل ملحوظ في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مقارنة بباقي المناطق مثلما يوضحه الشكل 2—6، مدعومة كذلك بالارتفاع الحاد في أسعار النفط التي ساعدت في وفرة السيولة وبالتالي نمو الائتمان.

أما إجمالي الودائع فتقيس قدرة البنوك على حشد المدخرات بمختلف أنواعها كالودائع تحت الطلب وودائع التوفير وهو الصورة التقليدية من صور تعبئة المدخرات، وهذا يفسر ارتفاع هذا المؤشر في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أيضًا مقارنة بباقي

[1] Panicos O Demetriades & Khaled A Hussein, "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries," ***Journal of Development Economics***, Elsevier, vol. 51(2), (December 1996), pp 389-390, accessed: 7/02/2011
http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S030438789600421X/pdf?md5=2be8f0771c0b74e489329b966ce31bdf&pid=1-s2.0-S030438789600421X-main.pdf

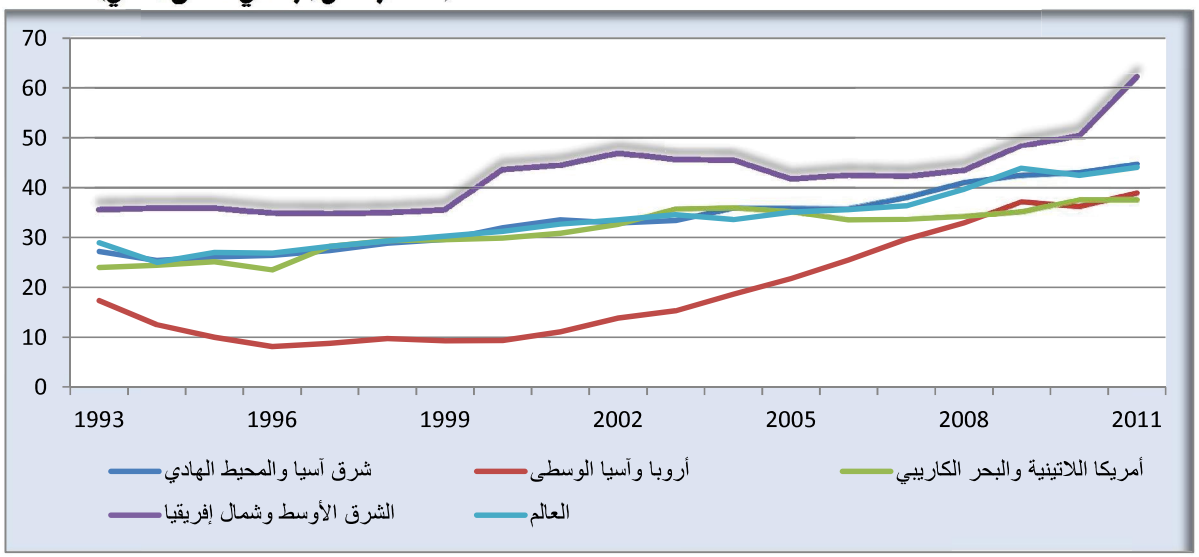
المناطق التي تتوفر لديها بدائل أخرى لجمع المدخرات توفرها الأجهزة غير المصرفية.[1]

وهو ما يوضحه الشكل 2-7.

الشكل 2—7

إجمالي الودائع إلى الناتج الإجمالي المحلي في بعض المناطق عبر العالم

(كنسبة من إجمالي الناتج المحلي)



المصدر: تجميع من بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

ويمكن الإشارة أيضًا إلى مؤشر M2/M1 والذي يقيس درجة استقطاب المدخرات من طرف النظام المالي فهذا المقياس يسمح بتحديد سرعة تطور النظام المالي عبر الزمن، على اعتبار أنه كلما زادت الثقة في النظام المصرفي تبعها اتاحة المدخرات المالية وارتفع هذا المعدل بسبب تحول المدخرات من الفترات القصيرة إلى الفترات الطويلة الأجل.

4 هامش سعر الفائدة

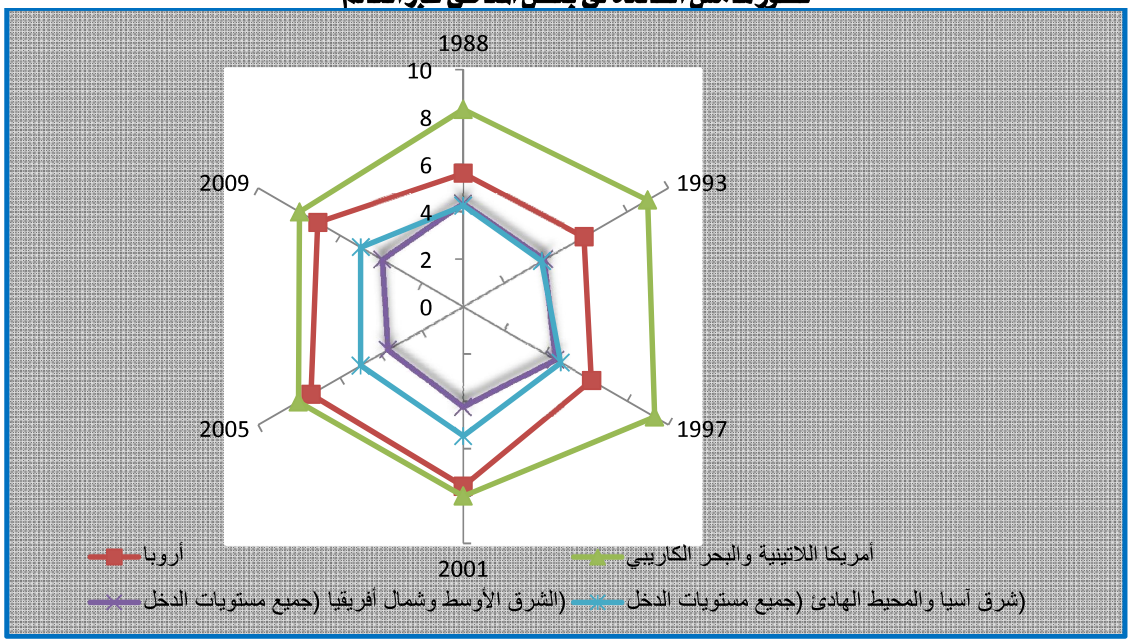
يسمح تحرير معدلات الفائدة بتخفيض الهوامش أي الفرق بين الفائدة على الإقراض والفائدة على الاقتراض، فيشير هذا المقياس إلى مستوى تنافسية وكفاءة القطاع المصرفي، كما يستدل منه على انخفاض علاوة المخاطرة على الائتمان ومن ثم تحسين الثقة بين البنوك والمستثمرين.

[1] صندوق النقد الدولي، المرجع السابق، ص 23

ويتأثر مستوي هامش سعر الفائدة من خلال تأثير البيئة الاقتصادية الإجمالية كمعدل التضخم وأسعار الصرف بالإضافة إلى الاستقرار الاقتصادي، كما يتأثر هذا الهامش بدرجة المنافسة في القطاع المصرفي فضلاً عن طبيعة النشاط المصرفي بين المصارف الاستثمارية والتجارية وغيرها من الأنشطة، وهذا يفسر التفاوت في هامش الفائدة بين بلد وآخر وبين مصرف وآخر في داخل نفس البلد.

والمتأمل في الشكل 2-8 يلاحظ ارتفاع هامش سعر الفائدة في منطقة أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي وقد يفسر ذلك بفرض المصارف لهوامش ربح تعسفية تضر بالمودعين والمقترضين على حد سواء.[1] أما في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي كان فيها الهامش منخفضًا بشكل كبير فيغلب عليه تأثير المصارف الخليجية التي تتمتع بالمنافسة وانتشار فروعها المصرفية ما ينعكس على جودة الخدمات المقدمة.

الشكل 2—8
تطور هامش الفائدة في بعض المناطق عبر العالم



المصدر: تجميع من بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

[1] سعت عدة بلدان في هذه المنطقة إلى إلغاء تسقيف الفائدة، غير أن ارتفاع تكاليف التشغيل نتيجة ارتفاع القروض المتعثرة وزيادة متطلبات الاحتياطي في عدد من البلدان كان بمثابة ضريبة مما ساهم في ارتفاع هامش الفائدة في هذه المنطقة، لتفاصيل أكثر، انظر:

Philip L. Brock, Liliana Rojas Suarez, "Understanding the behavior of bank spreads in Latin America," ***Journal of Development Economics,*** Vol. 63, (2000), pp. 113–134
http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/S0304387800001024/pdfft?md5=c1df65a9e82cd70ed22f615f4ebedf1b&pid=1-s2.0-S0304387800001024-main.pdf

وبالإضافة إلى ما ورد من معايير تختص بدراسة مستوى تطور القطاع المصرفي هناك مؤشرات أخرى كمية ونوعية يلخصها الجدول 2-3 لبعض المناطق. فيشير معيار الحصول على الائتمان إلى قوة مؤشر الحقوق القانونية الذي يقيس درجة حماية القوانين للمقرضين والمقترضين، وقد سجل هذا المؤشر مستوى ضعيف في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (12/1) مما يعكس ضعف القدرة على الحصول على الائتمان، في حين كان هذا المؤشر عند مستويات متوسطة في باقي مناطق العالم. أما مؤشر عمق المعلومات الائتمانية الذي يقيس مدى توافر تلك المعلومات، فقد شهد اتجاهًا عامًا نحو الارتفاع في جميع المناطق باستثناء إفريقيا جنوب الصحراء التي كان فيها ثابتًا عند مستويات ضعيفة (8/1).

جدول 2—3

بعض معايير تطور القطاع المصرفي

المعايير المصرفية	الحصول على الائتمان				الوصول والتواصل المالي				رأس مال البنك نسبة إلى الأصول (%)	نسبة القروض المصرفية المتعثرة إلى إجمالي القروض (%)
	قوة مؤشر الحقوق القانونية (من الضعيف إلى القوي) 0-12	مؤشر عمق المعلومات الائتمانية 8-0 (من المنخفض إلى العالي)			المودعين لدى البنوك التجارية لكل 1000 بالغ	المقترضين من البنوك التجارية لكل 1000 بالغ	فروع البنوك التجارية لكل مائة ألف بالغ	ماكينات الصرف الآلي لكل مائة ألف بالغ		
المنطقة	2013	2011	2012	2013	2012	2012	2012	2012	2013	2013
العالم	5	3	3	4	..	117	11.7	34.21	10.0	4.3
شرق أسيا والمحيط الهادي	6	2	2	3	159	234	6.1	20.23	..	..
أوروبا وآسيا الوسطى	6	4	4	6	919	171	20.6	46.01	13.2	11.6
أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي	4	4	4	5	690	213	14.7	33.17	10.3	2.3
الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	1	2	2	3	571	89	11.7	19.95	8.0	7.0
جنوب آسيا	5	3	3	3	268	26	8.7	6.46	7.8	5.6
إفريقيا جنوب الصحراء	5	1	1	1	149	21	3.7	4.52	..	..

Source: World Development Indicators 2014, The World Bank, Last updated date 12/16/2014 http://wdi.worldbank.org/table/5.5

ويعكس الجدول 2-3 عدد المودعين لكل 1000 فرد الذي يفوق بكثير عدد المقترضين باستثناء منطقة شرق آسيا أين يفوق الإقراض الإيداع. وعلى صعيد النفاذ إلى التمويل تحتل أروبا صدارة مناطق العالم من خلال ما توفره من انتشار لفروع بنوكها التجارية وعبر عدد ماكينات الصرف الآلي (20.6 و46.01 على التوالي لكل مائة ألف شخص بالغ)، لكنها تحتل صدارة المناطق الأكثر عرضة لتعثر قروضها (11,6 % من إجمالي القروض).

وما يمكن التوصل إليه من هذا المبحث هو أن المعايير التي تحدد التطور المالي تنقسم إلى معايير كمية متنوعة إذ يتم تحديد حجم، سيولة وكفاءة النظام المالي عبر تلك المعايير. ويتم قياس مدى تطور السوق المالي من خلال عدة مقاييس أبرزها حجم البورصة من خلال معدل رسملتها وعدد الشركات المدرجة، أو سيولة البورصة عبر قيمة وحجم التداول، أو كفاءة السوق والتي تحدد بمعدل الدوران. وبدوره يعتمد قياس القطاع المصرفي على جملة من المعايير تتمثل في إجمالي الموجودات المتاحة في الاقتصاد والتي تقيس الحجم، علاوة على حصة تلك الموجودات من الناتج الإجمالي المحلي ومدى مساهمة الأصول التي يوفرها النظام المصرفي في تمويل الاقتصاد ككل، والقطاع الخاص على وجه التحديد.

المبحث الثاني: معايير الأداء الاقتصادي والمؤشر الشامل للتطور المالي

يعتبر القطاع الحقيقي أو العيني من القطاعات التي حظيت بدراسات مختلفة لما تمثله من أهمية في تحقيق الرفاه للمجتمع. ويعتبر النمو الاقتصادي من المفاهيم التي شملها هذا الاهتمام بشكل واسع كأحد أبرز مقاييس الأداء الاقتصادي لأي بلد. وتستخدم الدراسات التجريبية معايير أخرى للقطاع الحقيقي مثل مقاييس الرأسمال المادي والبشري، إلى جانب إجمالي إنتاجية العوامل بالإضافة إلى الاستثمارات. كما أن ربط الأداء الاقتصادي بالتطور المالي شمل وضع مؤشر مركب يعرض مختلف المعايير التي تقيس مستوى هذا التطور، وهي العناصر التي سيتم عرضها في هذا المبحث.

أولاً، النمو الاقتصادي

يشكل النمو الاقتصادي أهم انشغالات الاقتصاديين عبر مختلف أبحاثهم. ويتمثل الاتجاه العام بين الدول في تطور مختلف الجوانب الاقتصادية بالرغم من الاختلافات بين البلدان، لذلك من الضروري تحديد مفهوم النمو وكيفية قياسه.

1. مفهوم النمو الاقتصادي

هناك عدة تعاريف تناولت مفهوم النمو الاقتصادي، غير أن أغلبها أجمع على الربط بين النمو الاقتصادي والتغيرات الإيجابية في الناتج المحلي الإجمالي **Gross Domestic Product (GDP)** لاقتصاد ما، على أن يرتبط النمو الناتج بتحسن مستويات نمط الحياة.[1] كما يمكن اعتبار النمو الاقتصادي بأنه الزيادة الدائمة في السلع والخدمات من طرف الفرد في محيطه الاقتصادي، فهو بذلك يعكس الزيادة الكمية للدخل والناتج الوطني. وتمتد هذه الزيادة الكمية لتشمل أيضًا الزيادة المستمرة للسكان، مما قد ينجَرُ عنه مشكل التوفيق بين تحقيق الرفاهية وزيادة الإنتاج أثناء التحول التدريجي للاقتصاد.[2]

فالمقاربة الكمية العامة للنمو الاقتصادي قد لا تقود بالضرورة إلى تحسينات معيشية ملحوظة. وارتبط مصطلح النمو الاقتصادي بالبلدان التي اعتمدت على النظام الرأسمالي عبر التغيرات التي شملها تراكم رأس المال والتقدم التقني فتغير بذلك واقع تلك البلدان إلى نحو أفضل.[3] وما يمكن ملاحظته هو أن مفهوم النمو الاقتصادي يرتبط بالزيادة في الناتج المحلي الإجمالي وما يحققه الفرد من نصيب في الدخل الحقيقي، فيتحقق النمو الاقتصادي إذا تحققت الشروط التالية:[4]

أولاً، أن يفوق معدل النمو الاقتصادي معدل نمو السكان، أي زيادة متوسط دخل الفرد والذي هو عبارة عن ما يحققه الاقتصاد من ناتج موزعاً على إجمالي عدد السكان.

---

[1] Peter, Howitt, David N. Weil, "The New Palgrave Dictionary of Economics", Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008, p231.

[2] Charles I. Jones, **Introduction to economic growth**, (New York: Norton & company, 1998), p.35

[3] Simon Kuznets, **Economic development, The family, and income distribution: selected essays**,(Cambridge: Cambridge University Press, 1989), p. 8

[4] محمد عبد العزيز عجيمة وآخرون، التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، الاسكندرية، مصر، (2007)، ص.ص 73-77

ولا يجب إهمال تركيبة هؤلاء السكان لما لهم من دور بارز في زيادة الناتج، كون مؤهلاتهم من شأنها تحقيق التوافق بين زيادة عدد السكان ومعدل النمو، وهو ما تؤكده بلدان كالصين، والبلدان المستقطبة للهجرة.

ثانيًا، أن تكون الزيادة حقيقية وليست نقدية فحسب، أي أخذ المؤشر العام للأسعار بعين الاعتبار. فارتفاع الدخل قد يرتبط بظاهرة التضخم فتكون تلك الزيادة إسمية وليست حقيقية فلا تسهم بالتالي في حصول الفرد على سلع وخدمات إضافية.

ثالثًا، أن لا تكون الزيادة عابرة سجلت بسبب عوامل ظرفية عارضة، بل يجب أن تكون مستمرة نحو الزيادة في اتجاهها العام. فالدول التي تتلقى مساعدات قد تحقق ارتفاعًا محسوسًا في معدلات النمو لديها، لكن هذا التحسن قد يكون ظرفيًا ما لم يتبع بتغيرات في هيكل إنتاج البلد نتيجة تلك المساعدات، وهو ما ينطبق على حال الدول التي لا تنوع هيكل صادراتها بل تعتمد على سلعة واحدة، كالنفط بالنسبة لأغلب دول أوبك، ومنها الجزائر، فارتفاع أسعار المحروقات ينعكس بالإيجاب على معدلات نموها، لكن أي تشوهات سعرية تجعل من تلك السلعة نقمة على منتجيها.

2. قياس النمو الاقتصادي

طالما أن النمو الاقتصادي وفق التعاريف السابقة هو مفهوم كمي يرتبط أساسًا بالناتج وتحديدًا إجمالي الناتج المحلي، والنمو يمثل الزيادة المتتالية في إمكانيات البلد في إنتاج السلع والخدمات، فإن النمو قابل للقياس الكمي. غير أن التغير في إجمالي الناتج المحلي من الضروري أن يتم حسابه بالحجم أو بالسعر الثابت لتلافي ارتفاع الأسعار الجارية والقدرة على إجراء المقارنة حول الكميات المنتجة مقيمة بنفس الأسعار المرجعية أي الأسعار الثابتة.[1] فإجمالي الناتج المحلي هو في النهاية محصلة الثروة التي أنشئت في سنة ما من طرف الأعوان الاقتصاديين لمقيمي بلد ما. وبالتالي، فإن قياس التغير في هذا المؤشر يسمح بتحديد معدل النمو الاقتصادي.

[1] The Economist. ***Guide to Economic Indicators: Making Sense of Economics***.(London: John Wiley & sons 2005), pp. 38-43

ومن بين المصاعب التي تواجه استخدام إجمالي الناتج المحلي في تحديد درجة النمو الاقتصادي هو صعوبة التحكم في عامل الزمن، فالأسعار الجارية تختلف من سنة إلى أخرى واستخدام الأسعار الجارية لا يشير إلى طبيعة التحسن الذي قد يطرأ على المنتجات، خاصة في الخدمية منها. ومن المصاعب التي تواجه الباحثين في دراساتهم المقارنة هو اختلاف المنتجات المستهلكة بين الدول، واختلاف أسعارها الجارية، علاوة على اختلاف هيكل الأسعار أي الأسعار النسبية للسلع فيما بينها. ويزيد من تلك المصاعب عدم ثبات أسعار الصرف على المستويين المحلي والدولي، والفجوة الكبيرة بين أسعار الصرف الرسمية والحقيقية.[1] كما أن المؤشرات التي تقيس درجة النمو الاقتصادي يصعب عليها إدراج جميع الأنشطة المنتجة، خاصة أنشطة الظل أو ما يعرف بالاقتصاد الموازي الذي تغفل عنه الدولة وحسابتها الوطنية، رغم تقديراتها الجزافية التي قد تختلف كثيرًا عن الواقع.

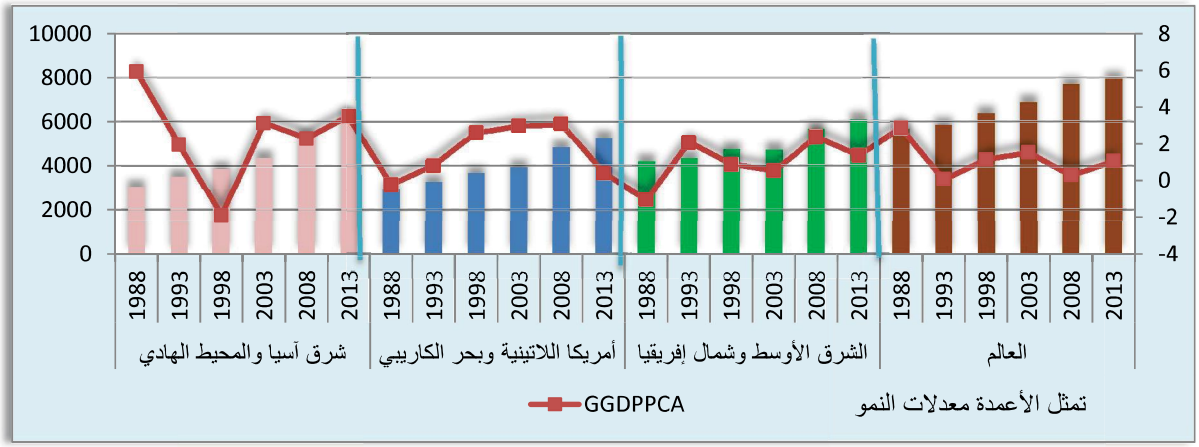
ورغم الصعاب التي تعتري مؤشر إجمالي الناتج المحلي في تحديد مستوى النمو الاقتصادي، إلا أنه يبقى الأداة الأفضل والأبسط للقياس، في حين الطابع الكيفي للنمو الاقتصادي الذي يسمح بتقدير مستوى الرفاه للفرد يستدعي توسيع المفهوم ليشمل التنمية الاقتصادية. لذلك تستخدم الدراسات التجريبية نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (GDP per capita) وهو حاصل قسمة إجمالي الناتج المحلي على عدد السكان في منتصف العام.

وعلى الرغم من الاتجاه العام لارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، إلا أن نمو هذا النصيب يختلف من منطقة إلى أخرى مثلما يشير إليه الشكل 2-9.

[1] Vernon Henderson, Adam Storeygard, and David N. Weil, " Measuring Economic Growth from Outer Space.," ***American Economic Review,*** 102(2), (2012), p. 994, accessed 30/06/2010 http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdf/23245442.pdf

الشكل 2—9

تطور إجمالي الناتج المحلي الفردي في بعض المناطق عبر العالم



المصدر: تم رسم هذا الشكل اعتمادًا على بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

وما يمكن ملاحظته هو انخفاض معدلات نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في شرق آسيا والمحيط الهادئ بين سنتي 1988 و1998 قبل أن يتعافى النمو بعد ذلك من الأزمة المالية الآسيوية. وتشترك جميع المناطق في الشكل 2–9 في انخفاض معدلات النمو في سنة 2008 باستثناء منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي تأخر تأثرها بالأزمة التي شهدها العالم في تلك السنة والذي مرده عدم اندماج عدة دول في المنطقة مع باقي مناطق العالم.

ثانيًا، الرأسمال المادي والبشري

يقترن القطاع الحقيقي بعناصر الانتاج المختلفة ومن أبرزها الرأسمال المادي ورأس المال البشري، غير أن استخدامهما في تحليل العلاقة بين التمويل والنمو يواجه بعض الصعوبات في التقدير. وفيما يلي عرض وجيز لهذين العنصرين:

1. الرأس المال المادي

يعتبر الرأسمال المادي من المقاييس التي تساعد في قياس تطور القطاع الحقيقي، إلا أنه غير متاح لذلك يتم تقديره.[1] ويكون هذا التقدير من خلال دالة الإنتاج التي تسمح بتحديد معدل نمو رأس المال المادي، ويكون ذلك على النحو الآتي:

$$Y_t = ak_t + \mu_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1.1)$$

حيث يمثل "t" بداية الفترة، "Y_t" الإنتاج، "a" معدل الإنتاج/رأس المال، "k_t" يمثل مخزون رأس المال في بداية الفترة و"μ_t" الحد العشوائي. ولحساب رأس المال لدينا:

$$k_t = I_{t-1} + k_{t-1} - \gamma k_{t-1}$$

$$k_t = I_{t-1} + (1-\gamma)k_{t-1} \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1.2)$$

مع "I_{t-1}" التكوين الخام لرأس المال الثابت للفترة السابقة، "γ" معدل الاهتلاك وهو ثابت، وبتعويض قيمة "k_t" من المعادلة (1.2) نتحصل على:

$$Y_t = a[I_{t-1} + (1-\gamma)k_{t-1}] + \mu_t$$

$$Y_t = a\, I_{t-1} + a(1-\gamma)k_{t-1} + \mu_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1.3)$$

وبما أن

$$Y_{t-1} = ak_{t-1} + \mu_{t-1}$$

تكون "k_{t-1}" كما يلي:

$$k_{t-1} = \frac{Y_{t-1} - \mu_{t-1}}{a} \quad \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1.4)$$

وبتعويض قيمة "k_{t-1}" الجديدة في المعادلة (1.3) ينتج:

$$Y_t = a\, I_{t-1} + (1-\gamma)Y_{t-1} + \mu_t - (1-\gamma)\mu_{t-1} \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1.5)$$

وباعتبار $\theta_t = \mu_t - (1-\gamma)\mu_{t-1}$ تصبح المعادلة :

$$Y_t = a\, I_{t-1} + (1-\gamma)Y_{t-1} + \theta_t \dots\dots\dots\dots\dots\dots (1.6)$$

وبتقدير المعادلة السابقة يمكن الحصول على المعلمة "γ" التي تساعد في حساب "k_t" ، وبالنسبة للحد العشوائي "μ_t" يمكن الحصول عليه من "θ_t" الذي هو في الواقع بواقي المعادلة (1.3) أي:

$$\mu_t = \theta_t + (1-\gamma)\mu_{t-1}$$

[1] Kamran Dadkhah and Fatemeh Zahedi, "Estimation and Cross-Country Comparison of Capital Stocks", ***Empec***, n° 15, (1990), pp. 385-387, accessed 21/02/2013.
http://link.springer.com.www.sndl1.arn.dz/content/pdf/10.1007%2FBF02307289.pdf

وبعد حساب " μ_t" يصبح بالإمكان حساب رأس المال المادي " k_t" من خلال:

$$k_t = \frac{Y_t - \mu_t}{a} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.7)$$

وخلاصة القول أن الرأسمال المادي يسمح بزيادة الإنتاج من خلال مساهمته في تغيير البنيان الاقتصادي، ويتم قياس مخزون الرأس المال المادي باستخدام الجرد المستمر، غير أن المعيار لا يشير بشكل واضح لدور الرأسمال البشري.

2 رأس المال البشري

لقد ازدادت الأهمية الموجهة للرأس المال البشري كعنصر لا يمكن الاستغناء عنه في تحديد الأداء الاقتصادي، ويعتمد هذا العنصر في حسابه على متوسط عدد سنوات التمدرس، ويسمح هذا المؤشر بقياس حالة البلد لتأثيره الكبير على المكونات الرأسمالية والأصول المؤثرة في الوضع الاقتصادي والاجتماعي للدول، فدرجة كفاءة العنصر البشري من العوامل الحاسمة لتحقيق التقدم. ويقاس هذا العنصر من خلال تحديد الخصائص التي تؤثر على الإنتاجية الحدية لليد العاملة،[1] مثل: العمر، التعليم، أو نوع الجنس.

ووفق الرأس المال البشري، فإنه يمكن تقسيم بلدان العالم إلى أربعة مستويات، هي:[2] المستوى الأول ويضم بلدانًا متخلفة، وهذه تعاني من ضعف الوعي بالتعليم ومحدودية إمكانات المدارس وانتشار ظاهرة التسرب وانخفاض معدلات القيد في المدارس وأغلب دول هذه الفئة لا يوجد بها جامعات قادرة على إنتاج الفكر.

أما المستوى الثاني، فيشمل على البلدان النامية وهي التي البلاد قطعت شوطًا محدودًا في التقدم، ويكون التعليم فيها متطورًا كميًا وليس نوعيًا مثلما هو الحال في الجزائر. وتعاني هذه الفئة من البلاد من ارتفاع نسبة التسرب خاصة في التعليم الابتدائي

[1] تعرف الإنتاجية الحدية لعنصر العمل بأنها مقدار أو حجم الإنتاج الذي تضيفه آخر وحدة من عنصر العمل إلى الإنتاج السابق، أي التغير في الإنتاج الناجم عن التغير في العمل، لتفاصيل أكثر، انظر:

William McEachern, **Economics : A conemporary Introduction,** 7th Ed, (Ohio: Thomson South-Western, 2006), pp. 143-144

[2] Frederick Harbison and Charles A. Myers, "Education and Employment in the Newly Developing Economies," ***Comparative Education Review***, Vol. 8, No. 1 (Jun., 1964), p. 6, accessed 04/02/2010 http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/1186466.pdf

مع انخفاض نسبة المقيدين بالمرحلة الثانوية ونقص أعداد المدرسين، كما يوجد بها جامعات إلا أن اهتمامها موجه إلى التعليم النظري وإنتاج الشهادات بدل الفكر.

ويشمل المستوى الثالث البلاد شبه المتقدمة، وهي البلاد التي قطعت شوطا متوسطا في طريق التقدم ويتميز التعليم فيها بأنه إلزامي وترتفع معدلات القيد بها، ومشكلات التسرب من التعليم أقل حدة من المستويين السابقتين، والتعليم الثانوي متنوع ويميل إلى الاتجاه الأكاديمي بهدف الإعداد للتعليم الجامعي الذي يتميز في هذه البلاد بالارتفاع.

ويضم المستوى الرابع البلدان المتقدمة، وهي البلاد التي قطعت شوطا طويلا في طريق التقدم ومع مستويات عالية من التقدم الاقتصادي خاصة في المجال الصناعي، كما تتميز بكثرة الاكتشافات العلمية نتيجة الرصيد المميز من الكفاءات البشرية والقوى العاملة المؤهلة والمدربة. كما يتميز التعليم فيها بارتفاع معدلات القيد في جميع مراحله وارتفاع مستوى التعليم الجامعي والاهتمام بالكليات العلمية بدرجة تفوق الكليات النظرية مع الاهتمام بالبحث العلمي والاكتشاف والاختراع.

ثالثا، إجمالي إنتاجية العوامل وإجمالي تكوين رأس المال الثابت

يلجأ الباحثون في قياس مستوى القطاع الحقيقي إلى تحديد الإنتاجية في الاقتصاد ككل، والاستثمار المحلي في البلد وهما العنصرين اللذان سيتم تناولهما:

1. مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

يعكس مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج Total Factor Productivity النمو غير المترتب عن مدخلات الإنتاج مثل رأسمال المادي ورأس المال البشري. ويعتبر التقدم التقني والكفاءة أهم محددين لهذا العنصر.[1] ويمكن حساب مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

[1] نجيب محمد الشعافي، "أثر مساهمة الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في نمو الاقتصاد الليبي (1970-2010)"، **المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية**، المجلد 1، العدد 2، (2014)، ص.141

عند توفر قيم إجمالي الناتج المحلي ورأس المال، وذلك من خلال معادلة كوب–دوغلاس التالية:[1]

$$Y = AK^{\alpha}h^{\beta}$$

فيصبح بالإمكان حساب إجمالي إنتاجية العوامل على النحو التالي:

$$TFP = GDP - \alpha k - \beta kh$$

أي نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (GDP) مطروحًا منه رأس المال المادي (K) ورأس المال البشري (h)، فإجمالي إنتاجية العوامل يشير إلى العلاقة الكمية بين الإنتاج وبين جميع العناصر التي ساهمت في إنتاجه. وعليه، فإن الإنتاجية بحسب هذا المفهوم ما هي الا النسبة الحسابية بين كمية المخرجات من السلع والخدمات التي انتجت خلال فترة زمنية محددة، وكمية المدخلات التي استخدمت في تحقيق ذلك القدر من الإنتاج.

جدول 2—4

نمو إجمالي إنتاجية العوامل في بعض المناطق

السنة	الولايات المتحدة الأمريكية	أوروبا	أمريكا اللاتينية	الشرق الأوسط	العالم	منظمة OECD
1990	-0.1	0.0	-1.9	2.9	**0.2**	0.4
1994	0.8	2.0	1.6	-1.1	**0.8**	0.8
1998	0.5	0.2	-0.5	1.4	**-0.9**	-0.1
2002	0.4	0.1	-1.7	0.8	**0.9**	0.2
2006	0.0	1.5	0.4	2.7	**1.7**	0.7
2010	1.9	1.2	2.0	1.2	**2.4**	1.9
2013	0.36	-0.51				-0.20

Source : The Conference Board Total Economy Database™, January 2013 http://www.conference-board.org/data/economydatabase/

وتعكس النسبة العالية حسن الاداء في الاقتصاد والعكس بالعكس، فهي دليل على كفاءة استخدام الموارد المتاحة في الاقتصاد لبلوغ أكبر قدر من المخرجات في الاقتصاد. ويمثل الجدول 2–4 نمو إجمالي إنتاجية العوامل في بعض المناطق. وما يلاحظ في هذا الشأن، هو انخفاض هذا المؤشر بشكل ملحوظ في أوروبا ومنطقة التعاون الاقتصادي

[1] علي أحمد البلبل وآخرون، "التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، 1974-2002"، *أوراق الصندوق العربي*، العدد 9، (أبريل 2004)، ص. 27.
http://www.amf.org.ae/sites/default/files/Research%20and%20Studies/AMF%20Economic%20Papers/ar/egypt%20case.pdf

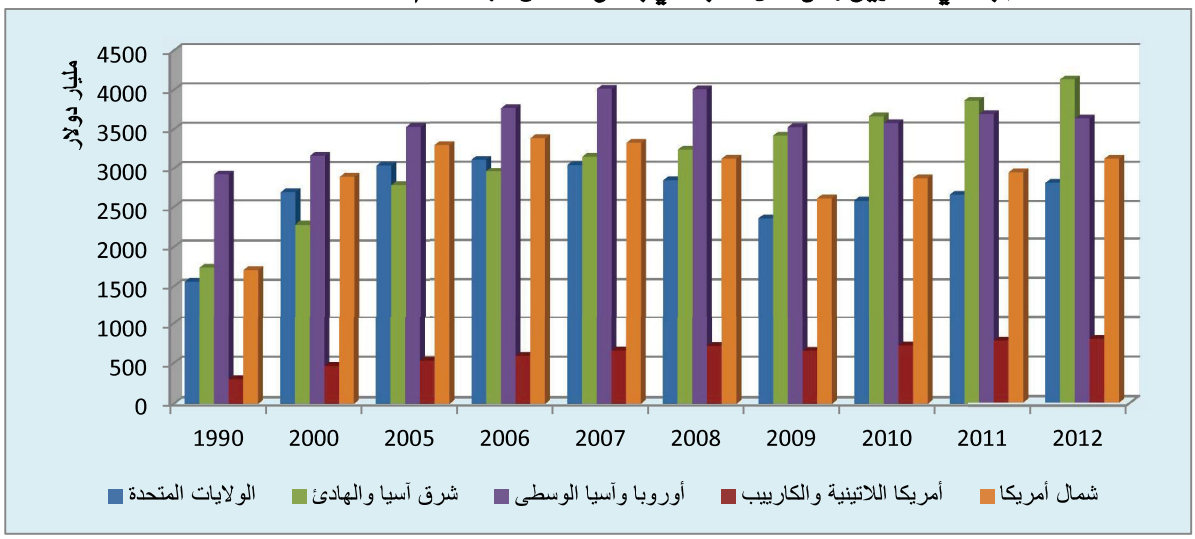
والتنمية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا منذ سنة 2010، بينما ارتفع هذا المؤشر منذ 2002 في أمريكا اللاتينية.

2. إجمالي تكوين رأس المال الثابت

يستخدم الاستثمار كأحد المعايير لقياس الأداء الاقتصادي وذلك من خلال إجمالي تكوين رأس المال الثابت، فهو يمثل التغير في رصيد رأس المال خلال فترة زمنية أي أنه تدفق وليس رصيد. ويشمل هذا المتغير تحسينات الأراضي (الأسوار والخنادق وقنوات تصريف المياه، الخ)، والإنفاق الاستثماري لشركات قطاع الأعمال بغرض تشييد المصانع عن طريق مشتريات الآلات والماكينات والمعدات، وإنشاء الطرق، والسكك الحديدية، وما شابه، بما في ذلك المدارس، والمكاتب، والمستشفيات، والمساكن الخاصة، والمباني التجارية والصناعية. وطبقا لنظام الحسابات القومية لعام 1993، يندرج ضمن هذا المعيار صافي اقتناء النفائس.[1]

الشكل 2—10

إجمالي تكوين رأس المال الثابت في بعض المناطق عبر العالم



المصدر: تم رسم هذا الشكل اعتمادًا على بيانات مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

وبإلقاء نظرة حول تطور هذا المؤشر عبر العالم (الشكل 2–10) خلال سنوات مختارة، فإن إجمالي الاستثمار المحلي شهد ارتفاعًا مطردًا منذ تسعينيات القرن العشرين،

[1] IMF, "Monetary and Financial Statistics Manual," (October 2000), p. 100, accessed: 8/12/2011 http://www.imf.org/external/pubs/ft/mfs/manual/

وأكثر المناطق تطورًا في هذا المعيار هي منطقة شرق آسيا والمحيط الهادئ مدعومة باستثمارات الصين واليابان المرتفعة (حوالي 70% من استثمارات المنطقة). وتواصلت وتيرة هذا الارتفاع لتتجاوز منطقة أوروبا وآسيا الوسطى التي كانت الأولى عالميًا إلى غاية 2010.

وعلى نفس المنوال، هيمن إجمالي تكوين رأس المال الثابت في الولايات المتحدة الأمريكية على بيانات منطقة شمال أمريكا بنسبة فاقت 90% في المتوسط، غير أنه بالمقارنة بالصين أو اليابان تراجع هذا المؤشر في الولايات المتحدة انطلاقًا من 2009 إلى غاية 2012 (حوالي 2400 مليار دولار للصين واليابان مقابل 2300 مليار دولار في أمريكا).[1] ويبدو أن أزمة الرهن العقاري كانت السبب الرئيسي في هذا التحول.

رابعًا، المؤشرات الشاملة

يتكون الهيكل المالي لبلد ما من مجموعة متنوعة من الأسواق والمنتجات المالية ومن الصعب تصور مقاييس كمية قليلة أن تُلم على نحو متكامل بجميع الجوانب المهمة للنمو الاقتصادي، فهذه المقاييس من الصعب أن تقيس التفاصيل الهيكلية والمؤسسية المختلفة لما يعنيه التطور المالي بالمعنى الواسع.[2] وبالإضافة إلى ذلك، فالمقاييس الكمية منفردة يمكن أن تعطي أحيانًا صورة مضللة للتطور المالي. فعلى سبيل المثال على الرغم من أن معدلا أعلى للنقود بتعريفها الواسع (M2) للناتج المحلي الإجمالي يرتبط عادة بقدر أكبر من السيولة المالية والعمق المالي، إلا أن المعدل قد ينخفض بدلا من أن يرتفع، مع تطور النظام المالي بتوافر عدد أكبر من البدائل للناس لكي تستثمر في أدوات مالية ذات أجل أطول وأقل سيولة.

وتعتبر المؤشرات النوعية مكملة للكمية وتشمل المعايير المؤسسية والتي تتضمن معيار سيادة القانون (Rule of Law) وهو مؤشر لتقييم المدى الذي يثق فيه مختلف المتعاملون في القوانين التي تحكم المجتمع والتي تشمل طبيعة تنفيذ العقود والمعاملات،

[1] WDI, (2014) , http://databank.worldbank.org/data/download/WDI_excel.zip

[2] Reuttner and Glass, Op. cit., p.10

المحافظة على حقوق الملكية، احتمال الجريمة والعنف.[1] كما يشكل مكافحة الفساد أحد العوامل المساعدة على التطور المالي إذ يوضح هذا المؤشر مدى ممارسة السلطة العمومية لصلاحياتها في استغلال النفوذ أو استخدامها لتحقيق مآربها الذاتية.

ونظرًا لأهمية دمج المتغيرات المالية فيما بينها لتقدير التطور المالي ظهرت بعض الأبحاث التي تجاوزت البعد الكمي في التحليل ليشمل نوعية المتغيرات وذلك عبر بناء مؤشرات شاملة تتضمن مقاييس لهيكل الأسواق والمنتجات المالية والتحرير المالي والبيئة المؤسسية والانفتاح المالي وأدوات السياسة النقدية.[2] وبشكل عام، تشمل المؤشرات المركبة لقياس التطور المالي درجة العمق والكفاءة في تقديم الخدمات المالية ويمكن إجمالها ضمن ثلاث فئات رئيسية:[3]

1 العوامل والسياسات والمؤسسات

وتشمل الخصائص الأساسية التي تسمح بتطوير الوسطاء الماليين، والأسواق المالية، والأدوات والخدمات التي يوفرها النظام المالي. وتغطي هذه الفئة الميزات الأساسية التي تدعم الوساطة المالية وتوفير أفضل الخدمات المالية، وتشمل المحددات الثلاثة الأولى للتطور المالي وهي البيئة المؤسسية وبيئة الأعمال، ودرجة الاستقرار المالي التي سبق الإشارة إليها في الفصل الأول.

2. الوسطاء والأسواق المالية

وتضم الفئة الثانية من حزمة مقاييس التطور المالي الشامل الخدمات المصرفية المالية، والخدمات المالية غير المصرفية (بنوك الاستثمار وشركات التأمين وصناديق المعاشات)، والأسواق المالية، وهي المحدد الرابع من محددات التطور المالي. وهنا تتوافق

---

[1] The Worldwide Governance Indicators, 2014 http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home

[2] لتفاصيل أكثر، أنظر:

- Enrique Gelbard and Sérgio leite, " Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa," ***IMF working paper***, 99/105, (August 1999)
- سوزان كرين وآخرون، "التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا «،أوراق عمل صندوق النقد الدولي، (2003)، ص.ص 1-23 : متوفر على شبكة الانترنيت:
http://www.imf.org/external/pubs/ft/med/2003/eng/creane/

[3] Reuttner and Todd , op. cit, p.5

أغلب الآراء بشأن العلاقة الموجبة بين حجم وعمق النظام المالي والعرض المقدم من الخدمات المالية والتي تسهم في النمو الاقتصادي.[1] ويعتبر حجم الأسواق المالية المتمثل في إجمالي موجودات البلد المالية من العوامل الهامة المحددة للادخار والاستثمار.

وعلاوة على ذلك، فإن حجم النظام المالي الكبير يزيد القدرة على الاستفادة من اقتصاديات الحجم بالنظر إلى التكاليف الثابتة الكبيرة السائدة في أنشطة الوساطة المالية.[2] كما يميل النظام المالي ذو الحجم الكبير إلى تخفيف القيود الائتمانية عبر تسهيل الاقتراض من قبل الشركات وزيادة تحسين عملية تعبئة المدخرات وتوجيهها للمستثمرين. كما يسمح كبر حجم النظام بالتخصيص الأمثل لرأس المال مع توفير أفضل مراقبة لاستخدام تلك الموارد وبالتالي زيادة قدرة الاقتصاد لمواجهة الصدمات المحتملة.

3 النفاذ إلى التمويل

يشير المؤشر الشامل للتطور المالي إلى كيفية النفاذ إلى الرأس المال Financial Access من خلال القنوات التجارية أو عن طريق التجزئة، فزيادة فرص النفاذ إلى الخدمات المالية من العوامل الهامة المؤثرة في النمو الاقتصادي. إن توفر الخدمات المالية والتي تنعكس من خلال حجم وعمق السوق لا تعني بالضرورة أنها متاحة بشكل سلس لمختلف المستخدمين ضمن الاقتصاد.[3] وعليه، يكون التحدي للنظام المالي هو كيفية وصول تلك الخدمات إلى قطاع عريض من المتعاملين وبتكاليف أقل.

وعلى هذا الأساس، فإن المؤشر الشامل للتطور المالي يتضمن كيفية النفاذ إلى التمويل سواء على المستوى التجاري أو بالتجزئة. فيشمل الإيصال التجاري جميع التدابير مثل الحصول على رأس المال الاستثماري أو القروض التجارية أو أسهم الأسواق المحلية.[4]

---

[1] Levine, " Financial development…", Op. Cit, p.11

[2] تمثل اقتصاديات الحجم Economies of scale اتجاه متوسط التكلفة الكلية نحو الانخفاض في الأجل الطويل بالموازاة مع زيادة حجم الإنتاج.

[3] Ashoka Mody & Abdul Abiad, "Financial Reform: What Shakes it? What Shapes it?," IMF Working Papers 03/70, International Monetary Fund, (2003). p. 19
http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=16432

[4] Reuttner and Todd, Op. cit., p. 10

أما الخدمات بالتجزئة فتتضمن التدابير الخاصة بالحصول على التمويل الأقل حجمًا خاصة أجهزة الصراف الآلي في البلد. وتظهر أهمية تسهيلات الحصول على التمويل أيضًا في المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم التي تعتبر ذات أهمية بالغة في العديد من البلدان.[1]

جدول 2—5
مكونات المؤشر الشامل للتطور المالي

المؤشر الشامل للتطور المالي	العوامل، السياسات والمؤسسات	البيئة المؤسسة	تحرير القطاع المالي	صانعو السياسات
			حوكمة الشركات	
			اللوائح والتدابير القانونية	
			تنفيذ العقود	
		بيئة الأعمال	الرأس مال البشري	
			الضرائب	
			الهياكل	
			تكلفة إتمام الأعمال	
		الاستقرار المالي	استقرار العملة	
			استقرار النظام المصرفي	
			مخاطر أزمة الديون السيادية	
	الوساطة المالية	خدمات القطاع المصرفي	الحجم	الوسطاء الماليون
			الكفاءة	
			نشر المعلومات المالية	
		خدمات المؤسسات غير البنكية	نشاط الاكتتاب	
			نشاط الاندماج والاستحواذ	
			التأمينات	
			التوريق	
		الأسواق المالية	سوق الصرف الأجنبي	
			سوق المشتقات	
			تطور سوق الأسهم	
			تطور سوق السندات	
	النفاذ إلى التمويل	النفاذ إلى التمويل	التجاري Commercial access	المستخدمون النهائيون للتمويل
			التجزئة Retail access	

Source : Isabella Reuttner and Todd Glass, "The Financial Development Index 2012: Stalled Recovery In Search of Growth." In **World Economic Forum**, " The Financial Development Report 2012," p. 7

ويتأثر الوصول إلى الخدمات المالية من قبل المستخدمين النهائيين بمختلف العوامل السابقة كحجم وعمق النظام المالي بأكمله لما له من تأثير كبير على نشاط البلد الحقيقي،

[1] Ibid.

وحتى الجوانب الاجتماعية المختلفة. وعلى ضوء ما سبق يلخص الجدول 2-5 مختلف المعايير التي تقيس التطور المالي.

جدول 2—6

مؤشر التطور المالي 2012 مقارنة بمؤشر 2011

البلد	الترتيب 2012	الترتيب 2011	النتيجة (1-7) 2012	التغير في النتيجة
هونج جونج	1	1	5,31	+ 0,15
الولايات المتحدة	2	2	5,27	+ 0,12
المملكة المتحدة	3	3	5,21	+ 0,21
سنغافورة	4	4	5,10	+ 0,14
أستراليا	5	5	5,01	+ 0,08
كندا	6	6	5,00	+ 0,14
اليابان	7	8	4,90	+ 0,19
سويسرا	8	9	4,78	+ 0,15
هولندا	9	7	4,73	+ 0,02
السويد	10	11	4,71	+ 0,20
ألمانيا	11	14	4,61	+ 0,28
الدنمارك	12	15	4,53	+ 0,22
النرويج	13	10	4,52	+ 0,01
فرنسا	14	12	4,43	- 0,01
كوريا ج	15	18	4,42	+ 0,29
بلجيكا	16	13	4,30	- 0,08
فنلندا	17	21	4,24	+ 0,13
ماليزيا	18	16	4,24	- 0,01
اسبانيا	19	17	4,22	- 0,02
إيرلندا	20	22	4,14	+ 0,04

Source:

Isabella Reuttner and Todd Glass, "The Financial Development Index 2012: Stalled Recovery In Search of Growth." In World Economic Forum, " The Financial Development Report 2012," p. 12

ويمثل الجدول 2-6 تطور المؤشر الشامل للسنتين 2011 و2012، ويتضمن 121 معيار موزعة بأوزان مرجحة على محددات التطور المالي المختلفة وقد شملت 60 دولة (انظر الملحق 1). وتشير النتائج إلى حفاظ البلدان الست الأولى على ترتيبها في حين

تحسن وضع اليابان (7)، سويسرا (8)، والسويد (10) بدرجة واحدة مقابل تراجع هولندا من المرتبة السابعة إلى التاسعة. وقد استفادت السويد من تراجع النرويج إلى المرتبة 13 لتصبح ضمن العشر الأوائل.

وبالنسبة لبلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فإن أول بلد من حيث التطور المالي وفق هذا المؤشر هي الكويت تليها البحرين فالإمارات فالعربية السعودية في الترتيب 21، 25، 26 و31 على التوالي.[1]

وبالنظر إلى التفاصيل الجزئية لهذا المؤشر احتلت السعودية الرتبة الأولى في الاستقرار المالي بنتيجة قدرت بـ 6.11 نقطة متقدمة على الإمارات العربية المتحدة بأربعة مراكز. أما على مستوى بيئة الأعمال والبيئة المؤسسية احتلت البحرين المركزين 16 و20 عالميًا على التوالي لتكون في مقدمة بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.[2]

وتتأخر بلدان المنطقة نسبيا عن باقي الدول فيما يتعلق بمعياري الخدمات المالية المصرفية وغير المصرفية إذ أن أول ظهور للبدان المعنية ضمن هذا التصنيف كان في المرتبة 27 للبحرين فيما يخص الخدمات المالية المصرفية، والمرتبة 26 للأردن في الخدمات المالية غير المصرفية. واحتلت الكويت المركز السادس عالميًا في تطور الأسواق المالية وجاءت البحرين سابعة من حيث سهولة النفاذ للتمويل.[3]

لقد خلص هذا المبحث إلى تحديد مفهوم الأداء الاقتصادي الذي يعتمد على جملة من المعايير، يمثل نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي أكثرها استخدامًا رغم ما وجه له من انتقادات (مثل عدم الأخذ في الحسبان الاقتصاد الموازي واعتماده على المتوسط وبالتالي إهمال الفئات الأشد فقرًا) فيقيس ثروة البلد وكيفية توزيعها على المجتمع. وبالإضافة إلى هذا المعيار هناك الرأس المال المادي والبشري فضلاً عن إجمالي إنتاجية العوامل وإجمالي تكوين الرأس المال الثابت والذي يعكس الاستثمار.

---

[1] Ibid, p. 12

[2] Ibid.

[3] Ibid., pp. 13-14

ولتحقيق التكامل بين معايير تطور الأسواق المالية ومعايير تطور المصارف تم دمجها ضمن مؤشر مركب يعتمد على محددات التطور المالي المختلفة كالبيئة المؤسسية، بيئة الأعمال، الاستقرار المالي، مع عدم إهمال المتغيرات النوعية في المؤشر، ويسمح هذا المؤشر الذي يمثل الجدول 2-6 مكوناته بتحديد مكانة الدولة مقارنة بباقي البلدان من حيث تطورها المالي، وبالتالي إمكانية تحديد أثرها على النمو الاقتصادي.

المبحث الثالث: العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي

لقد شهد تطور مفهوم النمو الاقتصادي عدة تفسيرات عبر الزمن ارتبطت بحركية الاقتصاد العالمي، وما زاد من الغموض حوله هو التداخل والتعقيد بين مفاهيم مقاربة للنمو الاقتصادي، كالتنمية والتقدم الاقتصاديين. وقد بدأ مفهوم النمو الاقتصادي يأخذ شكله المستقل عن المفاهيم المشابهة له الأخرى في النصف الثاني من القرن العشرين حيث أصبح محور اهتمام أبرز الاقتصاديين والخبراء السياسيين. ويعتبر Schumpeter من الأوائل الذين أبرزوا دور المنظم Entrepreneur والقروض المصرفية التي تدعمه في العملية الابتكارية مما يجعله مفتاح النمو الاقتصادي.[1] إلا أن إعطاء أهمية كبيرة للابتكارات باعتبارها العامل الرئيسي للنمو لا يمكن قبوله بمعزل عن باقي المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية. ورغم ما وجه لهذا الباحث من انتقادات تركزت أساسًا حول إعطاءه أهمية كبيرة للمنظم، إلا أن نظرته للنمو الاقتصادي فتحت المجال لعدة نظريات في القرن العشرين ركزت على الدافع وراء الابتكار، وليس عدد السكان (العمل) ورأس المال فقط.

أولاً. النموذج النظري للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

يعتبر نموذج Harrod و Domar من النماذج المرجعية في تفسير النمو والذي يسمى كذلك بالنموذج الكينزي، فهو من النماذج الأكثر شيوعًا ويتحقق النمو وفقه عبر إيلاء أهمية كبرى للاستثمار وذلك من خلال ضرورة قيام البلد بتخصيص جزء من الدخل

[1] Schumpeter, Op. cit., pp. 32-36

الوطني للادخار حتى يغطي ما تم استخدامه من رأس مال، أي أن اللجوء إلى استثمارات جديدة يتطلب الرفع من مخزون رأس المال فيكون هذا النموذج قد أخذ بعين الاعتبار كلا من جانبي العرض والطلب، فمن جانب التأثير على العرض تزيد الاستثمارات من القدرات الإنتاجية على المدى الطويل. أما من جانب الطلب، فإن التغير في الاستثمار يحدد مستوى الناتج والطلب الإجمالي على المدى القصير.[1]

1. النموذج الساكن والحركي

انتقل هذا النموذج من المستوى العام الساكن الذي عالج الإنتاج إلى مستويات حركية لمعدل نمو الإنتاج، وكان هذا الانتقال من خلال المساواة بين الادخار والاستثمار:

$$I = S \quad \text{.....(1 .8)}$$

حيث "I " يمثل الاستثمار و" S " الادخار.

والادخار هو في الواقع نسبة من الدخل Y أي:

$$S = s_d Y \quad \text{.....(1 9)}$$

حيث s_d هي نسبة للادخار المرغوب في اقتصاد البلد ليصبح لدينا:

$$I = s_d Y \quad \text{.....(1 .10)}$$

وبضرب طرفي المساواة في $\frac{\Delta Y}{\Delta Y}$ يكون الناتج:

$$\frac{\Delta Y}{Y} \times \frac{I}{\Delta Y} = s_d \quad \text{.....(1 .11)}$$

حيث $\frac{\Delta Y}{Y}$ يمثل معدل نمو الإنتاج أو g و $\frac{I}{\Delta Y}$ هو معامل رأس المال ويرمز له بـ C وهو الرأس المال الضروري لزيادة الإنتاج بوحدة واحدة، فتصبح المساواة (1 .11) على النحو الآتي:

$$gC = s_d$$

$$g = \frac{s_d}{C} \quad \text{.....(1 .12)}$$

ووفق المساواة (1 .12) يكون معدل النمو مساويًا للادخار المرغوب تخصيصه نسبة إلى معامل رأس المال، أي أن النمو الاقتصادي يرتبط بالادخار المرتبط بدوره بالدخل، وبالمرحلة التي توجد عليها الدورة الاقتصادية للبلد والتغيرات المؤسساتية وغيرها من العوامل الأخرى.

[1] Jamee K. Moudud , "State Policies and the Warranted Growth Rate," ***The Levy Economics Institute Working Paper,*** No. 349, (2002), p. 5, accessed: 11/03/2012, www.levyinstitute.org/pubs/wp349.pdf

وقد عرف هذا النموذج الأساسي عدة تحسينات وتحديدًا التعديلات التي قام بها Solow الذي انتقل من انتقاد النموذج السابق كون أن هذا الأخير افترض ثبات النسبة المخصصة للادخار في حين أن تلك النسبة تتغير عبر الزمن، كما افترض ثبات معامل رأس المال مع استخدام عناصر الإنتاج بنسب ثابتة يجعلها غير مستخدمة على الوجه المطلوب، فأصبح وفق نموذج Solow هناك إمكانية لإحلال عناصر الإنتاج. كما أن عرض العمل يكون بنسب ثابتة (n)، وتراكم رأس المال يتم بنسبة ثابتة كذلك من الدخل، هذا الإحلال بين عوامل الإنتاج يسمح باستمرار النمو. فالدخل الإجمالي إما أن يستثمر أو يستهلك، ويكون الجزء المستثمر ثابتًا s أي أن الادخار sY فيما رأس المال K، ويصبح الاستثمار الصافي لمعدل نمو مخزون رأس المال $\dot{K}$ أي:

$$\dot{K} = sY \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.13)$$

وبما أن الناتج المتحصل عليه يتم من خلال عاملي الإنتاج رأس المال K والعمل L فإن:

$$Y = f(K, L) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.14)$$

ونظرًا لأن العمل يزداد بنسبة ثابتة n عبر الزمن فإن:

$$L(t) = L_0\, e^{nt} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.15)$$

أي أن الاستثمار الصافي لمعدل نمو مخزون رأس المال $\dot{K}$ هو:

$$\dot{K} = sf(K, L_0\, e^{nt}) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.16)$$

وهي المعادلة الأساسية لتحديد تراكم رأس المال وحل هذه المعادلة يسمح بتحديد تطور مخزون رأس المال الذي يستخدم اليد العاملة المتاحة.[1] وتتمثل حركية النموذج في أن مخزون رأس المال الجديد ما هو إلا رأس المال المتكون في السنة الجديدة مضافًا إلى مخزون رأس المال وهو ما يضاف في الفترة اللاحقة. وأصبح للرأس المال البشري دورًا مهمًا في هذا النموذج فاختلاف الادخار والتعليم والنمو السكاني يفسر اختلاف الدخل الفردي، ويظهر بالتالي دور النظام المالي في تحويل الادخار إلى رأس مال منتج.

[1] Robert M , Solow, "A Contribution to the Theory of Economic Growth," ***The Quarterly Journal of Economics***, 70 (1) , (Feb 1956),pp. 67-68, accessed : 07/05/2012
http://piketty.pse.ens.fr/files/Solow1956.pdf

وتبلورت العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي من خلال نماذج النمو الداخلي وتحديدًا نموذج Pagano الذي انطق من دالة الإنتاج التالية:[1]

$$Y_t = AK_t \quad \text{.....(1 .17)}$$

وقد تم تبسيط النموذج من خلال اعتبار السكان في حالة سكون، وأن الاقتصاد ينتج سلعة واحدة فقط والتي يمكن استهلاكها كما يمكن استثمارها، ويهتلك الاستثمار بمعدل δ لكل فترة، ليصبح الاستثمار على النحو التالي:

$$I_t = K_{t+1} - (1-\delta)K_t \quad \text{.....(1 .18)}$$

ويتطلب توازن سوق رأس المال في حالة الاقتصاد المغلق أن يتساوى كلاً من الاستثمار والادخار، كما أن جزء فقط من المدخرات يتم تحويلها إلى استثمارات $\emptyset$، في حين الجزء الباقي يمثل ما يتم تسربه في عملية الوساطة المالية $(1-\emptyset)$ فيكون:

$$\emptyset S_t = I_t \quad \text{.....(1 .19)}$$

وبما أن معدل النمو في الفترة $(t+1)$ هو:

$$g_{t+1} = \frac{Y_{t+1}-Y_t}{Y_t} = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1 \quad \text{.....(1 .20)}$$

وباستخدام المعادلة (1 .19) وبتجاهل عامل الزمن يكون معدل نمو الاقتصاد على النحو التالي:

$$g = \frac{I + (1-\delta)K}{K} - 1 = \frac{I}{K} - \delta = I\frac{A}{Y} - \delta = A\emptyset s - \delta$$

$$g = A\emptyset s - \delta \quad \text{.....(1 .21)}$$

مع s تمثل معدل الادخار والذي يساوي الادخار نسبة إلى الدخل S/Y

وتعطي المعادلة الأخيرة العلاقة الموجودة بين التطور المالي والنمو، فتطور القطاع المالي يحسن من قيمة الجزء المخصص للاستثمار (المعامل $\emptyset$) وكذلك الإنتاجية الحدية لرأس المال A ويؤثر كذلك على معدل الادخار (s).

2. دور القطاع المالي في النمو

لتحديد العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي افترض نموذج king and Levine وجود ثلاث قطاعات وهي: قطاع العائلات الذي يسعى إلى زيادة المنفعة مع

[1] Pagano, Op. cit., p. 614

ضرورة الأخذ بعين الاعتبار الدخل المتاح؛ والقطاع الثاني فيتشكل من المؤسسات التي تعمل على زيادة الإنتاج وتحتاج إلى رأسمال مادي وبشري وهدفها تعظيم الربح؛ أما القطاع الثالث فيمثله الوسطاء الماليون الذين يتمحور دورهم في جمع المدخرات من طرف القطاع الأول ووضعها تحت تصرف المؤسسات.[1] وفيما يلي تحديد لمسار القطاعات الثلاث في تحديد النمو ودور القطاع المالي في ذلك.

ينظر المستهلك إلى مصلحته الحالية والمستقبلية ويتم تعظيم منفعته من خلال المعادلة التالية:[2]

$$\max C_t\, U = \int_0^{\infty} \frac{C^{1-\delta}-1}{1-\delta}\, e^{-pt} dt \quad \text{.....(1 .22)}$$

$$\text{مع } \dot{V}_t = rV_t + W + C$$

حيث:

C: الاستهلاك، δ: معامل تجنب المخاطر، t: الزمن، p: معدل تفضيل الاستهلاك في الحاضر، V: قروض العائلات للوسطاء مقابل معدل الفائدة r، W: معدل الأجر الحقيقي.

ويقود حل معادلة التعظيم السابقة إلى قاعدة Keynes-Ramsy التالية:[3]

$$\frac{\dot{c}_t}{c_t} = \frac{r-p}{\delta} \quad \text{.....(1 .23)}$$

وبالنسبة للمؤسسات يُفترض أنها متشابهة مع توفرها على نفس التكنولوجيا ذات عائدات الحجم الثابتة مقارنة مع رأس المال المادي والعمل، وبالاعتماد على نموذج AK.

$$Y = AK^{\alpha}\,(Eu)^{1-\alpha} \quad \text{.....(1 .24)}$$

حيث:

Y: الإنتاج، A: معامل إنتاجية التكنولوجية، K: رأس المال؛ α: مرونة الإنتاج إلى رأس المال؛ E: كفاءة العمل؛ u: اليد العاملة المستخدمة من العمل؛ (Eu): الوحدات الفعالة في العمل.

---

[1] king and Levine, "Finance and Growth," p. 21

[2] Kurz, Heinz D, and Neri Salvadori, "Theories of Economic Growth – Old and New," In **The theory of economic growth a 'Classical' Perspective**, by Neri Salvadori and Edward Elgar,(2001), p. 17

[3] Olivier J. Blanchard & Stanley Fischer, ***Lectures on Macroeconomics***, (Boston: Massachusetts Institute of Technology, 1989), p. 41

ويكون التقدم الفني داخلي في نموذج النمو ضمن عملية تراكم رأس المال، أي أن المكتسبات المعرفية وكفاءة العمل مدرجة مباشرة في رأس المال المادي. وبما أن هدف هذه المؤسسات تعظيم الربح، فإن ذلك يقابله مساواة الإنتاجية الحدية لرأس المال لتكلفة القرض الحقيقية "r" مع الإنتاجية الحدية للعمل مع الأجر الحقيقي، أي:[1]

$$A\alpha = R = r(1+i) \quad \text{.....(1 .25)}$$

$$w = \frac{AK(1-\alpha)}{u} \quad \text{.....(1 .26)}$$

حيث i يمثل هامش الوساطة المالية.

أما الوسطاء الماليون، فيعملون على تحويل مدخرات القطاع الأول إلى رأس مال تحت تصرف القطاع الثاني، فبافتراض أن الاقتصاد يتضمن العدد "n" من البنوك في جو من المنافسة الاحتكارية بسبب مشكل عدم تماثل المعلومات بين المُقرضين والمُقترضين، ولا يمكن للبنك أن يؤثر على كلفة القرض الحقيقية "R" وإنما تأثيره يمتد إلى معدل القرض أي $(1+i)$.

فالبنك (j) على سبيل المثال يكون لديه $(\emptyset_j)$ وهو الجزء المخصص من الادخار المجمع والمحول إلى استثمارات مع الأخذ بعين الاعتبار هامش الوساطة، فيصبح:

$$\dot{K}_j = \emptyset_j S_j \quad \text{.....(1 .27)}$$

وبالنسبة لمجمل البنوك في الاقتصاد:

$$\dot{K} = \emptyset S \quad \text{.....(1 .28)}$$

مع S الادخار وحيث:

$$S = Y - C \text{ و } \emptyset = \emptyset\left(\frac{1-u}{n}\right) \quad \text{.....(1 .29)}$$

ويزداد الجزء المجمع من الادخار $\emptyset_j$ من خلال اليد العاملة المستخدمة من البنك الممثلة بـ:

$$v_j = \left(\frac{1-u}{n}\right) \quad \text{.....(1 .30)}$$

وترتبط هذه النسبة بدورها بحجم السوق المالي $1-u$ وبعدد البنوك n ، ويكون تعظيم ربح البنك π_j من خلال المعادلة التالية:

[1] Paul M. Romer, "Increasing Returns and Long-Run Growth," ***The Journal of Political Economy***, Vol. 94, No. 5. (Oct., 1986), pp 1019-1020, accessed: 12/04/2010 www.parisschoolofeconomics.eu/.../**paul-romer-increasi**

$$\pi_j = \frac{R\emptyset_j S_j r S_j}{r} v_j w \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.31)$$

$$\pi_j = (1-i)\emptyset_j S_j - S_j - v_j w \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.32)$$

ولتحقيق التوازن يستوجب توفر الشرطين التالين:

الشرط الأول للتوازن $\frac{\pi_j}{S_j} = 0$ يسمح بالحصول على:

$$1 + i = \frac{1}{\left(1-\frac{\delta}{n}\right)\emptyset} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.33)$$

كما أن هامش الوساطة يعتمد على المنافسة في السوق المصرفي.

الشرط الثاني للتوازن هو $\frac{\partial \pi_j}{\partial v_j} = 0$

$$(1+i)\emptyset' \frac{S}{n} = W \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.34)$$

ومع وجود الشرطين السابقين وشرط انعدام الربح في المدى الطويل بما أن البنوك ضمن منافسة احتكارية مع حرية دخولها أو خروجها لتصل في المدى الطويل إلى تساوي متوسط الأرباح ومتوسط التكاليف أي انعدام الربح، فيتم الحصول على:

$$1 + i = \frac{1}{\emptyset - \frac{1-u}{n}\emptyset'} = \frac{1}{(1-\varepsilon)\emptyset} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.35)$$

مع $\varepsilon = \frac{\emptyset'}{\emptyset}\frac{1-u}{n} = \frac{\delta}{n}$

حيث ε مرونة معامل الوساطة Ø نسبة إلى الاستخدام في البنوك.

ويقود تطور القطاع المالي أي" $1-u$" إلى زيادة المنافسة المصرفية وفي نفس الوقت الحجم الفردي للبنك $\left(\frac{1-u}{n}\right)$ ومعامل الوساطة Ø. ويترتب عن الزيادة في حجم القطاع المصرفي انخفاض تكلفة الوساطة $(i+1)$ وهو ما يمثل ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي للممنوح للمستهلك.

مما سبق يتحقق التوازن من خلال:

$$\varepsilon = \frac{\emptyset'}{\emptyset}\frac{1-u}{n} = \frac{\delta}{n} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.36)$$

$$g = \frac{\dot{C}}{C} = \frac{1}{\delta}[\alpha A(1-\varepsilon)\emptyset - p] \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.37)$$

$$g = \frac{\dot{K}}{K} = (1-\alpha)A\frac{1-\varepsilon}{\varepsilon}\frac{1-u}{v}\emptyset \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.38)$$

أما التوازن في المدى الطويل فيكون على النحو التالي:

$$g = \frac{\dot{Y}}{Y} = \frac{\dot{C}}{C} = \frac{\dot{K}}{K} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1.39)$$

وعليه، فإن النمو الاقتصادي يرتبط بمستوى التطور المالي. فارتفاع قيمة "1-u" (التطور المالي) وبالتالي المعامل Ø (معامل الوساطة المالية) يقود حتمًا إلى تحقيق النمو الاقتصادي وفق هذا النموذج النظري.

ثانيًا، قياس العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

تستخدم العديد من الأساليب والنماذج لتقدير العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ولتوقع التطورات المستقبلية في المتغيرين، ويتم تصنيفها إلى ثلاثة أساليب رئيسية وهي:[1] الدراسات المقطعية، النماذج المدمجة والسلاسل الزمنية وفيما يلي عرض موجز لهذه النماذج.

1 الدراسات المقطعية

لقد كانت الدراسات الأولى حول قياس العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي مرتكزة أساسًا على التحليل المقطعي للبلدان (Cross-Country) خاصة في تسعينيات القرن العشرين، فاستخدمت البيانات ببعد واحد يتعلق بالبلد محل الدراسة مع إغفال عامل الزمن. وقد كان لعدم توفر المعطيات حول البلدان لفترات زمنية طويلة أحد الدوافع الرئيسية لفرض هذا النوع من التحليل. فيتم استخدام متوسطات متغيرات الدراسة خلال فترة محددة وعلى ضوء الاختلافات بين الدول فيما يتعلق بالتطور المالي والنمو الاقتصادي يمكن بناء السياسات الملائمة، وتأخذ النماذج المقطعية شكل المعادلة الخطية التالية:[2]

$$g(i) = \alpha + \beta F(i) + \gamma C(i) + \varepsilon(i)$$

حيث:

g متوسط معدل النمو خلال فترة الدراسة لإجمالي الناتج الداخلي الحقيقي للفرد (قد تستخدم مقاييس أخرى للنمو كمخزون رأس المال المادي أو مجمل عوامل الإنتاج أو

[1] Levine, " Finance and Growth…," Op. Cit., pp. 39-60

[2] Robert G. King and Ross Levine, "Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence," ***Journal of Monetary Economics, Elsevier***, vol. 32(3), (December 1993), p. 528, http://www.sciencedirect.com.www.sndl1.arn.dz/science/article/pii/030439329390028E/pdf?md5=491a7225f241abf404b157ecfd28c39f&pid=1-s2.0-030439329390028E-main.pdf

معدل الاستثمار). F مؤشر التطور المالي، C مؤشرات التحكم أو المساعدة وتشمل بعض المتغيرات الكلية، i رمز البلد، ε الخطأ العشوائي، $\alpha،\beta،\gamma$ معلمات النموذج.

وقد واجه هذا الأسلوب في القياس بعض المشاكل أهمها اتجاه العلاقة السببية بين التمويل والنمو، فعدم وجود البعد الزمني في هذا النوع من النماذج قد يخفي حقيقة اتجاه العلاقة بين المتغيرات. وعلى الرغم من استخدام البيانات لبداية الفترة للقضاء على مشكل التجانس في متغيرات التطور المالي وللتخلص من مشكل تحديد العلاقة السببية، إلا أنها لم تسمح بتصحيح تأثير المتغيرات المهملة وأخطاء القياس.[1] ولتجاوز هذا العائق تم اللجوء إلى المتغيرات الأداة (Instrumental variable) عبر الاعتماد على متغير خارجي يقيس التطور المالي لكن لا يرتبط بالنمو الاقتصادي. ومن بين هذه المتغيرات استخدم النظام القانوني كدرجة حماية حقوق المقرضين، كفاءة النظام التشريعي في تنفيذ الصفقات، درجة احترام المعايير المحاسبية وغيرها.[2]

ورغم الأهمية التي قدمتها الدراسات المقطعية في قياس العلاقة بين التمويل والنمو، إلا أن هذا النوع من الدراسات تلقى عدة انتقادات أهمها اعتماده متوسط بيانات الفترة محل الدراسة، وبالتالي لا تهتم بالعوامل الداخلية المؤثرة في متغيرات تطور الأسواق المالية والمصرفية ومتغيرات النمو الاقتصادي. إن حساب المتوسط لفترات طويلة قد يحجب بعض الخصوصيات المهمة في النمو الاقتصادي وبالتالي تلغي حركية هذا المؤشر.[3] كما لا تشير الدراسات المقطعية إلى العلاقة السببية بين التمويل والنمو بشكل واضح.

2. النماذج المدمجة – البانل

نظرًا للانتقادات التي وجهت لأسلوب القياس المقطعي تم اللجوء إلى دراسات البانل لتحليل العلاقة بين النمو والتمويل. فوفق هذا الأسلوب، يتم الأخذ بعين الاعتبار كلاً من

[1] Jean-Pierre Allegret et Sana Azzabi, "Développement financier, croissance de long terme et effets de seuil", ***PANOECONOMICUS***, 5, (2012), pp. 556-557 http://www.panoeconomicus.rs/casopis/2012_5/02%20Jean-Pierre%20Allegret.pdf

[2] La Porta et al, Op cit, p. 15

[3] Ahmed Ayaz, "Stock Market Interlinkages in Emerging Markets," ***PIDE-Working Papers***, 159, Pakistan Institute of Development Economics, (1998), pp. 13-15, accessed: 12/02/2011 http://pide.org.pk/pdf/rr/RR159.pdf

البعد الزمني والبعد المقطعي أي المفردات المكونة للنموذج (البلدان في هذه الأطروحة). كما تساعد نماذج البانل بتصحيح التحيز الناجم عن الآثار غير الملحوظة لكل بلد، فهذا النوع من القياس يسمح بتحليل العلاقة بين الدول والتطور الحاصل عبر الزمن، فيأخذ في الحسبان الفروقات الفردية أو الزمنية للعلاقة التمويل والنمو فالخصوصيات التي تميز البلد عن غيره والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدراسات المقطعية تدرج بشكل آلي في هذا الأسلوب، وهو ما يقود في الغالب إلى القضاء على التحيز، وتأخذ المعادلة العامة لنماذج البانل الشكل التالي:

$$g_{(i,t)} = \alpha + \beta F_{(i,t)} + \gamma C_{(i,t)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)}$$

حيث:

g معدل النمو، F مؤشر التطور المالي، C مؤشرات التحكم وتمثل بعض المتغيرات الكلية، μ_i الآثار غير الملحوظة الخاصة بالبلد، i رمز للبلد، ε الخطأ العشوائي و α،β،γ معلمات النموذج.

وبدورها تنقسم نماذج البانل إلى نماذج فرعية أخرى من أهمها النماذج الحركية لبيانات السلاسل الزمنية–المقطعية، والتي تعتمد على استخدام طريقة الفروق العامة للعزوم The Generalized Method of Moments (GMM) المقترحة من جانب Arellano and Bond.[1] حيث يمتاز هذا الأسلوب بإمكانية معالجة مشاكل التحيز الناتج عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، ومعالجة مشكلة احتمال النمو الداخلي Endogeneity، وتجنب آثار جذر الوحدة للمتغيرات.

كما تستخدم طريقة وسط المجموعة المدمج Pooled Mean Group (PMG) وهي طريقة تفرض قيد التجانس على معلمات المدى الطويل، أي أنها متساوية لكل الدول، بينما تسمح بتفاوت معلمات المدى القصير وحدود تصحيح اختلال التوازن، وتباينات حد الخطأ.

[1] Manuel Arellano & Stephen Bond, "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations," ***Review of Economic Studies***, Wiley Blackwell, vol. 58(2), (April. 1991). pp 277-97, accessed : 23/04/2014

http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2297968.pdf

3. القياس عن طريق السلاسل الزمنية

تستخدم السلاسل الزمنية Time series في قياس العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي. وتعتمد هذه السلاسل على الأخذ في الحسبان تكرار البيانات عبر الزمن للتنبؤ بتطور المتغيرات المدروسة، فيتم الاعتماد على البيانات السنوية الخاصة بالبلد أو البلدان محل الدراسة وملاحظة تطور النمو الاقتصادي للبلد المعني ومقارنته بمستوى التطور المالي في الشق المتعلق بالمصارف والشق المتعلق بالبورصة، إضافة إلى استخدام بعض المتغيرات الكلية للتحكم في النموذج.

وتشير النماذج التي تعتمد على السلاسل الزمنية إلى الاختلافات أو عدم التجانس بين الدول وهو ما لا يتحقق في النموذجين السابقين (نماذج البانل والنماذج المقطعية) التي تفترض التجانس بين الاقتصاديات المدروسة ما يجعل المعلمة متساوية بينها ($\beta_i = \beta$).[1] ولعل النتائج التجريبية المتباينة بين الدول تدعم نماذج السلاسل الزمنية في هذا الجانب، حيث تختلف العلاقة بين التمويل والنمو من دولة إلى أخرى خاصة بالبلدان النامية.

كما تساعد الدراسات المعتمدة على السلاسل الزمنية في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي والتطور المالي وذلك عبر اختبارات اتجاه السببية لجرنجر (Granger) من خلال نموذج الانحدار الذاتي Victor Auto Regression، فتكون المعادلة على النحو الآتي:

$$y_{(t)} = \alpha_1 y_{(t-1)} + \alpha_2 y_{(t-2)} + \dots\dots + \alpha_j y_{(t-j)} + \varepsilon_t$$

حيث تتضمن y نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي أو أي معيار للنمو ومؤشر للتطور المالي وبعض المتغيرات الكلية المساعدة، في حين ε الحد العشوائي. وبما أن المتغيرات تتسم بعدم الاستقرارية فإنه يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ Vector Correction Error Model عبر استخدام الفروق لتصبح المعادلة:[2]

[1] فيما يتعلق بنماذج البانل تم تعديلها عبر نماذج البانل الحركية لمعالجة مشكل عدم التجانس المحتمل بين المفردات. سيتم تفصيل ذلك في الفصل الرابع.

[2] Cuthbertson Keith and Nitzsche Dirk, **Quantitative financial economics : stocks, bonds and foreign exchange,** 2nd ed, (Chichester: John Wiley & Sons, Inc, 2004), p.39

$$\Delta y_{(t)} = \alpha_1 \Delta y_{(t-1)} + \alpha_2 \Delta y_{(t-2)} + \dots\dots + \gamma \delta' y_{(t-j)} + \mu_{(t)}$$

حيث γ تمثل اتجاه وسرعة تعديل المتغيرات حتى البلوغ إلى التوازن في المدى الطويل، في حين δ التكامل المشترك لمتغيرات النموذج.

ورغم أن هذا الأسلوب يسمح بقياس العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي وتحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات كما يتيح التعامل مع خصوصيات كل بلد، إلا أنه من الصعب تعميم النتائج المتحصل عليها وبالتالي اتباع السياسات المناسبة.[1] ويؤدي اختلاف النتائج المتحصل إليها بين الدول إلى صعوبة التحقق من النظرية الاقتصادية، كما أن عدم توفر البيانات على فترات طويلة الأمد، تحديدًا في البلدان النامية، يحد من كفاءة استخدام السلاسل الزمنية في قياس العلاقة بين النمو الاقتصادي ومختلف معايير التطور المالي.

ويستخلص من هذا المبحث أن العلاقة بين النمو الاقتصادي والمتغيرات المالية تطورت مع تطور نماذج النمو المختلفة. غير أن الإشارة إلى تأثير القطاع المالي على النمو بشكل دقيق برز مع تطور نماذج النمو الداخلي في تسعينيات القرن العشرين، وكان ذلك من خلال ربط مختلف الأعوان الاقتصاديين المؤثرين في الإنتاج (المؤسسات) والاستهلاك (قطاع العائلات) عبر مؤسسات الوساطة المالية.

ولقياس العلاقة بين التمويل والنمو، ظهرت دراسات مختلفة معتمدة على نماذج قياسية متنوعة كالنماذج المقطعية، ونماذج السلاسل الزمنية والنماذج المدمجة. وتعتبر النماذج المقطعية من أقدم تلك النماذج استخدامًا، إذ تقوم على جمع البيانات للمفردة المراد دراستها وهي البلدان ثم حساب متوسط المتغيرات المكونة للنموذج حتى يتم تقدير العلاقة. وقد واجهت هذه الطريقة انتقادات عديدة تمحورت أساسًا حول طبيعة جمع المعلومات.

وجاءت النماذج المعتمدة على السلاسل الزمنية لتحديد سببية العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة، إذ يشكل الزمن أساس القياس عبر تتبع التحولات التي تطرأ على المتغيرات، وتم انتقاد هذا الأسلوب بدوره كونه لا يسمح بتعميم النتائج المتحصل عليها.

[1] Ang, Op cit, p. 542

وبالنسبة للنموذج الثالث فهو النماذج المدمجة، وهي النماذج التي تدمج بين النماذج المقطعية والسلاسل الزمنية من خلال محاولة تلافي نقائص النموذجين السابقين عبر تتبع التحولات التي تطرأ على المتغيرات وعبر عدم إهمال خصوصية كل بلد وهو ما توفره نماذج البانل الحركية.

خلاصة الفصل الثاني

ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل هو الأهمية التي يحظى بها التطور المالي كأحد الركائز الداعمة للقطاع الحقيقي. ويظهر التطور المالي لأي بلد من خلال ما يوفره القطاع المالي من خدمات مالية عبر مختلف كيانات هذا القطاع سواء مؤسسات الوساطة أو الأسواق المالية. وتنقسم المعايير التي تحدد التطور المالي إلى معايير كمية ونوعية، تسمح بتحديد حجم، سيولة وكفاءة النظام المالي.

ويقاس حجم البورصة من خلال معدل رسملتها وعدد الشركات المدرجة فيها، فيما تحدد درجة سيولتها قيمة وحجم التداول، أو كفاءة السوق التي تحدد بمعدل الدوران. ويعتمد القطاع المصرفي على جملة من المعايير تقيس حجمه من خلال الموجودات المتاحة في الاقتصاد ونصيب تلك الموجودات من الناتج الإجمالي الداخلي. ومن المهم التحقق من مدى مساهمة التمويل الذي يوفره القطاع المصرفي في دفع عجلة اقتصاد أي بلد وهو ما يمكن قياسه من معايير مثل الائتمان المقدم للقطاع الخاص.

ويمكن قياس أداء القطاع الحقيقي عبر معايير مختلفة أبرزها نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، الاستثمار، الرأسمال المادي والبشري. ويسمح دمج معايير التطور المالي في مؤشر مركب واحد يتأثر بالبيئة المؤسسية وبيئة الأعمال والاستقرار المالي ويحدد مستوى تطور مؤسسات الوساطة المالية والبورصات بإجراء المقارنات بين البلد وربط مستوى التطور المالي بالأداء الاقتصادي. وقد عرض هذا الفصل الأساليب المستخدمة في قياس العلاقة بين النمو الاقتصادي والمتغيرات المالية المختلفة.

الفصل 3 : تحليل بيانات الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

الفصل الثالث:
تحليل بيانات الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

تعد منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من أهم المناطق عبر العالم والأكثر تأثيرًا على التحولات عبر التاريخ. إذ تتوفر هذه المنطقة على ثروات باطنية هائلة، كما أنها تملك إرثًا حضاريًا وتاريخيًا هامًا مما جعلها محور اهتمام باقي بلدان العالم، ومحل أطماع البلدان الغربية عبر مراحل التاريخ المختلفة.

ونظرًا لهذه الأهمية، جاء هذا الفصل ليعالج مختلف البيانات المالية والحقيقية التي شهدتها المنطقة، فسيتم في البداية تحديد عينة الدول المختارة من هذه المنطقة والمجال الزمني لهذه الدراسة، وسيخصص قسم لعرض مختلف المتغيرات المعتمد عليها، فضلاً عن محاولة لبناء مؤشر شامل للتطور المالي يأخذ في الحسبان المعايير الكمية والنوعية.

أما المبحث الثاني، فيتناول أهم التطورات التي شهدتها المنطقة في أسواقها المالية والمصارف التي تكون أنظمتها المالية. كما يستعرض هذا المبحث أهم المحطات التي أثرت على الأداء الاقتصادي لبلدان الدراسة سواء تعلق الأمر بإجمالي الناتج المحلي، أو الاستثمار أو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج.

وفي المبحث الثالث، تتم دراسة العلاقة بين مختلف المتغيرات المالية ومتغيرات القطاع الحقيقي من خلال تحليل درجة الترابط بينها في كل دولة، وسيستخدم أسلوب تحليل المركبات الأساسية Principal Component Analysis التي تساعد في فهم سلوك متغيرات الدراسة وعلاقتها بالدول المعنية. بالإضافة إلى التحليل المقطعي للعلاقة بين متوسط البيانات خلال فترة الدراسة.

المبحث الأول: عينة ومتغيرات الدراسة

عرفت بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا عدة تحولات اقتصادية وسياسية واجتماعية خلال فترة الدراسة، إذ أدت التطورات التكنولوجيا واتجاه غالبية البلدان لفتح أسواقها إلى حدوث تغيرات جذرية في الأنظمة المالية لتلك البلدان عبر إيلاء أهمية أكبر للأسواق المالية بالموازاة مع دعم مؤسسات القطاع المصرفي. سيتم من خلال هذا المبحث تحديد عينة ومتغيرات الدراسة، فضلاً عن محاولة وضع مؤشر شامل يقيس التطور المالي في المنطقة.

أولاً، عينة الدراسة

سيهتم هذا العنصر بتحديد عينة الدول التي ستخصص لها هذه الدراسة، علاوة عن تحديد مختلف المتغيرات التي تقيس تطور القطاع المالي والأداء الاقتصادي في البلدان المعنية.

تضم منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا حسب تصنيف البنك الدولي 18 دولة عربية بالإضافة إلى إيران، مالطا والكيان الصهيوني. ونظرًا للظروف السياسية والأمنية التي تعيشها دول مثل اليمن، سورية وليبيا، وبسبب نقص البيانات الخاصة ببلدان مثل الجزائر، جيبوتي والسودان، فإنه تم اعتماد عينة من 11 بلدا من بلدان المنطقة تضم ثلاث دول إفريقية وهي: المغرب، تونس ومصر؛ وستة بلدان خليجية وهي: العربية السعودية، الكويت، الإمارات العربية، قطر، البحرين وسلطنة عمان؛ ودولتين من الشام وهما لبنان والأردن. (انظر الملحق 3)

ثانيًا، متغيرات الدراسة

إن دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تعتمد على متغيرات متنوعة كما سبق الإشارة إلى ذلك في الفصل الثاني. ونظرًا لطبيعة المنطقة التي تعتبر الأسواق المالية فيها أقل تطورًا نسبيًا، فإنه سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على عدد محدود من تلك المعايير بحسب ما هو متاح.

1. متغيرات القطاع المالي

بالنسبة لمعايير قياس تطور البورصات يعتبر معدل رسملة البورصة إلى إجمالي الناتج المحلي أهم المعايير لقياس حجم السوق وسيرمز له في هذه الدراسة "MCLCG". وطالما أن الناتج المحلي الإجمالي يمثل تدفقًا ورسملة البورصة تكون في تاريخ محدد (عادة نهاية السنة) فإن تقدير هذا المعدل يعتمد على طريقة أو معامل الانكماش deflation method.[1]

ولقياس نشاط البورصة سيتم الاعتماد على حجم التداول أي ما تم تداوله في الفترة المعنية كنسبة من إجمالي الناتج المحلي لنفس الفترة، وبما أن كلا المتغيرين يمثلان تدفقًا فلن تستخدم طريقة الانكماش. وسيمنح له رمز "STG".

أما تقدير كفاءة السوق المالي فخصص لها معيار معدل الدوران الذي يمثل قيمة الأوراق المالية المتداولة نسبة إلى رسملة البورصة، ولتجاوز عائق عدم التجانس بين المتغيرين يتم استخدام نفس طريقة الانكماش السابقة، وسيرمز لهذا المعيار في هذه الدراسة "TURN". وقد كان مصدر هذه المتغيرات البنك الدولي بالاعتماد على قاعدة البيانات المالية.[2]

وبالنسبة لمعايير قياس تطور القطاع المصرفي فسيتم الأخذ بثلاثة معايير وهي: النقود وأشباه النقود كنسبة من إجمالي الناتج المحلي، إذ تمثل مؤشرًا مهمًا لسيولة النظام المالي كونها تساعد على تسهيل مختلف المبادلات الاقتصادية، وسيرمز لها "M2". ولتحديد مسار المدخرات نحو المشاريع الاستثمارية الخاصة سيستخدم معدل الائتمان

---

[1] يتم وفق هذه الطريقة استخدام الصيغة التالية:

$\frac{\left(\frac{F_t}{P_e_t}+\frac{F_{t-1}}{P_e_{t-1}}\right)}{\frac{GDP_t}{P_a_t}} \times 0.5$ حيث: "F" رسملة السوق "P_e" مؤشر أسعار المستهلك في نهاية الفترة (Consumer price index CPI)، "P_a" المتوسط السنوي لمؤشر أسعار المستهلك، GDP الناتج المحلي الإجمالي و t الزمن. لتفاصيل أكثر أنظر:

Thorsten Beck, Aslı Demirgüç-Kunt and Ross Levine, (2000), "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review* 14, 597-605

[2] Martin Čihák, at all, "Benchmarking Financial Development Around the World", World Bank Policy Research Working Paper 6175, August 2012, http://siteresources.worldbank.org/INTRES/Resources/469232-1107449512766/FinStructure_November_2013.xlsx

المحلي المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي، وهو المعيار الثاني من معايير تطور القطاع المصرفي وسيرمز له "DCPS".

أما المعيار الثالث، فيقيس مستوى الخدمات المالية والائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي وسيتم الاعتماد على مؤشر الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المصرفي كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي وسيرمز له "DCFS". وقد تم تجميع بيانات المعايير الخاصة بالقطاع المصرفي من مؤشر التنمية العالمي World Development Indicators "WDI".

2. متغيرات القطاع الحقيقي

ولتحديد مستوى الأداء الاقتصادي، سيتم الأخذ بثلاث معايير وهي: النمو السنوي في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وسيرمز له "GDPCG"؛ إجمالي تكوين رأس المال الثابت كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي ويأخذ الرمز "GFCFG"؛ ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج ورمزها في هذه الدراسة "TFP".

فبالنسبة لنمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي يعتبر أهم مقياس تحديد النمو الاقتصادي في البلد، ويتم احتسابه وفق الأسعار الثابتة للدولار الأمريكي لسنة الأساس 2005. إذ يستخدم على نطاق واسع في الدراسات القُطرية لعدة مجالات كالنمو، التوزيع، التجارة والتنمية البشرية.[1]

وكمؤشر لتقدير الاستثمارات، سيتم الاعتماد على إجمالي تكوين رأس المال الثابت كنسبة من إجمالي الناتج المحلي. وتكمن أهمية هذا المؤشر في تحديد دور الأسواق

[1] Ram, Rati and Ural, Secil, "Comparison of GDP Per Capita Data in Penn World Table and World Development Indicators," ***Social Indicators Research***; Vol. 116 Issue 2, (Apr 2014) , p. 640

http://link.springer.com.www.sndl1.arn.dz/article/10.1007/s11205-013-0284-0

المالية في تمويل الاستثمارات عبر مختلف الإصدارات خلال السنة.[1] وهو ما يقود إلى ما نصت عليه النظرية من مساهمة القطاع المالي في التخصيص الأمثل للموارد.[2]

وتبرز أهمية تطور السوق المالي والمصارف كمحدد لمجمل إنتاجية عوامل الإنتاج رغم ما يعترض هذا المؤشر من مصاعب في تقديره.[3] لاعتماده على الكثير من العوامل النوعية – نوعية الموارد، الأسواق، السياسات والمؤسسات.

وتجدر الإشارة إلى البون الشاسع في بيانات هذه المتغيرات بين تلك الصادرة عن البنك الدولي (World Development Indicators CD-ROM) والجداول التي توفرها جامعة بنسلفانيا Pennsylvania (Penn World Table 7.1)[4] بشكل قد يؤثر على النتائج التجريبية، فعلى سبيل المثال بلغ نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في البحرين سنة 2005 ما مقداره 28068 دولار أمريكي بالنسبة للمصدر الأول و22013 دولار أمريكي في المصدر الثاني أي بفارق يقارب 6000 دولار.[5]

وستعتمد هذه الدراسة على بيانات البنك الدولي بالنسبة لنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وإجمالي تكوين رأس المال الثابت نظرًا لقلة الفوارق بينها وبين معايير برنامج المقارنات الدولي (International Comparison Program)،[6] كما أن البيانات المتاحة من البنك الدولي تغطي الفترة المحددة. أما بالنسبة لمجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

---

[1] Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century," ***Journal of Financial Economics,*** 69, (2003), p. 10

[2] Jeffrey Wurgler, "Financial markets and the allocation of capital," ***Journal of Financial Economics,*** 58, (2000), p. 188

[3] البلبل وآخرون، المرجع السابق، ص 34

[4] Robert C. Feenstra and all, "The Next Generation of the Penn World Table," NBER Working Paper, No. 19255, (July 2013), p.p 2-5, accessed: Nov 2014: http://www.nber.org/papers/w19255

[5] Rati and Secil, Op. Cit., p. 641

[6] هو برنامج يقوم بإعداد معايير لقياس المتغيرات الاقتصادية ومقارنتها بنتائج الهيئات الإحصائية المختصة لا سيما مؤشرات التنمية العالمية للبنك الدولي، بيانات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وجداول بن العالمية الخاصة بجامعة بنسلفانيا. لتفاصيل أكثر أنظر:

Paul McCarthy, "Extrapolating PPPs and Comparing ICP Benchmark Results," in 6th Technical Advisory Group Meeting, International Comparison Program (ICP) Chapter 18, (October 3-4, 2011), accessed 24 sep 2014: http://documents.worldbank.org/curated/en/2011/10/20256298/extrapolating-ppps-comparing-icp-benchmark-results

فمصدرها قاعدة بيانات مجلس المؤتمر الاقتصادي الإجمالي (The Conference Board Total Economy Database).

وتشير أدبيات دراسة العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي إلى جملة من المؤشرات الكلية التي تستخدم للتحكم في نماذج الدراسة.[1] سيتم الاعتماد على أربعة معايير منها: درجة انفتاح التجارة "TRADE" حيث تشير أغلب الدراسات الاقتصادية إلى أهمية التجارة الدولية في تحقيق النمو.[2] فانفتاح التجارة الدولية يساعد في تحقيق نمو الصادرات وزيادة قابلية الواردات للتكنولوجيا مما ينعكس بالإيجاب على النمو الاقتصادي.

ويمثل الانفاق الحكومي أحد محددات النمو، وهو المعيار الثاني، وتشمل نفقات الاستهلاك النهائي للحكومة جميع النفقات الحكومية الجارية على مشتريات السلع والخدمات (بما في ذلك تعويضات العاملين). كما تشمل أيضاً معظم نفقات الدفاع والأمن الوطني، ولكنه يستبعد الإنفاق العسكري الحكومي الذي يشكل جزءاً من تكوين رأس المال.[3] ويسمح هذا المعيار بتحديد مدى تدخل الحكومة في السياسة الاقتصادية للبلد وانعكاس ذلك على النمو الاقتصادي.[4] ويرمز له في هذه الدراسة "GCR".

وسيستخدم معيار الالتحاق الإجمالي بمرحلة التعليم الابتدائي للدلالة عن مستوى الرأس المال البشري، وهو إجمالي عدد التلاميذ الملتحقين بالمدارس الابتدائية بصرف النظر عن السن، معبرا عنه كنسبة مئوية من السكان في السن الرسمي للالتحاق بالتعليم الابتدائي. وتجدر الإشارة إلى أن نسبة الالتحاق الإجمالي يمكن أن تتجاوز 100 في المائة بسبب قيد الأطفال الذين تخطوا العمر المدرسي المقرر والأطفال الذين لم يبلغوا

[1] حوالي 50 متغير مرتبط بدلالة إحصائية مع النمو، أنظر:
Ross , Levine and David Renelt, "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", ***American Economics Review,*** 82 (4), (1992), pp. 949-52, accessed : 23/02/2014
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2117352.pdf

[2]Ann Harrison, "Openness and growth: A time-series, cross-country analysis for developing countries. ***"Journal of Development Economics*** ELSVIER Vol. 48 (1996), pp .420-21
http://www.nber.org/papers/w5221.pdf

[3]IMF, "Government Finance Statistics Manual 2001.", p.168

https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/pdf/all.pdf

[4]Daniel L. Landau, "Government Expenditure and Economic Growth in the Developed Countries: 1952-76," ***Public Choice***, Vol. 47, No. 3, (1985), p. 463, accesed 10 oct 2013
http://www.jstor.org.www.sndl1.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/30024560.pdf

العمر المدرسي المقرر في سن متأخرة أو مبكرة و/أو بسبب إعادتهم للمدارس.[1] وسيرمز له "SEP".

أما المعيار الرابع، فهو معدل التضخم الشائع الاستخدام أيضًا في نماذج النمو إذ يؤثر سلبيًا على النمو الاقتصادي، فمعدلات التضخم المرتفعة تكبح الاستثمارات وتحد من الإنتاجية.[2] وسيرمز لهذا المؤشر " INF". وقد تم تجميع بيانات هذه المؤشرات الكلية من البنك الدولي باستثناء نسبة الالتحاق الإجمالي بمرحلة التعليم الابتدائي التي كان مصدرها منظمة اليونيسكو.

ثالثا، بناء مؤشر شامل للتطور المالي لعينة الدراسة

لقد سبق الإشارة في الفصل الثاني إلى أن الأخذ بأحد معايير التطور المالي بمعزل عن المعايير الأخرى، قد يؤدي إلى نتائج مضللة لا تعكس الوضع الحقيقي للبلد المعني. لذلك، خصص هذا العنصر لمحاولة بناء مؤشر مركب يشمل مجموعة من المتغيرات الكمية والنوعية للبلدان محل الدراسة على النحو الآتي:

1. مكونات المؤشر المالي المركب

يعتمد هذا المؤشر بشكل أساسي على المنهجية المتبعة في بناء مؤشر التطور المالي المنجز من قبل "المنتدى الاقتصادي العالمي" سنة 2012.[3] ويضم هذا المؤشر سبع محاور تمثلت في البيئة المؤسساتية، بيئة الأعمال، الاستقرار المالي، خدمات القطاع المصرفي، السوق المالي، الخدمات المالية للمؤسسات غير المصرفية والنفاذ إلى التمويل.

ونظرًا لندرة البيانات في عينة الدراسات حول المؤسسات المالية غير المصرفية، سيقتصر بناء هذا المؤشر على المحاور الست الباقية. ويتم إعطاء لكل محور وزن

[1] UNESCO, "Education Indicators Technical guidelines.", November 2009, p. 5

www.uis.unesco.org/Library/.../eiguide09-en.pdf

[2] Stanley Fischer, "The role of macroeconomic factors in growth," **Journal of Monetary Economics,** 32, (1993), p. 486

[3] Reuttner, Op. cit., p. 28

ترجيحي متساوي (6/1). أما المتغيرات داخل كل محور فتختلف أوزانها الترجيحية مثلما يوضحه الملحق1. ويكون السلم من 1 (الأقل تطورًا) إلى 6 (الأكثر تطورًا) وفقًا لهذا المؤشر. ولتحقيق التجانس بين مختلف المتغيرات داخل المؤشر سوف تستثنى القيم الشاذة.[1] ويتم تحويل القيم الكبيرة والصغيرة جدًا للتوافق مع المؤشر.[2]

فبالنسبة لمحور **البيئة المؤسساتية**، فإنه يتشكل من أربع عناصر فرعية هي: الانفتاح المالي وهو مؤشر يقيس مدى تحرير حساب رأس المال في البلد،[3] أي أنه يسمح بتقدير مستوى الرقابة الذي تمارسها السلطات المعنية على رأس المال.

ويتمثل العنصر الثاني المكون لمحور البيئة المؤسساتية في حوكمة الشركات، وسيكون الاعتماد على مدى حماية المستثمرين الصغار الذي يقيس قوة حماية المساهمين الأقلية ضد قيام أعضاء مجالس إدارة الشركات بإساءة استخدام أصول الشركات لتحقيق مكاسب شخصية بالإضافة إلى حقوق المساهمين، وضمانات الحوكمة ومتطلبات الشفافية للشركات التي تقلل من خطر التعرض للإساءة.[4]

ويضم محور البيئة المؤسسية أيضًا المسائل المتعلقة بالتنظيم والتشريع، ولهذا الغرض سيتم تجميع البيانات الخاصة بمؤشر الفساد The Corruption Perceptions Index (CPI) الصادر عن المنظمة الدولية للشفافية، ويقيس هذا المؤشر مدى تفشي الفساد في المجتمع ولدى المسؤولين في القطاعات الاقتصادية والسياسية.[5] ويعتمد بناء

---

[1] من هذه الاستثناءات، سجل الرقم القياسي لسعر الصرف الفعلي الحقيقي في جمهورية الكونغو الديمقراطية نحو 830 بالمئة في حين كان متوسط هذا المؤشر 107 بالمئة.

[2] يستخدم لهذا الغرض الصيغة التالية: $1 + 6 \times \left(\frac{\text{القيمة السجلة في البلد} - \text{أدنى قيمة}}{\text{أعلى قيمة} - \text{أدنى قيمة}}\right)$ لتفاصيل أكثر، أنظر:

Xavier Sala-i-Martin at all, "The Global Competitiveness Index 2009–2010: Contributing to Long-Term Prosperity amid the Global Economic Crisis." In The Global Competitiveness Report 2009–2010, World Economic Forum, (2010), p.47

[3] Menzie D Chinn and Ito Hiro, "A New Measure of Financial Openness," *Journal of Comparative Policy Analysis* ,Volume 10, Issue 3, (September (2008). p. 309 http://web.pdx.edu/~ito/kaopen_Chinn-Ito_hi0523.pdf

[4] World Bank. " Doing Business …," Op. cit., p. 5

[5] Transparey International, " Handbook For Curbing Corruption In Public Procurement," (Berlin: 2006), p.13 http://issuu.com/transparencyinternational/docs/2006_curbingcorruptionpublicprocurement_en?e=2496456/2901839

مؤشر الفساد على سبر الآراء الذي تجريه المنظمات المستقلة المنضوية في هذه الهيئة. وفي إطار التنظيم والتشريع، سيستخدم في بناء مؤشر التطور المالي الشامل لعينة الدراسة قوة الحقوق القانونية وهي الدرجة التي تحمي بها القوانين السائدة في البلد والضمانات التي تكفل حقوق المقترضين والمقرضين مما يؤدي إلى تسهيل عملية الإقراض.

وسيشمل المؤشر مدى كفاءة إنفاذ العقود Enforcing contracts، وذلك عن طريق تتبع تطور النزاعات التجارية التي قد تنشأ بين المتعاملين، وحساب الوقت والتكلفة وعدد الإجراءات المعنية، وذلك من اللحظة التي يرفع فيها المدعي دعواه أمام المحكمة وحتى لحظة سداد الدين.[1]

ويتشكل محور **بيئة الأعمال** في هذا المؤشر من الرأس المال البشري الذي يحسب على أساس نسبة الالتحاق بالتعليم العالي (الليسانس والماجستير) بصرف النظر عن السن من خلال قاعدة البيانات الخاصة بمنظمة "اليونيسكو".[2] كما يتضمن هذا المحور الضرائب والاشتراكات الإجبارية التي يتعين على الشركات دفعها وما يترتب عن عملية دفع الضرائب من أعباء إدارية.[3] ومن الواضح أن البلد الذي تقل فيه هذه التكاليف تمنح له علامة أكبر ضمن هذا المؤشر.

وتغطي بيئة الأعمال البنى التحتية الضروري توفرها في البلد التي من شأنها أن تساهم في التطور المالي. ولتقدير الإمكانيات التي توفرها عينة الدراسة سيتم استخدام مؤشر الاستفادة من الانترنيت في البلد، وهو نسبة الأفراد المستخدمين للأنترنيت من إجمالي اشتراكات الاتصالات في البلد.[4] وهو المعيار الذي توفره المنظمة الدولية للاتصالات.

---

[1] World Bank, "Doing…," Op. cit, p.7

[2] Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent, **The Global Innovation Index 2014 The Human Factor in Innovation**, (Geneva: Cornell University, INSEAD, and WIPO, 2014), p.376

[3] World Bank, "Doing…," Op. cit, p.27

[4] International Telecommunication Union, **Manual for Measuring ICT Access and Use by Households and Individuals**, (Geneva: ITU Press, 2014), pp. 53-55 http://www.itu.int/dms_pub/itu-d/opb/ind/D-IND-ITCMEAS-2014-PDF-E.pdf

أما العنصر الأخير في تقدير بيئة الأعمال ضمن هذا المؤشر فهو تكاليف بدء النشاط. وهو جميع الإجراءات المطلوبة رسمياً من أصحاب الشركات لبدء أي نشاط صناعي أو تجاري وتشغيله، بالإضافة إلى الوقت والكلفة اللازمين إضافة إلى الحد الأدنى المدفوع من رأس المال. وتتضمن هذه الإجراءات استخراج كافة التراخيص والتصاريح اللازمة، واستيفاء أي إشعارات أو إثباتات أو بيانات مطلوب تسجيلها لدى الأجهزة المختصة سواء المتعلقة بالشركة أو الموظفين.[1]

ولقياس مدى **الاستقرار المالي**، سيتم الاعتماد على مدى استقرار العملات عبر معيار سعر الصرف الفعلي الحقيقي Real Effective Exchange Rate (REER)، وهو مؤشر يسمح بقياس المتوسط المرجح لعملة البلد بالنسبة لسلة من العملات الرئيسية مع الأخذ في الحسبان آثار التضخم، ويتم تحديد الأوزان المرجحة بالاعتماد على مقارنة الموازين التجارية.[2] كما يساعد الحساب الجاري على تحديد مدى استقرار العملات، فهو يمثل علاقة البلد تجاه باقي دول العالم من حيث السلع، الخدمات والدخل. وتدل النسب المنخفضة من هذا المعيار إلى العجز الذي يواجهه البلد جراء التزاماته المتزايدة تجاه الخارج.

وتعتبر مخاطر أزمة الديون السيادية من العوامل المؤثرة على الاستقرار المالي، لهذا الغرض ستعتمد هذه الدراسة على مؤشر لمجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية يشمل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، معدل الفائدة على الودائع ومؤشر أسعار الاستهلاك.

ولتحديد مدى كفاءة **خدمات القطاع المصرفي** سيضم المؤشر الشامل مختلف المتغيرات المشار إليها سابقًا (الائتمان المحلي من القطاع المصرفي، الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص والمعروض النقدي M2)، يضاف إلى ذلك الودائع البنكية كحصة من إجمالي الناتج المحلي.

[1] World Bank, "Doing…," Op. cit, p.29

[2] Marc Klau and San Sau Fung, " The new BIS effective exchange rate indices," BIS Quarterly Review, (March 2006), p. 51, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0603e.pdf

ويشمل محور **الأسواق المالية** رسملة البورصة كحصة من إجمالي الناتج المحلي، حجم التداول ومعدل الدوران. ومن المعلوم أن هذا المحور يتضمن أسواق الصرف الأجنبي، أسواق السندات وأسواق المشتقات لكن نظرًا لقلة البيانات المتوفرة خلال فترة الدراسة (1998-2012). وبسبب ضعف أداء أسواق المشتقات المالية، فإن المؤشر الشامل سيقتصر على البيانات الخاصة بأسواق الأسهم فقط.

أما المحور الأخير في بناء المؤشر الشامل فهو **النفاذ للتمويل**، وسيقسم إلى النفاذ على المستوى الكلي أو التجاري ويشمل الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يمثل امتلاك حصصًا من شركات خارج محل إقامة المستثمر.[1] وتم الاعتماد على بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD. أما النفاذ للتمويل على المستوى الجزئي فيشمل عدد آلات الصراف الآلي Automated teller machines (ATMs) لكل مائة ألف نسمة (من البالغين) وهي أجهزة تتيح للمتعاملين مع أي مؤسسة مالية إمكانية إجراء معاملاتهم في أي مكان عام.

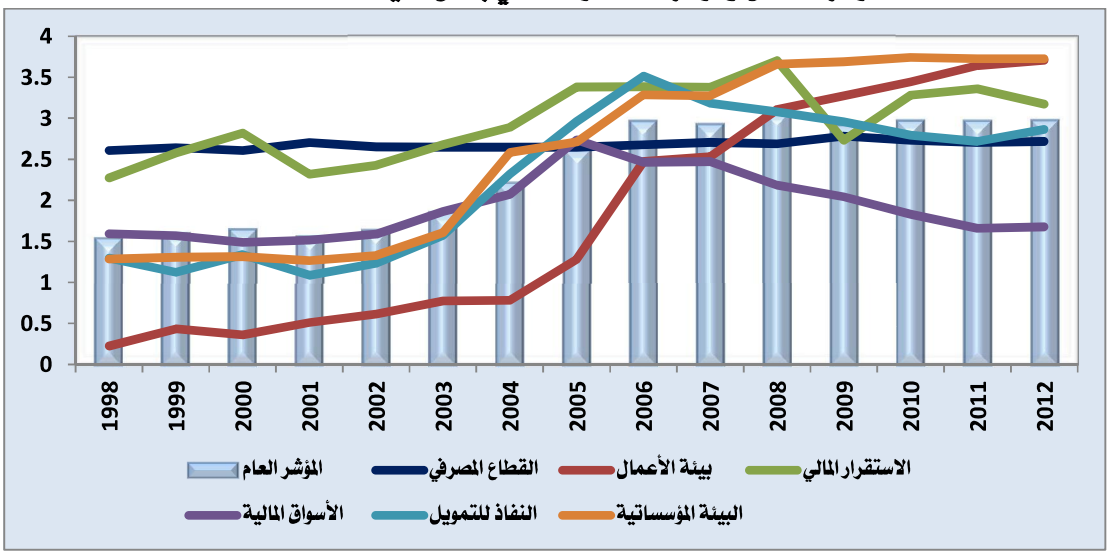
2. تحليل المؤشر المالي الشامل لبلدان العينة

بعد تجميع البيانات الخاصة بالمؤشر الشامل للتطور المالي، وإجراء التعديلات الضرورية لتوفير التجانس بين المتغيرات جاءت النتائج على النحو التالي:

[1] UNCTAD, Foreign direct investment flows and stock database, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2013_en.pdf

الشكل 3—1

المؤشر الشامل والمؤشرات المكونة له في بلدان العينة



المصدر: اعتمادًا على بيانات

World Bank, Transparency International, UNESCO, International Telecommunication Union, UNICTAD

والملاحظ، أن قوة منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تكمن في البيئة المؤسساتية وبيئة الأعمال، وقد تطورت هذه الأخيرة بشكل لافت منذ 1998 (الشكل 3-1). وبالنسبة للمحاور الأخرى، يمكن استخلاص أن البلدان المعنية تحتاج إلى دعم أكبر للأسواق المالية بينما تميز تطور القطاع المصرفي والاستقرار المالي بمستويات متوسطة (يستثنى بالنسبة للاستقرار المالي سنة 2009 تزامنًا مع الأزمة المالية العالمية).

وعلى ضوء بيانات محاور المؤشر العام للتطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، يمكن إجراء مقارنة وتصنيف لتلك الدول من خلال قيمة المؤشر لسنة 2012 مثلما يوضحه الجدول 3-1.

جدول 3—1
تصنيف بلدان العينة وفق مؤشر التطور المالي الشامل

	بيئة الأعمال			الأسواق المالية			المناخ المؤسسي			الاستقرار المالي			خدمات القطاع المصرفي			النفاذ للتمويل			المؤشر الشامل		
	1999	2008	2012	1999	2008	2012	1999	2008	2012	1999	2008	2012	1999	2008	2012	1999	2008	2012	1999	2008	2012
البلدان ذات المؤشر المرتفع																					
البحرين	1.43	5.87	5.97	1.39	1.1	0.55	0.5	3.34	3.83	4.98	1.81	1.88	2.27	3.55	3.78	1.21	5.23	5.79	2.4	3.48	3.63
السعودية	1.42	5.01	5.21	0.59	2.18	2.65	0.28	2.98	3.28	4.69	3.26	3.15	1.45	2.2	2.25	0.09	5.05	5.13	1.7	3.45	3.62
الإمارات	Na	4.49	4.73	0.41	1.76	0.48	0.5	3.63	3.83	0.41	2.85	2.64	1.43	3.65	3.76	0.21	5.12	5.26	0.52	3.58	3.45
لبنان	2.51	3.72	4.38	0.15	0.34	0.29	0.34	2.63	2.63	0.32	0.23	0.53	4.84	5.64	5.95	Na	4.56	4.37	1.66	2.85	3.02
الكويت	1.52	4.57	4.71	1.18	2.35	0.92	0.28	2.8	2.82	0.47	1.87	2.2	2.86	2.42	2.1	0.04	5.49	5.31	1.3	3.25	3.01
البلدان ذات المؤشر المتوسط																					
قطر	1.73	4.25	4.38	0.68	1.46	0.87	0.5	3.66	3.72	0.54	1.1	1.37	1.94	1.77	2.07	0.16	4.47	5.28	1.13	2.79	2.95
تونس	1.12	3.61	4.01	0.26	0.36	0.36	0.79	2.56	2.5	4.93	2.58	2.33	2.17	2.41	2.98	0.27	1.88	2.3	1.95	2.23	2.41
الأردن	2.07	3.52	4.42	0.9	3.06	1.06	1.31	3.1	3.04	0.22	0.09	0.18	3.31	2.95	2.84	0.34	2.35	2.32	1.66	2.51	2.31
المغرب	0.64	3.16	4.09	0.45	0.99	0.65	0.61	2.36	2.4	4.2	1.55	0.19	2.39	2.32	2.56	Na	2.7	3.11	1.69	2.18	2.17
البلدان ذات المؤشر المنخفض																					
عمان	Na	3.89	4.22	0.81	0.97	0.43	0.28	3.53	3.37	0.49	0.86	0.53	1.72	1.31	1.55	0.05	0.86	1.24	0.68	1.9	1.89
مصر	2.14	2.95	3.48	0.7	1.22	0.68	0.99	2.62	2.27	0.36	0.38	0.09	2.68	1.52	1.15	0.21	1.11	1.05	1.45	1.63	1.45

تم تصنيف بلدان العينة على أساس المؤشر الشامل للتطور المالي لسنة 2012 على النحو التالي: من 1 إلى 2 التطور المالي منخفض، من 2 إلى 3 التطور المالي متوسط، أكبر من 3 التطور المالي مرتفع.

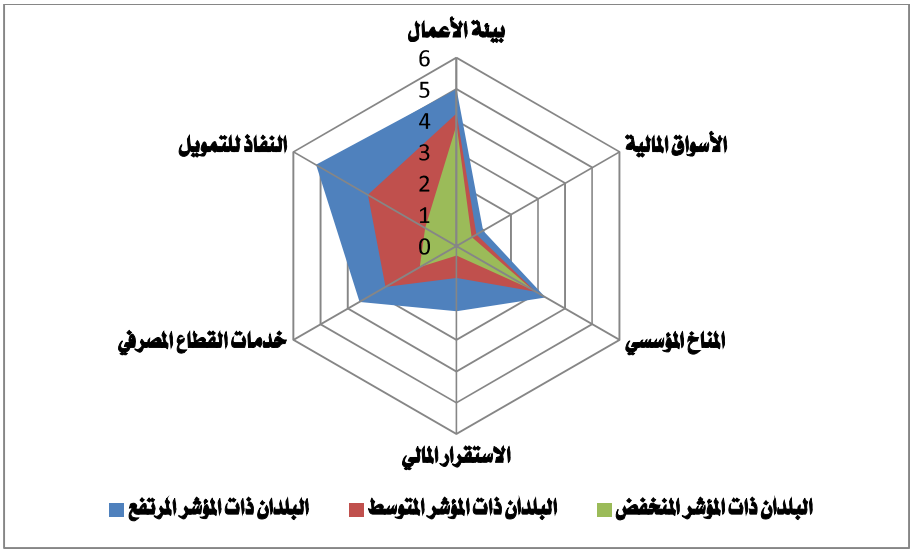
المصدر: اعتمادًا على بيانات

World Bank, Transparency International, UNESCO, International Telecommunication Union, UNICTAD

فالجدول 3-1، يساعد على تصنيف بلدان عينة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى ثلاث مستويات يضم المستوى الأول منها: البحرين، السعودية، الإمارات، لبنان والكويت وهي دول حققت نتائج مميزة في التطور المالي؛ ويضم المستوى المتوسط من التطور المالي كلاً من قطر، تونس، الأردن والمغرب؛ أما المستوى الثالث فيشمل عُمان ومصر.

الشكل 3—2

مكونات المؤشر الشامل حسب المستويات المرتفعة، المتوسطة والمنخفضة لبلدان العينة



المصدر: اعتمادًا على بيانات

World Bank, Transparency International, UNESCO, International Telecommunication Union, UNICTAD

وما يمكن ملاحظته لدى البلدان المكونة للعينة من خلال الجدول 3-1 والشكل 3-2 هو تميز البلدان الخليجية في مؤشر بيئة الأعمال بتوفيرها للظروف الملائمة لتحقيق التطور المنشود، خاصة في مجال الاتصالات. كما تتفوق البلدان ذات المؤشر المرتفع بشكل ملحوظ من حيث النفاذ للتمويل.

وتشترك الدول المعنية في ضعف تطور الأسواق المالية وفق هذا المؤشر، إذ لم يتجاوز النقطة الواحدة في أغلب الدول باستثناء السعودية التي سجل المؤشر فيها 2.65 نقطة سنة 2012، وهو ما يؤشر إلى محدودية تلك الأسواق في استقطاب الرساميل.

وفي مجال خدمات القطاع المصرفي تعتبر لبنان أفضل بلدان المنطقة للمكانة التي تحتلها البنوك في تمويل الاقتصاد، بينما توفر البحرين، الكويت، الإمارات وقطر أفضل الأساليب للنفاذ للتمويل.

المبحث الثاني: تطور الأداء المالي والحقيقي

سيخصص المبحث الثاني لعرض موجز لمختلف التطورات المالية والحقيقية التي شهدتها البلدان المعنية خلال فترة الدراسة.

أولاً. تطور أداء الأسواق المالية

شهدت أغلب الأسواق المالية في بلدان العينة تطورات إيجابية خلال فترة الدراسة (1998-2012)، غير أن تلك التطورات عرفت اختلالات كباقي الأسواق العالمية في أعقاب الأزمة المالية العالمية، كما أنها لم تكن لتسمح لها بمقارعة البلدان التي لها بورصات متقدمة. وفيما يلي أبرز ما عرفته الأسواق المالية لعينة البلدان المختارة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

1. سوق الإصدارات

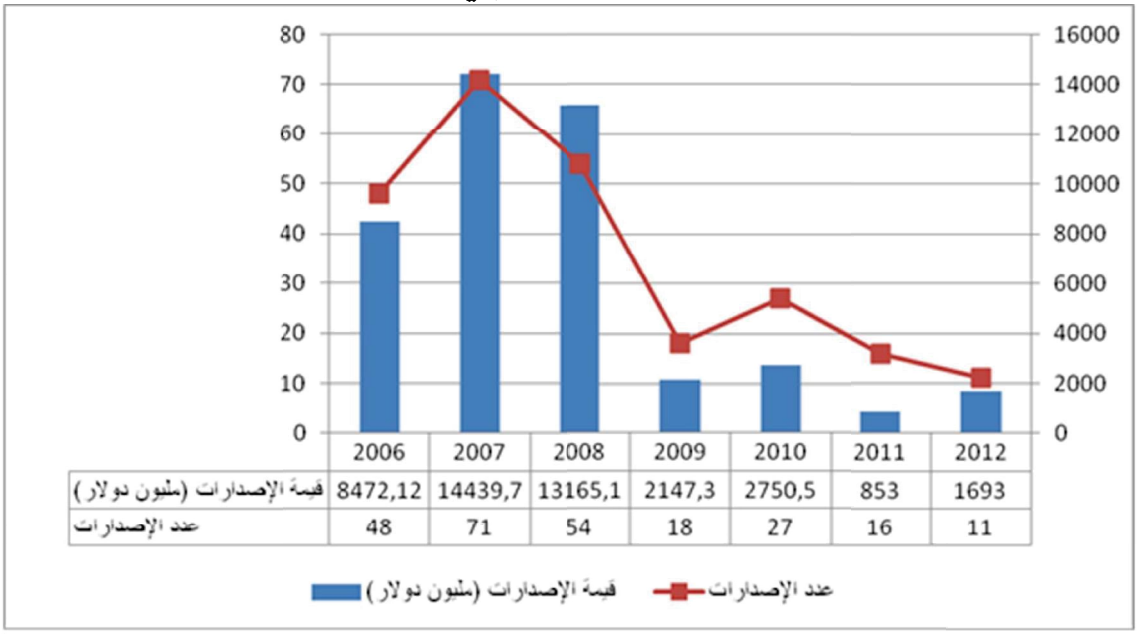
على مستوى سوق الإصدار، بلغت القيمة الإجمالية للإصدارات الأولية من الأسهم ذروتها خلال فترة الدراسة سنة 2007 حين سجلت حوالي 14.4 مليار دولار. كما بلغ عدد تلك الإصدارات 71.[1] وتعتبر الأسواق المالية الخليجية بشكل عام، والبورصة السعودية على وجه التحديد، أكثر أسواق المنطقة نشاطًا من حيث الإصدارات خاصة مع التسهيلات الائتمانية الممنوحة للمكتتبين من طرف البنوك.[2]

[1] صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012، (أبو ظبي: إصدارات صندوق النقد العربي، 2012)، ص. 152.
http://www.arabmonetaryfund.org/ar/jerep/2012

[2] السوق المالية السعودية، التقرير السنوي 2013، ص. 51،
http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Publication/PDF/Yearly_2013.pdf

الشكل 3—3

تطور نشاط الإصدارات الأولية من الأسهم في بلدان العينة



* تضم هذه الإصدارات بلدان العينة بالإضافة إلى سوق الخرطوم

المصدر: صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2013

وقد شهدت الإصدارات أدنى مستوياتها من حيث الحجم والقيمة سنتي 2009 و2011 مثلما يشير إلى ذلك الشكل 3-3. ويعود هذا التراجع إلى فقدان الثقة في الأسواق المالية كنتيجة طبيعية للأزمة المالية بالنسبة للسنة الأولى، ونظرًا للاضطرابات التي شهدتها المنطقة فيما اصطلح على تسميته "الربيع العربي" بالنسبة للسنة الثانية. وما يميز إصدارات الاسهم في المنطقة هو هيمنة إصدارات القطاع المالي فالقطاع الصناعي فقطاع العقارات.

وعلى صعيد إصدارات السندات في المنطقة، فهي تتوزع بين إصدارات الشركات والإصدارات الحكومية، إذ تشكل أذونات الخزانة والسندات الحكومية والسندات السيادية أبرز أدواتها. غير أن المصارف التجارية والهيئات تعد من أهم المستثمرين فيها مما يفسر قلة نشاط التداول في سوق السندات. وقد بلغت قيمة الإصدارات من السندات ذروتها سنة 2010 إذ سجلت

66.49 مليون دولار كان نصيب السندات الحكومية منها 47.03 مليون دولار والباقي عبارة عن سندات الشركات.[1]

ومع تنامي الاهتمام بالمصارف الإسلامية تطورت أسواق الصكوك لتنافس بذلك أسواق السندات.[2] وقد بلغت قيمة هذه الإصدارات أعلى مستوياتها في المنطقة سنة 2012 إذ حققت قيمة 14.72 مليون دولار بالنسبة لإصدارات الشركات و7.82 مليون دولار للإصدارات الحكومية، وتنشط الأسواق المالية الخليجية بشكل كبير في هذا النوع مقارنة بباقي بلدان المنطقة.[3]

إن انتعاش سوق الإصدارات بالنسبة للبلدان المعنية بهذه الدراسة لا يحجب النقائص التي لا زالت تعاني منها مقارنة بالبورصات الناشئة، كما أن هذه السوق تتميز إصداراتها بالتفاوت بين بلدان العينة إذ تهيمن الأسواق الخليجية على تلك الإصدارات وهو ما سينعكس على سوق التداول.

2. سوق التداول

تضم بلدان عينة الدراسة ثلاثة عشرة بورصة منظمة مثلما يوضحه الجدول 3-2. وتعد بورصة الاسكندرية من أقدم البورصات العالمية والأولى عربيًا حيث أنشئت سنة 1883، تلتها نشأة بوصات أخرى في النصف الأول من القرن العشرين مثل بورصات لبنان، المغرب وتونس.

[1] الصندوق النقد العربي، المرجع السابق، ص. 158

[2] الصكوك هي- عموماً- المعادل الإسلامي للسندات. غير أنها، بعكس السندات التقليدية التي لا تمنح سوى ملكية الدَّين، تمنح المستثمر حصة من الأصول مع ما يتناسب معها من التدفقات النقدية والمخاطر. وهكذا، فإن الصكوك تلتزم بمبادئ الشريعة الإسلامية التي تحرّم فرض الرسوم أو دفع الفوائد. لتفاصيل أكثر أنظر:

- أحمد طه العلجوني، **نظرية التمويل الإسلامي وأدواته: مدخل مالي معاصر**، (القصيم: النشر العلمي والترجمة، 2014)، ص.ص 285-286
- سليمان ناصر، ربيعة بن زيد، "الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات "، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، المجلد 21، 1، (جانفي 2013)، ص. 53. http://www.aabfs.org/Ar/pdf/Magazine(1-2013).pdf

[3] الصندوق النقد العربي، المرجع السابق، ص.160

جدول 3—2
بورصات عينة الدراسة

البلد	اسم البورصة وموقع الانترنيت	تاريخ الإنشاء	المؤشرات الرئيسية
البحرين	بورصة البحرين http://www.bahrainbourse.net/	1987	مؤشر البحرين العام مؤشر داو جونز البحرين
مصر	بورصتي القاهرة والأسكندرية http://www.egx.com.eg/	الاسكندرية 1883 القاهرة 1903	مؤشر **EGX 30** المؤشر الرئيسي
الأردن	بورصة عمان http://www.ase.com.jo/	1976	المؤشر العام ASE Index
الكويت	بورصة الكويت /http://www.kuwaitse.com	1983	مؤشر كويت 15 ("KSX15")
لبنان	بورصة بيروت http://www.bse.com.lb/	1920	مؤشر بيروت العام
المغرب	بورصة الدار البيضاء http://www.casablanca-bourse.com/	1929	مادكس ومازي MADEX and MASI
سلطنة عمان	سوق مسقط للأوراق المالية www.msm.gov.om	1988	مؤشر سوق مسقط (30)
قطر	سوق الدوحة للأوراق المالية http://www.qe.com.qa/	1995	مؤشر بورصة قطر
العربية السعودية	بورصة السعودية تداول http://www.tadawul.com.sa/	1984	المؤشر الرئيسي تداول
تونس	بورصة تونس http://www.bvmt.com.tn/	1969	تونانداكس Tunindex
الإمارات العربية المتحدة	سوق أبوظبي للأوراق المالية http://www.adx.ae/Arabic/Pages/default.aspx سوق دبي المالي http://www.dfm.ae/Default.aspx	2000	ADI DFM & NASDAQ DUBAI

المصدر: اعتمادًا على البورصات المعنية

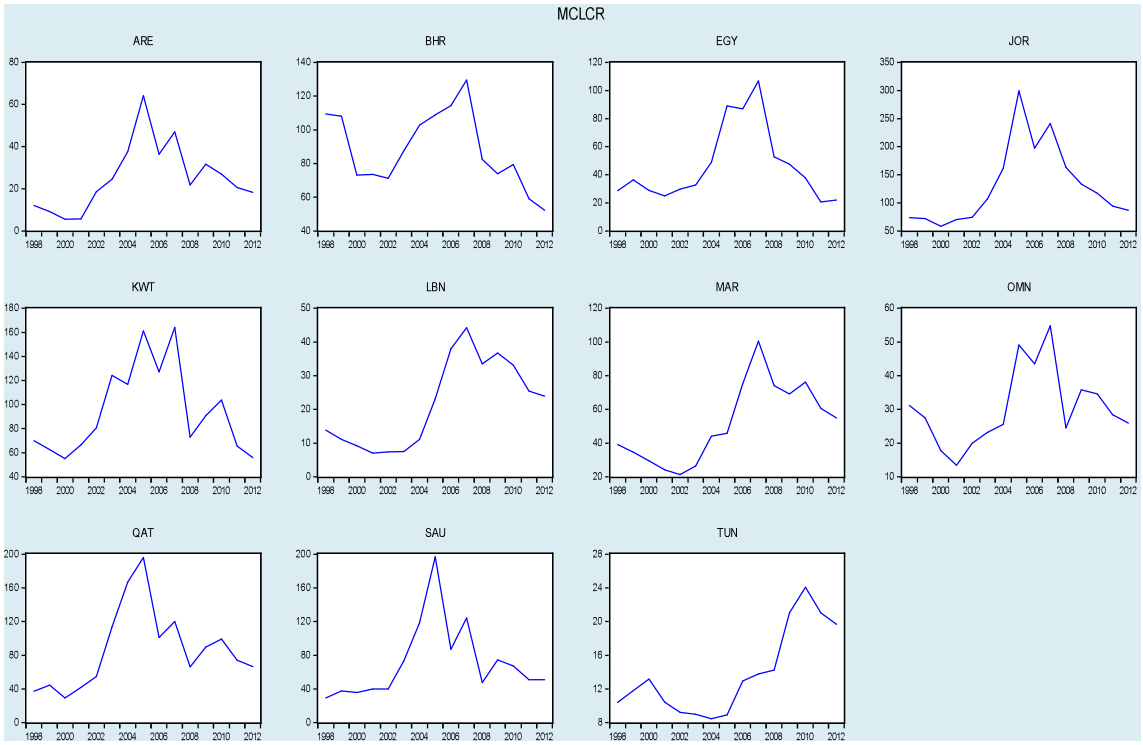
ومع نهاية القرن العشرين تبوأت البورصات الخليجية مكانة ضمن البورصات الواعدة لما أصبحت تقدمه من تحفيزات مهمة لاستقطاب الرساميل المحلية وتنويع المحافظ الاستثمارية الأجنبية.

وقد عرف الاتجاه العام لرسملة بورصات بلدان الدراسة كحصة من إجمالي الناتج المحلي اتجاهًا تصاعديًا إلى ما قبل أزمة 2008. وتعتبر الأردن والسعودية وقطر أكثر البلدان ارتفاعًا في هذا المؤشر بنسب مئوية بلغت 299% و196.7% و196.1% على التوالي خلال فترة الدراسة. في حين استقر نصيب القيمة السوقية من إجمالي الناتج المحلي في تونس ولبنان وعمان بين 7.4 % و54% كأدنى وأعلى نسبتين خلال الفترة ذاتها مثلما يوضحه الشكل 3-4.

الشكل 3—4

تطور معدل رسملة البورصة في بلدان العينة

(نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)



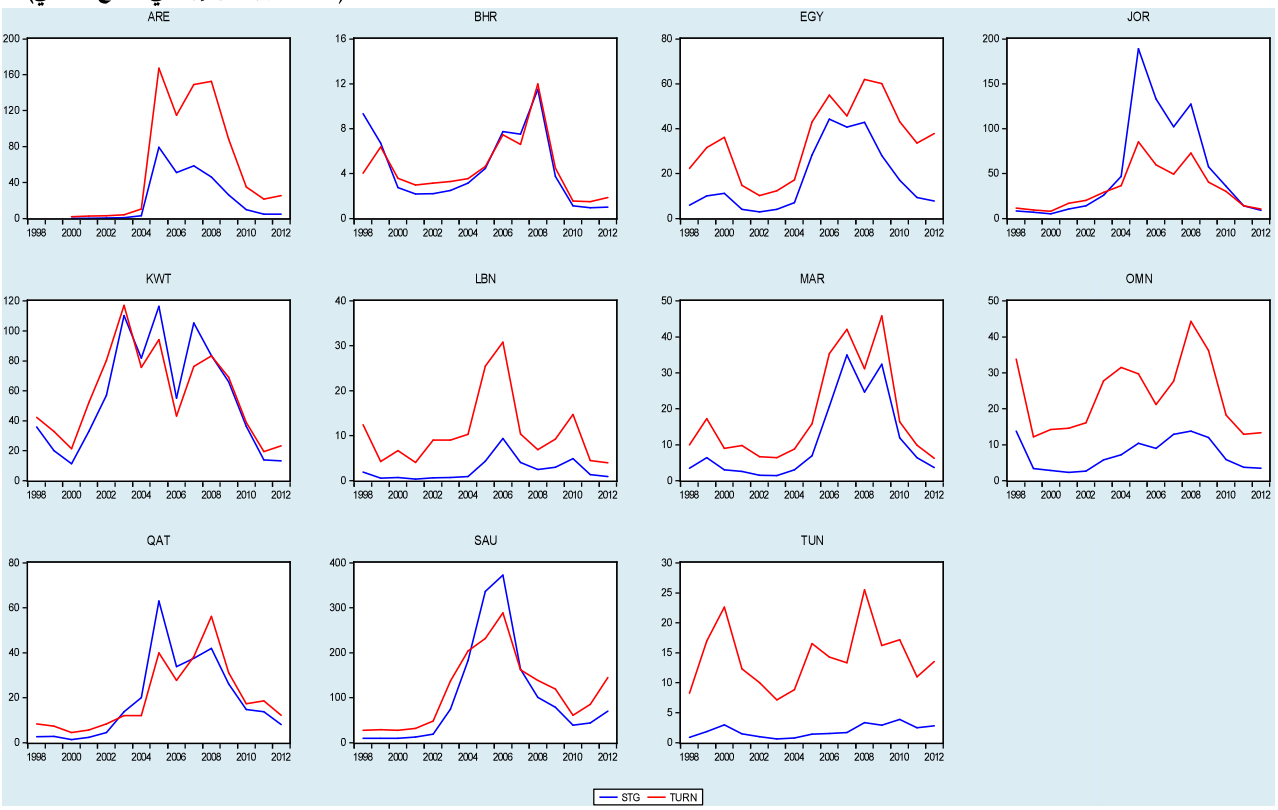
Source: World Development Indicators 2014, The World Bank, Last updated date 12/16/2014

واتسم معياري السيولة والدوران في السعودية، الأردن، الإمارات وبدرجة أقل الكويت بالنشاط خلال فترة الدراسة، في حين كان الاستقرار واضحًا لدى باقي البلدان، إذ لم يتجاوز نصيب هذين المعيارين حاجز 100% طيلة الفترة مما يفسر باعتماد تلك الدول على بدائل تمويلية غير الأسواق المالية، الشكل.3-5.

الشكل 3—5

تطور معدل التداول ومعدل الدوران في بلدان العينة

(نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)



Source: World Development Indicators 2014, The World Bank, Last updated date 12/16/2014

وقد كان أعلى معدل في العينة من نصيب السعودية سواء تعلق الأمر بالسيولة أو الكفاءة إذ سجلت حوالي 372% و288% في معدلي التداول والدوران على التوالي سنة 2007 ومرد ذلك الإصدارات التي شهدتها المملكة في تلك السنة.[1] أما أدنى معدل تداول فقد سجلته الإمارات سنة 2000 تزامنًا مع بداية نشاط البورصة فيها حيث بلغ هذا المعدل 0.11%. كما يلاحظ الفجوة الكبيرة بين معياري النشاط والكفاءة في بورصتي مسقط وتونس طيلة فترة الدراسة تقريبًا. وعلى الرغم من ضعف قيمة التداول كحصة من إجمالي الناتج المحلي فيهما (أقل من 5 بالمائة وأقل من 10 بالمائة في تونس وعُمان على التوالي)، إلا أن معدل الدوران كان مرتفعًا مما يؤشر على كفاءتهما في تحويل الأوراق المالية بين المستثمرين.

[1] صندوق النقد العربي، المرجع السابق، ص. 158

وبالنظر إلى متوسط المعايير الثلاث لتطور الأسواق المالية خلال فترة الدراسة، يمكن تصنيف البلدان من حيث عمق السوق إلى ثلاثة فئات: تضم الفئة الأولى الأردن الذي فاق نصيب الرسملة من إجمالي الناتج المحلي 100%؛ والفئة الثانية التي يفوق فيها هذا المعدل 50% فشملت كلاً من قطر، الكويت، السعودية والبحرين؛ أما الفئة الثالثة فضمت باقي بلدان العينة.

وبالنسبة لكفاءة البورصة، فإن متوسط معدل الدوران يشير إلى فئتين: تضم الأولى ثلاثة بلدان هي الكويت، الإمارات والسعودية بنسبة فاقت 50% ما قد يفسر بتطور أنظمة التداول، المقاسة والتسوية مقارنة بباقي بلدان عينة الدراسة التي تشكل الفئة الثانية. أما حجم التداول، فإن بورصتي عَمَّان والكويت سجل متوسط قيمة التداول فيهما خلال فترة الدراسة معدلا فاق 50%، في حين كانت البورصة السعودية الأكثر تداولاً بمتوسط فاق 100% لتقارع بذلك البورصات الناشئة.

ومن المهم الإشارة إلى الدور البارز الذي أصبحت تحظى به الاستثمارات الأجنبية لمجموع البورصات المعنية، خاصة بعد افتتاح المركز المالي في دبي سنة 2005.[1] وعلى الرغم من ضعف مساهمة الاستثمارات المحفظية الأجنبية في مختلف البورصات المعنية، إلا أنه يبقى مؤشرًا هامًا على تطلعات مديري تلك البورصات لجعل صافي تلك الاستثمارات موجبًا.

وعلى المستوى التنظيمي، تسعى بورصات بلدان الدراسة إلى تطوير وتحديث أسواقها لدخول المؤشرات العالمية عبر تعديل التشريعات والتنظيمات خاصة فيما يتعلق بتطبيق أنظمة الإفصاح والشفافية، وتطوير إجراءات وأنظمة التداول والمقاصة والتسوية.

[1] يعد مركز دبي المالي ملتقى لأهم الشركات التجارية العالمية حيث يضم أكثر من 800 شركة بما فيها 18 من أكبر 25 مصرف عالمي و 8 من أضخم مديري الأصول و 6 من أكبر 10 شركات للتأمين بالإضافة إلى 6 من أكبر 10 شركات المحاماة والاستشارات القانونية في العالم. لتفاصيل أكثر أنظر موقع المركز: https://www.difc.ae/arabic

وقد مضت دول مجلس التعاون الخليجي قُدمًا نحو تحقيق التكامل بين أسواقها بما يتيح لمواطنيها سهولة الاستثمار والتداول في جميع الأسواق الخليجية، وذلك عبر وضع قواعد موحدة لإدراج الأوراق المالية، ولمعايير الإفصاح فضلاً عن المبادئ الموحدة لحوكمة الشركات.[1]

ففي هذا الإطار، يمكن الإشارة إلى أبرز ما حققته بعض البورصات المعنية، فقد سجلت الإمارات تحسنًا ملموسًا في تحسين كفاءة سوقي أبو ظبي ودبي عبر تعديل نظامي الإفصاح والشفافية وإدراج الأوراق المالية.[2] كما سعت هيئة الأوراق المالية والسلع إلى تعزيز الاستثمار المؤسسي محاولة بذلك استقطاب الاستثمارات وتوفير المناخ الاستثماري الملائم.[3] وقد أعطت البورصة الإماراتية أهمية أكبر لصناع السوق للحفاظ على توزان البورصة.[4]

وعملت السعودية على تعزيز الإجراءات المنظمة لإصدار الأوراق المالية ومراقبتها من خلال تحديد قواعد التسجيل والإدراج مع التركيز على تعديل التعليمات الخاصة بإعلانات الشركات المدرجة أسهمها في السوق المالي للمملكة.[5] كما سعت بورصة "تداول" إلى التوسع في الخدمات المقدمة للمستثمرين الأعضاء، المصدرين ومزودي البيانات ومطوري المؤشرات عبر دعم التداول الالكتروني وخدمات المعلومات علاوة عن خدمات ما بعد التداول التي تشمل حفظ وإيداع الأوراق المالية.

---

[1] مجلس التعاون لدول الخليج العربي، "قواعد الإفصاح الموحدة (الاسترشادية) للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية"، (المملكة العربية السعودية: مطبوعات المجلس، 2013)، ص.8

[2] القانون الاتحادي رقم (4) لسنة2000م في شأن هيئة وسـوق الإمارات للأوراق المالية والسلع.

[3] سوق أبو ظبي للأوراق المالية، التقرير السنوي 2013، ص. 23،
https://www.adx.ae/PublicationAttachments/ADX%20REPORT%202013%20ARB_5-29-2014%202_25_16%20PM%20-%20Ar.pdf

[4] صانع السوق Market Maker هو شركة خدمات مالية، تتلخص طبيعة عمله في جاهزيته باستمرار للبيع والشراء في السوق المالي عبر توفير عروض أسعار البيع والشراء، بهدف رئيسي وهو تعزيز السيولة وحركة التداول في السوق، بالإضافة إلى دوره في تقليل تذبذبات اسعار وتعزيز كفاءة السوق. أنظر:

سوق أبو ظبي للأوراق المالية، **صانع السوق**، (2014)
https://www.adx.ae/PublicationAttachments/ADXMarketMaker2014Brochure.pdf

[5] السوق المالية السعودية، المرجع السابق،، ص. 21،
http://www.tadawul.com.sa/static/pages/ar/Publication/PDF/Yearly_2013.pdf

واهتمت البورصة القطرية بالشركات المتوسطة والصغيرة من خلال توفير نظام خاص بطرح وإدراج الأوراق المالية لهذه الشركات.[1] وتم إيلاء أهمية للخدمات المالية التي يتم توفيرها والتي تشمل أنشطة السيولة والتعامل في الأوراق المالية.

وبالنسبة لباقي البلدان، قامت البورصة المصرية بإطلاق نموذج معياري موحد للإفصاح لدى الشركات المدرجة، مع إلزامها بضرورة توفرها على موقع الكتروني تنشر عبره مختلف القوائم المالية والبيانات والأخبار الخاصة بتلك الشركات. وهو ما مضت فيه الأردن عبر قيامها بدعم شركات الوساطة المالية وإلزامها بالتعامل الالكتروني بدلاً عن الورقي في مجال عمليات الإدراج.[2]

وعلى الرغم مما بذلته البلدان المعنية من جهود فيما يتعلق بتحفيز المستثمرين عبر الضمانات الممنوحة لهم من خلال إلزام الشركات المدرجة بمعايير الشفافية والإفصاح، ورغم تشجيع هذه الشركات على إدراج أوراقهم المالية للتداول، إلا أن البورصات المعنية تبقى بحاجة لجهود إضافية تمر حتمًا عبر نشر ثقافة الاستثمار المالي لمواطنيها، وبتحقيق التكامل مع مؤسسات الوساطة المالية والقطاع المصرفي على وجه الخصوص.

ثانيًا، تطور القطاع المصرفي

تشترك بلدان الدراسة في كونها تعتمد بشكل أساسي على القطاع المصرفي من خلال البنوك ومؤسسات الوساطة المالية المتعددة في تمويل اقتصاداتها، كما أن السعي وراء تنويع مصادر الدخل لديها قادها إلى محاولة تطوير الجهاز المصرفي كاستراتيجية للتنويع الاقتصادي، كون أغلب تلك البلدان تعتمد على الموارد الطبيعية – كالنفط والغاز الطبيعي – التي هي في طور النضوب. وفيما يلي عرض لهيكل القطاع المصرفي في البلدان المعنية ومتابعة لأهم التطورات التي شهدها هذا القطاع خلال فترة الدراسة:

[1] هيئة قطر للأسواق المالية ، التقرير السنوي 2014، ص.ص 38-39
http://www.qfma.org.qa/App_Themes/AR/ABook/annualrep2014_AR.pdf

[2] صندوق النقد العربي، المرجع السابق، ص. 161

1. هيكل القطاع المصرفي في بلدان العينة

تتنوع البنوك المكونة للجهاز المصرفي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا بين بنوك تجارية "تقليدية" وبنوك إسلامية وبنوك الأوف شور.[1] وتشكل البنوك الأجنبية أو المشتركة قرابة 40% من إجمالي البنوك مثلما يبين ذلك الجدول 3-3.

وتعد لبنان أكثر بلدان المنطقة من حيث عدد المصارف العاملة فيها، إذ يضم القطاع المصرفي اللبناني ستة وخمسون مصرفاً تجارياً، تسع وثلاثون منها مسجلة كمصارف خاصة، وخمسة كمصارف إسلامية. ومن مجموع تلك المصارف التجارية، يوجد 12 مصرفاً أجنبياً (تمتلك حصة سوقية متواضعة تبلغ حوالي 2% من الموجودات الإجمالية للقطاع). كما يضم القطاع المصرفي ثمانية عشر مصرفاً للاستثمار والإقراض المتوسط والطويل الأجل أو ما يعرف بمصارف الأعمال.[2]

وتتوزع البنوك المشكلة للقطاع المصرفي في الإمارات العربية المتحدة بين 23 بنك وطني و5 بنوك تابعة لدول مجلس التعاون الخليجي و22 بنك أجنبي خلال سنة 2013.[3] ويصنف القطاع المصرفي في الإمارات بالأفضل في ترتيب القدرة التنافسية للقطاعات المصرفية في دول مجلس التعاون الخليجي، وذلك من خلال شبكة من الفروع مكونة من 840 فرع و4000 صراف آلي تعمل على توفير خدمات عالية الجودة وبمعدلات ربحية أقل من نظيراتها الخليجية.[4]

---

[1] بنك الأوف شور Offshore Bank أو البنوك الحرة هي البنوك الواقعة خارج بلد إقامة المُودع، وتختلف عن البنوك الأجنبية في كون غالبيتها تعمل في بلدان ذات الضرائب المنخفضة وذات امتيازات قانونية ومالية. وكثيرًا ما تقترن هذه البنوك بأنشطة غسيل الأموال والتهرب الضريبي، ورغم ما تتيحه من ربحية أكثر من البنوك المحلية، غير أنها تساهم بشكل مباشر في نقل المخاطر إلى النظام المالي المحلي. لتفاصيل أكثر، أنظر:

Luca Errico and Alberto Musalem, "Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues," ***International Monetary Fund Working Paper***, WP/99/5, (January, 1999)

[2] جمعية مصارف لبنان، التقرير السنوي 2013، أكتوبر 2014، نسخة الكترونية، ص.146.
http://www.abl.org.lb/Library/Files/Files/RAP%20PART%204%20ARABIC%202013.pdf

[3] مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، التقرير السنوي 2013، ص. 20

[4] Xavier Sala-i-Martin, at all, " The Global Competitiveness Index…", Op. cit., p. 36

جدول 3—3
تصنيف المصارف العاملة في بلدان العينة

البلد	المصارف المحلية	المصارف الأجنبية أو المشتركة	المجموع
البحرين	13	10	23
مصر	20	20	40
الأردن	16	10	26
الكويت	12	11	23
لبنان	42	14	56
المغرب	18	7	25
عمان	11	9	20
قطر	10	7	17
السعودية	12	12	24
تونس	18	3	21
الإمارات	23	27	50

المصدر: البنوك المركزية لبلدان العينة

ويضم القطاع المصرفي المصري أربعين مصرفاً، وكان البنك المركزي المصري قد شجع عمليات الاندماج بين المصارف المصرية بل دفع باتجاهها، وهو ما يفسر انخفاض عددها الذي كان 57 مصرفاً عام 2004 مع زيادة في حجم تلك المصارف.[1]

وتقسم المصارف في مصر إلى ثلاث مجموعات: مصارف القطاع العام ويبلغ عددها 8 مصارف، مصارف محلية ويبلغ عددها 12 مصرفاً، بالإضافة إلى 20 مصرفاً عربياً وأجنبياً.

وبلغ عدد المصارف العاملة في الكويت 23 مصرفاً، منها مصرفين حكوميين و21 مصرفاً خاصاً. وتتوزع هذه الأخيرة بين مصارف محلية، مشتركة، وأجنبية. وقد بلغ مجمل عدد الفروع الداخلية للمصارف الكويتية المحلية 353 فرعاً.

[1] البنك المركزي المصري، التقرير السنوي 2013/2012، ص.58، http://www.cbe.org.eg/Arabic

ويمثل القطاع المصرفي في الكويت ثاني أكبر قطاع اقتصادي في البلاد بعد النفط، وله إسهامات كبيرة في الاقتصاد الوطني حيث قدمت المصارف الكويتية على مر السنوات قيمة مضافة كبيرة لاقتصادها وساهمت بصورة كبيرة في نمو الناتج المحلي الاجمالي للبلاد. كما يمتد نشاط البنوك الكويتية إلى خارج البلاد من خلال فروعها المنتشرة في عدد كبير من دول العالم. وما يزيد من هذه الأهمية هو تشغيل المصارف لأكثر من 50% من القوة العاملة في القطاع الخاص الكويتي سنة 2014.[1] إضافة إلى ذلك، فإن القطاع المصرفي الكويتي هو من أكثر القطاعات الاقتصادية تدريباً للموارد البشرية والاكثر استخداماً للتكنولوجيا.

ويبلغ عدد المصارف المحلية الأردنية 16 مصرفاً، تنقسم إلى 13 مصرفاً تجارياً يتفرع عنها شبكة من الفروع تبلغ 609 داخل الأردن، و163 فرعاً في الخارج، و3 مصارف إسلامية مكونة من 113 فرعاً داخلياً و15 فرعاً خارجياً. كما يعمل في الأردن 10 مصارف أجنبية، تشمل 9 مصارف تجارية تدير 52 فرعاً داخل الأردن و6 فروع في الخارج، ومصرف إسلامي واحد يدير 3 فروع داخلية.[2]

2. نشاط القطاع المصرفي في بلدان العينة

بملاحظة تطور معايير الأداء المصرفي المعتمدة في هذه الدارسة (الائتمان المحلي للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي وعرض النقود) بين سنتي 1998 و2012، فإن أغلب البلدان المعنية اعتمدت على سياسة نقدية حذرة وهو ما يفسر انخفاض نسب السيولة، رغم ارتفاعها في البلدان الخليجية مدعومة بإيراداتها النفطية في تلك الفترة، بينما انخفضت في بلدان التحولات السياسية (مصر وتونس) التي عانت من أزمات سيولة حادة. وساهمت الأزمة المالية في زيادة تحفظ المصارف في منح الائتمان مع تطبيق قواعد احترازية مشددة. وفي نفس السياق، اتجه الائتمان الممنوح للقطاع الخاص نحو الانخفاض في أغلب بلدان

[1] اتحاد المصارف العربية، " تطورات القطاع المصرفي الكويتي: استمرار التطور والتقدم"، مجلة اتحاد المصارف العربية، (ديسمبر 2014)، http://www.uabonline.info/magazine/409-december2014/

[2] البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي 2014 ، http://www.cbj.gov.jo/uploads/banksys_ar.pdf

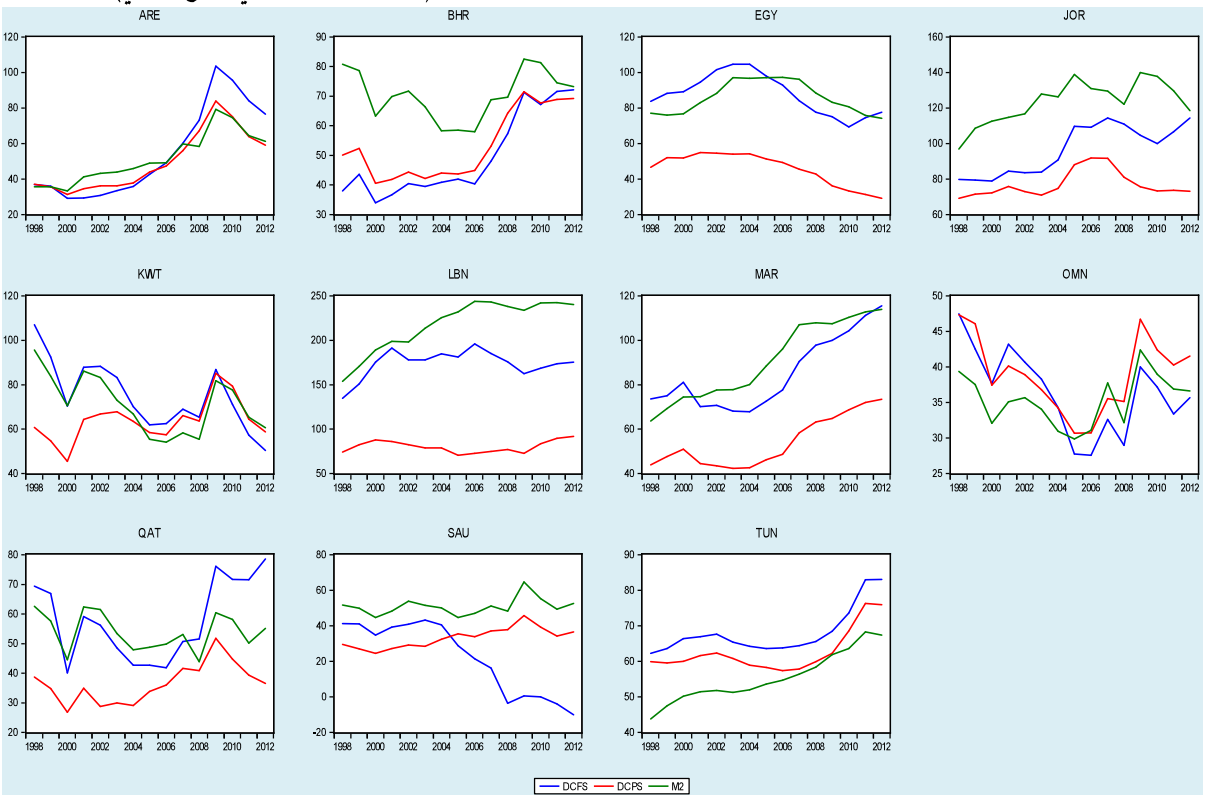
العينة بسبب توجه البنوك لإقراض الحكومة ومؤسسات القطاع العام خاصة في البلدان التي شهدت تحولات سياسية.

وعلى صعيد المعايير المصرفية للبلدان المعنية بشكل فردي يلاحظ أهمية المعايير المصرفية المعتمدة في هذه الدراسة لدى لبنان كنسبة من الناتج الإجمالي المحلي طيلة فترة الدراسة، نظرًا لطبيعة النظام المالي في هذا البلد أين تنشط المصارف بشكل فعال.

الشكل 3—6

تطور الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المالي و M2 في بلدان العينة

(نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)



Source: World Development Indicators 2014, The World Bank, Last updated date 12/16/2014

فقد نما القطاع المصرفي اللبناني بشكل كبير خلال السنوات الأخيرة، فتضاعف حجم موجودات المصارف التجارية بين نهاية عام 2007 ونهاية عام 2012، ووصل الائتمان الممنوح للقطاع الخاص قرابة 200% من إجمالي الناتج المحلي.

ويلاحظ من الشكل 3-6 الاتجاه العام نحو الانخفاض بالنسبة لمعيار الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي في السعودية خلال فترة الدراسة (من 40% إلى1 % من إجمالي الناتج المحلي) وهو ما قد يفسر التحول الذي يشهده القطاع المالي السعودي لمصلحة الأسواق المالية.

وعلى الصعيد المؤسساتي والتشريعي، عززت السلطات الإشرافية والرقابية في بلدان العينة من جهودها الرامية لتطبيق معايير الرقابة الدولية، وزيادة مستويات قدرة القطاعات المصرفية على مواجهة الصدمات تماشيًا مع معايير الرقابة الصادرة عن لجنة بازل III.[1] وركزت الأردن والإمارات على جانب الشفافية في تعامل المصارف مع عملائها، فيما اهتمت البحرين بعمليات التملك والاستثمارات الرئيسية من قبل البنوك المحلية، وسرعة التعامل مع شكاوي العملاء لضمان توفير الحماية الضرورية وتعزيز الثقة.[2]

واهتمت تونس بقواعد الحوكمة بهدف تفعيل دور مجلس إدارة المصارف في قيادته للمؤسسات الممولة. أما في السعودية فاعتمدت على متطلبات الإفصاح المتعلقة بالمكافآت وتعميم مراقبة مخاطر السيولة.[3] وقد سمحت سلطنة عُمان بتأسيس المصارف الإسلامية والسماح للمصارف التقليدية بتقديم خدمات المصارف الإسلامية،[4] وفي الجهة العكسية قامت قطر بمنع هذه الأخيرة من تقديم هذا النوع من الخدمات. أما في لبنان فقد شدد الرقابة على البنوك التي تتعامل بالمشتقات المالية والأدوات المالية الأخرى عالية المخاطر.[5]

ما يمكن استخلاصه حول القطاع المصرفي في بلدان العينة، أنه بالموازاة مع الأهمية التي يكتسبها هذا القطاع والتوسع الذي شهده، خاصة في البلدان الخليجية، فإن إجراءات احترازية

---

[1] الضوابط الخاصة بتحسين جودة رأس المال، ضوابط الرفع المالي، تعزيز معايير السيولة التي تهدف إلى إدارة مخاطر السيولة لتفاصيل أكثر، انظر:
Bank for International Settlements (BIS), "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems," December 2010 (rev June 2011) http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf

[2] مصرف البحرين المركزي، التقرير السنوي 2014، ص. 29
http://www.cbb.gov.bh/assets/A%20R/CBB%20ANNUAL%20REPORT%202014-%20Arabic.pdf

[3] صندوق النقد العربي، المرجع السابق، ص. 145

[4] البنك المركزي العُماني، التقرير السنوي 2011، www.cbaoman.com

[5] مصرف لبنان، تعميم وسيط (تعليمة) رقم 295، الصادر بتاريخ: 30 أفريل 2012

عديدة تم اعتمادها وهو أمر أملته أزمة الرهن العقاري. كما أثرت الاضطرابات السياسية والأمنية على أداء البنوك التي تبقى الممول الرئيسي للاقتصاد.

ويبقى أمام القطاع المصرفي لبلدان العينة مواصلة العمل على إدارة المخاطر من خلال وضع إجراءات تسمح بمرافقة زبائنها والالتزام بمعالجة شكاويهم. وهو ما يستدعي التركيز على الجانب البشري من خلال التدريب الشامل لموظفي القطاع لبلوغ كفاءات بشرية وموارد فنية ومالية ملائمة.

ثالثا، تطور القطاع الحقيقي

ما ميز تطورات القطاع الحقيقي في البلدان محل الدراسة تأثرها كمجموعة بآثار الأزمة المالية الاقتصادية من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي وانتقال الآثار السلبية من البلدان المتقدمة إلى البلدان النامية بما فيها بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا. غير أن تأثيرها على البلدان فرادى تباين بحسب درجة انفتاحها على الأسواق الخارجية والإجراءات المتخذة لمواجهة تلك الأزمة.

1. تطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي

حقق تطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي نموًا مطردًا خلال فترة الدراسة خاصة في البلدان الخليجية، غير أن التوقعات تشير إلى تأثر هذا المؤشر وباقي المؤشرات الحقيقية بهبوط أسعار النفط المتتالي.[1] والجدول 3-3 يشير إلى تطور هذا المعيار قبل الصدمة النفطية الحالية.

[1] صندوق النقد الدولي، تقرير "آفاق الاقتصاد العالمي: تركات وغيوم وعدم يقين"، واشنطن، (أكتوبر 2014)، ص.ص 24-25
http://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/weo/2014/02/pdf/texta.pdf

جدول 3—4

تطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي

(الوحدة: دولار أمريكي بالأسعار الجارية)*

البلد	1998	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
قطر	18634	29914	54229	62921	69167	84812	62528	71510	88861	92801	93714
الكويت	15066	19787	35186	42012	44902	54549	37161	38584	49295	53544	52197
الإمارات العربية	27483	34476	43534	45554	44489	46403	32850	33886	38930	40444	43049
المتوسط	8872	11648	17347	19493	20816	24728	18887	20704	24617	25862	26128
السعودية	7560	9354	13303	14855	16049	19714	16013	19327	24116	25946	25962
البحرين	10014	13563	18156	19460	21050	23038	19251	20546	22467	23339	24689
عمان	6488	8897	12323	14566	16377	23484	18169	20923	22984	23385	21929
لبنان	5539	5335	5339	5342	5937	6887	8274	8756	9145	9764	9928
الأردن	1733	1763	2326	2720	3023	3797	4027	4371	4666	4909	5213
تونس	2336	2248	3219	3394	3806	4343	4163	4212	4305	4198	4317
مصر	1324	1510	1249	1473	1758	2157	2462	2804	2973	3256	3314
المغرب	1415	1276	1948	2128	2416	2827	2861	2823	3044	2900	3093

* تم ترتيب الدول تنازليا على أساس نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي لسنة 2013

Last updated date 12/16/2014 **Source**: World Development Indicators 2014, The World Bank,

ما يمكن استخلاصه من الجدول 3–4 هو التطور الملحوظ في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي إلى ما قبل 2009، تماشيًا مع الطفرة التي شهدتها أسعار النفط بين سنتي 2003 و2008. غير أنه في 2009 انحصر هذا المعيار مع امتداد آثار الأزمة المالية إلى القطاع الحقيقي، إذ توقفت العديد من المشاريع الممولة من قبل المؤسسات المالية، وانخفضت قيم أصول الدول الخليجية المستثمرة في الخارج مع ارتفاع التزاماتها الخارجية.[1] قبل أن تعاود مستويات نصيب الفرد من الناتج المحلي ارتفاعها.

ومن خلال الجدول 3–4 يمكن التمييز بين مستويات تفوق 20000 دولار للفرد في البلدان المصدرة للنفط (الخليجية) منذ 2010 إلى 2013، مع تفوق ملحوظ لدولة قطر عن باقي بلدان هذه الفئة بقيمة تجاوزت 90000 دولار للفرد سنويًا. وقد ساهم في تحقيق هذه القيمة بشكل كبير زيادة

[1] صندوق النقد العربي، التقرير العربي الموحد 2013، ص. 26

إنتاج قطر من الغاز المسيل.[1] وبخلاف ذلك، تقبع البلدان المستوردة للنفط في المستوى الثاني بقيمة لم تتجاوز 10000 دولار للفرد سنويًا.

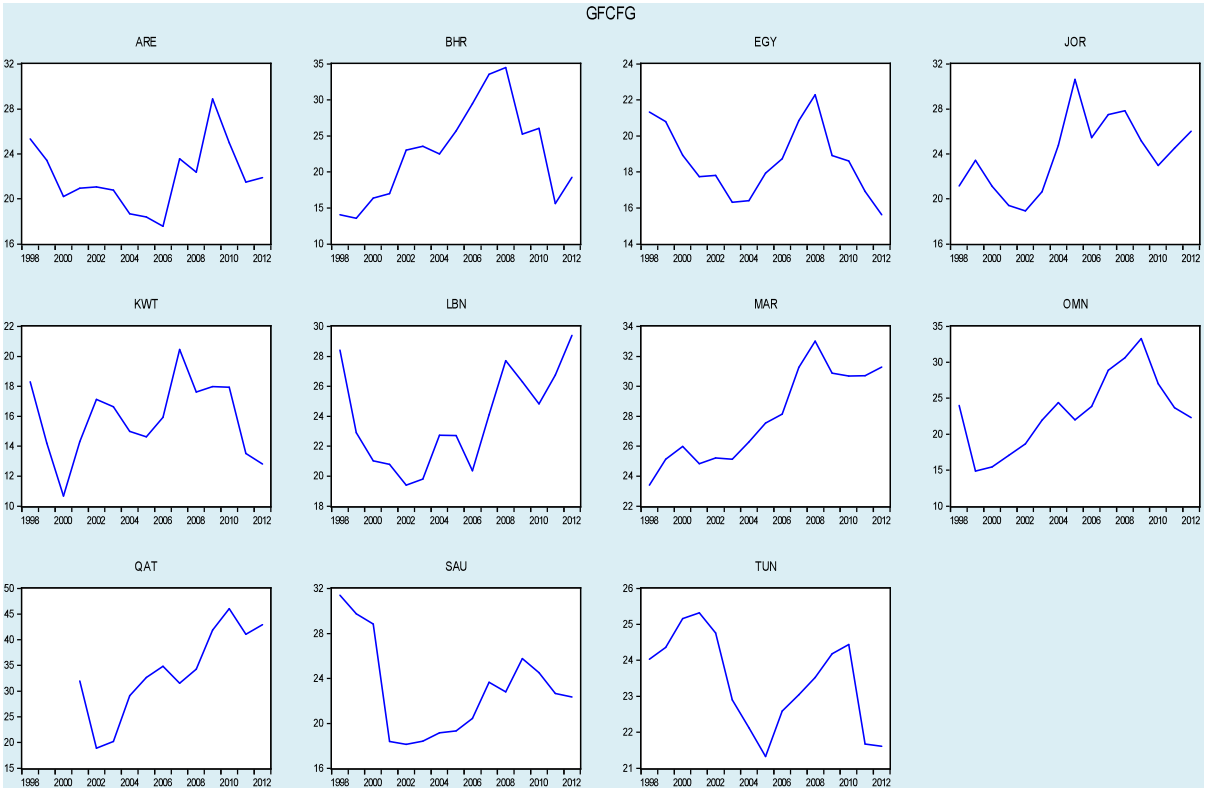
2. تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت

يعتبر تكوين رأس المال الثابت من المؤشرات الاحصائية المهمة في الاقتصاد فهي تعرض التطور التاريخي للاستثمار في البلد ومدى ملاءمة ودقة مسار الخطة الاقتصادية نحو الهدف المنشود، فهذا المؤشر يعد ضروريًا لوضع خطة اقتصادية متكاملة وموضوعية تعكس حجم الطاقات الانتاجية للبلد.[2]

الشكل 3—7

تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت في بلدان العينة

(نسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)



Source: World Development Indicators 2014, The World Bank, Last updated date 12/16/2014

[1] نفس المرجع

[2] الجهاز المركزي للإحصاء، "التقديرات الأولية لإجمالي تكوين رأس المال الثابت"، العراق، (أكتوبر 2014)، ص.2.

والمقصود بإجمالي تكوين رأس المال الثابت هو استخدام كل الطاقة الإنتاجية في صناعة وإنتاج السلع الرأسمالية فضلاً عن سلع الاستهلاك المباشر، ويكون تكوين رأس المال الثابت صافيًا إذا تم طرح ما تم اهتلاكه.

يلاحظ من الشكل 3-7 أن إجمالي تكوين رأس المال الثابت كنسبة من إجمالي الناتج المحلي شهد تطوره تباينًا بين الدول محل الدراسة، فالمغرب، عُمان وقطر تميز هذا المعيار فيها باتجاهه التصاعدي خلال فترة الدراسة، في حين كان اتجاهه نحو الانخفاض في كل من مصر وتونس، بينما تميز بالتذبذب في باقي الدول.

3. تطور مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

يعتبر معيار مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج مؤشرًا حاسمًا لتحديد كفاءة الاقتصاد، إذ يسمح هذا المؤشر بتحليل إنتاجية الشركات وأسباب تباينها بين مختلف القطاعات. غبر أن صعوبة استخدام هذا المعيار تكمن في عدم توافر بيانات متجانسة بين البلدان.[1] ومثلما سبق الإشارة إليه في الفصل السابق، فإن حساب مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج ينطلق من تحديد قدرة الشركات على تحويل المدخلات إلى مخرجات بكفاءة.

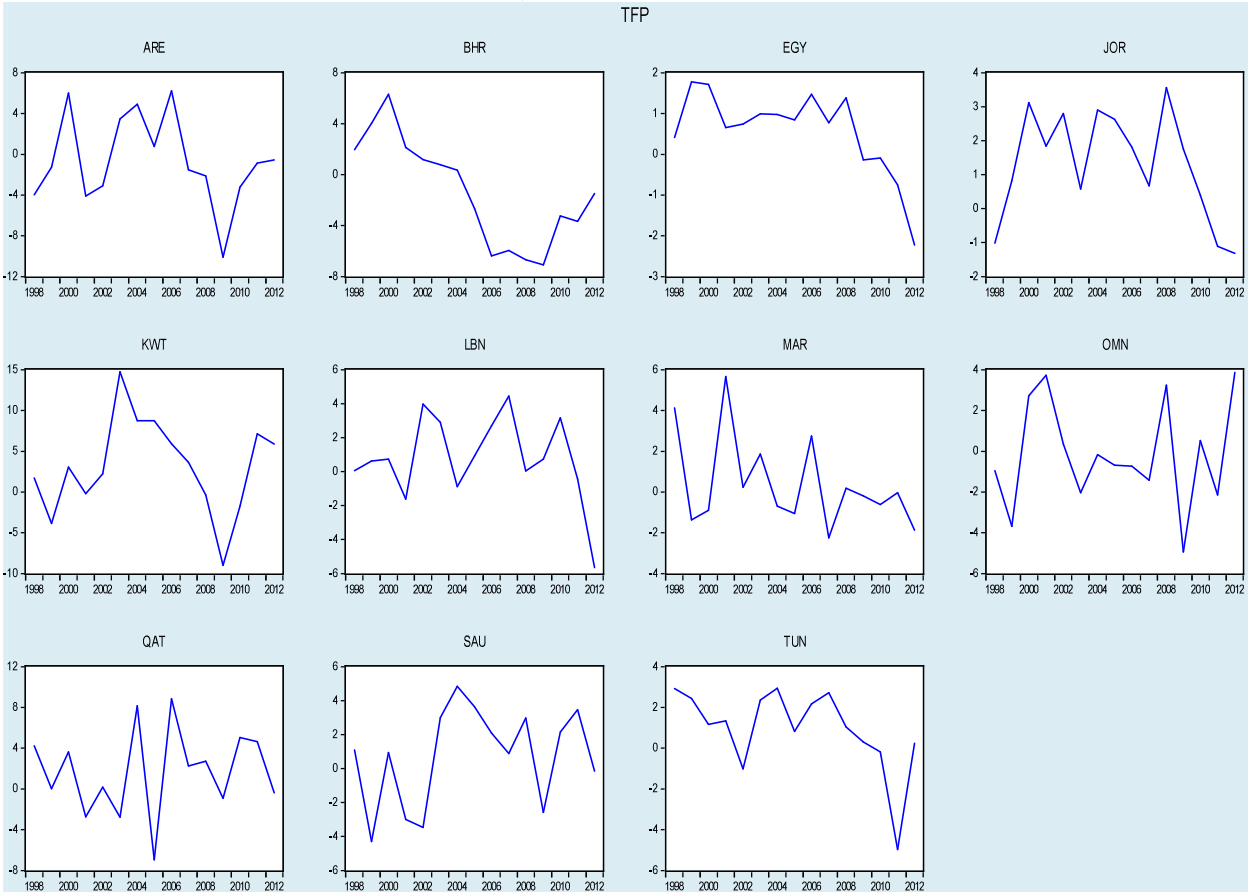
ولغرض قياس الإنتاجية تستخدم دالة كوب دوغلاس Cobb-Douglas ذات ثلاثة عوامل للإنتاج: رأس المال، العمل والسلع الوسيطة المستخدمة في الإنتاج.[2] ويقيس رقم أعمال الشركات المخرجات؛ أما المدخلات فتعتمد على قيمة استبدال الآلات والمركبات والمعدات لقياس رأس المال، التعويضات الإجمالية للعمال (الأجور، المرتبات والمكافآت) لقياس العمل، ويتم تحديد السلع الوسيطة من تكلفة المواد الخام والمواد الوسيطة.

[1] Frderica Saliala and Murat Seker, "Total Factor Productivity Across the Developing World," Enterprise surveys country note series ; no. 23. Productivity. Washington, DC: World Bank., (2011), p. 2 http://documents.worldbank.org/curated/en/2011/01/1625119

[2] Francisco Arizala &al., "Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence," IDB Publications (Working Papers) 6771, Inter-American Development Bank, (2009), pp. 8-9, http://www.iadb.org/document.cfm?pubDetail=1&id=2036022

الشكل 3—8

تطور مجمل إنتاجية عناصر الإنتاج في بلدان العينة



Source: World Development Indicators 2014, The World Bank, Last updated date 12/16/2014

ويشير الشكل 3–8 إلى انخفاض هذا المؤشر سنة 2012 لدى معظم البلدان محل الدراسة (الأردن، مصر، لبنان، المغرب، قطر والسعودية)، بينما شهد ارتفاعًا محسوسًا لدى كل من تونس وسلطنة عُمان.

ما يمكن التوصل إليه من خلال تحليل معايير القطاع الحقيقي هو إمكانية تصنيف بلدان الدراسة إلى فئتين (خاصة بالاعتماد على نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي)، تتمثل الأولى في البلدان الخليجية أين ساهمت الإيرادات النفطية في تلك الفترة في تحقيق مستويات عالية في نمو هذا المعيار مع تسجيل بعض الاستثناءات داخل هذه الفئة في سنوات محددة (على سبيل المثال، سجلت الإمارات مستوى نمو بالسالب في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي بلغ

نحو – 16% سنة 2009). أما الفئة الثانية فهي باقي بلدان العينة التي كانت مستويات النمو فيها منخفضة من حيث القيمة، إلا أنها كانت مستقرة من حيث معدل نموها، حتى بالنسبة لمصر وتونس أين استرجعتا عافيتهما بعد الأحداث السياسية لسنة 2011.

المبحث الثالث: تحليل العلاقة بين متغيرات القطاع المالي ومتغيرات القطاع الحقيقي

بعد عرض بعض التطورات التي مست القطاعين المالي والحقيقي أثناء فترة الدراسة، من الضروري تحليل العلاقة التي بين مختلف المتغيرات. لذلك سيكون التركيز في هذا المبحث على دراسة الارتباط بين السلاسل الزمنية لكل متغير، اعتمادًا على معامل الارتباط البسيط Pearson.[1] ليتم فيما بعد تحليل عرضي للبيانات عبر تحديد نقاط زمنية محددة واستخدام أسلوب تحليل المركبات الأساسية، وصولاً في نهاية المبحث إلى تحليل العلاقة بين متوسط تلك المتغيرات على مدى 15 سنة وهي فترة الدراسة.

أولاً. معامل ارتباط متغيرات الأسواق المالية ومتغيرات القطاع الحقيقي

سيتم في هذا العنصر تحليل العلاقة بين مختلف متغيرات البورصة وما يقابلها من متغيرات القطاع الحقيقي، وقد جاءت النتائج على النحو الآتي:

1. معامل ارتباط متغيرات البورصة ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي

يُظهر الجدول 3–5 العلاقة بين النمو الاقتصادي من خلال نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (GDPPC)، ومختلف متغيرات تطور البورصة وهي معدل الرسملة (MCLCG)، معدل التداول (STG) ومعدل الدوران (TURN). والملاحظ أن قرابة 36% من المشاهدات كانت فيها العلاقة ذات دلالة إحصائية، منها 75% ذات ارتباط موجب بين متغيرات تطور البورصة والنمو.

---

[1] استخدم معامل الارتباط البسيط (بين متغيرين) وفق الصيغة التالية: $r = \frac{n(\sum xy) - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{n\sum x^2 - (\sum x)^2}\sqrt{n\sum y^2 - (\sum y)^2}}$، حيث x و y المتغيرين المراد دراسة العلاقة بينهما.

جدول 3—5

معامل ارتباط متغيرات البورصة ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في عينة الدراسة

البلد	متغيرات البورصة		
	MCLCG	STG	TURN
الإمارات العربية	***-0.501	*-0.686	*-0.788
البحرين	0.156	-0.047	-0.250
مصر	*0.650	*0.764	**0.617
الأردن	*0.783	*0.777	*0.789
الكويت	0.331	0.344	0.329
لبنان	*0.703	0.215	-0.101
المغرب	0.018	0.055	0.091
عمان	0.232	**0.583	***0.460
قطر	-0.042	-0.321	-0.331
العربية السعودية	0.309	0.311	0.433
تونس	-0.415	-0.224	0.115

***/**/* ذات دلالة إحصائية عند 0,1 %، 5 %، 10 % على التوالي

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برمجية XLSAT 14

وبتحليل متغيرات تطور البورصة بشكل فردي، فإن ما يلاحظ من الجدول 3-5 هو الارتباط الموجب بين معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومعدل رسملة البورصة في جميع دول العينة باستثناء تونس والإمارات وقطر، وهذا الارتباط لم يكن ذو دلالة إحصائية إلا في الأردن، لبنان ومصر 78%، 70% و65% على التوالي، في حين كانت تلك العلاقة عكسية وذات دلالة في الإمارات في حدود 50%.

وبالنسبة لارتباط معدلي الدوران والتداول بنمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي فيشير الجدول إلى معنوية العلاقة في ثلاثة دول وهي مصر والأردن وعمان بشكل موجب، وفي الإمارات العربية المتحدة بعلاقة عكسية.

تعكس النتائج السابقة اتجاه العلاقة بين النمو ومتغيرات البورصة التي كانت موجبة في مجملها، مع ضعف تلك العلاقة في أغلب بلدان العينة باستثناء مصر، الأردن، سلطنة عُمان وبدرجة أقل لبنان، بينما كانت العلاقة عكسية تمامًا في الإمارات المتحدة، وهو ما قد يفسر باعتماد النمو فيها على متغيرات أخرى كالاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.

2. معامل الارتباط بين متغيرات تطور البورصة وإجمالي تكوين رأس المال الثابت

يشير الجدول 6-3 إلى الارتباط الموجود بين متغيرات تطور البورصة وإجمالي تكوين رأس المال الثابت في 51% من الملاحظات، مع وجود ارتباط إيجابي في أغلبها (94%).

جدول 3—6

معامل ارتباط متغيرات البورصة وإجمالي تكوين رأس المال الثابت في عينة الدراسة

البلد	متغيرات البورصة		
	MCLCG	STG	TURN
الإمارات العربية	-0.122	-0.100	0.057
البحرين	0.327	0.392	**0.595
مصر	0.313	***0.512	***0.443
الأردن	*0.822	*0.799	*0.752
الكويت	***0.480	**0.545	***0.498
لبنان	0.422	-0.052	-0.267
المغرب	*0.825	*0.677	**0.557
عمان	***0.503	*0.764	*0.725
قطر	-0.113	0.067	0.196
العربية السعودية	-0.410	-0.417	***-0.502
تونس	-0.047	0.154	0.240

***/**/* ذات دلالة إحصائية عند 0,1 %، 5 %، 10 % على التوالي

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برمجية XLSAT 14

وبتفصيل هذه العلاقة، يلاحظ بأن رسملة البورصة كانت ذات ارتباط إيجابي قوي بدلالة معنوية في كل من الأردن والمغرب (في حدود 82%)، بينما كانت أقل قوة في الكويت وعمان (في حدود 50%).

وعلى صعيد العلاقة بين معدل التداول وإجمالي تكوين رأس المال الثابت، فإنه يلاحظ العلاقة الموجبة بين المتغيرين في البلدان السابقة يضاف إليها مصر، وتظهر شدة هذا الارتباط خاصة في الأردن والمغرب حين تجاوز معامل الارتباط 75%.

أما بالنسبة لمعدل الدوران، فكانت علاقته موجبة مع الاستثمار في البلدان السابقة مع إضافة البحرين، بينما جاءت تلك العلاقة عكسية في العربية السعودية في جميع متغيرات تطور البورصة رغم أنها كانت ذات معنوية إحصائية فقط في معدل الدوران.

ويمكن القول، بأن جميع متغيرات تطور البورصة هي ذات علاقة طردية مع الاستثمارات في أغلب بلدان العينة، وهو ما يعزز من الدور الإيجابي للبورصة في تعبئة المدخرات من خلال التخصيص الأمثل للموارد.

3. معامل الارتباط بين متغيرات تطور البورصة ومجمل عوامل الإنتاج

يشير الجدول3-7 إلى وجود علاقة بين متغيرات تطور البورصة ومجمل عوامل الإنتاج في 18% من الملاحظات، مع وجود ارتباط إيجابي في أغلبها (67%).

جدول 3—7

معامل ارتباط متغيرات البورصة ومجمل عوامل الإنتاج في عينة الدراسة

البلد	متغيرات البورصة		
	MCLCG	STG	TURN
الإمارات العربية	0.066	0.000	-0.121
البحرين	-0.119	-0.282	-0.396
مصر	0.340	0.251	-0.034
الأردن	0.289	0.427	***0.494
الكويت	0.401	0.366	0.325
لبنان	0.214	0.403	0.399
المغرب	-0.365	-0.248	-0.169
عمان	***-0.444	-0.267	-0.166
قطر	-0.058	-0.142	-0.030
العربية السعودية	***0.484	***0.487	**0.553
تونس	***-0.570	-0.404	-0.034

***/**/* ذات دلالة إحصائية عند 0,1 %، 5 %، 10 % على التوالي

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برمجية XLSAT 14

والملاحظ أن الارتباط الموجود لم يتعد 58% في جميع بلدان العينة، وقد كان سلبيًا في عمان وتونس فيما يتعلق برسملة البورصة، وموجب في العربية السعودية، بينما لم يكن لهذا الارتباط دلالة معنوية في باقي الدول. أما ارتباط معياري التداول ومعدل الدوران مع مجمل عوامل الإنتاج فقد لوحظ في العربية السعودية والأردن بأنه كان موجبًا.

ما يمكن استخلاصه من معامل الارتباط بين متغيرات تطور البورصة ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وإجمالي تكوين رأس المال الثابت هو الارتباط الموجب في أغلب البلدان

محل الدراسة، بينما كان الارتباط مع مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج سالبًا في أغلب المشاهدات خاصة فيما يتعلق بمعدل الدوران.

ثانيًا، معامل ارتباط متغيرات القطاع المصرفي ومتغيرات القطاع الحقيقي

سيتم في هذا العنصر تحليل العلاقة بين مختلف متغيرات القطاع المصرفي وما يقابلها من متغيرات القطاع الحقيقي، وقد جاءت النتائج على النحو الآتي:

1. معامل ارتباط متغيرات القطاع المصرفي ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي

يظهر الجدول 3-8 العلاقة بين النمو الاقتصادي من خلال نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي (GDPPC)، ومختلف متغيرات تطور القطاع المصرفي وهي الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المصرفي (DCFS)، الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص (DCPS) والعرض النقدي (M2). والملاحظ أن حوالي 24% من المشاهدات كانت فيها العلاقة ذات دلالة إحصائية، منها 88% ذات ارتباط سالب بين متغيرات القطاع المصرفي المختلفة ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

جدول 3—8

معامل ارتباط متغيرات القطاع المصرفي ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في عينة الدراسة

البلد	متغيرات القطاع المصرفي		
	DCFS	DCPS	M2
الإمارات العربية	**-0.606	*-0.716	**-0.680
البحرين	-0.311	-0.301	-0.171
مصر	-0.135	0.195	0.301
الأردن	0.386	*0.788	0.404
الكويت	-0.375	-0.357	-0.429
لبنان	-0.127	-0.315	0.422
المغرب	-0.236	-0.250	-0.092
عمان	-0.129	-0.087	-0.063
قطر	-0.231	-0.254	-0.130
العربية السعودية	**-0.594	0.438	-0.183
تونس	**-0.612	**-0.636	***-0.476

*/**/*** ذات دلالة إحصائية عند 0,1 %، 5 %، 10 % على التوالي

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برمجية XLSAT 14

وبالتحليل الفردي لتلك العلاقة، نجد أن أغلب البلدان كان ارتباط متغيرات القطاع المصرفي فيها ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي كمؤشر للقطاع الحقيقي سالبًا. وشذت الأردن عن النتيجة السابقة باعتبار أن جميع متغيرات القطاع المصرفي كانت ذات ارتباط موجب مع متغير القطاع الحقيقي، بينما ظهر الارتباط الموجب بين الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص ونمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في السعودية ومصر.

2. معامل الارتباط بين إجمالي تكوين رأس المال الثابت ومتغيرات تطور القطاع المصرفي

يشير الجدول 3-9 إلى أن قرابة 39 % من المشاهدات حول الارتباط بين إجمالي تكوين رأس المال الثابت ومتغيرات القطاع المصرفي كان ذو معنوية إحصائية، منها 92 % بارتباط موجب.

جدول 3—9

معامل ارتباط متغيرات القطاع المصرفي واجمالي تكوين رأس المال الثابت في عينة الدراسة

البلد	متغيرات القطاع المصرفي		
	DCFS	DCPS	M2
الإمارات العربية	*0.752	*0.780	*0.781
البحرين	0.142	0.131	-0.300
مصر	-0.330	0.090	-0.078
الأردن	*0.825	*0.681	***0.536
الكويت	0.336	*0.644	0.110
لبنان	***-0.507	0.085	0.166
المغرب	*0.850	*0.870	*0.964
عمان	-0.348	-0.013	0.315
قطر	**0.660	*0.752	-0.012
العربية السعودية	-0.050	-0.059	0.133
تونس	-0.324	-0.293	-0.421

*/**/*** ذات دلالة إحصائية عند 0,1 %، 5 %، 10 % على التوالي

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برمجية XLSAT 14

ويظهر الارتباط الموجب بين الاستثمار ومختلف متغيرات القطاع المصرفي لدى الإمارات، الأردن، المغرب ما يؤشر إلى دور البنوك تخصيص الموارد المالية للاستثمارات. وعلى العكس

من ذلك، كانت تلك العلاقة سالبة في تونس رغم عدم معنويتها الإحصائية، بينما تكاد تنعدم في العربية السعودية.

3. معامل الارتباط بين متغيرات تطور القطاع المصرفي وانتاجية مجمل عوامل الإنتاج

يشير الجدول 3-10 إلى أن قرابة 39 % من المشاهدات حول الارتباط بين إجمالي تكوين رأس المال الثابت ومتغيرات القطاع المصرفي كان ذو معنوية إحصائية، منها 92 % بارتباط موجب.

جدول 3—10

معامل ارتباط متغيرات القطاع المصرفي إنتاجية مجمل عوامل الإنتاج في عينة الدراسة

البلد	متغيرات القطاع المصرفي		
	DCFS	DCPS	M2
الإمارات العربية	*-0.599	*-0.647	*-0.666
البحرين	*-0.584	*-0.569	-0.030
مصر	***0.506	*0.799	0.433
الأردن	-0.114	0.294	0.169
الكويت	-0.393	-0.366	***-0.456
لبنان	0.101	***-0.478	0.029
المغرب	-0.432	***-0.450	***-0.451
عمان	-0.121	-0.276	-0.422
قطر	-0.082	0.071	-0.321
العربية السعودية	-0.183	0.169	-0.389
تونس	*-0.774	*-0.759	*-0.687

*/**/*** ذات دلالة إحصائية عند 0,1 %، 5 %، 10 % على التوالي

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برمجية XLSAT 14

وبتحليل الارتباط بين المتغيرات، يُلاحظ أن متغيرات القطاع المصرفي ترتبط سلبيًا مع الإنتاجية في الإمارات، البحرين، الكويت، المغرب وتونس. وتختلف مصر عن باقي البلدان أين كانت العلاقة موجبة.

إن دراسة الارتباط بين متغيرات القطاع المصرفي ومتغيرات القطاع الحقيقي (الارتباط البسيط) خلصت إلى الارتباط السالب في حالتي نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومجمل عوامل الإنتاج، بينما كانت موجبة في حالة الاستثمار.

ثالثا. دراسة العينة عن طريق تحليل المركبات الأساسية

بعد التحليل الطولي لمختلف السلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة، سيتم في هذا المبحث التحليل المقطعي من خلال نقاط زمنية محددة. والبداية تكون بتحليل البيانات في سنوات مختارة (1998، 2003 و2012) باستخدام تحليل المركبات الأساسية. ثم تحليل متوسط متغيرات الدراسة باستخدام الانحدار البسيط بين المتغيرات المالية والمتغيرات الحقيقية.

إن كثرة المتغيرات والمفردات يطرح مشكلة التمثيل الجيد للدراسة، بسبب العدد الضخم من المشاهدات لذلك من الضروري إيجاد أسلوب يخفض من عدد المتغيرات الأصلية دون التأثير على المعلومات التي توفرها هذه المتغيرات أو فقدان جوهرها، وهو ما قام به Harold Hotelling سنة 1933 باستخدام أسلوب تحليل المركبات الأساسية " Principal Components Analysis (PCA)" من خلال تفسير التباين والتغاير للظاهرة عبر تراكيب خطية.[1]

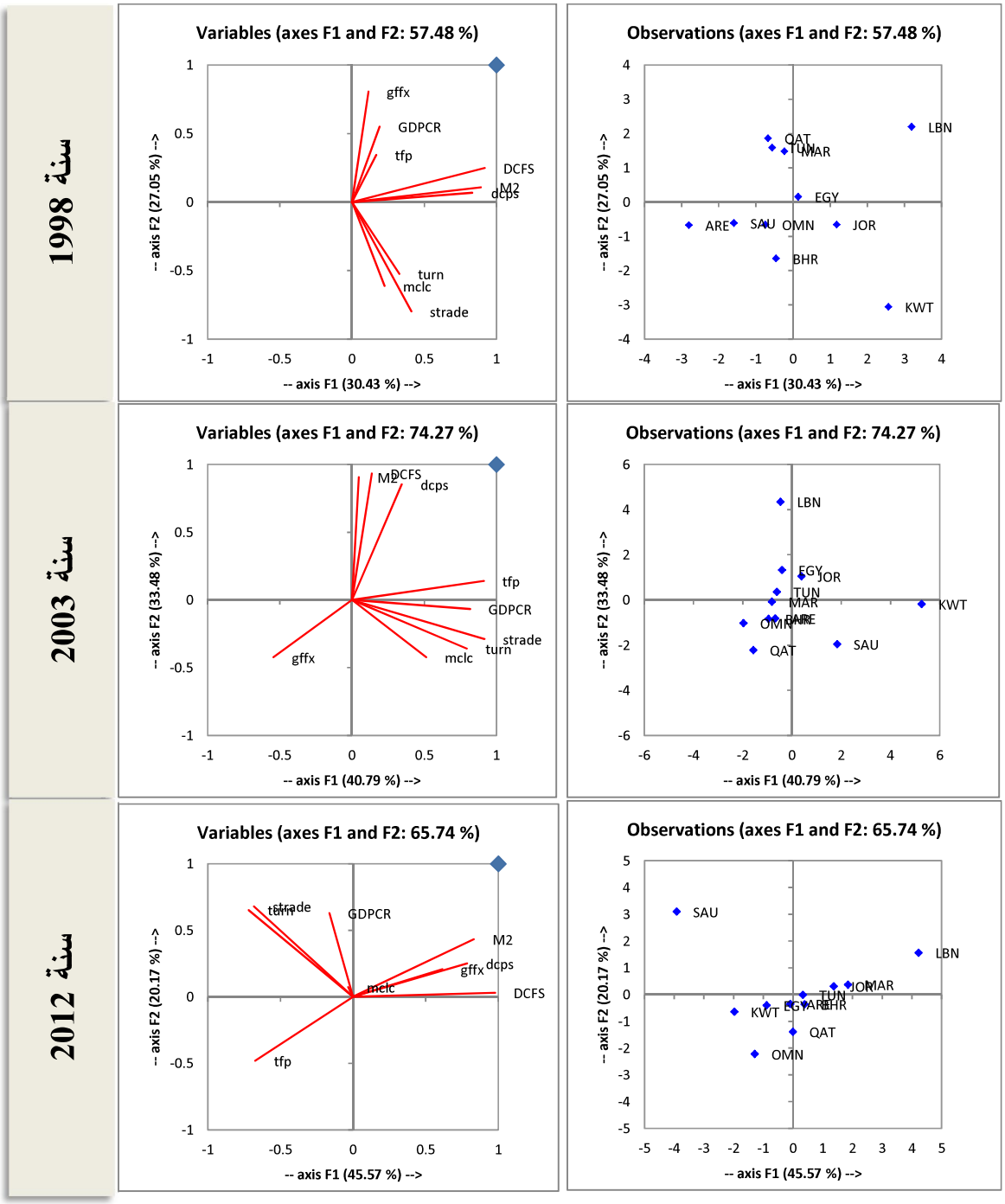
وباستخدام متغيرات التطور المالي ومتغيرات القطاع الحقيقي في هذه الدراسة، تم انتقاء ثلاثة سنوات وهي: 1998، 2003 و2012، مثلت سنة بداية الدراسة ونهايتها بالإضافة إلى سنة 2003 أين كانت جميع البورصات المعنية قد مر على تأسيسها أكثر من خمس سنوات،[2] وقد جاءت النتائج على النحو الوارد في الشكل 3-9:

[1] صدر الدين، صواليلي، **تحليل المعطيات**، (الجزائر: دار هومة، 2011)، ص 17

[2] تم تأسيس بورصة قطر سنة 1998

الشكل 3—9

إسقاط بيانات سنوات 1998، 2003 و2012 على عينة الدراسة



المصدر: بالاعتماد على مخرجات برمجية Xlstat 14

1. تحليل الارتباط بين المتغيرات

يشير الشكل 3-9 إلى العلاقة الموجبة القوية بين متغيرات البورصة (mclc، strade وturn) فيما بينها في مختلف السنوات المحددة (2003،1998 و2012)، وهو ما ينطبق على متغيرات القطاع المصرفي (dcps، dcfs وM2)، في حين تباينت العلاقة بين متغيرات القطاع الحقيقي فيما بينها (GDPCR، gffx وtfp). ففي بداية الدراسة كانت العلاقة قوية بين المتغيرات الحقيقة لتكون العلاقة عكسية بين الاستثمار والمتغيرين الآخرين سنة 2003.

وبتحليل العلاقة بين الفئات الثلاثة فيما بينها (الفئة الأولى: متغيرات البورصة، الفئة الثانية: متغيرات القطاع المصرفي، الفئة الثالثة: متغيرات القطاع الحقيقي)، فإن الشكل 3-9 يظهر العلاقة العكسية بين متغيرات البورصة مجتمعة ومختلف متغيرات القطاع الحقيقي سنة 1998، لتصبح سنة 2003 طردية باستثناء الاستثمار. أما في سنة 2012 كانت العلاقة طردية مع نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي فقط، بينما انعدمت تلك العلاقة تقريبًا مع مجمل إنتاجية عناصر الإنتاج وإجمالي تكوين رأس المال الثابت (لاحظ الزاوية القائمة تقريبًا بينهما وبين متغيرات البورصة).

وعلى صعيد العلاقة بين متغيرات القطاع المصرفي ومتغيرات القطاع الحقيقي يلاحظ من الشكل 3-9 أنها كانت طردية في بداية الفترة (1998) لتصبح عكسية تقريبًا في سنة 2003 مما يعني زيادة الاهتمام بالسوق المالي على حساب القطاع المصرفي مع موجة الإصلاحات التي وجهت للبورصات. ويبدو أن سنة 2012 تميزت في بلدان المنطقة بالعلاقة القوية والموجبة بين الاستثمار ومختلف متغيرات القطاع المصرفي.

أما على مستوى العلاقة بين متغيرات القطاع المصرفي ومتغيرات السوق المالي، فقد كانت شبه منعدمة في سنتي 1998 و2003 لتتحول إلى علاقة عكسية في 2012 وهو ما يشير إلى عدم التكامل بين القطاعين في بلدان المنطقة.

2. تحليل العلاقة على مستوى الدول

بإسقاط المتغيرات المالية والحقيقية على الدول (المفردات)، يمكن التوصل إلى أن لبنان كانت تقترب دومًا من المتغيرات المصرفية في مختلف السنوات المختارة ما يفسر أهمية ومتانة البنوك بها. أما بالنسبة للكويت فقد كانت تقترب من متغيرات البورصة سنتي 1998 و2003 قبل أن تترك مكانتها للسعودية سنة 2012 حين أصبحت هذه الأخيرة تمتاز بارتفاع معدلات التداول ودوران الأسهم بها. أما بالنسبة لبقية الدول فهي تتقارب في الخصائص التي تميزها.

رابعًا. العلاقة المقطعية بين المتغيرات الحقيقية ومتغيرات القطاع المالي

بعد ملاحظة التطورات المالية والحقيقية في سنوات مختارة، سيتم في هذا العنصر دراسة العلاقة بين المتوسطات الفردية للمتغيرات المختلفة بشكل إجمالي خلال فترة الدراسة 1998-2012. لهذا الغرض، تم استعمال نموذج الانحدار الخطي البسيط لتحليل العلاقة الثنائية بين المتغيرات.

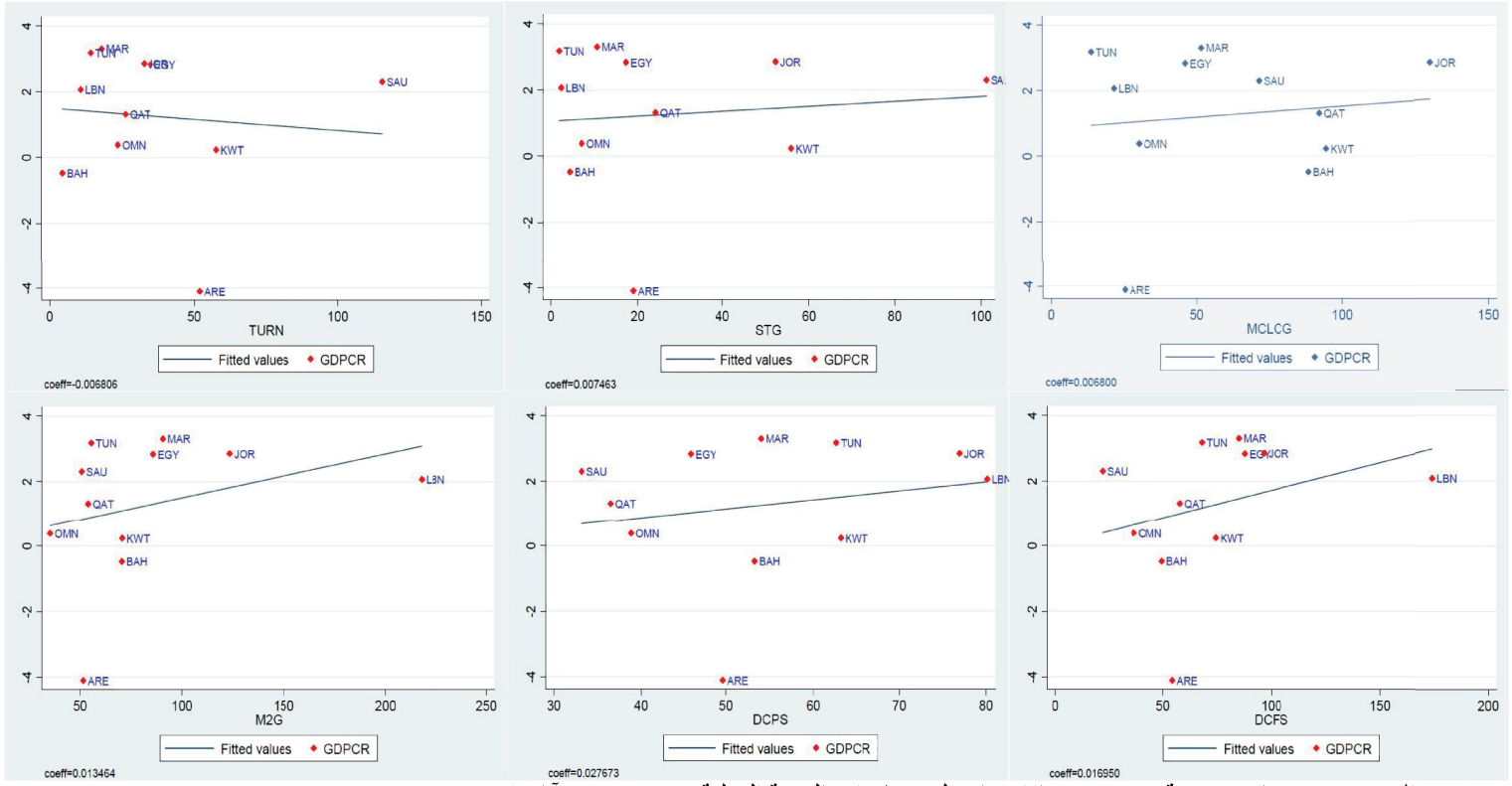
1. العلاقة بين نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومتغيرات القطاع المالي

يوضح الشكل 3-10 العلاقة الطردية بين مختلف متغيرات التطور المالي والنمو الاقتصادي باستثناء معدل الدوران أين كانت تلك العلاقة عكسية. ورغم ضعف وعدم معنوية تلك العلاقة في أغلب دول العينة، إلا أنها تتوافق مع الأدبيات النظرية والتجريبية.

فقد اقترن تطور مؤشري رسملة البورصة ومعدل التداول بتطور مقابل له في نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي خلال فترة الدراسة غير أن هذا الانحدار كان ضعيفًا إذ لم يتجاوز 0.75% في المؤشرين، (تطور معدلي رسملة البورصة والتداول بوحدة واحدة يقابله تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بـ 0.68% و0.75% على التوالي).

الشكل 3—10

مؤشرات التطور المالي ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في عينة الدراسة



المصدر: مخرجات برمجية Stata 13 بالاعتماد على مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

وعلى نفس المنوال، كان انحدار معدل الدوران ضعيفًا وغير معنوي مع وجود علاقة عكسية مع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لنفس الفترة وهو ما قد يفسر بتأثير تقلبات أسعار الأوراق المالية على الأداء الاقتصادي، لضعف أساليب التداول في بورصات البلدان المعنية باستثناء السعودية وبدرجة أقل الكويت والإمارات.

وبالنسبة لمؤشرات تطور القطاع المصرفي، جاءت علاقتها بالنمو الاقتصادي إيجابية في مجملها، فتطور تلك المؤشرات بوحدة واحدة يقابله نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسب 1.34% في حالة المعروض النقدي "M2G" و1.69% فيما يخص الائتمان المحلي الممنوح للقطاع المالي "DCFS"، و2.76% بالنسبة للائتمان الممنوح للقطاع الخاص "DCPS".

وعلى مستوى بلدان العينة، يلاحظ بأن الأردن تتفوق علاقة متوسط رسملة بورصتها مع متوسط معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي عن باقي بلدان المنطقة. ويلاحظ اشتراك البلدان الإفريقية لعينة الدراسة بالإضافة إلى لبنان في العلاقة الموجودة بين متغيرات البورصة ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

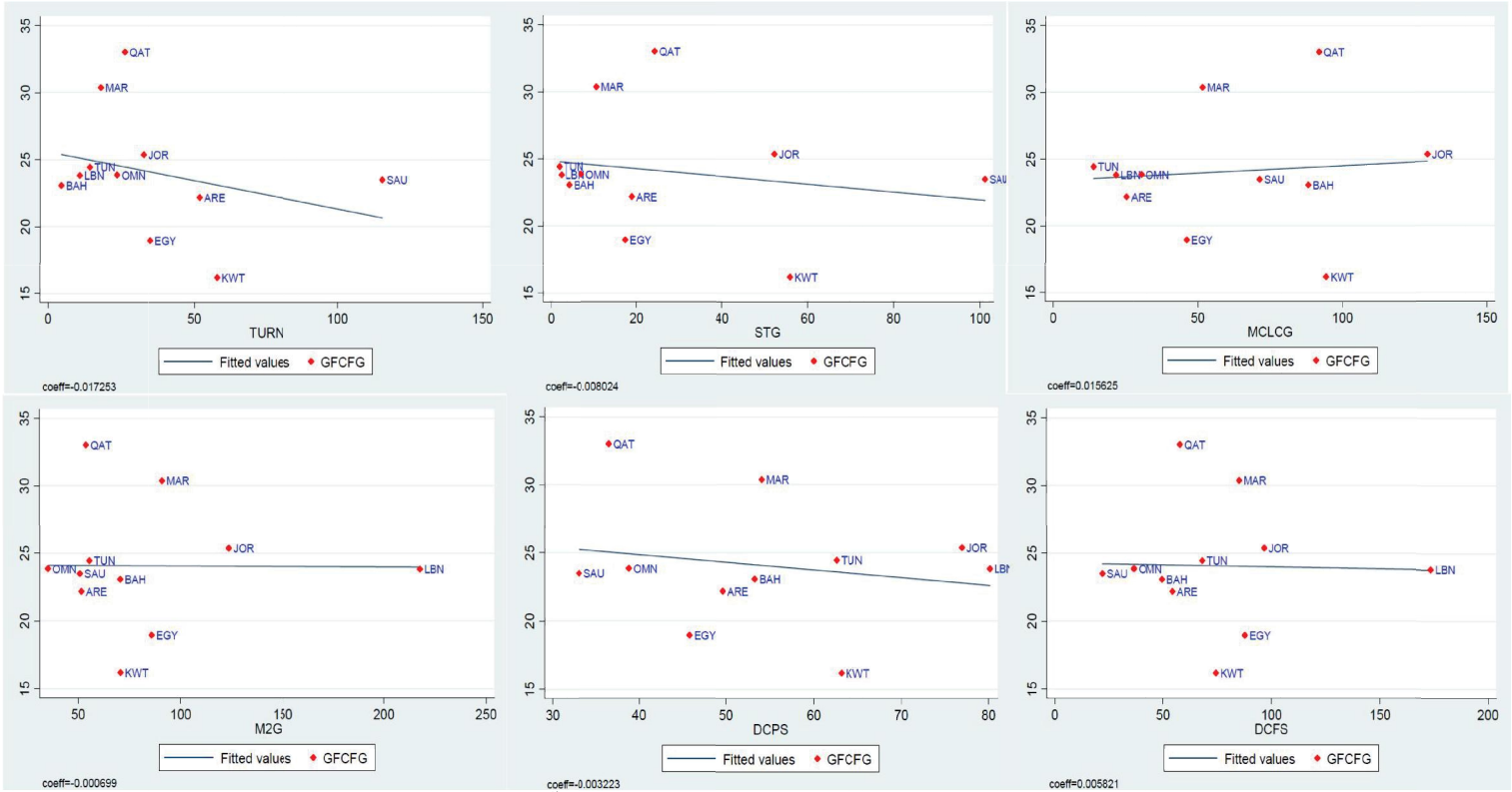
ويظهر الشكل 3-10 تفوق لبنان عن باقي بلدان العينة فيما يتعلق بالمتغيرات المصرفية وعلاقتها بالنمو، بينما أثر كان متوسط نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي في الإمارات سالبًا في تلك العلاقة.

2. العلاقة بين مؤشرات التطور المالي وإجمالي تكوين رأس المال الثابت

يسمح الشكل 3-11 بملاحظة العلاقة بين مختلف متغيرات التطور المالي وإجمالي تكوين رأس المال الثابت، وأبرز ما يمكن الإشارة إليه هو العلاقة السلبية تقريبًا مع مختلف المتغيرات باستثناء العلاقة مع رسملة البورصة.

الشكل 3—11

مؤشرات التطور المالي وإجمالي تكوين رأس المال الثابت في عينة الدراسة



المصدر: مخرجات برمجية Stata 13 بالاعتماد على مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

فبالنسبة لمتغيرات السوق المالي يظهر بأن تطور التداول ومعدل الدوران يقابله انخفاض في نمو إجمالي تكوين رأس المال الثابت. (ارتفاع معياري التداول والدوران بوحدة واحدة يقابله انخفاض الاستثمار بنحو 0.8% و 1.72% على التوالي). أما رسملة البورصة فعلاقتها إيجابية مع تطور إجمالي تكوين رأس المال الثابت غير أنها ليست ذات دلالة إحصائية.

كما يستخلص من الشكل 3-11 ضعف العلاقة وعدم معنويتها بين متغيرات القطاع المصرفي وإجمالي تكوين الرأسمال الثابت. والبارز أيضًا هو ضعف معامل المعروض النقدي الذي يكاد يكون معدومًا (0.007)، كما يظهر تقارب متوسط الاستثمار كحصة من إجمالي الناتج المحلي للبلدان المعنية بهذه الدراسة مسجلاً قرابة 23 %.

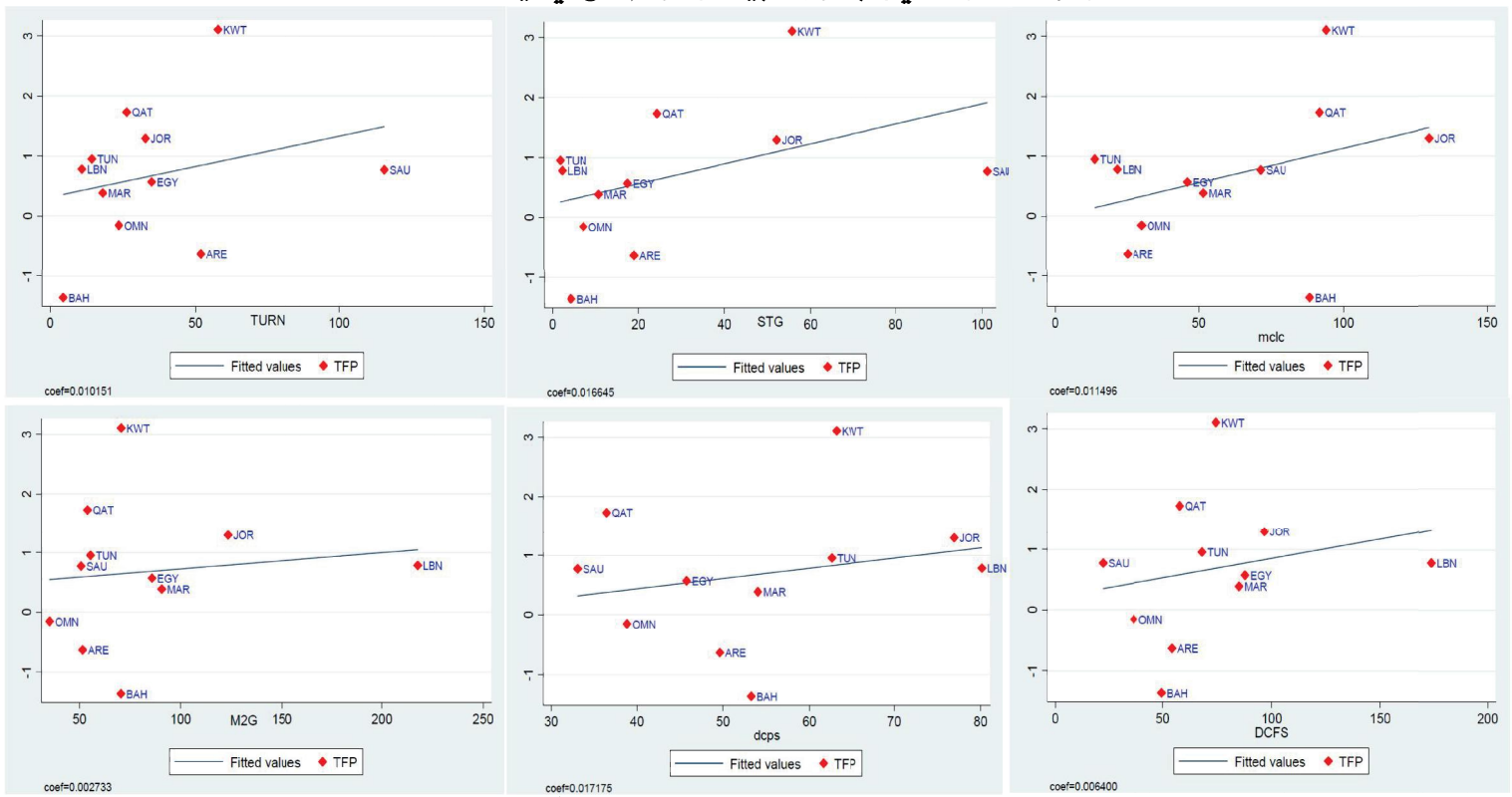
3. العلاقة بين متغيرا ت التطور المالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

يُظهر الشكل 3-12 علاقة طردية بين جميع متغيرات التطور المالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج. كما أن معامل التحديد (R^2)[1] سجل قيمًا أعلى نسبيًا خاصة في علاقة الإنتاجية بمعدل الرسملة والتداول (نحو 12.5 % و 16.6 % على التوالي).

[1] يسمح معامل التحديد بتقدير النسبة التي من خلالها يفسر المتغير المستقل المتغير التابع.

الشكل 3—12

مؤشرات التطور المالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج في عينة الدراسة



المصدر: مخرجات برمجية Stata 13 بالاعتماد على مؤشرات التنمية الدولية WDI 2014 **آخر تحيين** Last updated date 12/16/2014

يلاحظ أن متوسط مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج في فترة الدراسة كان سالبًا في سلطنة عُمان، الإمارات والبحرين، بينما كان أعلى من المتوسط في الكويت. أما باقي الدول فيتركز فيها متوسط قيمة الإنتاجية بين 0 و2.

وبربط متوسط مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج بمتغيرات البورصات، فإن تطورها بوحدة واحدة قابله ارتفاع الإنتاجية بـ 1.14%، 1.66% و1.01% لكل من القيمة السوقية للأسهم، معدل التداول ومعدل الدوران على التوالي.

أما القطاع المصرفي، فإن تأثيرها على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج كان أقل نسبيًا، فقد رافق ارتفاع مؤشري الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المصرفي والمعروض النقدي بوحدة واحدة زيادة الإنتاجية بـ 0.6% و0.02%. بينما قاد ارتفاع القروض المقدمة للقطاع الخاص بوحدة واحدة إلى ارتفاع الإنتاجية بنسبة أعلى هي 1.7%.

خاتمة الفصل الثالث

ما يمكن استخلاصه من هذا الفصل، هو أن بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ممثلة بعينة من 11 دولة تباين أداءها الاقتصادي والمالي خلال فترة الدراسة. ولقد استخدم في التحليل الوصفي للعلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي ستة متغيرات مالية هي: رسملة البورصة، قيمة التداول ومعدل الدوران بالنسبة للبورصة؛ الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي والمعروض النقدي. أما لقياس النمو الاقتصادي فاستخدم معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج وإجمالي تكوين الرأس المال الثابت.

وبما أن قياس التطور المالي يتطلب إدراج معايير نوعية إضافة إلى المعايير الكمية، فقد قام الباحث بمحاولة بناء مؤشر شامل يضم ما هو متاح من متغيرات خلال فترة الدراسة. وقد جاءت نتائج هذا المؤشر لتصنف البلدان المعنية إلى ثلاثة فئات تمثل الأولى البلدان المتطورة نسبيًا وضمت أغلب الدول الخليجية بالإضافة إلى لبنان، أما الفئة الضعيفة من حيث تطورها المالي فشملت سلطنة عُمان ومصر، بينما جاءت الفئة الثانية لتضم باقي البلدان.

وخلص الفصل إلى أن البلدان المعنية سعت إلى تطوير أسواقها المالية في إطار سياسة الانفتاح المالي التي انتهجتها، مع الحرص على إبقاء المصارف كممول مهم للاقتصاد، ودعمها الأسواق المالية بإجراءات تحفيزية عبر ضمان الشفافية والإفصاح دون إهمال متطلبات مواجهة المخاطر المحتملة. كما جاءت متغيرات القطاع الحقيقي لتشير إلى التباين بين البلدان المعنية بهذه الدراسة، ومرد ذلك هيكل اقتصاديات تلك الدول بين مصدرة للنفط وأخرى مستوردة له.

ولتحليل العلاقة بين المتغيرات الحقيقية والمالية، تم استخدام الأدوات الإحصائية مثل معامل الارتباط لتحليل السلاسل الزمنية، وتحليل المركبات الأساسية في الدراسة المقطعية من خلال نقاط زمنية محددة وعبر متوسط مختلف المتغيرات. وقد جاءت النتائج متقاربة إذ أشارت إلى اعتبار أثر الأسواق المالية والقطاع المصرفي على النمو الاقتصادي كانت أكثر وضوحًا في السعودية، الأردن، لبنان والكويت.

إن التحليل السابق قد يحجب أثر متغيرات اقتصادية أخرى لم تؤخذ بعين الاعتبار، كما أن التحليل من خلال السلاسل الزمنية لوحدها أو الدراسات المقطعية فقط قد يقود إلى نتائج متحيزة، مثلما سبق الإشارة إلى ذلك في التأصيل النظري، لذلك يصبح من الضروري دعم التحليل الإحصائي بدراسة قياسية تأخذ في الحسبان دمج السلاسل الزمنية بالمفردات (الدول) وهو الأمر الذي يتحقق من خلال نماذج البانل التي سيخصص لها الفصل الرابع.

الفصل 4 : تطور البورصات، البنوك والنمو الاقتصادي: دراسة قياسية

الفصل الرابع:
تطور البورصات، البنوك والنمو الاقتصادي: دراسة قياسية

بعد عرض بيانات الدراسة وتحليلها إحصائيًا، سيتم في هذا الفصل التوسع في التحليل عبر الاعتماد على نماذج الانحدار المختلفة.

يعتبر الاقتصاد القياسي من المفاهيم التي حظيت باستخدامات واسعة في علم الاقتصاد. فهو يقيس الظواهر الاقتصادية بشكل يوفر قدرة تحليلية وتفسيرية لمختلف المشاكل الاقتصادية. كما أن اعتماد القياس الاقتصادي على تطبيق الطرق الرياضية والإحصائية عبر حزمة من البرمجيات المختلفة أدى إلى إعطاء محتوى رقمي للنظريات الاقتصادية، وبالتالي التأكد من صحتها.

وتعتبر نماذج البانل (حزم البيانات الطولية والعرضية) من بين النماذج التي يوفرها الاقتصاد القياسي، وأخذت هذه النماذج حيزًا مهمًا في الدراسات الاقتصادية المعاصرة، خاصة إذا ارتبطت تلك الدراسات بمجموعة من الدول في فترة زمنية محددة.

سيتم في هذا الفصل استخدام البيانات الواردة في الفصل الثالث من خلال تحليل قياسي يعتمد على نماذج البانل. فيخصص المبحث الأول لأهم بيانات البانل الساكنة والحركية، والمبحث الثاني فيتطرق لاختبارات تقدير النماذج، أما المبحث الثالث فيُعنى بتقدير النماذج وفق نتائج الاختبارات. ويختتم هذا الفصل بالمبحث الرابع الذي يهتم بتحليل النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: نماذج تحليل بيانات البانل

يهتم هذا المبحث بعرض الإطار القياسي المتبع في التحليل من خلال التطرق لماهية وأهمية نماذج البانل في الدراسات الاقتصادية، ثم دراسة أهم النماذج التي يعتمد عليها هذا التحليل سواء النماذج الساكنة أو النماذج الحركية (الديناميكية).

أولاً، ماهية وأهمية نماذج بيانات البانل

تعتبر نماذج البانل من النماذج التي أصبحت تحظى باهتمام الاقتصاديين في مختلف دراساتهم، وتكمن خصوصية هذه النماذج في أخذها لأثر التغيرات الزمنية والوحدات المقطعية في نفس الوقت، أي دمج بيانات مفردات الدراسة التي قد تكون دول أو أسر أو سلع أو غيرها خلال فترة زمنية معينة.[1]

وشهدت نماذج البانل تطورًا معتبرًا منذ منتصف القرن العشرين، سواءً في التطبيقات أو كيفية بناء النماذج الملائمة للتحليل، ويعتبر Mundlak و Nerlove من الأوائل الذين استخدموا نماذج البانل في القياس الاقتصادي.[2] وتكون بيانات البانل متزنة (Balanced Panel) إذا توفرت جميع المشاهدات لمفردات البانل. أما في حالة توفر البيانات للمفردة في فترات زمنية مختلفة تسمى بيانات البانل غير المتزنة (Unbalanced Panel). وتكمن أهمية نماذج بيانات البانل في تجاوز النقائص التي قد تواجه دراسة البيانات الزمنية بمفردها أو المفردات بمفردها خاصة المشاكل القياسية.[3]

ويمكن تلخيص أهم مزايا هذه النماذج فيما يلي:[4]

---

[1] Régis Boubonnais, **Econométrie,** 7e édition, (Paris : Dunod, 2009), p. 327

[2] كان مجال استخدام نماذج البانل في علم الفلك وعلم الزراعة في القرن التاسع عشر، لتفاصيل أكثر، انظر:

- Yair. Mundlak, "Empirical Production Function Free of Management Bias." **Journal of Farm Economics**, 43, (1961): 44-56

- Marc, Nerlove, ***essays in panel data econometrics***. (Cambridge: Cambridge University Press, 2004),pp. 1-9

[3] تتمثل أهم المشاكل القياسية في: الارتباط الذاتي، الامتداد الخطي المتعدد وعدم ثبات التباين، لتفاصيل أكثر، انظر:

- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، **الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق**، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005).
- حسام علي داود، خالد محمد السواعي، **الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews 7**، (عمان: دار المسيرة، 2013).

[4] عابد العبدلي، "محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل"، **مجلة دراسات اقتصادية إسلامية**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد (16)، عدد (1)، (2010)، ص.17.

1. التحكم في التباين الفردي، الذي يظهر في البيانات المقطعية أو الزمنية الذي يقود إلى نتائج متحيزة.
2. ثراء بيانات البانل في محتواها المعلوماتي إذا ما قورنت بالبيانات المقطعية أو الزمنية منفردة، وهو ما يسمح بالحصول على تقديرات ذات ثقة أكبر. كما تقل مشكلة الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة. وتمنح بيانات البانل عددًا أكبر من درجات الحرية وبكفاءة أفضل.
3. السماح بدراسة سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية إلى أخرى، أي إمكانية دراسة البيانات ضمن إطار حركي التي تغيب عن البيانات المقطعية.
4. الحد من ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (Omitted variables) المترتبة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، وهو ما يقود إلى تقديرات متحيزة (biased estimates) في الانحدارات المفردة.
5. الأخذ في الاعتبار عدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ (Unobserved heterogeneity)[1] الخاص بالبيانات المقطعية أو الزمنية.

ورغم ما تتيحه بيانات البانل من مزايا إلا أن ذلك لا يحجب بعض النقائص التي يمكن إبراز بعضها فيما يلي:[2]

1. مشاكل مرتبطة بجمع البيانات، مثل عدم تغطية مجتمع الدراسة بشكل ملائم، عدم تلقي الردود من المستجوبين في جمع البيانات والتأخر في تحصيلها.

[1] يقصد بالاختلاف غير الملحوظ في البيانات المتضمنة الدول الأثار الفردية (individual effects) مثل الحالة الاقتصادية، اللغة والثقافة التي تميز كل دولة غير أنها ثابتة في المدى القصير، والآثار الزمنية (Time effects) التي تتغير عبر الزمن مثل التطور التكنولوجي والمؤسسي، لتفاصيل أكثر، انظر:

Cheng Hsiao, **Analysis of Panel Data**, (Cambridge: Cambridge University Press, 2003), 2nd Ed

[2] Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data,** (England: John Wiley & Sons Ltd, 2005), 3rd Ed, p.p, 7-9

2. أخطاء القياس التي قد تكون بسبب الاجابات الخاطئة لغموض الأسئلة المطروحة في جمع البيانات، أو التشويه المتعمد لتلك الاجابات.

3. يزيد قصر السلسة الزمنية المكونة لبيانات البانل من مشاكل التقدير، كما أن الارتباط بين البيانات المقطعية يقود بدوره إلى نتائج متحيزة.

وتأخذ نماذج البانل صيغة الانحدار التالية:[1]

$$y_{it} = \alpha_i + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it} \text{--------} (4.1)$$

حيث:

- ✓ i: تمثل المفردة أو الوحدة المقطعية (الدول في هذه الدراسة) مع i =1, 2, ..., N
- ✓ t: الفترة الزمنية (السنوات في هذه الدراسة)، حيث: t =1, 2, ...T
- ✓ y_{it} : المتغير التابع (مقاييس النمو الاقتصادي في هذه الدراسة) للمفردة i في الفترة الزمنية t.
- ✓ X'_{it} : مصفوفة المتغيرات المستقلة (متغيرات القطاع المالي ومتغيرات التحكم في هذه الدراسة).
- ✓ α_i: القاطع أو الحد الثابت.
- ✓ β: معاملات الانحدار المراد تقديرها.
- ✓ ε_{it}: حد الخطأ العشوائي.

وفيما يلي عرض لأهم نماذج بيانات البانل المنبثقة عن النموذج الأساسي.

[1] William H. Greene, **Econometric Analysis**, 6th Edition, (New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2008), p. 182

ثانيًا، النماذج الساكنة لبيانات البانل

من المهم في نماذج البانل التحقق من التجانس حتى يتم اختيار النموذج الملائم للدراسة. يكون ذلك من خلال التأكد من تماثل المفردات، أو أن لكل منها مميزاتها الخاصة.

1. نموذج الانحدار المجمع

يؤدي تساوي القاطع α_i بين مفردات الدراسة $(\alpha_i = \alpha)$ في المعادلة 4-1 إلى النموذج الكلاسيكي الذي يعرف بنموذج الانحدار المجمع Pooled Regression Model (PRM)، إذ تكون الآثار متجانسة بين المفردات. ويقدر وفق طريقة المربعات الصغرى العادية وتكون مقدرات النموذج متسقة وكفؤة.

ويفترض هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الوحدات المقطعية، وتباين مشترك قدره صفر بين تلك الوحدات، إضافة إلى ثبات معاملات الحد الثابت ومعاملات الميل، ويمكن إبراز هذه الفرضيات على النحو الآتي:[1]

$$\sigma_i^2 = \sigma_\varepsilon^2$$
$$Cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0 \ (i \neq j)$$
$$\alpha_i = \alpha, \beta_i = \beta$$

2. نموذج الآثار الثابتة

ينطلق نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model (FEM) من وجود افتراض عدم تجانس غير ملحوظ بين المفردات (الدول في هذه الدراسة) في القاطع α_i. وترتبط الآثار الفردية بالمتغيرات المستقلة، مع تميز كل مفردة بحدها الثابت وتماثلها في الميل(المعادلة 4-1)، يتم تقدير الأثر الفردي لكل مفردة (دولة) كما يلي:

$$\hat{\alpha}_i = \overline{y}_i - \overline{X}_i'\hat{\beta}$$

أي أن الآثار الفردية هي باقي التباين في المتغير التابع الذي لم يفسر من خلال الانحدار.[1] وتعتمد طريقة تقدير المعلمات على هيكل حد الخطأ العشوائي:[2]

[1] Ibid., p. 185

- فإذا كانت الأخطاء متجانسة homoscedastic error terms، وغير مرتبطة في البعدين الزمني والمقطعي $cov\left(\varepsilon_{it},\varepsilon_{it'}\right)=0, cov\left(\varepsilon_{it},\varepsilon_{ij}\right)=0$، مع $t\neq t', i\neq j$ تكون طريقة المربعات الصغرى العادية هي الأنسب، أو التقدير الضمني (Within Estimator).
- أما إذا كانت الأخطاء غير متجانسة ومرتبطة في بعدها الزمني ومستقلة في بعدها المقطعي، تكون طريقة المربعات الصغرى المعممة General Last Square (GLS) هي الطريقة الأنسب في التقدير.

وتقسم الآثار الفردية الثابتة للقاطع α_i إلى متوسط أثار القاطع α والآثار المقطعية μ_i والآثار الزمنية γ_t، ليصبح القاطع مركبًا على النحو الآتي:[3]

$$\alpha_i = \alpha + \mu_i + \gamma_t$$

ويعتبر نموذج المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية Least Squares Dummy Variables (LSDV) الأكثر شيوعًا في نماذج الآثار الثابتة الذي يكون القاطع مرتبطًا بتغير الآثار لكل وحدة مقطعية مع ثبات آثار الزمن. ووفق هذا الأسلوب تصبح المعادلة الأساسية لنموذج البانل (المعادلة 4−1) كما يلي:

$$y_{it} = \alpha_1 D_1 + \alpha_2 D_2 + \cdots + \alpha_N D_N + X'_{it}\beta + \varepsilon_{it} \quad ----4-2$$

حيث D المتغير الصوري الخاص بكل دولة ويكون مساويًا للواحد للدولة المعنية ومعدومًا لباقي الدول الأخرى.

[1] Ani Katchova, Panel Data Models, Econometric Academy
https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-mode

[2] Bourbonnais, Op. cit., p.338

[3] Hausman, Op. Cit., p. 1261

3. نموذج الآثار العشوائية

يتم في نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model (REM) اعتبار أن الآثار الفردية موزعة بشكل مستقل على الانحدار، أي أن α_i تصبح متغير عشوائي وليس ثابتًا. كما أنها تدرج ضمن حد الخطأ العشوائي ليصبح هذا الأخير:

$$\varepsilon_{it} = \alpha_{0i} + \lambda_t + \upsilon_{it}$$

حيث: α_{0i} الآثار العشوائية الفردية، λ_t المتغير العشوائي الممثل للآثار الزمنية وهي متماثلة لجميع المفردات، υ_{it} هو الخطأ العشوائي المتبقي. وتصبح معادلة هذا النموذج متكونة من ميل متماثل لكل المفردات β وحد خطأ مركب (يسمى نموذج الآثار العشوائية أيضًا بنموذج الخطأ العشوائي المركب Error Components Model (ECM))، أي على النحو الآتي:

$$y_{it} = X'_{it}\beta + (\alpha_{0i} + \lambda_t + \upsilon_{it}) \text{--------} (4.3)$$

ثالثاً، نماذج البانل الحركية

إن النماذج الساكنة التي تمت الإشارة إليها سابقًا، لا تتلاءم مع طبيعة العلاقة التوازنية طويلة الأجل التي تميز العلاقات الاقتصادية، لذلك يصبح من الضروري الاعتماد على النماذج الحركية لقياس ديناميكية العلاقة وتحديد الآثار القصيرة والطويلة الأجل. فالنماذج الساكنة تفترض تساوي معالم النموذج بينما يعبر عن التباين بين المفردات أو الزمن من خلال المقاطع.[1] بينما تتطلب نماذج بيانات البانل السماح بمزيد من التفاوت للحصول على تقديرات أكثر كفاءة واتساق وهو ما توفره النماذج الحركية. يتم في هذه الدراسة الاعتماد على نموذجين وهما النموذج الحركي بطريقة المربعات الصغرى العادية، ونموذج العزوم المعممة.

[1] Hashem , Pesaran and Ronald Patrick Smith. "Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panel." ***Journal of Econometrics***, *Elsevier*, Vol. 68(1), (July, 1995), p.82

1. نموذج المربعات الصغرى المعدلة بالكامل

يقوم نموذج المربعات الصغرى المعدلة بالكامل Fully Modified Ordinary Least Squares (FMOLS) على مبدأ تصحيح المعلمات من خلال التكامل المشترك Co-integration بغرض التخلص من التحيز من الدرجة الثانية عن طريق الحصول على متوسط غير متحيز ومقارب للتوزيع الطبيعي.[1] فيتم وفق هذه الطريقة إجراء تعديلات على المتغير المعتمد ثم تصحيح مقدرات طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية.[2]

وقد صممت هذه الطريقة لتقدير نماذج التكامل المشترك ذات المتغيرات المستقلة المتعددة، على أن تكون متغيرات النموذج متكاملة من نفس الدرجة. وعليه يكون من الضروري إجراء اختبار الاستقرارية ثم اختبار التكامل المشترك. وتقود هذه الطريقة إلى تجاوز مشكلة الارتباط المتزامن بين الخطأ العشوائي والمتغيرات المستقلة عن طريق تصحيح تلك الأخطاء.[3]

2. نموذج العزوم المعممة

يعتبر نموذج العزوم المعممة Generalised Method of Moments (GMM) من نماذج البانل الحركي ذات الاستخدام الواسع،[4] إذ تستجيب هذه الطريقة لمتطلبات نماذج البانل فيما يتعلق بمعالجة المشاكل القياسية مثل عدم تجانس سلوكيات مفردة العينة، معالجة احتمال أن تكون هذه المتغيرات داخلية endogeneity، أي وجود متغيرات داخلية مبطئة ضمن المتغيرات التابعة، والعلاقة السببية ذات الاتجاهين بين المتغيرات.

---

[1] Peter, Phillips & Bruce, Hansen, "Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes," ***Review of Economic Studies, Wiley Blackwell***, vol. 57(1), , (January, 1990), pp. 99-125.

[2] Peter, Phillips, "Fully Modified Least Squares and Vector Autoregression," Cowles Foundation Discussion Papers 1047, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University. 1993.

[3] Gary Koop, **Analysis of economic data**. (Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2005), pp. 224-225

[4] استخدمت لأول مرة من طرف Arellano and Bover وتم تطويرها من قبل Blundell and Bond، لتفاصيل أكثر، انظر:

- Manuel Arellano & Olympia Bover, "Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models", Journal of Econometrics, 68, (1995),pp. 29-52
- Richard Blundell and Stephan Bond, "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models", Journal of Econometrics, 87, (1998), pp. 115-143.

فيتم التقدير وفق هذا النموذج عبر إدراج المتغير الداخلي (التابع) كمتغير تفسيري بعد تبطئته. وتكون صيغة النموذج كما يلي:

$$y_{it} - y_{it-1} = \alpha_i + \beta_0 y_{it-1} + \beta_i' X_{it} + \gamma Z_{it} + \varepsilon_{it} \text{------4-4}$$

حيث: ε_{it} مستقلة ومتشابهة التوزيع $(\varepsilon_{it} \sim i.i.d)$

ولدى إجراء الفرق الأول للمعادلة 4-4 نتحصل على:[1]

$$(y_{it} - y_{it-1}) - (y_{it-1} - y_{it-2}) = \beta_0 (y_{it-1} - (y_{it-2}) + \beta_i' (X_{it} - X_{it-1}) + \gamma (Z_{it} - Z_{it-1}) + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1}) 4-5$$

يترتب عن المعادلة 4-5 إلغاء الآثار الفردية للدول في النموذج محل الدراسة (α_i)، ولكن يصبح هناك تحيز جديد في التقدير يرتبط بالحد العشوائي $(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{it-1})$.

وفي ظل الفرضيتين التاليتين:[2]

- عدم الارتباط بين الأخطاء العشوائية (ε_{it})
- عدم توقع ارتباط المتغيرات التفسيرية والأخطاء العشوائية المستقبلية.

تصبح شروط العزوم على النحو الآتي:

$$E[y_{it-s}(\varepsilon_i - \varepsilon_{it-1})] = 0 \quad \text{مع } s \geq 2; t = 3, \ldots., T$$

$$E[X_{it-s}(\varepsilon_i - \varepsilon_{it-1})] = 0 \quad \text{مع } s \geq 2; t = 3, \ldots., T$$

من خلال الشرطين السابقين يمكن تقدير المعادلة 4-5 عن طريق نموذج العزوم المعممة GMM ذو المرحلتين، تكون الأخطاء العشوائية في المرحلة الأولى مستقلة ومتجانسة عير المفردات (الدول) والزمن. أما في المرحلة الثانية، تستخدم البواقي المتحصل عليها في المرحلة الأولى لتكوين مصفوفة متغيرات التباين والتغاير مع إهمال فرضيات المرحلة الأولى (استقلالية وتجانس الأخطاء) وهو المقدر الذي يعرف بنموذج العزوم المعممة ذو الفروق Difference GMM Estimator. ويعاني هذا التقدير من بعض المشاكل أهمها إلغاء الفروق للتأثيرات الخاصة بالمفردة (البلد)، كما أن هذه العملية

[1] Arellano & Bover, Op. cit, pp. 37-38

[2] Ibid.

من شأنها أن تزيد في التحيز.[1] ومن بين الحلول المقترحة لتجاوز هذه المشاكل، هو تقدير مجموعة من المعادلات البانل تدمج بين معادلات الفروق والمعادلات العادية وهو ما يسمح بكفاءة أكبر ويزيد من التقارب بين المعلمات المقدرة. وتسمى هذه الطريقة بنظام طرق العزوم المعممة GMM-System وهي:

- معادلة فروق بمتغيرات أداة (مساعدة) Instrumental Variable، تكون مفسرة بمستوى إبطاء بفترتين.
- معادلة عند المستوى بمتغيرات أداة ذات فروق.

وتستخدم المتغيرات الأداة في هذا النظام من المعادلات في الفرضية التالية:[2] كلما كان هناك ارتباط بين المتغيرات عند المستوى والآثار الفردية للدول في المعادلة 4-5، فإنه لن يكون هناك ارتباط بين تلك المتغيرات المبطئة والآثار الفردية.

ومع وضع شرطين إضافيين لنموذج العزوم لمعادلات المستوى:[3]

$$E[(y_{it-s}-y_{it-s-1}(\alpha_i+\varepsilon_{it})] = 0 \quad \text{مع } s = 1$$

$$E[(X_{it-s} - X_{it-s-1})(\alpha_i + \varepsilon_{it})] = 0 \quad \text{مع } s = 1$$

فإن اتساق وكفاءة مقدر طريقة العزوم المعممة يتوقف على صحة فرضية عدم ارتباط حد الخطأ، وصحة متغيرات الأداة المستخدمة. وللتحقق من غياب ارتباط الأخطاء العشوائية، وصحة المتغيرات الأداة المستخدمة هناك اختبارين هما:[4]

- اختبار Sargan، الذي يسمح بتحديد صلاحية الأدوات المستخدمة في التقدير.[5] وتكون الفرضية العدمية هي أن جميع المتغيرات المساعدة خارجية التأثير

[1] Moez Ouni, « Etude Empirique de la Relation entre le Système Monétaire et Financier et la Croissance Economique », Thèse présentée à la Faculté des sciences économiques, Université de Neuchâtel, 2011, p. 322.

[2] Ibid., p.323

[3] Patrick Sevestre and Alain Trognon, " Dynamic Linear Models," In: **The Econometrics of Panel Data**, Edited by: László Mátyás and Patrick Sevestre, (London: Kluwer Academic Publishers, 1996), pp. 120-121

[4] Arellano and Bover, Op. Cit., p.30

[5] John Denis Sargan, "The Estimation of Economic Relationships using Instrumental Variables." ***Econometrica***, Vol. 26, N°. 3, (Jul, 1958), pp. 393-415.

Exogenous وبالتالي غير مرتبطة بالأخطاء العشوائية. وتتبع إحصائية Sargan كاي تربيع مع درجة الحرية (عدد المتغيرات المساعدة – عدد المتغيرات المستقلة).[1] فإذا كانت القيمة المحسوبة للاختبار عند مستوى معنوية α% أكبر من قيمة كاي تربيع الجدولية، نرفض الفرضية العدمية.

- اختبار غياب الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية، ε_{it}.

يفيد التنوع الذي توفره نماذج البانل للتحليل في التخلص من المشاكل القياسية التي تواجه الدراسات الزمنية أو المقطعية منفردة. وتسمح النماذج الساكنة للباحثين أخذ صورة عامة حول العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، في حين تقود النماذج الحركية إلى تحليل أكثر دقة من خلال تتبع التأثير المتبادل بين المتغيرات في عملية تحقيق التوازن في المدى الطويل الذي يميز العلاقات الاقتصادية.

المبحث الثاني: الاختبارات المستخدمة في تقدير نماذج البانل

يتطلب اختيار النماذج الملائمة في القياس الاقتصادي إجراء مجموعة من الاختبارات تقيس درجة مصداقية البيانات التي تم تجميعها لإجراء الدراسة. فبعد إعداد الفرضيات الخاصة بالنماذج، تُختبر هذه الفرضيات اختبارات إحصائية وقياسية لتقييم مختلف معلمات النماذج. كما تعتبر الاستقرارية والتكامل المشترك من نفس الدرجة أهم الشروط لاعتماد النماذج الحركية المختلفة. وفيما يلي أهم هذه الاختبارات:

[1] يعرف هذا الاختبار أيضًا بـ Sargan-Hensen Test، لتفاصيل أكثر، انظر:

Lars Peter Hansen, "Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators." ***Econometrica***, Vol 50(4), (1982), pp. 1029–1054.

أولاً. اختبارات التجانس

تهدف هذه الاختبارات إلى التحقق من التجانس أو عدمه لبيانات البانل. فعلى مستوى القياس الاقتصادي، يكون الغرض التأكد من اختبارات تماثل معاملات النموذج محل الدراسة. أما على المستوى الاقتصادي، يكون الغرض تحديد مدى تجانس المفردات (الدول) أو أن لكل منها خصوصيته التي تميزه عن باقي المفردات.

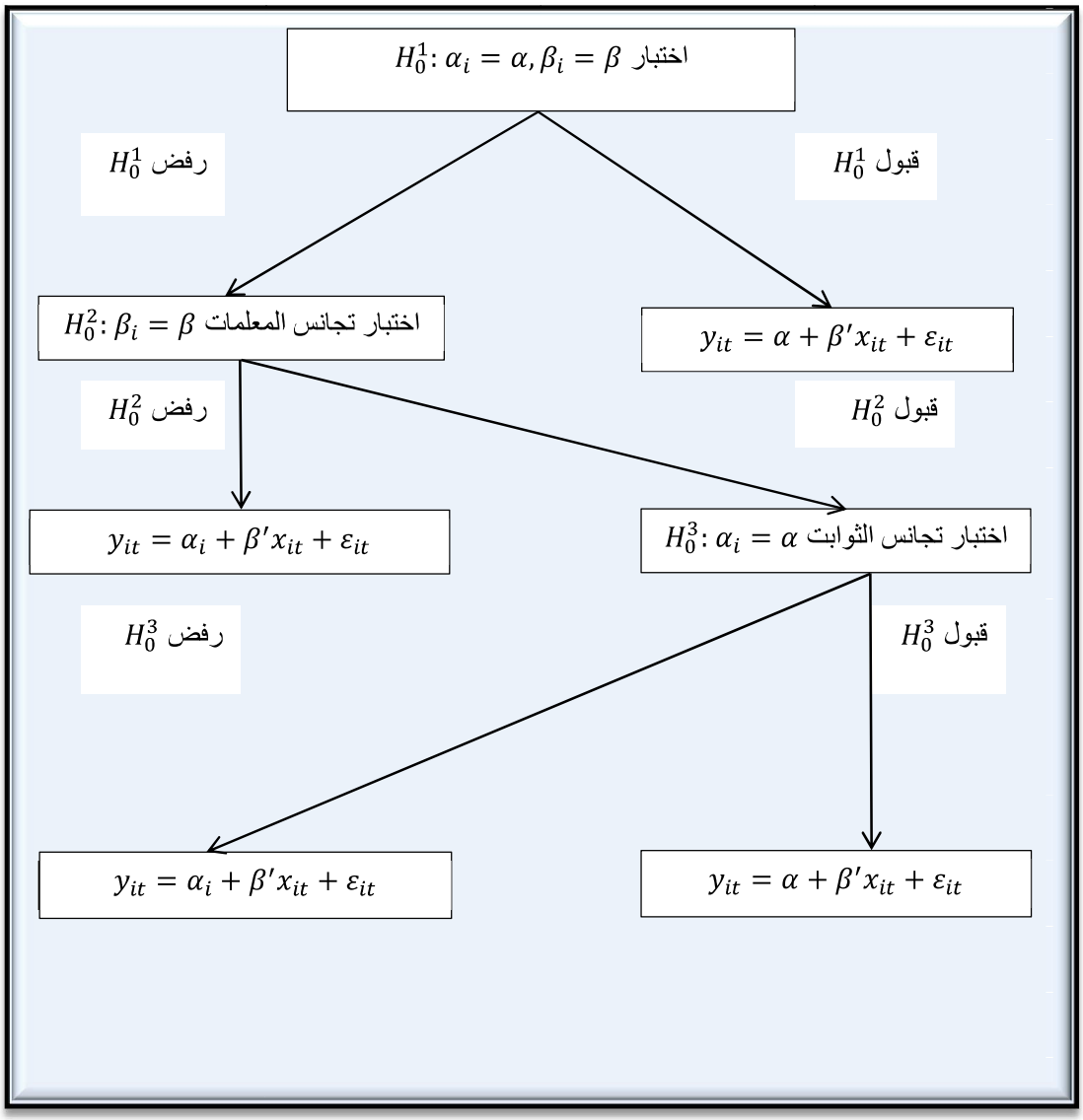
وتقود اختبارات التجانس إلى الاحتمالات التالية:

1. تماثل الثوابت "α_i" وتماثل المعلمات "β_i"، أي $\alpha_i = \alpha$ و $\beta_i = \beta$، فيكون النموذج الملائم هو النموذج المدمج (التجميعي).
2. عدم تماثل الثوابت وعدم تماثل المعلمات، أي $\alpha_i \neq \alpha$ و $\beta_i \neq \beta$.
3. تماثل الثوابت "α_i" وعدم تماثل المعلمات "β_i"، أي $\alpha_i = \alpha$ و $\beta_i \neq \beta$.
4. عدم تماثل الثوابت وتماثل المعلمات، أي $\alpha_i \neq \alpha$ و $\beta_i = \beta$.

ويمثل الشكل 4-1 مختلف احتمالات التجانس وعدم التجانس كما ساقها Hsiao:[1]

[1] Hsiao, Op. cit., pp. 40-45

الشكل 4—1
اختبارات التجانس



Source : Cheng Hsiao, Analysis of Panel Data, 2nd Ed, (Cambridge: Cambridge University Press, 2003)

ينطلق اختبار التجانس كخطوة أولى من التحقق من فرضية التجانس التام:

$$H_0^1: \alpha_i = \alpha, \beta_i = \beta$$

ويتحقق هذا الاختبار من خلال إحصائية Fischer مع (k+1) (N-1) كقيد خطي، في ظل افتراض استقلالية توزيع البواقي ε_{it}، واتباعها القانون الطبيعي بتوقع رياضي معدوم وتباين محدد σ_1^2. وتكون الإحصائية بالصيغة التالية:[1]

$$F_1 = \frac{(RSS_{C1} - RSS)/N - 1\ (k+1)}{RSS/[NT - N(K+1)]}$$

حيث: RSS_{C1} مجموع بواقي المربعات في ظل الفرضية الأولى H_0^1، ودرجة الحرية هي: عدد المشاهدات (N×T) مطروحًا منها عدد المعاملات المراد تقديرها (k+1).

فإذا تم قبول الفرضية الصفرية للتجانس فإن النموذج المدمج هو النموذج الملائم، وفق المعادلة:

$$y_{it} = \alpha + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

وفي حالة رفض الفرضية الصفرية يتم الانتقال إلى تحديد ما إذا كان مصدر عدم التجانس هو شعاع المعلمات "β_i".[2]

فتكون الفرضية الثانية:

$$H_0^2: \beta_i = \beta$$

وبالاعتماد على إحصائية Fischer وفق فرضية الاستقلالية والصيغة الطبيعية للبواقي مع درجة حرية (N-1)K و (NT-N)(K+1)، تصبح صيغة هذه الإحصائية:

$$F_2 = \frac{(RSS_{C2} - RSS)/[(N-1)k]}{RSS/[NT - N(K+1)]}$$

حيث: RSS_{C2} مجموع بواقي المربعات في ظل الفرضية الثانية H_0^2، ففي حالة رفض الفرضية الصفرية لتجانس معلمات β_i ترفض بنية نموذج البانل وتكون القواطع متطابقة (α)، ويتم تقدير شعاع معلمات "β_i" لكل مفردة مما يقود إلى نماذج مختلفة.[3] أما إذا كانت الفرضية صحيحة يتم الانتقال إلى الخطوة الثالثة من خطوات تحديد التجانس من خلال الفرضية الثالثة التالية:

$$H_0^3: \alpha_i = \alpha$$

---

[1] Boubounais, Op. cit., p. 332

[2] Christophe, Hurlin,. «L'Econométrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simples.» Université d'Orléans. (2013). www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel_Chap1.pdf (accès le 01 23, 2015).

[3] Hsiao, Op. Cit.m p.58

مع اعتبار أن المعلمات β_i متطابقة لكل المفردات، وبالاعتماد على إحصائية Fischer أيضًا ووفق الفرضيتين السابقتين (الاستقلالية والصيغة الطبيعية للبواقي)، ومع درجة حرية (N-1) و$[N(T-1)-k]$، تصبح صيغة هذه الإحصائية:

$$F_3 = \frac{(RSS_{C1} - RSS_{C2})/(N-1)}{RSS_{C2}/[N(T-1)-k]}$$

ففي حالة قبول الفرضية H_0^3، يصبح النموذج الملائم هو النموذج المدمج، وتكون هذه الفرضية إما مؤيدة أو نافية للفرضية الأولى H_0^1.

أما في حالة رفض الفرضية H_0^3 لتجانس القواطع α_i، يصبح نموذج الآثار الفردية هو النموذج المناسب:[1]

$$y_{it} = \alpha_i + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

ثانيًا، المفاضلة بين نماذج البانل

حتى يتسنى اختيار أسلوب التقدير الملائم والمفاضلة بين نموذج الانحدار المدمج PRM، ونموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM فإنه يتم الاعتماد على الاختبارات التالية:

1. المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يكون الاختيار بين نموذج الآثار الثابتة FEM ونموذج الآثار العشوائية REM عن طريق اختبار Hausman، الذي يسمح بالتحقق من الفرضيتين التاليتين:

- الآثار العشوائية متسقة أي أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الملائم: H_0
- الآثار العشوائية غير متسقة أي أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم: H_1

ويتم اختبار Hausman وفق المعادلة التالية:[2]

$$w = (\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{GLS})'\left[Var(\hat{\beta}_{LSDV}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})\right]^{-1}(\hat{\beta}_{LSDV} - \hat{\beta}_{GLS})$$

[1] Baltagi, Op. cit., p.14

[2] Jerry, Hausman, "Specification Tests in Econometrics." ***Econometrica The Econometric Society Journal***, Vol. 46, No. 6 (Nov., 1978), pp. 1251-1271

حيث $\hat{\beta}_{LSDV}$ و $\hat{\beta}_{GLS}$ مقدرات معلمات الآثار الثابتة والآثار العشوائية على التوالي و Var هي مصفوفة التباين.

تعتمد إحصائية w على توزيع كاي تربيع (χ^2) Chi Square Distribution، وعلى درجة حرية k، فإذا قُبلت فرضية العدم يتم الاعتماد على نموذج الآثار العشوائية، أما إذا رُفضت فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة فإن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب.

2. المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة.

يجب التأكد من وجود تجانس بين القاطع المشترك من عدمه بين مفردات بيانات البانل، ولهذا الغرض تستخدم إحصائية Fischer للمقارنة بين معامل التحديد لنموذج الآثار الثابتة ومعامل التحديد للنموذج المدمج وفق الصيغة الآتية:[1]

$$F = \frac{(R^2_{FE} - R^2_{PM})/(N-1)}{(1 - R^2_{FE}/(NT - N - K)}$$

حيث: R^2_{FE} معامل التحديد في نموذج الآثار الثابتة، R^2_{PM} معامل التحديد في النموذج المجمع، T،N وK عدد المشاهدات، الفترات ودرجة الحرية على التوالي.

فإذا كانت إحصائية فيشر F الجدولية أكبر من إحصائية فيشر F المحسوبة نقبل فرضية العدم H_0 التي تقول $\alpha_i = \alpha$ أي أن جميع الحدود ثابتة لكل المفردات متساوية ويكون النموذج المدمج هو النموذج المناسب. أما في حالة قبول الفرضية البديلة فإن الحدود الثابتة تتباين من مفردة إلى أخرى $(\alpha_i \neq \alpha)$.

ثالثا، اختبارات جذر الوحدة والتكامل المتزامن

شكلت استقرارية السلاسل الزمنية وعلاقات التكامل المتزامن لبيانات البانل محور اهتمام المختصين بالقياس الاقتصادي في النصف الثاني من القرن العشرين. وفيما يلي عرض لبعض الاختبارات المحددة للاستقرارية والتكامل المتزامن:

[1] Greene, Op. Cit., p. 185

1. اختبارات جذر الوحدة

تكمن أهمية اختبارات جذر الوحدة لنماذج البانل Panel unit root tests في كونها تحدد مدى استقراريه السلاسل الزمنية، أي أن المتغيرات لا تعتمد على الزمن في تحولاتها وفق ثبات الوسط، التباين والتغاير.[1] وفي الحالة العكسية تتأثر نتائج التقدير المتحصل عليها فتكون زائفة أو مضللة. كما تساعد اختبارات جذر الوحدة في تطبيق اختبار التكامل المشترك الذي يفيد في التقدير الحركي.

وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية في كونها تتضمن المحتوى المعلوماتي المقطعي والزمني معًا، وهو ما يسمح بالحصول على نتائج أكثر دقة.[2]

وقد ظهرت عدة اختبارات لفحص استقرارية السلاسل الزمنية، غير أنها تميزت بالجدل الكبير حول مدى قدرتها التفسيرية بسبب الاختلاف حول الفروض بين تلك الاختبارات.[3] وفيما يلي، سيتم الإشارة بشكل مختصر، لاختبارين اعتمدت عليهما هذه الدراسة، وهما اختبارين توفرهما برمجية Eviews 9.0، إذ يعتبران من الاختبارات الأكثر شيوعًا وهما: اختبار Levin, Lin & Chu (LLC)[4] و Im, Pesaran and Shin W-stat (IPS).[5]

---

[1] محمد شيخي، **طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات**، (عمان: دار حامد للنشر والتوزيع، 2012)، ص ص، 206-210.

[2] العبدلي، المرجع السابق، ص. 23، نقلاً عن:

John Thornton and Olumuyiwa S. Adedeji (2006), Saving, Investment and Capital Mobility in frican Countries, Journal of African Economies, Vol. 16. No. 3. pp. 393–405

[3] John, Elder and Peter Kennedy, "Testing for Unit Roots: What Should Students Be Taught?," ***The Journal of Economic Education, Taylor & Francis Journals***,Vol.32(2), (January 2001), pp. 137-146

[4] Levin, Andrew, Chien-Fu Lin, and Chia-Shang James Chu. "Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties." ***Journal of Econometrics***, Elsevier, Vol., 108(1) (May 2002), pp. 1-24.

[5] Kyung So, Im; Hashem Pesaran, and Yongcheol Shin. "Testing for unit roots in heterogeneous panels." ***Journal of Econometrics Elsevier***, Vol. 115(1), (July 2003), pp. 53-74

ينطلق الاختبارين (LLC وIPS) من معادلة انحدار دكي فولر أو دكي فولر الموسعة (DF or ADF)، ويأخذ اختبار LLC في الحسبان الآثار الثابتة الزمنية والمقطعية وفق الصيغة التالية:[1]

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + pY_{it-1} + \sum_{k=1}^{n} \emptyset_k \Delta Y_{it-1} + \delta_i t + \theta_t + \mu_{it}$$

حيث α_i معلمة الآثار الثابتة المقطعية وθ_t معلمة الآثار الثابتة الزمنية، ويمثل p معلمة المتغير المبطئ لفترة واحدة الذي يفترض أن يكون متجانسًا على المستوى المقطعي (بين الدول). ووفق هذه المعطيات يصبح:

- فرض العدم H_0 وجود جذر وحدة مشترك p=0
- الفرض البديل H_1 عدم وجود جذر وحدة مشترك p <0

وأمام القيود التي فرضها اختبار LLC خاصة اعتبار معلمة المتغير المبطئ متجانسة، جاء اختبار IPS ليفصل بين المفردات المقطعية والسماح بالتفاوت في القيم المعلمية للمتغير Y_{it-1} بين الدول، وفق الصيغة التالية:[2]

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + pY_{it-1} + \sum_{k=1}^{n} \emptyset_k \Delta Y_{it-1} + \delta_i t + \theta_t + \mu_{it}$$

وتصبح الفرضية العدمية في هذه الحالة، H_0: p_i=0 لجميع المفردات. أما الفرضية البديلة: H_1 p_i>0 على الأقل متغير واحد ساكن.

2. اختبارات التكامل المشترك

يمثل التكامل المشترك أحد الأدوات المهمة لدراسة العلاقات الحقيقية التي تربط المتغيرات الاقتصادية على المدى الطويل، وبالتالي يعتبر ترجمة إحصائية لفرضية التوازن طويل الأجل التي تقوم عليها النظرية الاقتصادية.[3] ولاختبار التكامل المتزامن

[1] العبدلي، المرجع السابق، ص. 24

[2] نفس المرجع.

[3] Peter, Pedroni, "Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors," ***Department of Economics Working Papers***,2000-02, (1999),pp. 653-671.

(المشترك) بين المتغيرات، الذي يفيد في النماذج الحركية بشكل كبير، طورت العديد من الاختبارات معتمدة على تطوير اختبار أنجل–غرانجر.[1]

سيتم في هذه الدراسة الاعتماد على اختبار Pedroni الذي قدم سبع اختبارات للتكامل المشترك موزعة بين أربعة إحصائيات للانحدار الذاتي المشترك Common AR، وثلاثة إحصائيات للانحدار الذاتي الفردي Individual AR. ويكون القرار بوجود تكامل مشترك من عدمه حسب أغلبية الإحصائيات التي يقدمها هذا الاختبار، أخذًا في الحسبان أن يكون شعاع المتغيرات التفسيرية متكاملاً من الدرجة الأولى I(1). وتكون الصيغة على النحو الآتي:

$$y_{it} = \alpha_i + \delta_i t + \beta_{1i} x_{1i,t} + \beta_{2i} x_{2i,t} + \cdots + \beta_{Mi} x_{Mi,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث: α و δ معلمتي الآثار الفردية وآثار الاتجاه على التوالي، وكانت الفرضيات التي وضعها اختبار Pedroni كما يلي:[2]

- الفرضية الصفرية، H_0: p_i=0 أي عدم وجود تكامل مشترك.
- الفرضية البديلة الأولى، H_1: $(p = p_i) < 1$، أي تجانس جميع المفردات (اختبار البعد الضمني Within dimension test).
- الفرضية البديلة الثانية، H_1: $p_i < 1$، أي عدم تجانس لجميع المفردات (اختبار البعد البيني Between dimension test).

ورغم المزايا التي تقدمها نماذج البانل خاصة التخلص من المشاكل القياسية، إلا أن تباين نتائج الاختبارات يقود إلى تفسيرات مختلفة حول نفس الظاهرة، لذلك يعتمد الاقتصاديون على رأي أغلبية تلك الاختبارات.

[1] Robert, Engle, and C. W. J. Granger. "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing." ***Econometrica***,Vol.55, No. 2, (Mar, 1987), pp. 251-276.

[2] Peter, Pedroni, "Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis." ***Department of Economics Working Papers,*** *2004-15*, (2004), pp. 597-625.

المبحث الثالث: تقدير نماذج العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي

بعد عرض أهم نماذج البانل وأبرز الاختبارات التي تجري عليها لاختيار أحسنها، سيتم في هذا المبحث دعم التحليل الإحصائي الذي كان في الفصل الثالث بتحليل قياسي. وذلك عبر تحديد النماذج المستخدمة في مرحلة أولى، ثم إجراء مختلف الاختبارات الإحصائية والقياسية على النماذج التي قُدرت في مرحلة ثانية، وصولاً إلى تحليل النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة في المرحلة الثالثة.

أولاً، تعيين نماذج الدراسة ووصف متغيراتها

لقد سبق في الفصل الثالث استعراض مختلف البيانات الخاصة بالدراسة وتحليل العلاقة بين مختلف المتغيرات الحقيقية والمالية، إلا أن تلك العلاقة قد تُخفي عوامل غير ملحوظة من شأنها أن تؤدي إلى تحيز النتائج المتوصل إليها. لذلك جاءت هذه الدراسة القياسية لإدراج مختلف العوامل المؤثرة في تحقيق النمو الاقتصادي مع التركيز على دور متغيرات القطاع المالي في ذلك.

1. تعيين نماذج الدراسة

تنطلق هذه الدراسة من النموذج الأساسي التالي:

$$y_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}x_{it} + \beta_{2,it}z_{it}$$

حيث: y_{it} المتغير التابع وهو المتغير الذي يقيس النمو الاقتصادي وقد يكون أحد المتغيرات الثلاثة التالية:

$$y_{it}\begin{cases} GDPCG & \text{معدل نمو نصيب من الناتج المحلي} \\ GFCFG & \text{معدل نمو إجمالي تكوين رأس المال الثابت} \\ TFP & \text{مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج} \end{cases}$$

x_{it}: تمثل المتغيرات التفسيرية التي قد تمثل متغيرات الأسواق المالية (البورصات)، أو القطاع المصرفي أو المؤشر الشامل.

$x_{1,it}$ $\begin{cases} MCLCG \text{ معدل رسملة البورصة} \\ STG \text{ معدل التداول} \\ TURN \text{ معدل الدوران} \end{cases}$

$x_{2,it}$ $\begin{cases} DCFS \text{ الائتمان المحلي من القطاع المصرفي} \\ DCPS \text{ الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص} \\ M2G \text{ معدل م2} \end{cases}$

$x_{3,it}$= FD مؤشر التطور المالي

أما z_{it} فتمثل متغيرات التحكم في النموذج أو المتغيرات المساعدة وتضم:

z_{it} $\begin{cases} GCR \text{ الانفاق العمومي} \\ INF \text{ معدل التضخم} \\ SEP \text{ مستوى التعليم} \\ TRADE \text{ الانفتاح التجاري} \end{cases}$

لتصبح المعادلات المراد تقدير معلماتها كما يلي:

معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي كمعيار لقياس النمو الاقتصادي:

- متغيرات البورصة كمتغيرات تفسيرية.

$$GDPCG_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}MCLCG_{it} + \beta_{2,it}STG_{it} + \beta_{3,it}TURN_{it} + \beta_{4,it}GCR_{it} + \beta_{5,it}INF_{it} + \beta_{6,it}SEP_{it} + \beta_{7,it}TRADE_{it}$$

- متغيرات القطاع المصرفي كمتغيرات تفسيرية.

$$GDPCG_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}DCFS_{it} + \beta_{2,it}DCPS_{it} + \beta_{3,it}M2G_{it} + \beta_{4,it}GCR_{it} + \beta_{5,it}INF_{it} + \beta_{6,it}SEP_{it} + \beta_{7,it}TRADE_{it}$$

- مؤشر التطور المالي كمتغير تفسيري.

$$GDPCG_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}FD_{it} + \beta_{2,it}GCR_{it} + \beta_{3,it}INF_{it} + \beta_{4,it}SEP_{it} + \beta_{5,it}TRADE_{it}$$

معدل نمو إجمالي تكوين الرأسمال الثابت كمعيار لقياس النمو الاقتصادي:

- متغيرات البورصة كمتغيرات تفسيرية.

$$GFCFG_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}MCLCG_{it} + \beta_{2,it}STG_{it} + \beta_{3,it}TURN_{it} + \beta_{4,it}GCR_{it} + \beta_{5,it}INF_{it} + \beta_{6,it}SEP_{it} + \beta_{7,it}TRADE_{it}$$

- متغيرات القطاع المصرفي كمتغيرات تفسيرية.

$$GFCFG_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}DCFS_{it} + \beta_{2,it}DCPS_{it} + \beta_{3,it}M2G_{it} + \beta_{4,it}GCR_{it} + \beta_{5,it}INF_{it} + \beta_{6,it}SEP_{it} + \beta_{7,it}TRADE_{it}$$

- مؤشر التطور المالي كمتغير تفسيري.

$$GFCFG_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}FD_{it} + \beta_{2,it}GCR_{it} + \beta_{3,it}INF_{it} + \beta_{4,it}SEP_{it} + \beta_{5,it}TRADE_{it}$$

مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج كمعيار لقياس النمو الاقتصادي:

- متغيرات البورصة كمتغيرات تفسيرية.

$$TFP_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}MCLCG_{it} + \beta_{2,it}STG_{it} + \beta_{3,it}TURN_{it} + \beta_{4,it}GCR_{it} + \beta_{5,it}INF_{it} + \beta_{6,it}SEP_{it} + \beta_{7,it}TRADE_{it}$$

- متغيرات القطاع المصرفي كمتغيرات تفسيرية.

$$TFP_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}DCFS_{it} + \beta_{2,it}DCPS_{it} + \beta_{3,it}M2G_{it} + \beta_{4,it}GCR_{it} + \beta_{5,it}INF_{it} + \beta_{6,it}SEP_{it} + \beta_{7,it}TRADE_{it}$$

- مؤشر التطور المالي كمتغير تفسيري.

$$TFP_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1,it}FD_{it} + \beta_{2,it}GCR_{it} + \beta_{3,it}INF_{it} + \beta_{4,it}SEP_{it} + \beta_{5,it}TRADE_{it}$$

2. التوصيف الإحصائي للمتغيرات

يبين الملحق4، مصفوفة الارتباط بين مختلف متغيرات الدراسة خلال الفترة 1998-2012 عند مستوى ثقة 5%. فبالنسبة لمتغيرات القطاع الحقيقي وعلاقتها فيما بينها يلاحظ وجود ارتباط معنوي موجب بين نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومجمل إنتاجية عناصر الإنتاج بنسبة 61.41%، بينما كانت العلاقة سالبة بين

الإنتاجية ونمو إجمالي تكوين رأس المال الثابت بنسبة بلغت حوالي – 20%. وقد غابت العلاقة بين الاستثمار ونصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

وبالنسبة للعلاقة بين مختلف متغيرات السوق المالي فيما بينها يلاحظ العلاقة الموجبة بينها إذ فاقت نسبة 59% و34% بين رسملة البورصة ومتغيري التداول والدوران على التوالي. كما قاربت 87% بين هذين المتغيرين.

ويشير الملحق 4 إلى العلاقة بين متغيرات القطاع المصرفي خلال الفترة الدراسة التي تباينت فيما بينها. فقد كانت العلاقة موجبة وقوية بين الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص والائتمان الممنوح من القطاع المصرفي فقد سجلت تلك النسبة حوالي 75% ، وجاءت العلاقة بين المتغيرين المصرفيين السابقين والمعروض النقدي سلبية في حـــدود – 19% .

وبالنسبة للعلاقة بين المتغيرات المساعدة فيما بينها فلم تكن ذات معنوية إحصائية باستثناء وجود علاقة سالبة بين الانفاق الحكومي ومعدل التضخم فقد قاربت تلك العلاقة – 25%.

وبالعودة إلى العلاقة بين مختلف المتغيرات المالية ومتغيرات القطاع الحقيقي، يشير الملحق5 إلى غياب العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بين أغلبها، وتظهر تلك العلاقة بشكل موجب بين المؤشر الشامل للتطور المالي والاستثمار، وبين هذا الأخير والمعروض النقدي بنسبتي 26.83% و32.48%. كما تظهر تلك العلاقة بين مؤشر الإنتاجية ومتغيرات البورصة الثلاث (الرسملة، التداول والدوران) بنسب 15.25% و21.10% و15.33% على التوالي.

ويعرض الملحق 5 المتوسط الحسابي لمختلف المتغيرات لبلدان الشرق الأوسط شمال إفريقيا خلال الفترة 1998–2012، والملاحظ أن متوسط متغيرات القطاع الحقيقي كانت 1.26%، 23.3% و0.67% لنمو نصيب الفرد من الناتج المحلي، الاستثمارات ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج على التوالي. وسُجل أعلى معدل نمو لحصة الفرد من

الناتج المحلي في الكويت بـ 13.54% سنة 2003، أما أدنى قيمة فكانت من نصيب الإمارات العربية المتحدة بـ -16.14% سنة 2009 (انظر الملحق6). وتراوح الانحراف المعياري لمتغيرات القطاع الحقيقي في هذه الدراسة بين 3.5 و6.

وبالنسبة لمتغيرات القطاع المالي، كان متوسط رسملة البورصة ومعدل التداول ومعدل الدوران في حدود 60%، 26.52% و34.87% على التوالي. مع تسجيل انحرافات معيارية مرتفعة نسبيًا مقارنة مع متغيرات القطاع الحقيقي. ومن الملحق 6 يُلاحظ أن أعلى نسبة للرسملة سجلت في الأردن سنة 2005 بحوالي 299%. أما أعلى نسبة للتداول ولمعدل الدوران فكانت من نصيب السعودية سنة 2006 بـ 372.25% و288% على التوالي.

وبالنسبة لمتوسط متغيرات القطاع المصرفي، كانت قيمها 73.31%، 54.05% و12.67% لكل من الائتمان المحلي من القطاع المصرفي، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص والمعروض النقدي على التوالي، مع تسجيل انحراف معياري يتراوح بين 8 و41. ويظهر من خلال الملحق6 أن أعلى قيمة لمساهمة القطاع المصرفي في تمويل الاقتصاد كانت من نصيب لبنان بنسبة 195.93% سنة 2006.

والملاحظ إجمالاً، أن المتغيرات المالية بلغت مستوياتها القياسية إلى غاية سنتي 2006 و2007 (حسب المتغير) قبل أن تتأثر بتداعيات الأزمة المالية العالمية لسنة 2008.

ثانيًا، المفاضلة بين نماذج البانل، واختبارات استقرارية وتكامل المتغيرات

يعتمد اختيار أفضل النماذج على مدى التجانس بين المعلمات، لذلك سيتم في البداية المفاضلة بين النموذج التجميعي والنموذج ذو الأثر الفردي، وفي حالة قبول هذا الأخير سيحدد طبيعة هذا الأثر هل هو ثابت أم عشوائي؟

1. المفاضلة بين نموذج الآثار المدمجة ونموذج الآثار الفردية

يعرض الجدول 4-1 نتائج إحصائية فيشر، ومثلما سبقت الإشارة إليه في المبحث الأول، فإن الميل يكون لمصلحة نموذج الآثار الفردية الثابتة إذا كانت القيمة الاحتمالية أقل من 5%.

جدول 4—1

اختبار إحصائية فيشر F للمفاضلة بين نموذج PRM ونموذج FEM

بالنسبة لبورصة الأوراق المالية	المتغير التابع: معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي			**Dependent Variable GDPCG**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,147)	22.597389	Cross-section F
	المتغير التابع: إجمالي تكوين رأس المال الثابت			**Dependent Variable GCFCG**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,147)	100.000934	Cross-section F
	المتغير التابع: مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج			**Dependent Variable TFP**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,147)	100.000934	Cross-section F
بالنسبة للقطاع المصرفي	المتغير التابع: معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي			**Dependent Variable GDPCG**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,147)	33.059773	Cross-section F
	المتغير التابع: إجمالي تكوين رأس المال الثابت			**Dependent Variable GCFCG**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,147)	80.247782	Cross-section F
	المتغير التابع: مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج			**Dependent Variable TFP**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,147)	14.691011	Cross-section F
بالنسبة لمؤشر التطور المالي الشامل	المتغير التابع: معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي			**Dependent Variable GDPCG**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,149)	45.394785	Cross-section F
	المتغير التابع: إجمالي تكوين رأس المال الثابت			**Dependent Variable GCFCG**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,149)	35.901611	Cross-section F
	المتغير التابع: مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج			**Dependent Variable TFP**
	Prob	d.f	Statistic	Effects Test
	0.0000	(10,149)	5.237929	Cross-section F

- d.f: درجة الحرية

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يلاحظ من الجدول 4-1 أن جميع اختبارات إحصائية فيشر تميل إلى تفضيل نموذج الآثار الثابتة على حساب النموذج التجميعي، وهو ما يعني أن جميع بلدان العينة تملك خصوصيات فردية تميزها عن باقي البلدان الأخرى وبالتالي لا يمكن الاعتماد على نموذج البانل التجميعي. وهو ما يقود إلى إجراء الاختبار الموالي الذي يفصل في تحديد طبيعة تلك الآثار الفردية.

2. اختبار هوسمان

يعتبر اختبار هوسمان الأداة الأمثل التي تسمح بتحديد ما إذا كانت الآثار العشوائية متسقة أم لا. فإذا كانت القيمة الاحتمالية > من 5 بالمئة يكون القرار باعتماد نموذج

الآثار العشوائية، أما في الحالة العكسية فإن النموذج الأنسب هو نموذج الثابتة، والجدول 4-2 يعرض النتائج المتوصل إليها.

جدول 4—2

اختبار هوسمان HAUSMAN للمفاضلة بين نموذج FEM ونموذج REM

	Test cross-section random effects Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
بالنسبة لمتغيرات بورصة الأوراق المالية	Dependent Variable GDPCG			
	Cross-section random	23.639149	7	0.0013
	Dependent Variable GCFCG			
	Cross-section random	4.218470	7	0.7543
	Dependent Variable TFP			
	Cross-section random	12.822388	7	0.0766
بالنسبة لمتغيرات القطاع المصرفي	Dependent Variable GDPCG			
	Cross-section random	31.210351	7	0.0001
	Dependent Variable GCFCG			
	Cross-section random	42.119138	7	0.0000
	Dependent Variable TFP			
	Cross-section random	23.168077	7	0.0016
بالنسبة للمؤشر الشامل للتطور المالي	Dependent Variable GDPCG			
	Cross-section random	19.485963	5	0.0016
	Dependent Variable GCFCG			
	Cross-section random	2.978692	5	0.7033
	Dependent Variable TFP			
	Cross-section random	13.182155	5	0.0217

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يمكن ملاحظة من الجدول 4-2 أن النموذج المناسب لتقدير العلاقة بين متغيرات البورصة والنمو الاقتصادي هو نموذج الآثار العشوائية بالنسبة لمتغيري إجمالي تكوين رأس المال الثابت والإنتاجية بما أن إحصائية هوسمان (اختصارًا إحصائية H) كانت أكبر من 5%. أما في حالة نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي كمحدد للنمو، فإن أنسب نموذج ساكن لتقدير تأثير متغيرات البورصة هو نموذج الآثار الثابتة.

وبالنسبة للعلاقة بين متغيرات القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي، يشير الجدول 4-2 إلى أن أفضل تقدير يكون عن طريق نموذج الآثار الثابتة في جميع الحالات، أي أن جميع البلدان متماثلة في معلمات المتغير المستقل.

أما المؤشر الشامل للتطور المالي، فيشير الجدول إلى ضرورة اعتماد نموذج الآثار العشوائية في حالة قياس النمو الاقتصادي من خلال نمو إجمالي تكوين رأس المال الثابت (إحصائية H 0.7033> 5%)، وفي حالة اعتماد المتغيرين الآخرين (معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج)، فإن أفضل نموذج تقدير هو نموذج الآثار الثابتة.

3. اختبار استقراريه وتكامل متغيرات نماذج الدراسة

تتعدد الاختبارات التي تحدد مدى استقراريه وتكامل المتغيرات، لذلك تم الاعتماد على الاختبارات التي أدت إلى تقارب النتائج المتحصل عليها.

جدول 4—3

اختبار استقراريه متغيرات نماذج الدراسة

	المتغيرات	اختبار جذر الوحدة		Levin, Lin & Chu t	Im, Pesaran and Shin W-stat
المتغيرات التابعة	GDPCG	عند المستوى Level	قاطع	-5.58658 (0.0000)	-5.08696 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-5.16858 (0.0000)	-3.59432 (0.0002)
			دون	-4.55621 (0.0000)	
	GFCFG	عند المستوى Level	قاطع	-1.29429 (0.0978)	-0.78433 (0.2164)
			قاطع واتجاه	-2.13757 (0.0163)	-0.81779 (0.2067)
			دون	-0.06638 (0.4735)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-8.41123 (0.0000)	-6.61346 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-8.83376 (0.0000)	-5.45062 (0.0000)
			دون	-11.1883 (0.0000)	
	TFP	عند المستوى Level	قاطع	-5.21987 (0.0000)	-4.91476 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-4.79865 (0.0000)	-3.64917 (0.0000)
			دون	-7.45391 (0.0000)	
متغيرات الأسواق المالية	MCLCG	عند المستوى Level	قاطع	-0.90244 (0.1834)	-0.26757 (0.3945)
			قاطع واتجاه	0.81972 (0.7938)	2.02121 (0.9784)
			دون	-1.45328 (0.0731)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-9.16024 (0.0000)	-7.90098 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-8.64700 (0.0000)	-6.22204 (0.0000)
			دون	-12.7449 (0.0000)	
	STG	عند المستوى Level	قاطع	-1.87487 (0.0304	-1.53457 (0.0624)
			قاطع واتجاه	0.28410 (0.6118)	0.93173 (0.8243)
			دون	-3.90971 (0.0000)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-8.00333 (0.0000)	-7.11037 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-8.26030 (0.0000)	-5.28390 (0.0000)
			دون	-11.9670 (0.0000)	
	TURN	عند المستوى Level	قاطع	-1.95776 (0.0251)	-1.37361 (0.0848)
			قاطع واتجاه	-0.52711 (0.2991)	1.29178 (0.9018)
			دون	-2.73021 (0.0032)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-10.3350 (0.0000)	-7.23101 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-9.10094 (0.0000)	-5.08188 (0.0000)
			دون	-12.6593 (0.0000)	

تابع الجدول 3.4

	المتغيرات	اختبار جذر الوحدة		Levin, Lin & Chu t	Im, Pesaran and Shin W-stat
متغيرات القطاع المصرفي	DCFS	عند المستوى Level	قاطع	-0.54379 (0.2933)	0.43426 (0.6680)
			قاطع واتجاه	-2.84970 (0.0022)	-0.20540 (0.4186)
			دون	1.92949 (0.9732)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-7.25738 (0.0000)	-5.15347 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-6.82457 (0.0000)	-3.40209 (0.0000)
			دون	-9.05100 (0.0000)	
	DCPS	عند المستوى Level	قاطع	-0.22625 (0.4105)	-0.07813 (0.4689)
			قاطع واتجاه	-2.19766 (0.0140)	-0.40808 (0.3416)
			دون	0.17860 (0.5709)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-7.1580 (0.0000)	-5.23881 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-6.54183 (0.0000)	-3.43727 (0.0003)
			دون	-8.67457 (0.0000)	
	M2G	عند المستوى Level	قاطع	-3.34985 (0.0004)	-3.06703 (0.0011)
			قاطع واتجاه	-2.48562 (0.0065)	-0.47803 (0.3163)
			دون	-2.98418 (0.0014)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-10.3251 (0.0000)	-8.07495 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-10.6294 (0.0000)	-6.80536 (0.0000)
			دون	-13.6191 (0.0000)	
متغيرات التحكم في النموذج	GCR	عند المستوى Level	قاطع	-3.15406 (0.0008)	-2.53581 (0.0056)
			قاطع واتجاه	-3.14402 (0.0008)	-0.95243 (0.1704)
			دون	-1.58988 (0.0509)	
	INF	عند المستوى Level	قاطع	-9.84528 (0.0000)	-7.96827 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-11.5164 (0.0000)	-7.39719 (0.0000)
			دون	-4.38119 (0.0000)	
	TRADE	عند المستوى Level	قاطع	-0.94135 (0.1733)	0.21750 (0.5861)
			قاطع واتجاه	-5.04951 (0.0000)	-2.03838 (0.0208)
			دون	2.76039 (0.9971)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-11.0444 (0.0000)	-8.17540 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-12.5446 (0.0000)	-7.11134 (0.0000)
			دون	-11.7994 (0.0000)	
	SEP	عند المستوى Level	قاطع	-3.98370 (0.0000)	-1.02462 (0.1528)
			قاطع واتجاه	-1.18840 (0.1173)	0.41546 (0.6611)
			دون	0.11435 (0.5455)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-5.97516 (0.0000)	-5.71181 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-7.12932 (0.0000)	-5.08508 (0.0000)
			دون	-7.59842 (0.0000)	

تابع الجدول 3.4

مؤشر التطور المالي	FD	عند المستوى Level	قاطع	-1.35593 (0.0876)	1.52281 (0.9361)
			قاطع واتجاه	-1.151132 (0.1248)	-0.87387 (0.1911)
			دون	3.65409 (0.9999)	
		الفرق الأول 1st Difference	قاطع	-4.99612 (0.0000)	-4.33272 (0.0000)
			قاطع واتجاه	-3.64373 (0.0001)	-1.92814 (0.0269)
			دون	-7.82649 (0.0000)	

- القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %
- فترات الابطاء المناسبة كانت بطريقة آلية وفق معيار Schwarz

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يبرز من خلال الجدول 4-3 وجود جذر الوحدة في أغلب متغيرات الدراسة (10 من بين 14)، بينما تستقر جميع المتغيرات عند الفروق الأولى.

فبالنسبة للمتغيرات المحددة للنمو الاقتصادي فهي مستقرة عند المستوى بالنسبة لنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج، بينما يستقر معدل نمو إجمالي تكوين رأس المال الثابت عند الفرق الأول. وتعاني جميع متغيرات القطاع المالي بما في ذلك المؤشر الشامل للتطور المالي من جذر الوحدة، في حين تستقر تلك المتغيرات عند الفروق الأولى.

وبالنسبة للمتغيرات المساعدة فتظهر استقراريه السلاسل الخاصة بالإنفاق الحكومي والتضخم، فيما يستقر متغيري الانفتاح التجاري والمستوى التعليمي عند الفرق الأول.

بعد إجراء اختبارات الاستقراريه يمكن التحقق من التكامل المشترك للمتغيرات، ويكون ذلك بالنسبة للمتغيرات المستقرة عند نفس الدرجة (الدرجة الأولى بالنسبة لهذه الدراسة). وبعد تطبيق اختبار Pedroni جاءت النتائج على النحو الآتي:

جدول 4—4

التكامل المشترك لبيانات البانل باستخدام اختبار Pedroni

	الاختبار	إحصائية الاختبار	القيمة الاحتمالية
	معلمة الانحدار الذاتي (p) المشتركة (within-dimension)		
معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	Panel v-Statistic	-1.317797	0.9062
	Panel rho-Statistic	2.361069	0.0409
	Panel PP-Statistic	-3.468833	0.0003
	Panel ADF-Statistic	-2.980535	0.0014
	معلمة الانحدار الذاتي (pi) الفردي (between-dimension)		
	Group rho-Statistic	3.239915	0.9994
	Group PP-Statistic	-13.93848	0.0000
	Group ADF-Statistic	-6.778706	0.0000
المتغير التابع: إجمالي تكوين رأس المال الثابت	معلمة الانحدار الذاتي (p) المشتركة (within-dimension)		
	Panel v-Statistic	-1.267376	0.8975
	Panel rho-Statistic	2.359549	0.9909
	Panel PP-Statistic	-2.316424	0.0103
	Panel ADF-Statistic	-2.081855	0.0187
	معلمة الانحدار الذاتي (pi) الفردي (between-dimension)		
	Group rho-Statistic	3.579943	1.0000
	Group PP-Statistic	-2.464671	0.0021
	Group ADF-Statistic	-3.099831	0.0463
المتغير التابع: مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج	معلمة الانحدار الذاتي (p) المشتركة (within-dimension)		
	Panel v-Statistic	-1.689327	0.9998
	Panel rho-Statistic	1.147698	0.0069
	Panel PP-Statistic	-11.71364	0.0010
	Panel ADF-Statistic	-9.359339	0.9998
	معلمة الانحدار الذاتي (pi) الفردي (between-dimension)		
	Group rho-Statistic	3.353572	0.9996
	Group PP-Statistic	-8.968665	0.0000
	Group ADF-Statistic	-5.826715	0.0000

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يُبرز الجدول 4–4 التباين في نتائج اختبار التكامل المشترك، فالملاحظ بالنسبة لمعدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي هو أن البعد الضمني يشير إلى تواجد ثلاثة قيم احتمالية من بين أربع أقل من 5%. وكانت القيمة الاحتمالية لمعلمة الانحدار الذاتي ذات البعد البيني معنوية بالنسبة لقيمتين من بين ثلاث، وطالما أنه من بين سبع اختبارات كانت خمسة منها ذات دلالة إحصائية يُقبل بوجود تكامل مشترك بين متغير النمو الاقتصادي في هذه الحالة وباقي المتغيرات التفسيرية.

وبنفس الطريقة، يشير الجدول 4–4 إلى وجود أربع اختبارات من بين سبعة للتكامل المشترك تؤيد وتكامل بين المتغير مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج وباقي المتغيرات المستقلة الأخرى، وبين الاستثمار والمتغيرات المالية وهو ما يسمح بتقدير العلاقة في المدى الطويل بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي لهذه الدراسة.

ثالثا، نتائج تقدير النماذج الساكنة

سيتم في هذا العنصر تقدير معلمات نماذج هذه الدراسة، وتكون البداية بالتقدير الساكن وإجراء المفاضلة بين نماذجه. يكون التحليل في هذه المرحلة من تقدير النماذج، في إطارٍ ساكن لمختلف متغيرات القطاع المالي.

للتقليل من المشاكل القياسية المحتملة، اعتمدت نماذج الدراسة على المربعات الصغرى المعممة GLS،[1] وعلى طريقة منظومة معادلات الانحدار غير المرتبطة ظاهريًا Seemingly Unrelated Regressions Equations (SURE)، التي تساعد في التخلص من ارتباط أخطاء المعادلات الفردية للنماذج.[2] وفيما يلي النتائج المتحصل عليها:

1. النتائج الخاصة بمتغيرات البورصة

بعد إجراء الاختبارات الضرورية لتحديد النموذج الساكن الملائم، خاصة المفاضلة بين النموذج المدمج أو نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية، كانت النتائج مثلما يلخصها الجدول 4-5.

بالنسبة لمعنوية المعلمات: الملاحظ أنها كانت معنوية في النموذج المقدر لنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، باستثناء معلمتي الانفتاح التجاري والانفاق الحكومي. أما عند تقدير إجمالي تكوين رأس المال الثابت تباينت معنوية معلمات النموذج، فقد اقتصرت تلك المعنوية على متغير رسملة البورصة كحصة من إجمالي الناتج المحلي بالنسبة للمتغيرات المالية، والتضخم والانفاق الحكومي بالنسبة للمتغيرات المساعدة في تقدير هذا النموذج.

---

[1] تسمح طريقة مربعات الصغرى المعممة (العامة) GLS بتحسين كفاءة التقدير من خلال التخلص من مشكل الارتباط الذاتي. لمعلومات أكثر، انظر:

كاظم، أموري هادي، **مقدمة في القياس الاقتصادي**، (عمان: دار زهران، 2009)، ص.ص، 179-181

[2] لتفاصيل أكثر، انظر:

- Arnold Zellner, "An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias," Journal of the American Statistical Association, Vol. 57, No. 298 (Jun., 1962), pp. 348- 368
- Bourbounnais, Op. Cit., pp. 329-330

جدول 4—5

نتائج التقدير الساكن لنماذج محددات النمو ومتغيرات البورصة

المتغيرات التفسيرية	النموذج (1) GDPCG	النموذج (2) GCFCG	النموذج (3) TFP
MCLCG	0.007723 (0.0000)	0.028723 (0.0346)	0.005592 (0.4768)
STG	0.043269 (0.0000)	-0.010331 (0.5548)	0.015042 (0.2630)
TURN	-0.055655 (0.0000)	-0.014229 (0.4412)	-0.006922 (0.5878)
GCR	-0.039028 (0.3738)	-0.563351 (0.0000)	0.053005 (0.3207)
INF	0.039107 (0.0001)	-0.13415 (0.0004)	0.088778 (0.0019)
SEP	-0.071764 (0.0000)	-0.031181 (0.5088)	0.035477 (0.2050)
TRADE	0.003222 (0.3608)	0.0335 (0.1303)	-0.023514 (0.0194)
C	9.170116 (0.0000)	32.84536 (0.0000)	-2.731069 (0.4232)
اختبار هوسمن H Test	FE	RE	RE
Adjusted R-squared	0.82473	0.201062	0.103621
F-statistic	46.39421 (0.0000)	6.896058 (0.0000)	3.708326 (0.0009)
Durbin-Watson stat	2.069767	0.87246	1.695394
الآثار الفردية			
ARE	-4.397445	-5.722638	0.685361
BHR	-3.392041	-4.428510	-0.203227
EGY	2.115789	-5.436550	-1.776942
JOR	-0.137888	0.572307	1.072338
KWT	-0.488839	-5.637180	1.774095
LBN	1.515731	-0.033140	1.140255
MAR	2.05088	5.136467	-0.858475
OMN	-1.071357	2.568907	-1.387751
QAT	-0.967922	7.526078	0.431235
SAU	1.978176	4.824974	-2.505878
TUN	2.794917	0.629286	1.628989

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

وفي النموذج 3 الذي كانت فيه الإنتاجية ممثلة للنمو، لم تكن المعلمات ذات دلالة إحصائية في جميع المتغيرات باستثناء معدل التضخم ودرجة الانفتاح التجاري.

بالنسبة للمقدرة التفسيرية للنموذج: ما يمكن استخلاصه من الجدول 4–5 هو ارتفاع معامل التحديد المعدل (Adjusted R-Squared) إلى حدود 82.47% وهي النسبة التي من خلالها يمكن تفسير التغيرات التي تطرأ على نصيب الفرد من الناتج

بمتغيرات النموذج. فعلى سبيل المثال، يؤدي تطور معدل رسملة البورصة وسهولة التداول بوحدة واحدة إلى نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي بـ 0.77% و0.4% على التوالي. أما التقلبات التي تشهدها أسعار القيم المتداولة في البورصة يترتب عليها انخفاض النمو في نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي بـ 5.56 %.

وخلاف النموذج السابق، نجد أن المقدرة التفسيرية للتغيرات الحاصلة في كل من الاستثمار والإنتاجية عن طريق متغيرات البورصة منخفضة (حوالي 20% و10% على التوالي). ويُسَجَّل التأثير الواضح لرسملة البورصة على الاستثمار، إذ يؤدي ارتفاع القيمة السوقية للأسهم في البورصة إلى ارتفاع معدل الاستثمار بـ 2.87%.

وفيما يتعلق بإحصائية F (Fisher Statistic) التي تختبر صحة الشكل الرياضي للنموذج،[1] فهي ذات دلالة معنوية في جميع النماذج المقترحة.

وتشير إحصائية دربن–واتسون (Durbin-Watson)[2] إلى خلو النموذجين الأول والثالث من مشكل الارتباط الذاتي (القيمة الجدولية الدنيا والقصوى هي: 1.686 و1.841 على التوالي عند درجة معنوية 5%). أما النموذج الثالث فترتبط أخطاءه العشوائية بالمتغيرات المفسرة طرديًا.

وبالنسبة لتأثير القاطع لكل دولة بشكل منفرد (معاملات المتغيرات الوهمية)، يلاحظ تباين هذا التأثير من دولة إلى أخرى. وقد جاء تأثير الثابت سالبًا في النموذج الأول في البلدان الخليجية (باستثناء السعودية) يُضاف إليهم الأردن، بمعنى يؤدي الحد الثابت إلى خفض نصيب الفرد من الناتج المحلي. بينما يؤثر الحد الثابت تأثيرًا موجبًا على باقي بلدان العينة، إذ يتراوح بين 1.51 كأدنى قيمة في لبنان و2.79 كأعلى قيمة في تونس.

---

[1] شيخي، المرجع السابق، ص. 73

[2] يسمح اختبار دربن-واتسون من التحقق من وجود الارتباط الذاتي من الرتبة الأولى الذي يؤثر على تقديرات النموذج، فتُقارن إحصائية درين المحسوبة D_c بالقيمة الجدولية الدنيا والقصوى (D_U,D_L). فإذا كانت الإحصائية المحسوبة محصورة في المجال: $D_L<D_c<4-D_U$ فإنه لا وجود لارتباط ذاتي، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية الدنيا فانه يوجد ارتباط ذاتي موجب، وعندما تكون القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية القصوى فإنه يوجد ارتباط ذاتي سالب. لتفاصيل أكثر ، انظر:

عطية، المرجع السابق، ص.ص، 452-454

2. النتائج الخاصة بمتغيرات القطاع المصرفي

سيتم في هذا العنصر اختبار تأثير الجهاز المصرفي على مختلف محددات القطاع الحقيقي، والجدول 4-6 يلخص النتائج:

جدول 4—6

نتائج التقدير الساكن لنماذج محددات النمو ومتغيرات القطاع المصرفي

المتغيرات التفسيرية	النموذج (1) GDPCG	النموذج (2) GCFCG	النموذج (3) TFP
DCFS	-0.060746 (0.0000)	0.070249 (0.0000)	-0.036923 (0.0011)
DCPS	-0.049945 (0.0154)	0.012818 (0.2282)	-0.038636 (0.0463)
M2G	-0.025087 (0.0307)	0.105198 (0.0000)	-0.025998 (0.0594)
GCR	-0.058844 (0.2302)	-0.613649 (0.0000)	-0.045729 (0.4238)
INF	0.020308 (0.1480)	-0.128796 (0.0000)	0.052950 (0.0104)
SEP	-0.057335 (0.0007)	-0.014782 (0.2059)	-0.022909 (0.2238)
TRADE	0.033694 (0.0000)	0.014969 (0.0224)	-0.020937 (0.0191)
C	12.43352 (0.0000)	27.46558 (0.0000)	10.59178 (0.0000)
اختبار هوسمن H Test	FE	FE	FE
Adjusted R-squared	0.719714	0.920928	0.653623
F-statistic	25.77163 (0.0000)	113.3567 (0.0000)	19.20429 (0.0000)
Durbin-Watson stat	1.915804	1.812311	1.978903
الآثار الفردية			
ARE	-8.219577	-5.936021	-1.959337
BHR	-5.099611	-0.562008	-2.378982
EGY	3.258750	-7.906110	-1.069114
JOR	3.336702	1.385694	3.241096
KWT	0.257914	-5.458012	3.010740
LBN	8.967959	-8.160391	4.850133
MAR	3.550455	4.602374	-0.148277
OMN	-4.126623	5.230023	-3.074135
QAT	-1.673523	9.117553	-0.289290
SAU	-2.669087	7.466894	-2.845832
TUN	2.416641	0.220005	0.662997

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يمكن تفسير النتائج الواردة في الجدول 4-6 كما يلي:

بالنسبة لمعنوية المعلمات: الملاحظ أنها كانت معنوية في أغلب المتغيرات المفسرة لتطور نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، وتطور الاستثمار. فمتغيرات القطاع المصرفي ذات مدلول إحصائي باستثناء الائتمان الممنوح للقطاع الخاص.

والملاحظ أيضًا من الجدول 4-6 أن تأثير الكتلة النقدية بمفهومها الواسع لم يكن ذو دلالة إحصائية على الإنتاجية، عكس المتغيرين الآخرين للقطاع المصرفي (DCFS و DCPS).

وبالنسبة لمتغيرات التحكم في النموذج تباينت معنويتها بحسب النموذج المختار، ويبرز الأثر السلبي للإنفاق الحكومي في النماذج الثلاث، رغم معنويته في نموذج الاستثمار فقط. وهو ما ينطبق على التعليم إلا أنه لم يكن ذو دلالة سوى في نموذج حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

بالنسبة للمقدرة التفسيرية للنموذج: يُبرز الجدول 4-6 المقدرة التفسيرية العالية للمتغيرات التي تتضمنها النماذج الثلاث، إذ تتراوح بين حوالي 65% و92%. وبالتركيز على تأثير القطاع المصرفي على النمو، نجد أن تطور متغيراته يؤثر سلبيًا على نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وعلى الإنتاجية (على سبيل المثال يقابل تطور الائتمان الممنوح من القطاع المالي بوحدة واحدة انخفاض نصيب الفرد من الناتج بـ 6.7%). بينما يظهر الأثر الإيجابي للقطاع المصرفي على الاستثمار (على سبيل المثال، يقود ارتفاع الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي بوحدة واحدة إلى ارتفاع معدل تكوين رأس المال الثابت بـ 7%). وتشير إحصائية فيشر وإحصائية دربن-واتسون إلى قبول انحدار النماذج الثلاث معنويًا، وإلى خلوها من مشكل الارتباط الذاتي ($1.686 < D_c < 1.841$).

وبالنسبة لتأثير القاطع لكل دولة بشكل منفرد، كان تأثير الحد الثابت موجبًا في دوليتين في النماذج الثلاث وهما: الأردن وتونس. بينما كان تأثير القاطع سالبًا في النماذج الثلاث في الإمارات والبحرين، في حين تباين هذا التأثير في باقي الدول.

3. النتائج الخاصة بمؤشر التطور المالي الشامل

بعد تقدير النماذج الساكنة لمتغيرات القطاع المالي بشكل منفصل (البورصة والقطاع المصرفي)، سيتم في هذا العنصر دمج المتغيرات المالية من خلال مؤشر

التطور المالي الذي يضم التأثيرات الكمية والنوعية في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا المعنية بهذه الدراسة.

جدول 4—7

نتائج التقدير الساكن لنماذج محددات النمو ومؤشر التطور المالي

المتغيرات التفسيرية	النموذج (1) GDPCG	النموذج (2) GCFCG	النموذج (3) TFP
FD	-1.472022 (0.0000)	1.020159 (0.0143)	0.121455 (0.7098)
GCR	-0.346972 (0.0000)	-0.394463 (0.0133)	0.032940 (0.6501)
INF	0.041304 (0.0000)	-0.122722 (0.0013)	0.094007 (0.0000)
SEP	-0.074597 (0.0000)	-0.042744 (0.3695)	-0.044962 (0.0007)
TRADE	0.037697 (0.0000)	0.011653 (0.6612)	-0.038320 (0.0000)
C	14.69683 (0.0000)	31.63340 (0.0000)	7.496302 (0.0000)
H Test اختبار هوسمن	FE	RE	FE
Adjusted R-squared	0.928572	0.183755	0.408877
F-statistic	143.1347 (0.0000)	8.384018 (0.0000)	8.562541 (0.0000)
Durbin-Watson stat	1.888695	0.658462	2.016678
الآثار الفردية			
ARE	-9.523788	-4.841381	-0.077226
BHR	-4.148335	-2.073151	-0.804867
EGY	0.451895	-5.034621	-1.536529
JOR	2.463054	1.878527	1.641975
KWT	1.013369	-5.845602	2.556795
LBN	1.637924	-0.516358	0.468001
MAR	3.315870	4.671704	-0.837520
OMN	-1.458537	2.046444	-1.699595
QAT	-0.318190	8.424510	0.523414
SAU	4.098076	1.260136	-1.094262
TUN	2.468662	0.029792	0.859813

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

إن المتأمل في الجدول 4–7 يمكنه استخلاص ما يلي:

بالنسبة لمعنوية المعلمات: جميع معلمات النموذج الأول ذات دلالة معنوية. أما النموذج الثاني فقد كانت نتائج المتغيرين التعليم والانفتاح التجاري غير معنويتين، وهو الأمر ذاته في النموذج الثالث بالنسبة لمؤشري التطور المالي والانفاق الحكومي.

بالنسبة للمقدرة التفسيرية للنموذج: يشير معامل التحديد المعدل إلى نسبة مرتفعة في النموذج الأول (حوالي 93%)، أي أن المتغيرات التي تدخل في هذا النموذج تفسر أغلب تطورات نصيب الفرد من الناتج المحلي. وبالتركيز على مؤشر التطور المالي، فإن

علاقته بحصة الفرد من الناتج المحلي كانت عكسية، ما يفسر بهشاشة القطاع المالي في البلدان المعنية بالدراسة.

وتنخفض قيمتي معامل التحديد المعدل بالنسبة للنموذجين الثاني والثالث (18% و40% على التوالي). ويظهر التأثير الإيجابي لمؤشر التطور المالي على الاستثمار بشكل كبير، فارتفاع قيمة هذا المؤشر بنقطة واحدة يؤدي إلى ارتفاع نمو معدل تكوين رأس المال الثابت بـ 102%. ورغم العلاقة الإيجابية للتطور المالي في نموذج الإنتاجية إلا أنها لم تكن ذات دلالة معنوية.

والملاحظ وجود ارتباط ذاتي موجب بالنسبة للنموذج الثاني (إحصائية داربن المحسوبة D_c < القيمة الجدولية الدنيا: 065<1.70)[1]. فيما خلا النموذجين الآخرين من مشكل الارتباط الذاتي.

رابعًا، تقدير النماذج الديناميكية

تتميز العلاقات الاقتصادية بديناميكيتها المستمرة، لذلك يصبح الاعتماد على النماذج الحركية أمرًا حتميًا لإعطاء دلالة أكبر لمختلف التطورات الاقتصادية. وفيما يلي إعادة تقدير النتائج الساكنة السابقة وفق طريقتي المربعات الصغرى المعدلة بالكامل FMOLS، ونموذج العزوم المعممة GMM.

1. التقدير عن طريق المربعات الصغرى المعدلة بالكامل

تعتمد هذه الطريقة على نتائج الاستقرارية والتكامل المشترك، وبعد الأخذ في الحسبان التكامل من الدرجة الأولى I(1)، جاءت النتائج التي تكون متغيرات البورصة مفسرة للنمو الاقتصادي مثلما هي في الجدول 4-8.

[1] بما أن عدد المتغيرات أصبح 5 عوضًا عن 7، فإن القيمة الجدولية الدنيا لإحصائية داربن هي: 1.7، والقيمة الجدولية القصوى هي 1.82 عند درجة معنوية 5%.

جدول 4—8

نتائج التقدير الديناميكي FMLOS لنماذج محددات النمو ومتغيرات البورصة

المتغيرات التفسيرية	النموذج (1) GDPCG	النموذج (2) GCFCG	النموذج (3) TFP
MCLCG	0.009569 (0.1041)	0.023852 (0.0083)	0.003630 (0.5079)
STG	0.039402 (0.0000)	-0.005649 (0.6173)	0.006973 (0.3157)
TURN	-0.057396 (0.0000)	0.013200 (0.2783)	0.010514 (0.1602)
GCR	-0.207175 (0.0014)	-0.691011 (0.0000)	0.020199 (0.7340)
INF	0.066787 (0.0001)	-0.153183 (0.0000)	0.104437 (0.0000)
SEP	-0.091449 (0.0000)	-0.052701 (0.1132)	-0.047072 (0.0219)
TRADE	-0.007414 (0.4633)	0.027914 (0.0712)	-0.044976 (0.0000)
Adjusted R-squared	0.282263	0.592265	0.145869

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يمكن تفسير النتائج الواردة في الجدول 4–8 كما يلي:

بالنسبة لمعنوية المعلمات: تعتبر جميع المتغيرات ذات دلالة إحصائية باستثناء رسملة البورصة ودرجة الانفتاح التجاري في النموذج الأول. وتقل هذه المعنوية في النموذجين الثاني والثالث، من خلال بروزها في القيمة السوقية للأسهم، الإنفاق الحكومي والتضخم عند تقدير الاستثمار؛ والتعليم، التجارة والتضخم عند تقدير الإنتاجية.

بالنسبة للمقدرة التفسيرية: يشير الجدول 4–8 إلى أن أعلى نسبة مئوية للقدرة التفسيرية كانت موجودة في النموذج الثاني أين فسرت متغيرات الدراسة حوالي 60% من سلوك الاستثمار على المدى الطويل. فارتفاع معدل رسملة البورصة بوحدة واحدة يسهم في تحسن معدل تكوين رأس المال الثابت بـ 2.3%.

وبالنسبة للنموذج الأول، تفسر المتغيرات المستقلة 28.22% من التغيرات الحاصلة في حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي، وتؤدي زيادة التداول في البورصة إلى ارتفاع تلك الحصة بحوالي 4%، بينما تنخفض إلى حوالي 6% مع ارتفاع التقلبات في السوق المالي.

وتنخفض المقدرة التفسيرية لهذا النوع من النماذج الديناميكية عند تقدير الإنتاجية، إذ سجلت هذه النسبة 14.58%، مع تسجيل العلاقة الطردية بين متغيرات البورصة والإنتاجية إلا أنها لم تكن معنوية.

أما النتائج التي تكون متغيرات القطاع المصرفي طرفًا فيها فيوضحها الجدول 4-9:

جدول 4—9

نتائج التقدير الديناميكي FMLOS لنماذج محددات النمو ومتغيرات القطاع المصرفي

المتغيرات التفسيرية	النموذج (1) GDPCG	النموذج (2) GCFCG	النموذج (3) TFP
DCFS	-0.064429 (0.0000)	0.092013 (0.0000)	-0.039015 (0.0063)
DCPS	-0.051429 (0.0447)	0.000701 (0.9774)	-0.039233 (0.1052)
M2G	-0.044077 (0.0441)	0.113258 (0.0000)	-0.012811 (0.5342)
GCR	-0.168184 (0.0350)	-0.781324 (0.0000)	-0.027528 (0.7136)
INF	0.026920 (0.1664)	-0.109654 (0.0000)	0.078388 (0.0000)
SEP	-0.076927 (0.0025)	-0.028378 (0.2452)	-0.028681 (0.2276)
TRADE	0.026439 (0.0219)	0.003109 (0.7800)	-0.009022 (0.4055)
Adjusted R-squared	0.292817	0.632505	0.168643

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يمكن تفسير النتائج الواردة في الجدول 4-9 كما يلي:

بالنسبة لمعنوية المعلمات: كانت جميع المتغيرات ذات دلالة إحصائية باستثناء معدل التضخم في النموذج الأول. وجاءت المعلمات في النموذج الثاني بدرجة معنوية عالية باستثناء معدل التعليم ودرجة الانفتاح التجاري. ولم تظهر الدلالة الإحصائية الجيدة في النموذج الثالث سوى في متغيري الائتمان المحلي الممنوح من القطاع المصرفي ومعدل التضخم.

بالنسبة للمقدرة التفسيرية: يشير الجدول 4-9 إلى أن حوالي 63% من التغيرات التي تطرأ على تغير معدل الاستثمار سببها المتغيرات المفسرة. إذ تظهر العلاقة الطردية بين متغيرات القطاع المصرفي والاستثمار، فارتفاع الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي للاقتصاد بوحدة واحدة يساعد في نمو معدل تكوين رأس المال الثابت بـ

9.2%. غير أن العلاقة بين المتغيرات المساعدة والاستثمار في هذا النموذج كانت علاقة عكسية باستثناء الانفتاح على التجارة الخارجية.

ويلاحظ من الجدول 4-9 انخفاض المقدرة التفسيرية إلى حدود 29% و16% بالنسبة للنموذج الأول والثاني على التوالي. مع ملاحظة أنه في المدى الطويل، تكون العلاقة بين متغيرات القطاع المصرفي وحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي أو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج هي علاقة عكسية.

جدول 4—10

نتائج التقدير الديناميكي FMLOS لنماذج محددات النمو ومؤشر التطور المالي

المتغيرات التفسيرية	النموذج (1) GDPCG	النموذج (2) GCFCG	النموذج (3) TFP
FD	-1.900252 (0.0004)	1.528227 (0.0009)	0.123315 (0.7830)
GCR	-0.636173 (0.0001)	-0.406384 (0.0023)	-0.051585 (0.6912)
INF	0.056411 (0.0537)	-0.125683 (0.0000)	0.122953 (0.0000)
SEP	-0.077255 (0.0451)	-0.048604 (0.1404)	-0.045076 (0.1677)
TRADE	0.041680 (0.0546)	-0.003850 (0.8350)	-0.039408 (0.0330)
Adjusted R-squared	0.397096	0.590720	0.210191

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يسمح الجدول 4-10 باستخلاص النتائج التالية:

بالنسبة لمعنوية المعلمات: تظهر الدلالة الإحصائية العالية في النموذجين الأول والثاني في جميع المتغيرات المفسرة، باستثناء التضخم في نموذج نصيب الفرد من الناتج، والتعليم في نموذج الاستثمار. وبالنسبة للنموذج الثالث، فقد غابت هذه الدلالة إلا في متغيري التضخم والتجارة.

بالنسبة للمقدرة التفسيرية: يبدو من الجدول 4-10 أن مؤشر التطور المالي له تأثير سلبي في المدى الطويل في بلدان المنطقة على نصيب الفرد من الناتج المحلي الحقيقي. ويظهر الأثر الإيجابي على الاستثمار والإنتاجية – رغم عدم المعنوية الإحصائية في هذا الأخير– وتتوافق هذه النتائج وما توصلت إليه بعض الدراسات

التجريبية في المنطقة.[1] ويفسر التطور المالي – بالإضافة إلى المتغيرات المساعدة – حوالي 40% من تغيرات النموذج الأول، وحوالي 60% من تطور الاستثمار، و21% من الإنتاجية.

ما يمكن استخلاصه من نماذج التقدير عن طريق المربعات الصغرى المعدلة بالكامل، التي تأخذ بعين الاعتبار العلاقة المتبادلة بين مختلف المتغيرات في المدى الطويل، هو العلاقة الطردية بين متغيرات البورصة – باستثناء معدل الدوران– ومختلف متغيرات القطاع الحقيقي. وبالمقابل، تظهر العلاقة العكسية بين متغيرات القطاع المصرفي وحصة الفرد من الناتج المحلي أو الاستثمار أو الإنتاجية في أغلب النماذج.

وبالنسبة للمؤشر الشامل للتطور المالي في المنطقة (الذي يشمل المتغيرات الكمية والنوعية)، فظهر أثره الإيجابي بشكل واضح على معدل تكوين رأس المال الثابت، فيما غابت معنوية هذا التأثير في نموذج الإنتاجية، وجاء تأثير سالبًا على حصة الفرد من الناتج المحلي الخام.

2. التقدير بطريقة العزوم المعممة

ما يعاب على الطرق السابقة هو عدم اهتمامها بالأثر المُبطئ (التأثير المتأخر) المحتمل للمتغيرات التابعة، لذلك جاءت طريقة العزوم المعممة لملاحظة هذا الأثر. وجاءت نتائج التقدير الديناميكي وفق نظام مقدر العزوم المعممة لتؤكد جودة التقدير في جميع النماذج (الجداول 4-11، 4-12 و4-13). حيث تشير إحصائية اختبار Sargan-Hansen لملائمة أدوات النموذج، والقيمة الإحصائية لاختبار Arellano-Bond للارتباط التسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء إلى عدم رفض الفرضية الصفرية H_0 لهذه الاختبارات. وهذا يعني صلاحية المتغيرات المساعدة، وأن حد الخطأ الأصلي غير مرتبط تسلسليًا.

[1] انظر على سبيل المثال:

- Al-Zubi, et al., Op. cit.
- Ben Naceur, et al., Op. cit.

وفيما يلي نتائج التقدير بهذا الأسلوب في مختلف متغيرات القطاع الحقيقي:

جدول 4—11

التقدير عن طريق GMM لمعدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي

المتغيرات التفسيرية	النموذج (1) GDPCG		
GDPCG(-1)	0.312396 (0.0000)	0.306773 (0.0000)	0.298862 (0.0000)
MCLCG	0.014325 (0.0001)		
STG	0.013970 (0.0220)		
TURN	-0.054326 (0.0000)		
DCFS		-0.003898 (0.8854)	
DCPS		-0.175988 (0.0000)	
M2G		-0.148511 (0.0000)	
FD			-1.640422 (0.0000)
GCR	-0.109815 (0.0379)	-0.292049 (0.0018)	-0.313855 (0.0000)
INF	0.108185 (0.0000)	0.027057 (0.1525)	0.080783 (0.0000)
SEP	-0.122516 (0.0000)	-0.154812 (0.0000)	-0.075839 (0.0000)
TRADE	0.109815 (0.0102)	0.075990 (0.0000)	0.056400 (0.0000)
عدد المشاهدات Panel Observations	143	143	143
Sargan-Hansen (p-value)	75.52148	66.71082	73.12479
AR(2) Arellano-Bond (p-value)	0.526340	0.792423	0.664989

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يبرز الجدول 4–11 تحسن المعنوية الإحصائية لجميع المعلمات عند اعتماد نظام مقدر العزوم المعممة في تقدير نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي. فقد كانت الإحصائية t أقل من 5% (باستثناء معدل التضخم والائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص.

ويتأثر نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وفق نتائج الجدول 4-11 بالفترة السابقة بشكل مباشر، من خلال معنوية معامل الانحدار وبالتالي ملائمة التقدير الديناميكي.

وتباين تأثير متغيرات البورصة على نمو نصيب الفرد من الناتج، فقد كان الأثر موجبًا ومعنويًا لنمو القيمة السوقية للأسهم كحصة من الناتج الوطني وحجم التداول، إذ يؤدي ارتفاعهما بوحدة واحدة إلى تحسن نمو الناتج الفردي بـ 1.43% و1.39% على التوالي. فيما يؤثر مؤشر معدل الدوران سلبًا ومعنويًا، ولعل عدم مواكبة أنظمة التداول في المنطقة للتطورات التكنولوجيا الكبيرة في هذا المجال من أسباب هذه النتيجة.

والملاحظ بالنسبة للجهاز المصرفي، هو العلاقة السالبة لجميع المتغيرات على إجمالي الناتج الإجمالي الفردي. كما أن الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي للاقتصاد لم يكن أثره ذو دلالة إحصائية.

ولا يختلف الأمر كثيرًا عند اعتماد المؤشر الشامل للتطور المالي كمحدد لنمو نصيب الفرد من الناتج المحلي، فقد أشارت النتائج إلى العلاقة السالبة والمعنوية بينهما عند إدخال المعايير النوعية في تحديد التطور المالي، مما يشير إلى ضعف بيئة الأعمال والإطار المؤسسي للكثير من دول المنطقة.

ولدى تقدير تأثير القطاع المالي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت، جاءت النتائج على النحو التالي:

جدول 4—12

التقدير عن طريق GMM لإجمالي تكوين رأس المال الثابت

المتغيرات التفسيرية	النموذج (2) GCFCG		
GCFCG(-1)	0.601355 (0.0000)	0.553562 (0.0000)	0.584411 (0.0000)
MCLCG	0.031079 (0.0000)		
STG	-0.026406 (0.0000)		
TURN	0.026933 (0.0000)		
DCFS		0.052077 (0.0000)	
DCPS		-0.017573 (0.1480)	
M2G		0.094397 (0.0000)	
FD			0.414337 (0.0000)
GCR	-0.178251 (0.0000)	-0.299988 (0.0001)	0.002496 (0.0023)
INF	-0.124912 (0.0000)	-0.141419 (0.0000)	-0.116654 (0.9588)
SEP	-0.093852 (0.0000)	-0.048896 (0.0309)	-0.115903 (0.0000)
TRADE	0.064609 (0.0000)	0.083487 (0.0000)	0.091809 (0.0000)
عدد المشاهدات Panel Observations	143	143	143
Sargan-Hansen (p-value)	86.45354	74.34327	72.92552
AR(2) Arellano-Bond (p-value)	0.215964	0.564618	0.671051

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

يُظهر الجدول 4–12 المعنوية الإحصائية الجيدة لجميع معاملات الانحدار، عند اعتماد نظام مقدر العزوم المعممة في تقدير الاستثمار. فقد كانت الإحصائية t أقل من 5% باستثناء معدل التضخم في النموذج الذي يكون فيه مؤشر التطور المالي محددًا للاستثمار. ونظرًا لمعنوية معامل انحدار إجمالي تكوين رأس المال الثابت للسنة السابقة، فإن ذلك يعتبر مبررًا كافيًا لاعتماد التقدير الديناميكي.

وبالتحليل الفردي للمتغيرات وتأثيرها على الاستثمار، نجد أن القيمة السوقية للأسهم ومعدل الدوران كان تأثيرهما إيجابيًا ومعنويًا على تكوين رأس المال الثابت، فارتفاع القيمة

السوقة للأسهم وزيادة معدل الدوران يساعدان على تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمارات.

فيما يظهر تأثير القطاع المصرفي الإيجابي على الاستثمار في المنطقة، فارتفاع مساهمة البنوك في تمويل الاقتصاد بوحدة واحدة يقود إلى زيادة إجمالي تكوين رأس المال الثابت بـ 5.2%. ورغم أن الجدول 4-12 يشير إلى العلاقة السالبة بين الائتمان الممنوح للقطاع الخاص والاستثمار إلا أن ذلك لم يكن بمعنوية إحصائية. ويبرز التأثير الإيجابي والمعنوي لمؤشر التطور المالي الشامل في هذا التقدير، فارتفاعه بنقطة واحدة يؤدي إلى تحسن الاستثمار بـ 41.43%.

جدول 4—13

التقدير عن طريق GMM لمجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

المتغيرات التفسيرية	النموذج (2) TFP		
TFP(-1)	0.068138 (0.0238)	0.064215 (0.0362)	0.089537 (0.0002)
MCLCG	0.007205 (0.2639)		
STG	0.002438 (0.7693)		
TURN	- 0.004157 (0.6687)		
DCFS		-0.008911 (0.6850)	
DCPS		-0.133580 (0.0000)	
M2G		-0.069745 (0.0000)	
FD			-0.540358 (0.0008)
GCR	0.010016 (0.9292)	-0.153082 (0.0303)	0.080562 (0.3720)
INF	0.166696 (0.0000)	0.112483 (0.0000)	0.160194 (0.0000)
SEP	- 0.042359 (0.2159)	-0.010384 (0.7647)	-0.029854 (0.2333)
TRADE	-0.070248 (0.0000)	-0.010472 (0.3800)	-0.049933 (0.0000)
عدد المشاهدات **Panel Observations**	143	143	143
Sargan-Hansen (p-value)	80.68627	81.23983	83.26633
AR(2) Arellano-Bond (p-value)	0.364679	0.348604	0.349629

– القيم بين قوسين تمثل القيم الاحتمالية عند معنوية 5 %

المصدر: اعتمادًا على مخرجات برمجية EViews 9.0

وعكس التقديرين السابقين، جاء تقدير مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج بمعنوية إحصائية أقل. فعلى الرغم من تأثر الإنتاجية بالفترة السابقة وبالتالي ملائمة النموذج الديناميكي، غير أن معنوية معاملات الانحدار لم تظهر في المتغيرات الخاصة بالبورصة.

وتشير تقديرات الجدول 4-13 إلى أن تأثير القطاع المالي على الإنتاجية كان سالبًا بدلالة إحصائية، خاصة الائتمان المحلي للقطاع الخاص، المعروض النقدي والمؤشر الشامل للتطور المالي.

إن النتائج السابقة تؤكد أن القطاع المالي لا يساهم في تحسين الإنتاجية ببلدان المنطقة، وهو ما قد يفسر بعدم تمويل التقدم التقني (أحد أهم عوامل الإنتاج بالإضافة إلى العمل ورأس المال) من الجهاز المصرفي أو البورصة.

خامسًا. تحليل النتائج

يمر القياس الاقتصادي في فهمه وتفسيره للعلاقات الاقتصادية باتباع مجموعة من المراحل تنطلق من تعيين النموذج ومتغيراته، ثم تقدير المعلمات وتقديرها، وصولاً إلى التحقق الاقتصادي من النتائج المتوصل إليها.[1]

لقد خلصت هذه الدراسة القياسية إلى إبراز العلاقة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي، سواء في إطارها الساكن أو الديناميكي. وفيما يلي تلخيص وتحليل للنتائج:

1. تحليل نتائج المتغيرات المساعدة

اعتمدت نماذج الدراسة (27 نموذجًا) على متغيرات للتحكم تساعد في التقدير هي: الانفاق الحكومي، نسبة التعليم، معدل التضخم ودرجة الانفتاح التجاري. ولدى متابعة النتائج ومقارنتها بالدراسات التجريبية السابقة تم التوصل إلى ما يلي:

بالنسبة **للانفاق الحكومي** "GCR"، كانت علاقته بنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي مهما كانت طريقة التقدير (ساكنة أو ديناميكية) سالبة، مع تسجيل عدم معنوية تلك العلاقة عند استخدام متغيرات البورصة أو متغيرات القطاع المصرفي.

[1] عطية، المرجع السابق، ص.ص . 41-45.

وقد كانت العلاقة بين الانفاق الحكومي والاستثمار ذات دلالة معنوية في جميع التقديرات، وبرزت إيجابية تلك العلاقة عند استخدام مؤشر التطور المالي في التحليل الساكن، وطريقة العزوم المعممة، بينما كانت تلك العلاقة سالبة في باقي التقديرات. وعلى الرغم من كون الزيادة في الانفاق الحكومي لها تأثيرات على ارتفاع معدل دخل الأفراد، غير هذه الزيادة عادةً ما تكون تضخمية لأنها لا تعكس زيادة حقيقية في إجمالي الناتج المحلي.

وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه الدراسات التجريبية التي أشارت إلى العلاقة القوية ذات الاتجاه العكسي بين النمو والانفاق.[1] بينما لم يكن الأثر واضحًا للإنفاق الحكومي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج.

بالنسبة للانفتاح على المبادلات التجارية "**Trade**"، أظهرت هذه الدراسة وجود علاقة موجبة مع نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي أو الاستثمار، بينما كانت سالبة مع الإنتاجية. وتظهر الدلالة المعنوية لتلك العلاقة عند استخدام النماذج الحركية (GMM-sys). أي أن الانفتاح التجاري يقود في المدى الطويل إلى الرفع من مستويات الاستثمار وحصة الفرد من الناتج، بينما يكبح من الإنتاجية بسبب عدم قدرة عمال عينة الدراسة على مواكبة التنافسية. وقد أشارت عدة دراسات إلى وجود ارتباط قوي وموجب بين مختلف مقاييس درجة الانفتاح التجاري والنمو الاقتصادي.[2]

بالنسبة لمعدل التضخم "**Inf**"، توصلت هذه الدراسة إلى التأثير الموجب للتضخم على نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، وعلى الإنتاجية. بينما كانت تلك العلاقة سالبة مع الاستثمار. ويمكن تفسير النتائج الخاصة بمتغيرات سوق الأوراق المالية إلى

---

[1] انظر على سبيل المثال:

- Robert Barro, "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth." *Journal of Political Economy*, (1990), pp. 103-125.
- Robert Barro, and Xavier Sala-i-Martin, "Public Finance in Models of Economic Growth," *Review of Economic Studies*, Vol 59, 4, (1992), pp. 645-661.
- Levine and Renelt, Op. Cit.

[2] انظر، على سبيل المثال:

- Harrison, Op. cit.,
- Halit Yanikkaya, "Trade openness and economic growth: a cross-country empirical investigation," ***Journal of Development Economics,*** Vol 72, (2003), pp. 57– 89

إقبال أصحاب الأموال على المضاربة في الأسهم نتيجة انخفاض الثقة في العملة، وبالتالي توقع ارتفاع عوائد الأسهم التي تمثل انعكاسًا لارتفاع أسعار منتجات الشركات المدرجة في البورصة.

وبالنظر إلى متوسط معدل التضخم في بلدان المنطقة خلال فترة الدراسة الذي لم يتجاوز 6%، فإن هذه النتائج تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة Barro [1] و Bruno and Easterly[2] التي خلصت إلى أن التضخم يرتبط معنويًا بشكل عكسي مع النمو الاقتصادي لدى الدول التي يتراوح معدل التضخم فيها بين 15% و40%. كما أشارت الدراسة التي قام بها De gregorio [3] إلى التأثير السلبي للتضخم على الاستثمار وكفاءته حيث ربط معدل التضخم بعدم كفاءة النظام الجبائي.

وجاءت النتائج الخاصة **بالتعليم** مخالفة للتوقعات النظرية والتجريبية التي تشير إلى التأثير الإيجابي لهذا المتغير على النمو الاقتصادي.[4] فالتعليم مقاسًا بنسبة الالتحاق بالطور الابتدائي، جاء أثره سلبيًا في هذه الدراسة على مختلف مقاييس القطاع الحقيقي، مع ملاحظة أن هذه النتائج لم تكن معنوية على المدى الطويل (النماذج المقدرة بطريقة FMOLS وGMM) عند تقدير حصة الفرد من الناتج الإجمالي. ويمكن تبرير هذه النتائج بنوعية التعليم وعدم وجود تكامل بين الكفاءات ونوعية المؤسسات الاقتصادية في أغلب بلدان المنطقة،[5] فضلاً عن ضعف الإنفاق على التعليم بالمقارنة مع القطاعات الأخرى.

2. تحليل نتائج المتغيرات المالية

سيتم في هذا العنصر تحليل النتائج التي تشير إلى العلاقة بين مختلف المتغيرات المالية ومتغيرات القطاع الحقيقي كما هي واردة في الجدول 4-14.

[1] Robert Barro, "Inflation and Economic Growth." *NBER Working Paper Series*, WPS 5362, (October 1995), pp. 1-36.
[2] Michael Bruno and William Easterly, "Inflation crises and long-run growth," ***Journal of Monetary Economics,*** Vol 41, (1998), pp. 3- 26
[3] Jose De Gregorio, "Inflation, taxation, and long-run growth," ***Journal of Monetary Economics***, Vol 31, (1993), pp. 271-298.
[4] Philippe Aghion, et al, "The Causal Impact of Education on Economic Growth," Brookings Papers On Economic Activity, Conference Draft, (March, 2009), p. 34
[5] Eric A. Hanushek Ludger Wößmann, "The Role of Education Quality in Economic Growth," World Bank Policy Research Working Paper 4122, (February 2007)

جدول 4—14
حوصلة لنتائج التقدير

متغيرات النمو / متغيرات البورصة	معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي GDPCG			معدل نمو إجمالي تكوين رأس المال الثابت GFCFG			مجمل إنتاجية عناصر الإنتاج TFP		
طريقة التقدير	FE/RE	FMOLS	GMM	FE/RE	FMOLS	GMM	FE/RE	FMOLS	GMM
MCLCG	(+ :*)	(+ :?)	(+ :*)	(+ :*)	(+ :*)	(+ :*)	(+ :?)	(+ :?)	(+ :?)
STG	(+ :*)	(+ :*)	(+ :?)	(- :?)	(- :?)	(- :*)	(+ :?)	(+ :?)	(+ :?)
TURN	(- :*)	(- :*)	(- :*)	(- :?)	(- :?)	(+ :*)	(- :?)	(+ :?)	(- :?)
DCFS	(- :*)	(- :*)	(- :?)	(+ :*)	(+ :*)	(+ :*)	(- :*)	(- :*)	(- :?)
DCPS	(- :*)	(- :*)	(- :*)	(+ :?)	(+ :?)	(- :?)	(- :*)	(- :?)	(- :*)
M2G	(- :*)	(- :*)	(- :*)	(+ :*)	(+ :*)	(+ :*)	(- :?)	(- :?)	(- :*)
FD	(- :*)	(- :*)	(- :*)	(+ :?)	(+ :*)	(+ :*)	(+ :?)	(+ :?)	(- :*)

- "+" تعني أن إشارة المعامل موجبة، "-" تعني أن إشارة المعامل سالبة، "*" تعني أن المعامل ذو معنوية إحصائية، "?" تعني أن المعامل ليس له معنوية إحصائية.

المصدر: تقديرات الجداول، من 4-5 إلى 4-13

بالنسبة لمتغيرات البورصة، تؤثر رسملة البورصة ومعدل التداول إيجابيًا على معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي، سواء على المدى القصير أو المدى الطويل في بلدان المنطقة، بينما يؤثر معدل الدوران سلبيًا وبمعنوية. ويدل ذلك على أن البلدان المعنية قامت بدعم أسواقها المالية، من خلال استقطاب الشركات عبر التسهيلات الممنوحة في عمليات الإدراج، وتيسير إجراءات التداول. وأدى ذلك إلى تحولات في الهيكل المالي، خاصة في البلدان الخليجية. غير أنه في المقابل، تؤثر التقلبات في أسعار الأسهم المدرجة على اقبال المستثمرين وبالتالي انخفاض حصة محفظة المستثمرين المالية من أوراق الملكية.

وبالنسبة لدور البورصات في تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة، يشير الجدول 4-14 إلى إيجابية العلاقة ومعنويتها بالنسبة للقيمة السوقية فقط، بينما لم يظهر ذلك الأثر بالنسبة للمتغيرين الآخرين (معدل التداول ومعدل الدوران) سوى في المدى الطويل. ويمكن تفسير هذا الأثر السلبي على الاستثمار بسبب ضيق الأسواق المالية ومحدودية التعامل فيها، لاعتماد غالبية المتعاملين الاقتصاديين على المساهمات

الشخصية أو طرق التمويل التقليدية. والبارز في الجدول 4-14، هو عدم معنوية العلاقة بين متغيرات البورصة والإنتاجية، سواء على المدى القصير أو المدى الطويل.

ولضمان نمو وحيوية الأسواق المالية لدول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حرصت هذه الدول على تطبيق السياسات التي تنظم أسواقها بشكل فعال، دون أن يؤثر ذلك على نمو تلك الأسواق من خلال فرض قواعد الشفافية والإفصاح. وهذا ما يمنح ضمانة أكبر للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية، وبالتالي توسع التعامل فيها تماشيًا مع التيار الذي يدعم اللاوساطة المالية.

بالنسبة لمتغيرات القطاع المصرفي، جاءت نتائج هذه الدراسة لتشير إلى العلاقة العكسية بين مقاييس تطور الجهاز المصرفي ومعدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي والإنتاجية. ويمكن تفسير هذه النتائج بعدم قدرة الجهاز المصرفي على أداء الوظائف المنوطة به في بلدان المنطقة. ويبدو أن تراجع دور المصارف لمصلحة أسواق الأوراق المالية بأنواعها، والتحول من الاعتماد على المصارف في تقديم القروض الى أنواع متنوعة من المؤسسات والمبتكرات التي وفرتها الصناعة المالية، كلها عوامل أسهمت في هذه النتائج.

وتُظهر الدراسة إيجابية ومعنوية العلاقة بين الائتمان الممنوح من القطاع المصرفي ومعدل تكوين رأس المال الثابت، وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة Benhabib and

Spiegel، التي توصلت إلى أهمية متغيرات القطاع المصرفي في دعم الاستثمار.[1] كما يمكن تفسير العلاقة الموجبة بين أغلب متغيرات القطاع المصرفي والاستثمار في هذه الدراسة بغياب المؤسسات والصناديق الاستثمارية المتخصصة، مما يجعل من البنوك أبرز المساهمين في تكوين رأس المال الثابت.

ويبقى حجم الإقراض للقطاع الخاص الاستثناء في بلدان الدراسة حيث كان أثره إما سلبيًا أو غير معنوي في مجمل متغيرات القطاع الحقيقي، وهو ما يمكن أن يبرر بنسب الائتمان المنخفض المقدم للقطاع الخاص وذلك ليس بسبب عدم كفاية الأموال في المصارف، بل لتفضيلها إبقاء جزء مهم من الودائع في موجودات سائلة مثل: العملة والقروض فيما بين المصارف، وديون على البنك المركزي والحكومة.

بالنسبة لمؤشر التطور المالي، ضم هذا المؤشر متغيرات ترتبط بالبيئة المؤسساتية، بيئة الأعمال، الاستقرار المالي، خدمات القطاع المصرفي، السوق المالي، والنفاذ إلى التمويل. وقد جاءت النتائج لتبين العلاقة السلبية للتطور المالي ومعدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المالي في مختلف النماذج الساكنة أو الديناميكية. ويمكن تفسير اختلاف النتائج المتحصل عليها والدراسات النظرية والتجريبية الخاصة بالبلدان المتقدمة،[2] إلى مزج المتغيرات الكمية والنوعية في هذا المؤشر. ويمكن الإشارة في هذا الإطار، إلى عدم تهيئة البيئة المؤسسية وبيئة الأعمال بالشكل المناسب، رغم قيام بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا باتخاذ إجراءات تحفيزية للمستثمر المالي، مثل العناية بحقوق المساهمين، والاهتمام بالمحاسبة والتقارير المالية والتدقيق فيها من خلال الهيئات المديرة لأسواق رأس المال. كما أن اعتماد البلدان الخليجية على مداخيلها من

[1] Jess Benhabib and Mark M. Spiegel, "The Role of Financial Development in Growth and Investment," ***Journal of Economic Growth***, Vol. 5, No. 4 (Dec., 2000), pp. 341-360

[2] Levine, "Finacne and Growth : …", Op. Cit. pp. 85-87

المحروقات (سجلت أسعار النفط في فترة الدراسة مستويات قياسية حيث قاربت 148 دولار سنة 2008) قلل من الدور المباشر للنظام المالي في تمويل الاقتصاد، وهو ما انعكس سلبًا على نصيب الفرد من الناتج الذي يُفسر بالتطور المالي.

وجاء تأثير التطور المالي على الاستثمار إيجابيًا رغم عدم معنويته في التحليل الساكن. وذلك من خلال التكامل المشترك والعلاقة الطويلة الأمد بين التطور المالي ومعدل نمو إجمالي تكوين رأس المال الثابت. وعلى المستوى الكلي، ساهم النظام المالي في المنطقة في تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة.

وكباقي النماذج السابقة، جاء أثر التطور المالي على مجمل إنتاجية عوامل الانتاج غامضًا لعدم معنويته بشكل عام. ويمكن تفسير هذا الغموض بعدم المساهمة الفعالة لآليات النظام المالي في المنطقة في دعم مشاريع البحث والتطوير والتكنولوجية، التي تمثل أساس رقي الإنتاجية في مختلف القطاعات.

ومن الواضح في نهاية هذا المبحث، أن الدراسة القياسية أظهرت تأثير البورصات بمختلف متغيراتها على النمو الاقتصادي تأثيرًا إيجابيًا، مقابل ضعف تلك العلاقة بالنسبة للجهاز المصرفي. فشركات الأعمال أصبحت أقل اعتمادًا على المصارف في أغلب بلدان المنطقة مع التوجه العام لجعل أسواق رأس المال أكثر كفاءة وسعة، وهو ما يساهم في التخلص من أثر العسر الائتماني لتلك الشركات.

غير أنه بعد إضافة مقاييس أخرى للتطور المالي تُعنى بالجوانب النوعية فضلاً عن الكمية، تباينت النتائج بين العلاقة السلبية، الإيجابية والغامضة.

خاتمة الفصل الرابع

أصبح القياس الاقتصادي من الطرق الشائعة الاستخدام في دراسة مختلف الظواهر الاقتصادية، لما له من قدرة تفسيرية عالية خاصة تحديد مدى تطابق الدراسات النظري مع الدلائل التجريبية.

وتعتبر نماذج البانل أحد الأساليب المتبعة في التحليل القياسي، بحيث تمزج بين البعدين الزمني والمقطعي مما يساعد على تجاوز المشكال القياسية المختلفة، كالتعدد الخطي والارتباط الذاتي للأخطاء. كما تسمح الأساليب المطورة في نماذج البانل من زيادة القدرة التفسيرية للنماذج سواء الساكنة أو الديناميكية.

واستعملت في هذا الفصل متغيرات تقيس تطور القطاع المالي والقطاع الحقيقي، مع إدراج متغير التطور المالي الذي يشمل كلاً من المتغيرات الكمية والنوعية. وقد جاءت النتائج لتؤيد دور القطاع المالي في تحسين الاستثمار، وغياب الأثر الإيجابي على معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي والانتاجية في بلدان المنطقة.

الخاتمة

الخاتمة

حاولت هذه الدراسة إبراز الأهمية الكبيرة التي يحظى بها القطاع المالي لما له من دور في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك من خلال التأثير الذي تمارسه الأسواق المالية بفضل الوظائف التي تقوم بها. فالبورصات ومؤسسات الوساطة المالية المختلفة تعمل على توفير المعلومات والبيانات حول الاستثمارات وزيادة الموثوقية في أداء الشركات المُقترضة للأموال أو المُدرجة في البورصات بسبب إلزامها بالتقيد بقواعد الشفافية والإفصاح.

وخلصت هذه الدراسة إلى أهمية الإدارة الحسنة للشركات، عبر الإشراف والرقابة التي تمارسها البورصات والبنوك على مديري المشاريع وبالتالي تَتَبُع مسار التمويل الممنوح للشركات الممولة، وهو ما يسمح بضمان توجيه الموارد المالية للقطاعات الاقتصادية المنتجة ويشجع على تحقيق إنتاجية أفضل للاستثمارات. ويوفر النظام المالي، خاصة البورصات، أدوات وخدمات مالية مختلفة تساعد في تقسيم المخاطر وإدارتها، وتعبئة المدخرات من الوحدات ذات الفائض التمويلي إلى الوحدات ذات العجز، وهو ما يساعد في عملية التخصيص وتسهيل التعاملات المالية من خلال زيادة السيولة.

غير أن تحقيق التطور المالي يتطلب جملة من الشروط تتعلق بتهيئة البيئة المؤسسية عبر توفير التدابير الاحترازية وتشديد الدور الرقابي من خلال النظام المالي. كما تمثل بيئة الأعمال الملائمة أحد سبل تحقيق التنمية المالية قوامها تأهيل الرأس المال البشري، وتأمين البنى التحتية خاصة تلك المتعلقة بمجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. مع تحقيق معدلات ضرائب ملائمة وتكاليف للمشاريع مقبولة، وهو ما يسمح بتحفيز المستثمرين المحليين والأجانب على حد سواء. ويمثل تحقيق الاستقرار المالي أحد أهم تحديات النظام المالي ويتوفر ذلك عبر تطوير الأسواق المالية والبنوك للتأقلم مع مختلف الأزمات المحتملة، وتهيئتها للتقليل من تكاليف تلك الأزمات.

وقد حاولت هذه الدراسة تحليل العلاقة بين تطور النظام المالي من خلال الأسواق المالية والجهاز المصرفي ومدى تأثيرهما على النمو الاقتصادي، وتم ذلك بتحليل بيانات أحد عشر دولة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة بين 1998 و2012. وتظهر

أهمية هذه الدراسة تماشيًا مع التحولات الهيكلية التي شهدتها بلدان المنطقة من خلال تحرير مختلف أنشطتها الاقتصادية والخدمية، مع فتح المجال أكثر للقطاع الخاص والتقليص من هيمنة القطاع العام.

وفي هذا الإطار، أنشأت بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا أسواقها المالية، دون إهمال أهمية القطاع المصرفي في هذا المسار. وفضلاً عن ذلك، فقد أعطت أهمية أكبر للإطار المؤسسي والقانوني لتحقيق الغايات المنشودة وهي زيادة معدلات النمو الاقتصادي عير الاستخدام الأمثل لأجهزة وأدوات النظام المالي.

وجاءت الدراسة التجريبية لتظهر تباين النتائج بحسب المعيار الحقيقي المعتمد في التحليل. ولقد استخدم لهذا الغرض ستة متغيرات مالية هي: رسملة البورصة، قيمة التداول ومعدل الدوران بالنسبة للبورصة؛ والائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي والمعروض النقدي. أما لقياس النمو الاقتصادي فاستخدم معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج وإجمالي تكوين الرأس المال الثابت. كما تم بناء مؤشر مركب يأخذ بعين الاعتبار المعايير الكمية والنوعية وضم هذا المؤشر عشرون متغيرًا.

وتم الاستعانة بالتحليل القياسي من خلال نماذج البانل الساكنة، سواء نماذج الآثار العشوائية أو الثابتة واختيار الأنسب منها وفقًا لاختبارات تجانس المعلمات. أو النماذج الديناميكية لتحديد التفاعل بين متغيرات الدراسة على المدى الطويل بعد إجراء اختبارات الاستقرارية والتكامل المشترك، واستخدم لهذا الغرض التقدير عن طريق المربعات الصغرى المعدلة بالكامل FMOLS. كما تم إبطاء المتغير التابع وإدراجه كمتغير مفسر في إطار نموذج داخلي من خلال مقدر العزوم المعممة GMM.

ولدراسة الموضوع تم وضع أربع فرضيات وجاءت نتائج اختبارها على النحو التالي:

- الفرضية الأولى: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين تطور البورصات والنمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهو ما أيدته أغلب نتائج الدراسة في الجانب المتعلق بنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي والاستثمار خاصة في

المدى الطويل، مع تسجيل التأثير السلبي لمعدل الدوران على جميع المتغيرات الحقيقية. كما جاءت نتائج الاختبار لتنفي أثر البورصات على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج لاعتماد هذه الأخيرة على عوامل أخرى كالبحث والتطوير والتكنولوجيا.

- الفرضية الثانية: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين تطور المصارف والنمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهو ما نفته نتائج الدراسة عند تقدير نصيب الفرد من الناتج المحلي والإنتاجية، وأيدته عند تقدير الاستثمار. فرغم عمليات الخصخصة، مازالت ملكية الدولة للبنوك كبيرة. وفي كثير من البلدان، فإن الحصول على التمويل لا يزال يمثل أمرا عسيرا. كما أن الإقراض في الأساس يكون قصير الأجل ويتم منحه لأغراض تتصل بالتجارة وللشركات الكبيرة في معظمه.
- الفرضية الثالثة: هناك علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين تطور كلاً من البورصات والبنوك من خلال مؤشر التطور المالي تجاه النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ولدى اختبار هذه الفرضية جاء تأثير التطور المالي على نصيب الفرد من الناتج وعلى الإنتاجية سالبًا خاصة في المدى الطويل. بينما تحققت هذه الفرضية عند تقدير الاستثمار.
- الفرضية الرابعة: هناك اختلافات ذات دلالات معنوية بين بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا في طبيعة العلاقة بين نظمها المالية والنمو الاقتصادي. وهي الفرضية التي تم التحقق منها في الفصل الثالث، حيث برزت دولاً حققت مستويات مقبولة في معايير التطور المالي، خاصة الكويت، البحرين، الإمارات والعربية السعودية. بينما لم تكن النتائج مشجعة للبلدان الأخرى وأغلبها مستوردة للنفط أو التي عانت من الاضطرابات السياسية والأمنية خاصة مصر، تونس والمغرب.

ومما سبق، تم الوصول إلى بعض النتائج، يمكن إبرازها على النحو الآتي:

- لا تزال أسواق رأس المال، باستثناء بلدان مجلس التعاون الخليجي، غير متطورة بصفة عامة وتتسم بانخفاض مستوى رسملة السوق وحجم التداول إذا ما قورنت بالأسواق الناشئة أو المتقدمة.
- إصدار الأسهم والسندات وباقي الأوراق المالية الأخرى لا يزال يمثل طريقة ثانوية من طرق تعبئة الأموال في بلدان الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.
- رغم هيمنة البنوك على الأنظمة المالية في المنطقة، غير أن القطاع المصرفي لا يقوم بدور كافٍ في تعزيز النمو الاقتصادي.
- حاولت بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا توفير الخدمات المالية عبر أنظمتها المالية غير أن بقاء تكاليف المعاملات مرتفعة وانحصارها في قطاعات معينة قلص من مزايا تلك الخدمات وهو ما انعكس على معدل الدوران في البورصة.
- استفادت البلدان المصدرة للنفط من موارد مالية معتبرة نظير ارتفاع أسعار النفط خلال فترة الدراسة، وهو ما ساعد في توفير السيولة عجزت المؤسسات المالية الموجدة عن استيعابها.

ومن أجل تحسين الآثار الإيجابية للأسواق المالية في بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، يمكن إعطاء الاقتراحات التالية:

- تحسين كفاءة السوق بجعلها أكثر سيولة مما يسمح بتنفيذ صفقات التداول بالسرعة الملائمة وبالسعر المجزي للمستثمر المالي. دون إغفال دور سوق الإصدار في طرح الأدوات المالية المتنوعة.
- زيادة العمق المالي عبر جذب عدد كبير من المشاركين في النظام المالي، سواء المدخرين الأفراد أو المستثمرين المؤسساتيين، مع إعطاء أهمية للمؤسسات المالية غير المصرفية كصناديق المعاشات وشركات التأمين.

- تشجيع الاستثمار في التكنولوجيا الحديثة المرتبطة بالقطاع المالي في إطار تحسين البيئة المؤسسية والبنى التحتية، مثل نشر آلات الصراف الآلي بالنسبة للجهاز المصرفي، وتحسين طرق التداول الالكتروني اعتمادًا على البورصات المتقدمة.
- توجيه الاهتمام إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء عن طريق القروض أو البورصات، مع ضرورة المتابعة والإشراف لضمان الاستخدام الأمثل للموارد.
- توفير المعلومات حول المقترضين ومصدري الأوراق المالية سواء كانت تلك المعلومات راهنة أو تاريخية، مع وجوب التقليل من تكلفة الحصول على تلك المعلومات لتحقيق كفاءة أكبر للنظام المالي.
- تنويع الخدمات والأدوات المالية لضمان خيارات أوسع للمستثمر المالي أو الحقيقي، ويمكن في هذا الإطار الإشارة إلى أهمية الصكوك الإسلامية ومختلف أدوات التمويل الإسلامي التي تتوافق مع قناعات الفرد في بلدان المنطقة.

قائمة المراجع

أولا، المراجع باللغة العربية

I- الكتب

1) العلجوني، أحمد طه. **نظرية التمويل الإسلامي وأدواته: مدخل مالي معاصر**، (القصيم: النشر العلمي والترجمة، 2014)، ص.ص 285-286

2) أموري، هادي كاظم. ***مقدمة في القياس الاقتصادي***. عمان: دار زهران، 2009.

3) شيخي، محمد. ***طرق الاقتصاد القياسي: محاضرات وتطبيقات***. عمان: دار حامد للنشر والتوزيع، 2012.

4) صواليلي، صدر الدين. ***تحليل المعطيات***. الجزائر: دار هومة، 2011.

5) نجا محمد، عجمية عبد العزيز، و عطية إيمان ناصف. ***التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق***. الإسكندرية: الدار الجامعية، 2007

II- الدراسات والتقارير

1) اتحاد المصارف العربية. "تطورات القطاع المصرفي الكويتي: استمرار التطور والتقدم ." *مجلة اتحاد المصارف العربية* ، ديسمبر, 2014.

2) البنك المركزي الأردني. "التقرير السنوي 2014." التقرير السنوي، عمان، 2015.

3) البنك المركزي العُماني. "التقرير السنوي 2011." التقرير السنوي، 2012.

4) البنك المركزي المصري. "التقرير السنوي 2013/2012." التقرير السنوي، 2014.

5) الجهاز المركزي للإحصاء. "التقديرات الأولية لإجمالي تكوين رأس المال الثابت." العراق، أكتوبر 2014.

6) السوق المالية السعودية تداول. "التقرير السنوي 2013." التقرير السنوي، الرياض، 2014.

7) جمعية مصارف لبنان. "التقرير السنوي 2013." نسخة الكترونية، أكتوبر 2014.

8) سوق أبو ظبي للأوراق المالية. "التقرير السنوي 2013." التقرير السنوي، أبوظبي، 2014.

9) صندوق النقد الدولي. "آفاق الاقتصاد العالمي: تركات وغيوم وعدم يقين." تقرير، واشنطن، أكتوبر 2014.

10) صندوق النقد العربي. *التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2012*. التقرير السنوي، أبو ظبي: إصدارات صندوق النقد العربي، 2013.

11) صندوق النقد الولي. *دليل الإحصاءات المالية والنقدية*. واشنطن: مطبوعات صندوق النقد الدولي، 2000.

12) مجلس التعاون لدول الخليج العربي. *قواعد الإفصاح الموحدة (الاسترشادية) للأوراق المالية المدرجة في الأسواق المالية بدول مجلس التعاون لدول الخليج العربية*. المملكة العربية السعودية: مطبوعات المجلس، 2013.

13) مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي. "التقرير السنوي 2013." التقرير السنوي، 2014.

14) مصرف البحرين المركزي. "التقرير السنوي 2014." 2014.

15) هيئة قطر للأسواق المالية. "التقرير السنوي 2014." التقرير السنوي، الدوحة، 2015.

III. المجلات والدوريات

1) البلبل علي أحمد، عمران محمد مصطفى، و أيتن فتح الدين. "التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر، 1974-2002." ***أوراق الصندوق العربي***، أبريل, 2004.

2) الشعافي نجيب محمد. "أثر مساهمة الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في نمو الاقتصاد الليبي (1970-2010)." ***المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية***، 2014.

3) ناصر سليمان ، بن زيد ربيعة. "الصكوك الإسلامية الواقع والتحديات." ***مجلة الدراسات المالية والمصرفية***، جانفي, 2013.

4) كرين سوزان، غويال ريشي، مبارك أحمد مشفق، و ساب راندا. "التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا." ***أوراق عمل صندوق النقد الدولي***، 2003.

ثانيًا، المراجع باللغة الأجنبية

I.Book

1) Baltagi, Badi. ***Econometric Analysis of Panel Data***. 3rd Ed. England: John Wiley & Sons Ltd, 2005.

2) Beck, Thorsten, Asli Demirgu-Kunt, Ross Levine, and Vojislav Maksimovic. ""Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence." In **Financial structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development**, by Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine. London: MET Press, 2001.

3) Blanchard , Olivier J, and Stanley Fischer. **Lectures on Macroeconomics**. Boston: Massachusetts Institute of Technology, 1989.

4) Bourbonnais, Régis. **Econométrie. 7e édition** . Paris: Dunod, 2009

5) Esmé, Faerber. **All About Bonds And Bond Mutual Funds: The Easy Way to Get Started**. 2. New York: McGraw-Hill, 2000.

6) Fama, Eugene F. **Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices**. New York: Basic Books, Inc., Publishers, 1976.

7) Gerschenkron, Alexander. ***Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays***. New York: Frederick A. Praeger, Publishers, 1962.

8) Goldsmith, Raymond W. **Financial Structure and Development**. Yale University Press, 1969.

9) Greene, William. **Econometric Analysis**. 6th Ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2007.

10) Geisst, Charles. **Wall Street : A History from its beginnings to the fall of enron**. Oxford: Oxford Univercity Press, 2004

11) Howitt, Peter. David N. Weil. **The New Palgrave Dictionary of Economics**. 2nd . Edited by Steven N. Durlauf and Lawrence E Blume. Palgrave Macmillan, 2008.

12) Hsiao, Cheng. **Analysis of Panel Data**. 2nd Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

13) Jeff Madura .**Financial Markets and Institutions.** 11 .th .Stamford: Cengage Learning2013 ،

14) Keith Cuthbertson and Dirk Nitzsche. **Quantitative financial economics : stocks, bonds and foreign exchange.** 2nd ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2004.

15) Koop, Gary. **Analysis of economic data**. Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2005.

16) Kuznets, Simon. **Economic development, The family, and income distribution: selected essays**. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

17) McEachern, William . ***Economics : A conemporary Introduction***. 7th. Ohio: Thomson South-Western, 2006.

18) Mishkin, Frederic S. ***The economics of money, banking and financial markets***. Boston, 2003.

19) Montiel, Peter. ***Macroeconomics in Emerging Markets.***Cambridge: Cambridge University Press, 2003

20) Nerlove, Marc. ***essays in panel data econometrics***. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

21) Orléan, André. **Le pouvoir de la finance**. Paris: Odile Jacob, 1999.

22) Robinson, Joan. ***The Generalization of the General Theory in The rate of interest, and other essays.*** Southern Economic Journal. Translated by William Dugger. London: Macmillan, 1952.

23) Schumpeter, Joseph A. ***The Theory of Economic Development***. Oxford University Press, 1912.

24) Shaw, Edward S. ***Financial Deepening in Economic Development***. New York: Oxford University Press, 1973.

25) Smith, Adam. ***An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations***. 1776.

26) Evelina, Tainer. ***Using economic indicators to improve investment analysis***. Third ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

II. Reports and Studies

1) Bank for International Settlements (BIS). "Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems." Deember 2010.

2) IMF. *Financial Sector Assessment: A hand book.* International Monetary Fund, 2005.

3) IMF. "Government Finance Statistics Manual." 2001.

4) IMF. "Monetary and Financial Statistics Manual." October 2000.

5) International Telecommunication Union. *Manual for Measuring ICT Access and Use by Households and Individuals.* Geneva: ITU Press , 2014.

6) The Economist. GUIDE TO ECONOMIC INDICATORS: Making Sense of Economics. Sixth. London: The Economist Newspaper, 2006.

7) Transparey International. Handbook For Curbing Corruption In Public Procurement. Berlin: TI Press, 2006.

8) UNCTAD. "Foreign direct investment flows and stock database." 2013.

9) UNESCO. "Education Indicators Technical guidelines." 2009.

10) World Bank. Doing Business 2013: Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises. 10 th. Washington: World bank group, 2013.

11) World Bank. "The Worldwide Governance Indicators." 2014.

12) World Bank. World Development Indicators. Washington: World Bank Press, 2014.

13) World federation of exchange. "Statistics Definitions and Examples." 2014.

III. Articles & Working papers

1) Acemoglu, Daron, and Fabrizio Zilibotti. "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth." *Journal of Political Economy*, 1997.

2) Acemoglu, Daron, Asuman Ozdaglar, and Alireza Tahbaz-Salehi. "Systemic Risk and Stability in Financial Networks,." *National Bureau of Economic Research, Working Paper Series*, 2013.

3) Aghion, Philippe, Leah Boustan, Caroline Hoxby, and Jerome Vandenbussche. "The Causal Impact of Education on Economic Growth." *Brookings papers* , March 2009.

4) Allegret, Jean-Pierre, et Sana Azzabi. «Développement financier, croissance de long terme et effets de seuil.» *PANAOCONMICUS*, 2012.

5) Allen, Franklin, and Anthony M Santomero. "The theory of financial intermediation." *Journal of Banking & Finance, Elsevier*, December 1997: 1461-1485.

6) Allen, Franklin, and Douglas Gale. "Comparative Financial Systems: A Survey." *Center for Financial Institutions Working Papers*, 2001: 1-15.

7) —. "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing." *Journal of Political Economy*, 1997.: 525-580.

8) —. "Financial Contagion." *The Journal of Political Economy*, Feb 2000: 1-33.

9) Al-Zubi, Khaled , Samer Al-Rdjoub, and E Abu-Mhareb. "Financial Development and Economic Growth : A New Empirical Evidence From The MENA Countries 1989-2001." *Applied Econometrics and International Development*, 2006.

10) Ang, James B. "A survey of recent developments in the literature of finance and growth." *Journal of Economics Surveys*, 2008.

11) Arellano, Manuel , and Stephen Bond. "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations." *Review of Economic Studies, Wiley Blackwell*, April 1991.

12) Arellano, Manuel, and Bover Olympia. "Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models." *Journal of Econometrics*, 1995: 29-52.

13) Arestis, Philip, and Panicos Demetriades. "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence." *The Economic Journal*, May 1997: 783-799.

14) —. "Finance and Growth: Institutional Considerations, Financial Policies and Causality." *Zagreb International Review of Economics and Business*, May 1999: 37-62.

15) Arizala , Francisco , Eduardo A Cavallo, and Arturo Ga. "Financial Development and TFP Growth: Cross-Country and Industry-Level Evidence." *Inter-American Development Bank working papers*, 2009.

16) Atje, Raymond, and Boyan Jovanovic. ""Stock markets and development"." *European Economic Review*, April 1993: 632-640.

17) Ayaz, Ahmed. "Stock Market Interlinkages in Emerging Markets." *PIDE-Working Papers Pakistan Institute of Development Economics*, 1998.

18) Barro, Robert. "Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth." *Journal of Political Economy*, 1990: 103-125.

19) —. "Inflation and Economic Growth." *NBER Working Paper Series*, October 1995: 1-36.

20) Barro, Robert, and Sala-i-Martin Xavier. "Public Finance in Models of Economic Growth." *Review of Economic Studies*, 1992: 645-661.

21) Beck, Thorsten. "Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes?" *World Bank Policy Research, Working Paper Series*, June 1, 2008.

22) Beck, Thorsten, and Ross Levine. "Stock markets, banks, and growth: Panel evidence." *Journal of Banking & Finance, Elsevier*, March 2004: 421-447.

23) Beck, Thorsten, Aslı Demirgüç-Kunt, and Ross Levine. "A New Database on Financial Development and Structure." *World Bank Economic Review*, 2000.

24) Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. "Finance and the Sources of Growth." *Journal of Financial Economics*, 2000: 261–300.

25) Ben Naceur, Samy, and Samir Ghazouan . "Stock markets, banks, and economic growth: Empirical evidence from the MENA region." *Research in International Business and Finance*, June 2007): 297-315.

26) Ben Naceur, Samy, Samir Ghazouani, and Mohammed Omran. "Does stock market liberalization spur financial and economic development in the MENA region?" *Journal of Comparative Economics*, 2008: 673–693.

27) Bencivenga, Valerie R, and Bruce D Smith. "Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model." *Journal of Economic Dynamics and Control, Elsevier*, 1993.

28) Bencivenga, Valerie R, Bruce D Smith, and Ross M Starr. "Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth." *Journal of Economic Theory*, October 1995.

29) Bencivenga, Valerie, and Bruce D Smith. "Financial Intermediation and Endogenous Growth." *Review of Economic Studies, Wiley Blackwell*, April 1991.

30) Benhabib, Jess, and Mark Spiegel. "The Role of Financial Development in Growth and Investment." Dec 2000: 341-360.

31) Bhid, Amar. "The Hidden Costs of Stock Market Liquidity." *Journal of Financial Economics*, 1993.

32) Blackburn, Keith, and Victor T Hung. "A Theory of Growth." *Financial Development and Trade Economica New Series*, Feb 1998: 107-124.

33) Blundell, Richard, and Stephen Bond. "Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics*, 1998: 115-143.

34) Borio, Claudio, Craig Furfine, and Philip Lowe. "Procyclicality of the financial system and financial stability , Bank for International." *issues and policy options in Settlements, BIS Paper*, March 2001.

35) Boyd, John H, and Edward C Prescott. ""Financial intermediary-coalitions,"." *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Staff Report*, 1985.

36) Brock, Philip L, and Liliana Rojas Suarez. "Understanding the behavior of bank spreads in Latin America." *Journal of Development Economics*, 2000: 113-143.

37) Chinn, Menzie D, and Ito Hiro. "A New Measure of Financial Openness ." *Journal of Comparative Policy Analysis*, September 2008.

38) Christiansen , Hans , and Alissa Koldertsova. "The role of stock exchanges in corporate governance." *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009.

39) Čihák, Martin, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine. "Benchmarking Financial Systems Around the World." *World Bank Policy Research*, 2012.

40) Cooley, Thomas F, and Bruce D Smith. "Financial markets, specialization, and learning by doing." *Research in Economics*, 1998.

41) Dadkhah , Kamran , and Fatemeh Zahedi. "Estimation and Cross-Country Comparison of Capital Stocks." *Empec*, 1990.

42) Das, Udaibir S, Michael G Papaioannou, and Christoph Trebesch. "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts." *IMF Working Paper*, August 2012.

43) De Gregorio, Jose. "Inflation, taxation, and long-run growth." *Journal of Monetary Economics*, 1993: 271-298.

44) De Gregorio, Jose, and Pablo E Guidott. "Financial development and economic growth." *World Development, Elsevier*, March 1995: 433-448.

45) De la Fuente, Angel, and Jose Maria Marin. "Innovation, bank monitoring, and endogenous financial development." *Journal of Monetary Economics, Elsevier*, October 1996.

46) Deidda, Luca , and Bassam Fattouh. "Non linearity between finance and growth." *Working Paper CRENoS*, 2002: 1-16.

47) Demetriades, Panicos O, and Khaled A Hussein. "Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries." *Journal of Development Economics, Elsevier*, December 1996.

48) Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine. "Stock market development and financial intermediaries : stylized facts." *World Bank Group*, May 1996: 291-321.

49) Demirgüç-Kunt, Asli, and Ross Levine. "Stock market development and financial intermediary growth : a research agenda." *Policy Research Working Paper Series, World Bank*, Jul 1993.

50) —. "Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview." *The World Bank Economic Review, Working Paper*, May 1996.

51) Demirgüç-Kunt, Asli, et Ross Levine. «Finance et opportunité économique.» *Revue d'économie du développement, De Boeck Université*, 2008.

52) Diamond, Douglas W. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring." *The Review of Economic Studies*, Jul 1984.

53) Diamond, Douglas W, and Raghuram G Raja. "Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking." *Journal of Political Economy*, April 2001.

54) Diamond, Douglas W, and Robert E Verrecchi. "Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices." *Journal of Finance*, 1982.

55) Dutta, Soumitra , Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vin. *The Global Innovation Index 2014 The Human Factor in Innovation.* Geneva: Cornell University , 2014.

56) Elder, John , and Peter Kennedy. "Testing for Unit Roots: What Should Students Be Taught?" *The Journal of Economic Education, Taylor & Francis Journals*, January 2001: 137-146.

57) Engle, Robert, and C. W. J. Granger. "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing." *Econometrica*, Mar 1987: 251-276.

58) Errico , Luca , and Alberto Musalem. "Offshore Banking: An Analysis of Micro- and Macro-Prudential Issues." *IMF Working Paper, 99/5*, January 1999.

59) Falahaty, Manizheh, and Law Siong Hook. "The effect of financial Development on Economic Growth in the MENA Region." *Journal of Economc Cooperation and Development*, 2013: 35-60.

60) Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets II." *The Journal of Finance*, Dec 1991: 1575-1617.

61) Feenstra, Robert C, Robert Inklaar, and Marcel Timmer. "The Next Generation of the Penn World Table." *NBER Working Paper*, July 2013.

62) Fischer, Stanley . "The role of macroeconomic factors in growth." *Journal of Monetary Economics*, 1993.

63) FitzGerald, Valpy . "Financial development and economic growth : a critical view." *world Economic and Social Survey*, 2006.

64) Galetovic, Alexander. "Specialization, Intermediation, and Growth." *Journal of Monetary Economics*, Mar 1996: 549-559.

65) Gelbard, Enrique , and Sérgio leite. "Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa." *IMF working paper*, August 1999.

66) Gibbins, Michael , Alan Richardson, and John Waterhou. "The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes." *Journal of Accounting Research*, 1990: 121-143.

67) Goaid , Mohamed , and Seifllah Sassi. "Financial Development and Economic Growth in the MENA Region: What about Islamic Banking Development." January 2010.

68) Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic. "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income." *The Journal of Political Economy*, October 1990: 1076-1107.

69) Greenwood, Jeremy, and Bruce D Smith. "Financial markets in development, and the development of financial markets." *Journal of Economic Dynamics and Control*, January 1997.

70) Grossman, Sanford J, and Joseph E Stiglitz. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets." *American Economic Review, American Economic Association*, June 1980: 393-408.

71) Gurley, John G, and Edward S Shaw. "Financial Aspects of Economic Development." *Amer. Econ. Rev*, Sept 1955.

72) Hansen, Lars Peter . "Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators." *Econometrica*, 1982: 1029–1054.

73) Hanushek , Eric, and Ludger Wößmann. "The Role of Education Quality in Economic Growth ." *World Bank Policy Research Working Paper 4122*, February 2007.

74) Harbison, Frederick, and Charles A Myers. "Education and Employment in the Newly Developing Economies." *Comparative Education Review*, Jun 1964.

75) Harrison, Ann. "Openness and growth: A time-series, cross-country analysis for developing countries." *Journal of Development Economics ELSVIER*, 1996.

76) Hausman, Jerry. "Specification Tests in Econometrics." *Econometrica The Econometric Society Journal*, Nov 1978: 1251-1271.

77) Henderson, Vernon, Adam Storeygard, and David N Weil. "Measuring Economic Growth from Outer Space." *American Economic Review*, 2012.

78) Holmstrom, Bengt R, and Jean Tirole. "The theory of the firm." In *Handbook of Industrial Organization*, by Richard Schmalensee and Robert Willig. Elsevier, 1989.

79) Hurlin, Christophe . «L'Econométrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simples.» Université d'Orléans. 2013. www.univ-orleans.fr/deg/masters/ESA/CH/CoursPanel_Chap1.pdf (accès le 01 23, 2015).

80) Im, Kyung So, Hashem Pesaran, and Yongcheol Shin. "Testing for unit roots in heterogeneous panels." *Journal of Econometrics Elsevier*, July 2003: 53-74.

81) King, Robert G, and Ross Levine. "Finance, entrepreneurship, and growth : Theory and evidence." *Journal of Monetary Economics*, 1993.

82) king, Robert G, and Ross Levine. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right." *The Quarterly Journal of Economics*, 1993: 717-737.

83) Klau, Marc, and San Sau Fung. "The new BIS effective exchange rate indices." *BIS Quarterly Review*, March 2006.

84) Kurz, Heinz D, and Neri Salvadori. "Theories of Economic Growth – Old and New." In *The theory of economic growth a 'Classical' Perspective*, by Neri Salvadori and Edward Elgar. 2001.

85) La Porta, Rafae, Florencio Lopez-de-Silane, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. "Legal Determinants of External Finance." *Journal of Finance, American Finance Association*, July 1997.

86) Laeven, Luc, and Fabián Valencia. "Systemic Banking Crises Database: An Update IMF." *IMF Working Paper*, June 2012.

87) Landau, Daniel L. "Government Expenditure and Economic Growth in the Developed Countries: 1952-76." *Public Choice*, 1985.

88) Levine, Ross. "Finance and Growth: Theory and Evidence." In *Handbook of Economic Growth Eds*, by Philippe Aghion and Steven Durlauf, 865-934. Amsterdam.: North-Holland Elsevier, 2005.

89) —. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda." *Journal of Economic Literature*, June 1997: 688-726.

90) —. "The Legal Environment, Banks, and Long-Run Economic Growth." *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1998: 596-613.

91) —. "Stock Markets, Growth, and Tax Policy." *The Journal of Finance*, Sep 1991.

92) —. "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" *William Davidson Working Paper*, February 2002.

93) Levine, Ross, and David Renelt. "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions." *American Economics Review*, 1992.

94) Levine, Ross, and Sara Zervos. ""Stock Markets, Banks, and Economic Growth"." *The American Economic Review*, Jun 1998: 537-558.

95) —. "Stock Market Development and Long Run Growth." *World Bank Working Paper*, 1996.

96) —. "Capital Control Liberalization and Stock Market Development." *World Development, Elsevier*, July 1998.

97) Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. "Financial intermediation and growth: Causality and causes." *Journal of Monetary Economics, Elsevier*, August 2000: 31-77.

98) LUCAS, Robert E. "On The Mechanics Of Economic Development." *Journal of Monetary Economics*, 1988: 3-42.

99) Lynch, David. "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries." *The Developing Economies*, March 1996.

100) Mavrotas, George, and Sang-Ik Son. "Financial Sector Development and Growth : Re-examining the Nexus." In *Transparency, governance and markets*, by Bagella Michele et al. Oxford: Elsevier, 2006.

101) McCarthy, Paul. "Extrapolating PPPs and Comparing ICP Benchmark Results." In *6th Technical Advisory Group Meeting*, by International Comparison Program (ICP). 2011.

102) Mody, Ashoka , and Abdul Abiad. "Financial Reform: What Shakes it? What Shapes it?" *IMF Working Papers*, 2003.

103) Morales, Maria F. "Financial Intermediation In A Model Of Growth Through Creative Destruction." *Macroeconomic Dynamics, Cambridge University Press*, June 2003: 363-393.

104) Moudud, Jamee K. "State Policies and the Warranted Growth Rate." *The Levy Economics Institute Working Paper*, 2002.

105) Mundlak, Yair. "Empirical Production Function Free of Management Bias." *Journal of Farm Economics*, 1961: 44-56.

106) Myers, Stewart C, and Nicholas S Majluf. ""“Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”." *NBER Working Paper* , July 1984.

107) Norman, Loayza, and Ranciere Romain. "Financial Development, Financial Fragility, and Growth." *Journal of Money, Credit and Banking*, June 2006.

108) O’Brien, Yueh-Yun C. "Measurement of Monetary Aggregates Across Countries." *Finance and Economics Discussion Series, Federal Reserve Board*, November 2006.

109) Outreville, J. François. "Financial Development, Human Capital and Political Stability." *UNCTAD Discussion Papers*, October 1999.

110) Pagano, Marco. ""Financial Market and Growth : An overview"." *European Economic Review*, 1993: 613-622.

111) Pedroni, Peter. "Panel Cointegration: Asymptotic and Finite Sample Properties of Pooled Time Series Tests with an Application to the PPP Hypothesis." *Department of Economics Working Papers 2004-15*, 2004: 597-625.

112) —. "Critical Values for Cointegration Tests in Heterogeneous Panels with Multiple Regressors." *Department of Economics Working Papers*, 1999: 653-671.

113) Pesaran, Hashem , and Ronald Patrick Smith. "Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panel." *Journal of Econometrics, Elsevier*, July 1995: 79-113.

114) Phillips, Peter. "Fully Modified Least Squares and Vector Autoregression." *Cowles Foundation Discussion Papers*, 1993.

115) Phillips, Peter, and Bruce Hansen. "Statistical Inference in Instrumental Variables Regression with I(1) Processes." *Review of Economic Studies*, January 1990: 99-125.

116) Quinn, Dennis P, and Maria Toyoda. "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?" *The Review of Financial Studies*, 2008.

117) Rajan, Raghuram G. "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Length Debt." *The Journal of Finance*, September 1992: 1367–1400.

118) Rajan, Raghuram G, and Luigi Zingales. "The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century." *Journal of Financial Economics*, 2003.

119) Ramakrishnan, Ram T S, and Anjan V Thakor. "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation." *Review of Economic Studies, Wiley Blackwell*, July 1984.

120) Rati, Ram, and Ural Secil. "Comparison of GDP Per Capita Data in Penn World Table and World Development Indicators." *Social Indicators Research*, Apr 2014.

121) Reuttner, Isabella, and Todd Glass. "The Financial Development Index 2012: Stalled Recovery In Search of Growth." In *The Financial Development Report 2012*, by In World Economic Forum. 2012.

122) Romer, Paul M. "Increasing Returns and Long-Run Growth." *The Journal of Political Economy*, Oct 1986.

123) Roubini, Nouriel, and Xavier Sala-i-Martin. "Financial repression and economic growth." *Journal of Development Economics*, July 1992: 5-30.

124) Saidi, Nasser. "Corporate Governance in MENA Countries : Improving Transparency an Disclosure." *The Second Middle East and North Africa Regional Corporate Governance Forum.* Beirut: The Lebanese Transparency Association, 2004.

125) Sala-i-Martin, Xavier, Jennifer Blanke, Margareta Drzeniek, Thierry Hanouz , and Irene Geiger. "The Global Competitiveness Index 2009–2010: Contributing to Long-Term Prosperity amid the Global Economic Crisis." In *The Global Competitiveness Report 2009–2010*, by World Economic Forum. 2010.

126) Saliala , Frderica , and Murat Seker. "Total Factor Productivity Across the Developing World)." *Enterprise surveys country note series*, 2011.

127) Sargan, John Denis. "The Estimation of Economic Relationships using Instrumental Variables." *Econometrica*, Jul 1958: 393-415.

128) Scharfstein, David. "The Disciplinary Role of Takeovers." *Review of Economic Studies, Wiley Blackwell*, April 1988.

129) Sevestre , Patrick , and Alain Trognon . "Dynamic Linear Models." In *The Econometrics of Panel Data*, by László Mátyás and Patrick Sevestre, 120-144. London: Kluwer Academic Publishers, 1996.

130) Sharpe , Steven A. "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships." *Journal of Finance*, 1990: 1069-1087.

131) Sirri, Erik, and Peter Tufano. "The Economics of Pooling." In *The Global Financial System: A Functional Approach*, by D.B. Crane et al. Boston: Harvard Business School Press, 1995.

132) Smith, Bruce D, Ross M Starr, and Valerie R Bencivenga. "Liquidity of secondary capital markets: Allocative efficiency and the maturity composition of the capital stock." *Economic Theory, Springer*, 1995.

133) Solow, Robert M. "A Contribution to the Theory of Economic Growth." *The Quarterly Journal of Economics*, Feb 1956: 65-94.

134) Stiglitz, Joseph E. "Economics of Information and the Theory of Economic Development." *Revista de Econometria*, April 1985.: 5-32.

135) Stulz, René. "Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective." In *Financial structure and economic growth : a cross-country comparison of banks, markets, and development*, by Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine. London: MET Press, 2001.

136) Suliman, Mohamed Osman, and Mahmoud Sami Nabi. "The Institutional Environment and the Banking - Growth Nexus: Theory and Investigation for MENA." *Economic Research Forum, Working Papers 392*, 2008.

137) Thornton, John, and Adedeji Olumuyiwa. "Saving, Investment and Capital Mobility in African Countries." *Journal of African Economies*, 2006: 393–405.

138) Trabelsi, Mohammed. "Finance and Growth : Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990." *Cahier de recherche Département de sciences économiques, Université de Montréal*, May 2002.

139) Wurgler, Jeffrey . "Financial markets and the allocation of capital." *Journal of Financial Economics*, 2000.

140) Yanikkaya, Halit. "Trade openness and economic growth: a cross-country empirical investigation." *Journal of Development Economics*, 2003: 57-89.

141) Zellner , Arnold. "An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias." Journal of the American Statistical Association, 1962: 348-368.

IV. Thesis

1) Aka, Brou Emmanuel . «Le Rôle des Marchés de Capitaux dans la Croissance et le développement Economiques.» Thèse Doctorat en Sciences Economiques, Université d'Auvergne, 2005.

2) Ouni, Moez. *Etude Empirique de la Relation entre le Système Monétaire et Financier et la Croissance Economique.* Thèse Doctorat, Université de Neuchâte: Faculté des sciences économiques, 2011.

3) Zaiter Lahimer, Mahjouba. «L'impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement.» Thèse de doctorat, Université de Paris, 2011.

V. Website

1) Katchova, Ani. Econometric Academy. 2013. https://sites.google.com/site/econometricsacademy/econometrics-mode (accessed 06 21, 2014).

الملاحق

الملحق1

هيكل مؤشر التطور المالي لسنة 2012

1st pillar: Institutional environment .14.29%

A. Financial sector liberalization 25.00%

1.01 Capital account liberalization
1.02 Commitments to WTO Agreement on Trade in Services
1.03 Domestic financial sector liberalization

B. Corporate governance 25.00%

1.04 Extent of incentive-based compensation
1.05 Efficacy of corporate boards
1.06 Reliance on professional management
1.07 Willingness to delegate
1.08 Strength of auditing and reporting standards
1.09 Ethical behavior of firms
1.10 Protection of minority shareholders' interests

C. Legal and regulatory issues 25.00%

1.11 Burden of government regulation
1.12 Regulation of securities exchanges
1.13 Property rights
1.14 Intellectual property protection
1.15 Diversion of public funds
1.16 Public trust of politicians
1.17 Corruption perceptions index
1.18 Strength of legal rights index
1.19 Central bank transparency

D. Contract enforcement 25.00%

1.20 Effectiveness of law-making bodies
1.21 Judicial independence
1.22 Irregular payments in judicial decisions
1.23 Time to enforce a contract
1.24 Number of procedures to enforce a contract
1.25 Strength of investor protection index
1.26 Cost of enforcing contracts

2nd pillar: Business environment 14.29%

A. Human capital 25.00%

2.01 Quality of management schools
2.02 Quality of math and science education
2.03 Extent of staff training
2.04 Local availability of specialized research and training services
2.05 Brain drain
2.06 Tertiary enrollment

B. Taxes 25.00%

2.07 Irregular payments in tax collection
2.08 Distortive effect of taxes and subsidies on competition
2.09 Marginal tax variation
2.10 Time to pay taxes

C. Infrastructure 25.00%

2.11 Quality of overall infrastructure
2.12 Quality of electricity supply
2.13 Internet users
2.14 Broadband Internet subscriptions
2.15 Telephone subscriptions
2.16 Mobile telephone subscriptions

D. Cost of doing business 25.00%

2.17 Cost of starting a business
2.18 Cost of registering property
2.19 Cost of closing a business
2.20 Time to start a business
2.21 Time to register property
2.22 Time to close a business

3rd pillar: Financial stability 14.29%

A. Currency stability 30.00%

3.01 Change in real effective exchange rate (REER)
3.02 External vulnerability indicator
3.03 Current account balance to GDP
3.04 Dollarization vulnerability indicator
3.05 External debt to GDP (developing economies)
3.06 Net international investment position to GDP (advanced economies)

B. Banking system stability 40.00%

3.07 Frequency of banking crises
3.08 Financial strengths indicator
3.09 Aggregate measure of real estate bubbles
3.10 Tier 1 capital ratio
3.11 Output loss during banking crises

C. Risk of sovereign debt crisis 30.00%

3.12 Local currency sovereign rating
3.13 Foreign currency sovereign rating
3.14 Aggregate macroeconomic indicator
3.15 Manageability of public debt
3.16 Credit default swap spreads

تابع الملحق 1

4th pillar: Banking financial services.14.29%

A. Size index 40.00%

4.01 Deposit money bank assets to GDP
4.02 Central bank assets to GDP
4.03 Financial system deposits to GDP
4.04 M2 to GDP
4.05 Private credit to GDP
4.06 Bank deposits to GDP
4.07 Money market instruments to GDP

B. Efficiency index 40.00%

4.08 Aggregate profitability indicator
4.09 Bank overhead costs
4.10 Public ownership of banks
4.11 Bank operating costs to assets
4.12 Non-performing bank loans to total loans

C. Financial information disclosure 20.00%

4.13 Private credit bureau coverage
4.14 Public credit registry coverage

5th pillar: Non-banking fina services14.29%

A. IPO activity 25.00%

5.01 IPO market share
5.02 IPO proceeds amount
5.03 Share of world IPOs

B. M&A activity 25.00%

5.04 M&A market share
5.05 M&A transaction value to GDP
5.06 Share of total number of M&A deals

C. Insurance 25.00%

5.07 Life insurance penetration
5.08 Non-life insurance penetration
5.09 Real growth of direct insurance premiums
5.10 Life insurance density
5.11 Non-life insurance density
5.12 Relative value added of insurance to GDP

D. Securitization 25.00%

5.13 Securitization to GDP
5.14 Share of total number of securitization deals

6th pillar: Financial markets 14.29%

A. Foreign exchange markets 20.00%

6.01 Spot foreign exchange turnover
6.02 Outright forward foreign exchange turnover
6.03 Foreign exchange swap turnover

B. Derivatives markets 20.00%

6.04 Interest rate derivatives turnover: Forward rate agreements
6.05 Interest rate derivatives turnover: Swaps
6.06 Interest rate derivatives turnover: Options
6.07 Foreign exchange derivatives turnover: Currency swaps
6.08 Foreign exchange derivatives turnover: Options

C. Equity market development 30.00%

6.09 Stock market turnover ratio
6.10 Stock market capitalization to GDP
6.11 Stock market value traded to GDP
6.12 Number of listed companies per 10,000 people

D. Bond market development 30.00%

6.13 Private domestic bond market capitalization to GDP
6.14 Public domestic bond market capitalization to GDP
6.15 Private international bonds to GDP
6.16 Public international bonds to GDP
6.17 Local currency corporate bond issuance to GDP

7th pillar: Financial access 14.29%

A. Commercial access 50.00%

7.01 Financial market sophistication
7.02 Venture capital availability
7.03 Ease of access to credit
7.04 Financing through local equity market
7.05 Ease of access to loans
7.06 Foreign direct investment to GDP

B. Retail access 50.00%

7.07 Market penetration of bank accounts
7.08 Commercial bank branches
7.09 Total number of ATMs
7.10 Debit card penetration
7.11 Loan accounts at MFIs
7.12 Loan at a financial institution

الملحق2 بلدان منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

Country Name	Country Code	الدولة
Algeria	DZA	الجزائر
Bahrain	BHR	البحرين
Djibouti	DJI	جيبوتي
Egypt, Arab Rep.	EGY	مصر
Iran, Islamic Rep.	IRN	إيران
Iraq	IRQ	العراق
Jordan	JOR	الأردن
Kuwait	KWT	الكويت
Lebanon	LBN	لبنان
Libya	LBY	ليبيا
Malta	MLT	مالطا
Morocco	MAR	المغرب
Oman	OMN	عُمان
Qatar	QAT	قطر
Saudi Arabia	SAU	السعودية
Sudan	SDN	السودان
Syrian Arab Republic	SYR	سوريا
Tunisia	TUN	تونس
United Arab Emirates	ARE	الإمارات
West Bank and Gaza	WBG	الضفة الغربية وغزة
Yemen, Rep.	YEM	اليمن

حسب تصنيف البنك الدولي

الملحق3 بلدان عينة الدراسة

الملحق 4 متغيرات ومصادر بيانات الدراسة

	اسم المتغير	الرمز	المصدر
متغيرات القطاع الحقيقي	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي	GDPCR	مؤشر التنمية العالمي 2014 (WDI 2014)
	مجمل إنتاجية عناصر الإنتاج	TFP	Source: The Conference Board Total Economy Database™, January 2014
	إجمالي تكوين رأسمال الثابت (GDP %)	GFCFG	مؤشر التنمية العالمي 2014(WDI 2014)
متغيرات البورصة	الرسملة سوقية للشركات المدرجة (% GDP)	MCLCG	Global Financial Development
	معدل التداول	STG	Global Financial Development
	معدل الدوران	TURN	Global Financial Development
متغيرات القطاع المصرفي	الائتمان المحلي المقدم القطاع الخاص	DCPS	Global Financial Development
	الائتمان من القطاع المصرفي	DCFS	Global Financial Development
	النقود وأشباه النقود	M2G	Global Financial Development
المتغيرات المساعدة	معدل التضخم	INF	مؤشر التنمية العالمي 2014 (WDI 2014)
	نسبة التعليم	SEP	UNESCO
	معدل الانفتاح التجاري	TRADE	مؤشر التنمية العالمي 2014 (WDI 2014)
	الانفاق الحكومي	GCR	مؤشر التنمية العالمي 2014 (WDI 2014)

الملحق 5 بعض الدراسات التجريبية للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

الكاتب	العينة	مقاييس التطور المالي المستخدمة	النتائج
(Goldsmith 1969)	35 دولة خلال الفترة 1949-1963	أصول الوساطة المالية كحصة من مخرجات الاقتصاد	هناك علاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي رغم عدم دلالتها المعنوية
(king and Levine 1993a)	77 دولة خلال الفترة 1960-1989	- سيولة الموجودات نسبة إلى الناتج المحلي الخام معدل القروض المصرفية - القروض المخصصة للمؤسسات الخاصة	أشارت النتائج التجريبية إلى وجود علاقة إيجابية بين كل معيار من معايير التطور المالي ومختلف مؤشرات النمو الاقتصادي
(king and Levine 1993b)	80 دولة خلال الفترة 1960-1989	نفس المقاييس المعتمدة في الدراسة (king and Levine 1993a)	- يعزز التطور المالي النمو الاقتصادي - التحديد المسبق لمعايير التطور المالي يمثل أداة جيدة لتوقع النمو الاقتصادي في المدى الطويل
(Atje and Jovanovic 1993)	94 دولة خلال الفترة 1960-1985	- معدل القروض للقطاع الخاص إلى الناتج* - معدل قيمة الأسهم المتداولة إلى الناتج *	تطور سوق الأسهم يؤثر بشكل إيجابي على النمو، ولم يكن الأثر مماثلاً بالنسبة للقروض المصرفية
(Levine and Zervos 1998)	49 دولة خلال الفترة 1960-1989	- تطور البورصة من خلال الحجم، السيولة، التقلبات السعرية والتكامل. - تطور البنوك من خلال السيولة والقروض الخاصة	سيولة البورصة ترتبط بشكل إيجابي ومعنوي مع المعدلات الحالية والمستقبلية للنمو الاقتصادي، تراكم رأس المال، عكس حجم البورصة، التقلبات والتكامل.
(Levine 1998)	42 دولة خلال الفترة 1976-1993	قروض البنوك التجارية كنسبة من الناتج*	مساهمة القطاع المصرفي بشكل إيجابي في زيادة معدل النمو الحقيقي للفرد
(Beck, Demirgu-Kunt, et al. 2001)	63 دولة خلال الفترة 1960-1995	- سيولة الموجودات نسبة إلى الناتج المحلي الخام معدل القروض المصرفية - القروض المخصصة للمؤسسات الخاصة	المستوى العالي للوساطة المالية يعزز من النمو الاقتصادي ومن مجمل عوامل الإنتاج.
(Ben Naceur and Ghazouan 2007)	11 دولة من بلدان MENA خلال الفترة 1979-2003	- تطور البورصة من خلال الحجم، السيولة، التقلبات السعرية والتكامل. - تطور البنوك من خلال السيولة والقروض الخاصة ومؤشر البنك	لا يوجد أثر ملموس للتطور المالي على النمو الاقتصادي
(Arestis and Demetriades, Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence 1997)	11 دولة خلال الفترة 1979-1991	- معايير التحرر المالي	التطور المالي يؤثر على النمو في ألمانيا والعكس في الولايات المتحدة الأمريكية
(Deidda and Fattouh 2002)	119 دولة الفترة 1960-1989	- سيولة الموجودات نسبة إلى الناتج المحلي الخام معدل القروض المصرفية - القروض المخصصة للمؤسسات الخاصة	عدم تأثير التطور المالي على النمو في البلدان ذات الدخل المنخفض، عكس البلدان ذات الدخل المرتفع

الملحق6 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 05/06/15 Time: 18:52
Sample: 1998 2012
Included observations: 165

Correlation Probabilit	GDPCG	GFCFG	TFP	MCLCG	STG	TURN	DCFS	DCPS	M2G	FD	GCR	INF	SEP	TRADE
GDPCG	1.000000													

GFCFG	0.063436	1.000000												
	0.4182	-----												
TFP	0.614090	-0.202249	1.000000											
	0.0000	0.0092	-----											
MCLCG	0.151611	0.128539	0.152488	1.000000										
	0.0519	0.0999	0.0505	-----										
STG	0.110716	-0.068627	0.211018	0.598274	1.000000									
	0.1569	0.3811	0.0065	0.0000	-----									
TURN	-0.059645	-0.131434	0.153341	0.346098	0.869631	1.000000								
	0.4467	0.0924	0.0493	0.0000	0.0000	-----								
DCFS	0.040812	0.040721	-0.031338	-0.076965	-0.170548	-0.256438	1.000000							
	0.6027	0.6035	0.6895	0.3258	0.0285	0.0009	-----							
DCPS	-0.040120	-0.009536	-0.084572	0.132454	-0.019330	-0.131349	0.754507	1.000000						
	0.6089	0.9032	0.2801	0.0899	0.8053	0.0926	0.0000	-----						
M2G	-0.018046	0.324839	0.040723	0.290541	0.228328	0.248521	-0.184366	-0.198134	1.000000					
	0.8180	0.0000	0.6035	0.0002	0.0032	0.0013	0.0178	0.0107	-----					
FD	-0.018501	0.268333	0.002387	0.404021	0.441015	0.461694	0.094268	0.332745	0.224957	1.000000				
	0.8135	0.0005	0.9757	0.0000	0.0000	0.0000	0.2284	0.0000	0.0037	-----				
GCR	0.134044	-0.091565	0.082296	0.158882	0.154280	0.052076	-0.118766	-0.048369	-0.335720	-0.275416	1.000000			
	0.0861	0.2421	0.2933	0.0415	0.0479	0.5065	0.1287	0.5373	0.0000	0.0003	-----			
INF	0.087755	-0.093888	0.228978	0.168242	0.154758	0.149715	-0.219936	-0.261695	0.260303	0.136955	-0.245857	1.000000		
	0.2624	0.2303	0.0031	0.0308	0.0472	0.0549	0.0045	0.0007	0.0007	0.0794	0.0015	-----		
SEP	-0.053640	-0.230859	0.067309	-0.122168	-0.112817	-0.102647	0.462152	0.463724	-0.246601	0.001616	-0.031677	-0.116136	1.000000	
	0.4938	0.0029	0.3903	0.1180	0.1491	0.1895	0.0000	0.0000	0.0014	0.9836	0.6863	0.1374	-----	
TRADE	-0.220224	0.110262	-0.145002	0.361792	0.093328	0.035151	-0.076525	0.312364	0.106519	0.443816	-0.128936	0.105517	-0.149489	1.000000
	0.0045	0.1586	0.0631	0.0000	0.2331	0.6540	0.3286	0.0000	0.1733	0.0000	0.0988	0.1774	0.0553	-----

الملحق7 البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Date: 04/29/15 Time: 19:00
Sample: 1998 2012

	GDPCG	GFCFG	TFP	MCLCG	STG	TURN	DCFS	DCPS	M2G	FD	GCR	INF	SEP	TRADE
Mean	1.262238	23.30134	0.678436	59.97080	26.52657	34.87721	73.31885	54.05753	12.67556	2.401515	17.02168	5.845766	103.6879	92.84323
Median	1.697383	22.80373	0.735061	46.95867	7.740815	17.22515	69.37423	52.00182	11.03532	2.280000	17.10308	4.932867	103.7504	89.94460
Maximum	13.54371	46.01673	14.73196	298.9897	372.2542	288.4000	195.9378	91.76887	42.85767	4.230000	31.58050	33.75154	134.1416	173.2941
Minimum	-16.14711	10.66551	-10.10592	5.489226	0.000000	0.000000	-10.17976	24.37362	-2.042080	0.470000	5.745824	-25.12813	80.88897	38.36151
Std. Dev.	4.242233	5.906943	3.439323	48.59215	50.52149	44.99991	41.32091	17.47542	8.242551	0.962688	5.124435	9.522655	9.195234	28.17024
Skewness	-0.981834	0.898874	0.131018	1.697889	4.097862	2.745001	1.058852	0.295776	1.515091	-0.052525	0.142979	-0.261712	0.248483	0.365794
Kurtosis	5.406642	4.579667	4.828116	7.021624	24.13546	11.93376	4.274047	2.009171	5.901992	1.959935	2.821656	4.679859	3.657248	2.878290
Jarque-Bera	66.32944	39.37480	23.44836	190.4703	3532.907	755.9216	41.99157	9.155271	121.0245	7.512795	0.780855	21.28430	4.667781	3.781490
Probability	0.000000	0.000000	0.000008	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.010279	0.000000	0.023368	0.676767	0.000024	0.096918	0.150959
Sum	208.2693	3844.721	111.9419	9895.181	4376.885	5754.739	12097.61	8919.493	2091.467	396.2500	2808.576	964.5514	17108.51	15319.13
Sum Sq. De	2951.433	5722.284	1939.947	387236.4	418597.0	332098.7	280016.5	50083.98	11142.10	151.9899	4306.613	14871.68	13866.58	130144.3
Observation	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165

الملحق 8 متغيرات الدراسة

	GDPCG	GFCFG	TFP	MCLCG	STG	TURN	DCFS	DCPS	M2G	FD	GCR	INF	SEP	TRADE
ARE - 98	-4.971381	25.33040	-3.961953	11.98463	0.000000	0.000000	36.75373	36.85852	4.197036	0.470000	14.35156	-4.254445	96.36414	112.1181
ARE - 99	-2.081718	23.44785	-1.261905	9.102893	0.000000	0.000000	35.92958	35.56522	11.45428	0.520000	11.69267	8.443377	94.22761	80.75588
ARE - 00	5.991869	20.20313	6.031746	5.489226	0.113095	1.759317	28.93790	31.27833	15.32257	0.840000	8.726992	11.45954	97.74192	63.41683
ARE - 01	-2.024542	20.97799	-4.080590	5.588530	0.140748	2.528652	29.29398	34.41589	23.21512	0.820000	8.573266	-2.349308	96.11122	89.86458
ARE - 02	-0.485321	21.07141	-3.105075	18.55492	0.330996	2.780023	30.75063	36.11555	10.99492	0.880000	8.774609	3.770840	98.55922	93.07166
ARE - 03	4.108972	20.79153	3.468777	24.41827	0.807331	3.957013	33.37848	36.17949	15.52238	1.310000	8.465999	4.072407	98.07189	102.3002
ARE - 04	0.899607	18.68407	4.898643	37.53671	3.010184	10.36622	35.67705	37.72346	23.83151	2.050000	7.789127	8.501422	102.3040	116.6227
ARE - 05	-7.534365	18.37902	0.752178	64.19771	79.24362	166.9705	42.69197	43.76541	30.45740	3.700000	6.866109	16.52602	104.3407	119.5531
ARE - 06	-6.534879	17.57911	6.236303	36.35319	50.87870	114.9036	48.96999	47.29638	23.21455	3.590000	6.247640	11.95708	102.5698	119.4764
ARE - 07	-13.22068	23.57303	-1.510919	46.95867	58.29001	148.9563	60.19630	56.03797	41.67531	3.710000	5.932240	12.53934	106.4990	136.7982
ARE - 08	-12.00603	22.37389	-2.122449	21.81228	45.92763	152.5751	73.04670	67.08122	19.19901	3.780000	5.745824	18.53336	99.67895	148.5127
ARE - 09	-16.14711	28.91297	-10.10592	31.63080	25.91799	88.20053	103.4799	84.05428	9.833459	3.760000	9.590368	-15.18295	108.5580	153.4619
ARE - 10	-7.039754	24.99448	-3.230005	26.94665	9.592371	34.89184	95.57687	75.03870	6.179974	3.740000	8.580640	11.00347	112.7184	151.0005
ARE - 11	-1.748348	21.49315	-0.853838	20.52844	4.554255	21.32493	84.11343	63.98566	5.006434	3.760000	7.339746	15.80887	110.8898	163.1280
ARE - 12	1.184544	21.89453	-0.554663	18.25086	4.739074	25.33682	76.45400	59.06886	4.434108	3.740000	6.897419	2.366258	108.3284	173.2941
BHR - 98	1.372950	14.02950	1.951987	109.4771	9.330619	4.020582	37.86808	50.07096	16.75676	2.050000	20.76470	-7.057409	105.7231	128.4891
BHR - 99	0.495870	13.57702	4.020430	108.0682	6.712543	6.383301	43.51477	52.31974	4.124095	2.400000	20.81543	2.656431	103.8066	141.8317
BHR - 00	0.994008	16.38843	6.319927	73.09105	2.724771	3.584248	33.85796	40.51175	10.22129	1.920000	16.20893	29.99149	100.0574	135.8090
BHR - 01	-1.984108	16.97367	2.131874	73.52041	2.184718	2.966000	36.59466	41.81563	9.240970	1.870000	17.26040	-3.363877	99.86678	127.0261
BHR - 02	-1.165557	23.01915	1.197232	71.16152	2.199034	3.148782	40.42932	44.35962	10.33846	2.090000	17.99929	3.564642	93.16437	130.6075
BHR - 03	0.597225	23.57232	0.792051	87.59980	2.468958	3.303144	39.36881	42.12545	6.357003	2.480000	17.31602	8.444943	92.35424	128.0915
BHR - 04	0.664219	22.51394	0.358170	102.7578	3.141321	3.558912	40.84381	43.94290	4.147240	2.450000	15.43841	10.99108	93.81382	140.7372
BHR - 05	-0.396746	25.68650	-2.665299	108.7365	4.452898	4.605881	41.83345	43.68434	21.99123	2.180000	14.05675	13.73499	95.24601	148.3135
BHR - 06	-1.527286	29.49899	-6.397572	114.1409	7.740815	7.444023	40.29518	44.87705	14.89358	2.530000	12.71274	8.842532	95.52589	147.1019
BHR - 07	-0.246517	33.55127	-5.958272	129.4652	7.488572	6.607570	47.99786	53.11805	39.29978	2.790000	12.09978	8.435437	92.42655	137.7851
BHR - 08	-1.721557	34.52260	-6.700622	82.36330	11.50756	12.00049	57.30357	64.21345	19.67983	3.250000	11.06929	11.36485	92.03623	145.8827
BHR - 09	-3.957585	25.25980	-7.093371	73.82007	3.735585	4.496933	71.21596	71.43727	5.809702	3.090000	13.97834	-12.99375	93.55883	117.9637
BHR - 10	-0.665423	26.04521	-3.245511	79.44962	1.118293	1.539253	67.11988	67.69726	10.50946	3.040000	12.92796	7.441015	96.43667	120.4724
BHR - 11	-1.157746	15.62556	-3.666688	59.05515	0.958575	1.481644	71.55060	68.91215	3.401335	3.000000	13.74562	10.63018	103.6563	126.8066
BHR - 12	1.618610	19.24781	-1.462555	52.23204	1.002825	1.857097	72.14715	69.12749	4.052808	2.970000	14.41489	2.227213	95.51475	122.1617
EGY - 98	2.428568	21.32916	0.412558	28.74142	5.927232	22.24237	83.73997	46.55501	10.77641	0.930000	11.30828	3.892273	99.28996	41.92763
EGY - 99	4.453787	20.80624	1.780966	36.20054	9.964039	31.59261	88.33512	52.00182	5.663642	1.450000	11.60598	0.869956	101.2156	38.36151
EGY - 00	3.712982	18.93561	1.715275	28.78786	11.13799	36.11615	89.01230	51.95328	11.58132	1.030000	11.20259	4.932867	101.3365	39.01794
EGY - 01	1.890475	17.73069	0.658109	24.92537	3.991836	14.68563	94.63069	54.93114	14.07257	1.240000	11.31865	1.867726	102.2329	39.81043
EGY - 02	0.723751	17.81473	0.746725	29.70242	2.911338	10.14350	101.5590	54.65540	12.30873	1.280000	12.58907	3.185448	103.8552	40.98707
EGY - 03	1.514651	16.31138	0.993448	32.64768	3.952888	12.33064	104.5881	53.89763	21.09060	1.240000	12.67066	6.777493	104.9573	46.17964
EGY - 04	2.383319	16.40223	0.976284	48.85006	7.113041	17.10142	104.7370	54.04291	15.82178	1.750000	12.75500	11.66991	105.5968	57.81990
EGY - 05	2.744965	17.92015	0.848112	88.83483	28.31255	42.96934	98.02134	51.16543	11.49323	2.070000	12.73909	6.212729	105.5095	62.95265
EGY - 06	5.068138	18.73078	1.475394	86.96857	44.15637	54.82089	92.96684	49.29098	15.00441	2.210000	12.28752	7.359978	107.1772	61.51854
EGY - 07	5.300631	20.85124	0.773718	106.7530	40.68192	45.60873	84.14640	45.51522	19.11931	2.220000	11.33190	12.59574	108.3431	65.07787
EGY - 08	5.364460	22.27806	1.387367	52.74926	42.77116	61.85359	77.69848	42.79751	10.48521	2.200000	10.88777	12.20398	109.8937	71.68063
EGY - 09	2.924244	18.91192	-0.134376	47.59793	27.94573	60.07003	75.11455	36.09271	9.474081	2.140000	11.35099	11.18554	111.4443	56.55344
EGY - 10	3.395562	18.59771	-0.089878	37.68815	16.95442	43.04059	69.42203	33.07230	12.42078	2.100000	11.16360	10.10686	112.2604	47.48052
EGY - 11	0.076759	16.91343	-0.751807	20.62817	9.318895	33.53113	74.61026	31.15492	6.664461	1.990000	11.45066	11.66298	108.6207	45.25563
EGY - 12	0.542637	15.61998	-2.230075	22.07038	7.670649	37.79322	77.65418	29.11209	12.34889	1.990000	11.36114	12.40864	113.4207	43.27389
JOR - 98	0.288064	21.17273	-1.018275	73.79951	8.254725	11.57391	79.63183	69.14073	6.315016	1.710000	24.37315	6.019841	100.2027	109.1960
JOR - 99	0.845401	23.41668	0.814876	71.51304	6.719980	9.387612	79.37886	71.40920	15.50080	1.660000	24.00558	-0.400497	101.1335	104.6174
JOR - 00	1.697383	21.12132	3.115999	58.44401	4.914090	7.718527	78.75994	72.11183	7.623095	1.770000	23.70650	-0.412218	102.3871	110.4886
JOR - 01	2.702209	19.42461	1.832640	70.38855	10.39946	16.57573	84.32796	75.72862	8.102771	1.450000	22.92361	0.779778	103.4245	109.4358
JOR - 02	3.251520	18.95236	2.797444	73.97599	13.96701	19.96753	83.49692	72.75553	8.590775	1.600000	22.69557	0.921214	105.5108	114.1902
JOR - 03	1.622188	20.62824	0.571097	107.5538	25.57641	28.88654	83.97513	70.81845	16.61472	1.840000	23.19067	2.144167	106.7003	115.8616
JOR - 04	5.976934	24.79498	2.902276	161.1509	46.70461	36.31017	90.74149	74.72597	10.46157	2.590000	21.30449	3.085533	106.8326	134.8197
JOR - 05	5.745037	30.62884	2.637409	298.9897	189.1114	84.98983	109.7436	88.09423	21.41435	3.470000	19.53086	2.024581	105.6343	146.9128
JOR - 06	5.652640	25.45205	1.805841	197.4471	133.1687	59.52683	109.0728	91.76887	12.83594	3.650000	20.63910	10.65169	103.7860	141.7478
JOR - 07	5.787101	27.48317	0.671148	240.8822	101.8529	49.12941	114.3188	91.63114	12.42508	3.440000	20.60270	5.050727	102.5744	145.9928
JOR - 08	4.915773	27.85087	3.565225	163.1479	127.4746	72.68983	110.9698	80.88281	21.09421	3.490000	21.57065	19.86803	102.0400	144.0172
JOR - 09	3.176246	25.15639	1.748901	133.7828	57.28849	40.30387	104.6207	75.53476	24.28963	3.280000	21.87628	2.818756	101.9854	114.9594
JOR - 10	0.119476	22.98865	0.402650	116.7984	35.74870	30.11903	99.92325	73.16499	9.223377	3.140000	20.53181	8.412183	98.78912	117.2582
JOR - 11	0.320765	24.50809	-1.114698	94.25370	13.94610	13.85795	106.6712	73.52915	2.697800	3.020000	22.87559	6.413457	98.87783	121.5139
JOR - 12	0.425690	26.01538	-1.320396	87.04753	8.989270	10.29159	114.2469	72.89579	-2.042080	2.990000	22.55552	4.500212	98.43925	120.5114
KWT - 98	-1.526983	18.31266	1.699412	69.87925	35.97060	42.28434	106.9431	60.72517	-0.781250	1.000000	30.50423	-17.14803	123.2766	94.95264
KWT - 99	-6.984553	14.17805	-3.892800	62.46164	20.12225	32.81094	92.44746	54.69566	1.607887	1.300000	26.86196	18.07267	117.9873	85.37370
KWT - 00	-0.129023	10.66551	3.058062	55.07183	11.16178	21.27015	70.41020	45.39067	6.319354	0.930000	21.47796	20.52647	115.4455	86.62057
KWT - 01	-3.053416	14.30707	-0.212202	66.46784	32.84194	52.12916	87.78295	64.29237	12.80530	1.140000	23.63330	-8.180194	113.5704	86.84235
KWT - 02	-0.400828	17.12683	2.239004	80.50789	56.77185	80.34789	88.30778	66.67290	4.754152	1.330000	25.27179	5.153043	115.3647	81.22519
KWT - 03	13.54371	16.63279	14.73196	124.0897	110.1353	117.0258	83.29200	67.73561	7.826176	1.860000	22.99713	4.924563	115.2475	86.55639
KWT - 04	6.722299	14.97973	8.751579	116.6976	81.78737	75.50374	70.15974	63.43835	12.34440	2.630000	19.85500	10.84995	113.8796	89.29611

	GDPCG	GFCFG	TFP	MCLCG	STG	TURN	DCFS	DCPS	M2G	FD	GCR	INF	SEP	TRADE
KWT - 05	5.289644	14.62722	8.759403	160.9940	116.3520	94.27140	61.96251	58.47966	11.98977	3.430000	15.71229	22.35761	113.2056	92.24346
KWT - 06	2.132728	15.93824	5.917256	126.9580	55.02676	43.15175	62.36386	57.43427	21.65885	3.500000	13.89549	16.17340	108.2239	89.71157
KWT - 07	0.288468	20.45671	3.652261	163.9146	105.2143	76.15721	68.84014	66.08316	19.09081	3.790000	14.00509	4.306789	106.1921	91.73138
KWT - 08	-3.106444	17.62998	-0.358796	72.70405	83.27029	83.15505	65.32532	63.54011	15.77144	3.780000	13.39727	18.66198	115.1334	92.68299
KWT - 09	-11.89757	17.97690	-8.973549	90.58378	66.02915	68.86291	86.81445	85.17390	13.41926	3.800000	18.49006	-17.21635	114.2287	88.86410
KWT - 10	-6.987700	17.93040	-1.748832	103.6320	36.22206	38.79265	71.10674	79.24740	2.966072	3.810000	17.23930	11.16571	113.8110	97.03155
KWT - 11	5.514624	13.50305	7.115960	65.48586	13.89054	19.40758	57.29735	64.46668	8.240770	3.750000	14.97469	16.61011	113.6368	99.11927
KWT - 12	4.116005	12.80385	5.869228	55.78532	13.21377	23.23478	50.40180	58.69846	6.465813	3.760000	15.14471	5.819466	113.0399	101.0133
LBN - 98	2.884198	28.40644	0.052027	13.82835	1.901760	12.40310	134.7470	73.89132	16.11012	1.120000	16.69662	4.091299	128.3233	54.71720
LBN - 99	-1.799369	22.91118	0.633279	11.04793	0.520670	4.205415	150.8417	82.26748	11.67532	1.660000	16.94314	0.739418	134.1416	50.81417
LBN - 00	-1.120294	21.02613	0.735061	9.171417	0.682778	6.725883	175.1461	87.90161	9.837569	1.550000	17.26749	-2.090104	130.9830	50.11530
LBN - 01	0.169504	20.77273	-1.620977	7.043272	0.323914	4.045801	191.1657	86.02285	7.465451	1.580000	17.59687	-1.632998	127.8276	55.55681
LBN - 02	-1.272121	19.39942	3.973380	7.316638	0.618727	8.962268	177.6224	82.57457	8.064690	1.880000	17.10308	4.971199	120.2314	51.04253
LBN - 03	-1.644725	19.78860	2.900277	7.451855	0.650603	9.017720	177.9049	78.64287	13.04402	2.250000	16.63419	1.571125	112.6188	54.09083
LBN - 04	2.919466	22.72871	-0.887138	11.07838	0.939957	10.31783	184.7369	78.88850	10.09363	2.910000	14.60272	-2.917119	107.7854	94.52675
LBN - 05	-0.731052	22.71977	0.938707	23.15263	4.340234	25.48727	181.3664	70.35607	4.494019	3.100000	14.69571	-1.087021	103.5906	96.36970
LBN - 06	-0.712227	20.36947	2.705151	37.98310	9.338627	30.82295	195.9378	72.55686	7.796531	3.420000	14.68440	0.774885	100.6443	94.65275
LBN - 07	7.818713	24.11066	4.441270	44.17935	4.031108	10.35411	185.1770	74.86096	12.41933	3.440000	13.87314	3.065554	101.4460	101.2874
LBN - 08	7.892055	27.70530	0.041312	33.43950	2.446444	6.881515	175.5211	77.04005	14.77558	3.400000	13.54318	7.521276	101.3630	109.5143
LBN - 09	8.720883	26.30963	0.735778	36.69130	2.965976	9.250421	162.1476	72.57765	19.62268	3.320000	12.99530	10.50343	102.3740	92.74914
LBN - 10	5.653409	24.82723	3.176993	33.11133	4.929036	14.70654	168.6965	83.47070	12.10500	3.400000	12.36126	0.159474	103.4032	98.11693
LBN - 11	1.034112	26.74159	-0.433732	25.35897	1.275678	4.494909	173.7743	89.64700	5.470996	3.440000	12.50434	3.371118	103.7442	100.4038
LBN - 12	1.227678	29.40187	-5.652273	23.82976	0.944138	3.987586	175.3466	91.64534	6.970164	3.490000	11.95960	5.479452	106.5790	133.5484
MAR - 98	6.489723	23.38931	4.129481	39.16876	3.473116	9.980972	73.57129	43.86461	6.037737	1.650000	16.72542	0.273232	80.88897	52.51714
MAR - 99	-0.777558	25.11493	-1.383702	34.46668	6.366332	17.22515	74.94847	47.69861	10.23928	1.690000	17.98167	0.814916	86.30996	55.96236
MAR - 00	0.360127	25.98041	-0.898770	29.44079	2.954273	8.893900	81.14271	51.00272	8.444173	1.700000	18.39082	-0.604425	91.61532	61.33367
MAR - 01	6.336101	24.84440	5.654045	24.08771	2.580672	9.742237	70.02269	44.55404	8.736924	1.430000	18.62421	0.783064	96.12108	61.35361
MAR - 02	2.218902	25.21631	0.227386	21.25531	1.452539	6.641859	70.71843	43.38493	8.638391	1.570000	18.26095	1.108716	101.1866	62.41194
MAR - 03	5.244455	25.11462	1.873111	26.39817	1.392098	6.379847	68.16749	42.40680	7.285980	1.710000	18.12708	0.730121	103.7504	60.15794
MAR - 04	3.779833	26.28021	-0.696197	44.01261	2.945212	8.777552	67.69020	42.60493	8.924471	2.280000	18.67687	1.017767	104.1413	63.69454
MAR - 05	1.989777	27.52734	-1.064265	45.72950	6.966198	15.86156	72.56773	46.12047	15.41063	2.460000	19.35078	1.465621	104.5641	70.22906
MAR - 06	6.745974	28.13851	2.743538	75.20141	20.57065	35.26242	77.68474	48.62025	18.87731	2.700000	18.54544	1.533150	104.5476	73.88022
MAR - 07	1.749416	31.24897	-2.242651	100.3566	34.92977	42.09118	90.41960	58.37398	18.82551	2.870000	18.21230	3.927441	106.5394	80.61270
MAR - 08	4.565317	33.02131	0.180450	73.97139	24.67216	31.05205	97.86061	63.17125	12.76748	2.870000	17.14934	5.864370	106.7555	88.34727
MAR - 09	3.646611	30.87956	-0.195372	69.20149	32.35857	45.72848	99.93245	64.68414	5.804702	2.940000	18.21246	1.500575	107.6025	68.39602
MAR - 10	2.410927	30.68030	-0.618557	76.18378	11.84691	16.28551	104.2451	68.66511	7.194598	2.940000	17.53044	0.645351	111.6718	76.30502
MAR - 11	3.586770	30.69921	-0.025684	60.56590	6.370426	9.780482	111.1340	71.98556	7.290617	2.940000	18.23209	0.060354	114.5398	84.26104
MAR - 12	1.181294	31.28217	-1.861236	54.88184	3.650592	6.211839	115.4525	73.40271	4.324375	3.220000	19.22883	0.420747	116.0538	86.22158
OMN - 98	2.953792	23.98020	-0.953681	31.18128	13.79445	33.79130	47.47569	47.32569	4.770199	0.760000	25.87971	-13.35240	91.26785	91.69423
OMN - 99	-0.177772	14.85050	-3.673686	27.38374	3.369414	12.17710	42.51414	46.08672	6.393285	0.680000	23.83391	11.67457	93.31202	86.25040
OMN - 00	4.427994	15.45076	2.721172	17.75274	2.833743	14.23776	37.62315	37.46015	6.024056	0.720000	21.48228	17.80755	94.72668	79.59363
OMN - 01	2.313032	17.05775	3.745954	13.39758	2.273492	14.57326	43.20026	40.13008	9.214277	0.580000	23.15725	-4.561944	95.70794	81.03700
OMN - 02	-4.073192	18.64453	0.346315	19.84403	2.634839	16.07484	40.66052	38.89952	5.232277	0.630000	23.65298	4.703464	93.87448	77.01843
OMN - 03	-5.957117	21.91700	-2.032213	23.17442	5.774434	27.72786	38.26077	36.78783	2.510908	1.010000	22.24640	10.34743	90.46690	82.55392
OMN - 04	-1.786114	24.36985	-0.153657	25.54335	7.210425	31.49425	34.26131	34.22527	3.952096	1.600000	22.42060	13.00690	93.22598	90.24744
OMN - 05	0.120560	22.01573	-0.678651	49.12482	10.33675	29.75643	27.76177	30.64989	21.26007	2.180000	20.78989	22.46469	85.47701	89.33980
OMN - 06	4.028370	23.86946	-0.733803	43.41676	8.924676	21.13730	27.54113	30.73004	24.59572	2.240000	18.62888	13.63045	82.51793	87.83675
OMN - 07	3.849734	28.86947	-1.420709	54.79452	12.90115	27.68851	32.58440	35.55104	37.38522	2.350000	18.81064	8.263665	85.24050	96.47258
OMN - 08	7.207446	30.62930	3.255121	24.48767	13.79266	44.24239	28.93286	35.12372	23.26620	2.330000	14.16170	33.75154	90.16295	95.66105
OMN - 09	3.335314	33.30610	-4.939934	35.75599	12.05171	36.20321	39.96691	46.69693	4.734999	2.200000	19.35524	-25.12813	101.1483	85.28215
OMN - 10	-0.415064	27.01662	0.527619	34.56128	5.835254	18.21650	37.17102	42.35110	11.34209	2.270000	18.14827	15.63533	101.8269	89.81887
OMN - 11	-6.527543	23.68169	-2.142684	28.36431	3.704279	12.88074	33.34771	40.24478	12.18115	2.240000	17.63295	17.52458	106.9891	100.7512
OMN - 12	-3.467010	22.26783	3.865754	25.94570	3.416116	13.29460	35.64116	41.52931	10.72702	2.310000	19.18974	5.397140	109.0072	98.57472
QAT - 98	1.020225	25.28779	4.231861	37.41409	2.593732	8.280156	69.37423	38.75596	8.042118	1.150000	31.58050	-18.38218	107.2442	91.05813
QAT - 99	1.820559	19.25368	0.038821	44.39556	2.727317	7.238462	66.87726	34.76292	11.35340	1.130000	25.65450	15.87947	106.5515	85.73297
QAT - 00	2.056945	28.56744	3.661081	29.00919	1.345729	4.486578	40.08647	26.84899	10.67616	0.830000	19.66866	32.65461	104.7228	89.61266
QAT - 01	0.268296	31.97160	-2.751143	41.85620	2.355460	5.627505	59.05906	34.89328	38.45465	0.950000	18.62625	-4.951905	105.6008	94.96867
QAT - 02	4.081981	18.88231	0.187828	54.58728	4.561355	8.356075	56.12973	28.67825	8.846918	1.670000	16.71727	3.008648	110.7367	88.46972
QAT - 03	-1.289602	20.15129	-2.799655	113.4601	13.68433	12.06092	48.55851	29.98816	5.520173	1.810000	15.40572	17.17651	113.4061	90.16495
QAT - 04	9.264913	29.11967	8.139915	166.9434	19.99322	11.97605	42.65375	28.98487	20.77896	2.760000	13.06704	13.10718	106.0118	90.37243
QAT - 05	-5.699220	32.64713	-6.962867	196.0803	63.00397	39.99613	42.66409	33.72159	42.85767	2.830000	14.29567	30.54274	102.5434	94.74554
QAT - 06	7.074974	34.86803	8.856347	101.1191	33.77910	27.62705	41.72833	35.99746	39.63417	2.640000	14.71768	8.361481	82.51793	98.57092
QAT - 07	-0.939876	31.51101	2.263607	119.7910	37.53204	38.09905	50.72496	41.57684	39.53980	2.940000	12.40389	10.96989	85.24050	96.11444
QAT - 08	-0.227778	34.30727	2.716684	66.19871	41.82764	56.13053	51.55543	40.80119	19.68947	3.410000	10.17584	22.90024	90.16295	89.43305
QAT - 09	-2.714132	41.88871	-0.914003	89.83341	26.08359	31.07810	76.06253	51.73511	16.88903	3.410000	15.63320	-24.21859	101.1483	80.14444
QAT - 10	4.344935	46.01673	5.041856	98.77684	14.63355	17.31856	71.62073	44.70180	23.07686	3.530000	13.98391	9.601058	91.42738	85.94693
QAT - 11	5.107198	41.11807	4.633963	73.85718	13.62208	18.57870	71.54126	39.27791	17.09374	3.550000	12.43187	20.07549	106.9891	97.45603

	GDPCG	GFCFG	TFP	MCLCG	STG	TURN	DCFS	DCPS	M2G	FD	GCR	INF	SEP	TRADE
QAT - 12	-4.422935	42.96405	-0.369673	66.40992	8.050826	12.16907	78.49987	36.52031	22.93401	3.610000	12.86846	5.680860	109.0072	77.93638
SAU - 98	1.650043	31.40028	1.095667	29.19818	9.407105	26.90169	41.13839	29.38911	3.631035	1.780000	28.38975	-13.97017	98.26503	56.47418
SAU - 99	-2.456906	29.74863	-4.301164	37.55019	9.204741	28.76756	41.05577	26.87090	6.833958	1.700000	25.52979	11.24910	97.35901	58.11919
SAU - 00	2.137403	28.84062	0.955687	35.64569	9.187571	27.13437	34.73782	24.37362	4.465956	1.540000	26.01036	11.64482	97.59669	68.55462
SAU - 01	-3.047784	18.37330	-3.010681	39.99699	12.14358	31.66506	39.35864	27.25706	5.087299	1.610000	27.49470	-3.410082	97.35156	63.95141
SAU - 02	-4.155152	18.11229	-3.457792	39.70029	18.91981	48.18963	40.94316	29.11032	15.19839	1.660000	26.09611	2.894775	93.54439	64.95410
SAU - 03	3.420360	18.40532	2.995563	73.30950	74.12796	137.0262	43.31145	28.39580	8.492345	2.100000	24.62543	5.704801	96.82333	70.23282
SAU - 04	4.123546	19.15647	4.855127	118.3601	182.8070	204.0768	40.35142	32.35426	17.25199	3.400000	22.85818	10.37087	95.55422	75.08284
SAU - 05	3.559957	19.31237	3.637784	196.7072	335.9629	231.7428	28.82406	35.41892	13.24101	3.930000	21.34028	18.26519	91.01686	81.95408
SAU - 06	2.739376	20.45213	2.084946	86.72568	372.2542	288.4000	21.30403	33.72459	20.40839	4.160000	22.03925	8.625702	91.41218	89.94460
SAU - 07	3.768651	23.65157	0.889821	123.8518	163.4581	161.4853	16.10311	37.07159	20.14137	3.860000	20.66207	4.194686	92.08059	94.86332
SAU - 08	6.573613	22.80373	2.979171	47.39103	100.9465	137.8208	-3.652808	37.68432	17.95967	3.830000	17.70425	15.32641	95.00819	96.10263
SAU - 09	0.195064	25.75649	-2.577797	74.28726	78.53149	119.2623	0.523787	45.62980	10.81024	3.880000	22.18701	-18.93180	98.12968	84.85834
SAU - 10	5.613508	24.49559	2.146058	67.08549	38.57235	60.46113	-0.125059	39.26797	5.172335	3.830000	20.25635	14.27607	100.9145	82.76854
SAU - 11	6.601525	22.65521	3.465675	50.61537	43.76390	84.64757	-4.112667	34.18896	13.26045	3.960000	19.43967	17.05509	100.6784	85.76484
SAU - 12	3.843998	22.34126	-0.161093	50.87224	70.08911	144.4495	-10.17976	36.43915	16.48948	4.230000	20.02588	3.603967	102.7789	83.74154
TUN - 98	3.454501	24.03424	2.923181	10.40206	0.862252	8.193506	62.18326	59.91141	5.441691	1.940000	16.42856	3.271676	116.3923	79.97946
TUN - 99	4.679588	24.35497	2.441190	11.79460	1.832661	16.90672	63.64336	59.46892	18.87200	1.950000	16.27474	3.361419	116.8840	77.90511
TUN - 00	3.650978	25.16673	1.169383	13.16861	2.913866	22.61361	66.36882	59.98901	14.13859	1.970000	16.67125	3.283340	115.8752	82.45593
TUN - 01	3.145771	25.32500	1.342853	10.43746	1.433284	12.32815	66.96717	61.51088	10.69202	1.980000	16.57159	3.506637	114.3258	89.55192
TUN - 02	0.691411	24.76369	-1.021989	9.209975	0.955675	9.974540	67.63030	62.30297	4.436110	2.000000	17.22662	1.888413	112.2298	85.34166
TUN - 03	4.406103	22.90032	2.367193	8.976077	0.597528	7.139065	65.39615	60.74797	6.401517	1.980000	17.20111	2.024543	110.7926	82.39011
TUN - 04	4.630970	22.12876	2.953955	8.469545	0.725007	8.856713	64.15150	58.95063	11.32561	2.260000	16.92234	3.958453	109.9509	86.94829
TUN - 05	2.819182	21.33052	0.819197	8.909158	1.409629	16.49638	63.53631	58.29171	11.03532	2.470000	16.91935	3.841797	110.0321	90.25125
TUN - 06	4.620446	22.58287	2.174929	12.93363	1.518365	14.25711	63.79261	57.32791	11.59604	2.660000	16.70866	3.436190	109.7367	93.93785
TUN - 07	5.216967	23.04681	2.726259	13.75912	1.675993	13.31026	64.37566	57.85082	12.41173	2.600000	16.50748	2.571399	107.1301	104.0755
TUN - 08	3.684263	23.52292	1.037063	14.20919	3.331593	25.48315	65.60100	59.89050	14.76179	2.740000	16.08785	5.839657	106.7885	115.3961
TUN - 09	2.509499	24.18162	0.300288	20.98759	2.893308	16.22942	68.42190	62.24744	12.49622	2.770000	16.26228	2.471550	107.5218	94.36919
TUN - 10	2.197042	24.44283	-0.179752	24.04381	3.826013	17.16754	73.49267	68.52841	11.33400	2.860000	16.22102	4.964266	108.8138	104.8637
TUN - 11	-1.689288	21.66592	-4.971649	21.02621	2.430566	10.98011	82.91423	76.26136	9.318967	2.860000	17.94617	2.246686	108.3419	105.5712
TUN - 12	3.654294	21.61617	0.230559	19.64446	2.765973	13.49199	83.02224	75.93313	7.724236	2.960000	18.38977	4.361866	109.7051	107.5405

الملحق9 تقديرات متغيرات القطاع الحقيقي مع متغيرات البورصة

التقدير الساكن لأثر متغيرات البورصة على إجمالي الناتج المحلي

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 06/29/15 Time: 23:52
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MCLCG	0.007723	0.001486	5.198102	0.0000
STG	0.043269	0.003259	13.27826	0.0000
TURN	-0.055655	0.003924	-14.18355	0.0000
GCR	-0.039028	0.043751	-0.892058	0.3738
INF	0.039107	0.009480	4.125287	0.0001
SEP	-0.071764	0.011597	-6.187996	0.0000
TRADE	0.003222	0.003514	0.916755	0.3608
C	9.170116	1.670995	5.487819	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.842899	Mean dependent var	-1.254041
Adjusted R-s	0.824730	S.D. dependent var	4.367075
S.E. of regre	1.024742	Sum squared resid	154.3641
F-statistic	46.39421	Durbin-Watson stat	2.069767
Prob(F-statis	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.352980	Mean dependent var	1.262238
Sum square	1909.638	Durbin-Watson stat	1.497797

التقدير الساكن لأثر متغيرات البورصة على إجمالي تكوين رأس المال الثابت

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 06/30/15 Time: 00:02
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MCLCG	0.028723	0.013472	2.132064	0.0346
STG	-0.010331	0.017454	-0.591906	0.5548
TURN	-0.014229	0.018429	-0.772078	0.4412
GCR	-0.563351	0.120697	-4.667462	0.0000
INF	-0.134150	0.036769	-3.648502	0.0004
SEP	-0.031181	0.047087	-0.662213	0.5088
TRADE	0.033500	0.022028	1.520801	0.1303
C	32.84536	5.685222	5.777322	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	5.803496	0.6833
Idiosyncratic random	3.951270	0.3167

Weighted Statistics

R-squared	0.235163	Mean dependent v	4.034349
Adjusted	0.201062	S.D. dependent va	3.881254
S.E. of reg	3.916112	Sum squared resid	2507.742
F-statistic	6.896058	Durbin-Watson sta	1.692398
Prob(F-sta	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	-0.035071	Mean dependent v	3.30134
Sum squar	5922.971	Durbin-Watson sta	1.291466

التقدير الساكن لأثر متغيرات البورصة على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

Dependent Variable: TFP
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 10/30/15 Time: 00:07
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MCLCG	0.005592	0.007840	0.713217	0.4768
STG	0.015042	0.013391	1.123318	0.2630
TURN	-0.006922	0.012743	-0.543209	0.5878
GCR	0.053005	0.053204	0.996252	0.3207
INF	0.088778	0.028092	3.160270	0.0019
SEP	0.035477	0.027876	1.272647	0.2050
TRADE	-0.023514	0.009958	-2.361319	0.0194
C	-2.731069	3.400804	-0.803066	0.4232

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.000000	0.0000
Idiosyncratic random	3.208551	1.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.141881	Mean dependent v	0.678436
Adjusted R	0.103621	S.D. dependent var	3.439323
S.E. of reg	3.256258	Sum squared resid	1664.705
F-statistic	3.708326	Durbin-Watson stat	1.655394
Prob(F-sta	0.000969		

Unweighted Statistics

R-squared	0.141881	Mean dependent v	0.678436
Sum squar	1664.705	Durbin-Watson stat	1.655394

تابع الملحق 9

تقدير أثر متغيرات البورصة على إجمالي الناتج المحلي عن طريق FMLOS

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 10/30/15 Time: 00:16
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West f bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MCLCG	0.009569	0.005848	1.636349	0.1041
STG	0.039402	0.007407	5.319634	0.0000
TURN	-0.057396	0.007963	-7.207688	0.0000
GCR	-0.207175	0.063462	-3.264564	0.0014
INF	0.066787	0.016286	4.100939	0.0001
SEP	-0.091449	0.021709	-4.212532	0.0000
TRADE	-0.007414	0.010080	-0.735502	0.4633

R-squared	0.362012	Mean dependent var	1.248218
Adjusted R-	0.282263	S.D. dependent var	4.327001
S.E. of regr	3.665807	Sum squared resid	1827.587
Long-run va	2.421486		

تقدير أثر متغيرات البورصة على إجمالي تكوين رأس المال الثابت عن طريق FMLOS

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 10/30/15 Time: 00:22
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MCLCG	0.023852	0.008906	2.678315	0.0083
STG	-0.005649	0.011279	-0.500889	0.6173
TURN	-0.013200	0.012126	-1.088558	0.2783
GCR	-0.691011	0.096641	-7.150258	0.0000
INF	-0.153183	0.024800	-6.176600	0.0000
SEP	-0.052701	0.033059	-1.594156	0.1132
TRADE	0.027914	0.015351	1.818433	0.0712

R-squared	0.637569	Mean dependent var	23.29902
Adjusted R-squared	0.592265	S.D. dependent var	5.996886
S.E. of regression	3.829259	Sum squared resid	1994.199
Long-run variance	5.615433		

تقدير أثر متغيرات البورصة على مجمل انتاجية عوامل الإنتاج عن طريق FMLOS

Dependent Variable: TFP
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 10/30/15 Time: 00:24
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MCLCG	0.003630	0.005467	0.663835	0.5079
STG	0.006973	0.006925	1.006982	0.3157
TURN	0.010514	0.007445	1.412178	0.1602
GCR	0.020199	0.059332	0.340444	0.7340
INF	0.104437	0.015226	6.859123	0.0000
SEP	-0.047072	0.020296	-2.319275	0.0219
TRADE	-0.044976	0.009424	-4.772229	0.0000

R-squared	0.240772	Mean dependent var	0.658309
Adjusted R-squared	0.145869	S.D. dependent var	3.505301
S.E. of regression	3.239572	Sum squared resid	1427.296
Long-run variance	2.116594		

تابع الملحق 9

تقدير أثر متغيرات البورصة على إجمالي الناتج المحلي عن طريق GMM

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 06/02/15 Time: 17:48
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDPCG(-1)	0.312396	0.026573	11.75605	0.0000
MCLCG	0.014325	0.004421	3.239814	0.0015
STG	0.013970	0.008596	1.625247	0.1064
TURN	-0.054326	0.008813	-6.307557	0.0000
GCR	-0.109815	0.041845	-2.624308	0.0097
INF	0.108185	0.007646	14.14838	0.0000
SEP	-0.122516	0.021455	-5.710340	0.0000
TRADE	0.010832	0.004091	2.647791	0.0091

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean dependent var	0.175207	S.D. dependent var	3.927345
S.E. of regression	3.598755	Sum squared resid	1748.390
J-statistic	75.52148	Instrument rank	85
Prob(J-statistic)	0.526340		

تقدير أثر متغيرات البورصة على إجمالي تكوين رأس المال الثابت عن طريق GMM

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 07/02/15 Time: 17:44
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GFCFG(-1)	0.601355	0.008694	69.16671	0.0000
MCLCG	0.031079	0.002714	11.45010	0.0000
STG	-0.026406	0.004177	-6.321402	0.0000
TURN	0.026933	0.003049	8.832270	0.0000
GCR	-0.178251	0.022637	-7.874380	0.0000
INF	-0.124912	0.008188	-15.25551	0.0000
SEP	-0.093852	0.012310	-7.624245	0.0000
TRADE	0.064609	0.005623	11.48989	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean dependent var	-1.319527	S.D. dependent var	4.226947
S.E. of regression	2.870728	Sum squared resid	1112.546
J-statistic	86.45354	Instrument rank	85
Prob(J-statistic)	0.215964		

تقدير أثر متغيرات البورصة على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج عن طريق GMM

Dependent Variable: TFP
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 10/31/15 Time: 17:38
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TFP(-1)	0.068138	0.030464	2.236672	0.0269
MCLCG	0.007205	0.005323	1.353624	0.1781
STG	0.002438	0.009245	0.263726	0.7924
TURN	-0.004157	0.010700	-0.388430	0.6983
GCR	0.010016	0.091093	0.109958	0.9126
INF	0.166696	0.009633	17.30511	0.0000
SEP	-0.042359	0.028862	-1.467614	0.1445
TRADE	-0.070248	0.008669	-8.103124	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean dependent var	0.600776	S.D. dependent var	3.375129
S.E. of regression	3.311552	Sum squared resid	1480.461
J-statistic	80.68627	Instrument rank	85
Prob(J-statistic)	0.364679		

الملحق10 تقديرات متغيرات القطاع الحقيقي مع متغيرات القطاع المصرفي

التقدير الساكن لأثر متغيرات القطاع المصرفي على إجمالي الناتج المحلي

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 06/30/15 Time: 23:40
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCFS	-0.060746	0.010063	-6.038628	0.0000
DCPS	-0.049945	0.020366	-2.452298	0.0154
M2G	-0.025087	0.011498	-2.181610	0.0307
GCR	-0.058844	0.048839	-1.204869	0.2302
INF	0.020308	0.013963	1.454428	0.1480
SEP	-0.057335	0.016602	-3.453559	0.0007
TRADE	0.033694	0.007963	4.215632	0.0000
C	12.43352	2.147848	5.788826	0.0000

Effects Specification
Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.748768	Mean dependent var	0.298927
Adjusted R-squared	0.719714	S.D. dependent var	1.965532
S.E. of regression	1.046757	Sum squared resid	161.0680
F-statistic	25.77163	Durbin-Watson stat	1.970234
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.366404	Mean dependent var	1.262238
Sum squared resid	1870.016	Durbin-Watson stat	1.360409

التقدير الساكن لأثر متغيرات القطاع المصرفي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت

Dependent Variable: TFP
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 06/30/15 Time: 23:48
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCFS	-0.036923	0.011072	-3.334737	0.0011
DCPS	-0.038636	0.019229	-2.009320	0.0463
M2G	-0.025998	0.013681	-1.900272	0.0594
GCR	-0.045729	0.057010	-0.802121	0.4238
INF	0.052950	0.020408	2.594636	0.0104
SEP	-0.022909	0.018753	-1.221602	0.2238
TRADE	-0.020937	0.008836	-2.369420	0.0191
C	10.59178	2.129416	4.974032	0.0000

Effects Specification
Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.689528	Mean dependent var	0.351839
Adjusted R-squared	0.653623	S.D. dependent var	1.815124
S.E. of regression	1.036318	Sum squared resid	158.7866
F-statistic	19.20429	Durbin-Watson stat	1.978903
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.224950	Mean dependent var	0.678436
Sum squared resid	1503.556	Durbin-Watson stat	1.616852

التقدير الساكن لأثر متغيرات القطاع المصرفي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 06/30/15 Time: 23:44
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCFS	0.070249	0.004989	14.08084	0.0000
DCPS	0.012818	0.010594	1.210000	0.2282
M2G	0.105198	0.009518	11.05277	0.0000
GCR	-0.613649	0.043621	-14.06788	0.0000
INF	-0.128796	0.013274	-9.703205	0.0000
SEP	-0.014782	0.011635	-1.270441	0.2059
TRADE	0.014969	0.006484	2.308644	0.0224
C	27.46558	1.265351	21.70589	0.0000

Effects Specification
Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.929125	Mean dependent var	10.08068
Adjusted R-squ	0.920928	S.D. dependent var	31.45663
S.E. of regressi	1.053396	Sum squared resid	163.1174
F-statistic	113.3567	Durbin-Watson stat	1.812311
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.618135	Mean dependent var	23.30134
Sum squared re	2185.140	Durbin-Watson stat	0.743228

تابع الملحق 10

تقدير أثر متغيرات القطاع المصرفي على إجمالي الناتج المحلي عن طريق FMLOS

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 07/04/15 Time: 09:50
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCFS	-0.064429	0.014827	-4.345457	0.0000
DCPS	-0.051429	0.025378	-2.026475	0.0447
M2G	-0.044077	0.021686	-2.032462	0.0441
GCR	-0.168184	0.078980	-2.129461	0.0350
INF	0.026920	0.019347	1.391443	0.1664
SEP	-0.076027	0.024065	-3.081390	0.0025
TRADE	0.026439	0.011406	2.317931	0.0219

R-squared	0.371393	Mean dependent var	1.248218
Adjusted R-squared	0.292817	S.D. dependent var	4.327001
S.E. of regression	3.638756	Sum squared resid	1800.714
Long-run variance	2.805336		

تقدير أثر متغيرات القطاع المصرفي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت عن طريق FMLOS

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 07/04/15 Time: 09:54
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCFS	0.092013	0.014440	6.372186	0.0000
DCPS	0.000701	0.024716	0.028370	0.9774
M2G	0.113258	0.021121	5.362452	0.0000
GCR	-0.781324	0.076919	-10.15777	0.0000
INF	-0.109654	0.018842	-5.819718	0.0000
SEP	-0.028378	0.024314	-1.167157	0.2452
TRADE	0.003109	0.011109	0.279891	0.7800

R-squared	0.673338	Mean dependent var	23.29902
Adjusted R-squared	0.632505	S.D. dependent var	5.996886
S.E. of regression	3.635395	Sum squared resid	1797.389
Long-run variance	2.660844		

تقدير أثر متغيرات القطاع المصرفي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج عن طريق FMLOS

Dependent Variable: TFP
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 07/04/15 Time: 09:57
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DCFS	-0.039015	0.014053	-2.776310	0.0063
DCPS	-0.039233	0.024054	-1.631037	0.1052
M2G	-0.012811	0.020555	-0.623265	0.5342
GCR	-0.027528	0.074858	-0.367735	0.7136
INF	0.078388	0.018337	4.274901	0.0000
SEP	-0.028681	0.023662	-1.212120	0.2276
TRADE	-0.009022	0.010811	-0.834468	0.4055

R-squared	0.261016	Mean dependent var	0.658309
Adjusted R-squared	0.168643	S.D. dependent var	3.505301
S.E. of regression	3.196091	Sum squared resid	1389.240
Long-run variance	2.520149		

تابع الملحق 10

تقدير أثر متغيرات القطاع المصرفي على إجمالي الناتج المحلي عن طريق GMM

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 07/04/15 Time: 19:20
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GFCFG(-1)	0.553562	0.022393	24.72041	0.0000
DCFS	0.052077	0.009669	5.386094	0.0000
DCPS	-0.017573	0.012079	-1.454808	0.1480
M2G	0.094397	0.012277	7.688811	0.0000
GCR	-0.299988	0.075476	-3.974619	0.0001
INF	-0.141419	0.009509	-14.87233	0.0000
SEP	-0.048896	0.022413	-2.181641	0.0309
TRADE	0.083487	0.013714	6.087709	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean dependent var	-1.319527	S.D. dependent var	4.226947
S.E. of regression	2.940314	Sum squared resid	1167.135
J-statistic	74.34327	Instrument rank	85
Prob(J-statistic)	0.564618		

تقدير أثر متغيرات القطاع المصرفي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت عن طريق GMM

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 10/31/15 Time: 19:17
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDPCG(-1)	0.306773	0.028698	10.68973	0.0000
DCFS	-0.003898	0.036810	-0.105897	0.9158
DCPS	-0.175988	0.028548	-6.164726	0.0000
M2G	-0.148511	0.017597	-8.439436	0.0000
GCR	-0.292049	0.112523	-2.595462	0.0105
INF	0.027057	0.018420	1.468951	0.1442
SEP	-0.154812	0.043610	-3.549917	0.0005
TRADE	0.075990	0.017413	4.364107	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean dependent var	0.175207	S.D. dependent var	3.927345
S.E. of regression	3.727928	Sum squared resid	1876.156
J-statistic	66.71082	Instrument rank	85
Prob(J-statistic)	0.792423		

تقدير أثر متغيرات القطاع المصرفي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج عن طريق GMM

Dependent Variable: TFP
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 07/06/15 Time: 19:24
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TFP(-1)	0.064215	0.030353	2.115612	0.0362
DCFS	-0.008911	0.021917	-0.406584	0.6850
DCPS	-0.133580	0.026730	-4.997359	0.0000
M2G	-0.069745	0.010943	-6.373337	0.0000
GCR	-0.153082	0.069912	-2.189632	0.0303
INF	0.112483	0.010676	10.53648	0.0000
SEP	-0.010384	0.034617	-0.299965	0.7647
TRADE	-0.010472	0.011891	-0.880707	0.3800

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean dependent var	0.600776	S.D. dependent var	3.375129
S.E. of regression	3.275336	Sum squared resid	1448.257
J-statistic	81.23983	Instrument rank	85
Prob(J-statistic)	0.348604		

الملحق 11 : تقديرات متغيرات القطاع الحقيقي والمؤشر الشامل للتطور المالي

التقدير الساكن لأثر التطور المالي على إجمالي الناتج المحلي

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 07/04/15 Time: 10:05
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FD	-1.472022	0.067886	-21.68366	0.0000
GCR	-0.346972	0.024107	-14.39306	0.0000
INF	0.041304	0.004283	9.644303	0.0000
SEP	-0.074597	0.008742	-8.532873	0.0000
TRADE	0.037697	0.001961	19.22181	0.0000
C	14.69683	1.135605	12.94185	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.935105	Mean dependent var	-0.575960
Adjusted R-squared	0.928572	S.D. dependent var	4.391641
S.E. of regression	1.047344	Sum squared resid	163.4424
F-statistic	143.1347	Durbin-Watson stat	1.888695
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.318696	Mean dependent var	1.262238
Sum squared resid	2010.823	Durbin-Watson stat	1.329209

التقدير الساكن لأثر التطور المالي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 11/01/15 Time: 19:35
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FD	1.020159	0.624458	1.633671	0.1043
GCR	-0.394463	0.157504	-2.504469	0.0133
INF	-0.122722	0.037560	-3.267374	0.0013
SEP	-0.042744	0.047493	-0.900017	0.3695
TRADE	0.011653	0.026536	0.439134	0.6612
C	31.63340	5.768979	5.483361	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	5.135000	0.6225
Idiosyncratic random	3.998580	0.3775

Weighted Statistics

R-squared	0.208641	Mean dependent var	1.592990
Adjusted R	0.183755	S.D. dependent var	4.397616
S.E. of regr	3.973082	Sum squared resid	2509.876
F-statistic	8.384018	Durbin-Watson stat	0.658462
Prob(F-stat	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.044223	Mean dependent var	3.30134
Sum squar	5469.229	Durbin-Watson stat	0.302174

التقدير الساكن لأثر التطور المالي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

Dependent Variable: TFP
Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)
Date: 11/01/15 Time: 19:40
Sample: 1998 2012
Periods included: 15
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 165
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FD	0.121455	0.325771	0.372823	0.7098
GCR	0.032940	0.072464	0.454574	0.6501
INF	0.094007	0.018688	5.030400	0.0000
SEP	-0.044962	0.017030	-2.640154	0.0092
TRADE	-0.038320	0.009806	-3.907753	0.0001
C	7.496302	2.202065	3.404215	0.0009

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.462943	Mean dependent var	0.198627
Adjusted R-squared	0.408877	S.D. dependent var	1.351209
S.E. of regression	1.046902	Sum squared resid	163.3045
F-statistic	8.562541	Durbin-Watson stat	2.016678
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.190422	Mean dependent var	0.678436
Sum squared resid	1570.538	Durbin-Watson stat	1.661111

تابع الملحق 11

تقدير أثر التطور المالي على إجمالي الناتج المحلي عن طريق FMLOS

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 07/04/15 Time: 21:22
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FD	-1.900252	0.525353	-3.617096	0.0004
GCR	-0.636173	0.152318	-4.176598	0.0001
INF	0.056411	0.028988	1.946030	0.0537
SEP	-0.077255	0.038201	-2.022359	0.0451
TRADE	0.041680	0.021504	1.938230	0.0546

R-squared	0.327096	Mean dependent var	1.248218
Adjusted R-squared	0.253955	S.D. dependent var	4.327001
S.E. of regression	3.737400	Sum squared resid	1927.606
Long-run variance	7.522945		

تقدير أثر التطور المالي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت عن طريق FMLOS

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 07/04/15 Time: 21:35
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FD	1.528227	0.450731	3.390555	0.0009
GCR	-0.406384	0.130683	-3.109695	0.0023
INF	-0.125683	0.024870	-5.053503	0.0000
SEP	-0.048604	0.032775	-1.482975	0.1404
TRADE	-0.003850	0.018450	-0.208694	0.8350

R-squared	0.630846	Mean dependent var	23.29902
Adjusted R-squared	0.590720	S.D. dependent var	5.996886
S.E. of regression	3.836507	Sum squared resid	2031.192
Long-run variance	5.537578		

تقدير أثر متغيرات التطور المالي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج عن طريق FMLOS

Dependent Variable: TFP
Method: Panel Fully Modified Least Squares (FMOLS)
Date: 11/01/15 Time: 21:42
Sample (adjusted): 1999 2012
Periods included: 14
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 154
Panel method: Pooled estimation
Cointegrating equation deterministics: C
First-stage residuals use heterogeneous long-run coefficients
Coefficient covariance computed using default method
Long-run covariance estimates (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FD	0.123315	0.446918	0.275924	0.7830
GCR	-0.051585	0.129577	-0.398105	0.6912
INF	0.122953	0.024660	4.985927	0.0000
SEP	-0.045076	0.032497	-1.387061	0.1677
TRADE	-0.039408	0.018294	-2.154155	0.0330

R-squared	0.210191	Mean dependent var	0.658309
Adjusted R-squared	0.124342	S.D. dependent var	3.505301
S.E. of regression	3.280141	Sum squared resid	1484.787
Long-run variance	5.444299		

تابع الملحق 11

تقدير أثر التطور المالي على إجمالي الناتج المحلي عن طريق GMM

Dependent Variable: GDPCG
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 11/01/15 Time: 21:47
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDPCG(-1)	0.298862	0.015928	18.76336	0.0000
FD	-1.640422	0.204974	-8.003070	0.0000
GCR	-0.313855	0.019855	-15.80694	0.0000
INF	0.080783	0.005447	14.83131	0.0000
SEP	-0.075839	0.019901	-3.810886	0.0002
TRADE	0.056400	0.006158	9.159383	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean depen	0.175207	S.D. dependent var	3.927345
S.E. of regr	3.551829	Sum squared resid	1728.322
J-statistic	73.12479	Instrument rank	85
Prob(J-stati	0.664989		

تقدير أثر التطور المالي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت عن طريق GMM

Dependent Variable: TFP
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 11/01/15 Time: 21:54
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TFP(-1)	0.089537	0.023427	3.822004	0.0002
FD	-0.540358	0.157942	-3.421241	0.0008
GCR	-0.080562	0.089950	-0.895629	0.3720
INF	0.160194	0.009900	16.18156	0.0000
SEP	-0.029854	0.024937	-1.197186	0.2333
TRADE	-0.049933	0.007561	-6.604172	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean depend	0.600776	S.D. dependent var	3.375129
S.E. of regres	3.301201	Sum squared resid	1493.017
J-statistic	83.26633	Instrument rank	85
Prob(J-statisti	0.349629		

تقدير أثر التطور المالي على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج عن طريق GMM

Dependent Variable: GFCFG
Method: Panel Generalized Method of Moments
Transformation: Orthogonal Deviations
Date: 11/01/15 Time: 21:51
Sample (adjusted): 2000 2012
Periods included: 13
Cross-sections included: 11
Total panel (balanced) observations: 143
Period SUR instrument weighting matrix
Instrument specification: @DYN(GDPCG,-2)
Constant added to instrument list

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GFCFG(-1)	0.584411	0.011726	49.83837	0.0000
FD	0.414337	0.133362	3.106850	0.0023
GCR	0.002496	0.048187	0.051792	0.9588
INF	-0.116654	0.008983	-12.98540	0.0000
SEP	-0.115903	0.016527	-7.013005	0.0000
TRADE	0.091809	0.011691	7.853250	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (orthogonal deviations)

Mean depen	-1.319527	S.D. dependent var	4.226947
S.E. of regre	3.029383	Sum squared resid	1257.271
J-statistic	72.92552	Instrument rank	85
Prob(J-statist	0.671051		

الاختصارات والمصطلحات

الاختصار	المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية
ASR	إعادة شراء حصص الشركات	**Accelerated share repurchase**
	عدم تماثل المعلومات	**Asymmetric information**
ATMs	آلات الصراف الآلي	**Automated teller machines**
	البانل متزنة	**Balanced Panel**
	تقديرات متحيزة	**Biased estimates**
	سوق رأس المال	**Capital Market**
	التكامل المشترك	**Co-integration**
	حوكمة الشركات	**Corporate governance**
	الطلب التابع	**Demand following**
	مقدر العزوم المعممة ذو الفروق	**Difference GMM Estimator**
	متغير صوري	**Dummy variable**
	نموذج النمو الداخلي	**Endogenous growth model**
	المشاريع الريادية	**Entrepreneurial**
ECM	نموذج الخطأ العشوائي المركب	**Error Components Model**
	المتغيرات المساعدة خارجية التأثير	**Exogenous**
	التحرير المالي	**Financial Liberation**
	الأسواق المالية	**Financial Market**
	الكبح المالي	**Financial repression**
FEM	نموذج الآثار الثابتة	**Fixed Effects Model**
	العقود المستقبلية	**Forward contracts**
FMOLS	نموذج المربعات الصغرى المعدلة بالكامل	**Fully Modified Ordinary Least Squares**
	نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي	**GDP per capita**
GLS	المربعات الصغرى المعممة	**General Last Square**
GMM	نموذج العزوم المعممة	**Generalized Method of Moments**
	نظام مقدر العزوم المعممة	**GMM-System**
GDP	الناتج المحلي الإجمالي	**Gross Domestic Product**
	الأخطاء متجانسة	**Homoscedastic error terms**
	التنويع الأفقي	**Horizontal Diversification**
IV	متغيرات الأداة (مساعدة)	**Instrumental Variable**
LSDV	المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية	**Least Squares Dummy Variables**
	إدارة الخصوم	**Liability management**
	رسملة البورصة	**Market Capitalization**
	المنافسة الحادة في السوق	**Market frictions**
MENA	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	**Middle East and North Africa**
	سوق النقد	**Money Market**
	الخطر الأخلاقي	**Moral hazard**
	المتغيرات المهملة	**Omitted variables**
	عقود الاختيارات	**Options contracts**
OLS	المربعات الصغرى العادية (الاعتيادية)	**Ordinary Last Square**
OECD	منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي	**Organization of Economic Cooperation and Development**

الاختصار	المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية
	جذر الوحدة لنماذج البانل	**Panel unit root tests**
PDM	نماذج البانل	**Panel Data Models**
PMG	وسط المجموعة المدمج	**Pooled Mean Group**
PRM	نموذج الانحدار المجمع	**Pooled Regression Model**
	سوق الإصدار	**Primary Market**
PCA	تحليل المركبات الأساسية	**Principal Component Analysis**
REM	نموذج الآثار العشوائية	**Random Effects Model**
	الانتقاء العكسي	**Reverse selection**
	السوق الثانوي	**Secondary Market**
	العرض الموجه	**Supply Leading**
TFP	مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج	**Total Factor Productivity**
	معدل الدوران	**Turnover**
	البانل غير المتزن	**Unbalanced Panel**
	الاختلاف غير الملحوظ	**Unobserved heterogeneity**
VCEM	نموذج تصحيح الخطأ	**Vector Correction Error Model**
VAR	نموذج الانحدار الذاتي	**Victor Auto Regression**
	التقدير الضمني	**Within Estimator**
WFEX	الاتحاد الدولي للبورصات	**World Federation of Exchange**

تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا
الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي

الملخص

حاولت هذه الدراسة تحليل العلاقة بين تطور النظام المالي من خلال الأسواق المالية والجهاز المصرفي ومدى تأثيرهما على النمو الاقتصادي. وذلك بغرض إثراء النقاش حول تلك العلاقة من خلال تحليل المعيقات التي قد تعترض الدور الذي من المفترض أن تلعبه البنوك والأسواق المالية في تحقيق النمو بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

وقد تم تحليل بيانات أحد عشر دولة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة بين 1998 و2012. فاستخدمت ستة متغيرات مالية هي: رسملة البورصة، قيمة التداول ومعدل الدوران بالنسبة لسوق الأوراق المالية؛ والائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي والمعروض النقدي. أما لقياس النمو الاقتصادي فاستخدم معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج وإجمالي تكوين الرأس المال الثابت. كما تم بناء مؤشر مركب يأخذ بعين الاعتبار المعايير الكمية والنوعية وضم هذا المؤشر عشرون متغيرًا. وتم الاستعانة بالتحليل القياسي من عبر استخدام نماذج البانل الساكنة، والنماذج الديناميكية عن طريق المربعات الصغرى المعدلة بالكامل FMOLS. وطريقة مقدر العزوم المعممة GMM.

وجاءت النتائج لتؤيد دور سوق الأوراق المالية الإيجابي في زيادة معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وفي الاستثمار، وغياب هذا التأثير على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج. كما توصلت الدراسة إلى التأثير الإيجابي لمتغيرات القطاع المصرفي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت، فيما كان التأثير سلبيًا على حصة الفرد من الناتج وعلى الإنتاجية. وعند إدراج المتغيرات المالية الكمية والنوعية في مؤشر مالي شامل كانت النتيجة تأثير سلبي على الإنتاجية ونصيب الفرد من الناتج على المدى الطويل، بينما كان التأثير إيجابيًا على الاستثمار. ومن خلال النتائج السابقة يظهر أنه على الرغم من الإصلاحات التي نهجتها بلدان المنطقة في نظمها المالية إلا أن ذلك لم يتوافق مع حققته بلدان أخرى في نفس المستوى من الدخل، بسبب عدم تهيئة المؤسسات المالية والمصرفية بالشكل المناسب لدعم النمو.

الكلمات المفتاحية: النمو الاقتصادي، الأسواق المالية، التطور المالي، نماذج البانل.

The Impact of Financial Markets on Economic Growth in the MENA Region Interdependence between the Financial Sector and the Real Sector

Abstract

This study tried to analyze the relationship between the evolution of the financial system through the financial markets and banking sector, and their impact on economic growth. In order to enrich the discussion about this relationship through analyzing the obstacles which face the role of banks and financial markets in realizing the growth in MENA region.

We have analyzed in this study the data of eleven countries of MENA region during the period 1998- 2012. We used six financial variables as following: capitalizing, trading value and turnover from the stock market, domestic credit granted to the private sector, domestic credit from the banking sector and money supply. For assessing the economic growth we used GDP per capita growth rate, total factors productivity, and gross fixed-capital formation, furthermore, we formed a composite index which takes into consideration qualitative and quantitative criteria which includes 20 variables. To reach these objectives we used the econometric analysis through Static Panel Data Models, and dynamic models by using Fully Modified Ordinary Least Squares FMOLS and The generalized method of moments estimator GMM.

The study demonstrated the positive significant role of financial market in increasing GDP per capita, and the investment, whereas, there is no impact on total production factors productivity. As well as, there is a positive impact of the banking sector variables on the gross fixed capital formation, while there was a negative impact on GDP per capita and on the productivity. However, when we added the qualitative and quantitative financial variables in a financial index, we found a negative impact on the productivity and GDP per capita in the long-term, and a positive impact on the investment.

Through the found results, it's remarked that although the reforms adopted by MENA region countries in their financial systems, they didn't reach the predicted results as other countries of the same revenue level, due to the inadequacy of their financial and banking institutions to support the growth.

Key words: Economic growth, financial markets, financial development, panel models.