



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
شعبة العلوم الاقتصادية
تخصص اقتصاد قياسي
بـعـنـوان

التنمية المالية والنمو الاقتصادي - دراسة قياسية في الجزائر -

تحت إشراف الدكتور:

رياض ريمي

من اعداد الطالبان:

سمير عويني

عدنان عويني

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا

أستاذ محاضر أ

د/ محمد الناصر احميداتو

مشرفا

أستاذ محاضر أ

د/ رياض ريمي

مناقشا

أستاذ محاضر أ

د/ زكريا دمدوم

السنة الجامعية : 2017/2016



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
شعبة العلوم الاقتصادية
تخصص اقتصاد قياسي
بعنوان

التنمية المالية والنمو الاقتصادي - دراسة قياسية في الجزائر -

تحت إشراف الدكتور:

رياض ريمي

من اعداد الطالبان:

سمير عويني

عدنان عويني

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا

أستاذ محاضر أ

د/ محمد الناصر احميداتو

مشرفا

أستاذ محاضر أ

د/ رياض ريمي

مناقشا

أستاذ محاضر أ

د/ زكريا دمدوم

السنة الجامعية : 2017/2016

الإهداء

لك الحمد ربّي على عظيم فضلك وكثير عطائك.

إنه لا يسعني في هذه اللحظات التي لعلي لا أملك أغلى منها أن أهدي ثمة هذا العمل المنوَّض:

إلى فضاء المحبة وحن الحنان، مرتخاة الدنيا وملهجتها: أمي الغالية.

إلى الذي علمني أن الحياة كفاح ونضال: أبي العزيز حفظه الله.

إلى الأعمدة التي أظل أرتكز عليها للصمود: إخوتي، عدنان، العطرة، علاء الدين، عيبر، نسرين.

إلى كل الأهل والأقارب

إلى المعادلة التي ترسم منحنى حياتي أصدقائي: موسى، سليم، صالح، والطاهر.

إلى من في القلب ولم يدركه اللسان

إلى أساتذتي الذين لم يدخلوا علي يوماً بإرشادهم ونصائحهم وخصوصاً إلى المشرف على هذا العمل

الأستاذ "ريمي رياض" الذي وضعنا على الطريق الصحيح لإجازه هذا العمل إلى الأستاذ "مسعودي

محمد"

إلى كل الذين عرفتهم من قريب أو بعيد

إلى كل من فتح هذه الوريقات وتصفحها بعدي.

سمين



الإهداء

إلى صاحبة الحضن الدافئ والقلب الحنون إلى من كبرت وتربيت بين ذراعيها
إلى أعز وأحب امرأة لقلبي إلى أول من نادى بها لساني ونطق بها أحلى كلمة
أمي الغالية أطل الله في عمرها ووفقي إلى طاعتها ومرضاتها ، إلى الذي يعود
له الفضل بعد الله عز وجل في ما وصلت إليه ، إلى الذي صنع من شقائه
سعادة ، ومن تعبته راحة ، إلى الذي يجد ويكد لأنعم بالحياة الذي كبرت وتربية
في عزه الذي لم يبخل علي بنصيحة ، الذي أراد أن يراني في احسن حال أبي الكريم
أطل الله في عمره ووفقي إلى طاعته ومرضاته .
إلى من يخاطبهم الفؤاد قبل اللسان أخوتي: العطرة ، سمير ، علاء الدين ، عبير ونسرين
إلى من تدوم صداقتهم مهما جار الزمان وتغيرت الظروف : زملائي في العمل لزهر حفوطة
وبن خليفة محمود وباك عبد الكريم ومهاوة صدام حسين وجمال عمارة. وزملائي
الطلبة في دفعة الاقتصاد القياسي .
إلى الأستاذ المشرف **ريمي رياض** الذي منحنا من وقته وجهده الكثير لكي نسير
في الطريق الصحيح وإلى كل الأساتذة الكرام وكل عمال كلية العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير .
إلى من وسعهم قلبي ولم تسعهم أوراق مذكرة هذه إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي .

عدنان

شكر وعرفان

15

ISO 9001
Bahraini Chamber

قال الله تعالى: "ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل عملاً صالحاً

ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين" ^{البقرة 19}

الحمد لله على نعمه ظاهرة وباطنة حمداً كثيراً يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه والصلاة والسلام على سيد خلق الله محمد صلى الله عليه وسلم إمام المرسلين وسيد الأولين والآخرين وبعد:

لا يسعنا في هذا المقام إلا أن نتقدم بشكرنا الخالص لكل من ساعدنا في إنجاز هذه المذكرة ونخص بالذكر:

الأستاذ المحترم "ريمي رياض" الذي قضى وقته في متابعة هذا البحث بكل أجزاءه صغيرها وكبيرها .

إلى من لم يدخروا جهداً في إيصال المعلومات طيلة سنوات الدراسة والذين أدوا واجبهم أحسن أداء .
إلى جميع موظفي قسم علوم الاقتصادية دون استثناء .

إلى كل من ساهم في إتمام هذا البحث العلمي من قريب أو من بعيد .

سمير، عدنان

42842
Made in S.A.R

ملخص الدراسة:

يهدف هذا البحث الى دراسة العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر باستخدام منهجية قرينجر، و ذلك لتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرين في الاجل القصير. وقد دل اختبار التكامل المشترك على وجود علاقة توازنية طويلة الاجل بين التطور المالي بمقاييسه والنمو، وقد وضح اختبار السببية على وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد، تتجه من النمو الاقتصادي الى التطور المالي بمقاييسه المختلف في الاجل القصير، وبناءا على نتيجة اختبار السببية نستنتج أن التغيرات في النمو الاقتصادي تساعد في تفسير التغيرات في التطور المالي.

الكلمات المفتاحية: التطور المالي، النمو الاقتصادي، اختبار التكامل المشترك، اختبار السببية، النظام المالي الجزائري.

Résumé :

L'objet de cette étude est d'analyser le sens de la causalité entre le développement financier et la croissance économique en Algérie. Nous avons utilisé la méthode de la Co-intégration ainsi que, la causalité de Granger. Les résultats confirment l'existence d'une relation à long terme entre le développement financier et la croissance économique, et une causalité à court terme allant de la croissance économique vers le développement financier.

Mot clés : Développement Financier, Croissance économique, causalité de Granger, Co-intégration, Système Financier Algérien.

الفهرس

الإهداء

كلمة شكر

ملخص الدراسة

الفهرس

فهرس الأشكال

فهرس الجداول

المقدمة العامة	أ - د
الفصل الأول : الإطار النظري حول العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي.....	2
مقدمة الفصل.....	2
1-الإطار النظري للتنمية المالية :	4
1-1 : مفهوم التنمية المالية	4
2-1: وظائف القطاع المالي :	8
3-1:خصائص النظام المالي :	17
4-1:مؤشرات التطور المالي :	18
2-فروض العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي:	32
2-1 التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي	34
2-2 النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي	37
2-3 العلاقة التبادلية:	39
3-هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي:	41
4-الدراسات السابقة	44
1-4الدراسات السابقة حول تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي	44

48	2-4الدراسات التطبيقية حول العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:
51	3-4الدراسات السابقة حول دور نوعية المؤسسات في علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي:
54	4-4الدراسات السابقة حول العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي
56	4-5الدراسات السابقة حول القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي:
61	خاتمة الفصل:
62	الفصل الثاني :الجانب التطبيقي قياس علاقة التكامل المشترك وعلاقة السببية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي في الجزائر.....
62	مقدمة الفصل:
63	1-الاطار العام للدراسة القياسية وأهدافها
63	2 - مؤشرات تطور النظام المالي:
64	3-نموذج ، المتغيرات والمنهج القياسي
64	1-3النموذج ومتغيرات الدراسة :
67	2-3المنهج القياسي المستخدم:
71	3-3-نتائج الدراسة القياسية.....
83	1.الجانب القياسي
84	2-الجانب الاقتصادي
89	خاتمة الفصل:
90	الخاتمة العامة
95	قائمة المراجع
99	الملاحق

فهرس الاشكال

- الشكل (1-1): الجدول النظري حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو..... 3
- الشكل (2-1): تدفق رؤوس الأموال من خلال النظام المالي..... 5
- الشكل (3-1): العلاقة النظرية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي حسب (Ross Levine 1997) 11
- الشكل (4-1): أبعاد التطور المالي 21
- الشكل (5-1): فرضيات العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي 34
- الشكل (6-1): اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي 41

فهرس المجدول

الجدول (1-1): العمق المالي (depth) للمؤسسات المالية خلال الفترة 2008-2010.....	22
الجدول (2-1): العمق المالي (depth) للأسواق المالية خلال الفترة 2008-2010.....	24
الجدول (3-1): كفاءة الأسواق المالية (efficiency) خلال الفترة 2008-2010.....	27
الجدول (4-1): خصائص المؤسسات المالية ما بين الدول (بمتوسطات القيم).....	29
الجدول (5-1): خصائص الأسواق المالية ما بين الدول (بمتوسطات القيم).....	29
الجدول (6-1): خصائص المؤسسات المالية ما بين مجموعات الدول مصنفة حسب الدخل (بمتوسطات القيم).....	30
الجدول (7-1): خصائص الأسواق المالية ما بين مجموعات الدول مصنفة حسب الدخل (بمتوسطات القيم).....	31
الجدول (8-1): مصفوفة 2×4 خصائص النظام المالي.....	31
الجدول (1-2) توصيف متغيرات الدراسة.....	66
الجدول (2-2): اختبار جذر الوحدة للمستويات الأولى باستخدام (A.D.F).....	72
الجدول (3-2) اختبار التكامل المشترك بين (LYt) و (LM2Yt).....	73
الجدول (4-2) الفجوة الزمنية المناسبة لمعادلة.....	75
الجدول (5-2) اختبار السببية في الأجل القصير بين (LYt) و (LM2Yt).....	76
الجدول (6-2) اختبار التكامل المشترك بين (LYt) و (LCPYt) بطريقة (johansen).....	78
الجدول (7-2) الفجوة الزمنية المناسبة لمعادلة.....	78
الجدول (8-2) نموذج الانحدار الذاتي ثنائي الاتجاه بين (LYt) و (LCPYt).....	79
جدول (9-2) العلاقة السببية في الأجل القصير بين (LYt) و (LCPYt).....	79
جدول (10-2) اختبار التكامل بين (LYt) و (LQMYt) بطريقة (Johanson).....	80
الجدول (11-2) الفجوة الزمنية المناسبة لمعادلة.....	81
الجدول (12-2) نموذج الانحدار الذاتي ثنائي الاتجاه بين (LYt) و (LQMYt).....	82
الجدول (13-2) العلاقة السببية في الأجل القصير بين (LYt) و (LQMYt).....	83
الجدول (14-2) ملخص نتائج استقرارية متغيرات الدراسة باستخدام (ADF).....	83
الجدول (13-2) ملخص نتائج السببية في الأجل القصير.....	84

المقدمة العامة

تشغل محددات النمو الاقتصادي اهتمام الاقتصاديين وتحتل الصدارة في أبحاثهم بهدف القدرة على تفسير الفروقات في معدلات نمو القطاع الحقيقي ما بين الدول ، ومن بين هذه محددات موضع الاهتمام نجد النظام المالي الذي يؤدي العديد من الوظائف والمتمثلة في جلب وتنظيم الموارد المالية المتاحة في الاقتصاد ، وتوزيعها على جوانب الاستثمار المختلفة بما يكفل تحقيق النمو والتنمية الاقتصادية ودوره في التأثير الإيجابي والعجز المالي ، من خلال تحويل الأرصدة المالية من أصحاب الذين يمتلكون رؤوس تمويل مشاريعهم الاستثمارية .

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

نظرا الى وجود قطاع مالي متطور على انه شرط أساسي من شروط تحقيق التنمية الاقتصادية وتعزيز النمو، حيث شهدت الادييات الاقتصادية اهتمام متناميا بطبيعة العلاقة التي تربط التطورات في الأنظمة المالية بالنمو الاقتصادي والكيفية التي يمكن ان تؤثر بها المؤسسات والأسواق المالية في النشاط الاقتصادي ، وخاصة في ضوء التحولات العميقة التي يشهدها النظام الاقتصادي العالمي ، وعلى الرغم من الدراسات التحليلية والتطبيقية العديدة في هذا المجال إلا ان طبيعة اتجاه هذه العلاقة السببية لا يزال موضع نقاش وجدل فكري متواصل في الأدبيات الاقتصادية .

إشكالية البحث :

نظرا للجدل الدائر بين علماء الاقتصاد وعدم الحسم في اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي من جهة ، والإصلاحات المالية والمصرفية التي باشرتها الحكومة الجزائرية بصدور قانون النقد والقرض (10-90) في 14 أفريل 1990 والأمر رقم 03-11 الصادر في 26 سبتمبر 2003 وما تبعه من تعديلات من اجل تمكين النظام المالي

والمصرفي من القيام بدور فعال في عملية التمويل وتعبئة المدخرات وتوزيعها على مختلف أوجه الاستثمارات لانعاش الاقتصاد الوطني من جهة ثانية ، يمكننا صياغة التساؤل التالي :

هل يمكن اعتبار تطور النظام المالي في الجزائر أحد مسببات النمو الاقتصادي ؟ أم هو نتيجة لمتطلبات التنمية الاقتصادية ؟

بهدف توضيح مشكلة الدراسة قمنا بطرح التساؤلات التالية:

- ✓ هل النمو الاقتصادي يؤدي الى التطور المالي؟
- ✓ هل التطور المالي يؤدي الى النمو الاقتصادي؟
- ✓ هل أن هناك علاقة سببية ثنائية تتجه من النمو الاقتصادي الى التطور المالي؟

فرضيات الدراسة :

من المتوقع أن تتوافق نتائج هذه الدراسة مع أي من الفرضيات التالية :

- **الفرضية الأولى :** أن النمو الاقتصادي يؤدي الى التطور المالي ، وعليه السببية تتجه من النمو الاقتصادي الى التطور المالي (فرضية الطلب التابع).
- **الفرضية الثانية :** أن التطور المالي يؤدي الى النمو الاقتصادي ، وهذا يعني أن السببية تتجه من التطور المالي الى النمو الاقتصادي (فرضية العرض القائد) .
- **الفرضية الثالثة :** أن هناك علاقة سببية ثنائية تتجه من النمو الاقتصادي الى التطور المالي ، ومن التطور المالي الى النمو الاقتصادي .

أهمية الدراسة :

تظهر أهمية الدراسة من خلال الموضوع بحد ذاته ، فلا تزال العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي محل جدول في الكتابات العملية الأخيرة ، لاسيما بسبب ما لها من آثار هامة على السياسات . وفي حالة وجود دليل مقنع على أن للتطور المالي تأثير كبير على النمو الاقتصادي ، ينبغي أن يعطى صانعو السياسات أولوية لجميع السياسات التي تمس أداء النظام المالي . وفي المقابل إذا ما أيدت الاعمال التطبيقية أن التطور المالي ما هو إلا نتيجة للنمو الاقتصادي ، ينبغي أن تركز السياسات الإنمائية على المجالات التي من المتوقع أن نقود النمو الاقتصادي .

منهجية الدراسة وأدوات البحث المستعملة :

قصد الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية واختبار صحة الفرضيات سوف نعتمد على المنهج الوصفي في الجزء النظري للدراسة ، وذلك لعرض مختلف المفاهيم المتعلقة بتطور النظام المالي والنمو الاقتصادي ، وكذا العلاقة بينهما .

أما في الجانب التطبيقي للدراسة سوف نعتمد على المنهج الاستقرائي باستخدام الأساليب القياسية الحديثة لتحليل السلاسل الزمنية والمتمثلة في اختبارات الاستقرار ، التكامل والسببية ، حيث نصل من خلالها إلى نتائج واقعية ، وبذلك نتجنب النتائج المضللة التي يتم التوصل إليها بطرق الانحدار التقليدية في ظل عدم استقرار السلاسل الزمنية لأغلب المتغيرات الاقتصادية .

حدود الدراسة :

تنحصر الدراسة في الفترة الزمنية المختارة والتي كانت (1990-2014) والسبب في ذلك راجع لكون الإصلاحات المالية والمصرفية الفعلية بدأت سنة 1990 بصور قانون النقد والقروض (10-90) . ومن ناحية أخرى تم استخدام مؤشرات التطور المصرفي لقياس التطور المالي واستبعاد مؤشرات تطور أسواق الأوراق المالية بسبب حادثة وضعف أداء سوق الأوراق المالية في الجزائر .

وسائل جمع البيانات والمعلومات :

يمكن تقسيم وسائل جمع المعلومات إلى وسيلتين :

- الوسائل النظرية : سنعتمد في بحثنا على مجموعة من الوسائل المستخدمة في جمع المعلومات والبيانات ، وهي تلك الأكثر شيوعا سنختصرها فيما يلي :
 - المسح المكتبي للوقوف على ما تم تناله في إطار دراستنا بهدف إرساء الدعامة النظرية .
 - البحوث والدراسات التي تحدد لنا مجالات التركيز الجديدة ، في هذا ترتبط مباشرة دون إغفال النقد والاستزادة كلما كان ذلك ممكنا .
 - البحث عبر شبكة الانترنت لجعل بحثنا لا يهمل المستجدات التي ترتبط مباشرة بموضوعنا .
- الوسائل العملية : هي المعلومات والبيانات الميدانية فهي كالتالي :

تم الاستعانة بالمصادر الوطنية في مواضع محددة قصد استخلاص المؤشرات المتعلقة بمتغيرات الدراسة ، كما تستمد الدراسة بياناتها من تقارير وإحصائيات الديوان الوطني لإحصائيات ONS بنك الجزائر وتقارير المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي ... الخ .

البنية العامة للدراسة :

بهدف تحقيق أهداف الدراسة قمنا بتقسيم الدراسة الى فصولين :

الفصل الاول عرض للاطار النظري حول العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي : تناولنا فيه مفاهيم حول تطور في القطاع المالي، خصائصه ومؤشرات قياسه ، التطور التاريخي لطبيعة العلاقة التي تربط بين التطور المالي والنمو ، فرضيات العلاقة السببية بين المؤشرات المالية والحقيقية ، قنوات انتقال التأثيرات الإيجابية بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي ، وأخيرا عرض لهيكل النظام المالي (قاعدة البنوك وقاعدة الأسواق المالية) وعلاقته بالنمو .وتم عرض مختلف الدراسات التجريبية السابقة حول العلاقة بين التطور المالي والنمو : خصصنا هذا الفصل الى عرض أهم الدراسات التجريبية التي اهتمت باختبار العلاقة التي تربط بين التطور المالي والنمو ،البعض منها اهتم بمحاولة اختبار أثر التطور المالي على النمو ، اختبار العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو أي منهما يقود الآخر ، اختبار القنوات التي يمر منهم التأثير ، وأيضا ادخال المؤشرات المؤسسية على العلاقة لأن من بين توفر بيئة مؤسسية سليمة كما أشارت الدراسات ، وأخيرا اختبار العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو .

الفصل الثاني : كان عنوانه قياس علاقة التكامل المشترك والعلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر وكان الهدف من هذا الفصل دراسة وتحديد طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي بمختلف مقاييسه والنمو الاقتصادي.

الفصل الأول : الإطار النظري حول العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي

Theoretical framework on the link between financial development and growth

مقدمة الفصل

يحتل النظام المالي مركزاً مهماً في اقتصاديات الدول ، إذ أن وجود قطاع مالي قوي ومتطور يعتبر شرطاً أساسياً من شروط تحقيق التنمية الاقتصادية وتعزيز النمو، فهو يعول عليه كثيراً في دعم النشاط الاقتصادي والذي يظهر من خلال تحفيز معدلات النمو الاقتصادي عن قيامه بدور الوساطة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي ، أي المساهمة في رفع مستوى وحجم الادخارات في الاقتصاد وتوفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية وبالأخص الإنتاجية وذات المردود الأعلى الذي ينتج عنه زيادة في الإنتاج والدخل، وبالتالي ان القطاع المالي يؤثر على معدل النمو في الأجل الطويل عن طريق ثلاث قنوات رئيسية كما أشار الاقتصادي Pagano 1993 التي يتم من خلالها نقل التأثير الإيجابي للتطور المالي إلى النمو الاقتصادي ، وهي الرفع كل من الادخار ، حجم وكفاءة الاستثمار ، وكفاءة الوساطة المالية ، أما بالنسبة لـ Levine 1997, 2005 أن التأثير يمر من خلال قناة تراكم رأس المال وقناة التطور التكنولوجي.

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

الى Shaw ,Hicks 1969, GoldSmith 1969, Gurley & Shaw 1955

King & Levine 1993a, 1993b, Levine 1997, 2004 Mckinnon 1973, حيث برزت مشاركتهم في إبراز دور التطور في الجهاز المالي والمصرفي كونه مؤثر للنمو الاقتصادي في الدول النامية .

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



Source: Mona kamel (2013), financial development and economic growth in Egypt : A re-investigation , Munich Personal Repec ,MPRApaper N° 48564,p06.

سوف نستعرض في هذا الجزء مفاهيم حول التطور المالي والمؤشرات المستعملة لقياسه ،

أيضا التطرق في هذا الجانب لعرض الفرضيات النظرية حول اتجاه السببية القائمة بين القطاع المالي والتطور الاقتصادي ،هيكل النظام المالي والمكون من اهم عنصرين هما قاعدة البنوك (Bank-based) وقاعدة الاسواق المالية (Market-based) وكذلك ابراز أهم القنوات التي يمر منها التأثير الايجابي من التطور في القطاع المالي الى النمو بالإضافة الى الدراسات السابقة لهذا الموضوع.

1- الإطار النظري للتنمية المالية :**The theoretical framework on the financial development:**

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

1-1 : مفهوم التنمية المالية**2-1 : وظائف القطاع المالي****3-1 : خصائص النظام المالي****4-1 : مؤشرات التنمية المالية****1-1 : مفهوم التنمية المالية :****The concept of financial development :****1-1-1 : تعريف النظام المالي:****Definition of financial system :**

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

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

عميات ومعالجات نقدية وتستخدم أدوات مالية متعددة، ومن ثم فإن التوصيف الأساسي لأي نظام مالي لا بد من أن يكون عبارة عن مجموعة من العلاقات المالية المتداخلة بين الافراد والوحدات المختلفة التي تشكل الاقتصاد .

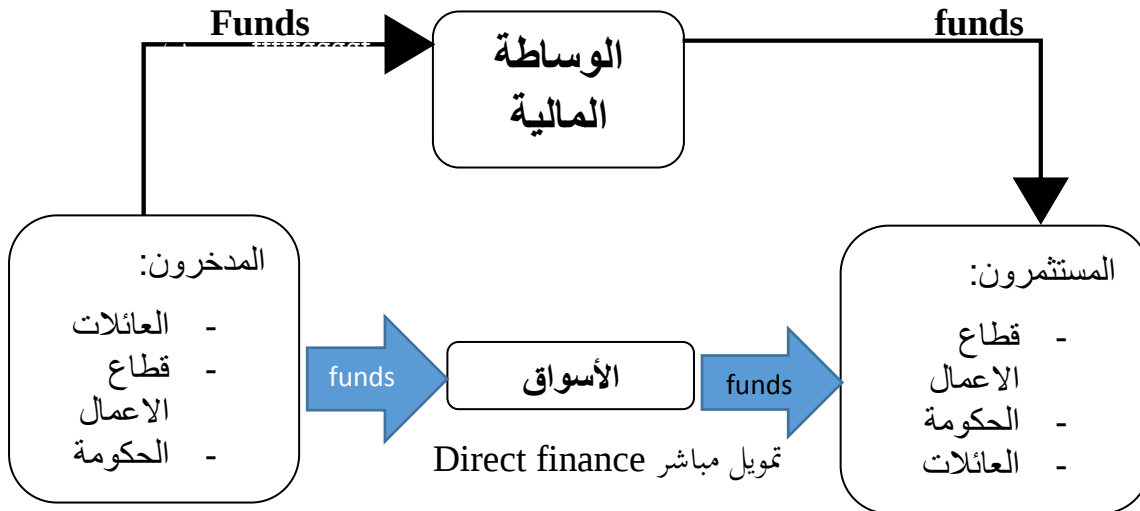
وعليه فإن القطاع المالي¹ يقوم بتوفير وعرض مجموعة من الأدوات المالية لتلبية المتطلبات المختلفة للمقرضين والمقرضين، وهذا يساهم في تكوين رأس المال (capital formation) من خلال قدرة النظام المالي على توجيه الموارد المالية بكفاءة وإلى استثمارات أكثر إنتاجية.

والنتيجة ان الوظيفة الأساسية للنظام المالي² هي توجيه الأموال من المدخرين الذين تتوفر لديهم فائض من الأموال الى المستثمرين الذين لديهم نقص في التمويل، أي ان من المدخرين savcrs الى المستثمرين invcstors ، أي من اصحاب الفائض المالي الى اصحاب المشاريع الاستثمارية الاكثر انتاجية (أصحاب العجز المالي) ويقوم النظام المالي بذلك اما عن طريق التمويل المباشر³ من خلال قيام المقرضين بالاقتراض مباشرة من المقرضين عن طريق بيعهم للأوراق المالية المصدرة من طرفهم في الأسواق المالية ، او عن طريق الوساطة المالية أي التمويل الغير مباشر⁴، حيث تتوسط البنوك بنقل الأموال من أصحاب الفائض المالي الى أصحاب العجز المالي. كما يتوضح من خلال الشكل التالي :

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

Influence of capital through financial system

تمويل الغير مباشر Indirect Finance



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

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

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

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

Source: Frederic Mishkin (2004) the economics of money ,banking, and financial markets, columbia University, seventh edition, p24.

وبالتالي عملية تحويل ونقل الأموال من الأشخاص الذين يملكون الأموال وليس لديهم فرض استثمار الى تمويل الفرص والمشاريع الإنتاجية ، الامر الذي ينعكس إيجابيا على الرفع من الكفاءة الاقتصادية (performance économique) والتطور الاقتصادي

1-1-2: تعريف التطور المالي :

تعددت تعريفات التطور المالي في الادبيات الاقتصادية حيث يعرف Ross Levine 2004 التطور المالي بأنه ¹ "زيادة كفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي لتخفيض من قصور السوق market frictions متمثلا في خفض تكاليف المبادلات ومخاطر المعلومات ، وذلك من خلال تجميعها وتداولها عبر الاقتصاد القومي ، بما ينتج آثار ايجابية على قرار الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي ، وبالتالي حسب الاقتصادي Levine 1997, 2004 أنه يكون هناك تطور في النظام المالي عندما يكون التحسن في كمية ونوعية الخدمات المالية والتي تنعكس ايجابا على النشاط الاقتصادي .

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

تطوير القطاع المالي : هو العملية التي من خلالها يتم عمل كل من الأدوات المالية ، الأسواق المالية والوساطة المالية مع تخفيض تكلفة المعلومات والمعاملات وتسهيل عملية توجيه المدخرات الى استثمارات منتجة ².

أجريت العديد من الدراسات والأبحاث فيما يتعلق بالتطور المالي ، ويعود مفهوم التطور المالي الى كتابات كل من Levine 1997, King and Levine 1993: أن القطاع المالي يكون متطورا عندما يتميز بالكفاءة، الاستقرار والقدرة التنافسية داخل القطاع المالي لتحسين نوعية وكمية الخدمات المالية وتنويع المؤسسات المالية ،زيادة كمية رأس المال لدى الجهاز المالي والمصرفي وتخصيص الكمية الكبيرة للقطاع الخاص ، وبالتالي التطور يتطلب نمو في حجم

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

² Chaiechi Taha (2014), Post-Keynesian Empirical Research and Debate on Financial Market Development, James Cook University, Australia , p13.

ونوعية الأنشطة فضلا عن احداث تغييرات في هيكل القطاع المالي ، عموما في اقتصاد متطور من المتوقع زيادة حجم المعاملات في الأنظمة المالية¹.

وبالتالي يعرف التطور المالي كمفهوم يعكس مجموعة التحسينات الكمية والنوعية في عمل النظم المالية ، بأنه درجة نماء وتطور القطاع المالي من خلال المؤشرات النقدية والمالية والرئيسية ، وكذا من الناحية المؤسسية التي تتضمن تطور وتنوع أشكال مؤسساته وأسواقه². يعمل النظام المالي المتطور على تخفيض من حدة معوقات السوق (تكلفة المعاملات ومشكلة عدم تماثل المعلومات) بهدف ضمان تدفق رؤوس الأموال نحو المشاريع الاستثمارية الأكثر إنتاجية وذات المردود الأعلى التي تخدم الاقتصاد Levine 1997

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

وبما ان وظائف النظام المالي يمكن ان تقوم بها مؤسسات مالية مختلفة او وفقا لقواعد مختلفة فهذا يعني ان لجوانب هيكل النظام المالي بدائل من حيث اداء الوظائف³، وفي هذه الحالة يستلزم الامر رفع مستوى اداء هذه الوظائف من خلال تطوير النظام المالي . ويقصد بتطوير النظام المالي العوامل والسياسات والمؤسسات التي تؤدي الى فعالية وكفاءة للوساطة المالية والاسواق علاوة على اتساع الخدمات المالية وعمقها⁴.

¹Chaiechi Taha (2014), op cit , p:03.

² خاطر طارق ومفتاح صالح. التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي ، أهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990-2013 أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد السادس عشر -جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014 ، ص143.

³ René M. Strulz (2000) ,Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth,» International Review of Finance, vol. 1, N°. 1, p. 14.

⁴ The financial development Report , Worl Economic Forum ,(2012), p:XIII.

1-2: وظائف القطاع المالي :

حسب الاقتصادي Ross Levine 2004¹ و Choong and Chan 2011² يكون هناك تطور ونمو في النظام المالي عندما يحدث تحسنات نوعية وكمية في الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي ، مع الإشارة الى وجود اختلاف كبير ما بين الدول في درجة ومستوى وكفاءة وفعالية تقديم هذه الخدمات ، هذا ما ينتج عنه تأثيرات مختلفة على النمو الاقتصادي وبالتالي يعمل النظام المالي على تسهيل تكوين رأس المال من خلال توفير مجموعة واسعة من الادوات المالية لتلبية متطلبات مختلفة للمقرضين و القترضين ، وبالتالي النظام المالي يلعب دورا هاما في تعبئة الادخارات وضمان التوزيع والتخصيص الامثل لها نحو قطاعات انتاجية³.

وتجدر الإشارة في هذا السياق ان هناك معوقات السوق Market frictions يمكن ان تحد من الدور الحيوي الذي يمكن ان تلعبه النظام المالي في دفع عجلة النمو الاقتصادي ، ومن كفاءة وفعالية الوساطة المالية والذي يكون سببا في اختلاف وتفاوت كبير في كفاءة وفعالية تقديم الخدمات من طرف الانظمة المالية ما بين الدول لان وجود الوسطاء الماليين يرجع اساسا الى تخفيض تكاليف المعاملات والمعلومات في الاقتصاد ، قد يملك الاعوان فائض مالي في حين يعاني اصحاب المشاريع من نقص رأس المال لتمويل المشاريع الاستثمارية ، في حالة غياب الوساطة المالية يعمل اصحاب العجز المالي على التقرب من اصحاب الفائض المالي ، في ظل ان اصحاب المشاريع ليس لديهم المعلومات الكافية حول اصحاب الفائض المالي والكمية التي يمكن اقتراضها منهم ، وهذه العملة هي جد مكلفة وضيقة للوقت ، ونفس الشيء بالنسبة للمقرض هي ايضا جد مكلفة ومضیعة للوقت نتيجة محاولة البحث عن المعلومات الكافية حول نوعية وعمل المشاريع الاستثمارية ، وبالتالي هنا يكمن دور الوساطة المالية في توفير المعلومات لكلا الطرفين وبتكلفة أقل⁴.

وبالتالي يهدف النظام المالي المتطور الى التقليل من تكلفة المعاملات والمعلومات التي تحد من فعالية وكفاءة الخدمات المالية والتي تمثل ايضا عبئا على الاعوان الاقتصاديين ، بهدف ضمان التخصيص الامثل للمدخرات المالية وتعزيز النمو في المدى الطويل تتخلص أهم هذه الظواهر فيما يلي⁵ :

1- تكاليف المعاملات : *transactions costs* ارتفاع تكاليف المعاملات والمبادلات تعتبر عرقلة لسير

النشاط الاقتصادي ، بحيث يعمل النظام المالي المتطور على خفض تكاليف الصفقات والتبادلات التجارية

¹ M,Cihak , A, Demirguç –Kunt , E,Feyen, and R,Levine , (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175, p 05 .

² Chee-Keong Choong and Sok-Gee Chan (2011) ,” Financial Development and Economic Growth:A review” African Journal of Business Management Vol 5,(6),pp ,2017-2027 , p 2018.

³ J B Ang 2008,op cit, p: 536

⁴ J B Ang (2008),op cit, p: 537.

⁵ Dimitris Kenougiou and Aristidis Samitas (2007), Financial Development and Economic Growth in a Transition Economy: Evidence Poland, Journal of Financial Decision Making, Volume 3, Number 1, pp:35-48, p :36 .

بين الاعوان الاقتصاديين من خلال ما تقدمه من خدمات كخدمات توفير السيولة¹ liquidity seservices من خلال استعمال النقود كوسيط للتبادل بدلا من المقايضة التي تتميز بالتكلفة العالية نتيجة لتكلفة تقييم صفات السلع بهدف تسهيل اجراء المعاملات والمبادلات ، وبالتالي تخفيض تكلفة المعاملات في السوق لاجل تنشيط حركة التعامل في السوق ،ومن ثم رفع مستوى السيولة به² ،هنا يكمن دور الوساطة المالية في تخفيض تكاليف المعاملات والتبادلات بهدف تشجيع التخصص specialization الابداع التكنولوجي innovation technological والرفع من انتاجية عوامل الانتاج عوامل الانتاج وتعزيز النمو الاقتصادي Adam Smith .

2- **تكلفة المعلومات: information costs** والتي تتمثل في تكلفة المعلومات التي يواجهها ويتحملها النظام المالي نتيجة العمل على توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات والبحث عن فرص استثمارية جديدة وتخصيص الموارد ،فالوسطاء الماليون يعملون على تجميع البيانات وتقييم المشروعات الاستثمارية بهدف التوظيف الكفء للموارد المالية ،أي زيادة انتاجية رأس المال نتيجة لارتفاع تكلفة تقييم المشاريع الاستثمارية وظروف السوق ، والتي لا يقدر الفرد تحملها لوحده من أجل البحث عن أفضل الفرص الاستثمارية ولذا تقوم الوساطة المالية بأجراء عملية تجميع وتحليل المعلومات ، وبوسائل عملية متطورة بهدف التقليل من تكلفة المعلومات والرفع من التخصيص الامثل للموارد المالية أي الرفع من انتاجية رأس المال capital productivity of التي تأثر بشكل ايجابي ومباشر على معدلات النمو الاقتصادي Greenwood & Jovanic



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

¹ Frederic Mishkin (2004),op cit ,p :31.

² عاطف وليم أندراوس ، السياسة الامالية وأسواق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية ،مصر،2005، ص 215.

وبالتالي فوجود نظام مالي متطور يسمح بتخفيف المشاكل والعراقيل التي يمكن ان تواجه المستثمرين والتي تتلخص في مشكلة عدم تناظر المعلومات وتكاليف الكبيرة للمعاملات، المبادلات والتحويلات، كما أشار Diamond 1984¹ أن تكلفة الحصول على المعلومات تخلق حوافز ظهور الوسطاء الماليين .

وبالتالي يقوم النظام المالي بخمسة وظائف بهدف التقليل من مخاطر السوق المشار إليها سابقا والتي تتمثل اساسا في التقليل من تكلفة المعاملات ومشكلة عدم تماثل المعلومات Ross acquiring information, Levine,1997,2004، من خلال قدرته على جمع المعلومات وتحليلها، screening and monitoring

حول الفرص والمشاريع المربحة، الأمر الذي يساعد المدخرين والمستثمرين على اتخاذ القرار الصحيح منفعين بمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها وبالتالي تتوقف درجة فعالية وكفاءة دور القطاع المالي في حفز النمو الاقتصادي على الكفاءة والفعالية في تقديم هذه الخدمات حسب الاقتصادي Ross Levine,1997,2004 الذي أكد على الرفع من نوعية وجودة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي، والتي تنعكس ايجابا على كل من قرار الادخار والاستثمار ومن ثم تحقيق مستويات عالية من النمو والتطور الاقتصادي، التي تم حصرها في خمسة وظائف كما يوضحها الشكل التالي²:

¹ D.W.Diamond (1984).financial intermediaries and Delegated Monitoring .Review of Economic Studies ,Vol ,51,N°3,p :393.

² To see more :

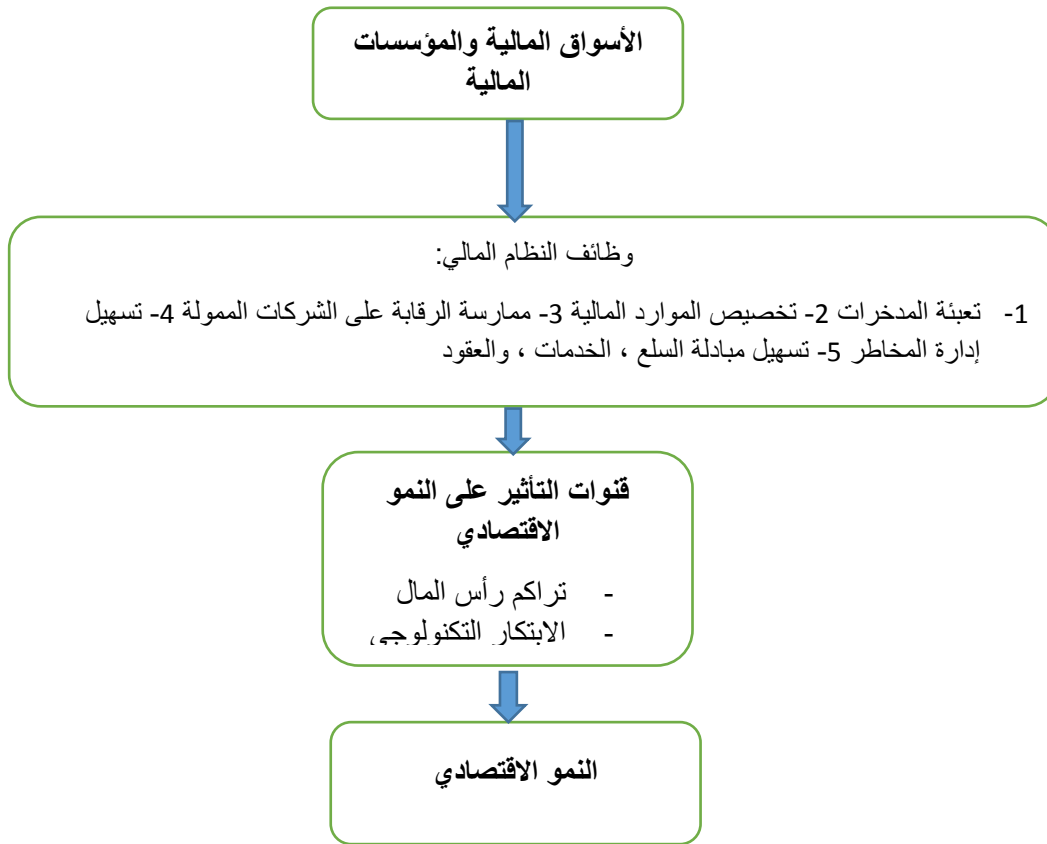
-Ross Levine. (1997) Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature 35: 688-726 p p 690 – 701.

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

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

- شذا جمال الخطيب " العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال " عمان ، دار المجدلاوي ، الطبعة الأولى ، 2008 ، ص 58-62.

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

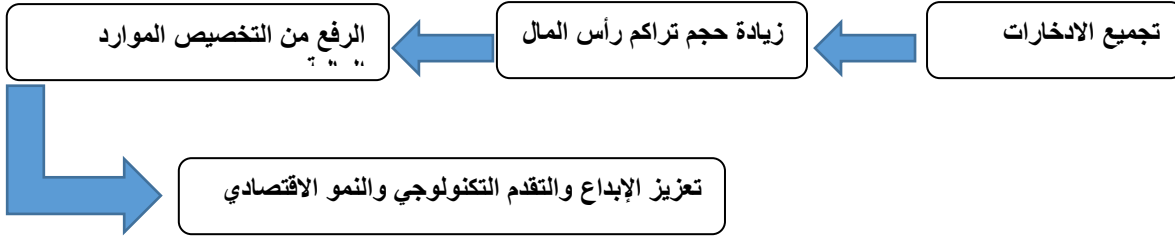


1-2-1: تعبئة المدخرات : mobilize saving

يساهم النظام المالي المتطور (مؤسسات الوساطة المالية والأسواق المالية) في عملية تعبئة الموارد المالية savings وتمويل النشاط الإنتاجي، حيث توفر الوساطة المالية الفرص للمدخرين من أجل تنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الوعي الادخارية التي تتناسب مع مختلف تفضيلاتهم فيما يخص المخاطرة، العائد والسيولة، كما أن التطور المالي يسمح بتوفير عوائد تنافسية للمدخرين المحليين والأجانب، الأمر الذي يشجع هؤلاء على رفع مستوى مدخراتهم المالية وتوفير المزيد من السيولة لدى الوساطة الوساطة المالية¹، وبالتالي توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات عن طريق استغلال اقتصاديات الحجم والتخصيص في تقييم المشروعات الاستثمارية واختيار أكثرها إنتاجية وأعلى مردودية. وتكمن أهمية سيولة لدى النظام المالي لعملية التنمية الاقتصادية في أن الكثير من الاستثمارات المنتجة تحتاج الى تمويل طويل الأجل في حين أن المدخرين لا يفضلون فقدان السيطرة على مدخراتهم، وبالتالي فإن الأسواق المالية عالية السيولة توفر هؤلاء أصولاً مالية يمكنهم بيعها بسهولة وسرعة مع انخفاض تكلفة تسيلها، وهذا إضافة

¹ Ross Levine .(1997),op cit,pp:699.

الى أنها تقلل من درجة المخاطرة في الاستثمار طويل الأجل من خلال تقاسم ، توزيع وتنويع المخاطر وما توفره من فرص أمام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية .



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

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

Produce information ex ante about possible investments and allocat capital :

تعمل الأساليب التمويلية المصرفية على الرفع من فعالية النشاط الاقتصادي ومن ثم حفز النمو الاقتصادي في الأجل الطويل ، كما أن تخصيص المدخرات وتوجيهها ونقلها والمواءمة بين كونها قصيرة الأجل والتمويل الانتاجي طويل الأجل تعمل كلها على حفز النمو طويل الأجل ، وذلك بافتراض أداء الوسطاء الماليين لدورهم في الحصول على المعلومات الكافية عن وحدات العجز في الاقتصاد وتوجيه التمويل نحو الفرص الأكفأ في الاقتصاد من خلال التقييم الجيد للفرص الاستثمارية ¹ .

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

تسمح الأنظمة المالية المتطورة بتوفير المعلومات الكافية والدقيقة الخاصة بالمقترضين والمشاريع الاقتصادية والفرص الاستثمارية المربحة المتاحة ، الأمر الذي يسهل على المدخرين المستثمرين اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح ، وتكون

¹ K.Kpodar ,(2003).le développement financier et la croissance :l’Afrique subsaharienne est-elle marginatisée?.CERDI, Université d’Auvergne,Septembre,pp05.

تكلفة هذه المعلومات منخفضة نظرا لمزايا اقتصاديات الحجم التي تحققها المؤسسات المالية في عمليات البحث عن المعلومات وتحليلها وتفسيرها وتوزيعها .

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

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

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

تطور البنوك والأسواق المالية يعمل على الرفع من قدرة على الحصول على معلومات عن الشركات والمدراء مما يساهم في التخصيص الأمثل للموارد المالية ¹ .

النظام المالي المتطور يوفر عوائد مرتفعة بخطر أقل ، تنخفض مشكلة عدم تمثيل المعلومات في ظل وجود أنظمة مالية متطورة ، إن النظام المالي المتطور يوفر خدمات متخصصة وفعالية العمليات التي تساعد على تخفيض من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق ² ، من خلال ما تقوم به الوساطة المالية من تقييم لمختلف المشاريع والفرص الاستثمارية وتقييم وتقدير المخاطر المرتبطة بها ، بحيث أن الأموال توجه إلى استثمارات أكثر إنتاجية ، وهذا يؤدي الى تحسين نوعية الاستثمارات التي يكون لها أثر إيجابي على النمو ، وبالتالي تحسين نوعية وكمية الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي تؤدي الى التخصيص الكفأ للموارد المالية .

¹ - Ross Levine (2005) , Finance and Growth : Theory and Evidence ,Handbook of Economic Growth ,Chapter 12 , Volume 1 , PartA,pp:865-934,p:869 .

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

- مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric information) : تعبر حالة عدم تماثل المعلومات عن النقص في المعلومات لدى مؤسسات التمويل ، ويقصد بها التوزيع الغير المتساوي¹ للمعلومات الناجم عن عدم توافر درجة عالية من الافصاح والشفافية للمعلومات ، أي في أحيان كثيرة قد تتوافر المعلومات بشكل غير متساوي أو متماثل لجميع الأطراف العاملة في السوق ، وهذا ما يعرف مشكلة عدم تماثل المعلومات² (information asymmetric) ، والتي تحد من فعالية وكفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي ، ويترتب على توافر معلومات لأطراف معينة في السوق دون أطراف أخرى اثار تخصيصية سيئة . وتحقق ظاهرة عدم تماثل المعلومات بشكل بارز في الأسواق والمعاملات المالية ويترتب عليها مشكلتين هما³ مشكلة الاختيار المعاكس (adverse selection) ومشكلة المخاطر الأخلاقية أو المعنوية (moral hazard)⁴ :

● **الاختيار العكسي (adverse selection) :** وهي تتمثل في مشكلة عدم تجانس المعلومات التي تنشأ قبل اتمام المعاملة وذلك عندما يكون أصحاب المخاطر الكبيرة في الائتمان هم أكثر الأشخاص سعياً للحصول على القرض . وتحدث مشكلة الاختيار المعاكس قبل تنفيذ المعاملات المالية ، وتشير الى المقترضين المحتملين الذين يتمتعون بمراكز ائتمانية ضعيفة هم الذين يسعون بشكل نشط للحصول على القروض . ومن ثم يصير احتمال حصولهم على القروض أكبر ، الأمر الذي يؤدي الى ارتفاع المخاطر الائتمانية المحتملة ، ونتيجة لذلك قد يمتنع المقرضون في السوق المالية عن تقديم القروض أو شراء السندات حتى لو توافرت فرص اقراض جيدة تتمتع بانخفاض مخاطرها الائتمانية (التوقف عن السداد).

● **الخطر المعنوي (Moral Hazard):** يحدث الخطر المعنوي بعد أن تتم المعاملة ، عندما يكون هناك حافزاً لدى المقترضين بممارسة أنشطة لا يرغب فيها المقرض أو أنشطة غير أخلاقية (أي أنشطة تقلل من سداد القرض) ، وتحدث مشكلة المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية بعد تنفيذ المعاملات المالية وهي تشير الى أن المقترض قد يأتي بتصرفات غير أخلاقية أو يشارك في أنشطة غير مرغوبة من وجهة نظر المقرض باعتبارها أنها تقلل من احتمال إعادة سداد الدين ، وثمة ضرورة لتدخل الحكومة بوضع

¹ - B Guerrien (1996) ,Dictionnaire d'analyse économique : microéconomique , macroéconomique , théories des jeux " , Editions la découverte , Paris , p:31-35 .

² - عاطف وليد أندوراس ، مرجع سبق ذكره ، ص 90-91 .

³ - Panicos Demetriades (1997) , financial markets and economic development , Presented at ECES conference , cairo , 26-27 February , 1997 , pp 8-11 .

⁴ - شذا جمال خطيب ، مرجع سبق ذكره ، ص 62 .

اللوائح التي تدفق المعلومات لكافة الأطراف المتعاملة في السوق بالسرعة اللازمة وبادنى تكلفة ودون أي تمييز .

1-2-3: ممارسة الرقابة على الشركات الممولة (exert corporate control): بمجرد حصول المؤسسات الاقتصادية على القروض التي تحتاجها تصبح خاضعة لرقابة أجهزة الوساطة المالية ، وذلك بهدف تقييم أدائها والتأكد من أن التسيير الممارس في هذه المؤسسات يصب في مصلحة المقرضين (أصحاب الودائع) ، تعتبر هذه الوظيفة جد مهمة خاصة في الدول النامية التي تتميز بعدم كفاءة الأسواق أي وجود مشكلة عدم تناظر المعلومات التي تقوم في ظلها المؤسسات الاقتصادية الطالبة لتمويل بإخفاء المعلومات الحقيقية المتعلقة بنشاطها ، مما قد يعرض أموال المقرضين لضياع أو استثمارها في أنشطة غير مرغوب فيها من طرفهم .

تسهم الأسواق المالية المتطورة ، بما توفره من معلومات في احكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة المالية بتقييم أداء المنشآت والمشاريع ورصد استثماراتها علاوة على مساهمتها في التوجيه الإداري للشركات ، والربط بين أداء الشركة والخوافز التي يحصل عليها المنظمون لتساعد على التوفيق بين مصالح المنظمين ومصالح الملاك . ويتفق عدد من الاقتصاديين على ان كفاءة سوق الأوراق المالية تتطلب ان يكون القطاع المالي بأسره يعمل بكفاءة ، بحيث يترتب على ذلك مجموعة من الاثار الخارجية الإيجابية مثل التحسن في عمليات الوساطة المالية واحتمالات نقل الخبرة والتكنولوجيا.

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

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

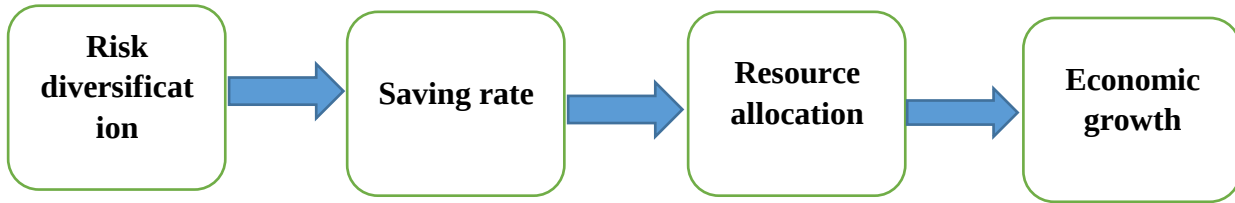
1-2-4: تسهيل ادارة المخاطر المالية (facilitate risk management) :

تعمل الوساطة المالية على التقليل من المخاطرة من خلال توزيع وتقاسم المخاطر من خلال توزيع وتقاسم المخاطر (**risks sharing**) والتنويع (**diversification**) في اختيار الاستثمارات التي تمولها من خلال توزيع الودائع المتاحة للاقراض على مختلف المشروعات الاقتصادية وذلك وفقا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة

والسيولة المرتبطة بها الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تفضي إليه مخاطر إخفاء مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد، بالإضافة إلى قدرتها على اختيار الاستثمارات ذات المردود الأعلى والمخاطر الأقل أي أنها تقلل من درجة المخاطرة في الاستثمار طويل الأجل من خلال ما توفره من فرص أمام المستثمرين لتنويع محافظهم المالية. الإدارة الكفأة للمخاطر التي يتعرض لها الاقتصاد حيث يلعب النظام المالي المتطور دوراً مهماً في التقليل من المخاطر ليس فقط من خلال نشاط قطاع التأمين، وإنما كذلك من خلال تقديم تشكيلة متنوعة من الأدوات الاستثمارية .

هذا علماً بأن أجهزة الوساطة المالية، في النظم المالية الأكثر تقدماً، لا تنظر فقط إلى استخدامات جارية أفضل للموارد المالية ولكنها تأخذ باعتبارها أيضاً الاستخدامات المستقبلية بهدف تحقيق تخصيص أفضل للموارد المالية عبر الزمن وتحفيز التقدم التكنولوجي والرفع من معدلات النمو الاقتصادي¹.

تعمل البنوك على توظيف أموالها في استثمارات تحقق أرباحاً مناسبة للمساهمين تتناسب مع درجة المخاطرة، لهذا تقوم بمجموعة من الاستثمارات المتنوعة، بحيث تنوع المخاطر مما يؤدي تخفيض درجة المخاطرة، وفي حالة تعرض إحدى المشاريع إلى خسارة يتم تعويض ذلك من المشاريع الأخرى التي حققت أرباحاً.



يعمل النظام المالي على تنويع المخاطر المالية بهدف تكوين محافظ مالية ذات عائدات أعلى وبأقل مخاطرة

(Gurley and Shaw ,1955¹ Patrick,1966¹ Greenwood and Jovanovic,1990² Acemoglu and Zilibotti ,1997)²

وبالتالي وجود نظام مالي متطور يسمح بتنويع محافظ الأوراق المالية للمستثمرين مع تحفيزهم على تمويل المشاريع الأكثر خطورة وذات المردودية الأعلى

تسمح الأنظمة المالية المتطورة للمستثمرين بتنويع محافظهم والتحوط hedging ضد المخاطر، يمكن للوسطاء الماليين توفير السيولة بشكل صحيح يتناسب مع مختلف فترات استحقاق القروض Diamond and Dybvig,1993 في ظل وجود عدد كبير من المقترضين، وبالتالي تطوير النظام المالي يعمل على تخفيض من مخاطر السيولة التي تواجه

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

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

الأفراد وتسهيل النشاطات الاستثمارية، وتخفيض من السيولة العاطلة Bencivenga and Smith, 1991 أي الاستغلال الجيد للسيولة المتوفرة لدى الوساطة المالية¹.

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

يعمل النظام المالي على تسهيل المعاملات المالية وزيادة حجمها ، تسهيل المعاملات التجارية من خلال تقديم التسهيلات الائتمانية وضمان المدفوعات ، النظام المالي المتطور يساهم في تخفيض تكاليف المبادلات الأمر الذي يؤدي الى زيادة التخصص والابتكار التكنولوجي والنمو الاقتصادي ، العلاقة بين تسهيل المعاملات والتخصيص والابداع والنمو أشار اليها² (Adam Smith 1937) في كتابه ثورة الأمم ” Wealth of Nations ” ، من خلال أن تقسيم العمل (division of labor) يعتبر عامل الاساسي للرفع من انتاجية عوامل الانتاج ركز (Adam Smith 1937) على دور النقود في تسهيل التبادلات والمعاملات بين الاعوان الاقتصاديين .

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

1-3: خصائص النظام المالي : (The characteristics of Financial systems)

هناك ثلاثة خصائص تميز الأنظمة المالية فيما بين الدول ، والتي تسمح بضبط اختلاف أثر الوظائف المالية على النمو الاقتصادي ما بين الدول والتي تكون كالآتي³ :

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

يعتبر حجم الوساطة المالية عامل مهم بالنسبة لاقتصاد أي دولة ، بحيث يكون التوسع في حجم القطاع المالي من خلال زيادة تقديم وتطوير الخدمات المالية ، الأمر الذي يساهم في التقليل من تكاليف المعاملات ومن مشكلة عدم تماثل المعلومات

(Greenwood and Jovanovic , 1990 Bencivenga and Smith , 1991) وبالتالي التخصيص الجيد للدخارات ، وأيضا ان النظام المالي المتطور يعمل على التخفيف من القيود المفروضة على الحصول على التمويل (credit rationing) وهذا بقدرة المؤسسات على الاقتراض والتوسع والاستثمار في فرص مربحة والتقليل من المخاطر من خلال عملية التنويع (diversification) ، وبالتالي فإن التوسع في النظام المالي ينعكس إيجابا على الرفع من معدلات النمو الاقتصادي.

¹ Ross Levine, (1997), op cit, pp : 693.

² Adam Smith , ”The Wealth of Nations , New York , Modern Library , 1937.

³ Valpy FitzGerald , 2006 “ financial development and economic growth : A critical View ” Background paper for World economic and social survey , Oxford University, p 4-6 .

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

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

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

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

1-4: مؤشرات التطور المالي : Financial Development indicators

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

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

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

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

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

أغلب الباحثين و الاقتصاديين عندما يقيسون التطور المالي يمثلونه بمؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى اجمالي الناتج المحلي (private credit to GDP) بهدف معرفة مستوى ودرجة التطور المالي² ، وبالتالي هذا المؤشر لا يقوم على تقييم التطور المالي ككل إنما فقط جزء منه والمتمثل في قياس حجم الوساطة المالية (financial size of system) أو ما يسمى بالعمق المالي (financial depth) في توفير التمويل للقطاع الخاص

الذي يعتبر هو القطاع الأكثر مساهمة في التنمية ،معظم الدراسات التطبيقية تستعمل وتستند الى التغير والانحراف في هذا المؤشر عند دراسة دور النظام المالي في النشاط الاقتصادي وكذلك استعماله من أجل تقييم النظام المالي ما بين الدول ، إلا أن نسبة أعلى من مؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص بالنسبة الى الناتج المحلي الاجمالي لا تعني بالضرورة استخدام واسع للخدمات المالية ، ولا كفاءتها وفعاليتها وأيضا لا تعطي لمحة عن مدى استقرار في النظام المالي ، مما يعني اهمال جوانب هامة من الانظمة المالية .

لا يوجد اتفاق عام من طرف الباحثين الاقتصاديين حول المؤشرات التي تقيس نوعية وكمية الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي أي تقييم مستوى التطور في القطاع المالي ، وبالتالي تمثل مقاييس التطور المالي محل جدل عن أهم المؤشرات التي تمثل وتقدر على اعطاء درجة كفاءة وفعالية النظام المالي في تقديم الخدمات المالية والتي تنعكس إيجابا على معدلات النمو الاقتصادي³ ، واختلاف المؤشرات الممثلة للوساطة المالية المستعملة في الدراسات التطبيقية أدى الى اختلاف النتائج حول أثر هذه المتغيرات على النمو الاقتصادي.

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

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

³ Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) "Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper , 6175, P-08 , available at the following URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/868131468326381955/Benchmarking-financial-systems-around-the-world> (Accessed March , 3rd, 2015)

ان التطور في القطاع المالي هو متعدد أوجه لا يشمل فقط معايير العمق المالي Financial depth وقد عرف من طرف¹ Edward Shaw 1973 على أنه: "التناسب بين صافي في تراكم الأصول المالية وتراكم الثروة المادية، على أن يكون تراكم الأصول المالية أسرع من تراكم الثروة المادية"، يقوم هذا المعيار على قياس حجم الوساطة المالية للبنوك وحجم الأسواق المالية باستعمال مؤشرات مختلفة والتي تتمثل خاصة مجموعة الكتلة النقدية الى اجمالي الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة الى القروض الموجهة الى القطاع الخاص بالنسبة الى الناتج المحلي الإجمالي، بحيث استعملت كثيرا من طرف الباحثين كممثل للتطور المالي سواء من الجانب النظري أو التطبيقي، ويعاب على هذه المؤشرات أنها تقيس حجم الوساطة المالية لكن لا يتعدى ذلك لتقييم وقياس مدى كفاءة وفعالية، نشاط واستقرار النظام المالي أي عدم التمثيل والتعبير عن الوظائف التي يقوم بها النظام المالي ككل، إنما يقيس فقط جانب واحد ولا يعبر ويمثل التطور المالي، لذا تم مؤخرا وضع قاعدة تتضمن مجموعة من المؤشرات من طرف الباحثين والاقتصاديين للبنك الدولي تهدف الى تمثيل وقياس درجة التطور المالي من مختلف جوانبه، بهدف الموافقة بين الجانب النظري والتطبيقي حول محاولة تمثيل التطور المالي بمؤشرات تتوافق مع معناه من الجانب النظري واستخدامه في الجانب التجريبي بهدف التوصل الى نتائج وتعميم نوعية العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، نتيجة لتعدد مفاهيم حول التطور المالي، تعددت المقاييس التي من شأنها حصر مستوى التطور في النظام المالي على المستوى النظري، وتعدد المعايير الخاصة بقياس التطور المالي والتي تعكس الابعاد والجوانب المختلفة للتطور المالي والتي تشمل على أربعة ابعاد وكل بعد يتضمن مجموعة من المتغيرات والمؤشرات الموضحة في الجدول (5-1) والتي يتم الإشارة إليها ضمن كل جانب من جوانب التطور المالي، والتي تم تقسيمها الى أربعة مؤشرات والتي تكون كالتالي²:

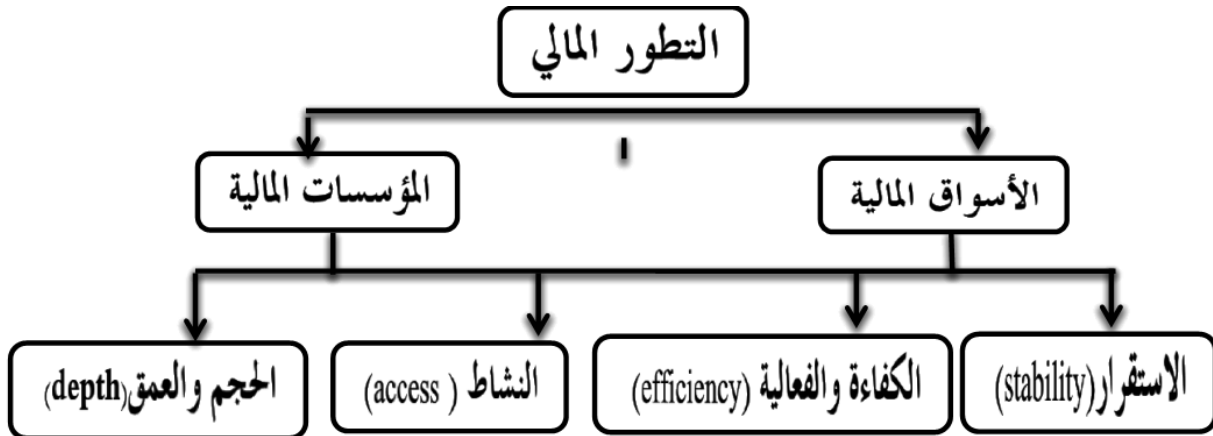
¹ E. S. Shaw, (1973) Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press , p vii.

² See more :

- Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) " Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper ,6175, P:07-16 , available at the following URL : <http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March ,3rd ,2015).

- Martin Cihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013) " Financial Development in 205 Economies , 1960 to 2010 " Working Paper 18946 , p :08-53, Available at the following link ,<http://www.nber.org/papers/w18946>(Accessed March, 3rd,2015).

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



Source

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

قام البنك العالمي بوضع قاعدة للبيانات تغطي خصائص الأنظمة المالية لأكثر من 200 بلد في العالم .وتتضمن قاعدة البيانات قياسات تشمل (أ) حجم المؤسسات والأسواق المالية (العمق المالي) ، (ب) مدى قدرة الافراد على استخدام الخدمات المالية (درجة الحصول عليها) ، (ج) كفاءة الوسطاء والأسواق المالية في تيسير الموارد وتسهيل المعاملات المالية (الكفاءة) ،و(د) استقرار المؤسسات والأسواق المالية (الاستقرار) . ويظهر كتيب البيانات مجموعة فرعية من المؤشرات لأربع فئات من خصائص الأنظمة المالية التي تتناولها قاعدة البيانات الرئيسية¹ .

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

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

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

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

-مؤشر القروض الموجهة الى القطاع الخاص الى الناتج المحلي الإجمالي

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

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

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

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

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

- مؤشر مجموع الأصول للجهاز المصرفي الى الناتج المحلي الإجمالي (total banking assets to GDP)

أو نسبة موجودات المصارف الى الناتج المحلي الإجمالي ويقاس هذا المؤشر بحجم الجهاز المصرفي وهو أكثر شمولاً من متغير القروض الموجهة الى القطاع الخاص من خلال إضافة القروض الموجهة الى الحكومة وأصول أخرى ، كما عرف الاقتصادي (Goldsmith 1969) بنسبة العلاقة المالية المتبادلة (Financial interrelation ratio) والذي يساوي الى إجمالي أصول لجهاز مالي والمصرفي بالنسبة الى الناتج القومي الإجمالي والذي يعتبر كمؤشر للعمق المالي وعدم استعمال هذا المؤشر في دراسات سابقة راجع الى عدم توفر بيانات لمدة طويلة انما فقط فترة زمنية قصيرة ومحدودة ، فهذا المؤشر يسمح بقياس حجم الحصة التي تساهم بها البنوك التجارية من مجموع المدخرات المالية المعبئة أي قياس مقدرة الجهاز البنكي على تعبئة المدخرات المالية (الموارد المالية) ، وكذلك يمكن التعبير على هذا المؤشر بأصول البنوك التجارية إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام (إجمالي أصول البنوك التجارية/ PIB) ، ما يعاب على هذا المؤشر هو عدم قدرته على قياس حجم الموارد المالية التي تساهم بها المؤسسات المالية الغير بنكية .

- مؤشر آخر والذي يتمثل في مؤشر السيولة مقاسا ب $M2/GDP$: حيث يمثل عرض النقد بالمفهوم الواسع

الى الناتج المحلي الاجمالي الذي يقيس مستوى العمق المالي ، حيث $M2$ تمثل قيمة العملة المتداولة خارج الجهاز المصرفي مضافا اليها قيمة الودائع الجارية والودائع لأجل وودائع التوفير ، وتعكس تلك النسبة أهمية قطاع الوساطة المالية في النمو يقيس حجم الوساطة المالية (Financial depth) ، الا أن هذا المؤشر لقي انتقادا خاصة عند استعماله في حالة الدول النامية لأن تقريبا ومعظم الكتلة النقدية موجودة خارج المنظومة المصرفية ، وبالتالي في حالة لا يعطي هذا المؤشر تمثيل جيد لحجم الوساطة المالية .

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

ومن أهم المؤشرات المستخدمة لقياس حجم وعمق الاسواق المالية (financial market depth) كما يلي²:

- مؤشر رأس مال السوق (Market Capitalization to GDP)³: يقيس هذا المؤشر حجم سوق الأوراق

المالية والذي يمثل نسبة رأس مال السوق قيمة الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية مقسومة على الناتج

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

2 Martin Cihuk, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) " Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper, 6175, P-12, available at the following URL:

<http://documents.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed March ,3rd, 2015).

³ عاطف وليم أندرواس ، مرجع سابق ، ص 95.

المحلي الإجمالي ، ومن الناحية الاقتصادية ، ثمة فرض يتضمنه استخدام ذلك المؤشر مؤداه أن حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجاباً أو سلباً بالقدرة على حشد وتعبئة رأس المال وتنويع الخطر ، بيد أن هذا المؤشر يعاني من بعض أوجه القصور التي تحول دون الاعتماد عليه كلياً للدلالة على درجة تنمية السوق ، إذ أن بعض الأسواق تتميز بارتفاع نسبة رأس مال السوق ، في حين أن حجم التعاملات بها يكون صغيراً ومضمون ما تقدم أن سوق الأوراق المالية قد تكون كبيرة وفقاً لمؤشر نسبة رأسمال السوق ولكنها غير نشطة.

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

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

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

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

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

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

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

يعكس اتساع مستوى نشاط النظام المالي مقارنة بمستوى النشاط الاقتصادي للمجتمع ككل. والمؤشر الذي تم استخدامه ليعبر عن مستوى تطوير النظام المالي وفقا لنشاطه، عبارة عن حاصل جمع مؤشرين: أحدهما يعبر عن مستوى نشاط النظام المصرفي والآخر يعبر عن مستوى نشاط النظام السوقي. بالنسبة إلى مؤشر نشاط النظام المصرفي، تم استخدامه مؤشر نسبة الائتمان المتاح للقطاع الخاص بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى/ الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس هذا المؤشر إحدى الوظائف الأساسية للنظام المصرفي والمتمثلة في تعبئة المدخرات وتوفيرها من خلال قنوات لتمويل المشروعات الإنتاجية المملوكة للقطاع الخاص. أما في ما يخص مؤشر نشاط النظام السوقي، فقد تم استخدام معدل التداول في سوق الأوراق المالية والذي يعكس مستوى نشاط السوق ومقدار السيولة التي يوفرها سوق الأوراق المالية للاقتصاد، وتم قياسه بإجمالي قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي¹.

تقوم هذه المؤشرات على إعطاء نظرة عامة حول مدى استعمال الخدمات المالية من طرف الأفراد، أي يقيس مدى قدرة الأفراد على استخدام الخدمات المالية. وبالتالي تعمل هذه المؤشرات على قياس وتمثيل مدى انتشار الخدمات المالية ووصولها غالى جميع وحدات الاقتصاد القومي وخاصة القطاع الخاص، حيث ينصرف هذا المعيار إلى قياس مدى كفاءة الوساطة المالية في حشد الادخار وتوجيهه نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية ويتضمن هذا المعيار عدد من المؤشرات لقياس لنشاط المالي للمؤسسات و الأسواق المالية أهمها ما يلي:

فيما يتعلق بالمؤسسات المالية (البنوك) مؤشر عدد الحسابات المصرفية لكل 1000 فرد والتي تمثل وتشير إلى مدى انتشار الوعي المصرفي لدى الأفراد في استخدام والاستفادة من الخدمات المصرفية، بالإضافة إلى مؤشر عدد فروع البنوك لكل 100000 فرد والذي يقيس مدى انتشار البنوك، بحيث تحدث الكثير من المصرفيين عن مبدأ الانتشار، وأيضا أن مؤشر النشاط المالي المقاس بعدد فروع البنوك لكل 100000 من السكان أطلق عليه (1969) Goldsmith مؤشر عملية انتشار الجهاز المالي في الاقتصاد (the process of penetration of the financial system)، وأيضا يعرف بالكثافة البنكية.

¹ -See more:

- Acques-Loesse Esso, (2010). Cointegration and Casual Relationship Between Financial and Economic Growth in ECOWAS Countries. Journal of Economics and International Finance, vol.2, N°. 3 p.40.
- Ross Levine (2002), bank-based or market based financial systems: which is better?, NBER Working paper series, working paper 9138. P14.
- Thorsten Beck and Asli Demirgüç-kunt, (2009). Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time-Data and Analysis. World Bank Policy Research, Working Paper, N°.4943, P13.

وهناك نماذج تناولت عملية الانتشار بطريقة أو بأخرى فمثلا نموذج Cameron(1967) حيث ينص أن كل 10000 شخص فرع واحد لبنك، مبدأ هذا النموذج مبني على عرف دولي حيث يتم قياس عدد الفروع ببساطة من خلال المعادلة التالية:

$$\text{الكثافة المصرفية} = (\text{عدد الفروع} / \text{عدد السكان}) \times 10000$$

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

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

تشير كفاءة النظام المالي إلى مدى فاعلية هذه الأسواق ومؤسسات الوساطة المالية في تخفيض تكلفة الحصول على المعلومات وإجراء المعاملات بخصوص عملائهم² (khan2000). يعمل هذا المؤشر على قياس مدى مساهمة النظام المالي في تسهيل المعاملات المالية من خلال تخفيض تكلفة المعاملات والمعلومات، أي أن القطاع المالي يعمل بشكل أكثر كفاءة من خلال الرفع من كفاءة وفعالية أداء الخدمات المالية المقدمة من طرف المؤسسات المالية والأسواق المالية، وفي المقابل تتم عملية التطور الاقتصادي في ظل توافر مجموعة من الشروط، منها توافر بيئة تنافسية، القدرة على تقليل المخاطر وتكاليف الناتجة عن عدم تماثل المعلومات والاختيار العكسي، والتي يتميز بها النظام المالي المتطور، وبالتالي القيام بالوظائف المالية بفعالية وكفاءة من طرف النظام المالي يضمن توجيه المدخرات إلى قطاعات إنتاجية التي تساهم بدورها بالرفع من حجم النشاط الاقتصادي، ويكون تحسين أداء النظام المالي من خلال التخفيف من حدة خلافات السوق (Market Frictions) والتي تتمثل تكلفة المعاملات (transactions costs) ومشكلة عدم تماثل المعلومات (information asymmetric) ومن بين أهم المؤشرات المستخدمة لقياس كفاءة النظام المالي ما يلي:

- هامش أسعار الفائدة للبنوك والذي يقيس ربحية القطاع المصرفي (Net interest margin):

والذي هو عبارة عن الفرق بين أسعار الفائدة على القروض والودائع المقدمة من طرف البنوك، وهو يقيس مدى تحقيق الأرباح من طرف الوساطة المالية، يسمح هذا المؤشر بقياس فعالية نشاط الوساطة المالية، فكلما كانت قيمة المؤشر ضعيفة كلما كانت فعالية الوساطة المالية كبيرة، وهذا يعني أنها تقدم خدمات مالية بأقل تكلفة ممكنة وعكس صحيح.

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

² - Aubhik Khan, (2000). The Finance and Growth Nexus, Business Review Federal Reserve Bank of Philadelphia (January/February) pp3-14

- **معدل الدوران (the Turnover Ratio):** هو يعادل القيمة الكلية للأسهم المحلية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية، وهو يقيس حجم المعاملات بالنسبة إلى حجم السوق، حيث يستخدم معدل دوران السهم المرتفع كمؤشر إلى كثافة التداول في سوق الأوراق المالية، وإلى تكاليف إتمام الصفقات المنخفضة. وجدير بالذكر أن القيمة السوقية العالية لا تعني بالضرورة أن سيولة السوق مرتفعة، ولذلك فإننا نحتاج إلى مؤشري حجم التداول، ومعدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم لقياس السيولة، حيث كلما ارتفع معدل دوران السهم كلما دل على ارتفاع السيولة في سوق الأوراق المالية، واقترب أسعار الأسهم من السعر العادل، وكلما انخفض معدل الدوران، كلما دل على انخفاض السيولة في سوق الأوراق المالية، وابتعاد أسعار الأسهم عن السعر العادل.
- يشير معدل الدوران إلى القيمة الكلية للمعاملات في سوق الأوراق المالية مقسومة على قيمة رأس المال السوق، ويكمل معدل الدوران نسبة رأس مال السوق، فالسوق قد تكون صغيرة ونشطة، فهي صغيرة لانخفاض نسبة رأس مال السوق ونشطة لارتفاع معدل الدوران¹.
- يتضح من خلال الجدول أعلاه أن النسب الأكبر من مؤشر الممثل لكفاءة الأسواق المالية هو من نصيب الدول المتقدمة وهذا راجع إلى نشاط وفعالية عمل الأسواق المالية في هذه الدول.
- الجدول (1-3): كفاءة الأسواق المالية (efficiency) خلال الفترة 2008-2010.**

Stock market capitalization plus outstanding domestic private debt securities to GDP (%)		Number of countries	Average
	World	103	71.2
By developed/developing economies			
	Developed economies	43	111.1
	Developing economies	60	42.5
By income level			
	High income	43	111.1
	Upper middle income	33	51.9
	Lower middle income	21	33.6
	Low income	6	22.3
By region			
	High income: OECD	31	108.2
	High income: non-OECD	11	121.9
	East Asia & Pacific	9	70.9
	Europe & Central Asia	14	24.9
	Latin America & Caribbean	16	39.3
	Middle East & North Africa	6	57.0
	South Asia	5	34.5
	Sub-Saharan Africa	11	46.1

Source: Matin Cihak, Asli Demirguç-kunt, Erik Feyenm Ross Levine (2013). "Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010" Working Paper 18946, P42, Available at the following link, <http://www.nber.org/papers/w18946> (Accessed march, 3rd, 2015).

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

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

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

- مؤشر التقلبات (Volatility index):

تقاس عدم استقرار السوق بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية في سوق الأوراق المالية حيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة 12 شهرا على أن يتم تنقيتها من الارتباط الذاتي. وعادة ما يعني انخفاض درجة التقلب في عوائد السوق مؤشرا لتطور وتنمية السوق. غير أنه في بعض الأحيان قد يؤخذ ارتفاع درجة التقلب على أنه مؤشر لتطور سوق الأوراق المالية بقدر ما تظهر معلومات تتضمن التقلب ولا تعكسها إلا السوق الجيدة فقط¹.

- مؤشر السيولة (Liquidity ratio: Bank credit to bank deposits(%)): وهو الذي يمثل حجم القروض المقدمة من طرف المؤسسات المالية البنكية إلى حجم الودائع المعبئة من طرف البنوك، والذي يقيس مدى توافر الاستقرار لدى الجهاز المصرفي لأن مخاطر السيولة (liquidity risk) تنجم عادة عن إقدام المودعين على سحب ودائعهم بمبالغ كبيرة وبشكل جماعي في وقت لا تتوفر فيه لدى المصارف السيولة الكافية لتغطية هذه السحوبات. وتعتمد شدة ودرجة الخطر على قرارات إدارة المصارف المتعلقة بإدارة الأصول والمحافظة الاستثمارية لديها، والذي يتم حسابه من خلال الصيغة التالية:

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

- مؤشر التعثر المالي z-score: هناك عدة مؤشرات تقيس الاستقرار المالي في الجهاز المصرفي منها نموذج z-score، وكذلك يعرف بنموذج² Altman (1983) ويعتبر هذا النموذج أفضل قياس لاستقرار البنك، لأنه يفيد في معرفة ما إذا كان البنك سيواجه حالة إعسار مالي. وبالتالي التطور المالي هو متعدد الجوانب النتيجة التي تؤدي إلى تعدد مقاييس ومؤشرات المتمثلة للتطور المالي، التي لا تمثل فقط مؤشرات العمق المالي كما أشارت تقريبا معظم الدراسات السابقة الذي يمثل حجم الوساطة المالية إنما يتعداه ليشمل كفاءة وفعالية، استقرار ونشاط الأنظمة المالية، وفيما يلي سيتم عرض لقيم بعض المؤشرات باختلاف عينة من الدول كما يلي:

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

² - Edward Altman (1983). Corporate Financial Distress. New York: John Wiley & Sons Inc., New York.

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

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

Source: Matin Cihàk, Asli Demirguç-kunt, Erik Feyenm Ross Levine (2012). "Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper6175, P48, Available at the following URL, <http://dociment.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world>(Accessed march,3rd,2015).

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

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

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

Source: Matin Cihàk, Asli Demirguç-kunt, Erik Feyenm Ross Levine (2012). "Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper6175, P48, Available at the following URL, <http://dociment.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world>(Accessed march,3rd,2015).

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

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

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

Source: Martin Cihak, Asli Demirgüç-kunt, Erik Feyenm Ross Levine (2012). "Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper 6175, P48, Available at the following URL, <http://document.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed march, 3rd, 2015).

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

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

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

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

Source: Matin Cihak, Asli Demirguç-kunt, Erik Feyenm Ross Levine (2012). "Benchmarking financial systems around the world" Policy Research Working Paper6175, P48, Available at the following URL, <http://document.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world> (Accessed march,3rd,2015).

الجدول (1-8): مصفوفة 2×4 خصائص النظام المالي

	Financial institutions	Financial markets
Depth	Private sector credit to GDP Financial institutions assets to GDP M2 to GDP Deposits to GDP Gross value-added of the financial Sector to GDP	Stock market capitalization plus Outstanding domestic private debt Securities to GDP Private debt securities to GDP Public debt securities to GDP International debt securities to GDP Stock market capitalization to GDP Stock traded to GDP
Access	Accounts per thousand adults (commercial banks) Branches per 100,00 adults (commercial banks) % of people with a bank account % of firms with line of credit (all firms) % of firms with line of credit (small firms)	Percent of market capitalization outside of top 10 largest companies Percent of value traded outside of top 10 traded companies Government bond yields (3 month and 10 years) Ratio of domestic to total debt securities Ratio of private to total debt securities (domestic) Ratio of new corporate bond issues to GDP
Efficiency	Net interest margin Lending –deposits spread	Turnover ration (turnover/capitaliaztion) for stock market

	Non-interest income to total income Overhead costs (% of total assets) Profitability (return on assets, return on equity) Boone indicator (or Herfinahl or H-statistics).	Price synchronicity(co-movement) Private information trading Price impact Liquidity/transaction costs Quoted bid-ask spread for government bonds Turnover of bonds (private, public) on security exchange Settlement efficiency
Stability	Z-score (or distance to default) Capital adequacy ratios Asset quality ratios Liquidity ratios Other (net foreign exchange position to capital etc)	Volatility (standard deviation/average) of stock price index, sovereign bond index Skewness of index (stock price, sovereign bond) Vulnerability to earning manipulation Price/earnings ratio Duration Ratio of short-term to total bonds (domestic). Correlation with major bond returns (German, US)

Source: Matin Cihak, Asli Demirguç-kunt, Erik Feyenm Ross Levine (2012). "Benchmarking financial systems around the world"Policy Research Working Paper6175, P09, Available at the following URL, <http://document.worldbank.org/curated/en/2012/08/16669897/benchmarking-financial-systems-around-world>(Accessed march,3rd,2015)

2-فروض العلاقة بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي:

The hypotheses about finance-growth relationship

يعتبر موضوع العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي محل جدل بين الاقتصاديين سواء من الجانب النظري أو التطبيقي، حول دور النظام المالي في التنمية الاقتصادية، وتحديد اتجاه السببية حول ما إذا كان النمو الاقتصادي يقود القطاع المالي، لأن تحديد اتجاه السببية يلعب دور مهم في اختيار إستراتيجية التنمية (choice of the development strategy)¹ من جهة إذا كان التطور المالي هو الذي يحفز النمو هنا من لازم الاهتمام بالقطاع المالي وتحريره، أما في حالة أن النمو هو الذي يحفز التطور في النظام المالي والمصرفي هنا يجب التركيز على السياسات والإجراءات التي تعزز النمو الاقتصادي.

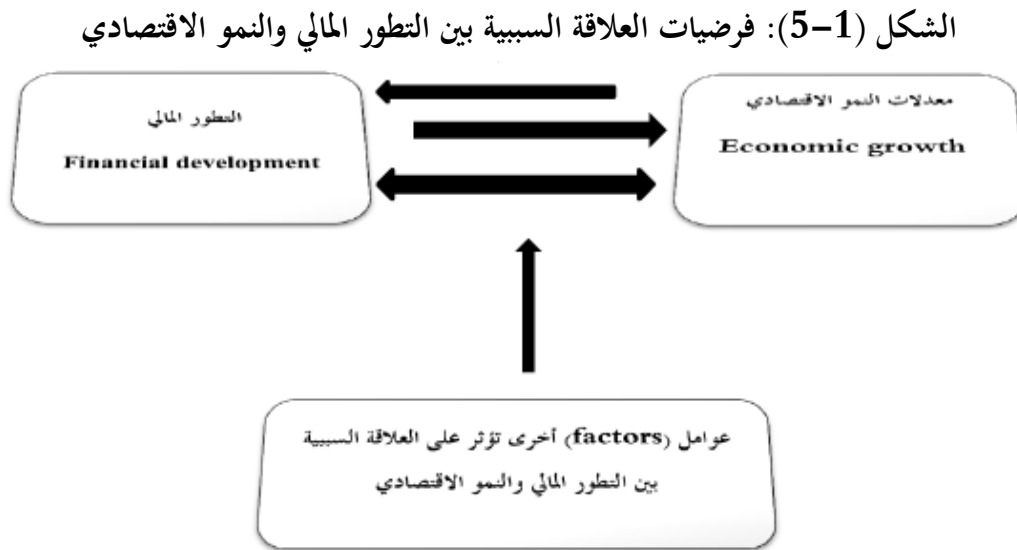
¹- Christophe Hurlin and Baptiste Venet (2008) , financial development and growth : a re-examination using a panel Granger Causality Test , halshs-0031995,Version 1, p :02.

"The direction of causality is crucial for the choice of the development strategy: one could argue that; only in the case of supply-leading, policies should aim to financial liberalization; whereas in the case of demand-following, more emphasis should be places on other growth-enhancing policies¹ "

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

".....However, the causal nature of this relationship between financial development and economic growth has not been fully explored either theoretically or empirically²"

وقد حاول العديد من الاقتصاديين والباحثين تحديد طبيعة العلاقة سواء من الجانب النظري أو التطبيقي بين نمو القطاع المالي وتطوره بشكل عام والنمو الاقتصادي من خلال إجراءات دراسات وأبحاث كثيرة بهدف التحقق من وجود هذه العلاقة وأيهما يؤثر في الآخر، أو يسبب ويقود الآخر، أي أن كان أداء القطاع المالي يتبع أداء القطاع الحقيقي للدول، أم أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي، وخرجت العديد من البحوث والدراسات في هذا الإطار بآراء مختلفة حول تحديد اتجاه السببية بين القطاعين والتي يمكن تقسيمها حسب اتجاه العلاقة إلى ثلاث اتجاهات كما يبينها الشكل التالي:³



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

¹- C. Calderon, and L. Liu, (2003) The direction of causality between financial development and economic growth. Journal of Development Economics 72: 321–334, p : 331.

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

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

2-1 التطور المالي يسبب النمو الاقتصادي (finance led-growth):

التطور المالي ← النمو الاقتصادي

وتنص فرضية قيادة العرض (supply leading Hypothesis) على أن قيام الجهاز المالي والمصرفي بالوساطة المالية بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض والوحدات الاقتصادية التي تعاني من نقص في التمويل يؤدي إلى زيادة مجمل الادخارات والاستثمارات بل وإلى تعزيز فعالية هذه الاستثمارات أيضا وهكذا يكون للتطورات المالية الأثر الإيجابي على معدل النمو الاقتصادي. التطور في القطاع المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال ما ينتجه من خدمات مالية والتي تتمثل أساسا في وظيفة جمع الموارد المالية والتخصيص الأمثل لها نحو الفرص الاستثمارية ذات المردود الأعلى (بافتراض أن التخصيص الأمثل للموارد المالية يكون ناتج من نظام مالي متطور)، نتيجة قدرته على تخفيف من حدة المعلومات، التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات وتوزيع وتنويع وتقاسم المخاطر الناتجة عن فشل وخسارة أحد المشاريع الاستثمارية، الأمر الذي ينعكس إيجابا على حجم ونوعية الاستثمارات والرفع من معدل النمو.

ومن بين أهم الاقتصاديين الذين أشاروا إلى المشاركة الإيجابية للتطورات المالية في النمو الاقتصادي كما يلي: الاقتصادي (1873) Walter Bagehot الذي أكد على القطاع المالي لعب دورا مهما في عملية التصنيع في إنجلترا في القرن 18 من خلال تسهيل حركة رؤوس الأموال من خلال تعبئة المدخرات لتمويل سلسلة متنوعة من الفرص الاستثمارية طويلة الأجل وغير السائلة. فحصل أصحاب مشروعات العمل الحر على التمويل الخارجي كان حاسم الأهمية لتسهيل تطبيق تكنولوجيات جديدة في إنجلترا

أكد (1934) Schumpeter على الخدمات التي يقوم بها الوسطاء الماليون بين حشد للمدخرات وتقييم المشروعات وإدارة المخاطر وإشراف ومتابعة للاستثمارات وتسهيل المعاملات كلها ضرورية لتراكم رأس المال. وتقدم وتطوير في المخترعات والأساليب التقنية اللازمة للنمو والتنمية¹. وبالتالي أكد (1912) Joseph Schumpeter على أن النظام المالي يساهم في التطور التكنولوجي بالإضافة إلى رفع الإنتاجية من أهم وظيفة يقوم بها والتي تتمثل في توزيع القروض وبالتالي المساهمة في التنمية الاقتصادية، وجهة (1912) Joseph Schumpeter تتمثل في أهمية النظام المالي في النشاط الاقتصادي توصل (1911) Schumpeter إلى أن البنوك التي تعمل جيدا أسهمت بنشر التقدم التكنولوجي بتشخيص وتمويل أصحاب المبادرات ذات الفرص الجيدة في تصنيع المنتجات المبتكرة بنجاح . أعمال رواد 1960 اهتموا بتقييم دور النظام المالي والمصرفي خلال مرحلة التصنيع بما يقدمه من مساهمات لتوفير التمويل لمشاريع التصنيع (1962) Gerscherkron, (1967) Cameron, (1969) Hicks من خلال إبراز دور البنوك في توفير التمويل لعملية التصنيع وذلك بإجراء دراسات نظرية (theoretical studies).

¹ - د. إبراهيم بن صالح، د علي شريف عبد الوهاب وردة، خدمات الوساطة المالية المصرفية في الاقتصاد المصري وقدرتها التأثيرية في النمو الاقتصادي، "دراسة مقارنة مع الاقتصاد السعودي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية- كلية الاقتصاد والإدارة- جامعة القصيم-السعودية العدد الأول- 2008، ص3.

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

يرى،¹ John Hicks (1969) بأن النظام المالي لعب دوراً رئيسياً في تحريك التصنيع في إنجلترا من خلال تسهيل تعبئة رأس المال لتمويل المشاريع الكبيرة، أي أن النظام المالي البريطاني دور رئيسي في التوسع الصناعي الذي عرفته بريطانيا، وذلك بفضل قيامه بوظيفة تعبئة الموارد المالية على أتم وجه .

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

بالإضافة إلى أعمال التي قدمت من طرف Shaw (1973) و Mckinnon (1973) حول نظرية التحرير المالي الداخلي (تحرير أسعار الفائدة على القروض والودائع، التخلي عن سياسة توجيه الائتمان، خفض نسبة الاحتياط الإلزامي، فتح السوق المصرفية أمام الخواص)، بالإضافة إلى التحرير المالي الخارجي (تحرير حساب رأس المال وحسابات المالية لميزان المدفوعات) كل هذا يسمح بزيادة حجم الادخار المحلي والتخصيص الأمثل للموارد المالية أي تطوير النظام المالي والمصرفي الذي ينعكس إيجاباً على النمو الاقتصادي، أي أن التحرير المالي يؤثر على النمو من خلال قناة تطوير الأنظمة المالية والمصرفية، أما بالنسبة إلى الاقتصادي² Merton Miller (1988) الحائز على جائزة نوبل، حيث أكد على موضوع مساهمة النظام المالي في عملية النمو هي قضية جادة واقترح واضح.

معظم الدراسات النظرية أيدت أن للتطور المالي علاقة إيجابية أي أن الدول التي تتسم بمستويات أعلى من التطور في القطاع المالي ترتبط بمستويات أعلى من معدلات في النمو الاقتصادي، هذا ما أكدته³ Ross Levine (1997) على أن تأثير النظام المالي يكمن من خلال التحسينات النوعية والكمية في الخدمات المالية تنعكس إيجاباً على النشاط الاقتصادي .

والنتيجة أن هناك العديد من الاقتصاديين الذين يؤيدون هذا الفرض، حيث يروا أن القطاع المالي يلعب دوراً حيوياً في التأثير من خلال تقليل التكاليف الناتجة عن التعامل في السوق متمثلة في تكاليف المعاملات والمعلومات والتي قد تعوق توجيه المدخرات إلى الاستثمار، على معدل الادخار وقرارات الاستثمار والتطور التكنولوجي، وبالتالي معدل النمو في الأجل الطويل، ويأتي هذا التأثير عن طريق ثلاث قنوات رئيسية يتم من خلالها نقل التأثير الإيجابي للتطور المالي على النمو الاقتصادي، وهي الادخار، حجم وكفاءة الاستثمار وكفاءة الوساطة المالية⁴ Pagano (1993)، أي

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

² -Nobel Laureate Merton Miller (1988, p4) argues „ that financial markets contribute to economic growth is a proposition too obvious for serious discussion.

³ -Ross Levine, (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature 35: 688-726.

⁴ -Marco Pagano (1993) , op cit, p:615-617.

أن النظام المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قدرته على زيادة في الإنتاجية الحدية لرأس المال، رفع نسبة الادخارات الموجهة إلى الاستثمارات وقدرته على التأثير على معدلات الادخار. يمكن القول أنه كلما اتسعت حدود التنمية كلما زادت إلى جهاز مصرفي أكثر تطوراً وأوسع خدمات، وهذا يعني أن هناك ترابط بين الجهاز المصرفي في عملية التنمية، إذ أنه لم يكن هناك مجال للشك حول أهمية هذا النظام في عملية التنمية وقد تأكد هذا الدور من خلال ما قدمه النظام المصرفي من خدمات أصبحت واحدة من أهم دعائم التنمية المحلية .

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

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

وكذلك توصل (Goldsmith(1969 إلى وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي ومعدلات النمو الاقتصادي، من خلال تركيزه على العلاقة بين التطور المالي وفعالية الاستثمارات (efficiency of investments).

حسب نظرية التحرير المالي Financial Liberalization Theory المقدمة من (Shaw(1973) و (Mckinnon(1973 إن عملية التحرير المالي والتي تتضمن مجموعة من الإصلاحات المالية خاصة من خلال تحرير أسعار فائدة حقيقية والتي تهدف إلى رفع الإدخارات ومن ثم الاستثمارات أي المساهمة في التراكم الرأسمالي التي يكون لها أثر مباشر على رفع معدلات النمو الاقتصادي، التحرير المالي يساهم في النمو الاقتصادي من خلال قناة تراكم رأسمال (Capital Accumulation Channel) تعتبر قناة كمية (Quantitative Channel). حسب الاقتصادي (Ang(2008، بالإضافة إلى قناة إنتاجية الاستثمارات (Productivity of Capital Channel) على أن النظام المالي المتطور يعمل على جمع وتحليل المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وبالتالي تخصيص الأمثل للموارد المالية نحو استثمارات الأكثر إنتاجية، بالإضافة إلى توجيهها نحو الاستثمارات ذات المردود الأعلى والتي تصاحبها مخاطرة أعلى والتي تقلل منها من خلال قدرته على التنوع Diversification.

وبالتالي حسب نظريات النمو أن التطور المالي يساهم في العملية التنموية من خلال قناة تراكم رأس المال (حجم الاستثمارات) وقناة إنتاجية رأسمال (نوعية الاستثمارات).

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

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

النمو الاقتصادي ← التطور المالي

بعض التحليلات تفترض علاقة سببية متجهة من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي أي **فرضية قيادة الطلب (Demand Followind Gypothesis)** فهذه الفرضية تؤكد الدور السلبي للنظام المالي، فطبقا لهذا الرأي فإن تطور القطاع المالي يحدث كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي، حيث يتطلب التوسع الاقتصادي المستمر مزيد من الخدمات والأدوات المالية، فيكيف النظام المالي نفسه مع الاحتياجات المالية للقطاعات الحقيقية، لذا فهذا النوع من التطور المالي يلعب دورا سلبيا في عملية النمو.

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

Joan Robinson (1952) is representative of such a viewpoint when she claims where enterprise leads, finance follows³

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

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

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

"I believe that the importance of financial matters is very badly over-stressed in popular and even much professional discussion and so am not inclined be apologetic for going to the other extreme"⁴

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

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

³ - Joan .Robinson., (1952). The Generalization of the General Theory. London: MacMillan Press , p86.

⁴ -Robert Lucas, (1988). On the Mechanics of Economic Development. Journal of Monetary Economics 22: 3-42, p 06.

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

رفض بعض الاقتصاديين الأفكار التي جاءت بها فرضية قيادة العرض مثل (1966)Patrick¹ و(1952)Robinson، حيث اعتقدوا بأن التطور المالي يعتبر مجرد مخرج للنمو في القطاع الحقيقي للاقتصاد، وقد جاء اقتصاديون حديثون من(1996)Demetriades & Hussein² وتمحورت آراؤهم حول أن أي تحول أو نمو في الأسواق المالية بشكل بسيط هو استجابة لنمو الاقتصاد، وبشكل أوضح فإن أي توسع في الاقتصاد الحقيقي نتيجة للفوائد التكنولوجية أو تقدم كفاءة العمل سيولد طلب جديد على الخدمات المالية، وهذا بدوره يزيد من عمل المؤسسات المالية ويؤدي لإنشاء مؤسسات مالية جديدة، حيث أن نمو الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة وتوسعها يفرضي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية المتقدمة من القطاع المالي والذي يؤدي في النهاية لتوسع ونمو القطاع المالي.

بالنسبة³(1989)Stern من خلال دراسته نفى دور التطور المالي في عملية التنمية الاقتصادية حيث أنه حتى لم يتم إدخالها ضمن قائمة المتغيرات المحذوفة (lists omitted topics).

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

ويرتكز هذا الاتجاه على كون القطاع المالي مستقل تماما عن النمو الاقتصادي، وبالتالي فإن أي منهما لا يؤثر على الآخر كما أشار(1988)Lucas و(1992)Chandavakar⁴ أن الاقتصاديين يبالغون في إعطاء أهمية للنظام المالي في عملية التنمية الاقتصادية بالإضافة إلى الاقتصاديين⁵(1989)Stern ،⁶(1984)Meier and Seer و(1958)Modigliani and Miller الذين تجاهلوا النظام المالي عند حصرهم للمتغيرات المؤثرة في عملية النمو. أعمال⁷(1958)Modigliani and Miller أخذت اتجاهها وبعد آخر فيما يخص المؤسسات المالية كونها عناصر مفسرة، حيث بينوا أن القرارات الاقتصادية الحقيقية مستقلة عن المؤسسات المالية وهياكلها.

Chandavakar(1992)"none of pioneers of development economics.....even lust finance es a factor of development"⁸

ويرى(1988)Lucas⁹ أن الاقتصاديين بالغوا في دور القطاع المالي في دفع النمو الاقتصادي على نحو سيئ badly over-stress

¹ -Joan Robinson (1952 , p 86) declares that « Where Enterprise leads Finance follows ».

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

³ -Nicholas .Stern ,(1989) , The Economics of Development : A Survey , Economic journal , September1989, pp :597-685.

⁴ -Nicholas Stern (1989) , The Economics of Development : A Survey , Economic Journal ,1989,99(397) , pp:597-689.

⁵ -Anand Chandavarkar , (1992) , of finance and development :Neglected and Unsettled Questions , " World Development , 20(1) , pp : 133-142.

⁶ -Meier ,Gerald M.and Seers ,Dudley, Pioneers in Development , New York : Oxford University,Press ,1984.

⁷ -MODIGLIANI. F, MILLER. M. H, (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48, June, PP. 261-297.

⁸ -Anand Chandavarkar , (1992), op cit , p:134.

⁹ -Robert Lucas (1988, p 6) asserts that economists « Badly Over-Stress » the role of financial factors in economic growth.

2-3 العلاقة التبادلية (feedback causality):

التطور المالي ↔ النمو الاقتصادي

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

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

في الواقع أن كلا من القطاع المالي والحقيقي يتفاعلان أثناء مراحل التطور، هذا ما أشارت إليه نظريات النمو الداخلي، بعبارة أخرى لا توجد هناك مرحلة معينة يوجد فيها علاقة من اتجاه واحد بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، لذا فإن كثير من الاقتصاديين والباحثين يفضلون وصف العلاقة على أنها علاقة سببية ذات اتجاهين، وكذلك أوضحت الدراسات لا تقيم وزناً للعلاقة السببية الموجهة، في حين أن الباحثين الذين يسعون إلى تحديد اتجاه العلاقة السببية فإنهم غالباً ما يتوصلون إلى نتائج غامضة.

إن العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور النظام المالي شهدت جدلاً متنامياً فيما إذا كان أداء القطاع المالي يتبع أداء القطاع الحقيقي للدول، أم أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي، أي اختلاف في تحديد اتجاه السببية بين القطاعين كما يمثله الشكل السابق، وفيما يلي يتم عرض لأهم الآراء حول طبيعة هذه العلاقة¹.

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

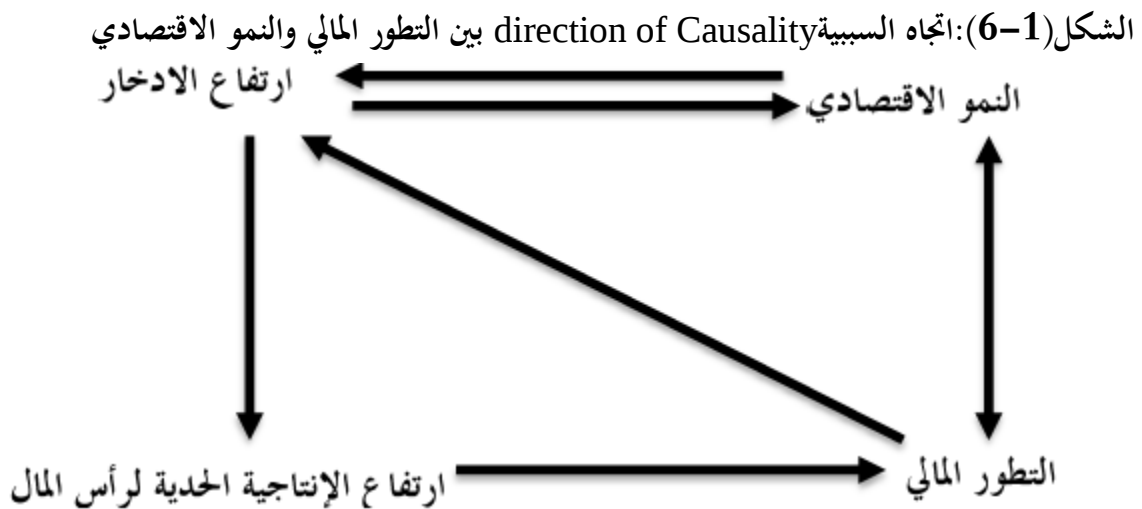
¹ - جميلة صحراوي " أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الأردن 1979-2009"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، 2011، ص 11-14.

ركز¹ Patrick(1966) على اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، ولكن بدون توضيح اتجاه العلاقة بين القطاع المالي والحقيقي، من يقود الآخر.

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

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

دور مهم في عملية دعم النمو الاقتصادي من خلال تشجيع الادخار وتوفير التمويل اللازم للاستثمارات، كما أن للنمو الاقتصادي تأثير إيجابي على التطوير المالي وذلك من خلال تأثيره على الادخار بواسطة تخفيض تكاليف الوساطة المالية والشكل التالي يوضح مختلف العلاقات القائمة بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي:



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

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

3- هيكل النظام المالي والنمو الاقتصادي:

Structure of financial systems and economic growth

يشكل النظام المالي كل المؤسسات والأنظمة التي تقوم بوظائف ووساطة مالية لتحويل الأموال من المدخرين إلى المقترضين¹، أي قيامه بتجميع المدخرات وإعادة توظيفها وضخها في الاقتصاد لأغراض إنتاجية، وبالرغم من استقرار وظائف النظام المالي² ليضم النظام السوقي إلى جانب النظام المصرفي التقليدي. ويشكل النظام المصرفي المؤسسات المالية المصرفية مثل البنك المركزي والبنوك التجارية، كما يشمل المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين وصناديق التأمين الاجتماعي. أما النظام المالي السوقي فيشمل سوق النقد الذي يتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل وسوق رأس المال الذي يتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات.³

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

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

دار جدل ونقاش حول خصائص البنوك والأسواق المالية، وقد تركزت المناقشة على أربع دول في ظل سيادة الجهاز المصرفي في كل من ألمانيا واليابان، تلعب البنوك الدور القيادي في تعبئة المدخرات وتخصيص الائتمان، الإشراف على قرارات الاستثمار وإدارة المخاطر، أما في ظل قاعدة الأسواق المالية مثل إنجلترا والولايات المتحدة تكون الأسواق المالية أكثر كفاءة وفعالية في توفير الخدمات المالية⁴.

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

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

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

³ -R. Glenn Hubbard and Anthony Patrick, Money, Banking and the Financial System (New York: Prentice Hall, 2012), pp. 1-17.

⁴ -Asli Demirguç-Kunt and Ross Levine (1999). Bank-based and financial systems : Cross-country Comparisons, world Bank Policy Working Paper N° 2143, p :02.

قام الاقتصادي¹ Ross Levine (2002) باختبار تأثير الهيكل المالي على النمو الاقتصادي وتوصل إلى أن المؤسسات المالية تعمل على زيادة نسبة الادخارات وبالتالي توفير التمويل للاستثمارات، وأمل الأسواق المالية تعمل على تخصيص الكفاء لرفع إنتاجية الاستثمارات والمساهمة في النمو عبر مختلف القنوات²، وبالتالي يعتبر Ross Levine (2002) أن كل المصارف والأسواق المالية هي تكاملية. في الدول التي يسود فيها قاعدة الأنظمة البنكية، فإن التمويل يكون عن طريق إصدار الأسهم والسندات يلعب الدور الأكبر، وفيما يلي عرض الإطار النظري لأهم صنفين للنظام المالي نظام قائم على الجهاز البنكي والآخر على الأسواق المالية³:

3-1 قاعدة البنوك (Bank-based systems):

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

ففي المراحل الأولى للتنمية تمتلك الدولة البنوك بما يمكنها من التغلب على قصور الأسواق في توزيع المدخرات بشكل يتلاءم مع إستراتيجية التنمية (Gerschenkron (1962 كذلك يكون البيئة المؤسساتية ضعيفة بحيث لا تستطيع مساندة أنشطة السوق . كذلك لا تخضع هذه البنوك للقيود التنظيمية، وبالتالي يستطيع الوصول إلى اقتصاديات الحجم والنطاق في عملية جمع المعلومات وتحليلها⁴ (Beck Levine (2002، وأشار كل من⁵ Stiglitz (1985) و⁶ Singh (1997) إلى أن النظام القائم على قاعدة البنوك أفضل بكثير من النظام القائم على الأسواق وذلك من خلال البنوك هي أكثر قدرة على تحديد المشاكل في تواجه الشركات .

كما يتميز النظام المصرفي بقدرته على تكوين علاقة طويلة الأجل وأكثر استقراراً مع المستثمرين، وتمويل النمو وذلك نتيجة لارتباطه الوثيق بالمنشآت على عكس أسواق المال التي تقلل الحافز على الحصول والبحث على المعلومات من قبل المستثمرين، ولذلك فهي أكثر كفاءة في توزيع الموارد المالية بالمقارنة بأسواق المال . فالنظام المصرفي (قاعدة البنوك)

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

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

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

⁴ - Thorsen Beck and Ross Levine (2002). Stock Markets ,Banks ,and Growth :Panel Evidence. NBER working paper series, Working Paper 9082, available at the following URL: <http://www.nber.org/papers/w9082> (Accessed on the 3rd April 2014

⁵ - Joseph Stiglitz, (1985). Credit Markets and the Control of Capital. Journal of Money ,Credit and Banking ,17,133-152.

⁶ - Ajit Singh. (1997). Financial liberalization, stock markets and economic development .The Economic Journal, 107(442), 771-782.

يعتمد على تركيز الإدارة في القيام بالوساطة المالية، وبذلك يقتصر على تداول المعلومات الخاصة بالاستثمار على فريق الإدارة من دون الالتزام بإتاحة تلك المعلومات للمودعين، وهذا من شأنه خفض تكلفة تداول المعلومات، بالإضافة إلى تخفي مشكلة عدم تماثل المعلومات.

وأشار الاقتصادي (Keynes 1936) في إطار "النظرية العامة" General theory إلى الدور المهم للبنوك في تشجيع عملية الاستثمار.

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

3-2 قاعدة الأسواق المالية (Market-based systems):

على العكس من النظام القائم على المصارف يعمل نظام السوق على توضيح الدور الإيجابي للمؤسسات المالية غير مصرفية في تقديم الخدمات المالية مع الإشارة إلى أهم المشاكل والنقائص التي يعاني منها النظام القائم على قاعدة البنوك، حيث أن كبر حجم وسيولة أسواق المال يمكنها تقديم الخدمات المالية اللازمة لحفز النمو طويل الأجل والابتكار خاصة من أن الأسواق المالية المتطورة تحفز على الحصول على المعلومات (Holmstrom and Tirole, 1993)¹، كما يلقي نظام السوق الضوء على المشاكل الناتجة عن قيام القطاع المصرفي بتمويل الشركات. حيث قد تدخل البنوك في علاقات تواطؤ مع مديري كبرى الشركات ضد بعض المقترضين المنافسين لهذه الشركات بما يعوق الإدارة الجيدة للشركات والمنافسة داخل الاقتصاد. ولذا يعمل نظام السوق من خلال الحد من انخفاض الكفاءة التمويلية التي قد تصاحب البنوك وبالتالي تثبيط النمو والتنمية.

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

¹-B, Holmstrom, J. Tirole, (1993). Market liquidity and performance monitoring". Journal of Political Economy 101, 678-709.

نستخلص مما سبق أن تم عرض إطار نظري واسع ونقاشات من طرف الاقتصاديين حول إيجابيات كل من الأنظمة القائمة على البنوك والأسواق المالية، ومع التأكيد على قدرة البنوك في تخفيف من حدة معوقات السوق (Market frictions) والتي تتضمن تكلفة المعاملات والمعلومات، ونتيجة هي الرفع من حجم الاستثمارات في المدى الطويل والرفع من كفاءة وفعالية تخصيص رأس المال. وأما من أهم مزايا الأسواق المالية أنها تعمل على تخفيض من مخاطر السيولة (liquidity risk) ومشكلة عدم تماثل المعلومات وتوفير الرقابة على الشركات، يقترح الاقتصادي Levine¹ (2002) بعدم التفكير بالمقارنة بين النظام القائم على البنوك والأسواق المالية، إنما كعامل وكتلة واحدة، بالإضافة إلى دراسة² Boyd and smith, (1998) التي بينت أن الأسواق والوساطة المالية هما عاملان متكاملان.

4- الدراسات السابقة

تبني الاقتصاديون في دراساتهم من الناحية النظرية وجهات نظر متباينة حول أهمية تطور النظام المالي في النمو الاقتصادي ويمكن جمعها في اتجاهين، إذ يرى معظمهم أن النظام المالي يمارس تأثيرات إيجابية على النمو الاقتصادي وجاءت العديد من الدراسات التطبيقية السابقة ممة للجانب النظري، والتي تناولت العلاقة بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، وذلك أما من خلال اختبار أثر تطوير القطاع المالي على النمو الاقتصادي أو اختبار العلاقة السببية بينهما نتيجة لتعارض الآراء النظرية (Theoretical Controversy) حول هذه العلاقة، وتقريبا جل الدراسات التطبيقية توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وليس بالضرورة أن التطور المالي هو المتغير الخارجي المؤثر في النمو الاقتصادي، ألا عدم القدرة على تعميم النتيجة حول اتجاه العلاقة السببية القائمة بينهما والتي أرجعها معظم الباحثين لحساسية اتجاه اختلاف المؤشرات الممثلة لتطور القطاع المالي من دراسة إلى أخرى، بسبب تعدد مقاييس التطور المالي، بالإضافة إلى اختلاف مستويات التطور المالي وأيضاً نوعية المؤسسات من دولة إلى أخرى.

1-4 الدراسات السابقة حول تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي (supply leading hypothesis):

حيث قامت هذه الدراسات بافتراض اتجاه السببية على أن تطور القطاع المالي تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي واختبار صحة هذه الفرضية (يعني اتجاه السببية من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي)، وتقريبا معظم الدراسات توصلت إلى أن التمويل يؤثر إيجاباً على النمو، أي أن مؤشرات التطور المالي تربط بمؤشرات النمو، والتي استخلصت أن توفير مزيداً من التمويل يؤدي إلى زيادة النمو: "More finance, more growth"³

¹ -Ross Levine (2002).op cit.

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

³ -S.H Law. and N Singh. (2014) , Does too much finance harm economic growth ?, Journal of Banking and Finance, N°:41, pp:36-44, p:36.

4-1-1 دراسة¹ Goldsmith (1969):

قام الباحث بدراسة دور التطورات المالية في تعجيل النمو الاقتصادي وذلك من خلال اختبار العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي حول 35 دولة خلال الفترة الممتدة من 1860-1963، وتوصل إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي ومن خلال قناة التي تبرز أهمية المؤسسات المالية في حشد المدخرات التي تحتاجها مسيرة النمو، ولكن تعرضت الدراسة إلى مجموعة من الانتقادات أهمها عدم توضيح اتجاه العلاقة السببية بين المتغيران المالية والحقيقية.

واستنتج Goldsmith (1969) بأن التمويل من خلال البنوك والأسواق المالية في الاقتصاد لها آثار إيجابية على النمو الاقتصادي ولاسيما على المدى البعيد، وبين أن الفترات التي يرتفع بها النمو الاقتصادي تزامنت مع فترات التطور المالي المرتفع، وعليه فهو وضع البذرات الأولى لتلك العلاقة الإيجابية. قامت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي (GDP) من خلال بيانات تجميعية (cross-section) لـ 80 دولة خلال الفترة الممتدة من 1960-1989، باستخدام متغيرات التطور المالي كما يلي:

- DEPTH: الكتلة النقدية بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ممثل للعمق المالي (Financial depth).
 - BANK: القروض البنكية مقسومة على القروض البنكية ومجموع أصول البنك المركزي.
 - PRIVY: القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- GNP يمثل معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وتدعيم قوي للتأثيرات الإيجابية للتطور المالي على النمو الاقتصادي. تعتبر الدراسات التي قام بها (King and Levine, 1993a, 1993b, 1993c) لعدد كبير من الدول للفترة الممتدة من 1960-1989 من أهم الدراسات التطبيقية لتحديد أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي، وقد استخدمنا في الدراسات عددا من المقاييس للتطور المالي، منها متوسط الموجودات السائلة للنظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومتوسط معدل الائتمان المخصص للقطاع الخاص إلى إجمالي الائتمان المحلي ومتوسط الائتمان المصرفي إلى إجمالي الاقتراض، واستخدما عدد من المقاييس للنمو الاقتصادي منها متوسط الفرد ومتوسط التعليم ومؤشرات تعكس سعر الصرف والتجارة والسياسة المالية والنقدية وكانت النتائج التي توصلنا إليها تؤيد فرضية أن التمويل يؤثر إيجابا على النمو، أي اعتبار التطور في النظام المالي أحد محددات النمو.

4-1-2 دراسة² Odedokun (1996):

سعت الدراسة للتعرف إلى تحديد وتحليل أثر الوساطة المالية على النمو الاقتصادي، واختبار هل الأثر يختلف من منطقة إلى أخرى، باختلاف مستويات التطور الاقتصادي. خلال الفترة الممتدة من 1960 إلى 1980 لـ 71 دولة،

¹ -R, Goldsmith (1969), «Financial Structure and Development, New Haven and London : Yale University Press 1969, by the Economic Journal, Vol. 80, N°318; June 1970.

² - M . O. Odedokun 1996 « Alternative econometric approaches for analysing role of Financial sector in economic growth: Times series evidence from LCDs'''' journal of development Economics vol ,50 (1996) 119-146.

استعمل OLS و GLS لتقدير معادلتين لكل دولة، وأيضا استعمل منهجية حزم البيانات PANEL DATA لتقدير نموذج الأثر الثابت fixed effect model لدالة الإنتاج، وقام بتقسيم الدول إلى عينات استنادا إلى معارين هما الدخل والمنطقة، واستخدم ممثل للعمق المالي الذي يتمثل في $M2/GDP$ ، نمو الوساطة المالية ممثل بنمو في الكتلة النقدية $M2$ ، واستعمل منهجية¹ Feder(1983) و² Ram(1986) في تحليل العلاقة بحيث قام بتقسيم الاقتصاد إلى قطاع مالي وقطاع غير مالي (حقيقي)، تشير النتائج إلى أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي في حوالي 85% من الدول محل الدراسة.

3-1-4 دراسة³ Ross levine and Sara Zervos (1998):

تعتبر دراسة Ross levine and Sara Zervos (1998) أول إسهام حول دراسة تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، لأن معظم الدراسات التي سبقتها ركزت على الاعتماد فقط على مؤشرات البنوك باعتبار هو مصدر الممول للاستثمارات وتهميش لدور الأسواق المالية في توفير الخدمات المالية التي تحدم الاقتصاد، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر كل من الأسواق المالية والبنوك على النمو حيث شملت العينة على 42 دولة خلال الفترة الممتدة من 1976-1993، باستعمال المؤشرات التالية:

- مؤشرات تطور الأسواق المالية:

- Turnover Ration, Value traded, Market capitalization (%GDP)

- مؤشرات تطور الجهاز البنكي:

- Crédit bank: القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أن مستوى ودرجة سيولة الأسواق المالية والجهاز المصرفي مرتبطة إيجابا ومعنويا مع معدلات النمو الاقتصادي، تراكم رأس المال ونمو الإنتاجية.

- كل من مؤشرات البنوك (bank-based) والأسواق المالية (Market-based) تؤثر معنويا على النمو الاقتصادي.

- العلاقة بين الأسواق المالية، البنوك والنمو الاقتصادي مرتبطة أكثر مع قناة نمو الإنتاجية (Productivity growth) على تراكم رأس المال (Capital Accumulation Channel).

4-1-4 دراسة⁴ Neusser and Kugler (1998):

قامت الدراسة على اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في 13 دولة من دول OCDE خلال الفترة من 1970-1991، باستخدام مجموعة من الطرق القياسية نماذج الانحدار الذاتي (VAR) والاختبارات

¹ -G.Feder.(1983), "On exports and economic growth", Journal of Development Economics, Vol. 12, February/April, pp. 59-73.

² -R. Ram, (1986), "Government size and economic growth: a new framework and some evidence from cross-section and time series data", American Economic Review, Vol. 76, March, pp. 191-203.

³ -Ross Levine. and Sara Zervos,. (1998) Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review 88: 537-558.

⁴ -K.Neusser and M Kugler. (1998) Manufacturing growth and financial development2 evidence from OECD countries. Review of Economics and Statistics 80: 638-646.

السببية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة التكامل المشترك بين مؤشرات النمو والتطور المالي في ربع العينة المدروسة، ونتائج اختبار السببية تشير عامة إلى أن التمويل يسبب النمو في عوامل الإنتاج (TFP) ووجود ثنائية الاتجاه في العديد من الدول المدروسة.

4-1-5 دراسة¹ Arestis et al(2001):

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة تتكون من الولايات المتحدة، إنجلترا، فرنسا، اليابان وألمانيا خلال الفترة 1968-1998، باستعمال المؤشرات التالية:

- الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ممثل للنمو الاقتصادي، رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي (stock market capitalization)، قروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي stock market value stock market turnover ratio, traded/GDP
- توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- الأسواق المالية تساهم إيجاباً في النمو الاقتصادي في كل من ألمانيا، اليابان وفرنسا، ولكن يبقى الدور الأكبر للبنوك.
- في الولايات المتحدة وإنجلترا، العلاقة بين التمويل والنمو وجدت ضعيفة، واتجاه السببية يكون من النمو إلى التطور المالي.

4-1-6 دراسة² Favara (2003):

قامت هذه الدراسة بإعادة اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وذلك خلال الفترة الممتدة بين 1960-1998 لـ 85 دولة، استعمال البيانات المقطعية والبيانات المجمعة وأساليب قياسية مختلفة في التقدير: PMG, GMM, OLS، استخدمت الدراسة مؤشرين ممثلين للتطور المالي هما الكتلة النقدية M2 بالنسبة إلى GDP، القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى GDP، وقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في حالة البيانات المقطعية ضعيفة، منا وجدت دليل على أن العلاقة غير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، مما يعني أن التطور المالي على يمارس تأثير مؤقتاً النمو الاقتصادي خلال المرحلة الانتقالية في التنمية، أما في حالة البيانات المجمعة فكانت العلاقة بين التطور المالي والنمو سلبية في الأجل الطويل.

4-1-7 دراسة³ Loayza and Roncière(2006):

استعملت الدراسة طريقة PMG لتقدير نموذج تصحيح الخطأ المطورة من طرف Pesaran, Shin and Smith(1999) بهدف دراسة تأثير التمويل على النشاط الاقتصادي، بالإضافة إلى محاولة دراسة تأثير التوسع في منح القروض وسياسة التحرير المالي على النمو مع اعتبار مؤشر القروض الممنوحة كعامل للتنبؤ بالآزمات البنكية

¹-Philip Arestis,.,Panicos Demetriades,., and Kul.B Luintel,., (2001) Financial development and economic growth: the role of stock markets. Journal of Money, Credit, and Banking 33: 16-41.

²-Giovanni Favara 2003 . An Empirical Reassessment of the Relationship between finance and growth.IMF working paper WP /03/123, 2003.

³ -Norman Loayza and Romain Ranciere (2006).financial development ,financial fragility ,and growth . Journal of Money ,Credit ,and Banking, Vol38, N°04, pp: 1051-1076.

وارتباطه بالركود الاقتصادي¹ Kaminsky and Reinhart (1999)، وباستخدام مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ومتغير السيولة (M2/GDP)، على عينة تتكون من 75 دولة خلال الفترة من 1960-2000.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المدى القصير، وعلاقة ايجابية ومتجانسة في المدى الطويل، أي أن القطاع المالي يؤثر سلباً على النمو في الأجل القصير، بينما في المدى الطويل يمارس تأثيرات ايجابية على النمو، وقد قام الباحثان بربط العلاقة السلبية بين التطور في القطاع المالي والنمو بالأزمات المالية والبنكية والتقلبات المالية (Financial volatility).

8-1-4 دراسة² Ben Naceur and Ghazouani (2007)

تمت الدراسة على 11 دولة من دول MENA بهدف اختبار أثر الجهاز البنكي والأسواق المالية على النمو الاقتصادي، باختلاف فترات الدراسة من دولة إلى أخرى أي تم استعمال سلة البيانات غير متوازنة unbalanced panel (انحصرت الفترات الزمنية ما بين 1979-2003) باستعمال طريقة GMM في التقدير، تم استعمال مجموعة من المؤشرات الممثلة للتطور الأسواق المالية والجهاز البنكي، وتم التوصل إلى وجود علاقة سلبية بين كل من تطور الجهاز المصرفي والأسواق المالية والنمو الاقتصادي، حيث ربط الباحثان ذلك بالأنظمة المالية المتخلفة التي تتميز بها دول محل الدراسة.

9-1-4 دراسة³ Rousseau and Wachtel (2011)

توصلت الدراسة إلى نتائج أن التأثير العمق المالي على النمو خلال الفترة 1960-1989، يختلف عن التأثير في الفترات الحالية عن الفترات السابقة وهذا راجع إلى عدة عوامل من أهمها نشوب الأزمات المالية والبنكية في السنوات الحديثة والتي ساهمت في تهميش الدور الايجابي للنظام المالي في العملية التنموية كما أشار الباحثان.

2-4 الدراسات التطبيقية حول العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي:

حاولت العديد من الدراسات التطبيقية تحديد اتجاه السببية بين مؤشرات تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي من بينها:

1-2-4 دراسة⁴ Gupta (1984):

تمت الدراسة على 14 دولة نامية خلال الفترة 1961-1980، باستعمال VAR model واختبار السببية، توصلت الدراسة نتائج تأييد وجود اتجاه السببية من القطاع المالي إلى النمو الاقتصادي، وبعض حالات وجود ثنائية الاتجاه (two-way Causality).

¹ -Graciela, Kaminsky, and Carmen Reinhart (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems." American Economic Review 89, 473-500.

² -Samy Ben Naceur and Samir Ghazouani (2007) « Stock market, Banks ,and economic growth: Empirical evidence from MENA region .Research International Businesss and Finance 21 , 297-315.

³ -Peter. L Rousseau and Paul Wachtel. (2011).What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? Economic Inquiry, 49(1),276-288.

⁴ -K.L Gupta,. (1984). Finance and Economic Growth in Developing Countries. London: CroomHelm.

استخدمت دراسة Gupta (1984) المنهجية السببية لـ Granger لتحديد العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في أربع عشرة دولة نامية باستخدام النمود M_1 ، M_2 ، والائتمان الخاص، والائتمان الكلي لقياس التطور المالي، ومؤشر الإنتاج الصناعي لقياس النمو الاقتصادي، وقد كانت النتائج التي توصلت إليها الدراسة متباينة بين الدول المختلفة، فقد وجد دلائل تؤيد ما أسماه Patrick (1966) العرض القائد (Supply-leading) من أن التطور المالي يقود النمو الاقتصادي في ثماني دول، في حين أنه لم يجد ما يؤيد ما أسماه Patrick (1966) الطلب التابع (demande-following) من أن التطور المالي هو نتيجة للعملية التنموية، ولكن نتائجها أشارت إلى أن التطور المالي يؤدي إلى النمو الاقتصادي وأن النمو الاقتصادي يؤدي إلى التطور المالي في أربع دول، وبالنسبة للعلاقة السببية وجد أن هناك سببية ذات اتجاهين في دولتين فقط، وعليه فإن النتائج التي توصل إليها Gupta (1984) غير قاطعة في تأييد أي من الفرضيتين.

4-2-2 دراسة Jung (1986)¹

شملت الدراسة على 37 دولة نامية و 19 دولة متقدمة خلال الفترة من 1950-1980، باستعمال نماذج VAR واختبار السببية، شملت المؤشرات المستخدمة M_2/GDP ، السيولة إلى M_1 كمؤشرات ممثلة للعمق المالي، والنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي تمثل للنمو الاقتصادي. توصلت الدراسة إلى تأييد فرضية العرض القائد لـ Patrick التي تنص على أن اتجاه السببية يكون من التطور المالي. وفي دراسة Jung (1986) التي شملت 56 دولة متقدمة ونامية، استخدم فيها نسبة العملات المتداولة خارج النظام المصرفي إلى M_1 وكذلك نسبة M_2 إلى الناتج المحلي الإجمالي لمقاييس للتطور المالي، ومتوسط الدخل الحقيقي للفرد كمقياس للنمو الاقتصادي، أشارت النتائج إلى أن تأييد فرضية أن التطور المالي يقود النمو الاقتصادي أكبر من تأييد فرضية أن التطور المالي يعد نتيجة للنمو الاقتصادي للدول النامية، بينما أشارت النتائج إلى اتجاه السببية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي للدول المتقدمة.

4-2-3 دراسة Demetriades and Hossein (1996)²

والتي تم استخدام فيها نسبة موجودات الودائع ونسبة M_2 إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للتطور المالي، ومتوسط الدخل الحقيقي للفرد كمقياس للنمو الاقتصادي لـ 16 دولة نامية، فقد تناولت نتائج اختبارات السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بين الدول المختلفة، ففي حوالي نصف الدول موضع الدراسة هناك إشارة إلى وجود سببية ثنائية، ولكن في عدد من الدول كانت النتائج تشير إلى أن السببية تتجه من النمو إلى التطور المالي. على اختبار السببية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي حول 16 دولة وقد توصل الباحثان على اتجاه السببية يختلف من دولة إلى أخرى باختلاف خصائص القطاع المالي من دولة إلى أخرى (في البعض منها ثنائية الاتجاه وفي البعض الآخر أحادية الاتجاه)، باستخدام عينة مشكلة من 16 بلداً، إلى أن السببية بين العمق المالي المقاس بواسطة

¹ -W.S. Jung, (1986) Financial development and economic growth: international evidence. Economic Development and Cultural Change 34: 333-346.

² - Panicos. Demetriades and Khaled Hussein (1996) "Does financial development cause economic growth? Time -series evidence from 16 countries" Journal of Development Economics Vol .51(1996) 387-411.

نسب الودائع البنكية المترتبة على القطاع الخاص إلى الإنتاج الداخلي الخام والنمو تتغير من بلد الآخر، فقد تم التوصل في بلدين فقط إلى أن التطور المالي كان سببا في النمو الاقتصادي، في سبعة دول من العينة تم اكتشاف أثر ارتجاعي بين المالية والنمو، وفي أربعة دول أخرى علاقة سببية تتجه من النمو نحو القطاع المال.

4-2-4 دراسة¹ Darrat(1999)

هدفت الدراسة إلى اختبار اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في كل من السعودية، تركيا والإمارات، خلال الفترة الممتدة من 1964-1993 باستعمال مؤشرين ممثلين للعمق المالي وهما المجموع النقدي M1 و M2 بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، استخدام الدراسة اختبار السببية لـ Graneger، اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ (ECM) توصلت إلى نتيجة مهمة من خلال مجموعة من التحليلات على أن اتجاه السببية يختلف عبر الدول، مع اعتبار أن العمق المالي يعتبر عامل في عملية التنمية.

4-2-5 دراسة² Al-Youcif(2002)

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على عينة تتكون من 30 دولة نامية باستعمال تحليل السلاسل الزمنية التي شملت على اختبار جذر الوحدة، اختبار السببية، اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، بالإضافة إلى تحليل بيانات بانل وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- في 10 دول العلاقة السببية ثنائية الاتجاه (Bi-directional causality).
- في 9 دول اتجاه السببية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي (demand-following)
- في 4 دول اتجاه السببية من التطور المالي إلى النمو (supply-leading)
- في 7 دول عدم وجود علاقة سببية معنوية بين القطاع المالي والحقيقي.

وقامت الدراسة باستخلاص النتائج التالية:

- ❖ هناك تدعيم قوي للعلاقة السببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.
- ❖ أيضا تدعيم لفرضية العرض القائد والطلب التابع.
- ❖ أن العلاقة السببية تختلف من دولة إلى أخرى نتيجة اختلاف مستويات التطور المالي والاقتصادي ما بين الدول.

4-2-6 دراسة³ Ang and McKibbin(2007)

قام الباحثان باختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، هل أن تطور القطاع المالي يقود إلى النمو الاقتصادي أم العكس، تمت الدراسة على دولة ماليزيا خلال الفترة الممتدة 1960-2001 باستعمال التكامل المشترك واختبارات للسببية، توصلت الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي له تأثير إيجابي على تطوير النظام المالي أي تأييد

¹ -Alif. F Darrat (1999) , Are financial deepening and economic growth causally related ?,Another look at the evidence , International Economic Journal , 13:3 , pp 19-35.

² - Yousif Khalifa Al-Yousif (2002),f inancial development and economic growth: Another look at the evidence from developing countries, Review of Financial Economics 11, 131-150.

³ -James Ang and Warwick McKibbin(2007) “financial liberalization, financial development and growth : Evidence from Malaysia ” Journal of development economics 84,pp:215-233.

فرضية Robinson 1952 (demand following) على أن النمو الاقتصادي يقود إلى تطور في النظام المالي في الأجل الطويل، وقد فسر الباحثان هذه النتيجة إلى أن سياسة التحرير المالي لم تلعب أي دور في رفع معدلات النمو الاقتصادي من خلال قناة تطوير النظام المالي.

4-2-7 دراسة Hurlin and Baptiste (2008)¹

قامت هذه الدراسة على اختبار السببية في نماذج بانل (Homogeneous Non-Causality hypothesis HNC) على عينة تتكون من 63 دولة متقدمة ونامية خلال فترات 1960-1995، 1960-2000 باستعمال ثلاثة مؤشرات للتطور المالي

توصلت الدراسة إلى دعم قوي لنتائج العلاقة السببية الغير متجانسة من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي، أي رفض للفرضية العدمية تحت وجود تجانس في عدم وجود اتجاه السببية من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي.

وأشارت الدراسة إلى أن نتائج الاختبار مرتبطة وتابعة لكل من:

1. فترات الإبطاء المأخوذة في نموذج الانحدار الذاتي.

2. فترة الدراسة.

3. مؤشرات التطور المالي المستعملة في الدراسة.

4-2-9 دراسة Hassan K M al (2011)²

استعملت الدراسة معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وأربعة مؤشرات ممثلة للوساطة المالية: القروض الممنوحة من طرف الجهاز البنكي إلى GDP، قروض الموجهة إلى القطاع الخاص GDP، M3/GDP، وأخيرا مؤشر مجموع الادخار المحلي إلى GDP.

وقامت الدراسة باستخلاص نتيجة مفادها هو "أن العمل الجيد للنظام المالي هو شرط ضروري ولكنه عامل غير كافي لتحقيق مستويات أعلى من النمو الاقتصادي في الدول النامية.

" It seems that a well-functioning financial system is a necessary but not sufficient condition to reach steady economic growth in developing countries"³

4-3 الدراسات السابقة حول دور نوعية المؤسسات في علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي:

أظهرت الدراسات الحديثة التي تبحث عن وصف الآلية التي تؤثر من خلالها الأنظمة المالية على التنمية الاقتصادية، بأن تنمية القطاع المالي ستشجع على تعبئة أكثر للادخار وتوزيع أفضل للموارد المالية فتحرص بذلك الاستثمارات المنتجة والنمو الاقتصادي.

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

² -M. Kabir Hassan , Benito Sanchez , Jung-Suk Yu.(2011) . Financial development and economic growth : New evidence from panel data. The Quarterly Review of Economics and Finance ,51,88-104.

³ -M. Kabir Hassan , Benito Sanchez , Jung-Suk Yu.(2011) .op cite,p:88.

ولكن على الرغم من الدور الهام للقطاع المالي وتطوره في تنشيط النمو، إلا أن هناك اختلافا كبيرا في درجة التطور المالي عبر مراحل التنمية في مختلف الدول، فهناك بعض الدول التي يوجد لديها قطاع مالي متطور يدفع بالنمو الاقتصادي، في حين أن بعض الدول الأخرى تقع في نفس مرحلة النمو وليس لديها قطاع مالي متطور بنفس الدرجة، وهذا ما يطرح التساؤل، هل هناك علاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي؟ أن هناك عامل آخر يؤثر عليهما؟ (Demirguç-Kunt 2006).

ابتداء من سنوات التسعينات، مدفوعة من طرف المؤسسات المالية الدولية (البنك العالمي وصندوق النقد الدولي)، شرعت أغلبية الدول النامية في برنامج واسع من الإصلاحات المالية (تطبيق لسياسة التحرير المالي)، ولكن في أوقات الأزمات ظهر اختلاف كبير فيما يتعلق بتأثير هذه الأخيرة على التطور المالي والتنمية الاقتصادية، وهو ما يسمح بالتساؤل لماذا الإصلاح المالي ينتهي بالنجاح في دولة وبالفشل في أخرى؟ وفي هذا السياق، العديد من أعمال البحث أظهرت بأن الإصلاحات المالية تستلزم إطار مؤسسي سليم (Philip Arestis et al 2002)¹ بمعنى آخر هذه الإصلاحات ليست كافية إذا لم تكن مصحوبة بإصلاحات مؤسسية مناسبة² (Baltagi, Demetriads and Law 2007)، هذا ما تؤكد الدراسات الحديثة على وجود بيئة مؤسسية سليمة (l'environnement institutionnel sain) من أجل قدرة التطور المالي على تحفيز معدلات النمو الاقتصادي، أي التأكيد على نوعية المؤسسات (institutions quality) التي ينشط فيها النظام المالي في إطار الاقتصاد الجديد للمؤسسات (la nouvelle économie institutionnelle).

قامت هذه الدراسات بإدخال متغير جديد عند دراسة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي والمتمثل في نوعية المؤسسات institutions quality، بهدف إزالة الغموض حول هذه العلاقة، واعتبارها كشرط ضروري من أجل قدرة الجهاز المالي على ممارسة تأثيرات إيجابية على النشاط الاقتصادي، من بين هذه الدراسات ما يلي:

1-3-4 دراسة Demetriades and Law (2006)³

تعتبر هذه الدراسة أول من أدخلت الإطار المؤسسي عند اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وهدفت إلى البحث عن هل للتطور المالي ونوعية المؤسسات أثر إيجابي على النمو الاقتصادي؟ وهل هذا الأثر يختلف باختلاف مستويات التنمية؟، وذلك من خلال اختبار صحة الفرضية القائلة بأن "التفاعل بين نوعية المؤسسات والتطور المالي له تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي، وهذا التأثير مرتبط بمستويات التنمية والإطار المؤسسي"، شملت عينة الدراسة على 72 دولة وتم تقسيمها وفقا لمعيار الدخل (دول مرتفعة الدخل، متوسطة الدخل، ومنخفضة الدخل)، خلال الفترة الممتدة من 1978 إلى 2000، تم استخدام طريقة PMG و MG لتقدير البيانات المجمعة والمقطعية لنموذج غير خطي المتمثل في دالة الإنتاج لـ Cobb-douglas استعملت

¹ - Arestis, Philip, et al, 2002. "The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Economies," International Journal of Finance & Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 7(2), pages 109-21, April.

² -Badi H Baltagi , Panicos O Demetriades and Siong Hook Law (2007) " financial development , Openness and Institutions : Evidence from Panel data " Working paper series ISSN 1749-8279.

³ -Panicos Demetriades and S . H. Law, 2006. finance, institutions and economic development . international journal of finance and economics : 11 :245-260 .

الدراسة³ مؤشرات ممثلة للتطور المالي وهي M3/GDP، قروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى PIB، قروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي إلى PIB، أما بالنسبة لمؤشرات لنوعية المؤسسات هي: الفساد، سيادة القانون، مخاطر الاستغلال كفاءة الجهاز الإداري (البيروقراطية)، قدرة الدولة على تنفيذ التعاقدات.

تظهر النتائج إلى أن التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي في الدول ذات الدخل المرتفع ومتوسط نتيجة لوجود إطار مؤسسي سليم، أما بالنسبة للدول منخفضة الدخل مساهمة ضعيفة لتطور القطاع المالي في حفز معدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل نتيجة لوجود مؤسسات غير سليمة.

4-3-2 دراسة¹ (2006) Law and Habibuballah:

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، مع إدخال متغيرات نوعية المؤسسات ضمن هذه العلاقة، على 8 دول من شرق آسيا، خلال الفترة من 1980-2001 باستخدام بانل مع مجموعة من المتغيرات الممثلة لتطور الجهاز المصرفي ونوعية المؤسسات، وتوصلت الدراسة إلى أنه في حالة توفر بيئة مؤسسية جيدة فإن الجهاز البنكي يمارس تأثيرات إيجابية على النمو.

4-3-3 دراسة² (2009) Yahyaoui et Rahmani:

سمعت الدراسة إلى تبيان أهمية إطار المؤسساتي السليم ضمن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 2006 على 22 دولة نامية، تم استخدام البيانات المجمعة و FMOLS (la moindres carrés complètement modifié) و DOLS (méthode de moindres carrés dynamiques) في التقدير، استعملت الدراسة³ مؤشرات ممثلة للتطور المالي وهي: M3/GDP، قروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى PIB، قروض الممنوحة من طرف من طرف القطاع المصرفي إلى PIB، أما بالنسبة لمؤشرات لنوعية المؤسسات هي: الفساد، سيادة القانون، مخاطر الاستغلال، كفاءة الجهاز الإداري (البيروقراطية)، قدرة الدولة على تنفيذ التعاقدات توصلت الدراسة إلى عدم إهمال نوعية المؤسسات التعبير عاملا هاما في دراسة العلاقة بين تطور القطاع المالي والقطاع الحقيقي .

4-3-4 دراسة³ (2012) Gazdar and Cherif:

قامت الدراسة على اختيار تأثير نوعية المؤسسات المالية على التمويل بالنمو، تحقيقا لهذه الغاية، تم تقدير نموذج تجريبي للتفاعل الخطي بين التطور المالي ونوعية المؤسسات. أظهرت النتائج الأساسية أن معظم مؤشرات التنمية المالية يكون لها تأثير سلبي كبير على النمو الاقتصادي، فإن علامة التفاعل لمعاملات المتغيرات أظهرت النتائج الأساسية أن معظم مؤشرات التنمية المالية يكون لها تأثير سلبي كبير على النمو الاقتصادي، فإن علامة التفاعل لمعاملات المتغيرات إيجابية بشكل كبير، والتي تقدم دليلا قويا على نوعية المؤسسات تخفف من التأثير السلبي لتنمية المحلية على النمو

¹ - Siong Hook Law, and Muzafar Shah Habibullah (2006). Financial Development, Institutional Quality and Economic Performance in East Asian Economies. Review of Applied Economics>Volume 2, Number 2, pp:201-216.

² - Abdelkrim Yahyaoui et Atef Rahmani, 2009 «Développement financier et croissance économique : Role de la qualité des institutions » PANOECONOMICUS, 3, pp , 327-357.

³ - Kaouthar Gazdar and Mondher Cherif (2012). Institutions and the Finance-Growth Nexus: Empirical Evidence from MENA Countries .conference paper, ERF18th_INST03

الاقتصادي، نجد أن النتائج التي تم التوصل إليها تظهر أن تطور القطاع المصرفي في دولة يكون لديها نقاط في الاستثمار الشخصي الاستفادة من التنمية المالية، يجب أن تكون جزء لا يتجزأ من النظم المالية في بلدان المنطقة ضمن إطار مؤسسي سليم.

Yaya keho(2012)¹ 5-3-4

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بالإضافة إلى إظهار أهمية دور البيئة المؤسساتية ضمن هذه العلاقة، وذلك خلا الفترة الممتدة من 1984 إلى 2005 شملت عينة الدراسة على 6 دول من L'UEMOR (Burkina Faso, coté d'Ivoire, Mali, Niger, Sénégal, Togo) باستعمال طريقة PMG و MG من أجل تقدير نموذج غير خطي للبيانات المجمعة المتمثل في النموذج النيوكلاسيكي للنمو (نموذج Solow)، تم استخدام نصيب الفرد من الناتج الإجمالي الحقيقي مثل للنمو الاقتصادي، ومؤشرات ممثلة للتطور المالي: M3/PIB، أشباه النقود بالنسبة للكتلة النقدية QM/M2، قروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى PIB، قروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي إلى PIB، ومؤشرات لنوعية المؤسسات: الفساد، كفاءة الجهاز الإداري (نوعية البيروقراطية)، سيادة القانون، la stabilité du, les conditions d'investissement, responsabilité démocratique gouvernement بالإضافة إلى مؤشرات أخرى تساعد في تفسير النمو الاقتصادي: معدل الانفتاح الخارجي، معدل التضخم، التوازن المالي بالنسبة إلى PIB (الفرق بين الإيرادات والنفقات)، توصلت إلى أن البيئة المؤسساتية ذات أهمية بالنسبة للقطاع المالي وغو القطاع الحقيقي.

4-4 الدراسات السابقة حول العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

قامت العديد من الدراسات التطبيقية باختبار العلاقة غير الخطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، خاصة من خلال تأثير العتبة threshold effect على أن التطور المالي يؤثر إيجاباً على النمو الاقتصادي بعد بلوغه مستوى معين من التطور، أما تحت هذه العتبة فإن له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي² من بينها:

1-4-4 دراسة³ Berthélemy and Varoudaks(1998):

قامت الدراسة باختبار العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، قامت الدراسة بتقسيم عملية التقدير إلى مرحلتين وذلك نتيجة أن التطور المالي يمكن أن يؤثر على النمو من خلال الرفع من إنتاجية رأس المال عن طريق التخصيص الأمثل للموارد المالية ثانياً من خلال جمع أكبر قدر من المدخرات لتمويل الاستثمارات أي المساهمة في الرفع من حجم الاستثمارات، ومن خلال استخدام معادلة النمو المقترحة من طرف Mankiw, Romer and

¹ -Yaya Keho (2012) : « le rôle des facteurs institutionnels dans le développement financier et économique dans les pays de l'EUMOA » Revue économique et monétaire N°- Décembre 2012.

² -Joshua Aizenman, Yothin Jinjarak, Donghyun Park (2015) "Financial development and output growth in developing Asia and Latin America: A comparative sectoral analysis VoxEU.org 14 February. available on the following link: <http://www.voxeu.org/article/financial-development-and-output-growth-evidence-east-asia-and-latin-america>

³ -Jean-Claude Berthélemy Aristomène Varoudakis (1998) , Développement financier , réformes financières et croissance : une approche en données de panel , Revue économique , Volume 49,N°1,pp195-206.

¹Weil(1992)، باستخدام المؤشرات المالية: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي مؤشر الاستثمار، مخزون رأس المال البشري، مؤشر الانفتاح التجاري، معدل التضخم الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي، متغير صماء يأخذ القيمة 0 قبل عملية الإصلاحات المالية، وقيمة 1 في ظل تطبيق سياسة التحرير المالي. قامت الدراسة بالتحليل في إطار بيانات بانل باستخدام نموذج الأثر الثابت خلال الفترات 1960-1985، 1965-1990، ل82 دولة (عدد الملاحظات 6 سنوات).

4-2-4 دراسة (2002) Deidda and Fattouh:

اشتملت الدراسة على 119 دولة نامية ومتقدمة بهدف اختبار أثر تطور الأنظمة المالية على النمو الاقتصادي خلال الفترة من 1960-1989، عن طريق استخدام الانحدار بوجود عتبة (threshold regression)، وتوصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين التطور المالي والنمو هي علاقة غير خطية (non-linear relationship) وأن التمويل هو محدد من محددات النمو في الدول مرتفعة الدخل، بينما يمارس أثر غير معنوي في حالة الدول منخفضة الدخل.

4-3-4 دراسة (2006) Shen and Lee:

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة الغير خطية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على عينة تتكون من 48 دولة نامية ومتقدمة، باستخدام تحليل بيانات بانل والتي تمثلت في طريقة النموذج بقاطع مشترك (POLS) خلال الفترة من 1976-2001. وأشارت النتائج إلى وجود علاقة غير خطية (non-linear) بين مؤشرات تطور كل من الأسواق المالية والجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي.

4-4-4 دراسة (2009) Huang and Lin:

اختبرت الدراسة تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في إطار النماذج غير خطية خلال الفترة من 1960-1995 وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين المالي والنمو، وأن الأثر الإيجابي للتطور المالي على النمو هو أكثر معنوية في الدول منخفضة الدخل على الدول مرتفعة الدخل، وأشار الباحثان إلى أن النتائج تختلف باختلاف مستويات الدخل، وهذا ما يدعوا إلى إعادة تقييم العلاقة بين القطاع المالي والحقيقي في إطار الأنظمة الاقتصادية الحديثة.

4-5-4 دراسة (2012) Arcand J-L et al:

قامت الدراسة على اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو على 100 دولة متقدمة ونامية خلال الفترة من 1960-2010، باستخدام بيانات بانل.

¹ -N. Gregory Mankiw, David Romer and David N. Weil(1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth The Quarterly Journal of Economics Vol. 107, No. 2 (May, 1992), pp. 407-437.

² -L. Deidda, and B. Fattouh, (2002) Non-linearity between Finance and Growth. *Economics Letters* 74: 339-345.

³ -C.H., Shen, and C.C. Lee, 2006. Same financial development yet different economic growth – why? *Journal of Money, Credit and Banking* 38 (7), 1907-1944.

⁴ -H.C.Huang, and S.C., Lin, 2009. Non-linear finance-growth nexus. *Economics of Transition* 17, 439-466.

⁵ -JeanLouisArcand, EnricoBerkes and UgoPanizza.(2012) , Too much finance ?, IMF Working Paper, WP/12/161.

وتوصلت إلى أن التطور المالي يمارس تأثيرات سالبة على النمو، واستخلصت الباحثون أن للتطور المالي تأثير متلاشي (Vanishing effect) على النمو.

4-4-6 دراسة¹ Samargandi et al (2015)

أعدت الدراسة تقييم العلاقة بين التطور المالي والنمو على 52 دولة متوسطة الدخل خلال الفترة من 1980-2008، باستخدام نموذج تصحيح الخطأ وطريقة PMG في التقدير بهدف الأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس (heterogeneous) العلاقة ما بين الدول نظراً لاختلاف في مستويات التطور المالي والاقتصادي. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين التطور المالي والنمو في المدى الطويل أما في المدى القصير فهي غير معنوية، وبالتالي توصلت الدراسة إلى أن الأنظمة المالية الأكثر تطوراً تمارس تأثيرات سلبية على النمو. ونتيجة أن معظم الدراسات السابقة التي قامت باختبار العلاقة غير الخطية بين التطور المالي والنمو توصلت إلى نتيجة مفادها أن مستوى التطور المالي هو عامل جيد بالنسبة للنمو حتى مستوى معين، وبعد ذلك يصبح التأثير سلبي على النمو.

4-5 الدراسات السابقة حول القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي:

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

هناك عدد قليل ومحدود حول الدراسات التي أعطت أهمية للقنوات (transmission channels) التي يمر منها التأثير من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي، وحسب النظريات هناك قناتين وهما كالتالي: هناك تراكم رأسمال (Capital Accumulation Channel): فإن النظام المالي المتطور يعمل على جلب أكبر قدر ممكن من المدخرات المالية، وبالتالي توفير التمويل للاستثمارات (Volume of Investment) والتي يكون لها أثر مباشر على رفع معدلات النمو الاقتصادي (quantitative effect).

قناة إنتاجية رأس المال (Productivity of Capital Channel): والتي تتمثل من خلال قدرة النظام المالي على جلب المعلومات حول المشاريع الاستثمارية وتحليلها وبالتالي توجيه الموارد المالية إلى استثمارات أكثر إنتاجية (Efficiency of Investment) أي الاستغلال الأمثل للمدخرات التي تنعكس إيجاباً على القطاع الحقيقي (quantitative effect) بالإضافة إلى القدرة إلى تنويع الاستثمارات بهدف القدرة على التقليل من المخاطر كلما زاد العائد من الاستثمارات كلما زاد الخطر، علاقة إيجابية بين العائد والمخاطرة.

¹-Nahla Samargandi , Jan Fidrmuc and Ghosh Sugata (2015). Is the Relationship between financial development and economic growth monotonic ? Evidence from a sample of Middle Income Countries . World Development Vol , 68, pp: 66-81.

اهتمت معظم الدراسات التجريبية ركزت على اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي دون إبراز القنوات التي يمر منها التأثير من التطور المالي إلى النمو، هناك دراسات جد محدودة قمت بسليط الضوء على اختبار القنوات، هل أن التطور المالي يؤثر أما من خلال قناة تراكم رأس المال أو الرفع من إنتاجية رأس المال أو كلاهما، وفيما يلي سوف نعرض أهمها:

4-5-1: دراسة¹ De Gregorio and Guidotti(1995)

وقد اختبرت دراسة De Gregorio and Guidotti(1995) تأثير تطور القطاع المالي على معدل النمو عبر الدول ذات الدخل العالي والمتوسط والمنخفض، واستخداما نسبة الائتمان المصرفي إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي كمقياس للتطور المالي، وأشارت النتائج التي توصلوا إليها أن العلاقة بين تطور الأنظمة المالية والنمو موجبة خلال الفترة 1960-1985 في الدول ذات الدخل العالي، بينما كان لها أثر إيجابي على النمو في الدول ذات الدخل المتوسط والمنخفض.

4-5-2: دراسة² Benhabib and Spiegel(2000)

قامت دراسة باستخدام العزوم المعممة (GMM)، على الدول التالية: الأرجنتين، شيلي، إندونيسيا وكوريا خلال الفترة من 1965-1985.

وتوصلت الدراسة إلى أن التطور المالي يرفع كل من معدلات الاستثمارات وإنتاجية عوامل الإنتاج، ومع الإشارة إلى أن النتائج كانت حساسة إلى كل من الأثر الثابت الخاص بكل دولة واختلاف مستويات التطور في القطاع المالي.

4-5-3: دراسة³ Beck et al(2000)

قامت دراسة Beck et al(2000) باختبار أثر الوساطة المالية على النمو الاقتصادي من خلال أثر كل من مجموع الادخار، تراكم رأس المال وإنتاجية عوامل الإنتاج على النمو الاقتصادي الممثل بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتعتبر دراسة من بين أهم المساهمات في دراسة العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الاقتصادي، وقام باستعمال طريقتين في عملية التقدير بهدف تجنب نقائص (shortcoming) طرق التقدير الأخرى، وتضم الدراسة 63 دولة خلال الفترة من 1960-1995.

أولا: استعمال بيانات المقطعية (cross-sectional) في التحليل، وتأخذ صيغة معادلة الانحدار في هذه الحالة الشكل التالي:

$$Y_i = \alpha + \beta \text{ finance}_i + \gamma X_i + \varepsilon_i \dots \dots \dots (1)$$

Y_i : يمثل كل معادلات النمو الاقتصادي، معدلات الادخار، تراكم رأس المال المالي وإنتاجية عوامل الإنتاج.

¹ -Jose De Gregorio and Pablo E.Guidotti (1995) « Financial development and economic growth » Worl Development, Vol, 23.N°3,pp 433-448.

² -Jess Benhabib and Mark M. Spiegel (2000) : “ the role of financial development in Growth and Investment ”Journal of Ecobomic Growth 5: 341-360.

³ -Thorson Beck , Ross Levine and Norman Loayza (2000) “ Finance and the Sources of Growth ”Journal of Financial Economics 58, 261-300.

finance_i: تمثل مؤشرات التطور المالي التي تشمل على كل من قروض الموجهة إلى القطاع الخاص (Private credit)، مؤشر السيولة (liquid liabilities) وcommercial central bank. X_i : تمثل متغيرات أخرى مرتبطة بمعدلات النمو الاقتصادي . ε_i : الخطأ العشوائي.

تهدف دراسة Beck et al (2000) إلى اختبار اختلاف الفروقات في مؤشرات التطور المالي وأثرها على كل من الادخار، تراكم رأس المال، إنتاجية عوامل الإنتاج والنمو الاقتصادي وأيضا محاولة معرفة هل أن التغيرات في التطورات المالية من خلال الزمن بالنسب للدولة له أثر على النمو الاقتصادي من خلال مختلف لقنوات. في حالة تحليل باستعمال بيانات البانل (panal data analysis) لـ 77 دولة من خلال الفترة من 1960-1995 (بمعدل 5 سنوات)، وبالتالي تأخذ صيغة معادلة الانحدار في هذه الحالة الشكل التالي:

$$Y_{it} = \alpha X_{i,t-1}^1 + \beta X_{i,t}^2 + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

Y_{it} : المتغير التابع (dépendent variable)

$X_{i,t-1}^1$: تمثل التباطؤ الزمني للمتغيرات المساعدة (lagged expanatory variablcs)

$X_{i,t}^2$: (contemporanpus expanatory variablcs)

μ_i : الأثر الفردي الغير ملاحظ

γ_t : الأثر الزمني الغير ملاحظ.

ε_{it} : الخطأ العشوائي

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية إحصائيا بين الوساطة المالية وتراكم رأس المال ومعدل الادخار، وبالتالي الدراسة تدعم أن قيام النظام المالي بالوظائف المالية بكفاءة وفعالية، الأمر الذي في الرفع من تخصيص الموارد المالية وزيادة الإنتاجية لعوامل الإنتاج مما ينعكس إيجابا على الرفع من معدلات النمو الاقتصادي. أثبتت الدراسة وجود على المدى الطويل علاقة قوية جدا بين التطور المالي ونمو الإنتاج الكلي للعوامل، ولكن أيضا مع معدل الادخار ومعدل تراكم رأس المال.

4-5-4: دراسة¹ (Shan and Morris (2002)

قامت الدراسة على اختبار العلاقة السببية (causality test) من خلال تحليل السلاسل الزمنية في إطار نماذج الانحدار الذاتي (VAR) باستعمال Toda and Yamamoto بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ومحاولة توضيح قنوات التأثير أما من خلال قناة حجم الاستثمارات أو إنتاجية الاستثمارات، شملت عينة الدراسة على 20 دولة (19 من الدول OECD ودولة الصين) خلال الفترة الممتدة من 1985-1998 باستعمال مجموعة من المؤشرات:

- مجموعة القروض إلى الناتج المحلي الإجمالي

- هامش أسعار الفائدة (الفرق بين أسعار الفائدة على القروض والودائع) كمقياس لمدى كفاءة الوساطة المالية.

¹ - Jordan Shan and Alan Morris (2002) "Does financial development lead economic growth " , International Review of Applied Economics , Vol .16,N°2.

- Stok market price كمؤشر لتطور الأسواق المالية.
 - معدلات التضخم كمؤشر لتمثيل الاستقرار في الاقتصاد الكلي .
 - تكوين تراكم رأس مال إلى الناتج المحلي الإجمالي كمثل لحجم الاستثمارات .
 - الإنتاجية productivity
 - مؤشر الانفتاح التجاري إلى الناتج المحلي الإجمالي .
- توصلت الدراسة إلى نتائج مختلفة في بعض الدول لا وجود للعلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، من جهة أخرى إن التطور المالي ناتج عن النمو، وأيضاً أن التطور المالي يحفز النمو وفي البعض وجود علاقة ثنائية. واستخلصت الدراسة على عدم القدرة على تعميم النتيجة حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث أشارت الدراسة إلى أن تحيز الأنظمة المالية يعمل على زيادة تطوره وعرض أكثر للخدمات المالية التي يكون لديها تفاعل وانعكاس على القطاع الحقيقي.

5-5-4: دراسة¹ (Rioja and Valev(2003

بحثت دراسة في أثر التطور المالي على مصادر النمو الاقتصادي المتمثلة في إنتاجية وتراكم رأس المال في المجموعات المختلفة من الدول، ولاختبار هذه العلاقة استخدم الباحثان طريقة العزوم المعممة (Generalized Method of Moments) باستخدام بيانات مقطعية تشمل واحدة وسبعين دولة. طبق النموذج على ثلاثة مقاييس للتطور المالي: نسبة الدين الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة أصول البنوك التجارية إلى مجموعة أصول البنوك التجارية والبنك المركزي، والالتزامات السائلة، بالإضافة إلى متغيرات الناتج المحلي الإجمالي ورأس المال والعمل المدرجة في دالة الإنتاج.

النتائج التي توصلت إليها الدراسة تؤكد الفرضية المختبرة بوجود أثر قوي إيجابي للتطور المالي أولاً على إنتاجية النمو ثم على تراكم الأسهم في الدول المتقدمة، بينما في الدول الأقل تقدماً يكون تأثير التطور المالي على النمو الناتج في البداية عبر التراكم الرأسمالي.

6-5-4: دراسة² (Coporal, Howells and Soliman(2005

هدفت الدراسة إلى إعادة اختبار العلاقة بين التطور في الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في إطار نماذج النمو الداخلي من خلال اختبار الفرضية التي تنص على أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال الرفع من إنتاجية رأس المال، ومن أجل تحقيق الغرض من الدراسة تم استعمال طريقة (Toda and Yamamoto(1995 في إطار نماذج، وشملت عينة الدراسة على أربعة دول: شيلي، كوريا، ماليزيا وفلبين خلال الفترة الممتدة من 1979Q1 إلى 1998Q4.

¹ -Felix Rioja, Neven Valev. (2003), Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development, Andrew Young School of Policy Studies, Department of Economics, Georgia State University, Atlanta, pp. 29.

² -Guglielmo Maria Coporale , Peter Howells and Alaa M Soliman (2005) “Endogenous growth models and stock Market development : Evidence from four countries “ Review of Development Economics ,9(2) , 166-176.

باستعمال المؤشرات التالية:

- حجم الاستثمارات ممثل بمؤشر تكوين تراكم رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- إنتاجية الاستثمارات مقاسة بنسبة التغير في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي إلى الحجم الكلي للاستثمارات .
- رسملة البورصة بهدف قياس حجم الأسواق المالية.
- مؤشر حجم التداول لتمثيل كفاءة وفعالية الأسواق المالية.

4-5-7دراسة: ¹Rousseau and Vuthipadadorn(2005):

حاولت هذه الدراسة اختبار تأثير التمويل على الاستثمار والنمو على 10 اقتصاديات آسيوية خلال الفترة من 1950-2000، وهدفت أيضا إلى إبراز القنوات التي يمر منها التأثير، باستعمال نماذج VAR و VECM، والمؤشرات التالية: مؤشر (M2-M1)، القروض الموجهة إلى القطاع الخاص والناتج المحلي الإجمالي والاستثمار كمؤشرين للكفاءة الاقتصادية وتوصلت الدراسة إلى تأييد ان التمويل يؤثر على النمو خاصة من خلال قناة تراكم رأس المال (factor accumulation).

4-5-8دراسة: ²Ghirmay Teame(2006):

ناقشت الدراسة العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي وتحديد القنوات التي يمر منها التأثير على دولة الولايات المتحدة خلال الفترة من 1970-2001. وتوصلت الدراسة إلى أن القطاع المالي له تأثير موجب على النمو من خلال قناة تراكم رأس المال والإنتاجية، ولم يتوصل إلى نتيجة العلاقة العكسية من النمو إلى القطاع المالي، وأشارت الدراسة أيضا إلى ان الأسواق المالية (Market-based) تؤثر إيجابا على النشاط الاقتصادي في US.

4-5-9دراسة: ³James B.Ang(2008):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على دولة ماليزيا خلال الفترة من 1960-2003، مع التأكيد على قنوات التي تربط بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، قامت هذه الدراسة باستخدام 6 معدلات من اجل توضيح قنوات التي يمر منها تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي وبهدف تحقيق الغاية من الدراسة استخدمت الدراسة نموذجARDL وتوصلت الدراسة إلى أن تطور القطاع المالي يمارس تأثيرات إيجابية ومعنوية على الاقتصاد الماليزي، من خلال قناة رأس المال وإنتاجية عوامل إنتاج.

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

² -Teame Ghirmay (2006). Financial Development ,Investment ,Productivity and Economic Growth in the US . Southwestern Economic Review , 33(1) , PP :23-36

³ -James B .Ang (2008) . What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia ”,Economic Modelling 25 (2008) , 38-35.

خاتمة الفصل:

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

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

- تختلف النتائج باستخدام الأسلوب القياسي المستخدم.
- اعتمدت بعض الدراسات على عينة من الدول التي تنتمي إلى مراحل نموية مختلفة، الأمر الذي يؤدي إلى عدم دقة النتائج ووجود درجة من التحيز، وعدم القدرة على تعميم النتائج.
- معظم الدراسات تحمل العوامل الأساسية المحددة للنمو الاقتصادي المتمثلة خاصة في العمل ورأس المال مما يؤدي إلى تحيز المعلومات المقدرة.

الفصل الثاني: الجانب التطبيقي للدراسة القياسية قياس علاقة التكامل المشترك وعلاقة السببية بين التطور المالي و النمو الاقتصادي في الجزائر

مقدمة الفصل:

على الرغم من الأنظمة المالية تقوم بتوفير مجموعة من الخدمات المالية والتي تعتبر من أهم مقومات الاقتصاد إلا أن تأثيرها على النمو لا يزال محل عدم اتفاق بين الاقتصاديين بل تنوعت نتائج أبحاثهم النظرية والتطبيقية كما تم الإشارة إليها فيما سبق ، وبالتالي نحاول من خلال هذا الجزر إعادة اختبار تأثير التطور المالي بشقيه البنوك والأسواق المالية على النمو الاقتصادي نتيجة لإهمال مؤشرات تطور الأسواق المالية في الدراسات السابقة والتركيز فقط على الوساطة المالية للبنوك باعتبارها مصدر التمويل للأنشطة الاقتصادية ، بالإضافة إلى محاولة المقارنة هذا الأثر هل يكون نفسه أم يختلف باختلاف مستويات التطور في كل من القطاع المالي والحقيقي ، كما أشارت الدراسات على ان التطور المالي يعتبر محدد من محددات النمو الاقتصادي ، وان التأثير يختلف باختلاف مستويات التطور المالي والاقتصادي.

1- الاطار العام للدراسة القياسية وأهدافها

الهدف من هذه الدراسة القياسية هم اختيار أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر ، أي يمكن اعتبار التطور المالي كأحد محددات النمو والتنمية ، وبالتالي الهدف من الدراسة هو محاولة تفسير العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي بالإضافة أيضا إلى اختبار هل الأسواق المالية أم البنوك تلعب الدور المهم المساهم الأكبر في تعزيز النمو الاقتصادي . وبالتالي الهدف من خلال هذه الدراسة يمكن تلخيصه في النقاط التالية:

1- اختبار أثر تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي ، هل يكون الأثر نفسه أم يختلف باختلاف مستويات النمو الاقتصادي.

2- اختبار اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

2 - مؤشرات تطور النظام المالي:

من أجل فحص مستوى التطور المالي في الجزائر ، سوف نركز على مؤشرات تطور النظام المصرفي كون السوق المالية في الجزائر دورها شبه معدوم.

يوجد العديد من المؤشرات التي استخدمت في الأبحاث لقياس النظام المصرفي ، إلا أننا اخترنا بينها ما يتناسب مع البيئة الهيكلية للاقتصاد الجزائري ، لذا سوف نكتفي باستعراض أربعة مؤشرات وهي :

- ✓ معدل السيولة ،
- ✓ نسبة اشباه النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي ،
- ✓ نسبة السيولة النقدية ،
- ✓ نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.

1-2 معدل سيولة الاقتصاد (M2/PIB):

يقاس هذا المعدل ، عن طريق النسبة بين المجمع النقدي (M2) إلى الناتج المحلي الإجمالي (PIB) ، وتمثل هذه النسبة إلى الزيادة عندما يتطور النظام المالي وتنوع أدوات الادخار وتنمو السيولة في الاقتصاد ، وفي المقابل تنخفض هذه النسبة عندما تقل مختلف أشكال التوظيفات المالية على مستوى المصارف ، ويجب التنويه إلى أن انخفاض هذا

المؤشر قد يعبر عن حالة التطور المالي وذلك عندما يكون متاح للأعوان الاقتصاديين أدوات مالية جديدة ليست مدرجة في المجمع النقدي (M2) تعبر عن الحالة التصاعدية للابتكار المالي.

2-2 نسبة أشباه النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي (QM/PIB):

تعتبر نسبة أشباه النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس تطور النظم المصرفية ، فهي تعبر عن مدى قدرة المصارف على توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، وتصل هذه النسبة في الدول ذات النظام المالي المتطور إلى حوالي 40%.

2-3 نسبة السيولة النقدية (M1/M2):

المؤشر الثالث للتطور المالي هو نسبة السيولة النقدية ، أي النسبة بين المجمع النقدي (M1) والمجمع النقدي (M2)، وتعتبر هذه النسبة عن مدى تقدم النظام المصرفي في تعبئة المدخرات، ويعني الارتفاع في هذه النسبة أن العملة كأداة لتسوية المعاملات هي أكثر استخداما، وأن هناك وصولا محدود على الخدمات المصرفية أما انخفاضها يعني أن هناك ارتفاع في درجة تنوع المؤسسات المالية وزيادة الودائع المصرفية .

2-4 نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي

لقد أكدت البحوث النظرية والعملية أن التعبئة الفعالة للمدخرات المحلية والتخصيص الكفء للموارد يعتمدان على استطاعة القطاع الخاص الحصول على القروض ، وفقا للنموذج الذي وضعه ماكينون وشو ، فإن رصيد الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص هو المسؤول في نهاية المطاف عن نوعية وكمية تراكم رأس المال (الاستثمار) وبالتالي على النمو الاقتصادي ، ويقال كذلك أن القروض المقدمة إلى القطاع الخاص تعزز الاستثمار ونمو الإنتاجية على نحو أكبر بكثير مما تحققه القروض المقدمة إلى القطاع العام.

3- نموذج ، المتغيرات والمنهج القياسي

3-1 النموذج ومتغيرات الدراسة :

للإجابة على الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة، استخدمنا نموذج من متغيرين هما :

- متغير النمو الاقتصادي ويعبر عنه بالناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (PIB_t).
- متغير تطور النظام المالي (DVF).

وعليه يأخذ نموذج الدراسة الصيغة التالية :

$$(PIB_r)_t = A_1 + B_1(DVF)_t + \varepsilon_{1t} \dots \dots \dots (1 - a)$$

$$(DVF)_t = A_2 + B_2(PIB_r)_t + \varepsilon_{2t} \dots \dots \dots (1 - b)$$

حيث:

المعادلة (1-a) تمثل انحدار متغير تطور النظام المالي (DVF) على متغير النمو الاقتصادي (PIB_r).

المعادلة (1-b) تمثل انحدار متغير تطور النظام المالي (PIB_r) على متغير النمو الاقتصادي (DVF).

ε_{1t} تمثل حد الخطأ العشوائي للمعادلة مع افتراض أن قيمته موزعة توزيعا طبيعيا بوسط حسابي وتباين ثابت.

ε_{2t} تمثل حد الخطأ العشوائي للمعادلة مع افتراض أن قيمته موزعة توزيعا طبيعيا بوسط حسابي وتباين ثابت.

وباستخدام المؤشرات التي تعبر عن متغير التطور المالي والمتمثلة في :

- M2/PIB : نسبة عرض النقود بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- CP/PIB : نسبة القروض المحلية للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- OM/PIB : نسبة أشباه النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي.

وباستخدام مؤشرات تطور القطاع المالي يصبح لدينا ثلاث نماذج فرعية وهي على النحو التالي :

- النموذج الفرعي الأول : يتم من خلال دراسة العلاقة السببية بين $(M2/PIB)_t$ والنمو الاقتصادي $(PIB_r)_t$.

$$(PIB_r)_t = \alpha_1 + \beta_1(M2/PIB)_t + u_{1t} \dots \dots \dots (2 - a)$$

$$(M2/PIB_r)_t = \alpha_2 + \beta_2(PIB_r)_t + u_{2t} \dots \dots \dots (2 - b)$$

- النموذج الفرعي الثاني : يتم من خلال دراسة العلاقة السببية بين $(CP/PIB)_t$ والنمو الاقتصادي $(PIB_r)_t$.
- النموذج الفرعي الثالث : يتم من خلال دراسة العلاقة السببية بين $(QM/PIB)_t$ والنمو الاقتصادي $(PIB_r)_t$.

بما أن معظم الدراسات التي تستخدم منهجية التكامل المشترك ، كما هو الحال في هذه الدراسة ، أن تؤخذ المتغيرات

$$(PIB_r)_t = \alpha_3 + \beta_3 (CP/PIB)_t + u_{3t} \dots \dots \dots (3 - a)$$

$$(CP/PIB_r)_t = \alpha_4 + \beta_4 (PIB_r)_t + u_{4t} \dots \dots \dots (3 - b)$$

$$(PIB_r)_t = \alpha_5 + \beta_5 (QM/PIB)_t + u_{5t} \dots \dots \dots (4 - a)$$

$$(QM/PIB_r)_t = \alpha_6 + \beta_6 (PIB_r)_t + u_{6t} \dots \dots \dots (4 - b)$$

بشكل لوغاريتمي بغرض تقليص تباين السلاسل الزمنية من جهة وتخفيض أثر المتغيرات الشاذة من جهة ثانية، فتطبيق منهج التكامل المشترك على السلاسل الزمنية دون أخذ لوغاريتمات هذه السلاسل الزمنية قد يؤدي إلى نتائج مضللة نتيجة لعدم ثبات تباين السلاسل الزمنية ، وبأخذ الشكل اللوغاريتمي لمختلف السلاسل الزمنية المستخدمة في هذه الدراسة نعيد توصيف المتغيرات السابق ذكرها على النحو الآتي :

الجدول رقم (1-2) توصيف متغيرات الدراسة

الرمز المستخدم في الدراسة	متغيرات الدراسة
LY _r	لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي $\log PIB_r$
LY2Y	لوغاريتم نسبة عرض النقد بالمفهوم الواسع إلى إجمالي الناتج المحلي $\log(M2/PIB)$
LCPY	لوغاريتم نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي $\log(CP/PIB)$
LQMY	لوغاريتم نسبة أشباه النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي $\log(QM/PIB)$

أما مصادر البيانات وفترة الدراسة ، اعتمدنا وفقا لمتطلبات النماذج الفرعية الثلاث على بيانات السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة للفترة (2014/1990) والمصادر المتمثلة في الجهات الرسمية التالي:

- قاعدة البيانات لبنك الجزائر.
- قاعدة البيانات للديوان الوطني للإحصاء.

2-3 المنهج القياسي المستخدم:

تستند منهجية الدراسة لمعرفة العلاقة السببية بين مؤشر النمو الاقتصادي ومؤشرات التطور المالي على المراحل التالية:

- 1- اختبار جذور الوحدة لاختبار استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة.
- 2- اختبار التكامل المشترك لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الاجل بين مؤشر النمو ومؤشرات التطور المالي.
- 3- اختبار (Granger) للعلاقة السببية لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين مؤشر النمو الاقتصادي ومؤشرات التطور المالي.

وفي مايلي عرض مختصر لمراحل الدراسة:

ان الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية يمثل النموذج الاوسع انتشارا في تحليل الظواهر الاقتصادية ، إلا ان الارتباط بحد ذاته لا يعني وجود مشكل ما بين المتغيرات بقدر ما يعبر عن الاقتتران زمانا او مكانا.

وبالتالي يصعب استخدام تقلب المتغيرات في تفسير ما يحدث للمتغيرات المرتبطة معها ، لذلك فإن التعرف غير الصحيح للعلاقة السببية وتشخيصها يعد مصدرا ممثلا للخطأ¹.

لهذا يعد تحليل السببية ما بين المتغيرات ، منهجا مفضلا في التعرف على العلاقات الاقتصادية مقارنة بمنهج الارتباط والانحدار الاحصائي المجرد.

لذلك استخدمنا في هذه الدراسة مفهوم جرانجر للسببية ، وخاصة في مجال تشخيص اتجاه التأثير ، حيث أن الأسلوب بإطاره العام يتضمن تحديد ما إذا كان التغير في التطور المالي يؤدي إلى حدوث تغير في النمو الاقتصادي أو العكس هذا يتطلب ان يكون المتغير المعبر عن التطور المالي قادر على التنبؤ بالمتغير المعبر عن النمو الاقتصادي ، وفي حالة كون التشخيص غير قادر على التنبؤ بالنمو الاقتصادي تنعدم السببية

إلا ان اجراء اختبار السببية يتطلب التأكد من مدى استقرار السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة ، لان غياب صفة الاستقرار قد يجعل الانحدار المقدر زائف فارتفاع قيمة معامل التحديد (R^2) والمعنوية الإحصائية

¹ جيمس جوارستروب، الاقتصاد الكلي: الاختبار العام والخاص "ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان"، دار المريخ، رياض، 1988، ص134.

قد يقترن بارتباط متسلسل حيث تؤثر ظروف معينة على المتغيرات جميعا لتجعلها تتغير باتجاه واحد مع انعدام العلاقة الحقيقية فيما بينها¹.

لذلك لابد من اخضاع المتغيرات محل الدراسة إلى اختبار جذر الوحدة للتحقق من درجة تكامل سلاسلها الزمنية.

أولاً: اختبار جذر الوحدة

يوجد على المستوى التطبيقي عدة اختبارات يمكن استخدامها لاختبار صفة الاستقرار في السلسلة الزمنية وسيتم التركيز على اختبارات جذر الوحدة لأنها من أكثر الاختبارات استخداما في التطبيقات العملية ، وتتم عن طريق اختبار جذر الوحدة تحديد ما إذا كانت متغيرات الدراسة مستقرة في مستواها ام عند حساب الفروق، ومن اهم هذه الاختبارات²:

✓ اختبار ديكي فولر المبسط (Dickey-fuller, 1979).

✓ اختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey-fuller, 1981).

✓ اختبار فيليبس بيرون (Phillips-perron, 1988).

وسوف نعتمد في دراسة استقراريه السلاسل الزمنية على اختبار ديكي فولر المطور (A.D.F, 1981).

ثانياً: اختبار التكامل المشترك

بعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية محل الدراسة ، تأتي للمرحلة الثانية و المتمثلة في اختبار التكامل المشترك، ويعني التكامل المشترك إمكانية وجود توازن طويل الاجل بين السلاسل الزمنية الغير مستقرة في مستوياتها، أي بمعنى وجود خواص المدى الطويل بين السلاسل الزمنية او أكثر، فقد وجد العالمان (Engel- Granger, 1987) انه ليست في كل الحالات التي تكون فيها البيانات للسلاسل الزمنية غير مستقرة يكون الانحدار المقدر زائفاً.

فبيانات السلسلة الزمنية للمتغيرات إذا كانت متكاملة من رتبة واحدة يقال انها متساوية التكامل ومن ثم إن علاقة الانحدار المقدرة بينهما لا تكون زائفة على رغم عدم استقرار السلاسل الزمنية ، حيث تؤدي التقلبات في احدهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن.

¹ عطية عبد القادر محمد، الحديث في الاقتصاد القياسين ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2005، ص 643.

² نفس المرجع، ونفس الصفحة.

ولعلّ هذا يعني ان بيانات السلاسل الزمنية قد تكون غير مستقرة إذا ما اخذت كل على حدى ، ولكنها تكون مستقرة كمجموعة.

ومثل هذه العلاقة طويلة الاجل بين مجموعة المتغيرات تعتبر مفيدة في التنبؤ بقيم المتغير التابع بدلالة مجموعة من المتغيرات المستقلة.

ومن أهم اختبارات التكامل المشترك نجد:

✓ اختبار التكامل المشترك بطريقة انجل وجرانجر (Engle-Granger test)

✓ اختبار التكامل المشترك بطريقة داربون واتسون (CRDW-test)

✓ اختبار التكامل المشترك بطريقة (johansen-juseluis Cointegration)

✓ سوف نعلم في هذه الدراسة لاختبار التكامل المشترك على اختبار (johansen-juseluis Cointegration)

لأن هذا الاختبار يتفوق على اختبار نظرا لأنه يتناسب مع العينات صغيرة الحجم والاهم من ذلك أن هذا الاختبار يكشف عن ما اذا كان هناك تكاملا مشتركا فريدا أي يتحقق التكامل المشترك فقط في حالة انحدار المتغير التابع على المتغيرات المستقلة وهذا له أهميته في نظرية التكامل المشترك حيث تشير الى انه في حالة عدم وجود تكامل مشترك فريد فان العلاقة التوازنية بين المتغيرات تظل ماثرا للشك والتساؤل .

ولتحديد عدد متجهات التكامل المشترك يقترح (johansen,1988) و (juseluis,1990) اختبارين احصائيين ، الأول اختبار الأثر (trace test) ويرمز له بـ (λ_{trace}) الذي يختبر فرضية العدم القائلة أن عدد متجهات التكامل المشترك المتميزة يقل عن او يساوي العدد (q) مقابل الفرض البديل العام $(q=r)$ ، ويحسب هذا الاختبار بالصيغة التالية :

$$\lambda_{trace}(r) = -T \sum_{i=r+1}^P \ln(1 - \hat{\lambda}_i)$$

$\lambda_{r+1}, \dots, \lambda_n$ حيث : (λ_{max}) تمثل اقل المتجهات الكامنة (eigenvectors) $(p-r)$ وتدل فرضية العدم ان عدد متجهات التكامل المشترك الكامنة يساوي او يقل عن (r) .

اما الاختبار الثاني فهو اختبار القيمة الكامنة العظمى (maximal eigen value) ويرمز له بـ

الذي يمكننا حسابه انطلاقا من العلاقة التالية :

$$\lambda_{max}(r, r + 1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1})$$

ويتعلق هذا الاختبار باختبار فرضية عدم القائلة أن هناك (r) متجه للتكامل المشترك ، مقابل الفرض البديل بوجود (r+1) متجه للتكامل المشترك .

ثالثا : اختبار السببية

تعد مساهمة Granger من ابرز الدراسات التي تعرضت لمفهوم السببية وطبقا له ، إذا كان لدينا سلسلتان زمنيتان تعبران عن تطور ظاهرتين اقتصاديتين عبر الزمن t وكانت السلسلة Yt تحتوي على معلومات التي من خلالها يمكن تحسين التوقعات بالنسبة لسلسلة Xt في هذه الحالة نقول أن المتغير Yt يسبب المتغير Xt .

ومن المشاكل التي توجد في هذه الحالة هو ان بيانات السلسلة الزمنية لمتغير ما كثيرا ما تكون مرتبطة ، أي يوجد ارتباط ذاتي قيم المتغير الواحد عبر الزمن ، ولاستبعاد اثر هذا الارتباط الذاتي إن وجد يتم إدراج قيم نفس المتغير التابع لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية في علاقة السببية المراد قياسها ، يضاف الى ذلك إدراج قيم المتغير التفسيري لعدد من الفجوات الزمنية كمتغيرات تفسيرية أيضا ، وذلك باعتبار أن السبب يسبق النتيجة في الزمن .

بناء على ما سبق يتطلب اختبار السببية لـ (Granger) تقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR) ثنائي الاتجاه

(Bidirectionnel) الذي يصف سلوك المتغيرين Yt و Xt¹.

¹ granger, C.W, «some recent development in a concept of causality », journal of econometrics, Vol 39, 1988, PP 199-211.

$$Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p a_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_i Y_{t-i} + u_t \dots \dots \dots (1)$$

$$X_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p c_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^p b_i Y_{t-i} + V_t \dots \dots \dots (21)$$

ويعتبر اختبار (Granger) حساسا لاختبار الفجوة الزمنية للمتغيرات التفسيرية في معادلات العلاقة السببية . بحيث اذا كانت الفجوة الزمنية المختارة أقل من الفجوة الزمنية الصحيحة ، فإن تجاهل القيم المتباطئة ذات العلاقة سيؤدي الى تحيز في النتائج .

واذا كانت الفجوة الزمنية المختارة اكبر من الفجوة الصحيحة ، فإن إضافة قيم متباطئة ليس لها علاقة سيؤدي الى ان تكون قيم المعالم غير ذات كفاءة (inefficient) ومن أجل التغلب على المشاكل المصاحبة لعدم اختيار الفجوة الملائمة أقترح (Hsiao,1981) طريقة تعتمد على جمع بين الطريقة السببية لـ (Granger) وخطأ التوقع النهائي (F.P.E)¹.

3-3- نتائج الدراسة القياسية

نحاول من خلال هذا المطلب معرفة طبيعة العلاقة واتجاه السببية بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر للفترة (1990-2014).

قام الباحث في بادئ الامر ، باختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة ، ثم في المرحلة الثانية نقوم باختبار وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين النمو الاقتصادي والتطور المالي بمختلف مؤشرات بالاعتماد على اختبار التكامل المشترك ، وفي المرحلة الثالثة ننتقل لتعيين وتحديد اتجاه العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي والتطور المالي بمؤشرات الثلاثة من خلال اختبار (Granger) للسببية .

3-3-1- اختبار استقراريه البيانات

للتأكد من مدى استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات موضع الدراسة ، وتحديد درجة تكاملها تم استخدام اختبار (ديكي - فولر) المطور (A.D.F) والجدول الآتي يبين نتائج تحليل السلاسل الزمنية :

¹ Hsiao, M.W , Autoregressive modeling and money-income causality detection , journal economics, Vol 7, 1987, PP 55-51.

الجدول رقم (2-2): اختبار جذر الوحدة للمستويات الأولى باستخدام (A.D.F)

اختبار المستوى	اختبار المستوى	اختبار المستوى	اختبار المستوى	
بمقطع	بمقطع	بمقطع	بمقطع	
LY	-1.407	-2.517	-3.168**	-3.246
LM2Y	-1.755	-2.214	-6.183*	-3.215**
LCPy	-1.843	-2.115	-3.705*	-3.121
LQMY	-1.626	-2.014	-6.781*	-3.691**

*معنوية عند مستوى 1% حسب قيم الجندولية لـ (Mackinnon;1996)

**معنوية عند مستوى 5% حسب قيم الجندولية لـ (Mackinnon;1996)

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

يبين الجدول السابق القيم المحسوبة لمستوى المتغيرات ولفروقات الأولى بتطبيق اختبار ديكي فولر الموسع ADF .وتبين من فحص هذه القيم بوضوح أن القيم المحسوبة لمستويات المتغيرات تقل عن القيم الحرجة عند مستوى معنوية (1% و 5%). مما يعني عدم إمكانية رفض فرضية جذر الوحدة لكل من مستويات السلاسل الزمنية . لذلك فغن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة هي سلاسل غير مستقرة ، وبتطبيق اختبار (ADF) على الفروق الأولى للسلاسل الزمنية كشفت نتائج الاخبار عن رفض فرضية العدم بوجود جذر وحدة عند مستوى معنوية 5% وبعضها عند 1% ، لا سيما في حالة الانحدار بدون اتجاه.

وعليه يمكننا الاستنتاج لان السلاسل الزمنية وهي : الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ونسبة اجمالي عرض النقد بالمفهوم الواسع إلى اجمالي الناتج المحلي ونسبة الائتمان المقدم اقطاع الخاص إلى اجمالي الناتج المحلي ونسبة أشباه النقود إلى اجمالي الناتج المحلي هي سلاسل زمنية غير مستقرة في المستوى ولكنها مستقرة في الفروق الأولى.

ولهذا كل متغير يعتبر متكامل من الدرجة الأولى أي:

$$\begin{aligned}
 LY_t &\sim IN(1) \\
 LM2Y_t &\sim IN(1) \\
 LCPY_t &\sim IN(1) \\
 LQMY_t &\sim IN(1)
 \end{aligned}$$

طالما ان الفروق الأولى لكل منها متكامل من الدرجة الصفر أي:

$$\begin{aligned}\Delta LY_t &\sim IN(0) \\ \Delta LM2Y_t &\sim IN(0) \\ \Delta LCPY_t &\sim IN(0) \\ \Delta LQMY_t &\sim IN(0)\end{aligned}$$

وهذه النتائج تنسجم مع النظرية القياسية التي تفترض ان اغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية تكون غير مستقرة في المستوى ولكنها تصبح مستقرة في الفرق الأول.

- علاقة التكامل المشترك والسببية بين (LY_t) و $(LM2Y_t)$
- اختبار التكامل المشترك بين (LY_t) و $(LM2Y_t)$:

بعد ان وجدنا أن المتغير لوغاريتم الناتج المحلي والاجمالي الحقيقي (LY_t) ولوغاريتم نسبة عرض النقد بالمفهوم الواسع إلى اجمالي الناتج المحلي $(LM2Y_t)$ متكاملان من نفس الرتبة:

$LM2Y_t \sim \ln 1$ ، $(LY_t) \sim \ln 1$ نتقل إلى المرحلة الموالية والمتمثلة في دراسة التكامل المشترك بين السلسلتين الزمنية وذلك لإثبات إمكانية وجود علاقة طويلة المدى بينهما مستخدمين في ذلك اختبار التكامل المشترك بطريقة (Johansen cointegration) معتمدين في ذلك على اختبارين هما :

- اختبار الأثر λ_{trace} (trace test) ويسمى أيضا اختبار
- اختبار القيمة λ_{max} الذاتية العظمى

الجدول رقم (2-3) اختبار التكامل المشترك بين (LY_t) و $(LM2Y_t)$

مستوى المعنوية		λ_{max}	فرض العدم	مستوى المعنوية		λ_{trace}	فرض العدم
%5	%1			%5	%1		
20,20	15,67	24,737	r=0	19,96	24,60	29,94	r=0
12,97	9,24	5,210	r≤1	9,24	12,97	5,210	r≤1

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

ويوضح الجدول السابق اختبار التكامل المشترك المبني على اختبار القيم الذاتية العظمى λ_{max} واختبار الأثر λ_{trace}

حيث ان الناتج المحلي الحقيقي (LY_t) ونسبة النقد بالمفهوم الواسع إلى اجمالي الناتج المحلي ($LM2Y_t$) أنه يمكن قبول فرضية العدم ($r=0$) بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية (1% و 5%) ولكن لا يمكن رفض فرضية العدم ($r \leq 1$) عند مستوى معنوية (1% و 5%)، ولذا توجد معادلة تكامل مشترك واحدة فقط ، وهذا يعني ان هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LY_t) ولوغاريتم نسبة النقد بالمفهوم الواسع إلى اجمالي الناتج المحلي ($LM2Y_t$).

العلاقة السببية بين (LY_t) و ($LM2Y_t$):

أن اختبار التكامل المشترك (Johansen) وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LY_t) ولوغاريتم نسبة النقد بالمفهوم الواسع إلى اجمالي الناتج المحلي ($LM2Y_t$) ، ولكن منهج (Johansen) لا يبين أي من المتغيرين يسبب الآخر ، لذلك فغن اختبار السببية لـ (Granger) يسمح بتحديد العلاقة السببية بين هذين المتغيرين ، باستخدام العلاقة الآتية يمكن تحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرين :

$$\Delta LY_t = \sum_{i=1}^m a_i \Delta y_{t-i} + \sum_{j=1}^n b_j \Delta LM2y_{t-j} + \mu_t$$

$$\Delta LM2Y_t = \sum_{i=1}^r c_i \Delta LM2y_{t-i} + \sum_{j=1}^s d_j \Delta ly_{t-j} + v_t$$

بما ان اختبار (Granger) للسببية يتأثر بالفجوة الزمنية لابد من تحديد الفجوة الزمنية المناسبة عن طريق اختبار (Hsiao) والذي يعتمد على خطأ التوقع النهائي (FPE) لكل من (ΔLY_t) و ($\Delta LM2Y_t$).

وسوف نطلق من فترة تباطؤ مزدوجة تساوي أربعة ومن ثم نقلص فترة الإبطاء بالتدرج ، ونحسب خطأ التوقع النهائي لمختلف متوافقات فترات ابطاء المتغيرات ، ويتضح من النتائج المتحصل عليها ان فترة التباطؤ المناسبة هي :

الجدول رقم (4-2) الفجوة (ΔLY_t) و $(\Delta LM2Y_t)$. الزمنية المناسبة لمعادلة

الرمز	الفجوة الزمنية المناسبة
n	2
m	4
r	3
s	3

المصدر من اعداد الطالبان

وبناء عليه يمكن كتابة معادلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي التي سوف يتم تقديرها لتحديد اتجاه السببية على النحو الآتي:

$$(\Delta LY_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta LY_{t-1} + \alpha_2 \Delta LY_{t-2} + \alpha_3 \Delta LY_{t-3} + \beta_1 \Delta LM2Y_{t-1} + \beta_2 \Delta LM2Y_{t-2} + \mu_t$$

اما معادلة نسبة النقود بمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي التي سوف يتم تقديرها لتحديد اتجاه السببية فهي على النحو الآتي:

$$(\Delta LM2Y_t) = \beta_0 + c_1 \Delta LM2Y_{t-1} + c_2 \Delta LM2Y_{t-2} + c_3 \Delta LM2Y_{t-3} + d_1 \Delta LY_{t-1} + d_2 \Delta LY_{t-2} + d_3 \Delta LY_{t-3} + v_t$$

وبتقدير المعادلتين السابقتين باستخدام (MCO) نتحصل على النتائج المرفقة في الجدول التالي:

	المتغير التابع	
	ΔLY_t	$\Delta LM2Y_t$
constant	-0,112 (-2 , 114)	0,015(0,316)
ΔLY_{t-1}	1,118 (4 ,670)	0,787(3,525)
ΔLY_{t-2}	-0,598(-2,088)	-0,539(-2,129)
ΔLY_{t-3}	-0,236(-0,945)	-0,369(-1,420)
ΔLY_{t-4}	0,033 (0,192)	
$\Delta LM2Y_{t-1}$	-0,469(-1,250)	0,074(0,282)
$\Delta LM2Y_{t-2}$	0,889(3,005)	0,649(2,301)
$\Delta LM2Y_{t-3}$		-0,172(-1,088)
R ²	0,796	0,791
DW	2,35	1,782
SE	0,191	0,179

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

بعد اختبار الفجوة الزمنية المناسبة واجراء الانحدار المعادلتين لسابقتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى (MCO) لاختبار العلاقة السببية (LY_t) و $(LM2Y_t)$ ، وجدنا ان التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر معبر عن النمو الاقتصادي تساعد في تفسير التغيرات في نسبة النقد بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر معبر عن التطور المالي، أي ان (LY_t) يسبب $(LM2Y_t)$ حسب مفهوم (Granger) فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (5.73) وهي معنوية عند مستوى (5%) في حين أن التغيرات في $(LM2Y_t)$ لا تسبب التغيرات في (LY_t) حسب مفهوم (Granger) فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (2.75) وهي غير معنوية عند (5%). وعليه فهناك علاقة سببية في الاجل القصير تتجه نحو النمو الاقتصادي المعبر عنه ب (LY_t) إلى التطور المالي المعبر عنه ب $(LM2Y_t)$.

الجدول رقم (2-5) اختبار السببية في الاجل القصير بين (LY_t) و $(LM2Y_t)$

معادلة الانحدار	فترات الإبطاء	قيمة (F) المحسوبة	اتجاه السببية
Y_t على $M2Y_t$	(2 , 4)	2,75	$M2Y_t$ لا تسبب Y_t
$M2Y_t$ على Y_t	(3 , 3)	5,73	Y_t تسبب $M2Y_t$

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

علاقة التكامل المشترك والسببية بين (LY_t) و $(LCPY_t)$

اختبار التكامل المشترك بين (LY_t) و $(LCPY_t)$

بما أن السلسلتين الزمنيةتين لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LY_t) ولوغاريتم نسبة الائتمان الخاص الى اجمالي

$$(LcpY)_t \sim \ln 1 \quad \text{الناتج المحلي و } (LCPY_t) \text{ متكاملتين من نفس الدرجة أي}$$

و $(LY)_t \sim \ln 1$ نقوم بدراسة التكامل المشترك بين السلسلتين الزمنيةتين وذلك لإثبات

إمكانية وجود علاقة طويلة المدى بينهما ، معتمدين في ذلك على اختبار التكامل المشترك بطريقة (Johansen cointegration test) ، أما عن نتائج الاختبار كانت على النحو التالي

الجدول رقم (2-6) اختبار التكامل المشترك بين (LY_t) و $(LCPY_t)$ بطريقة (johansen)

مستوى المعنوية		λ_{max}	فرض العدم	مستوى المعنوية		λ_{trace}	فرض العدم
%5	%1			%5	%1		
24,60	19,76	29,947	r=0	29,14	21,51	36,519	r=0
14,17	8,14	5,311	r≤1	12,332	9,74	6,486	r≤1

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

يوضح الجدول أعلاه اختبار التكامل المشترك المبني على اختبار القيم (λ_{max}) الذاتية (λ_{trace}) العظمى واختبار الأثر بين السلسلة الزمنية (LY_t) والسلسلة الزمنية $(LCPY_t)$ ، بحيث لا يمكن قبول فرض العدم $(r=0)$ بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية (1%) و (5%) ، ولكن لا يمكن رفض فرض العدم $(r≤1)$ عند مستوى معنوية (1%) و (5%) ولذا توجد معادلة تكامل مشترك واحدة فقط . وهذا يعني أن هناك علاقة توازنه طويلة الاجل بين (LY_t) و $(LCPY_t)$.

العلاقة السببية بين (LY_t) و $(LCPY_t)$

أكد اختبار التكامل المشترك لـ (Johansen) وجود علاقة توازنه طويلة الاجل بين مؤشر النمو الاقتصادي والمؤشر الثاني للتطور المالي امثلا في نسبة الائتمان المقدم للقطاع الخاص الى اجمالي الناتج المحلي ، فمن المناسب معرفة اتجاه العلاقة السببية لـ (Granger) ، وذلك باستخدام العلاقة الآتية :

$$\Delta LY_t = \sum_{i=1}^m a_i \Delta y_{t-i} + \sum_{j=1}^n b_j \Delta lcp_{t-j} + \mu_t$$

$$\Delta lcp_t = \sum_{i=1}^r c_i \Delta lcpy_{t-i} + \sum_{j=1}^s d_j \Delta ly_{t-j} + v_t$$

ولتحديد الفجوات الزمنية المناسبة ، سوف نستخدم اختبار (Hsico) الذي يعتمد على خطأ التوقع النهائي (F.P.E) لكل من متغير النمو الاقتصادي والمتغير الذي يمثل المؤشر الثاني المتطور المالي $(LCPY_t)$ ، وسوف نطلق دائما من فترة تباطؤ مزدوجة تساوي أربعة ومن ثم نقلص فترات الإبطاء بالتدرج ، واتضح أن فترات الإبطاء المناسبة هي :

الجدول رقم (7-2) الفجوة الزمنية (ΔLY_t) و $(\Delta LCPY_t)$ المناسبة لمعادلة

الرمز	الفجوة الزمنية المناسبة
n	1
m	1
r	3
s	3

و بناءا عليه يمكن كتابة معادلة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (ΔLY_t) التي سوف يتم تقديرها لتحديد اتجاه السببية على النحو الآتي :

$$(\Delta LY_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta LY_{t-1} + b_1 \Delta LCPY_{t-1} + \mu_t$$

أما معادلة نسبة الائتمان الخاص الى الناتج المحلي $(\Delta LCPY_t)$ الإجمالي التي سيتم تقديرها لتحديد اتجاه السببية فهي على النحو الآتي :

$$(\Delta LCPY_t) = \beta_0 + c_1 \Delta LCPY_{t-1} + c_2 \Delta LCPY_{t-2} + c_3 \Delta LCPY_{t-3} + d_1 \Delta LY_{t-1} + d_2 \Delta LY_{t-2} + d_3 \Delta LY_{t-3} + v_t$$

وبتقدير المعاليتين السابقتين باستخدام (MCO) نتحصل على النتائج المرفقة في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-8) نموذج الانحدار الذاتي ثنائي الاتجاه بين (LY_t) و $(LCPY_t)$

	المتغير التابع	
	ΔLY_t	$\Delta LCPY_t$
constant	2,985(1,187)	0,642(0,1894)
ΔLY_{t-1}	0,482(1,77)	0,901(2,595)
ΔLY_{t-2}		0,334(0,721)
ΔLY_{t-3}		0,195(0,410)
$\Delta LCPY_{t-1}$	-0,54(-1,484)	-0,531(-1,087)
$\Delta LCPY_{t-2}$		0,291(0,654)
$\Delta LCPY_{t-3}$		0,146(0,356)
R^2	0,784	0,773
DW	2,25	1,871
SE	0,182	0,162

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

بعد اختبار الفجوة الزمنية المناسبة وإجراء الانحدار للمعادلتين السابقتين باستخدام (MCO) لاختبار العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي المعبر عنه بدلالة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LY_t) والتطور المالي المعبر عنه بدلالة نسبة الائتمان الخاص الى الناتج المحلي الإجمالي $(LCPY_t)$ ، وجدنا أن التغيرات في (LY_t) تساعد في تفسير التغيرات في $(LCPY_t)$ ، أي أن (LY_t) يسبب حسب مفهوم Granger $(LCPY_t)$ فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (4.012) وهي معنوية عند المستوى (5%). في حين أن التغيرات في $(LCPY_t)$ لا تسبب التغيرات في (LY_t) حسب مفهوم (Granger) فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (0.782) وهي غير معنوية عند مستوى (5%).

وعليه فهناك علاقة في الأجل القصير تتجه من (LY_t) الى $(LCPY_t)$.

جدول رقم (2-9) العلاقة السببية في الأجل القصير بين (LY_t) و $(LCPY_t)$

اتجاه السببية	قيمة (F) المحسوبة	فترات الإبطاء	معادلة الانحدار
Y_t على CPY_t لا تسبب Y_t	0,782	(1 , 1)	CPY_t على Y_t
CPY_t على Y_t تسبب CPY_t	4,012	(3 , 3)	Y_t على CPY_t

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

علاقة التكامل المشترك بين (LY_t) و $(LQMY_t)$

اختبار التكامل المشترك بين (LY_t) و $(LQMY_t)$

بما أن السلسلتين الزمنية (LY_t) و $(LQMY_t)$ متكاملتين من نفس الدرجة أي $In1 \sim (LQMY_t)$ و $In1 \sim (LY_t)$ فهناك إمكانية وجود علاقة طويلة المدى بينهما وللتأكد من ذلك نقوم بدراسة التكامل المشترك بينهما باستخدام طريقة (Johansen cointegration) والجدول الآتي يوضح نتائج اختبار التكامل المشترك بين (LY_t) و $(LQMY_t)$.

جدول رقم (2-10) اختبار التكامل بين (LY_t) و $(LQMY_t)$ بطريقة (Johanson)

مستوى المعنوية		λ_{max}	فرض العدم	مستوى المعنوية		λ_{trace}	فرض العدم
%5	%1			%5	%1		
16,60	12,84	18,74	r=0	18,70	22,74	26,871	r=0
14,17	9,15	8,75	r≤1	13,12	09,45	5,614	r≤1

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

من خلال اختبار التكامل المشترك المبني على القيم الذاتية العظمى (λ_{max}) واختبار الأثر (λ_{trace}) بين (LY_t) و $(LQMY_t)$ ، نجد أنه لا يمكن قبول لفرض العدم ($r=0$) بعدم وجود تكامل مشترك عند مستوى معنوية (1%) و (5%)، ولكن لا يمكن رفض فرض العدم ($r \leq 1$) عند مستوى معنوية (1%) و (5%)، لذا توجد معادلة تكامل مشترك واحدة. وهذا يعني أن هناك علاقة توازنه طويلة الأجل بين السلسلة الزمنية (LY_t) والسلسلة الزمنية $(LQMY_t)$.

العلاقة السببية بين (LY_t) و $(LQMY_t)$:

بما أن اختبار التكامل المشترك لـ (Johansen)، أكد على وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغير (LY_t) الذي يعبر عن النمو الاقتصادي، والمتغير $(LQMY_t)$ الذي يعبر عن مؤشر الثالث للتطور المالي، فهذا يعني حسب (Granger) وجود علاقة سببية بين المتغيرين على الأقل في اتجاه واحد وباستخدام العلاقة الآتية يمكن تحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرين :

$$\Delta LY_t = \sum_{i=1}^m ai \Delta y_{t-i} + \sum_{j=1}^n bj \Delta LQMY_{t-j} + \mu_t$$

$$\Delta LQMY_t = \sum_{i=1}^r ci \Delta LQMY_{t-i} + \sum_{j=1}^s dj \Delta ly_{t-j} + v_t$$

بما أن اختبار (Granger) للسببية يعتبر حساسا لاختبار الفجوات الزمنية للمتغيرات التفسيرية للعلاقة أعلاه قمنا باستخدام منهجية (Hsiao) التي تعتمد على خطأ التوقع النهائي (F.P.E) لكل من المتغيرين (LY_t) و $(LQMY_t)$ ، وسوف نطلق من فترة تباطؤ مزدوجة تساوي أربعة ثم نقلص فترات الإبطاء بالتدريج وتوصلنا إلى أن فترات الإبطاء المناسبة هي

الجدول رقم (2-11) الفجوة (ΔLY_t) و $(\Delta LQMY_t)$. الزمنية المناسبة لمعادلة

الرمز	الفجوة الزمنية المناسبة
n	2
m	1
r	3
s	2

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

وبناء عليه يمكن كتابة معادلة الناتج المحلي (ΔLY_t) الإجمالي الحقيقي التي سوف يتم تقديرها لتحديد اتجاه السببية على النحو الآتي :

$$(\Delta LY_t) = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta LY_{t-1} + \alpha_2 \Delta LY_{t-2} + \beta_1 \Delta LQMY_{t-1} + \mu_t$$

أما معادلة نسبة أشباه النقود الى الناتج $(\Delta LQMY_t)$ المحلي الإجمالي التي سيتم تقديرها لتحديد اتجاه السببية فهي على النحو الآتي :

$$(\Delta LQMY_t) = \beta_0 + c_1 \Delta LQMY_{t-1} + c_2 \Delta LQMY_{t-2} + c_3 \Delta LQMY_{t-3} + d_1 \Delta LY_{t-1} + d_2 \Delta LY_{t-2} + v_t$$

وبتقدير المعادلتين السابقتين باستخدام (MCO) نتحصل على النتائج التالية :

جدول رقم (2-12) نموذج الانحدار الذاتي ثنائي الاتجاه بين (LY_t) و $(LQMY_t)$:

	المتغير التابع	
	ΔLY_t	$\Delta LQMY_t$
constant	5,22(7,419)	-2,928(-6,693)
ΔLY_{t-1}	0,383(3,048)	0,786(2,571)
ΔLY_{t-2}	0,429(4,379)	0,517(1,778)
$\Delta LQMY_{t-1}$	-0,699(-2,695)	-0,458(-2,479)
$\Delta LQMY_{t-2}$		-0,532(-4,241)
$\Delta LQMY_{t-3}$		-0,512(-4,610)
R^2	0,896	0,859
DW	2,32	1,882
SE	0,191	0,159

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

اختبار السببية بين (LY_t) و $(LQMY_t)$:

بعد اختبار الفجوة الزمنية المناسبة وإجراء الانحدار للمعادلتين السابقتين باستخدام (MCO) لاختبار العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي المعبر عنه بدلالة الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (LY_t) والتطور المالي المعبر عنه بدلالة نسبة أشباه النقود الى الناتج المحلي الإجمالي $(LQMY_t)$ ، وجدنا أن التغيرات في (LY_t) : تساعد في تفسير التغيرات في $(LQMY_t)$ ، أي أن (LY_t) يسبب حسب مفهوم (Granger) $(LQMY_t)$ فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (7.88) وهي معنوية على مستوى (5%). في حين أن التغيرات في $(LQMY_t)$ لا تسبب التغيرات في (LY_t) حسب مفهوم (Granger) فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة (0.810) وهي غير معنوية عند مستوى (5%)

وعليه هناك علاقة سببية في الأجل القصير تتجه من (LY_t) إلى $(LQMY_t)$.

جدول رقم (2-13) العلاقة السببية في الأجل القصير بين (LY_t) و $(LQMY_t)$:

معادلة الانحدار	فترات الإبطاء	قيمة (F) المحسوبة	اتجاه السببية
Y_t على QMY_t	(1 , 2)	0,810	QMY_t لا تسبب Y_t
QMY_t على Y_t	(2 , 3)	7,188	Y_t تسبب QMY_t

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

تحليل نتائج الدراسة التطبيقية

1- الجانب القياسي :

من خلال دراسة طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، توصلنا إلى النتائج التالية :

أولاً : بين تحليل السلاسل الزمنية المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي (Y)، ونسبة النقد بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي ($M2Y$) ونسبة الائتمان المقدم الى القطاع الخاص (CPY)، ونسبة اشباه النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي (QPY)، أنها مستقرة عند فروقها الأولى عند مستوى معنويه (5%)، وذلك من خلال استخدام اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) ، والجدول الآتي يبين لنا ملخص للنتائج المتوصل إليها :

الجدول رقم (2-14) ملخص نتائج استقرارية متغيرات الدراسة باستخدام (ADF)

المتغير	درجة الإستقرارية	درجة تكامل السلسلة الزمنية
LY	مستقر عند الفرق الأول	$(LY_t) \sim \ln 1$
$LM2Y$	مستقر عند الفرق الأول	$(LM2Y)_t \sim \ln 1$
$LCPY$	مستقر عند الفرق الأول	$(LcpY)_t \sim \ln 1$
$LQMY$	مستقر عند الفرق الأول	$(LQMY)_t \sim \ln 1$

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

بما أن المتغيرات موضع الدراسة متكاملة من نفس الدرجة ، هذا يعني إمكانية وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين كل مؤشرات التطور المالي من جهة ومؤشر النمو الاقتصادي من جهة ثانية ، لهذا الغرض تم استخدام اختبار

التكامل المشترك بطريقة (Johansen et Juselius) وكذلك اختبار القيم المميزة العظمى (Maximum eigenvalue) واختبار الأثر (Trace test)، لتحديد عدد العلاقات التوازنية ، وكانت النتائج كما يلي

- 1- وجود علاقة توازنية طويلة الاجل و وحيدة بين المتغيرين (Y) و (M2Y)
- 2- وجود علاقة توازنية طويلة الأجل و وحيدة بين المتغيرين (CPY) و (Y)
- 3- وجود علاقة توازنية طويلة الاجل و وحيدة بين المتغيرين (Y) و (QMY)

إن وجود التكامل المشترك بين المقاييس المختلفة للتطور المالي والنمو الاقتصادي يعني كما أشار (Granger 1988), الى وجود علاقة سببية على الأقل في اتجاه واحد ،لذا تم دراسة اتجاه العلاقة السببية بين كل متغير من متغيرات التطور المالي والنمو الاقتصادي ، فكانت النتائج على النحو الآتي :

الجدول رقم (2-13) ملخص نتائج السببية في الاجل القصير.

معادلة الانحدار	فترات الإبطاء	قيمة (F)	اتجاه السببية
انحدار (LM2Y) على (LY)	(3 ، 3)	5,73	LM2Y ← LY
انحدار (LY) على (LM2Y)	(3 ، 3)	2,75	LY ← LM2Y
انحدار (LCPY) على (LY)	(3 ، 3)	4,012	LCPY ← LY
انحدار (LY) على (LCPY)	(1 ، 1)	0,782	LY ← LCPY
انحدار (LQMY) على (LY)	(3 ، 2)	7,188	LQMY ← LY
انحدار (LY) على (LQMY)	(2 ، 1)	0,810	LY ← LQMY

المصدر من اعداد الطالبان بالاعتماد على مخرجات (Eviews).

يوضح الجدول أعلاه أن التغيرات في مختلف مقاييس التطور المالي لا تساعد في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي أو أن التطور المالي لا يسبب النمو الاقتصادي حسب مفهوم (Granger) كما أن التغيرات في النمو الاقتصادي تساعد في تفسير التغيرات في مختلف المقاييس التطور المالي ، أو أن النمو الاقتصادي يسبب التطور المالي حسب مفهوم (Granger) فقد كانت قيمة (F) المحسوبة في كل معادلات التطور المالي و معدلات النمو الاقتصادي ذات قيم معنوية مقبولة إحصائية عند مستوى معنوية (5%) . وعليه فهناك علاقة سببية أحادية تتجه من النمو الاقتصادي الى مؤشرات التطور المالي .

2- الجانب الاقتصادي

أما عن الجانب الاقتصادي فيمكن تفسير المتحصل عليها على النحو الآتي :

اولا: التغيرات في النمو الاقتصادي تساعد على تفسير التغيرات في التطور المالي بمقاييسه المختلفة في الجزائر . ويمكن تبرير هذه النتيجة أن صادرات الجزائر تتكون بشكل رئيسي من النفط والغاز والمنتجات البتروكيماوية التي يتم تحصيلها بالدولار . مما يؤدي الى ارتفاع الإيرادات الجبائية على قطاع المحروقات ، الأمر الذي أدى بالحكومة الجزائرية لإطلاق برامج تنموية خصوصا مع ارتفاع عوائد النفط ، وتمثلت هذه البرامج في : برنامج الإنعاش الاقتصادي ، برنامج دعم النمو الاقتصادي وبرنامج توطيد النمو ، الأمر الذي أدى الى تطور الوسائط المالية استجابة لمتطلبات تمويل البرامج سابقة الذكر .

ثانيا : التغيرات في التطور المالي بمقاييسه المختلفة لا تساعد في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي في الجزائر . ويمكن تبرير هذه النتيجة بأسباب مباشرة وأخرى غير مباشرة .

أما عن الأسباب المباشرة فهي تتعلق بمقاييس المستخدمة لقياس التطور المالي في الجزائر .

(1) معدل سيولة الاقتصاد (M2Y)

لم يساعد معدل سيولة الاقتصاد في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي لأن هذه النسبة كانت منخفضة خلال الفترة (1990-2000) ، بحيث لم تتجاوز (57%) إذا ما قورنت بنظيرتها في الدولة ذات الأنظمة المالية المتطورة حيث تتراوح هذه النسبة من (60%) الى (67%) ويعود سبب ذلك إلى السياسة التقشفية التي فرضت على الجزائر في إطار الاتفاقية المبرمة مع صندوق النقد الدولي والمتمثلة في :

- أ- تخفيض عجز الموازنة
- ب- تجميد الزيادة في الأجور
- ت- تخفيض من قيمة العملة الوطنية
- ث- تخفيض حجم الإنفاق الحكومي

وابتداء من سنة (2001) عرفت هذه النسبة ارتفاعا لتقارب المعدل المتعارف عليه في أدبيات التطور الما

إلا هذا الارتفاع لم يكن حقيقيا لأن قيمة الودائع تحت الطلب أي النقد بمفهوم الضيق (M1) كان يشكل الحصة الأكبر من المجمع النقدي (M2) ، حيث كانت نسبة السيولة النقدية (M1/M2) مرتفعة جدا (68%) ، وهذا يعني الاستخدام الكبير للعملة في تمويل المعاملات وكذا الاحتفاظ بها بدلا من توظيفها في المصارف ، كما تعني

أيضا أن جزءا كبير الحجم من رصيد النقود بمعناه الواسع محتجز خارج النظام المصرفي ، ومنه يمكننا القول أن ارتفاع معدل السيولة (M2Y) هو ناتج عن العملة بدلا من زيادة حجم الودائع المصرفية مما يدل على انخفاض مختلف أشكال التوظيفات المالية وعدم كفاءة النظام المصرفي في تجميع الموارد الملتقطة خصوصا الودائع لأجل .

(2) نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي

لم يساعد هذا المؤشر في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي، وذلك بسبب انخفاض نسبة القروض الممنوحة إلى القطاع الخاص، بحيث لم تتجاوز في المتوسط (9.78) مقارنة بنظيرتها في الدول المتطورة ماليا حيث يبلغ متوسط هذه النسبة (53%) ، هذا ما يدل على ضعف الوساطة المالية ومحدودية الخدمات المالية رغم الإصلاحات التي قامت بها الجزائر ، كما يدل من ناحية أخرى على السيطرة القطاع العمومي على حجم القروض المقدمة للاقتصاد . ووفقا لـ (Mchinnon et Shaw)، أن الائتمان المقدم للقطاع الخاص هو المسؤول في نهاية المطاف عن نوعية وكمية تراكم رأس المال (الاستثمار) وبالتالي عن النمو الاقتصادي كما تعزز القروض الممنوحة للقطاع الخاص الاستثمار، والإنتاجية على نحو أفضل بكثير مما تحققه القروض المقدمة للقطاع العام .

وبالإضافة إلى ما سبق ، فإن وجهة الائتمان الخاص لم تكن لمشاريع استثمارية إنتاجية تسمح بزيادة معدل تراكم رأس المال يعزز النمو الاقتصادي ، بل كان اللازم أغلبها موجها لتمويل المؤسسات ذات الطابع التجاري (قروض موجهة لاستيراد سلع نهائية) ، وكذا توسعها في تمويل السلع المعمرة والقروض العقارية .

(3) نسبة أشباه النقد إلى الناتج المحلي الإجمالي

لم يساعد هذا المؤشر في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي بسبب انخفاضه رغم تحسنه بداية من سنة 1999 ، بسبب الوفرة المالية التي نتجت عن ارتفاع أسعار المحروقات وعلى الرغم من ذلك بلغ متوسط هذه النسبة (20%) وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيرتها في الدول المتطورة ماليا حيث تقدر نسبة هذا المؤشر (40%) في المتوسط . وهذا ما يعكس ضعف النظام المصرفي في تعبئة الإدخارات المتوسطة طويلة الاجل لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تتطلب هذا النوع من التمويل .

أما عن الائتمان غير المباشر فهي تتعلق بخصائص المنظومة المصرفية الجزائرية وتتمثل في النقاط الآتية :

حجم القطاع المصرفي : والذي يحسب من خلال إجمالي أصول البنك المركزي إلى الناتج الإجمالي المحلي ، ويلاحظ عن هذا المؤشر أنه مرتفع جدا حيث قدر بـ (98.3%) وتعكس هذه النسبة مدى الترابط بين بنك الجزائر والحكومة من اجل تحقيق التمويل اللازم للتنمية الاقتصادية ، إلا أن المتعارف عليه في الأنظمة المالية المتطورة أن

البنوك المركزية لا تقوم بعملية التمويل وإنما هدفها الرئيسي هو المحافظة على قيمة العملة إلى جانب دورها الرقابي على مختلف الأنشطة المالية .

أصول البنوك التجارية إلى الناتج الإجمالي المحلي : وهو مؤشر يبين قدرة المؤسسات المصرفية على التمويل ، وبلغ متوسط نسبة هذا المؤشر (61.33%) أي صغر حجم أصول القطاع المصرفي مقارنة بحجم النشاط الاقتصادي في الجزائر ، وهذا يدل على انخفاض معدلات الادخار في الجزائر .

التركيز المصرفي : يمثل هذا المؤشر النسبة المئوية لإجمالي الأصول التي تحتفظ بها المصارف الثلاثة الكبرى ، حيث بلغ نسبة التركيز المصرفي في الجزائر (75.16%) وهي نسبة مرتفعة ، مما يوحي بوجود هيكل سوقي له طابع احتكاري متزايد في الصيرفة ، وهو ما يؤثر على كفاءة النظام المصرفي الجزائري ، وذلك من خلال ميل المصارف الكبرى إلى فرض قيود كثيرة على الأنشطة المصرفية ، وأحد العوامل التي تفسر ارتفاع نسبة ارتفاع نسبة التركيز (غياب المنافسة) هو ضعف القطاع المصرفي الخاص المحلي أو الأجنبي حيث تمثل المصارف الخاصة ثلاثة أولى نسبة (6.2%) من إجمالي الأصول في نهاية 2013 .

كما أن الارتفاع في نسبة التركيز له آثار على المنافسة المصرفية وتكلفة الإقراض وآثار محتملة على إتاحة فرص الائتمان ، أي أنه من المتوقع أن يسفر على عدم كفاءة تضطر معها المصارف إلى زيادة هامش سعر الفائدة والحد من وصول المؤسسات والأمر إلى الخدمات المالية المتمثلة في الائتمان المصرفي .

✓ أما عن مؤشر الكثافة المصرفية لا يزال بعيدا عن المعدل العالمي المقدر بشباك بنكي لكل 10.000 مواطن وهذا وفقا لنموذج (Cameron) ، في حين بلغ هذا المؤشر في الجزائر شبكا واحد لكل 25600 مواطن في نهاية 2013، مما يوحي بأن الخدمة المصرفية في الجزائر لا تصل إلى شريحة من الزبائن هم في حاجة إليها .

✓ أما عن الميل المتوسط للودائع المصرفية الذي يعكس قدرة المصارف التجارية في جذب الودائع وفقا لحصتها من الناتج المحلي الإجمالي ، قدرت نسبة هذا المؤشر بمتوسط نسبة قدره (47.66%) خلال فترة الدراسة وهي نسبة لا بأس بها ، لكن هذه النسبة تشترك فيها الودائع لأجل، إلا أن مدى مساهمة الودائع الجارية كانت هي الأكبر حيث بلغ متوسط الميل (26.72%) في حين بلغ ميل متوسط الودائع لأجل (20.94%) خلال فترة الدراسة ، رغم انه من المفروض أن تزداد الودائع لأجل النظام المصرفي عند كل زيادة في الدخل .

✓ أما عن قدرة المصارف على تغطية نشاطها الائتماني من خلال الموارد الملتقطة سجل هذا المؤشر (حجم الودائع / إجمالي القروض) قيمة أقل من 1 خلال فترة الدراسة ، مما يعني لجوء المصارف إلى استخدام

الودائع الجارية لتغطية العجز في الودائع لأجل ، ومن وجهة أخرى يعني هذا المؤشر أنه هناك إمكانية لتنمية هذا النوع من الودائع وجذب المزيد منها بغرض خدمة الاستثمار والتنمية الاقتصادية ، ويأتي هذا عن طريق تنويع الاوعية الادخارية .

وفي نهاية المطاف ، يتبين لنا أن خصائص المنظومة المصرفية في الجزائر من خلال المؤشرات المستخدمة ، انها بعيدة كل البعد عن ما يجب توفره في الأنظمة المالية والمصرفية ، حتى يكون تطور مالي بدجة تسمح له بالتأثير على المتغيرات الاقتصادية الكلية .

خاتمة الفصل :

من خلال هذا الفصل تمت الإجابة على الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة ، التي كانت تتمحور حول إمكانية اعتبار التطور المالي في الجزائر احد مسببات النمو الاقتصادي ، أم هو نتيجة لمتطلبات تمويل التنمية الاقتصادية . ولهذا الغرض قمنا بقياس العلاقة السببية بين التطور المالي، بمقاييسه المختلفة ، والنمو الاقتصادي ، حيث توصلت الدراسة التطبيقية إلى النتائج التالية :

1- هناك علاقة سببية في الاجل القصير تتجه من النمو الاقتصادي الى التطور المالي ، بمقاييسه المختلفة .

2- انعدام العلاقة السببية من التطور المالي بمقاييسه المختلفة الى النمو الاقتصادي

والنتائج المتوصل إليها تبين أن الاقتصاد الجزائري خاضع لفرضية الطلب التابع (Demande - following). ويمكن تبرير النتائج المتوصل إليها ، ان صادرات الجزائر تتكون بشكل رئيسي من النفط والغاز والمنتجات البتروكيمياوية التي يتم تحصيلها بالدولار مما يؤدي الى زيادة الارادات الجبائية على قطاع المحروقات بالعملة المحلية ، الامر الذي مكن الحكومة الجزائرية من إطلاق سلسلة من البرامج التنموية (برنامج الإنعاش الاقتصادي ، برنامج دعم النمو ، برنامج توطيد النمو) الامر الذي أدى الى التطور في الوسائط المالية .

أما انعدام العلاقة السببية من مؤشرات التطور المالي إلى النمو الاقتصادي ، يمكن تبريرها بضعف كفاءة النظام المصرفي من حيث نشاطه الائتماني وقدرته على جذب الموارد المالية الى خصائص المنظومة المصرفية الجزائرية التي تتميز بارتفاع في درجة تركيز واعتماد الاقتصاد الجزائري في تمويل برامجه التنموية على البنك المركزي (عدم استقلالية بنك الجزائر) ، وكذلك محدودية الخدمات المالية المقدمة من طرف المصارف التجارية للمؤسسات والاسر ، إضافة الى ارتفاع تكاليف الإقراض وغياب المنافسة المصرفية بسبب الطابع الاختياري الذي يتميز به النظام المصرفي الجزائري .

الخاتمة العامة

كان الهدف من هذه الدراسة ، تحديد طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي بمختلف مقاييسه ، والنمو الاقتصادي في الجزائر للفترة الممتدة من سنة 1990 إلى غاية سنة 2014 وهي فترات ذات خصوصية ، لأن الإصلاحات المالية والمصرفية الفعلية انطلقت مع صدور قانون النقد والقروض (10/90) الصادر في 14 أفريل 1990 والمعدل بالأمر الرئاسي 03-11 الصادر في 26 أوت 2003 والمتعلق بقانون النقد والقروض .

ومن خلال الإشكالية المطروحة في هذه الدراسة ، ركزنا على المرجعيات النظرية للعلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي ، والتي يتبين من خلالها ثلاثة وجهات نظر مختلفة ، أو لها ما اصطلح عليه بفرضية العرض القائد والتي تعني أن العلاقة السببية تتجه من التطور إلى النمو الاقتصادي لأن حسب منظري هذه الفرضية (Bagehot1873) و (Schupmeter1912) أن التطور في الوسائط المالية يمكن أن يسرع من معدل التراكم الرأسمالي وبالتالي يعزز فرص النمو الاقتصادي ، أي أن اتجاه المؤسسات المالية العديدة والمتنوعة وعرض الأصول والموجودات والخدمات المالية التابعة لها ، يكون سابقا للطلب على هذه الأصول ، ولذلك فالتطور المالي يقود النمو .

أما وجهة النظر الثانية تعرف باسم فرضية الطلب التابع ، والتي تعني أن العلاقة السببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي ، لأن حسب منظري هذه الفرضية (Robinson 1966) و (Gurley & Shaw1967) أن ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي يؤدي إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية مما يؤدي إلى نمو الأصول المالية ، وتعبير آخر ، أن وجود المؤسسات المالية وعرض الأصول والموجودات والخدمات المالية التابعة لها يكون استجابة للطلب على تلك الخدمات من قبل المستثمرين والمدخرين في الاقتصاد.

أما وجهة النظر الثالثة ، فهي وجهة توافقية بين فرضية العرض وفرضية الطلب التابع ، أي أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين تتجه من التطور المالي إلى النمو الاقتصادي خلال المراحل الأولى من عملية التنمية الاقتصادية ، في حين تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي خلال المراحل المتأخرة من التنمية الاقتصادية

وعليه فإن الجدل حول طبيعة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي تطلب إجراء دراسة تطبيقية والتي كانت محصلة نتائجها سواء تلك التي شملت الدول العربية أو الأجنبية غير قاطعة ، ونتيجة لهذا قمنا بمحاولة دراسة اتجاه السببية بين تطور النظام المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر مركزين في ذلك على أساليب الاقتصاد القياسي الحديث ، والمتمثلة في اختبارات جذر الوحدة باستخدام طريقة Dickey-fuller لتحديد درجة تكامل السلاسل الزمنية ، واختبار التكامل المشترك بطريقة johansen-juseluis لتحديد إمكانية وجود علاقة توازنه طويلة الاجل بين التطور المالي بمختلف مقاييسه ، والنمو الاقتصادي ، وكذا باستخدام اختبار القيم المميزة العظمى (maximal eigen value) واختبار الأثر (trace test) لتحديد عدد العلاقات التوازنية (عدد معدلات التكامل المشترك) ، وفي الأخير تم استخدام اختبار (Granger) لتحديد اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي بمختلف مقاييسه والنمو الاقتصادي ، وبما أن اختبار (Granger) للسببية يعتبر حساسا لاختبار الفجوة الزمنية للمتغيرات التفسيرية في معدلات العلاقة السببية ، بحيث إذا كانت الفجوة الزمنية المختارة أقل من الفجوة الزمنية الصحيحة ، فإن تجاهل القيم المتباطئة ذات العلاقة سيؤدي إلى تحيز في النتائج ، وإذا كانت الفجوة الزمنية المختارة أكبر من الفجوة الصحيحة فإن إضافة قيم متباطئة ليس لها علاقة سيؤدي إلى أن تكون قيم المعالم غير ذات كفاءة ، ومن أجل التغلب على المشاكل المصاحبة لعدم اختيار الفجوة الزمنية الملائمة استخدام طريقة (Hsiao, 1981) التي تعتمد على الجمع بين طريقة (Granger) وخطأ التوقع النهائي (F.P.E)

وأوضحت نتائج الدراسة التطبيقية على اقتصاد الجزائري ، أن العلاقة السببية في الأجل القصير تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي بمقاييسه المختلفة ، حيث كانت قيمة (F) المحسوبة في كل معدلات الانحدارات قيم معنوية مقبولة إحصائيا عند مستوى 5% وهذا يعني أن التغيرات في النمو الاقتصادي تساعد في تفسير التغيرات في التطور المالي بمقاييسه المختلفة ، بينما انعدمت العلاقة السببية في الأجل القصير في التطور المالي ، بمقاييسه المختلفة إلى النمو الاقتصادي ، حيث كانت قيمة (F) المحسوبة في كل الانحدارات غير معنوية وهذا ما يعني أن التغيرات في التطور المالي بمقاييسه المختلفة لا تساعد في تفسير التغيرات في النمو الاقتصادي . والنتيجة المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة التطبيقية تتفق مع نتائج وأعمال كل من (Robinson 1966) (Gurley & Shaw 1967) ، أي ان الاقتصاد الجزائري خاضع لفرضية الطلب التابع ، ومن ناحية أخرى تتوافق هذه النتائج مع النظرية الكثرية التي تعتقد أن الدخل النقدي هو الذي يحدد كمية النقود . ويمكن تبرير هذه النتائج أن صادرات الاقتصاد الجزائري

تتكون بشكل رئيسي من النفط والغاز والمنتجات البتروكيماوية التي يتم تحصيلها بالدولار مما يؤدي الى زيادة الإيرادات الجبائية على قطاع المحروقات بالعملة المحلية الامر الذي يؤدي الى نمو الوسائط المالية نتيجة متطلبات التنمية الاقتصادية والمتمثلة في برامج الإنعاش الاقتصادي ، برنامج دعم النمو الاقتصادي ، وبرنامج توطيد النمو الاقتصادي .

لهذا كان التطور المالي بمقاييسه المختلفة تابعا للنمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة .

أما عن عدم تفسير مؤشرات التطور المالي للتغيرات في النمو الاقتصادي في الجزائر ، يمكن إرجاعها للأسباب التالية :

✓ ضعف معدل السيولة في الاقتصاد بحيث لم تتجاوز نسبته 57% ، كما أن الارتفاع في هذه النسبة لم يكن حقيقيا لأن النقد بمفهومه الضيق كان يشكل الحصة الأكبر من المجمع النقدي (M2) ، وهذا ما نستدل عليه من نسبة السيولة النقدية (M1/M2) ، بحيث قدرت بمتوسط نسبته 68% خلال فترة الدراسة ، وهذا ما يدل على عدم كفاءة النظام المصرفي في تجميع الموارد المالية خصوصا الودائع لأجل .

✓ انخفاض نسبة القروض الممنوحة للقطاع الخاص بحيث لم تتجاوز في المتوسط 9.78% ، رغم الإصلاحات المالية التي قامت بها الجزائر ، كما أن النصيب الأكبر من هذا الائتمان يذهب لتمويل المؤسسات ذات الطابع التجاري (تمويل الواردات من السلع النهائية) وكذا التوسع في تمويل السلع المعمرة ، والقروض العقارية .

✓ ضعف النظام المصرفي في تعبئة الادخارات المتوسطة وطويلة الاجل لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تتطلب هذا النوع من التمويل .

بالإضافة الى هذا ، نجد أن المنظومة المصرفية تتميز بخصائص لا تسمح لها بالتطور والمساهمة الفعالة في النشاط الاقتصادي ومن أهمها :

✓ سيطرة عدد صغير من المصارف الكبيرة على النظام المصرفي ، فضلا عن هوامش أسعار الفائدة التي لا تزال مرتفعة قياسا الى تلك السائدة في البلدان متقدمة النمو ، وتدفع نسبة التركيز هذه الى استجابة هذه المصارف لأية زيادة في القروض غير المؤدة بزيادة الهوامش بين أسعار الإقراض والودائع مع عدم تقديم الائتمان الى المقترضين جدد محتملين جديرين بالثقة والى مشاريع مربحة ، ويمكن لهذه التدابير ان تسبب في تدفق الودائع (الفوائض المالية) الى خارج المنظومة المصرفية

- وتضع ضغوطا إضافية على المقترضين مما يسفر عن انخفاض النشاط الاقتصادي وزيادة القروض غير المؤدة الى اجمالي القروض مما يعرض استقرار النظام المالي للخطر .
- وثمة استنتاج آخر لارتفاع معدلات التركيز ، هو أن المصارف تعمل بطريقة غير تنافسية مما يؤدي الى ارتفاع تكاليف الوساطة المالية .
- ✓ ضعف مؤشر الكثافة المصرفية ، مما يوحي بأن شريحة من الزبائن لم يتمكنوا من الحصول على الخدمات المالية التي هم في حاجة إليها .
- ✓ صغر حجم أصول القطاع المصرفي مقارنة بحجم النشاط الاقتصادي الجزائري .
- ومن خلال الأسباب سألغة الذكر وخصائص المنظومة المصرفية يتبين لنا عدم تطور النظام المصرفي بالدرجة التي تمكنه من التأثير على المتغيرات الاقتصادية الحقيقية الكلية .
- وبما ان القطاع المصرفي لا يزال هو المهيمن على النظام المالي ، ولذلك فإن بناء نظام مصرفي كفؤ يسمح بنقل إجراءات السياسة النقدية الى النشاط الاقتصادي العام والاسعار من خلال أسعار الفائدة والسيولة ، يتطلب مجموعة من الإجراءات في مجال السياسات العامة لتشغيل النظام المالي بكفاءة ، وتتمثل في :
- ✓ توفير بيئة اقتصادية كلية مستقرة وإنشاء قطاع خاص ديناميكي .
- ✓ استحداث إطار قانوني يكفل إدارة داخلية قوية في المؤسسات المالية والمصرفية وانضباط خارجي عن طريق قوى السوق .
- ✓ إنشاء نظم معلومات ائتمانية تجعل جميع المعلومات متاحة للدائنين وتطوير الأطر القانونية و التنظيمية لتسيير اقتسام المعلومات عن المقترضين بين المؤسسات المالية وكالات المعلومات الائتمانية والبنك المركزي ، وتفعيل آليات لمخاطر الائتمان ، وهذا كله من أجل التصدي لمشكلة ارتفاع الوساطة المالية ، كما ينبغي أن تحظى مشكلة القروض غير المؤدة بأولوية عليا لدى صانعي السياسات بغية تحسين كفاءة الوساطة المصرفية .
- ✓ كما يتعين على السلطات العليا في البلاد تشجيع دخول المصارف الأجنبية وفتح المجال امام المصارف الخاصة المحلية وإرغامهما على تنوع وتقديم منتجات مالية غير موجودة لدى المصارف القائمة (تنوع اوعية الادخار) ، وهذا من أجل جعل السوق المصرفي يتميز بالمنافسة .
- ✓ استحداث مؤسسات مالية غير مصرفية وسوق الأوراق المالية الحكومية ، وكذلك أسواق الأسهم وذلك بغية معالجة أوجه الضعف في القطاع المصرفي .

وفي آخر المطاف لا ينبغي لنا التقليل من أهمية الإصلاحات المالية والنقدية المتتابة من طرف السلطات الجزائرية لتطوير النظام المالي ودعمها لهذه الجهود المبذولة من ناحية والنتائج المتوصل اليها من خلال هذا البحث من ناحية أخرى ، نقترح أن تجري دراسات حول المحددات الاقتصادية والمؤسسية والمالية لتطوير النظام المالي الجزائري بما يسمح له من التأثير في المتغيرات الاقتصادية الحقيقية الكلية .

المراجع باللغة العربية:

- ✓ إبراهيم بن صالح، علي شريف عبد الوهاب وردة، خدمات الوساطة المالية المصرفية في الاقتصاد المصري وقدرتها التأثيرية في النمو الاقتصادي، "دراسة مقارنة مع الاقتصاد السعودي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية-كلية الاقتصاد والإدارة- جامعة القصيم-السعودية العدد الأول- 2008.
- ✓ جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، المنظور العملي، دار وائل، الطبعة الأولى، 1999.
- ✓ جميلة صحراوي " أثر تطور السوق المالي وتطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الأردن 1979-2009"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، 2011.
- ✓ جيمس جوارستروب، الاقتصاد الكلي: الاختبار العام والخاص "ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمان"، دار المريخ، الرياض، 1988.
- ✓ خاطر طارق ومفتاح صالح. التأصيل النظري لعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي ، أهم مؤشرات في الجزائر خلال الفترة 1990-2013 أبحاث اقتصادية وإدارية ، العدد السادس عشر -جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014 .
- ✓ شذا جمال الخطيب " العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال " عمان ، دار المجدلاوي ، الطبعة الأولى ، 2008
- ✓ عاطف وليم أندراوس ، السياسة الامالية وأسواق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية ،مصر، 2005.
- ✓ عطية عبد القادر محمد، الحديث في الاقتصاد القياسين ، الإسكندرية ، الدار الجامعية ، 2005.
- ✓ مروان عبد المالك ذنون ورغد أسامة جار الله . قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزعة ARDL للفترة (1970-2010) ، تنمية الرافيدين ، مجلد العدد 114 المجلد 35 (2013) .

المراجع باللغة الأجنبية:

- Karim Nashachibi et autres , " Algérie : Stabilisation et transition à l'économie de marche " , FMI , Washington , 1998 .
- Alain Feler , " les bons résultats de l'ajustement structurel " , Revue Média Bank , N° 25 , 1996.
- Mourad GOUMIRI , "L'offre de monnaie en Algérie " , ENEG , Alger 2002.
- Ex-Gouverneur de la Banque d'Algérie de 1991 à 2001 , Dans sa communication à L'assemblée National Populaire , Revue Média Bank , numéro spécial 2000
- Abdelkrim Yahyaoui et Atef Rahmani, 2009 «Développement financier et croissance économique : Role de la qualité des institutions » PANOECONOMICUS.
- Acques-Loesse Esso, (2010). Cointegration and Casual Relationship Between Financial and Economic Growth in ECOWAS Countries. Journal of Economics and International Finance, vol.2, N°. 3.

- Adam Noreen (2012) . Measurement of financial development : A fresh Approach " 8th International Conference on Islamic Economics and Finance.
- Ajit Singh.(1997).Financial liberalization,stock markets and economic development .The Economic Journal, 107(442).
- Alif. F Darrat (1999) , Are financial deepening and economic growth causally related ?,Another look at the evidence , International Economic Journal .
- Arestis, Philip, et al, 2002. "The Impact of Financial Liberalization Policies on Financial Development: Evidence from Developing Economies,"International Journal of Finance & Economics, John Wiley & Sons, Ltd., vol. 7.
- Asli Demirguç-Kunt and Ross Levine (1999). Bank-based and financial systems : Cross-country Comparisons, world Bank Policy Working PaperN°.2143.
- Aubhik Khan, (2000). The Finance and Growth Nexus, Business Review Federal Reserve Bank of Philadelphia (January/February).
- Augustine Ujunwa, Otaru Pius Salami and Ifeoma Nwakoby (2012).Financial Structure and Economic Growth in Nigeria: Theory and Evidence. International Journal of Economics and Finance, vol. 4, no. 4.
- B Guerrien (1996) ,Dictionnaire d'analyse économique : microéconomique , macroéconomique ,théories des jeux " , Editions la découverte , Paris.
- B,Holmstrom,,J.Tirole,(1993).Market liquidityandperformancemonitoring”.Journalof Political Economy 101.
- Badi H Baltagi , Panicos O Demetriades and Siong Hook Law (2007) “ financial development , Openness and Institutions : Evidence from Panel data “ Working paper series ISSN 1749-8279.
- C. Calderon, and L. Liu, (2003) The direction of causality between financial development and economic growth. Journal of Development Economics 72.
- C.H., Shen,and C.C. Lee, 2006. Same financial development yet different economic growth – why? Journal of Money, Credit and Banking 38 .
- Chaiechi Taha (2014), Post-Keynesian Empirical Research and Debate on Financial Market Development, James Cook University, Australia.
- Chaiechi Taha (2014). Post-Keynesian Empirical Research and Debate on Financial Market Development, James Cook University,Australia.
- Chee-Keong Choong and Sok-Gee Chan (2011) „“ Financial Development and Economic Growth:A review” African Journal of Business Management Vol 5.
- Christophe Hurlin and Baptiste Venet (2008) , financial development and growth : a re-examination using a panel Granger Causality Test , halshs-0031995,Version 1.
- Christophe Hurlin and Baptiste Venet (2008) , financial development and growth : a re-examination using a panel Granger Causality Test , halshs-0031995,Version 1.
- D.W.Diamond (1984).financial intermediaries and Delegated Monitoring .Review of Economic Studies ,Vol ,51,N°3.
- Daron Acemoglu and Fabrizio(1997).Was Prometheus unbound by chance ?risk ,diversification ,and growth .The Journal of Political Economy,Volume105 ,Issue4.
- Dimitris Kenougiou and Aristeidis Samitas (2007), Financial Development and Economic Growth in a Transition Economy: Evidence Poland, Journal of Financial Decision Making, Volume 3, Number 1.
- E. S. Shaw, (1973) Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press , p vii.
- Felix Rioja, Neven Valev. (2003), Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development, Andrew Young School of Policy Studies, Department of Economics, Georgia State University, Atlanta.

- Frederic Mishkin (2004). The economics of money, banking, and financial markets. Columbia University, seventh edition.
- G.Feder.(1983), "On exports and economic growth", Journal of Development Economics, Vol. 12, February/April.
- G.Saint Paul,(1992). Technological choice, Financial Markets ,and Economic Development .European Review ,Vol 36,N°:4.
- Giovanni Favara 2003 . An Empirical Reassessment of the Relationship between finance and growth. IMF working paper WP /03/123, 2003.
- Graciela, Kaminsky, and Carmen Reinhart (1999). "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems." American Economic Review 89.
- Guglielmo Maria Coporale , Peter Howells and Alaa M Soliman (2005) "Endogenous growth models and stock Market development : Evidence from four countries " Review of Development Economics .
- H. T. Patrick, (1966) Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. Economic Development and Cultural Change 1.
- H.C.Huang, and S.C., Lin, 2009. Non-linear finance–growth nexus. Economics of Transition 17.
- H.T.Patrick, (1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. Economic Development and Cultural Change, 14(2).
- J B Ang 2008 .A survey of recent development in the literature of finance and growth. journal of economics Surveys, Vol.22N°3.
- J. R. Hicks, (1969) .A Theory of Economic History. Oxford: Oxford University Press.
- J.H. Boyd, and B.D. Smith, (1998) The evolution of debt and equity markets in economic development. Economic Theory 12.
- James Ang and Warwick McKibbin(2007) "financial liberalization, financial development and growth : Evidence from Malaysia " Journal of development economics 84.
- James B .Ang (2008) . What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia ", Economic Modelling 25 (2008).
- Jean-Claude Berthélemy Aristomène Varoudakis (1998) , Développement financier , réformes financières et croissance : une approche en données de panel , Revue économique ,Volume 49,N°1.
- Jess Benhabib and Mark M. Spiegel (2000) : " the role of financial development in Growth and Investment "Journal of Ecobomic Growth ,5.
- Joan .Robinson,. (1952). The Generalization of the General Theory. London: MacMillan.
- Jordan Shan and Alan Morris (2002) "Does financial development lead economic growth " , International Review of Applied Economics , Vol .16,N°2.
- Jose De Gregorio and Pablo E.Guidotti (1995) « Financial development and economic growth » Worl Development, Vol, 23.N°3.
- Jose De Gregorio and Pablo E.Guidotti. (1992). Financial Development and Economic Growth. International Monetary Fund ,IMF Working Papers 92/101.
- Joseph Stiglitz,(1985) .Credit Markets and the Control of Capital .Journal of Money ,Credit and Banking ,17.
- Joshua Aizenman, Yothin Jinjark, Donghyun Park (2015) "Financial development and output growth in developing Asia and Latin America: A comparative sectoral analysis VoxEU.org 14 February. available on the following link: <http://www.voxeu.org/article/financial-development-and-output-growth-evidence-east-asia-and-latin-america>.

- K.L Gupta,. (1984). Finance and Economic Growth in Developing Countries. London: CroomHelm.
- K.Neusser andM Kugler. (1998) Manufacturing growth and financial development2 evidence from OECD countries. Review of Economics and Statistics 80.
- Kaouthar Gazdar and Mondher Cherif(2012). Institutions and the Finance-Growth Nexus: Empirical Evidence from MENA Countries .conference paper, ERF18th_INST03.
- L. Deidda, and B. Fattouh, (2002) Non-linearity between Finance and Growth. *Economics Letters* 74.
- M . O. Odedokun9111 « Alternative econometric approaches for analysing role of Financial sector in economic growth: Times series evidence from LCDs”” journal of development Economics vol ,50 (1996).
- M,Cihak , A, Demirgüç –Kunt , E,Feyen, and R,Levine , (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175.
- M. Kabir Hassan , Benito Sanchez , Jung-Suk Yu.(2011) . Financial development and economic growth : New evidence from panel data. The Quarterly Review of Economics and Finance ,51.
- Martin Cihàk, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, and Ross Levine (2013)”” Measuring financial development VoxEU.org 25 April. Available at the following URL: <http://www.voxeu.org/article/measuring-financial-development> (Accessed March,3rd,2015).
- Martin Cihàk, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012) “ Benchmarking financial systems around the world” Policy Research Working Paper ,6175.
- Meier ,Gerald M.and Seers ,Dudley, Pioneers in Development , New York : Oxford University,Press ,1984.
- MODIGLIANI. F, MILLER. M. H, (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 48, June.
- N. Gregory Mankiw, David Romer and David N. Weil(1992). A Contribution to the Empirics of Economic Growth The Quarterly Journal of EconomicsVol. 107, No. 2 (May, 1992).
- Nahla Samargandi , Jan Fidrmuc and Ghosh Sugata (2015). Is the Relationship between financial development and economic growth monotonic ? Evidence from a sample of Middle Income Countries . World Development Vol , 68.
- Nicholas .Stern ,(1989) , The Economics of Development : A Survey , Economic journal , September1989.
- Nobel Laureate Merton Miller (1988, p4) argues ,,” that financial markets contribute to economic growth is a proposition too obvious for serious discussion.
- Norman Loayza and Romain Ranciere (2006).financial development ,financial fragility ,and growth . Journal of Money ,Credit ,and Banking,Vol38,N°04.
- P. Arestis, and P. Demetriades, (1997) Financial development and economic growth: assessing the evidence, Economic Journal, 107.
- Panicos .Demetriades and Khaled Hussein (1996)”Does financial development cause economic growth? Time –series evidence from 16 countries”Journal of Development Economics Vol .51(1996).
- Panicos Demetriades (1997), financial markets and economic development , Presented at ECES conference , cairo , 26-27 February , 1997.
- Panicos Demetriades and S . H. Law,2006. finance, institutions and economic development . international journal of finance and economics : 11.
- Panicos O., Demetriades, and Khaled A. Hussein (1996). “Does Financial Development Cause Economic Growth ? Time-Series Evidence from Sixteen Countries”. Journal of Development Economics; V.51.

الملحق رقم (1) فحص جذر الوحدة لمستوى السلاسل الزمنية باستخدام (ADF):

Null Hypothesis: PIB has a unit root.

Exogenous: Constant.

Lag Length: 1 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.407809	0.5194
Test critical values: 1% Level	- 3.588509	
5% Level	- 2.929734	
10% Level	- 2.603064	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: PIB has a unit root.

Exogenous: Constant, Liner Trend

Lag Length: 2 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 2.517069	0.3098
Test critical values: 1% Level	- 4.186481	
5% Level	- 3.518090	
10% Level	- 3.189732	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2Y has a unit root.

Exogenous: Constant,

Lag Length: 1 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

		t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		- 1.755021	0.4194
Test critical values:	1% Level	- 3.588509	
	5% Level	- 2.929734	
	10% Level	- 2.603064	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CPY has a unit root

.Exogenous: Constant,

Lag Length: 1 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

		t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		- 1.843214	0.5084
Test critical values:	1% Level	- 3.588509	
	5% Level	- 2.929734	
	10% Level	- 2.603064	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: M2Y has a unit root.

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

		t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		- 2.214123	0.3766
Test critical values:	1% Level	- 4.180911	
	5% Level	- 3.515523	
	10% Level	- 3.188259	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: CPY has a unit root.

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

		t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		- 2.115064	0.3544
Test critical values:	1% Level	- 4.180911	
	5% Level	- 3.515523	
	10% Level	- 3.188259	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: QMY has a unit root

Exogenous: Coustant,

Lag Length: 1 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

		t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		- 1.626732	0.5177
Test critical values:	1% Level	- 3.588509	
	5% Level	- 2.929734	
	10% Level	- 2.603064	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: QMY has a unit root.

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 1 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

		t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		- 2.014164	0.3721
Test critical values:	1% Level	- 4.180911	
	5% Level	- 3.515523	
	10% Level	- 3.188259	
	*Mackinnon (1996) one-sided p-value		

الملحق رقم (2) فحص جذر الوحدة للفرق الأول للسلاسل الزمنية باستخدام (ADF)

Null Hypothesis: D (PIB) has a unit root.

Exogenous: Constant.

Lag Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob *
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.168121	0.0001
Test critical values: 1% Level	- 3.588509	
5% Level	- 2.929734	
10% Level	- 2.603064	
*Mackinnon (1996) one-sided p-value		

Null Hypothesis: D (PIB) has a unit root.

Exogenous: Constant, Liner Trend

Lag Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 3.246173	
0.0889		
Test critical values: 1% Level	- 4.180911	
5% Level	- 3.515523	
10% Level	- 3.188259	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: D (M2Y) has a unit root.

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 3.866011	0.0789
Test critical values: 1% Level	- 3.588509	
5% Level	- 2.929734	
10% Level	- 2.603064	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values

Null Hypothesis: D (M2Y) has a unit root.

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 3.939423	0.0421
Test critical values: 1% Level	- 4.180911	
5% Level	- 3.515523	
10% Level	- 3.188259	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values

Null Hypothesis: D (CPY) has a unit root.

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 3.705123	0.0641
Test critical values: 1% Level	- 3.588509	
5% Level	- 2.929734	
10% Level	- 2.603064	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D (CPY) has a unit root.

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 3.121	0.0001
Test critical values: 1% Level	- 4.180911	
5% Level	- 3.515523	
10% Level	- 3.188259	

*M Null Hypothesis: D (QMY) has a unit root.

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 6.781012	0.0001
Test critical values: 1% Level	- 3.588509	
5% Level	- 2.929734	
10% Level	- 2.603064	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D (QMY) has a unit root.

Exogenous: Constant, Linear Trend

Log Length: 0 (Automatic Based on SIC, MAXLAG : 9)

	t-statistic	Prob*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	- 3.691213	0.0000
Test critical values: 1% Level	- 4.180911	
5% Level	- 3.515523	
10% Level	- 3.188259	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values