

العلاقة السببية بين معايير التطوير
المالي والنمو الاقتصادي
(بدائل السياسة للاقتصاد المصري)

العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي (بدائل السياسة للاقتصاد المصري)^(*)

الجزء الأول

المقدمة

١-١ موضوع البحث:

شهدت العقود القليلة الماضية اهتماماً متزايداً بقضايا النمو الاقتصادي ومحدداته، وقد تصاعد هذا الإهتمام في سياق تسارع المتغيرات العالمية الجديدة والتي تفرض بدورها محددات من شأنها تحقيق معدلات نمو قادرة على الصمود أمام تيار هذه المتغيرات. وفي هذا الصدد برزت أهمية عديد من العوامل المؤسسية والمالية والسياسية، ومن بينها قضية التطوير المالي **Financial Development** كأحد أهم محددات النمو الاقتصادي في ظل شيوع مفاهيم العولمة وتحرير التجارة في الخدمات المالية، وما اقترن بذلك من بزوغ ظاهرة الاندماجات على صعيد القطاع المصرفي والمالي، وظهور عديد من الخيارات والمشتقات والابتكارات المصرفية والمالية المتنوعة. وأمام هذا الوضع إذا لم تتمكن أي دولة من تطوير وتحديث قطاعها المالي فإنها لن تستطع الصمود في وجه التحديات المالية الجديدة. وفي هذا الصدد تشير الإحصاءات إلى أنه بالرغم من أن عديد من الدول النامية قد سارت خطوات جادة نحو تعميق برامج التحرير المالي المحلي والخارجي، وخاضت تجارب محدودة في الدمج والإستحواذ المصرفي، إلا أنها مازالت بعيدة عن المستوى الملائم لإتصاف نظامها وادائها المالي بمزايا تنافسية محلية وعالمية، حيث يشير الرقم القياسي للتطوير المالي والذي يتكون من متوسط مرجح له ٣ مؤشرات - يغطي الأبعاد الكمية والنوعية والمؤسسية المختلفة للتطوير المالي - أن الدول العربية تحصل على ٤,٥ درجة من ١٠ درجات في متوسط الفترة ٢٠٠٣/٢٠٠٠، بينما تحصل الدول المتقدمة على ٨,٧ درجة^(١). وأمام هذا الوضع فإنه يمكن

(*) هذا البحث منشور بعنوان «العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي: بدائل السياسة للاقتصاد المصري»، مجلة مصر المعاصرة، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العدد (٤٨٦)، إبريل، ٢٠٠٧.

القول أن مجرد التحرير والانفتاح المالي لم يعد آلية كافية وشاملة لتحقيق تطوير مالي ملموس. فالأمر يتطلب إستراتيجية متعددة الأركان تستهدف جعل القطاع المالي أكثر عمقاً وإتساعاً وتنافسية وسيولة، وأكثر نضجاً وانفتاحاً لتحقيق نمواً مستداماً. ومن هذا المنطلق يشير التطوير المالي بأنه «كل ما يجعل القطاع المالي قادراً على تخفيض نفقات المعاملات والمعلومات، وتسهيل تعبئة وتخصيص الاستثمارات بصورة كفء، ووضع مصادر التمويل المتنوعة تحت تصرف قاعدة عريضة من الوحدات الاقتصادية، وأن يكون القطاع المالي قادراً على تحديد الأرباح والفرص، وتوجيه المدراء، ورصد المخاطر وإدارتها وتنويعها». ويتضح من التعريف السابق أن التطوير المالي مفهوم متعدد الجوانب والأبعاد، حيث ينطوي على عديد من الخصائص والوظائف والمؤسسات^(٢). وعلى هذا النحو تقوم الجهات المختصة بتصنيف معايير التطوير المالي إلى معايير ذات أساس بنكي أو مصرفي (Bank Based)، ويطلق عليها قاعدة المصارف، وتذهب إلى التركيز على الجوانب المصرفية في تحقيق التطوير المالي. بينما يتجه الأساس السوقي للتطوير المالي (Marked Based) والذي يطلق عليه قاعدة السوق إلى التأكيد على دور القطاع غير المصرفي - مثل أسواق المال والسندات، وقطاع التأمين، وصناديق التقاعد والإدخار والاستثمار - في تحقيق التطوير المالي وأداء وظائف الوساطة المالية^(٣). ومن هنا فإن السؤال الذي يفرض نفسه هو ما الذي يجب فعله لتطوير وتحديث القطاع المالي من جهة أولى، وتعظيم مساهماته في النمو من جهة ثانية. وعلى هذا الأساس يظهر إلى حيز النقاش سؤال أكثر أهمية وهو ما اتجه العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي؟. بمعنى أيهما يقود الآخر ويؤدي إليه؟.

وتبرز أهمية هذا السؤال في توضيح البدائل والأولويات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية اللازمة لتدعيم تنافسية ومساهمة القطاع المالي في النمو. وفي هذا الصدد يثار تساؤلاً آخر، وهو طالما أن التطوير المالي مفهوم متعدد الأبعاد، إذن كيف يمكن للسياسات الاقتصادية أن تدعم القطاع المالي؟ هل من خلال التعميق الرأسي للهيكل المالي المصرفي؟ أم من خلال التعميق الرأسي للهيكل المالي المستند الى قاعدة السوق؟، أو أن تنصرف الى سياسات تطوير القطاع المالي الى التوسيع الأفقي للهيكل المالي من قاعدة المصارف الى قاعدة السوق؟. ومن جهة أخرى هل يتم التطوير المالي من خلال تعميق حجم القطاع

المالى؟ أم زيادة نشاطه وسيولته؟ أم يركز التطوير المالى على تحسين كفاءة وتنافسية القطاع المالى؟ أو قد ينصرف تطوير القطاع المالى الى تعميق مكوناته ومنتجاته؟. ومن هذا المنطلق فإن السؤال الذى يفرض نفسه هو هل هذه الأولويات تختلف بين الأجل القصير والطويل؟، وتختلف باختلاف مستويات الدخل والتنمية بين الدول؟. ومن هنا جاء موضوع البحث، وهو «إختبار العلاقة المتبادلة بين معايير التطوير المالى والنمو الاقتصادى».

٢-١ إشكالية البحث:

تنبع إشكالية البحث من عديد من التحديات والمبررات، والتي يمكن تصنيفها الى ما يلى:

على المستوى العالمى:

- التطورات العالمية فى الصناعة المصرفية والمالية تفرض على كل الدول، وخاصةً الدول النامية ضغوطاً بضرورة التأقلم مع هذه التحديات وتحويلها إلى فرص حقيقية من خلال مواصلة مسيرة الإصلاح والتحسين المالى.
- الاتجاهات الصعودية لأسعار الفائدة على العملات العالمية، وخاصةً الدولار، والتي بدأت تظهر بوضوح منذ الشهور الأولى لعام ٢٠٠٦، والتي قد تنذر بحدوث دلورة من شأنها تراجع الميزة التنافسية للأوعية الإيدخارية المحلية، وتراجع قدرة وحدات الوساطة المالية على تلبية الإحتياجات التمويلية المتنوعة. وهو ما يقتضى إعادة النظر فى مقومات تطوير وتنمية القطاع المالى لجعله أكثر نضجاً.

على المستوى التنظيرى:

- العلاقة بين التطوير المالى والنمو الاقتصادى لها ما يبررها من أسانيد نظرية، حيث إن ما ينطوى عليه التطوير المالى من فوائد ووفورات خارجية موجبة تتحقق للاقتصاد القومى فى سياق أدائه لوظائفه أمر لا يمكن الخلاف عليه. إلا أن قضية ما إذا كان التطوير المالى يقود النمو. أم العكس هو الصحيح - هو الأمر الذى لم يتم حسمه حتى

الآن، وهو ما يولد نوعاً من الغموض على مستوى الممارسات العملية من جانب صانعي السياسة الاقتصادية حول السياسات الملائمة لجعل القطاع المالي قادراً على التغلب على أحد عقبات النمو في المدى الطويل، ألا وهي عدم كفاية وكفاءة التمويل المحلي اللازم للنمو.

- ينطوى التطوير المالي على عديد من الأبعاد والهيكل المصرفية والسوقية، وهنا تواجه الدول النامية تحدياً، حيث لا يزال يتسم قطاعها المالي بسيطرة القطاع المصرفي، وتركزه بشكل واضح، وهيمنة القطاع العام على وحداته، وضآلة دور المؤسسات المالية غير المصرفية. هذا في الوقت الذي تشهد فيه الساحة المالية موجة متزايدة من الابتكارات والهيكل والمؤسسات المالية غير المصرفية. وأما هذا الوضع فإن الأمر يتطلب من الدول النامية تعميق هيكلها المالية المصرفية وغير المصرفية وزيادة تنافسيتها.
- لم تتفق نتائج الدراسات السابقة حول إتجاه العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو. حيث أظهرت النتائج اختلاف شكل العلاقة باختلاف معايير ومؤشرات التطوير المالي، وباختلاف مستويات الدخل بين الدول، وقد تختلف العلاقة بين المدى القصير والطويل، وهو ما يبلور إشكالية العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو.

على المستوى المحلي:

بالرغم من جهود الحكومة المصرية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي، إلا أن القطاع المالي المصري لا يزال يواجه عديد من التحديات وذلك نتيجة لضعف القدرة التنافسية للقطاع المالي، وخاصةً القطاع غير المصرفي، والارتفاع النسبي لتكلفة الوساطة، ومحدودية التطوير بالقطاع، كما يواجه أيضاً عدداً من التحديات المرتبطة بضعف البنية التحتية وأداء القروض. وهو ما يفرض تحديات حالية ومستقبلية بضرورة إصلاح وتطوير القطاع المالي المصرفي وغير المصرفي من أجل الوصول إلى أفضل هيكل لذلك القطاع الحيوي، وتحويله إلى كيان ضخم قادر على مساندة الخطط التنموية للاقتصاد القومي، والمساهمة الفعالة في تحقيق النمو الاقتصادي.

ومن هنا تبرز إشكالية العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي.

٣-١ أهمية البحث

تعود أهمية البحث إلى عديد من الأسباب، حيث يتعلق السبب الأول بالتطوير المالي نفسه (فما هي أكثر معايير التطوير المالي تدعياً للنمو، وأكثرها استجابةً له)، أما السبب الثاني فيتعلق بنوعية السياسات اللازمة لتحقيق تطوير مالي (هل سياسات تركيز على أولوية الإصلاح المالي والمصرفي، أما سياسات تركيز على أولوية الإصلاح الحقيقي). حيث أن عدم وضوح اتجاه العلاقة السببية بين المعايير المختلفة للتطوير المالي والنمو قد يولد نوعاً من الاضطراب بشأن حجم ونوع ومساهمة التطوير المالي في النمو الاقتصادي من جهة، وحول البدائل والخيارات المتعلقة بالسياسات الاقتصادية من جهة أخرى. أما السبب الثالث فينصرف إلى أن اتجاه العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو قد يختلف ليس فقط باختلاف معايير التطوير المالي، بل باختلاف مستوى الدخل الفردي والذي قد ينعكس في كل من عرض خدمات الوساطة المالية والطلب عليها، ومن ثم حجم وكفاءة التطوير المالي، وقد تختلف هذه العلاقة بين الأجل القصير والأجل الطويل. ومن هنا تبرز أهمية الدراسة في الإجابة على التساؤلات الآتية:

↔ ما هو اتجاه العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو؟

↔ هل هذه العلاقة تختلف باختلاف معايير التطوير المالي؟

↔ هل تختلف العلاقة بين التطوير المالي والنمو باختلاف مستوى الدخل بين الدول؟
وباختلاف الزمن؟

↔ فيما يتعلق بخيارات السياسة، فهل تكون الأولوية لتنمية القطاع الحقيقي، أم الأولوية لتنمية القطاع المالي؟

↔ وإذا كان التطوير المالي يقود النمو، فكيف يمكن تنمية القطاع المالي، هل من خلال التركيز على معايير التطوير المستندة إلى الأساس المصرفي، أم إعطاء مزيد من الاهتمام

للتطوير المالي المرتكز على قاعدة السوق، أم تحقيق وتعميق التطوير المالي السوقى والمصرفى بالتوازى والتوازن.

التعرف على أولويات تطوير القطاع المالى بصفة عامة، -وفى مصر بصفة خاصة- سواء من خلال أسبقية إصلاح النظام المصرفى، أو إصلاح القطاع غير المصرفى.

٤-١ فرضية البحث:

يقوم البحث على فرضية أساسية مؤداها «أن هناك علاقة سببية غير محددة الاتجاه بين التطوير المالى والنمو الاقتصادى». وتنطوى هذه الفرضية الأساسية على عدد من الفرضيات الفرعية:

١. التطوير المالى يسبب النمو الاقتصادى.
٢. النمو الاقتصادى يسبب التطوير المالى.
٣. يختلف اتجاه العلاقة السببية باختلاف كل من: معايير ومؤشرات التطوير المالى، مستويات الدخل بين الدول، الأجل القصير والأجل الطويل.

٥-١ هدف البحث:

استناداً إلى الفرضية السابقة يهدف البحث إلى ما يلى:

- اختبار العلاقة السببية بين التطوير المالى والنمو الاقتصادى للمعايير المختلفة للتطوير المالى.
- اختبار العلاقة السببية للدول مصنفة حسب الدخل، وفى كل من الأجل القصير والطويل.
- التوصل إلى الأهمية النسبية لمساهمة معايير التطوير المالى المستندة إلى الأساس المصرفى وتلك المستندة إلى الأساس السوقى فى تلك العلاقة السببية.

◆ العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي .. ◆

- التوصل إلى خيارات السياسة الاقتصادية، وتضمينها لمصر بهدف تدعيم العلاقة بين التطوير المالي والنمو.

٦-١ أجزاء البحث:

إنطلاقاً مما سبق ينقسم البحث إلى خمسة أجزاء-بعد المقدمة. حيث يتناول الجزء الثاني توصيف نظري للعلاقة بين التطوير المالي والنمو في الدراسات السابقة، وتوصيف مفاهيم ومعايير التطوير المالي. أما الجزء الثالث فيتعلق بالإطار التطبيقي، ويتم من خلاله تحليل العلاقة بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي في مجموعات الدول مرتفعة ومتوسطة ومنخفضة الدخل، كما يتضمن الإطار التطبيقي جزء يتعلق بقياس واختبار العلاقة السببية بين التطوير المالي بمختلف معاييرها والنمو. وينصرف الجزء الرابع إلى خيارات ومضامين السياسة للاقتصاد المصري، على أن يتضمن ذلك إشارة موجزة لنتائج العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو في الاقتصاد المصري. أما الجزء الخامس والأخير من البحث فيتعلق بالخلاصة والاستنتاجات.

٧-١ منهجية البحث

في إطار البحث الحالي يتم استخدام المنهج الاستقرائي، حيث تم في البداية ملاحظة وتحديد إشكالية البحث (بأن هناك علاقة غير محددة الاتجاه بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي)، ثم تحديد وتوصيف أهم المفاهيم المستخدمة في البحث (وهي تتعلق بالتطوير المالي وأبعاده ومعايره المختلفة)، كما تم جمع البيانات والأرقام الخاصة بمتغيرات المشكلة وتوصيفها وتحليلها، ومن ثم اختبار الفرضية المتعلقة بالمشكلة من خلال أساليب التحليل المقارن والقياس الكمي، ثم يتم التوصل إلى نتائج محددة قد تتفق أو تختلف مع فرضيات الدراسة، ثم يتم صياغة عدد من الخيارات والبدائل التي قد تساهم في تحويل الظاهرة محل الدراسة إلى دعامة إيجابية في بناء الاقتصاد القومي.

الجزء الثاني الإطار النظري للبحث

يقتضى تحليل وقياس العلاقة التبادلية بين التطوير المالى والنمو الاقتصادى تغطية معظم مفاهيم ومؤشرات التطوير المالى. ومن هذا المنطلق فإنه ينبغي بدايةً عرض أهم نتائج بعض الدراسات السابقة في هذا المجال، وذلك لمحاولة استخلاص أهم مؤشرات التطوير المالى من جهة، والإتجاهات المختلفة والمحتملة للعلاقة السببية بين التطوير المالى والنمو من جهة أخرى بما يفيد في رسم ووضع عدد من خيارات ومضامين السياسة للاقتصاد المصرى. على أن يتطرق الجزء الثانى للإطار النظرى الى توصيف أهم مفاهيم ومؤشرات التطوير المالى المستندة الى عدد من المعايير التصنيفية.

٢-١ نتائج أهم الدراسات السابقة:

رغم تصاعد الاهتمامات العالمية والمحلية في السنوات الأخيرة بشأن موضوع التطوير المالى، إلا أن الأمر الجدير بالذكر هو عدم حداثة الموضوع على مستوى الفكر الاقتصادى. حيث أكد شومبيتر (١٩٣٩) على أهمية الوساطة المالية في تعبئة المدخرات وتقييم المشروعات على النحو الذى يؤدي إلى تحسين كفاءة وإنتاجية الاستثمار. وعلى الجانب الآخر ذهبت روبنسون (١٩٥٢) إلى أن التطوير المالى هو الذى يتبع النمو الاقتصادى ويتمخض عنه. وظلت هذه الواجهة من النظر مهيمنة حتى أكد هكيس (١٩٦٩) على أن الوساطة المالية هي محرك التقدم الصناعى والنمو. وقد تجسدت العلاقة السببية بين التطوير المالى والنمو بشكل واضح حينما قام باتريك (١٩٦٦) بتصنيف العلاقة بين التطوير المالى والنمو إلى جانبين، وهما أن التطوير المالى يقود النمو (فرضية العرض **Supply-Leading Hypotiesis**)، أما الجانب الثانى من العلاقة فينطوى على أن النمو يقود إلى التطوير المالى (فرضية الطلب **Demand-Leading Hypotiesis**). وتساعد الاهتمام بالقطاع المالى منذ السبعينيات من القرن الماضى في سياق برامج التحرير المالى، وذلك عندما أوضحت دراستا (ماكينون، وشو ١٩٧٣) على أهمية التحرير المالى في رفع حجم وكفاءة الإدخار والاستثمار. وبالرغم من هذا الاهتمام إلا أنه كان مركزاً على الجوانب

◆ العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي .. ◆

المصرفية فقط، وعلى التحرير وليس التطوير المالي، ولكن مع نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات تأصل الاهتمام بشأن التطوير المالي على يد رواد نماذج النمو الذاتي وبصفة خاصة لو كاس ورومر (١٩٨٦)، حيث أكدوا على دور الأداء الجيد للقطاع المالي على النمو من خلال الهياكل والمؤسسات المختلفة للوساطة المالية^(٤). وفي هذا الصدد توالت عديد من الدراسات التي تنصرف إلى بحث العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي. وفيما يلي عرض مختصر لنتائج أهم هذه الدراسات.

الدراسة	الهدف	المنهجية	مؤشر التطوير المالي	النتيجة
(Jung, 1986)	قياس العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو لعينة من ٥٦ دولة.	إختبار جرانجر للسببية	المعروض النقدي M_1 والسيولة المحلية M_2 كنسب إلى الناتج المحلي الإجمالي	تحقق فرضية العرض للدول النامية فقط، وذلك بالإستناد إلى المؤشر الأول للتطوير المالي، بينما تتحقق فرضية الطلب كل من الدول النامية والمتقدمة باستخدام المؤشر الثاني ^(٥) .
(Levine & King, 93)	قياس العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو لعينة من ٧٧ دولة، وذلك خلال الفترة (١٩٦٠-١٩٨٩)	نموذج التعميم اللحظي، والربعات الصغرى العادية بتجميع السلاسل الزمنية مقطوعياً (Polling)	السيولة الإجمالية (M_3) كنسبة للناتج المحلي الإجمالي، والائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص كنسبة للناتج المحلي الإجمالي، وأصول البنوك التجارية كنسبة لاجمالي الأصول المالية	تحقق فرضية العرض في الأجل الطويل ^(٦) .
(Levine & Zervos, 98)	قياس العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو لعينة من ٧٧ دولة، وذلك خلال الفترة (١٩٦٠-١٩٩٥)	نموذج التعميم اللحظي، والربعات الصغرى العادية بتجميع السلاسل الزمنية مقطوعياً (Polling)	إضافة إلى المؤشرات السابقة تم إضافة كل من مؤشر الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، ومؤشر القيمة التبادلية للأسهم، ومؤشر حجم الرسالة السوقية كنسب للناتج المحلي الإجمالي.	تحقق فرضية العرض في الأجل الطويل ^(٧) .

الدراسة	المهـدـف	المنهجية	مؤشر التطوير المالي	الفتية
Demetriades&Khaled (1996)	إختبار العلاقة السببية لعينة مكونة من ١٦ دولة	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	الإنتعاش المحللي المنسوح للقطاع الخاص، و - M2 (M1 كنسب للنتائج المحلى الاجمالي	تحقق فرضية الطلب لسبع دول، بينما تكون العلاقة مزدوجة لـ ٦ دول ^(٨) .
Darrat, 1999	إختبار العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو لعينة مكونة من ثلاث دول (السعودية - تركيا - الإمارات)،	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	(M1 / الناتج المحلى الاجمالي، M2 كنسبة إلى M1	تأييد فرضية العرض في الأجل القصير للمؤشر الأول، وتحقق فرضية الطلب في الأجل الطويل للمؤشر الثاني ^(٩) .
Sumit Agarwal. 2001	إختبار العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي المستند الى الأساس السوقى له دول افريقية	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	قيمة رأس المال السوقى، القيمة التبادلية للأسهم كنسب للنتائج المحلى الاجمالي، ومعدل الدوران يسوق المال.	تحقق فرضية العرض للمؤشرين الأول والثاني، وعنده معنوية المؤشر الثالث ^(١٠)
Grsoy, Cudi Tuncer, & M.sl.mov , Al.vsat, 1998.	إختبار العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي المستند الى الأساس السوقى لعدد من الدول مصنفة حسب الدخل	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	مؤشرات تطوير سوق المال.	تحقق فرضية الطلب في كل من الأجل القصير والطويل، بينما تتحقق فرضية العرض فقط في الأجل الطويل. وهذه النتائج تكون أقوى للدول منخفضة ومتوسطة الدخل ^(١١) .
Calderon & Liu 2002	اختبار العلاقة السببية لعينة مكونة من ١٠٩ دولة نامية وصناعية	نموذج التعميم اللحظى	السيولة الإجمالية والانتعاش المحللي للقطاع الخاص كنسب للنتائج المحللي الاجمالي	فرضية العرض تكون أقوى للدول النامية عنها في الدول المتقدمة ^(١٢) .
Dimitris K. Christopoulos , Efthymios G. Tsionab, 2004	اختبار العلاقة السببية لـ ١٠ دول نامية.	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	أصول مصارف الإيداع النقدي/ الناتج المحلى الاجمالي	كل مؤشرات التطوير المالي تؤيد فرضية العرض في الأجل الطويل، ولا توجد أي علاقة بين النمو والتطوير المالي في المدى القصير ^(١٣) .

العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي ..

النتيجة	مؤشر التطوير المالي	المنهجية	المهــد	الدراسة
تدعيم فرضية الطلب في الأجل القصير والطويل، بينما تتحقق فرضية العرض لبعض الدول، وفي الأجل القصير فقط ⁽¹⁴⁾ ..	الانتماء المصرفي / الناتج المحلي الاجمالي، و - M2 / M1 / الناتج المحلي الاجمالي	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، واختبار جرانجر للسببية.	إختبار العلاقة السببية لعينة من دول الشرق الأوسط وإفريقيا خلال الفترة (١٩٦٠-٢٠٠٢)	Ghazi Boulila, and Mohamed Trabelsi, 2003
تحقق فرضية العرض في الأجل القصير عند استخدام السيولة الإجمالية، والإنتمان المحلي، والإنتمان المصرفي الاجمالي، كمؤشرات للتطوير المالي، بينما تتحقق فرضية العرض عند استخدام نسبة الانتماء المحلي المنسوح بواسطة كل المؤسسات المالية كمؤشر للتطوير المالي ⁽¹⁵⁾ ..	السيولة الإجمالية، والإنتمان المحلي المصرفي الاجمالي كنسب للناتج.	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، واختبار جرانجر لسببية.	إختبار العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو في المغرب خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠٠٠)	Fatima-Zohra Alaoui Moustain, 2004.
العلاقة مزدوجة الاتجاه بين التطوير المالي والنمو في الأجل الطويل فقط ⁽¹⁶⁾ ..	الانتماء المصرفي كنسبة للناتج المحلي الاجمالي، و - M2 / M1 كنسبة للناتج المحلي الاجمالي	إختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ.	إختبار العلاقة السببية لدول الخليج العربي خلال الفترة (١٩٧٣-٢٠٠٢)	Hong Leng Chuah and Van-Can Thai, 2004.
التطوير المالي يسبب النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، وليس العكس ⁽¹⁷⁾ ..	السيولة المحلية، والإنتمان المحلي للقطاع الخاص، (-M2) / M1 / الناتج المحلي الاجمالي، والإنتمان المحلي للقطاع الخاص / إجمالي الانتماء المحلي	إختبار جرانجر للسببية والتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	إختبار العلاقة السببية لمصر (١٩٦٠-٢٠٠١)	Suleiman Abu-Bader, and Aamer S. Abu-Qarn, 2005.

النتيجة	مؤشر التطوير المالي	المنهجية	الهدف	الدراسة
عدم وجود أي علاقة سببية بين التطوير المالي والنمو في الأجل القصير، اما في الأجل الطويل تؤكد النتائج وجود علاقة سببية مزدوجة الاتجاه، أو نتجه من النمو لمؤشرات التطوير المالي (فرضية الطلب) ⁽¹⁸⁾ ..	السيولة المحلية، والإنتمان المحلي للقطاع الخاص، (M2-M1) الناتج المحلي الإجمالي، والإنتمان المحلي للقطاع الخاص/ إجمالي الإنتمان المحلي	اختبار جرانجر للسببية والتكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ	إختبار العلاقة السببية لخمس دول عربية: مصر، سوريا، المغرب، تونس، الجزائر خلال الفترة (١٩٦٠-٢٠٠٤)	Suleiman Abu-Bader, and Aamer S. Abu-Qarn, 2006
مؤشرات التطوير المالي المصرفي أكثر أهمية في التأثير على النمو من مؤشرات التطوير المالي المستندة إلى قاعدة السوق، والعلاقة السببية تؤيد فرضية العرض ⁽¹⁸⁾ ..	مؤشرات مصرفية ومؤشرات سوق المال.	نموذج التعميم اللحظي	إختبار العلاقة السببية في الصين باستخدام مؤشرات التطوير المالي المستندة إلى الأساس المصرفي والسوق.	Xiaoqiang Cheng and Hans Degryse, 2006.

مجمال ما سبق أنه لا يوجد مسار واتجاه محدد وثابت للعلاقة بين التطوير المالي والنمو. وفي هذا السياق يزداد غموض العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو مع تعدد مؤشرات وأبعاد التطوير المالي، وهو الأمر الذي يستدعى توصيف وتحديد أهم مؤشرات التطوير المالي بما يفيد ذلك في تحليل وقياس تلك العلاقة السببية.

٢-٢-٢ التوصيف النظري للتطوير المالي

إستناداً إلى ما سبق ينطوى التطوير المالي على عديد من القضايا والأبعاد تتعلق بعضها بهيكل القطاع المالي، وبعضها الآخر يتعلق بحجم وعمق هذا القطاع، وينصرف جانب من هذه القضايا إلى إمداد القطاع المالي للاقتصاد القومي بخدمات وأدوات ومنتجات متنوعة، كما يتعلق جانب من موضوع التطوير المالي بتحرير القطاع المالي وزيادة انفتاحه وتدويل نشاطه. وفي هذا السياق يتعرض الجزء الحالي إلى توصيف التطوير المالي من حيث مفهومه وخصائصه، ومن حيث مؤشرات ومعايير قياس مستوى التطوير المالي.

٢-٢-٢-١ مفهوم ومقومات التطوير المالي

كما سبق القول يقصد بالتطوير المالي أن يتسم أداء النظام المالي بمختلف قطاعاته

ومؤسساته وأدواته ومنتجاته بالتحسن المضطرد والديناميكي ليكون هذا الأداء مواكباً للمخاطر والتحديات والفرص التي تفرضها العولمة والاندماج المالي. ومن هذا المنطلق تجدر الإشارة إلى التمييز بين الأداء المالي والنظام المالي.

١) النظام المالي

يتضمن قاعدة عريضة من الهياكل والأنظمة والمؤسسات المالية التي تقدم نطاق واسع من الخدمات والمنتجات والوظائف المتعلقة بتعبئة المدخرات وتوظيفها وتحويل الأموال، وإدارة المخاطر، وتوجيهه وتقييم وإدارة وتخطيط الاستثمار، وتسهيل التبادل المالي وتقديم كافة أنواع خدمات الوساطة المالية^(٢٠).

وفي هذا الصدد تلجأ الدراسات المتخصصة إلى تصنيف النظام المالي إلى نوعين وهما: **نظام مالي مستند إلى أنظمة مصرفية**، ويتضمن كل مؤسسات القطاع المالي المصرفي كأساس أفضل للقيام بعمليات الوساطة المالية. حيث يلقي الضوء على بعض أوجه القصور في الأداء المالي المستند إلى قاعدة السوق في أنه يقلل من حوافز المستثمرين في الحصول والبحث عن المعلومات، وعلى الجانب الآخر قد تنجح البنوك في تكوين علاقة طويلة الأجل، وأكثر استقراراً مع المستثمرين، علاوة على ما سبق فإن القطاع المصرفي يكون أكثر قدرة على تمويل النمو الصناعي مقارنةً بأسواق المال، وذلك بسبب أن الارتباط مع المنشآت يكون أكبر من ارتباط الأخيرة بأسواق المال^(٢١). وعلى العكس من ذلك فإن **النظام المالي المستند إلى قاعدة السوق - غير المصرفي -** يسلط الضوء على الدور الإيجابي للمؤسسات المالية غير المصرفية في أداء وظائف الوساطة المالية، ويؤكد على مشكلات القطاع المصرفي في التمويل، من حيث أنه قد يدخل في علاقات تواطؤ مع مدرء الشركات الكبرى ضد بعض المقترضين، ومن ثم يعوق الإدارة الجيدة للشركات^(٢٢).

واستناداً إلى ما سبق فإنه في إطار الحديث عن النظام المالي يجب التمييز بين ثلاث أشكال للوساطة المالية، وهي الشكل المؤسسي، ويتضمن المؤسسات المالية المصرفية (البنك المركزي والمؤسسات التي تؤدي وظائف السلطات النقدية، والمصارف أو البنوك

التجارية، والمؤسسات المالية المصرفية التي تتعامل في الأدوات المالية المصرفية)^(٢٣).
 والمؤسسات المالية غير المصرفية (بنوك الادخار، بنوك الاسكان، مؤسسات التمويل
 والاقراض المتخصصة كصناديق التنمية الصناعية، والبنك الزراعى، وصندوق التنمية
 العقارية، بنوك التسليف، شركات التأمين، صناديق المعاشات والادخار التعاقدى، صناديق
 الاستثمار، مؤسسات استثمارية متخصصة، بنوك الاستثمار، ومؤسسات أعمال متخصصة في
 الإقراض)^(٢٤). والشكل السوقى والذي ينصرف الى الأسواق المالية، حيث ينطوى على
 نوعين من الأسواق، وهما أسواق النقد **Money Markets** وأسواق رأسمال **Capital**
Markets. حيث تتعامل أسواق النقد بالأدوات المالية القصيرة الأجل، أما أسواق رأسمال
 فتتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات والخيارات والعقود
 المستقبلية^(٢٥).

ب) الأداء المالى

يقصد بالأداء المالى قيام النظام المالى بمختلف مؤسساته بوظائفه المتعلقة بتقديم
 خدمات الوساطة المالية. وفي هذا الشأن فإن النظام المالى (السوقى والمصرفى) يجب أن
 ينصرف إلى تادية مجموعة من الوظائف أساسية، أهمها تجميع المدخرات وتخصيص رأس
 المال من خلال توفير الأوعية الإدخارية الملائمة، ومن ثم إتاحة السيولة اللازمة
 للمتطلبات الاستثمارية. وتوفير المعلومات مسبقاً، بمعنى يجب أن يكون القطاع المالى من
 مهامه الأساسية توفير وإتاحة المعلومات بصورة مسبقة ولفترة كافية حول فرص الاستثمار
 وتخصيص رأس المال. تسعير الأوراق والأدوات المالية المختلفة بصورة معلنة وواضحة،
 وتحليل المعلومات والفرص وتقييمها. تنويع وإدارة المخاطر المالية، وإجراء عمليات
 المقاصة والتسوية وتسهيلات التجارة والتبادل وطرق الدفع^(٢٦).

وفي هذا الإطار يتم قياس مدى تطور الأداء المالى لأي دولة استناداً إلى عدد من
 المعايير تعكس بدورها المقومات والخصائص السابقة لأداء النظام المالى.

٢-٢-٢ معايير التطوير المالي:

لجأت عديد من الدراسات المختصة بالتطوير المالي إلى استخدام عدد من المعايير التى تتضمن بدورها كم هائل من المؤشرات الكمية والنوعية التى تعكس الأبعاد والجوانب المختلفة لتطور أداء النظام المالى (المصرفى والسوقى). ومن هذا المنطلق يتعرض الجزء الخالى إلى أهم معايير تطوير الأداء المالى.

١-٢-٢-٢ معيار الحجم (العمق) المالى (Financial Size (Deeping):

يقصد بحجم القطاع المالى وجود كم كبير ومستمر من عمليات التداول المالى المصرفى والسوقى فى الاقتصاد القومى. وفى هذا الصدد يتم التمييز بين معيار الحجم النسبى، ومعيار الحجم المطلق، ومعيار الحجم الشامل.

أ) معيار الحجم النسبى (Relative Size):

ينصرف هذا المعيار إلى قياس مدى أهمية كل قطاع مالى سواء المصارف المركزية، أو مصارف الإيداع النقدى أو المؤسسات المالية الأخرى إلى القطاع الآخر. ويهدف هذا المعيار إلى توضيح أهمية نشاط الوساطة المالية الذى يؤديه كل قطاع إلى الآخر من جهة أولى، ومدى تطور الأداء المالى من كثافة الاعتماد على الوسائل التقليدية للتمويل إلى أنظمة أخرى أكثر تطوراً من جهة ثانية. وعلى هذا النحو يتم التمييز بين أصول المصارف أو البنوك المركزية/إجمالى الأصول المالية (مجموع أصول البنك المركزى وبنوك الإيداع النقدى وأصول المؤسسات المالية الأخرى)، وأصول المؤسسات المصرفية للإيداع النقدى (البنوك التجارية)/إجمالى الأصول المالية، وأصول المؤسسات المالية الأخرى/إجمالى الأصول المالية.

ويكون القطاع المالى لأي دولة أكثر تطوراً عندما تقل أهمية البنوك المركزية، وتزداد أهمية البنوك التجارية فى تخصيص الائتمان. حيث أن البنوك التجارية تتسم بدرجة أكبر من التنافسية والكفاءة فى تعبئة وتخصيص المدخرات، وتقييم ورصد فرص الاستثمار بشكل يفوق قدرة البنك المركزى على تأدية تلك الوظيفة - حيث يخضع لدرجة من الكبح المالى ..

وتزداد كذلك درجة التطوير المالى عندما تزداد أهمية المؤسسات المالية الأخرى - غير المصرفية - فى أداء وظائف الوساطة المالية. حيث يدل ذلك على تطوير القطاع المالى لمصادر بديلة غير مصرفية لتعبئة وتجميع وتخصيص المدخرات وتقديم الخدمات المالية^(٢٧).

ب) معيار الحجم المطلق Absolute Size

ينصرف هذا المعيار الى قياس أهمية الخدمات المالية المؤداة بواسطة كل قطاع مالى إلى حجم الاقتصاد القومى. ويعد هذا المعيار أكثر تعبيراً عن مستوى التطوير المالى من حيث العمق أو الحجم مقارنة بالمعيار السابق. حيث يوضح هذا المعيار مدى إتساع قاعدة ونشاط الوساطة المالية بالنسبة الى حجم الطاقة الإنتاجية القائمة للاقتصاد. ومن ثم كلما ارتفعت قيمة مؤشرات هذا المعيار كلما دل ذلك على مدى عمق واتساع القطاع المالى، وتحقيقه لوفورات الحجم الكبير وهو ما يسمح بانخفاض النفقات المتعلقة بنشاط الوساطة المالية من جهة أولى، وكما يدل ذلك على قدرة القطاع المالى على جذب المدخرات وتوفير التمويل وتوزيع المخاطر وإدارتها على نطاق واسع من جهة ثانية^(٢٨). وفي هذا الصدد يتضمن هذا المعيار عديد من المؤشرات وهي أصول البنك المركزى/النتائج المحلى الإجمالى، أصول بنوك الإيداع النقدى/النتائج المحلى الإجمالى، وأصول المؤسسات المالية الأخرى/النتائج المحلى الاجمالى، وحجم سوق المال، وعادةً ما يقاس حجم وعمق سوق المال بحجم أو قيمة رأس المال السوقى لكافة الأسهم والشركات المسجلة فى البورصة منسوبةً إلى النتائج المحلى الإجمالى، ويطلق عليه مؤشر رسملة السوق «Market Capitalization»، حجم سوق السندات، ويقاس بالقيمة السوقية لكمية السندات المصدره بواسطة الوحدات المحلية الخاصة والعامة للنتائج المحلى الإجمالى.

ج) معيار الحجم الشامل Total Size

استندت المؤشرات السابقة للحجم على الأصول التى تعكس مطالب المؤسسات الحقيقية غير المالية من القطاع المالى، وتم إستبعاد كل المطالب المتعلقة بالمؤسسات المصرفية والمعاملات البنينة بين البنوك والمؤسسات المالية. لذا فإن تضمين كل هذه البنود

سوف يقود إلى مؤشر جديد لحجم وعمق القطاع المالي وهو نسبة السيولة الاجمالية (M_3) إلى الناتج المحلي الإجمالي. وبما لا شك فيه أن كبر حجم هذا المؤشر إنما يدل من جهة على كبر وعمق وإتساع نشاط الوساطة المالية، وعلى التطوير المالي والتقدم وظهور أنواع جديدة من المشتقات والأدوات المالية التي لم تكن موجودة من قبل وغير متضمنة في كل من المؤشرين M_1 و M_2 (٢٩). وعلى العكس من ذلك فقد يعكس انخفاض قيمة هذا المؤشر حدوث تطوير مالي، حيث يدل ذلك على تطور بدائل وأدوات وابتكارات مالية جديدة أقل سيولة (٣٠).

٢-٢-٢-٢ معيار نشاط أو سيولة القطاع المالي (Financial Activity Liquidity):

يشير هذا المعيار إلى مدى انتشار الخدمات المالية ووصولها الى وحدات الاقتصاد القومي، وبصفة خاصة القطاع الخاص. حيث ينصرف هذا المعيار الى قياس مدى كفاءة وحدات الوساطة المالية في أداء أحد أهم وظائفها ألا وهي حشد المدخرات وتوصيلها الى المستثمرين في القطاع الخاص، الذي يمثل بلا شك القطاع الأكثر إنتاجية مقارنةً بالقطاع العام (٣١). ويتضمن هذا المعيار عدد من المؤشرات، أهمها، الإئتمان الخاص الممنوح بواسطة بنوك الإيداع النقدي / الناتج المحلي الإجمالي، والإئتمان الخاص الممنوح بواسطة البنوك وكل المؤسسات المالية الأخرى / الناتج المحلي الإجمالي. ويعكس المؤشران السابقان التطوير المالي بشكل أكثر وثوقاً ووضوحاً من المؤشرات السابقة، وذلك لأن وحدات الوساطة المالية غير الحكومية تتمتع بكفاءة أعلى في تخصيص الائتمان وتقييم المخاطر وتوجيه الشركات مقارنةً بأداء الوحدات الحكومية لهذه الوظيفة، علاوةً على ذلك فإن القطاع الخاص يتمتع بدرجة أكبر من الكفاءة والتطوير في استخدام وتوظيف الائتمان، وهو ما يضمن مستوى أفضل من حيث الكم والكيف للخدمات المالية المؤداة بواسطة مؤسسات الوساطة المالية (٣٢). وإضافةً الى مؤشرات نشاط الوساطة المالية - المستندة الى الشكل المؤسسي - يقاس نشاط وسيولة الوساطة المالية المرتكزة الى الأساس السوقى بمؤشر معدل التداول الكلي في سوق المال. وهو عبارة عن القيمة الكلية للأوراق المالية المتداولة في سوق المال / الناتج المحلي الإجمالي (معدل التبادل). ويعكس هذا المؤشر مدى

نشاط سوق الأوراق المالية بالنسبة الى حجم وطاقة النشاط الاقتصادي للدولة. ولكن على الجانب الآخر فإن مؤشر معدل التبادل قد لا يعكس بدقة نشاط سوق المال بالنسبة الى حجم الاقتصاد القومي، حيث إن قيمة التداول هي نتاج للسعر والكمية، ومن ثم قد يكون الارتفاع في قيمة التداول مرجعه زيادة السعر وليس زيادة كمية التداول^(٣٣).

٢-٢-٣ معيار الكفاءة: Financial Efficiency

وفقاً لهذا المعيار يكون القطاع المالي أكثر تطوراً عندما يعمل في ظل توافر مجموعة من الشروط، منها أن يعمل في بيئة أكثر تنافسية، وأن يكون قادراً على تقليل المخاطر والتكاليف الناتجة من عدم تماثل المعلومات والانتقاء العكسي، وأن يكون القطاع المالي أكثر إنتشاراً، ويحقق درجة عالية من الربحية، وأن تعكس مؤشرات الأداء المالي كافة المعلومات، وألا يكون باستطاعة أي متعامل الحصول على عوائد استثمارية غير طبيعية (عالية) بصورة مستمرة^(٣٤). وفي هذا الصدد توجد عديد من مؤشرات كفاءة الأداء المالي، منها القيمة المطلقة لصافي هامش الفائدة كنسبة للأصول المالية المدرة للفائدة. وهو عبارة عن الفرق بين القيمة المحاسبية لما تدفعه المؤسسات المالية المصرفية لمقدمي التمويل، وما تحصل عليه من مستخدمي التمويل منسوباً إلى إجمالي أصولها المالية المدرة لعائد، وليس لكل أصولها المالية. وكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على عدم الكفاءة التشغيلية وعدم تنافسية السوق المصرفي^(٣٥). تركز القطاع المصرفي، وينصرف إلى قياس الأصول المالية لأكثر ثلاث بنوك تجارية إلى إجمالي الأصول المالية المصرفية، وتدل ارتفاع قيمة المؤشر على قلة ضغوط المنافسة بين البنوك على جذب المدخرات وتوجيهها للمستثمر، وهو ما يضعف من مستوى الكفاءة التشغيلية والتخصيصية للقطاع المصرفي، كما تدل على انخفاض حجم البدائل المالية المتنوعة التي تساير متغيرات العولمة المالية^(٣٦). أما على المستوى السوقي فعادةً ما تقاس كفاءة الأداء المالي بمعدل الدوران، ويشير إلى قيمة تداول الأسهم المقيدة بسوق المال كنسبة إلى رأس المال السوقي. وتعكس تلك النسبة نشاط سوق المال مقارنةً بحجمه. وكلما ارتفعت هذه القيمة عن الواحد الصحيح دل ذلك على كفاءة سوق المال^(٣٧).

٢-٢-٤ معيار التحول الهيكلي المالي: Financial Structure Change

يشير هذا المعيار إلى مدى تحول هيكل القطاع المالي إلى شكل أكثر نضجاً وتمشياً مع تطور النظام المالي العالمي. وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين التحول (النضج) الهيكلي الرأسى، والتحول (النضج) الهيكلي الأفقى.

ويشير المؤشر الأول إلى حدوث تغيرات ديناميكية للعناصر المكونة للقطاع المالي القائم، مثل تحول القطاع المالي المصرفي من وسائل الدفع الجارية وتقديم أوعية إيداعية تقليدية إلى خدمات ومشتقات مالية جديدة ومتنوعة وأكثر ابتكاراً. وعادةً ما يتم الاستناد إلى مجموعة من المؤشرات في هذا الصدد، منها، السيولة المحلية/المفهوم الضيق لعرض النقود (M^2/M^1). وتدل ارتفاع قيمة هذا المؤشر عن الواحد الصحيح على زيادة الأهمية النسبية للمدخرات المالية مقارنةً بوسائل الدفع الجارية في صدد اتساع نشاط الوساطة المالية^(٣٨). كذلك السيولة الاجمالية/ المفهوم الضيق لعرض النقود (M^3/M^1). حيث يعكس هذا المؤشر زيادة الأهمية النسبية للأصول والودائع المالية المصرفية وغير المصرفية متنوعة الأجل مقارنةً بوسائل الدفع الجارية وذلك على مستوى الاقتصاد القومي ككل^(٣٩). أما معيار التحول الهيكلي الأفقى فينصرف إلى قياس مدى تحول هيكل القطاع المالي (حيث العمق أو النشاط) من أنظمة مستندة إلى قاعدة المصارف إلى أنظمة مستندة إلى قاعدة السوق. وتوجد عدة مؤشرات في هذا الصدد، منها: تحول هيكل حجم القطاع المالي (Size-Structure): ويشير إلى حجم رسملة سوق المال/ أصول مؤسسات الإيداع النقدي. أما المؤشر الثاني فهو تحول هيكل نشاط القطاع المالي (Activity-Structure) ويشير إلى قيمة التداول في سوق المال/ الإئتمان البنكي للقطاع الخاص. ويعكس المؤشران مدى حجم ونشاط أسواق المال في تأدية وظائف الوساطة المالية مقارنةً بالدور الذي يقوم به الجهاز المصرفي في هذا الصدد. حيث كلما زادت قيمة المؤشر كلما دل ذلك على التطوير المالي^(٤٠).

٢-٢-٥ الإنفتاح المالي: Financial Opening

يشير هذا المعيار إلى مدى قيام القطاع المالي بأداء وظائفه في بيئة خالية من القيود الحكومية (الكمية والإدارية والتنظيمية) التي تقيد من منح وتخصيص الائتمان، وبيئة خالية من وجود قيود على المعاملات المالية الدولية وعلى سعر الفائدة، ومن وجود عوائق على دخول المصارف الأجنبية، كما يشير المؤشر إلى مدى تلاشى القيود المفروضة على أسواق المال والسندات. وفي هذا السياق يتم الاستناد إلى مؤشر الحرية الاقتصادية للإنفتاح المالي، والذي يتضمن عديد من المؤشرات الفرعية التي تغطي جوانب الإنفتاح المالي. وكلما ارتفعت قيمة المؤشر الذي يتراوح بين (١٠ درجات) إلى (درجة واحدة) كلما دل ذلك على وجود قطاع مالي أكثر إندماجاً في تيار العولمة المالية، وهو ما يدفعه إلى تحسين قدرته التنافسية المحلية والعالمية^(٤١).

انطلاقاً مما سبق فإن مستوى التطوير المالي لا بد وأن يختلف ليس فقط بين الدول أو لنفس الدولة عبر الفترات الزمنية المختلفة، ولكن قد يختلف باختلاف هذه المعايير لنفس الدولة وفي نفس الفترة الزمنية، وهو ما ينعكس بدوره على اتجاه العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي من جهة أولى، وعلى نوع وأولويات وبدائل السياسات اللازمة لتدعيم تنافسية القطاع المالي من جهة ثانية. وهو الأمر الذي يستوجب ضرورة قياس وتحليل العلاقة بين التطوير المالي بمختلف معاييرها والنمو الاقتصادي لعينة من الدول. وهو موضوع الجزء التالي.

الجزء الثالث

الإطار التطبيقي للبحث

مما لا شك فيه أن هناك علاقة ملموسة بين وجود نظام مالي متطور وبين النمو الاقتصادي. إلا أن السؤال الأهم هو... أيهما يتبع الآخر؟، وفي هذا الصدد فإن الأمر يقتضى تحليل وقياس العلاقة السببية بين تطوير الأداء المالي بمختلف معاييرها وبين النمو الاقتصادي وذلك لإستخلاص اتجاه العلاقة السببية بينهما. ومن ثم ينصرف الجزء الحالي إلى تحليل وقياس العلاقة بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي للاجابة على التساؤلات التالية:

- هل اتجاه العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو يختلف باختلاف معايير التطوير المالي؟
- هل يختلف اتجاه العلاقة باختلاف مستويات الدخل بين الدول، وباختلاف طول الفترة الزمنية؟
- أيهما أهم لدعم التطوير المالي؟ هل هو تعميق وتوسيع الهيكل المالي المستند الى الأساس المصرفي؟ أم توسيع الهيكل المالي لصالح زيادة الأهمية النسبية للأساس السوقى؟.
- ما هي السياسات الاصلاحية ذات الأولوية؟ هل سياسات تركز على اصلاح الهيكل التمويلي؟ أم سياسات تتجه لألوية اصلاح القطاعات الحقيقية؟ وهل تكون سياسات طويلة الأجل؟ أم سياسات قصيرة الأجل؟.

١-٣ تحليل العلاقة بين التطوير المالي والنمو:

ينصرف الجزء الحالي إلى إجراء تحليل مقارنة لقيم مؤشرات التطوير المالي مع قيم معدلات النمو الاقتصادي في عدد من الدول. ومما لا شك فيه أن العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي قد تختلف بين الدول باختلاف مستويات الدخل، لذا سيتم تحليل وقياس العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي للدول المصنفة إلى دول مرتفعة، ودول منخفضة، ودول ذات دخل متوسط مرتفع، ودول ذات دخل متوسط منخفض حتى تكون نتائج التحليل أكثر وضوحاً وأكثر توضيحاً للخيارات السياسية

اللازمة. وعلى هذا الأساس، وإستناداً إلى البيانات المتوافرة حول مؤشرات التطوير المالي فقد وقع الاختيار على عينة من ٩٠ دولة مقسمة إلى دول مرتفعة الدخل (٣٢ دولة): وهي التي يزيد فيها متوسط نصيب الفرد من الدخل عن ١٠٧٢٥ دولار سنوياً وفقاً لتصنيف البنك الدولي لعام ٢٠٠٦، ودول ذات دخل متوسط مرتفع (١٤ دولة) والتي يزيد فيها متوسط دخل الفرد عن ٣٤٦٥ دولار ويقل عن ١٠٧٢٥ دولار سنوياً، ودول ذات دخل متوسط منخفض (٢٠ دولة) وهي التي يقل فيها متوسط الدخل السنوي للفرد عن ٣٤٦٥ ويزيد عن ٨٧٥ دولار، وأخيراً دول منخفضة الدخل (٢٩ دولة) والتي يقل فيها متوسط نصيب الفرد من الدخل عن ٨٧٥ دولار سنوياً.

- وفيما يتعلق بمصادر بيانات مؤشرات التطوير المالي لمجموعات الدول المختلفة فقد تم الحصول عليها من:

Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine "A New Database on Financial Development and Structure (1960-2006)" (with) New Data Updated September! ,

- أما بيانات النمو الاقتصادي فقد تم الحصول عليها من W.B indicators 2006

وفي هذا الصدد سيتم تحليل العلاقة بين النمو الاقتصادي ومؤشرات التطوير المالي للأربع مجموعات من الدول، ووفقاً لكل معيار على حدة وذلك خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)، حيث لا تتوافر بيانات عديد من المؤشرات قبل عام ١٩٩٠، ثم يتم إجراء هذا التحليل للدول مصنفة حسب معدل النمو، ولكل معيار على حدة.

٣-١-١ العلاقة بين التطوير المالي والنمو (معيار الحجم):

الجدول التالي يوضح قيم مؤشرات معيار الحجم للتطوير المالي وذلك لمجموعات الدول المصنفة حسب متوسط نصيب الفرد من الدخل في متوسط الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥).

جدول (١) التطوير المالي (معايير الحجم) لدول العينة مصنفة حسب الدخل

الدول منخفضة الدخل	الدول متوسطة الدخل	الدول مرتفعة الدخل	الدول مرتفعة الدخل	الدول مرتفعة الدخل	
LMIC	LMIC	LMIC	LMIC	LMIC	
21	أصول البنك المركزي/اجمالي الأصول المالية	3,5%	12%	24%	36%
22	أصول مؤسسات الإيداع النقدي/اجمالي الأصول المالية.	62,5%	64%	54%	51%
23	أصول المؤسسات المالية الأخرى/اجمالي الأصول المالية	22%	24%	22%	12%
24	أصول البنك المركزي/الناتج المحلي الاجمالي	4%	10,9%	11,4%	12%
25	أصول مؤسسات الإيداع النقدي/ الناتج المحلي الاجمالي	55%	42%	22%	17%
26	أصول المؤسسات المالية الأخرى/ الناتج المحلي الاجمالي	28%	15%	9%	3,7%
27	حجم رسملة سوق المال/الناتج المحلي الاجمالي	68%	51%	28%	28%
28	قيمة السندات الخاصة/ الناتج المحلي الاجمالي	57%	28%	29%	14%
29	قيمة السندات الحكومية/الناتج المحلي الاجمالي	42%	9%	8,7%	2%
Z10	السيولة الاجمالية/الناتج المحلي الاجمالي.	45%	14%	12,8%	8%

يتلاحظ من البيانات السابقة أن نسبة أصول البنك المركزي لإجمالي الأصول المالية، ولإجمالي الناتج المحلي تفقد أهميتها مع الانتقال من الدول منخفضة الدخل إلى الدول مرتفعة الدخل، وفي المقابل تزداد الأهمية النسبية لأصول مصارف الإيداع النقدي والمؤسسات المالية الأخرى. وهو ما يعنى أن القطاع المالي في الدول مرتفعة الدخل يعد أكثر تطوراً عنه في الدول منخفضة ومتوسطة الدخل. وتشير كذلك بيانات الجدول الى اتساع وعمق أسواق المال في الدول مرتفعة الدخل مقارنة بالدول ذات المستويات الأقل للدخل.

ولكن السؤال الذي يفرض نفسه هو إذا كان الأداء المالي يختلف بين الدول مع اختلاف مستوى الدخل، فالى أي مدى يختلف بين الدول باختلاف معدلات نمو هذا الدخل. في هذا السياق تم حساب القيمة الوسيطة لمعدل النمو (*mean value*) داخل

دول العينة، وقد قدرت بـ ٢,٨٪. ثم تم مقارنة قيم مؤشرات التطوير المالي بين الدول الأعلى نمواً (والتي يزيد معدل نموها عن القيمة الوسيطة)، والدول الأقل نمواً (والتي يقل فيها معدل النمو عن القيمة الوسيطة) على النحو الذي يوضحه الجدول التالي.

جدول (٢) مؤشرات التطوير المالي للدول حسب معدل النمو (معياري الحجم)

المؤشر	الدول الأعلى نمواً	الدول الأقل نمواً
Z5	٧٢٪	٥٦٪
Z6	٣٨٪	١٢,٢٣٪
Z7	٥٨٪	٢٨٪
Z8	٢٨٪	١١٪
Z9	٣٨٪	١٩٪
Z10	٧٨٪	٤٩٪

يوضح الجدول السابق أن الدول التي تحقق معدلات للنمو تزيد عن القيمة الوسيطة (٢,٨٪) تحقق معدلات أعلى للتطوير المالي. والأمر الجدير بالذكر أن أعلى معدلات التطوير المالي تحققها اليابان وسنغافورة وماليزيا وسويسرا وألمانيا، حيث تعدت نسبة السيولة الاجمالية للناتج ١٠٠٪ لهذه الدول، وحققت ما يقرب من ٩٥٪ لنسبة الأصول المصرفية للناتج، وتجاوزت حصة رسملة سوق المال ١٢٠٪ للناتج المحلي الإجمالي، هذا في الوقت الذي حققت فيه معظم هذه الدول معدلات للنمو تتجاوز ٥٪. أما الدول التي حققت معدلات سالبة للنمو خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)، وهي (فنزويلا، النيجر، مالاوي، بوروندي، الكونغو، الجابون، غانا، زائير، جواتا، هايتي) فقد حققت أقل معدلات للتطوير المالي، حيث لم تتجاوز حصة الأصول المصرفية وغير المصرفية ١٧٪ و ٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي على التوالي، ولم تتعدى نسبة السيولة الإجمالية ١٢٪، كما لم تتجاوز قيمة رسملة سوق المال للناتج المحلي الإجمالي ١٠,٨٪ في متوسط الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥).

٣-١-٢ العلاقة بين التطوير المالي والنمو ومعياري النشاط:

الجدول التالي يوضح قيم مؤشرات التطوير المالي من منظور النشاط والسيولة بين المجموعات المختلفة للدول حسب مستوى الدخل.

جدول (٣) التطوير المالي (معياري النشاط والسيولة) لدول العينة مصنفة حسب الدخل

مؤشر	دول مرتفعة الدخل HIC	دول ذات دخل متوسط متفجع UMIC	دول ذات دخل متوسط LMIC	دول منخفضة الدخل LIC
V1 الاتمان الممنوح للقطاع الخاص بواسطة البنوك / الناتج المحلي الاجمالي	٦٨٪	٤٠٪	٣٠٪	١٨٪
V2 الاتمان الممنوح للقطاع الخاص بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الآخري / الناتج المحلي الاجمالي	٨١٪	٤٧٪	٣٥٪	٢٤٪
V3 قيمة التداول في سوق المال كنسبة للناتج المحلي الاجمالي (معدل التبادل)	٤٥٪	١٢٪	٥٪	٤,٨٥٪

تشير بيانات الجدول السابق إلى أن الدول ذات المستوى المرتفع للدخل تحقق مستويات أعلى للإتمان الممنوح للقطاع الخاص سواء كان يتم بواسطة القطاع المصرفي أم بواسطة القطاع المالي غير المصرفي. وفيما يتعلق بمؤشر القيمة الكلية للتداول في سوق المال كنسبة للناتج المحلي الإجمالي فإنه يصل إلى أقصاه للدول ذات الدخل المرتفع، بينما وصل إلى أدنى قيمة له للدول منخفضة الدخل.

وفيما يتعلق بأداء القطاع المالي بين الدول مختلفة النمو فيوضحها الجدول التالي.

جدول (٤) مؤشرات التطوير المالي للدول حسب معدل النمو (معياري النشاط والسيولة)

الدول الأعلى نمو	الدول الأقل نمو	المؤشر	الترتيب
٧٤٪	٣٩٪	الاتمان الممنوح للقطاع الخاص بواسطة البنوك / الناتج المحلي الاجمالي	V1
٨٨٪	٤٢٪	الاتمان الممنوح للقطاع الخاص بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الاخرى/ الناتج المحلي الاجمالي	V2
٤٤٪	١٢٪	قيمة التداول في سوق المال كنسبة للناتج المحلي الاجمالي (معدل التبادل)	V3

يشير الجدول السابق إلى وجود فجوة واسعة بين التطوير المالي من منظور النشاط باختلاف معدلات النمو الاقتصادي. وفي هذا الصدد يمكن الإشارة إلى أن أعلى الدول نمواً والتي حققت معدلات للنمو تفوق ٥٪ حققت قيمة تزيد عن ١١٠٪ للإئتمان الخاص الممنوح بواسطة المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية. ومن جهة أخرى تقع أقل الدول نمواً - والتي تحققت معدلات سالبة للنمو (-٠,٥٪) في متوسط الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥) في أدنى هرم التطوير المالي، حيث لم يتعدى الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص من كافة المؤسسات المالية ١٨٪ كنسبة للناتج المحلي الإجمالي. وفيما يتعلق بالقيمة التبادلية في سوق المال كنسبة للناتج المحلي الاجمالي فإن الدول ذات المستويات الأعلى لمعدل التبادل تتسم بأعلى معدلات للنمو مقارنة بالدول الأخرى. حيث بيننا حققت كل من اليابان وسنغافورة وهونج كونج وكوريا وماليزيا وأسبانيا وهولندا أعلى مستوى لهذا المؤشر (٧٥٪ في المتوسط)، فقد حققت فيه تلك الدول معدلات للنمو تفوق ٤٪ في المتوسط، ومن جهة أخرى لم تتجاوز هذه النسبة ٣,٤٪ للدول التي حققت معدلات سالبة للنمو خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥).

٣-١-٣ العلاقة بين التطوير المالي والنمو (معياري الكفاءة):

تشير بيانات الجدول التالي إلى أنه كلما اتجه مستوى الدخل للارتفاع كلما اقترن بذلك انخفاض درجة التركيز في القطاع المصرفي، وانخفاض صافي هامش الفائدة الأمر

◆ العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي .. ◆

الذى يشير الى زيادة درجة المنافسة المصرفية، وانخفاض مستوى القيود التنظيمية، وهو ما يشف عن تنوع وتزايد نشاط المؤسسات المالية المختلفة.

وفيا يتعلق بمعدل الدوران - والذى يعد من أكثر المؤشرات الدالة على كفاءة سوق المال - فقد وصل لأدنى قيمة له في الدول منخفضة الدخل، وهو ما يؤكد ليس فقط على انخفاض درجة السيولة وانحسار نشاط سوق المال في تلك الدول، بل يدل كذلك على وجود درجة عالية من التركيز في سوق المال، ووجود عديد من القيود المؤسسية والتنظيمية تحول دون توسيع قاعدة التعامل في سوق المال، علاوةً على قلة الادوات والبدائل الاستثمارية المتاحة في سوق المال، فضلاً عما تتسم به أسواق المال من تقلب وتذبذب مستمر للأسعار، وذلك بسبب ضيق سوق المال في تلك الدول، وانخفاض كفاءة تلك الأسواق في ممارسة عمليات التوجيه والمراقبة.

جدول (5) التطوير المالى (معيار الكفاءة) لدول العينة مصنفة حسب الدخل

دول منخفضة الدخل LIC	دول ذات دخل متوسط منخفض LMIC	دول ذات دخل متوسط مرتفع UMIC	دول مرتفعة الدخل HIC	المؤشر	
7%	6,8%	4%	3%	صافي هامش الفائدة لاجمالى الأصول المدرة لعاقد	F1
78%	72%	64%	60%	درجة التركيز المصرفى	F2
16%	20,89%	26%	64%	معدل الدوران	F3

وفيا يتعلق بعلاقة مؤشرات التطوير المالى بمعدلات النمو فيوضحها

الجدول التالى.

جدول (٦) مؤشرات التطوير المالي للدول حسب معدل النمو (معييار الكفاءة)

الدول الأقل نمواً	الدول الأقل نمواً	المؤشر	
٦,٦٪	٤,١٪	صافي هامش الفائدة لاجمالي الأصول المدرة لعائد	F1
٧٥٪	٦٠٪	درجة التركيز المصرفي	F2
١٣٪	٦٨٪	معدل الدوران	F3

فكما تشير بيانات الجدول رقم (٦) أن أقل مستويات التركيز المصرفي، وأقل قيمة هامش الفائدة، وأعلى قيمة لمعدل الدوران تتحقق في غالبية الدول التي يزيد معدل نموها عن القيمة الوسيطة. والجدير بالذكر أن الدول التي زاد معدل نموها في متوسط الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥) عن ٥٪ مثل كوريا الجنوبية واليابان وماليزيا وتايوان وتايلاند وإسبانيا بلغت فيها درجة التركيز المصرفي وهامش الفائدة، ومعدل الدوران نحو ٣٠٪، ٢,٧٪، و٨٨٪ على التوالي، وعلى الجانب الأخر فإن الدول التي شهدت معدلات سالبة للنمو في متوسط تلك الفترة فقد بلغت قيم المؤشرات السابقة بها ٩٥٪، ١٠٪، ١٪ على التوالي في متوسط الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥).

٣-١-٤ العلاقة بين التطوير المالي والنمو (معييار التحول الهيكلي):

تنصرف مؤشرات التطوير المالي وفقاً لهذا المعيار إلى إلقاء الضوء على الأهمية النسبية لكل من حجم ونشاط هيكل القطاع المالي المستند الى مؤشرات مصرفية مقارنة بهيكل القطاع المالي المستند الى مؤشرات غير مصرفية (قاعدة السوق). والجدول التالي يوضح الاختلاف في الأداء المالي من منظور هذا المعيار بين الدول مصنفة حسب الدخل.

جدول (٧) التطوير المالي (معييار التحول الهيكلي) لدول العينة مصنفة حسب الدخل

دول منخفضة الدخل LIC	دول ذات دخل متوسط ومنخفض LMIC	دول الدخل المرتفع UMIC	دول من الصنعة الدخل HIC	المؤشر	
١,٧	٣,٢	٥,٢	٦,٥	$M2/M1$	ST1
١,٠٧	١,٢٢	١,٤٨	١,٩٣	$M3/M2$	ST2
%٥٥	%٧٠,٣	%٧٩,٦	%١٠٧	معدل الدوران/ أصول مصارف الايداع التقدي كنسبة للنتائج	ST3=(F3/Z5)
%٢٦,٩	%١٦,٧	%٣٠	%٦٦	معدل التبادل/ الائتمان الممنوح للقطاع الخاص بواسطة القطاع المصرفي	ST4=(V3/V1)

يشير الجدول السابق الى أن القطاع المالي للدول منخفضة الدخل يتسم بالتخلف وعدم النضج، حيث تستحوذ وسائل الدفع الجارية والمنتجات والأدوات الادخارية المصرفية على معظم مكونات السيولة الاجمالية في غير صالح المدخرات والمشتقات والابتكارات المالية الجديدة. كما تقل أهمية القطاع المالي المستند الى قاعدة السوق مقارنةً بالقطاع المالي المستند الى قاعدة المصارف في الدول ذات المستويات الأقل للدخل:

وفيا يتعلق بعلاقة معيار التحول الهيكلي والنمو الاقتصادي فيوضحه الجدول

التالي.

جدول (٨) مؤشرات التطوير المالي للدول ومعدل النمو (معييار التحول الهيكلي)

الدول الأقل نمواً	الدول الأعلى نمواً	المؤشر
٢,٤٠	٨,٤٦	ST1
١,٢٧	١,٨١	ST2
%٥٠	%٨٠,٧٤	ST3 (F3/Z5)
%٣٣	%٨٦	ST4(V3/V1)

أظهرت البيانات أن الدول التي تحصل على أعلى قيمة للمؤشرات السابقة هي تلك التي تحقق أعلى معدلات للنمو. وفي هذا السياق تحصل كل من سنغافورة وماليزيا وشيلي وهونج كونج على قيم تتجاوز ١٥٠٪ للمؤشرين الثالث والرابع ($ST3$, $ST4$)، ومن

جهة أخرى فإن الدول ذات المعدلات السالبة للنمو (مثل نيبال، هندورس، كوستاريكا، بانما) حققت أقل قيم، حيث بلغت قيمة هذين المؤشرين ما يتراوح من ١٢٪ إلى ٢٠٪.

٣-١-٥ التطوير المالي والنمو (معياري الانفتاح المالي):

ينصرف مؤشر الحرية الاقتصادي للبنوك والتمويل إلى قياس مستوى الانفتاح المالي في الدول المختلفة.

جدول (٩) التطوير المالي (معياري الانفتاح المالي) لدول العينة مصنفة حسب الدخل

الدول منخفضة الدخل	الدول ذات دخل متوسط منخفض	الدول ذات دخل متوسط مرتفع	الدول مرتفعة الدخل HIC	المؤشر	
LIC	LMIC	UMIC		الانفتاح المالي	P
٦,٦	٧,٥	٨,٢	٨,٧		

تظهر بيانات الجدول السابق أن الدول مرتفعة الدخل لديها قطاعاً مالياً أكثر إنفتاحاً، بمعنى أقل خضوعاً للتدخلات الحكومية. كما تؤكد البيانات على أن مجموعة الدول ذات المعدل المرتفع للنمو تحصل على أعلى قيمة لهذا المؤشر ٨,٧ درجة في المتوسط وذلك خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)، بينما تبلغ القيمة المتوسطة لهذا المؤشر لمجموعة الدول منخفضة النمو نحو ٦,٦ درجة. والجدير بالذكر أن الدول ذات المعدلات السالبة للنمو قد حصلت على أقل قيمة لهذا المؤشر (٣ درجات) وذلك في متوسط الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥).

مجمل التحليل السابق هو أن:

١. الدول ذات المستويات الأعلى للدخل يكون لديها نظاماً مالياً أكثر تطوراً، وهيكلها مالياً أكثر اعتماداً على قاعدة السوق، وقطاعاً مصرفياً أكثر تنافسية وأقل تركزاً، كما لديها أسواقاً للمال أكثر عمقاً ونشاطاً وكفاءة. بينما الدول ذات المستويات المنخفضة للدخل لديها نظاماً مالياً أكثر تركزاً، وأكثر اعتماداً على قاعدة المصارف، وقطاعاً مصرفياً أقل تنافسية وأكثر تركزاً، وأسواقاً للمال أقل عمقاً ونشاطاً، وكفاءةً.

٢. تدنى معدلات نمو نصيب الفرد من الدخل يقترن بوجود هيكل ونظام متخلف للوساطة المالية، سواء كان ذلك الهيكل مستنداً إلى قاعدة السوق أم قاعدة المصارف. على الرغم مما أفاده التحليل السابق باقتران التطوير المالي بزيادة النمو الاقتصادي، إلا أنها لا تقطع الشك باليقين بخصوص وجود علاقة معنوية بينهما من أساسه، وباتجاه العلاقة السببية بينهما. وهو ما يستدعي قياس العلاقة بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي بصورة كمية.

٢-٣ الإطار القياسي:

ينصرف الجزء القياسي إلى اختبار الفرضية الأساسية للبحث، والتي تفيد بوجود علاقة سببية غير محددة الاتجاه بين النمو الاقتصادي والتطوير المالي، وأن العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي قد تختلف في اتجاهها باختلاف معايير التطوير المالي، ومستويات الدخل بين الدول، وبين الأجل القصير والأجل الطويل. وفي هذا السياق ولإختبار الفرضيات السابقة لابد من استخدام عدد من النماذج القياسية المناسبة في هيكلتها وصياغتها مع مضمون الفرضيات السابقة.

١-٢-٣ التوصيف النظري للنموذج القياسي:

تتمثل نقطة البداية في تقدير أثر التطوير المالي -بمختلف معايير قياسه على النمو الاقتصادي. وفي هذا الإطار يتم تقدير النموذج التالي:

$$G = \alpha_0 + \alpha_1 FD + \alpha_2 X + \varepsilon_i \quad (1)$$

حيث المتغير التابع هو معدل نمو نصيب الفرد من الدخل (G)، أما (FD) فتمثل في متغير التطوير المالي باستخدام المؤشرات السابقة، أما X فتتضمن مجموعة من المتغيرات التفسيرية الحاكمة (**Controlling Variables**) والتي تتضمن العوامل الأخرى المؤثرة في النمو، أما ε_i فتمثل عنصر الخطأ العشوائي.

وتتمثل أهم المتغيرات التفسيرية التي يتم إدراجها في المعادلة السابقة -استناداً إلى عديد من الدراسات السابقة في هذا الإطار- في متغيرات تعبر عن رأس المال البشري: مثل

معدل القيد بمراحل التعليم المختلفة، أو مؤشر التنمية البشرية، -ومن المتوقع أن يكون تأثيره موجب على النمو. الاستهلاك الحكومي كنسبة للناتج المحلي الإجمالي، -ومن المتوقع أن يكون تأثيره سالب على النمو. معدل التضخم، -ومن المتوقع أن يكون له آثار سالبة على النمو. الانفتاح التجاري (الصادرات + الواردات / الناتج)، -ومن المتوقع أن يكون تأثيره موجب على النمو. معدل الاستثمار المحلي، -ومن المتوقع أن يكون تأثيره على النمو موجب. متغيرات سياسية وتشريعية (تعبير عن الاستقرار السياسي)، و متغيرات تتعلق بالفساد الإداري، وحفظ النظم والقوانين، والديمقراطية والحرية المدنية.

وفيما يتعلق بمصادر البيانات فإن بيانات التطوير المالي يتم الحصول عليها إما من:

Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine "A New Database on Financial Development and Structure (1960-2006)" (with) New Data Updated September! 2006..

أما بيانات معدل النمو والمتغيرات التفسيرية الأخرى فقد تم الحصول عليها من مصادر مختلفة:

W.B indicators, Human Development report; UN, Freedom House, Index of Economic Freedom; The Heritage Foundation, Transparency Report, (Various Issues) .

أما عينة الدول فتمثل في الدول التي تم الاستناد إلى بياناتها في التحليل (٩٥ دولة) وسيتم إعادة تصنيفها إلى: دول مرتفعة الدخل (٤٦ دولة : تتضمن الدول مرتفعة الدخل + الدول ذات الدخل المتوسط المرتفع)، ودول منخفضة الدخل (٤٩ دولة : تتضمن الدول منخفضة الدخل + الدول ذات الدخل المتوسط المنخفض). والهدف من هذا التقسيم هو توسيع حجم العينة، حيث سيتم تقدير النموذج السابق لكل مجموعة على حدة. وفيما يتعلق بفترة التقدير فستكون خلال الفترة (١٩٨٩-٢٠٠٤) وذلك بسبب عدم توافر بيانات عديد من المتغيرات، خاصة المتعلقة بسوق الأسهم والسندات قبل عام ١٩٨٩. وبذلك يصبح إجمالي عدد المشاهدات للمجموعة الأولى باستخدام طريقة تجميع السلاسل الزمنية مقطعية: ٦٩٠ [٤٦ دولة × ١٥ سنة] للدول مرتفعة الدخل، و ٧٣٥ [٤٩ دولة × ١٥ سنة] للدول منخفضة الدخل.

٣-٢-٢ المنهج القياسي:

يمكن استخدام أسلوبين للتقدير، وهما: أسلوب التعميم اللحظي، واختبار جرانجر للسببية.

أولاً: أسلوب التعميم اللحظي

Generalized Method-of-Moments (GMM) dynamic Panal estimators

يهدف هذا الأسلوب إلى التصدي لبعض مشكلات القياس، ومنها وجود علاقة آنية (Simultaneously) بين المتغيرات، ووجود علاقة متحيزة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة (Potential Biases) بسبب العلاقة الآنية، ووجود متغيرات مسقطه من النموذج (Omitted Variable)، ووجود علاقة ظاهرة وليست حقيقية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تكون راجعة فقط إلى آثار أو خصائص عشوائية غير مشاهدة للدول محل العينة (Unobserved Country-Specific Effects)، كما يتصدى النموذج لمشكلة أن تكون العلاقة المعنوية بين المتغيرين راجعة الى وجود علاقة سببية معاكسة تنجبه من المتغير التابع للمتغير المستقل وليس العكس (Reverse Causation) (٤٣). وفي هذا السياق فإن المعادلة التي يتم تقديرها باستخدام هذا الأسلوب التقديرى تتخذ الشكل التالى:

$$\Delta y = \alpha \Delta y_{t-1} + B \Delta X + \Delta \epsilon \quad (2)$$

ويعمل النموذج السابق في ظل توافر مجموعة من الشروط اللحظية (Moment Conditions)، وهى عدم وجود ارتباط سلسلى للأخطاء، وعدم وجود ارتباط بين القيم المبطأة للمتغيرات التابعة (Y_{t-1}, Y_{t-2}) والخطأ العشوائى، وعدم وجود ارتباط خطى بين المتغيرات التفسيرية مع بعضها بعضاً، إضافة إلى استقلال العلاقة بين قيم المتغيرات التفسيرية والقيم المستقبلية للخطأ العشوائى، أي أن المتغيرات التفسيرية تعتبر متغيرات خارجية exogenous. وللتغلب على المشكلة الآنية يتم استخدام عدد من المتغيرات الوسيطة instruments للمتغير التفسيري محل الاختبار - التطوير المالى - وذلك حتى يكون أثر المتغيرات التفسيرية على النمو (المتغير التابع) يتم - ليس من خلال آثار متداخلة

للمتغيرات التفسيرية ولكن - من خلال وجود هذه المتغيرات الوسيطة. وفي هذا السياق فإن الشرط الإضافي هنا هو أن المتغيرات الوسيطة لا ترتبط بالخطأ العشوائي، بمعنى أنها تؤثر على المتغير التابع فقط من خلال المتغيرات التفسيرية.

استناداً إلى ما سبق فإنه وفقاً للنموذج السابق فإن تأثير المتغير التفسيري على المتغير التابع يعكس فقط أثر المكون الخارجى للمتغير التفسيري (محل الاختبار)، ويكون هذا الأثر وحيد الاتجاه من المتغير التفسيري للمتغير التابع، كما أنه أثر طويل الأجل.

ولتأكيد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرين سيتم اللجوء الى إختبار جرانجر للسببية وذلك باستخدام العلاقة التالية، حيث تتجه العلاقة من X الى Y .

$$y_t = \sum_{i=1}^h \alpha_{1i} y_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_{2i} x_{t-i} + \varepsilon \quad (3)$$

ولاختبار العلاقة المعاكسة من Y الى X يتم استخدام المعادلة التالية:

$$x_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} x_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{2i} y_{t-i} + \zeta_t \quad (4)$$

ويمكن تحويل نموذج جرانجر لاختبار علاقة سببية طويلة الأجل باستخدام الفروق الأولى للمتغيرات، كما سيتم استخدام القيم المبطة الأولى للمتغيرات في الأجل القصير ($h, k, m, n = 1$)، والقيم المبطة الثانية في الأجل الطويل ($h, k, m, n = 2$).

٣-٢-٣ عرض وتحليل نتائج التقدير

يتضمن الجزء الحالى نتائج التقدير باستخدام إختبار جرانجر للسببية، ثم باستخدام أسلوب التعميم اللحظي:

٣-٢-٣-١ نتائج إختبار جرانجر للسببية

يوضح الجدول التالى نتائج تقدير العلاقة السببية بين التطوير المالى والنمو الاقتصادى باستخدام اختبار جرانجر للسببية وذلك في الأجل القصير والطويل. والجدير

بالذكر أن الجدول يتضمن فقط النتائج المعنوية، أما النتائج غير المعنوية فتم استبعادها من عرض النتائج.

جدول (١٠): نتائج تقدير اختبار جرانجر المسببية

		متغير التنمية البشرية			
		Human Development Index	Life Expectancy	Adult Literacy	Enrollment
Z5	Hlc	(5.7) *	-	(14.2) *	(8.1) *
	Llc		-	(14.6) *	(6.2) *
Z6	Hlc	(10.5) *	-	(21.2) *	(3.5) ***
	Llc		-	(4.6) **	(3.8) ***
Z10	Hlc	(10.21) *	-	(17) *	(3.68) ***
	Llc		-	(10.82) *	(8.91) *
Z7	Hlc	-	-	(18.2) *	(6.31) *
	Llc	-	-	-	(9.65) *
Z8	Hlc	-	-	(5.3) **	(2.8) ***
	Llc	-	-	-	(7.43) *
Z9	Hlc	-	-	-	(9.1) *
	Llc	-	-	-	(3.4) ***
متغير التنمية الاقتصادية					
V2	Hlc	(11.08) *	-	(10.85) *	(14.02) *
	Llc		-	(2.56) *	(18) *
V3	Hlc	-	-	(13.75) *	(8.25) *
	Llc	-	-	-	(10.35) *
متغير الناتج المحلي					
F2	Hlc	-	-	-	-
	Llc	-	-	(3.8) ***	-
F3	Hlc	-	-	(10.1) *	(3.8) ***
	Llc	-	-	-	(4.4) **
متغير التحويلات المالية					
M3/M1	Hlc	(11.08) *	-	(3.85) **	(7.02) *
	Llc		-	(5.2) **	(5.9) **

ST3	<i>Hlc</i>	(4.25)*	(6.9)*	(10.1)*	(3.8)***
	<i>Llc</i>	-	-	(5.39)*	(14.1)*
ST4	<i>Hlc</i>	((7.33)*	(12.5)*	(19.65)*	(4.35)**
	<i>Llc</i>	-	-	(6.54)*	(3.05)***
P	<i>Hlc</i>	(8.3)*	-	(4.1)**	-
	<i>Llc</i>	(3.98)**	-	-	-

F.D مؤشر التطوير المالي، *G* معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي،
S.R تشير الى الأجل القصير، *L.R* تشير الى الأجل الطويل
Hlc الدول مرتفعة للدخل، *Llc* الدول منخفضة الدخل، (*)، (**)، (***) النتائج
 معنوية عند مستوى ١%، ٥%، ١٠% على التوالي

أولاً: معيار الحجم

١. أظهرت نتائج التقدير تحقق فرضية العرض في الأجل القصير للدولة مرتفعة الدخل فقط، وذلك لبعض مؤشرات الحجم المطلق للتطوير المالي. علماً بأن هذه العلاقة تثبت معنويتها فقط لمؤشري نسبة الأصول المصرفية للناتج المحلي الإجمالي (*Z5*)، ونسبة أصول المؤسسات المالية الأخرى للناتج المحلي الإجمالي (*Z6*). ويرجع ذلك الى أن ضيق حجم السوق المحلي في الدول منخفضة الدخل لا يسمح بإقامة وحدات مصرفية كبيرة الحجم تتمتع بوفورات كبيرة الحجم، ومن جهة أخرى فإن انخفاض مستوى الدخل يؤدي إلى انخفاض كل من العرض والطلب على الإئتمان المصرفي ووسائل التمويل المتنوعة، وهو ما يعوق نمو النظام المالي بشقيه المصرفي والسوقي مقارنةً بحجم الاقتصاد القومي، الأمر الذي يقلل من مساهمة القطاع المالي في النمو الاقتصادي للدول منخفضة الدخل^(٤٣). أما في الدول مرتفعة الدخل فإن وجود أسواق متسعة الحجم من شأنه وجود قطاع مالي متسع، وهو ما يسمح بتحقيق وفورات النطاق، ومن ثم تحقق معدلات عالية للنمو الاقتصادي، الأمر الذي يجعل القطاع المالي قائداً - وليس تابعاً للنمو في المدى القصير. أما في الأجل الطويل فإن النتائج تؤيد

وجود علاقة مزدوجة الاتجاه بين مؤشرات الحجم المطلق والنمو الاقتصادي وذلك لكل من الدول مرتفعة ومنخفضة الدخل، حيث أنه في المراحل الأولى للتنمية «الأجل القصير» فإن القطاع المالي يقوم بتحويل الموارد من القطاعات التقليدية ذات العوائد المنخفضة إلى قطاعات حديثة ذات عوائد مرتفعة، وهو الأمر الذي يجعل التطوير المالي قائداً للنمو في المدى القصير، أما في الأجل الطويل ومع إرتفاع مستويات الدخل والتنمية فيترتب عندئذ على زيادة معدلات النمو الاقتصادي تنوع فرص الاستثمارات المربحة، وزيادة حجم الأصول المالية والأرباح المتراكمة للشركات، الأمر الذي يؤدي الى زيادة حجم الطلب على الأصول المالية المتنوعة، وهو ما يزيد من مساهمة القطاع المالي المصرفي والسوقي في الاقتصاد القومي، ومن ثم يزيد النمو الاقتصادي، وتصبح العلاقة بين التطوير المالي والنمو مزدوجة الاتجاه^(٤٤).

٢. أظهرت نتائج التقدير الموضحة بالجدول السابق تحقق فرضية العرض للدول مرتفعة الدخل في الأجل القصير لمؤشر السيولة الإجمالية كنسبة للنتائج المحلى الإجمالى (Z10)، بينما لم تظهر النتائج أي علاقة سببية بين هذا المؤشر والنمو للدول منخفضة الدخل. وتفسير ذلك أنه في الدول منخفضة الدخل تتمثل معظم مكونات السيولة الإجمالية في وسائل الدفع الجارية، وتنصرف معظمها إلى تمويل المعاملات الإستهلاكية والاستثمارية قصيرة الأجل، وهو ما يضعف من مساهمة نسبة السيولة الإجمالية في النمو، علاوة على ما يتسم به الهيكل الاقتصادي للدول منخفضة الدخل من تباطؤ وجود نسبي، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب على التمويل، وبصفة خاصة الأوعية الإدخارية المتطورة^(٤٥). أما في الأجل الطويل فتؤكد الشواهد على وجود علاقة مزدوجة الاتجاه بين السيولة الإجمالية والنمو سواء للدول مرتفعة أم منخفضة الدخل. حيث أنه مع زيادة مستويات التنمية الاقتصادية يزيد الطلب على الخدمات المالية الجديدة سواء كانت مصرفية أو غير مصرفية وذلك لتمويل فرص الاستثمار التي يولدها النمو في ظل سوق متسع، وهو ما يولد ضغوطاً لإنشاء قطاع مالي أكثر نضجاً

وتنووعاً وابتكاراً، الأمر الذي من شأنه زيادة السيولة الإجمالية لحجم الاقتصاد القومي، وهو ما ينجح في تحقيق معدلات عالية للنمو في الأجل الطويل^(٤٦).

٣. أكدت نتائج التقدير فيما يتعلق بمؤشر حجم رسملة سوق المال للنتائج المحلى الاجمالي (Z7) عدم وجود أي علاقة سببية في الأجل القصير للمجموعتين من الدول. حيث أن الطبيعة المؤسسية والتنظيمية والمتقلبة لأسواق المال تتطلب مرور فترة زمنية طويلة نسبياً حتى يكون سوق المال قادراً لأن يصبح ركيزة أساسية للنمو الاقتصادي. أما في الأجل الطويل فتتحقق فرضية الطلب للدول منخفضة الدخل، بينما في الدول مرتفعة الدخل فالعلاقة مزدوجة الاتجاه. ويرجع ذلك الى أن الدول مرتفعة الدخل تتسم أسواقها المالية بالكفاءة والعمق والإتساع، الأمر الذي يجعل أسعار أوراقها المالية، ومن ثم حجم رأس المال السوقي مؤشراً مسبقاً وموثوقاً به للمعدلات المستقبلية للنمو الاقتصادي^(٤٧). أما في الدول منخفضة الدخل حيث يسود نمط الاستثمارات صغيرة النطاق والأكثر تفضيلاً للتمويل المصرفي قصير ومتوسط الأجل، علاوة على ضيق وجود السوق المحلى مما يؤدي إلى انخفاض عدد المؤسسات والقطاعات المتعاملة في سوق المال، وهو ما يجعل أسواق المال في تلك الدول أضعف من أن تُظهر أي علاقة سببية مع النمو في المدى القصير والطويل، علاوة على أن القيود المؤسسية والتنظيمية المعقدة التي تتسم بها تلك الدول تجعل أسواقها المالية ضعيفة وأكثر استجابة لتقلبات النمو^(٤٨).

٤. وفيما يتعلق بحجم رسملة سوق السندات «الخاصة والحكومية» كنسبة للنتائج المحلى الإجمالي أظهرت نتائج التقدير في الأجل القصير عدم وجود أي علاقة سببية بين مؤشرات القيمة السوقية للسندات الخاصة والحكومية ومعدلات النمو سواء للدول مرتفعة أم منخفضة الدخل. أما في المدى الطويل توجد علاقة مزدوجة الاتجاه بين مؤشرات سوق السندات الخاصة ومعدل النمو للدول مرتفعة الدخل، كما تتحقق فرضية الطلب للسندات الحكومية. حيث إن زيادة النمو الاقتصادي من شأنها توليد فرص جديدة للاستثمار، الأمر الذي يدفع الشركات الخاصة إلى طرح وإصدار سندات

لتمويل استثماراتها طويلة الأجل، ونظراً لما تتمتع به السندات الخاصة من قدرة على تلبية الإحتياجات التمويلية المتنوعة للمستثمرين، فإن هذه الزيادة في حجم السندات تؤدي إلى نمو الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، الأمر الذي يولد طلباً جديداً على السندات الخاصة، لذا فإن العلاقة تكون مزدوجة الاتجاه. أما فيما يتعلق بالسندات الحكومية، حيث يقترن بزيادة النمو اتساع النفقات الحكومية، وهو ما يؤدي الى لجوء الحكومة إلى إصدار سندات لتمويل عجز الموازنة العامة، وهذه السندات الحكومية لا تمارس بدورها أثراً ملحوظة على النمو، حيث أنها غالباً ما تكون غير متنوعة، ولا تلبى كل المطالب والإحتياجات التمويلية، الأمر الذي يجعلها تابعة للنمو أكثر من كونها قائدة له. أما في الدول منخفضة الدخل فإن النتائج تؤيد فرضية الطلب في الأجل الطويل فقط سواء للسندات الخاصة أو الحكومية. حيث أنه مع إتساع حجم الأسواق، فإن زيادة معدلات النمو الاقتصادي قد تؤدي إلى زيادة الطلب على السندات كمصدر للتمويل. استناداً إلى زيادة الأسعار في سوق المال والتي تعكس بدورها معدلات النمو المرتفعة، أكثر من كونها انعكاساً لمعدلات الربحية^(٤٩).

ثانياً: معيار النشاط والسيولة

١. تظهر نتائج التقدير بالجدول السابق تأييد فرضية العرض للدول مرتفعة الدخل فقط في الأجل القصير، لمؤشر الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص بواسطة المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (V2). حيث تؤدي زيادة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى زيادة حجم وكفاءة الاستثمار في الدول مرتفعة الدخل، وهو ما يؤدي بدوره إلى زيادة النمو الاقتصادي. أما في الدول منخفضة الدخل فإن الائتمان المحلي عادةً ما يكون موجهاً معظمه إلى تمويل الاستثمارات قصيرة الأجل، علاوةً على سيادة الاحتكار الذي يقلل من إمكانية حصول المنشآت الخاصة على القدر المطلوب من الإئتمان، وهو ما يقلل من فاعلية الائتمان المحلي في زيادة النمو في المدى القصير^(٥٠). أما في الأجل الطويل فتوجد علاقة مزدوجة الإتجاه سواء للدول منخفضة أم مرتفعة الدخل. حيث مع تراكم المعارف والخبرات الفنية والتنظيمية

والبشرية والتمويلية، وإتساع حجم ونطاق السوق فسوف ينعكس ذلك إيجابياً على حجم وكفاءة الاستثمارات التي يتجه إليها الإئتمان المحلي، وهو الأمر الذي يؤدي الى زيادة الائتمان الموجه للقطاع الخاص، هكذا تتولد حلقة دائرية بين الائتمان والنمو الاقتصادي.

٢. أشارت نتائج التقدير إلى عدم وجود أي علاقة سببية بين مؤشر قيمة التداول في سوق المال كنسبة للنتائج المحلي الاجمالي (V3) والنمو للدول مرتفعة أم منخفضة الدخل في الأجل القصير. بينما تؤكد النتائج في الأجل الطويل وجود علاقة مزدوجة الاتجاه للدول مرتفعة الدخل، بينما تتحقق فرضية الطلب للدول منخفضة الدخل. وذلك لأن الدول مرتفعة الدخل تتسم بوجود أسواق مال متسعة وعميقة وتغطي قطاع عريض من الاقتصاد القومي، لذا فإن إرتفاع القيمة التبادلية للأسهم المتداولة في السوق كنسبة لحجم الاقتصاد القومي من شأنه توليد كمية كبيرة من المدخرات السائلة والتي يعاد استثمارها من جديد، وهو ما يؤدي بدوره إلى تسارع معدلات النمو والتي تعمل على توليد فوائض مالية ضخمة تتجه للتوظيف في سوق المال، علاوة على قيام المشروعات القائمة والجديدة بطرح مزيد من الأسهم للاستفادة من السيولة العالية التي توفرها أسواق المال، وهكذا ترتفع من جديد القيمة التبادلية لسوق المال. أما في الدول منخفضة الدخل فيسبب انخفاض حجم أسواقها المالية، وقلة عدد الشركات المقيدة بها، وبسبب هشاشة سوق المال في تلك الدول فإن أي تغيير يطرأ في معدلات النمو الاقتصادي إنما ينعكس على أسعار الأسهم المتداولة في سوق المال، الأمر الذي يجعل زيادة القيمة التبادلية تابعة لزيادة النمو وليس العكس^(٥١).

ثالثاً: معيار الكفاءة

١. أيدت نتائج إختبار السببية تدعيم فرضية العرض في الأجل الطويل فقط لمؤشر التركيز المصرفي (F2) وذلك في الدول منخفضة الدخل، بينما لا تؤيد النتائج وجود أي علاقة سببية لهذا المؤشر مع النمو للدول مرتفعة الدخل. ويمكن تفسير النتيجة السابقة بأن زيادة درجة التركيز المصرفي إنما يعنى أن القطاع المصرفي - وهو الشكل الأكثر سيادة في

الدول منخفضة الدخل - يعمل في ظل بيئة إحتكارية، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض الكفاءة التشغيلية للقطاع المصرفي، مما ينعكس سلباً على كفاءة تخصيص الموارد، وهو ما يؤثر سلباً على معدلات النمو الاقتصادي. أما في الدول مرتفعة الدخل فإن غياب مثل هذه العلاقة قد يكون مرجعه الى عمق وكفاءة أداء القطاع المصرفي بما يجعله يولد وفورات الحجم - مع زيادة درجة التركيز المصرفي - وحيث أن الأسواق الخاصة بتلك الدول تتسم بالاتساع فمن ثم تكون قادرة على استيعاب تلك الوفورات^(٥٢).

٢. أظهرت النتائج عدم وجود أي علاقة سببية بين مؤشر معدل الدوران في سوق المال (F3) ومعدل النمو في المدى القصير للمجموعتين من الدول. بينما توجد علاقة مزدوجة الإتجاه للدول مرتفعة الدخل، وتحقق فرضية الطلب للدول منخفضة الدخل في الأجل الطويل. والدلالة التي تحملها النتائج السابقة تتمثل في أن الدول منخفضة الدخل تتسم أسواقها المالية بدرجة عالية من التركيز، وهو الأمر الذي يعنى أن زيادة معدل الدوران لا يتعدى كونه مؤشر لتقلب أسعار الأسهم وليس لزيادة كمية التداول. كذلك فبسبب هشاشة البنية المؤسسية والتنظيمية بالدول منخفضة الدخل فإن أي تذبذب في معدل النمو ينعكس على أسعار الأسهم المتداولة دون زيادة ملموسة في كميتها. أما في الدول مرتفعة الدخل فإن العلاقة المزدوجة مرجعها إلى كفاءة واتساع وسيولة أسواق المال^(٥٣).

رابعاً : مؤشرات معيار التحول الهيكلي النسبي

١. فيما يتعلق بالمؤشر $M3/M1$ فقد أظهرت النتائج تأييد فرضية العرض في الأجل القصير للدول مرتفعة الدخل فقط، أما في الدول منخفضة الدخل فلا توجد أي علاقة سببية في الأجل القصير، حيث إن معظم الزيادة المتحققة في الإدخار المالي يتم توجيهها إلى تمويل استثمارات صغيرة الحجم تتناسب بدورها مع المستويات المنخفضة للدخل والمعدلات المتدنية للتراكم الرأسمالي، وهو ما يقلل بدوره من فاعلية تأثير الإدخار المالي على النمو، هذا علاوة على أنه عند المستويات المنخفضة للدخل يتجه الأفراد

للسلوك الاستهلاكي، أو تفضيل الاستثمار في الخارج، أو في النشاط الخفى، وهو ما يقلل من الطاقة الاستيعابية للإدخار المالى، ومن فاعليته في التأثير على النمو^(٥٤). أما في الدول مرتفعة الدخل فإن الطلب على الودائع الإدخارية والابتكارات والمشتقات المالية يكون مرتفعاً، وذلك لتمويل فرص الاستثمارات التى توفرها الدخول المرتفعة والأسواق المتسعة. وعلى الجانب الأخر أظهرت النتائج أنه في الأجل الطويل تكون العلاقة تكون مزدوجة الاتجاه للمجموعتين من الدول، حيث أنه مع إتساع حجم السوق، ومع زيادة تراكم الخبرات فإن نمو الاقتصاد الحقيقى يولد فرص استثمارية جديدة أكثر قدرة على الانتشار والوصول لأجزاء الاقتصاد القومى، الأمر الذى يسمح بتراكم مزيد من الفوائض المالية، تتجه بدورها إلى زيادة الطلب على الخدمات المالية المتنوعة والمتجددة. كما أنه في الأجل الطويل تزداد قدرة القطاع المالى على تقديم خدمات وابتكارات مالية متنوعة تؤدى بدورها الى تدعيم معدلات أعلى للنمو^(٥٥).

٢. وفيما يتعلق بمؤشري التحول الهيكلى لكل من حجم ونشاط القطاع المالى من قاعدة المصارف إلى قاعدة السوق (ST3، ST4) فقد اظهرت النتائج وجود علاقة مزدوجة الاتجاه في كل من المدى القصير والطويل للدول مرتفعة الدخل، وفي الأجل القصير فقط للدول منخفضة الدخل. حيث أنه في تلك الدول فإن تحول هيكل القطاع المالى من قاعدة المصارف إلى قاعدة السوق قد لا تكون له آثار معنوية ملموسة على النمو في المدى القصير، حيث يكون هيكل الاستثمار أكثر اعتماداً على التمويل المصرفى، وذلك بسبب ضيق السوق المحلى، ووجود قيود تنظيمية على أسواق المال. أما في الأجل الطويل فإن توسيع هيكل القطاع المالى لصالح أسواق المال من شأنه توفير خيارات ووسائل للتمويل طويلة الأجل وبتكلفة أقل والتي تحتاج إليها المشروعات الكبيرة. حيث لم يكن في مقدورها توسيع نطاق نشاطها ما لم تتوافر تلك البدائل الجديدة، وهو الأمر الذى يسهم في تحقيق معدلات أعلى للنمو، ومن ثم إتساع حجم النشاط الحقيقى، ومن ثم زيادة عدد الشركات المتعاملة في سوق المال من جهة، وزيادة حجم المدخرات الموجهة للتعامل في أدوات سواق المال كمصادر بديلة للقطاع المصرفى من

جهة أخرى، وهو ما يؤدي إلى زيادة حجم وعمق ونشاط سوق المال مقارنةً بحجم وعمق القطاع المصرفي - أي زيادة قيمة المؤشرين (ST3، ST4) (٥٦).

خامساً: معيار الانفتاح المالي

أظهرت النتائج تأييد فرضية العرض في كل من الأجل القصير والطويل للدول مرتفعة الدخل. بينما تتحقق فرضية العرض في الأجل القصير فقط للدول منخفضة الدخل. وذلك بسبب أن تحرير القطاع المالي في الدول منخفضة الدخل يتم في بيئة مؤسسية وتشريعية وسياسية هشة، كما أن التحرير المالي قد يكون نجح فقط في تغيير هيكل الإدخار من إدخار عيني إلى إدخار نقدي - دون زيادته، إضافة إلى عدم الكفاءة في تخصيص القروض والإ اعتمادات المالية. الأمر الذي يجعل الانفتاح المالي غير قادراً على الاحتفاظ بمعدلات متواصلة للنمو في الأجل الطويل ما لم يقترن باصلاحات تشريعية ومؤسسية طويلة الأجل (٥٧).

٣-٢-٣ نتائج تقدير أسلوب التعميم اللحظي المعمم:

فيما يتعلق بأسلوب التعميم اللحظي فقد تم إدراج المتغيرات التفسيرية التالية - كمتغيرات حاکمة للنمو - : الإنفتاح التجاري، معدل القيد بمراحل التعليم المختلفة، الإنفاق الحكومي كنسبة للنتائج، معدل التضخم، معدل نمو السكان. أما المتغيرات الوسيطة والتي تم إدراجها في النموذج فتمثل في متغيرات تعبر عن البيئة القانونية لدول العينة، وفي هذا الصدد تقوم المدارس التشريعية بتصنيف الدول إلى أربع مجموعات أساسية، وهي دول تتبع القانون الإنجليزي، وأخرى تتبع القانون الفرنسي، ودول تنتهج القانون الألماني، وأخرى تتبع القانون الاسكندنافي. ويتمثل الهدف الأساسي من إدراج مثل تلك المتغيرات في أن اختلاف البيئة التشريعية ينطوي بدوره على اختلاف في القواعد القانونية التي تؤمن حقوق المقترضين والمقرضين، ومن ثم تعتبر مؤشراً على مدى كفاءة تنفيذ التعاقدات المعايير والممارسات المحاسبية، وغيرها من العوامل التي تؤثر في تطوير نشاط الوساطة المالية. كذلك تتضمن المتغيرات الوسيطة مجموعة من المتغيرات المتعلقة

بكفاءة حقوق الإئتمان، وكفاءة تنفيذ التعاقدات، وكفاءة البيروقراطية كمتغيرات وسيطة يؤثر من خلالها التطوير المالي على النمو الاقتصادي^(٥٨).

وقد تم الحصول على هذه البيانات من:

Thorsten Beck , Norman V. Loayza and Ross Eric Levine, Financial Intermediation dataset in MS Excel format.

والجدول التالي يوضح نتائج التقدير.

جدول (١٠) : نتائج تقدير النموذج القياسي باستخدام التعميم اللحظي (١٩٩٠-٢٠٠٤)

المتغير التابع: معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الاجمالي

المتغير المستقل: مؤشرات التطوير المالي

المتغيرات الحاكمة: الاستهلاك الحكومي كنسبة للناتج، مؤشر التنمية البشرية، معدل التضخم، الانفتاح التجاري، معدل نمو السكان

المتغيرات الوسيطة (Instruments): متغيرات تشريعية، ومؤسسية (متغيرات صورية للأساس التشريعي، الحرية السياسية، حفظ النظم والقواعد، الفساد الاداري)

مؤشرات التطوير المالي		معيار الحجم (العق)			
		Coefficient	S.E	t - Statistics	P - value
Z5	Hlc	0.83	0.01	7.9	000
	Llc	0.81	0.04	1.9	0.06
Z6	Hlc	1.16	0.12	9.1	000
	Llc	1.24	0.09-	2.6	0.01
Z10	Hlc	2.3	0.04	2.4	0.003
	Llc	1.02	0.05	1.9	0.06
Z7	Hlc	2.59	0.59	4.4	000
	Llc	N.S	N.S	N.S	N.S
Z8	Hlc	2.5	0.002	7.9	000
	Llc	N.S	N.S	N.S	N.S
مجال النشاط والمسئولة					
V2	Hlc	1.8	0.02	5.6	000
	Llc	1.6	0.07	2.6	0.01

العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي ..

مؤشر التطوير المالي		مؤشر النمو الاقتصادي			
		Coiffe	ST	RealGDP	RealGDP
V3	Hlc	1.3	0.045	2.8	0.007
	Llc	N. S	N. S	N. S	N. S
مؤشر التنمية					
F2	Hlc	N. S	N. S	N. S	N. S
	Llc	-1.7	0.21	-7.8	000
F3	Hlc	3.8	0.03	4.4	000
	Llc	N. S	N. S	N. S	N. S
مؤشر التطوير البشري					
M3/M1	Hlc	1.9	0.03	5.5	000
	Llc	5.79	0.16	4.9	000
ST3	Hlc	4.6	0.01	5.3	000
	Llc	2.6	0.05	7.1	000
ST4	Hlc	1.6	0.06	8.9	000
	Llc	0.98	0.025	4.2	000
مؤشر الاقتراح المالي					
P	Hlc	0.15	0.03	-1.9	0.05
	Llc	0.087	0.09	-1.7	0.07

تظهر نتائج التقدير ما يلي:

- فيما يتعلق بالمتغيرات التفسيرية الحاكمة فقد حققت معظمها نتائجها المتوقعة.
- يترتب على زيادة المكون الخارجى لنسبة أصول كل من المؤسسات المصرفية والمؤسسات المالية الأخرى بـ ١٪ زيادة معدل نمو نصيب الفرد من الدخل بنحو ٠,٨٣٪ و ١,١٦٪ على التوالي لمجموعة الدول مرتفعة الدخل، وبنحو ٠,٨١٪ و ١,٢٪ على التوالي لمجموعة الدول منخفضة الدخل.
- كما أظهرت نتائج التقدير أن زيادة المكون الخارجى لنسبة السيولة الإجمالية للنتائج المحلى الإجمالى بنحو ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بـ ٢,٣٪ للدول مرتفعة الدخل، و ١,٠٢٪ للدول منخفضة الدخل.
- زيادة المكون الخارجى لنسبة رسملة سوق المال للنتائج المحلى الإجمالى بـ ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بنحو ٢,٦٪ للدول مرتفعة الدخل، بينما لم تحقق أي نتائج

معنوية للنمو للدول منخفضة الدخل. ومن جهة أخرى أشارت البيانات الى أن زيادة المكون الخارجى لقيمة رسملة سوق السندات الخاصة كنسبة للنتائج بـ ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادى بـ ٢,٥٪ للدول مرتفعة الدخل، ولكنها لم تكن معنوية بالنسبة للدول منخفضة الدخل.

• يوضح الجدول السابق أن زيادة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص كنسبة للنتائج بـ ١٪ يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادى بـ ١,٨٪ للدول مرتفعة الدخل، وبنحو ١,٦٪ للدول منخفضة الدخل. أما معدل التبادل فتؤدي زيادته بـ ١٪ إلى زيادة معدل النمو بـ ١,٣٪ للدول مرتفعة الدخل فقط.

• وفيما يتعلق بمؤشر التركيز المصرفى، فيرتب على زيادة المكون الخارجى لقيمتته بـ ١٪ انخفاض معدل النمو بـ ١,٧٪ للدول منخفضة الدخل، ولكن النتائج غير معنوية للدول مرتفعة الدخل. أما فيما يتعلق بمؤشر معدل دوران المال فقد أظهرت نتائج التقدير أن زيادة المكون الخارجى لهذا المؤشر بنحو ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل النمو بـ ٣,٨٪ لمجموعة الدول مرتفعة الدخل.

• وفيما يتعلق بمؤشرات التحول الهيكلى فقد دلت نتائج التقدير الموضحة بالجدول السابق أن زيادة المكون الخارجى للمؤشر المتعلق بنسبة السيولة الاجمالية لوسائل الدفع الجارية $M3/M1$ بـ ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل النمو بنحو ١,٩٪ و ٥,٧٩٪ لكل من الدول مرتفعة ومنخفضة الدخل. كما أوضحنا النتائج أن زيادة قيمة المكون الخارجى لمؤشر التحول الهيكلى لحجم القطاع المالى بـ ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل نمو نصيب الفرد من الناتج بنحو ٤,٦٪، و ٢,٦٪ لكل من الدول مرتفعة الدخل، ومنخفضة الدخل على التوالى. أما عن مؤشر التحول الهيكلى للنشاط المالى فتدل النتائج على أن زيادة المكون الخارجى له بـ ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل النمو فى كل من الدول مرتفعة الدخل، ومنخفضة الدخل بحوالى ١,٦٪، و ٠,٩٨٪ على التوالى.

- أما عن مؤشر الانفتاح المالي فقد أظهرت النتائج أن زيادة المكون الخارجى لهذا المتغير بـ ١٪ تؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي بـ ٠,١٥٪ للدول مرتفعة الدخل، و٠,٠٨٧٪ للدول منخفضة الدخل.

١. النتائج السابقة تحمل في طياتها دلالات هامة، وهى أن معظم معايير التطوير المالي تحقق آثار موجبة ومعنوية للنمو فى المدى الطويل، وهذه العلاقة لا تكون متحيزة أو أنية، وإنما ترجع إلى الأثر الخارجى والمستقل لمتغيرات التطوير المالي، وتتم من خلال مجموعة من العوامل التشريعية والقانونية بصفة أساسية. حيث كما دلت النتائج فإن الدول مرتفعة الدخل،-وهي التى تتسم بوجود نظام مالى أكثر تطوراً- تتمتع ببنية مؤسسية أكفاء، وبشفافية أعلى لمعايير المحاسبة والإقراض والتمويل، وبوجود أطر قوية لحماية حقوق الممولين والمقترضين، وتكاد تكون بيئة الأعمال الخاصة بها خالية من الفساد، بعكس الحال للدول منخفضة الدخل التى تعاني من نظام مالى أكثر تحلفاً، حيث تتسم البنية المؤسسية لديها بالهشاشة، وتعانى من ارتفاع مستوى الفساد الإدارى^(٥٩)

الجزء الرابع خيارات السياسة Policy Implications

إن تبني خطة لتطوير القطاع المالي لا يعد هدفاً في حد ذاته، بل يجب أن يكون أحد الركائز الأساسية لاستراتيجية إصلاحية شاملة تهدف إلى إزالة أحد العوائق الأساسية للنمو الاقتصادي في الدول منخفضة الدخل، ألا وهي عدم إكمال نضج وتطوير الهيكل المالي. وفي هذا السياق، وفي ضوء النتائج السابقة فإنه أمكن التوصل إلى مجموعة من الخيارات والبدائل التي قد تساعد متخذى القرار على جعل القطاع المالي محدد استراتيجي هام، وقائد أساسى للنمو في المدى القصير والطويل. القطاع المالي في الدول منخفضة الدخل مازال دون مستوى التطوير اللازم لدعم وقيادة النمو في المدى القصير، كما أنه أكثر اعتماداً على القطاع الحقيقي الذى يتسم بالجمود في الأجل القصير. أما في الأجل الطويل فمع اتساع حجم النشاط الحقيقي يزداد عمق ونشاط وكفاءة القطاع المالي المصرفي والسوقي.

- التطوير المالي المستند إلى قاعدة السوق أكثر أهمية للدول مرتفعة الدخل مقارنةً بالدول منخفضة الدخل.
- التحول الهيكلي المالي من الأساس المصرفي إلى ذلك المستند إلى الأساس السوقي ينجح في قيادة النمو في المدى الطويل لكل من الدول مرتفعة ومنخفضة الدخل. حيث أن مجرد تعميق وزيادة نشاط القطاع المالي السوقي -جنباً إلى جنب مع القطاع المصرفي- قد لا يكون إجراءً كافياً لقيادة النمو حتى في المدى الطويل في الدول منخفضة الدخل. وذلك لأن التحول الهيكلي المالي يتطلب إصلاح منظومة السياسات والتشريعات التي يعمل في ظلها الهيكل المالي بما يجعله أكثر أهمية للمجتمع في تسهيل كل من التنمية المالية والاقتصادية مقارنةً بأهمية القطاع المصرفي في أداء تلك المهام^(٦٠).

٤-١ (مضامين للاقتصاد المصري)

ونظراً لأن الاقتصاد المصري قد تبني فعلياً قضايا إصلاح وتطوير القطاع المالي بشقيه المصرفي وغير المصرفي منذ السنوات القليلة الماضية فإن الأمر يقتضى وضع مجموعة

من أولويات السياسة الاقتصادية اللازمة لتطوير القطاع المالي المصري. ومن هذا المنطلق فإن الأمر يستوجب قياس وتحليل العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو في مصر. والأمر الجدير بالذكر أننا لسنا بصدد تقييم وتحليل وضع ودور القطاع المالي وتطوره التاريخي في إطار هذا البحث، لذا فسوف يتم التعرض لنتائج قياس اتجاه العلاقة السببية بين النمو والتطوير المالي في مصر بصورة موجزة تتمشى مع هدف البحث.

٤-١-١ تقدير العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو في الاقتصاد المصري

تم الاستناد الى إختبار جرانجر للسببية في الأجل الطويل والقصير، وذلك خلال الفترة (١٩٦٠ - ٢٠٠٥) لمؤشرات التطوير المالي المصري، أما مؤشرات التطوير المالي غير المصري فقد تم إجراء التقدير للفترة (١٩٨٥ - ٢٠٠٥)، وهي سنة بداية توافر بيانات عن سوق المال، ولم يشتمل التقدير سوق السندات، حيث لا تتوافر بيانات سنوية كاملة خاصة به. وفيما يتعلق بمصادر البيانات فهي من

Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine "A New Database on Financial Development and Structure (1960-2006)" (with) New Data Updated September! 2006.

جدول (١١) نتائج تقدير إختبار جرانجر للسببية للاقتصاد المصرى

		$RD \Rightarrow G$	$G \Rightarrow RD$
Z5	S.R	(2.45)***	-
	L.R	(5.91)*	(2.90)***
Z6	S.R	(2.73)*	-
	L.R	-	-
Z10	S.R	(5.6)*	-
	L.R	(5.4)*	(3.25)**
Z7	S.R	(3.52)**-	-
	L.R	-	-
V2	S.R	(2.6)*	-
	L.R	-	-
V3	S.R	(3.11)**	-
	L.R	-	-
F3	S.R	(6.01)*	-
	L.R	-	-
M3/M1	S.R	(9.08)*	-
	L.R	(6.6)*	(8.18)*
ST3	S.R	-	-
	L.R	(2.18)***	-
ST4	S.R	-	-
	L.R	(11.58)*	-
P	S.R	(7.14)*	-
	L.R	-	-

أظهرت نتائج تقدير إختبار جرانجر للسببية والمعروضة بالجدول السابق ما يلى:

- تأييد فرضية العرض فى كل من الأجل القصير والطويل لمؤشرات نسبة أصول المصارف التجارية للنتائج المحلى الاجمالى (Z5)، وأصول المؤسسات المالية الأخرى كنسبة للنتائج المحلى الاجمالى (Z6)، والسيولة الاجمالية كنسبة لنتائج (Z10)، و $M3/M1$. بينما تتحقق فرضية العرض فى الأجل القصير فقط لمؤشرات الائتمان الموجه بواسطة المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية للنتائج المحلى

الاجمالي (V2)، ومؤشر الانفتاح المال (P)، وكذلك مؤشرات التطوير المالي المستند الى الأساس السوقي (V3) و (F3).

- تحقق فرضية العرض والطلب معاً (علاقة مزدوجة الاتجاه) في الأجل الطويل لمؤشرات أصول المصارف التجارية كنسبة للنتائج (Z5)، والسيولة الاجمالية كنسبة للنتائج (Z10)، ومؤشر السيولة الاجمالية كنسبة الى وسائل الدفع الجارية $M3/M1$. هذا وقد أيدت النتائج تحقق فرضية العرض في الأجل الطويل فقط لمؤشرات التحول الهيكلية لحجم ولنشاط القطاع المالي من قاعدة المصارف الى قاعدة السوق (ST3)، و (ST4).

٤-١-٢ تحليل وتفسير النتائج للاقتصاد المصرى

يمكن إرجاع النتائج السابقة لسيطرة القطاع المصرفى مقارنةً بالمؤسسات المالية الأخرى فى تخصيص وتوظيف المدخرات فى الاقتصاد المصرى. فبينما تزايدت نسبة أصول المصارف التجارية إلى النتائج المحلى الإجمالى من ٥٥٪ إلى ٧٥٪ بين الفترتين (١٩٨٠ - ١٩٩٥)، (١٩٩٦ - ٢٠٠٥)، فقد زادت نسبة أصول المؤسسات المالية الأخرى من ٥,٨٪ إلى ٧,٣٪ فقط خلال نفس الفترة. كذلك أوضحت المؤشرات أنه على الرغم من زيادة حصة الإئتمان المقدم من المؤسسات المصرفية وغير المصرفية للقطاع الخاص من ٣٧٪ فى متوسط الفترة (١٩٨٠ - ١٩٩٥) إلى ٥٧,٨٧٪ فى متوسط الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠٥) إلا أنها لم تفلح فى زيادة معدلات النمو الاقتصادى فى المدى الطويل، وقد يكون ذلك إنعكاساً لعدم كفاءة توظيف وتخصيص القروض. وفيما يتعلق بمؤشرات التطوير المالي المستند الى قاعدة السوق فإنه بالرغم من زيادة حجم رسملة السوق من ٢٢٪ كنسبة للنتائج المحلى الإجمالى إلى ٣١٪ فى متوسط الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠٠٥) مقارنةً بالفترة (١٩٩٥ - ٢٠٠٠)، إلا أن القيمة التبادلية للأسهم لم تتجاوز ٥,٨٪ كنسبة للنتائج فى متوسط الفترة (٢٠٠٠ - ٢٠٠٥)، وظل معدل الدوران فى سوق المال أقل من ٢٠٪. وهو ما يؤكد على انخفاض سيولة ونشاط سوق المال مقارنةً بحجمه وذلك بسبب ضآلة عدد الشركات المقيدة، وعدم تمثيل سوق المال لعدد كبير من مؤسسات وقطاعات الاقتصاد القومى، وارتفاع درجة

التركز والانغلاق لنشاط التداول في سوق المال، إضافةً الى ما سبق فإن التعامل في سوق المال في مصر يخضع لمنظومة من القواعد والمتطلبات التنظيمية والتشريعية وهو الأمر الذي يقلل من مساهمة سوق المال في الاحتفاظ بمعدلات عالية للنمو في المدى الطويل^(١١). وعلى الجانب الأخر فإن زيادة مستوى السيولة الإجمالية في الاقتصاد المصري يعكس في طياته حدوث تطورات وابتكارات مالية مصرفية وغير مصرفية، وهو ما ينعكس إيجابياً على معدلات النمو الاقتصادي في المدى القصير والطويل. حيث زادت نسبة السيولة الإجمالية من ٧٨٪ في متوسط الفترة (١٩٨٠ - ١٩٩٥) إلى ٨٢٪ في متوسط الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠٥)، كما زادت نسبة الإدخار المالي (M1 - M3) للنتائج المحلى الاجمالي من ٥١٪ إلى ٦٣٪ خلال نفس الفترة. كما تؤكد النتائج السابقة على أنه رغم الإصلاحات المالية العديدة التي نفذها الاقتصاد المصري - حيث زادت قيمة مؤشر الإصلاح المالي من ٦,١ درجة في متوسط الفترة (١٩٩٠ - ٢٠٠٠) إلى ٧,٥ درجة في متوسط الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٥) إلا أنها كانت أقل من المستوى المرغوب اللازم لحفز النمو في الأجل الطويل. كذلك أكدت النتائج على أن تحول الهيكل النسبي للقطاع المالي من قاعدة المصارف الى قاعدة السوق ينجح في تحقيق وقيادة معدلات عالية للنمو في المدى الطويل، أما في المدى القصير فلا تفلح تلك التحولات في تحقيق معدلات عالية للنمو. وهو ما يؤكد على أن أسواق المال لا يمكن أن تتطور أو تزدهر دون وجود إجراءات طويلة الأجل لتدعيم بنائها المؤسسي، ووجود ثقة عامة في قدرة أسواق المال على أن تكون اللاعبين الأكبر في تخصيص الموارد وإدارة المخاطر وتوزيع محافظ الاستثمار، وإتاحة المعلومات تحت مظلة شاملة من الرقابة والشفافية والوضوح والالتزام بتنفيذ النظم التشريعية والإشرافية. وفي هذا السياق دلت النتائج على زيادة قيمة كل من مؤشر التحول النسبي الهيكل للتحجيم والنشاط من ٠,٠٨٣، و٠,٠١٤، على التوالي في متوسط الفترة (١٩٨٥ - ١٩٩٥)، الى ٠,٣٢، و٠,١٤ في متوسط الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠٥).

بناءً على ما سبق تشير النتائج إلى أن الاقتصاد المصري بحاجة ماسة إلى استراتيجية تمويلية طويلة الأجل من شأنها تحفيز التطوير المالي، ليس فقط من خلال تعميق الهيكل

المالى المصرفى وتحسين نشاطه وكفاءته، بل توسيعه لصالح القطاع المالى غير المصرفى بهدف تعظيم مساهمته على المدى الطويل فى تحقيق نمو متواصل.

٤-٢ استراتيجية تحديث وتطوير القطاع المالى (بدائل، خيارات، آليات)

لعل أحد أسباب عدم الفاعلية والفعالية الكاملة لدور القطاع المالى فى دعم النمو فى الأجل القصير والطويل لكثير من الدول النامية هو عدم مراعاة التسلسل الزمنى المنطقى فى تنفيذ برنامج الإصلاح والتحديث المالى. حيث أكدت الشواهد التطبيقية على أن تحديث القطاع المالى لن ينجح فى تحقيق أهدافه ما لم يصاحبه إصلاحات ضريبية ومالية ونقدية وهيكلية. لذا فإن متوالية الإصلاح الاقتصادى يجب أن تسير على هذا النحو: إصلاح الأسعار، إصلاح ضريبى ومالى، إصلاح القطاع المالى والتمويلى، إصلاح السياسة التجارية، تحرير حساب رأس المال والمدفوعات الخارجية^(٦٢). علاوة على ذلك فإن إصلاح القطاع المالى ذاته يجب أن يخضع لمتوالية زمنية تبدأ بتحديث وإصلاح القطاع المالى المستند إلى الأساس المصرفى (الخاص والحكومى)، ثم تطوير وإصلاح الأسواق الأولية للأسهم والسندات والأوراق الحكومية، يعقبها تطوير وإصلاح أسواق السندات الخاصة، ثم يتلوها تطوير الأسواق الثانوية، وتنتهى المتوالية بتطوير وتنمية أسواق المشتقات والابتكارات المالية المصرفية والرأسمالية^(٦٣).

ومن هذا المنطلق يمكن طرح استراتيجية لتحديث وتطوير القطاع المالى تستند إلى الخطوات التالية:

- إجراءات قصيرة المدى تنطوى على توفير بيئة اقتصادية مساندة للنظام المالى المستند الى قاعدة المصارف.
- إجراءات متوسطة الأجل تتضمن تحديث وبناء نظام مصرفى أفضل.
- إجراءات طويلة المدى تنطوى على تطوير البناء المؤسسى للهيكل المالى المستند الى قاعدة المصارف والسوق.

وفىما يلي عرض موجز لأهم آليات هذا النهج الاستراتيجى.

أ- إجراءات قصيرة الأجل:

إن إقامة قطاع مالى متطور يتطلب بيئة اقتصادية كلية مساندة. ويقتضي ذلك انتهاج منظومة من السياسات المالية والنقدية الواضحة والمتعلقة باستقرار التوقعات المستقبلية بشأن تكوين رؤية مستقرة حول فرص الاستثمار المربحة، ويجب أن تتعلق تلك السياسات بالضرائب وباستقرار الأسعار، وسعر الفائدة وما لذلك من آثار واضحة على حجم وربحية وتسعير ونمو أدوات ومنتجات التمويل المصرفى والمالى^(٦٤).

ب- إجراءات متوسطة الأجل: بناء نظم مصرفية أفضل

Better Bank – Based System:

يتطلب بناء نظم مصرفية أكثر تطوراً انتهاج منظومة من الإجراءات الكمية والنوعية والتنظيمية أهمها^(٦٥):

- تدعيم المنافسة المصرفية وتقليل عوائق الدخول للنشاط المصرفى وذلك من خلال تقليل حجم الملكية الحكومية للقطاع المصرفى من خلال زيادة الخصخصة. ويمكن تعزيز المنافسة المصرفية من خلال إجراءات تركز على الدور الرقابى والاشرافى وذلك لضمان تحقق الآثار المنشودة من المنافسة المصرفية.
- تحسين إمكانية الحصول على التمويل المصرفى والخدمات المالية المصرفية لأكبر عدد من الأفراد والشركات والقطاعات فى المجتمع. وذلك من خلال نشر وإتاحة الخدمات المالية المتنوعة فى الخصائص على نطاق واسع، وهو الأمر الذى يؤدى إلى التعميق المالى المحلى، وإلى انتشار وفورات النطاق، وانخفاض نفقات التمويل.
- تدويل القطاع المصرفى: لاشك أن انفتاح الباب أمام التجارة العالمية فى الخدمات سوف يؤدى إلى تحسين وتطوير القطاع المالى بحيث يصبح أكثر عمقاً وتكاملاً وتنوعاً ونضجاً. لذا فيجب على الدول أن تسرع بعملية تدويل الصناعة المصرفية وتعتبرها جزءاً أساسياً فى عملية تحرير الخدمات المالية.

◆ العلاقة السببية بين معايير التطوير المالي والنمو الاقتصادي .. ◆

- التحول من أنظمة الدفع اليدوية التقليدية إلى أنظمة الدفع الإلكترونية من شأنه زيادة كفاءة وسيولة وعمق النظام المصرفي.
- تشجيع نهج أسلوب العمل المصرفي الشامل بحيث لا يتم تقديم معظم الخدمات المالية إلا بواسطة قطاعات مصرفية تتسم بحسن الإدارة والإشراف، وتتمتع بأحجام كبيرة من رؤوس الأموال، ولها شركاء أجنبى على درجة من الثقة والثقل.
- إعطاء أولوية لبرامج التدريب البشري المصرفي، وتكنولوجيا الائتمان وذلك لتحسين كفاءة العاملين بالقطاع المصرفي. على أن يتم تنويع هذه البرامج بين دورات إشرافية، ودورات لإدارة المخاطر وتوزيعها، ولتقييم الاستثمار وتخطيطه.
- والأمر الجدير بالذكر أن بناء نظام مصرفى أكثر تطوراً لا يمكن أن يكتمل دون وجود مجموعة متناسقة من الإجراءات المؤسسية. بمعنى التصميم الجيد والتنفيذ الجاد للتشريعات واللوائح والقواعد المتعلقة بالمحاسبة والمراجعة والتقييم والإفصاح والتحليل والتنظيم المالى المصرفي. حيث يمكن أن ينبج عن الإصلاحات المالية سائلة الذكر فجوة خطيرة تتمثل فى التحديث فى ظل إطار مؤسسى ضعيف. وهنا يأتى دور الإجراءات طويلة الأجل. ومن جهة أخرى فإن مجرد وجود قطاع مصرفى متطور هو أمر غير كاف لتحقيق معدلات مرتفعة للنمو، وهذا ما أوضحته نتائج تحليل العلاقة السببية فى الدول منخفضة الدخل، وفى مصر.
- إنطلاقاً مما سبق فإن وجود أسواق متطورة للأسهم والسندات ليس فقط مصدر قوة فى حد ذاته، بل قد يكون مصدر قوة لزيادة تنافسية القطاع المصرفي.

(ج) إجراءات طويلة الأجل (البناء المؤسسى للقطاع المالى)

Institution Building for Financial Sector

ينطوي هذا المحور على عديد من الآليات المؤسسية التى تؤثر على التطوير المالى بمختلف أبعاده ومعاييرها^(٦٦):

- تصميم التشريعات والأنظمة والقوانين والرقابة ووسائل فرض النظام داخل أسواق المال الأولية والثانوية.
 - التنفيذ الجاد لإرشادات التقييم واللوائح التنظيمية، وتطوير مؤسسات ووكالات التقييم المحلية والأجنبية.
 - الإشراف على مؤسسات سوق الأوراق المالية، والتأكد من مدى خضوع التداول لآليات السوق الحر.
 - رفع مستوى الهيئات ذاتية التنظيم مثل غرف المقاصة والبورصات.
 - إصلاح نظم المعاشات والتأمين، على أن تصحبها إجراءات لتطوير صناديق الاستثمار وهو ما يؤدي إلى توسيع قاعدة المؤسسات القائمة في سوق الأسهم والسندات، وإلى زيادة السيولة في السوق.
 - تحسين كفاءة الهيكل القضائي والتشريعي للبيئة التي تعمل في ظلها المؤسسات المالية من خلال تحديد الحقوق والالتزامات لكل المتعاملين في أسواق المال والمؤسسات المالية، ووجود نظام قضائي فعال ومستقل، ومدعم لحماية الحقوق والملكيات وغيرها من القواعد والقوانين والواضحة والكافية لحماية المستثمرين والمدخرين وكافة المتعاملين في أسواق المال والسندات.
- خلاصة ما سبق أنه لكي تزداد مساهمة القطاع المالي في دعم النمو فإن الأمر يقتضي انتهاج استراتيجية متعددة المحاور والآليات المتواصلة: **حيث في الأجل القصير** التركيز على تطوير القطاع المصرفي - حيث أنه في الأجل القصير يكون أكثر فاعلية في تحقيق معدلات مرتفعة للنمو - وذلك من خلال: بيئة اقتصادية كلية مستقرة. وفي الأجل المتوسط بناء نظام مصرفي أفضل. **أما في الأجل الطويل** التوجه والتركيز نحو بناء نظام مالي أفضل من خلال تقوية البناء المؤسسي للهيكل المالي السوقي والمصرفي.

الجزء الخامس

الخلاصة والاستنتاجات

تبرز أهمية البحث في أن التطوير المالي يعد أحد أهم محددات النمو الاقتصادي خاصة في ظل شيوع مفاهيم العولمة وتحرير التجارة في الخدمات المالية. ومن هنا فإن السؤال الذي يفرض نفسه هو ما الذي يجب فعله لتطوير القطاع المالي وجعله قائداً أساسياً للنمو؟ وعلى هذا النحو فإن الأمر يقتضى التعرف على اتجاه العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي، وتوضيح البدائل المتعلقة بالسياسات الاقتصادية اللازمة لتدعيم تنافسية ومساهمة القطاع المالي في النمو. ومن هذا المنطلق يقوم البحث على فرضية أساسية مؤداها «توجد علاقة سببية غير محددة الاتجاه بين التطوير المالي والنمو الاقتصادي». وإستناداً الى ذلك تناول البحث عدد من معايير التطوير المالي والتي تم تصنيفها الى معايير تتعلق بالحجم وأخرى تتعلق بنشاط القطاع المالي، ومعايير تتعلق بالكفاءة، وأخرى تتعلق بالانفتاح، ومعايير تتعلق بالتحول الهيكلي من أنظمة مالية مستندة الى قاعدة المصارف إلى أخرى مستندة إلى قاعدة السوق. وقد انصرف البحث إلى تحليل مؤشرات التطوير المالي بين الدول المصنفة حسب الدخل، وذلك خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٥)، كما تضمن الجزء التطبيقي مجموعة من النماذج القياسية لاختبار العلاقة السببية بين التطوير المالي والنمو. وتمثلت أهم النتائج العملية للبحث فيما يلي:

- القطاع المالي المصرفي، وغير المصرفي، وذلك المستند إلى قاعدة السوق (أسواق المال) يكون أكثر عمقاً وإتساعاً ونشاطاً وكفاءة وإنفتاحاً في الدول مرتفعة الدخل مقارنةً بالدول منخفضة الدخل. وأن القطاع المالي في الدول مرتفعة الدخل يكون أكثر إستناداً إلى قاعدة السوق، بينما يكون أكثر إعتياداً على قاعدة المصارف في الدول منخفضة الدخل.
- تحقق فرضية العرض في الأجل القصير لمعظم مؤشرات التطوير المالي المستند الى قاعدة المصارف وذلك في الدول مرتفعة الدخل، بينما لا توجد أي علاقة سببية بين تلك المؤشرات والنمو للدول منخفضة الدخل في الأجل القصير. ومن جهة أخرى توجد

علاقة مزدوجة الاتجاه بين معايير التطوير المالى المصرفى والنمو فى الأجل الطويل لكل من الدول مرتفعة ومنخفضة الدخل.

- عدم وجود علاقة سببية بين التطوير المالى المستند الى قاعدة السوق والنمو إلا فقط فى الأجل الطويل للدول مرتفعة الدخل، أما فى الدول منخفضة الدخل فتتحقق فرضية الطلب لتلك المؤشرات فى الأجل الطويل فقط، الأمر الذى يعنى ضعف المؤسسات المالية غير المصرفية فى قيادة النمو فى الدول منخفضة الدخل.
- أكدت نتائج التقدير للاقتصاد المصرى تحقق فرضية العرض فقط فى الأجل القصير، وعدم قدرة القطاع المالى (المصرفى وغير المصرفى) على قيادة النمو فى المدى الطويل، إلا فقط عند تحول هيكل القطاع المالى نسبياً من قاعدة المصارف الى قاعدة السوق.
- من هذا المنطلق لابد من تبنى استراتيجية متعددة المراحل والآليات محتواها هو توفير بيئة اقتصادية كلية مساندة للتطوير المالى فى الأجل القصير، وبناء نظام مصرفى أفضل وأكثر تطوراً فى المدى المتوسط من خلال التركيز على التمويل والتدريب والتكنولوجيا والإشراف والإدارة، ثم توسيع وتطوير الإطار المؤسسى للنظام المالى المصرفى والسوقى فى الأجل الطويل.

المراجع

- (1) Susan Creane, Rishi Goyal, A. Mushfiq Mobarak, and Randa Sab, "Financial Sector Development in the Middle East and North Africa", **IMF Working Paper, WP/04/201**, October 2004, PP; 10-14.
- (2) See;
-Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Luc Laeven, and Ross Levine, "Finance Firm Size, and Growth", **Policy Research Working Paper Series, World Bank**, No 3485 2004, P; 8.
- Ross Levine, "Finance and Growth: Theory and Evidence" "in **Handbook of Economic Growth**", Eds: **Philippe Aghion and Steven Durlauf** The Netherlands: Elsevier Science, 2005, PP; 4-7.,
- (3), "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?" **Journal of Financial Intermediation**, 2002, Vol(11), PP; 1-30.
- (4) Felix Eschenbach, "Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature", **Tinbergen Institute Discussion Paper**, TI 2004-039/2, PP; 5-14.
- (5) Woo S. Jung, "Financial Development and Economic Growth: International Evidences", **Economic Development and Cultural Changes**, Vol: 34, 1986, PP; 336-346.
- (6) Robert G. King. and Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", **Quarterly Journal of Economics**, Vol; 108, 1993, PP; 717-38.
- (7) Ross Levine, and Sara Zervos,. "Stock Markets, Banks, and Economic Growth.", **American Economic Review**, June; 1998, Vol. 88, No. 3, PP; 537-58.
- (8) Panicos O. Demetriades, and Khaled A.Hussein, "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from Sixteen Countries", **Journal of Development Economics**, Vol; 51, 1996., PP; 387-411.
- (9) Alif Darrat, "Are Financial Deeping and Economic Growth: Causality Related? Another Look at the Evidences", **International Economic Journal**, Vol. 13, No. 3, 1999.
- (10) Sumit Agarwal, "Stock Market Development And Economic Growth: Preliminary Evidence From African Countries", **Journal of Sustainable Development in Africa**, Vol. 3 No.1, Spring, 2001.
- (11) Grsoy, Cudi Tuncer, & M.sl.mov , Al.vsat, "Stock Markets and Economic Growth: A Causality Test", **Institute of Social Sciences, Istanbul Technical University**, January 1998.
- (12) Cesar Calderon, & Lin Liu, "The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth", **Central Bank of Chile, Working Papers**, No. 184, October 2002.

- (13) Dimitris K. Christopoulos, Efthymios G. Tsionas, "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests", **Journal of Development Economics**, Vol. 73 , 2004.
- (14) Ghazi Boulila, and Mohamed Trabelsi, "The Causality Issue in the Finance and Growth Nexus: Empirical Evidence from MENA Countries", **10th ERF Conference, Morocco**, 2003
- (15) Fatima-Zohra, & Alaoui Moustain., "Does Financial Development Cause Economic Growth? An Empirical Investigation Drawing On The Moroccan Experience", **Lancaster University Management School, LUMS Working Papers Series**, Working Paper 2004/045.
- (16) Hong Leng Chuah and Van-Can Thai, "Financial Development and Economic Growth: Evidence from Causality Tests for the GCC Countries", **IMF Working Paper**, Decembre 6, 2004, WP/ 04/XX
- (17) Suleiman Abu-Bader, and Aamer S. Abu-Qarn, "Financial Development and Economic Growth: Time Series Evidence from Egypt", **Monaster Center for Economic Research**, BerSheva, Israel, **Discussion Paper**, No. 05-14, July. 2005.
- (18) "Financial Development and Economic Growth Nexus; Time Series Evidence from Middle Eastern and North African Countries", **Monaster Center for Economic Research**, , Israel, **Discussion Paper**, No. 06-09, September, 2006.
- (19) Xiaoqiang Cheng and Hans Degryse, "The Impact of Bank and Non-Bank Financial Institutions on Local Economic Growth in China", **TILEC Discussion Paper**, No; 2006-9, April, 2006.
- (20) Ross Levine, "Finance and Growth: Theory and Evidence", Op. Cit, P.5.
- (21)- Amar Bhidé" .The Hidden Costs of Stock Market Liquidity", **Journal of Financial Economics**, Vol. 34, No.(1), 1993, PP. 1-51
- (22) See:
-Randal-Morck, and Masao Nakkamura, "Banks and Corporate Control in Japan", **Journal of Finance**, Vol. 54, 1999, PP: 319-340.
Ross Levine & Asli Demirguc-Kunt, "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons". **Policy Research Working Paper Series, No. 2413, World Bank**, 2000.
- (23) Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, "A New Database on Financial Development and Structure", **Policy Research Working Paper, WPS2146 World Bank** 1999, PP: 3-5.
- (24) Ibid, PP; 13-14.
- (25) Training for Financial professional, "A Primer on Financial Markets", **Digital University**, 2007.
- (26) See:
- Robert C Merton, and Zvi Bodie" .The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure ".**Journal of Investment Management** Vol; 3, No; 1, 2005, PP; 15-18.

- Robert C Merton, "Financial Innovation and Economic Performance", Journal of Applied Corporate Finance, Vol; 4, 1992, PP; 12-22
- (27) Ross Levine, "Financial Functions, Institutions, and Growth." in Sequencing Financial Strategies for Developing Countries, Eds.: Allison Harwood and Bruce L.R. Smith, Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 1997, PP; 19-21.
- (28) Caroline Waqabaca, "Financial Development and Economic Growth in Fiji", Economics Department Reserve Bank of Fiji, Working Paper 2004/03, December 2004, P; 10-11.
- (29) Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, "A New Database on Financial Development and Structure", Op.Cit, PP; 6-7
- (30) Susan Creane, Rishi Goyal, A. Mushfiq Mobarak, and Randa Sab, "Banking on Development". Finance and Development, Vol. 40, No (1), March 2003, P; 28.
- (31) Thorsten Beck , Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine, "The Financial Structure Database", in Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development , Eds. Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine. Cambridge, MA: MIT Press, 2001, P; 23.
- (32) Ross Levine, "More on Finance and Growth: More Finance, More Growth", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 85, No. 4, 2003, PP; 34-35.
- (33)....., "Stock Market Liquidity and Economic Growth: Theory and Evidence", in Finance, Research, and Education, and Growth eds. Luigi Paganetto and Edmund S. Phelps, New York: Palgrave MacMillan, 2003, P; 12.
- (34) Valpy FitzGerald, "Financial Development and Economic Growth: A Critical View", World Economic and Social Survey 2006. P; 5.
- (35) Asli Demirgüç-Kunt, Luc Laeven, and Ross Levine, "Regulations, Market Structure, Institutions, and the Cost of Financial Intermediation", Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 36, No. 3, June, 2004, PP; 595-600.
- (36) Ibid, PP; 600-610.
- (37) Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, "Stock Market Development and Financial Intermediary Growth: A Research Agenda", WPS 1159, World bank, July 1993, P; 6.
- (38) David Lyunch, "Alternatives Measurers of Financial Development", CMBF Papers, Centre of Study in Money, Banking, And Finance, Macquarie University No. 5, September. 1993, PP; 10-12.
- (39) Ghazi Boulila, and Mohamed Trabelsi, "The Causality Issue in the Finance and Growth Nexus: Empirical Evidence from MENA Countries", Op. Cit, PP; 8-9.

- (40) Thorsten Beck and Ross Levine, "Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank-Based System Matter?" , **Journal of Financial Economics**, 2002, PP; 12-13.
- (41) Enrique Gelbard and Sergio Pereira Leite, "Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa", **IMF Working Paper**, No. 99/105, August 1999, PP; 18-22.
- (42) Ross Levine, Norman Loayza, Thorsten Beck, "Financial intermediation and growth: Causality and causes", **Journal of Monetary Economics**, Vol; 46, 2000, PP; 31-77.
- (43) Stefan Kawalec, and Krzysztof Kluza, "Challenges of Financial System Development in Transition Economies", **Paper for Program of Seminars "Making the Global Economy Work for Everyone" held on the Occasion of the Annual Meetings of the International Monetary Fund and the World Bank**, Prague, 22-25 September, 2000
- (44) Paul Wachtel, "Growth and Finance: What Do We Know and How Do We Know It?" **International Finance**, Volume 4, No. 3, 2001, pp. 335-362.
- (45) Ryan Comton, "On the Evolution of Financial Development and Economic Growth", **Review of Development Economics**, Novembre, 2005, PP: 4-5.
- (46) Peter N. Ireland , "Money and Growth: An Alternative Approach." **American Economic Review**, March 1994, 47-65.
- (47) Marco Pagano ., 1993, "Financial Markets and Growth: An Overview", **European Economic Review**, Vol(37), No(2-3), PP; 613-622
- (48) Randall K. Filer, Jan Hanousek and Nauro F. Campos, "Do Stock Markets Promote Economic Growth?", **CERGE-EI, Graduate Center of the City University of New York, Working Paper** No; 267, September 1999, P; 10.
- (49) Gerhard Fink, Peter Haiss, & Sirna Hristoforova, "Bond Markets and Economic Growth", **IEF Working Paper** Nr. 49m , April 2003, PP; 7-8.
- (50) Richard L. Meyer, "Eight Questions about the Relationship between Finance and Economic Development", **Presented at the Meetings of SOBER, Juiz de Fora, Brazil,** July 27, 2003.
- (51) Sumit Agarwal, "Stock Market Development And Economic Growth: Preliminary Evidence From African Countries", **Journal of Sustainable Development in Africa**, Spring 2001.
- (52) Nicola Cetorelli, and Michele Gambera, "Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data," **The Journal of Finance**, Vol. 56, No. 2, April 2001, PP; 648- 671.
- (53) Randall K. Filer, Jan Hanousek and Nauro F. Campos, "Do Stock Markets Promote Economic Growth?", **CERGE-EI, Graduate Center of the City University of New York, Working Paper**, No; 267, September 1999, PP; 10.-11
- (54) Stefan Kawalec, and Krzysztof Kluza, Op.Cit, PP; 12-13.

- (55) Panicos O. Demetriades, and Khaled A. Hussein, "Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-series Evidence from 16 Countries?", Journal of Development Economics, Vol; 51, No; 2, Decembre 1996, PP; 390-400.
- (56) Shankha Chakraborty, Tridip Ray, "Bank-based versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis Journal of Monetary Economics, Volume 53, 2006, PP; 22-26
- (57) Valpy FitzGerald, Op.Cit, PP; 17-18.
- (58) Rafael Laporta, Florencio Lopez-de-Silanes,; Andrei Shleifer,; and Robert W Vishny, "Law and Finance," Journal of Political Economy, December, Vol (106), No; 4, 1999, pp. 1113-1115.
- (59) Ross Levine , & Asli Demirguc-Kunt, Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Compariso ", PP; 21-40.
- (60) Erik Berglof and Patrick Bolton, "The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition', Europe and Central Asia, World Bank Publication Working Paper Number 414, December 2001, PP; 26-27.
- (٦١) سلوى العنتري، «دراسة حالة البورصة المصرية»، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا-
الأسكوا، إجتماع الخبراء حول دور أسواق المال في التنمية، الأمم المتحدة، سبتمبر، ٢٠٠٦، ص ص،
٢٦،١٠
- (62) Nasser Saidi, "Financial Sector Development & Reform", ERF Papers, - Number 2 - Summer 2004.
- (63) Nadeem Ui Haque, "Developing of Financial markets in Developing Economies', Finance & Development, March 18, 2002
- (64) Inter-American Development Bank, "Financial Market Strategy", Sustainable Development Department Sector Policy and strategy Papers Series, May 2000. PP; 5-12
- (65) See:
- Policy Brief, "Financial Sector Weakness and the East Asia Crisis", International Centre for Economic Growth, No, 9902.
-....., "Financial Development, Economic Growth, and Corporate Governance", ", International Centre for Economic Growth, No, 9906.
- (66) See:
- Philip Arestis, "Finance and Development: Institutional and Policy Alternatives to Financial Liberalization", The Levy Economics Institute of Bard Colleg, Working Paper No. 377, April, 2003.
- Thorsten Beck, "Creating an Efficient Financial System: Challenges in a Global Economy", Policy Research Working Paper Series, World Bank, No 3856, PP; 6-28.