هطبتلا او قولإ ا ة يلك-لصوملا قعم اج
٢٠٠٨

لا ميلـ .فارلقـ ..ينتقـ ـع ٩١ د .لجم ٣٠ ة نسـ ل

ص ص [٢٨١-٣٠٤]

الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في الدول النامية(*)

الدكتور مفيد ذنون يونس
دعلم ذ ا تسأ-د لصقلا جهة
هطبتلا او قولإ ا ة يلك-لصوملا قعم اج
mufeedthanoon@yahoo.com

مثنى عبد الرزاق الدباغ
سرد م-د لصقلا جهة
لكنا ة قلاو رالإا ة يـ-لصوملا قعم اج
Muthana_aldabgh@yahoo.com

المستخلص

يهدف البحث إلى دراسة العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، فهناك جدل قائم بين الاقتصاديين حول هل إن الأسواق المالية تسبب النمو الاقتصادي أم أن الأسواق المالية هي نتيجة مترتبة على النشاط الاقتصادي المتزايد؟ أم كلا الأمرين معاً؟.

تضمن البحث مقدمة وثلاثة محاور رئيسة يمثل الأول الآراء النظرية والثاني هو العمل التجريبي الذي تم تقسيم دول العينة فيه حسب تطورها المالي، أما الثالث فيتناول النتائج التجريبية باستخدام جدولة البيانات المزدوج{The Panel Data}، ثم الاستنتاجات والتوصيات.

أما أهم ما توصل إليه البحث فهو اختلاف أثار الأسواق المالية في النمو الاقتصادي بين الدول باختلاف مدى تطورها المالي والاقتصادي،فضلاً عن السياسات الاقتصادية لتلك الدول، ومعظم نتائج الاختبارات أظهرت أن الدول ذات التطور المالي تؤثر فيها الأسواق المالية بشكل كفوء وكبير على النمو الاقتصادي، كما يؤثر النمو الاقتصادي في زيادة كفاءتها وتكامل عملها، وكان العكس صحيح بالنسبة للدول ذات التطور المالي المنخفض.

(*) البحث مستل من اطروحة الدكتوراه الموسومة "تأثير الأسواق المالية في النمو الاقتصادي لبلدان نامية مختارة"، كلية الادارة والاقتصاد –جامعة الموصل.

ثحبلا املاتسلخو أ ت ٢٠٠٧/٣/١ وشلا الو بقخو أ ت ٢٠٠٧/٩/٢٣

The Financial Markets And Economic Growth In Developing Country

Dr. Mufeed T. Younis
Assistant Professor- Dept. of Economics
University of Mosul

Dr. Muthana A. Al-Dabbagh
Lecturer- Dept. of Economics
University of Mosul

ABSTRACT

The current paper aims at studying the relationship between financial markets and economic growth. There is a gradual controversial among economists about a question that say if financial markets may cause economic growth or if financial markets is a real result for the increased economic activity ? or both states.

The paper included an introduction and three basic themes .The first represents theoretical concepts the second is the empirical aspect in which sample states are divided according to their financial development. The third deals with the empirical results by using" The Panel Date" and finally conclusions and recommendations.

The most important results of this paper is the difference of financial markets in economic growth among countries by the difference in its financial and economic development. Also, economic policies for these countries and most results for the tests showed that countries of financial development are being affected by financial markets largely and efficiently on economic growth. Economic growth may affect in increasing the efficiency and the completion of its duty for the financial markets. The opposite is the right for states of reduced financial development.

١. المقدمة

يؤسس النمو الاقتصادي في المدى الطويل على مدى توافر التقدم التقني الذي يعتمد بشكل أو بآخر على تنمية القطاع المالي، وتؤثر الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية، إذ تحتاج العديد من الاستثمارات إلى الالتزام طويل الأجل بتوفيررأس المال ولكن المدخرين كثيراً ما يتردون في التخلي عن مدخراتهم لمدة طويلة. وتأتي الأسواق المالية لتجعل الاستثمار أقل خطورة وأكثر جاذبية لأنها تسمح للمدخرين بالحصول على الأصول وبيعها بسرعة إذا رغبوا باسترداد مدخراتهم أو تغيير محافظ أوراقهم المالية، وفي الوقت نفسه تتمتع الشركات بفرصة الحصول بشكل دائم على رأس المال من خلال إصدارات أسهم رأس المال. والأسواق التي تتحقق فيها السيولة تساعد على تسهيل الاستثمارات طويلة الأجل والأكثر ربحية وأن تحسين تخصيص رأس المال يعزز إقامة النمو الاقتصادي طويل الأجل. وهذه الآراء تبناها العديد من الاقتصاديين منهم بيك ولويزا وكنك وليفن وزيرفوس وآخرون (Beck.,T., Loayza,N. King, R. Zervos, S., Levine, R.) ، في حين يرى اقتصاديون آخرون أمثال روبنسن وموديكلياني (Robinson ,J.، Modigliani, F.,)أن النمو الاقتصادي من شأنه أن يخلق طلباً على الأنواع المختلفة من الخدمات المالية، أي أن النظام المالي هو الذي يستجيب للنمو الاقتصادي، إذ إن التوسع الاقتصادي يتطلب خدمات وآلات مالية جديدة. في حين رأى آخرون ومنهم سمث وروبرت ولوكاس (Smith, Robert, Lucas) أن للأسواق المالية دور محدود

في النمو الاقتصادي، أو لها دور سلبي على النمو الاقتصادي في بعض الأحيان، حيث يرى أصحاب هذا الرأي كيفية توضيح حقيقة أن القطاع الذي بالإمكان عده مسؤولاً جزئياً عن التقدم الناجح للنمو الاقتصادي يعد في الوقت نفسه مسؤولاً على الأقل في تحفيز الأزمات التي تخفض النمو الاقتصادي.

من هنا أثيرت مناقشات جدلية حول هل أن التنمية المالية (الأسواق المالية) تسبب النمو الاقتصادي، أم أن التنمية المالية (الأسواق المالية) هي نتيجة مترتبة على النشاط الاقتصادي المتزايد؟ أم كلا الأمرين معا؟.

وتنطلق فرضية البحث من المشكلة السابقة وتنقسم إلى:

١. إن التأثير بين الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي يتباين بتباين درجة النمو الاقتصادي ودرجة التطور المالي للدول. فكلما كان النشاط الاقتصادي متطوراً والأسواق المالية مزدهرة كان للأسواق المالية تأثير أكبر على النمو الاقتصادي. كما يفترض البحث علاقة تأثير متبادل بين الأسواق المالية والنشاط الاقتصادي في الدول النامية المختارة في البحث.
٢. إن القطاع المصرفي وأسواق الأوراق المالية في الدول النامية هما سوقان متكاملان وليسا مُتنافسين في تأثيرهما على النمو الاقتصادي.

اعتمدت الدراسة على الأسلوب الكمي التحليلي Quantities Analysis Approach القائم على استخدام ما هو متوفر من بيانات إحصائية ، وباستخدام طريقة دمج بيانات السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية (طريقة جدولة البيانات المزدوجة {The Panel Data}) للمدة من (١٩٨٨-٢٠٠٢) لغالبية الدول المستخدمة في التحليل، وتطبيق طريقتين للاختبار، هما سببية غرانجر Granger والانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) للوصول إلى العلاقة بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وباستخدام برمجيات Eviews. كما تم تقسيم الدول حسب التطور المالي والذي اعتمد فيه على المؤشرات المالية.

وتم الاعتماد على العديد من المصادر العلمية من البحوث والكتب في الجانبيين النظري والتطبيقي لدراسة الأسواق المالية، وكذلك الاعتماد على مصادر البيانات الأولية الصادرة عن البنك الدولي المتمثلة بمؤشرات التنمية الدولية [(WDI)(World Development Indicator)].

٢. الآراء النظرية

تقدم النظريات الاقتصادية آراء متفاوتة بشأن تأثير التنمية المالية على النمو الاقتصادي، إذ تعد الأسواق المالية جزءاً مهماً من التنمية المالية والعلاقة الظاهرة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي تتمثل في أن التنمية المالية هي شرط أساس للنمو الاقتصادي.إلاّ أن بعض الاقتصاديين حاولوا إظهار الاتجاه الآخر للعلاقة، وهو أن النمو الاقتصادي يمكن أن يروج للتنمية المالية، في حين يرى آخرون العلاقة المتبادلة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، لذلك ظهرت تساؤلات عديدة وهي هل أن التنمية المالية تؤثر في النمو الاقتصادي؟ أم أن النمو الاقتصادي يقود إلى مزيد

من التنمية المالية؟ أم أن العلاقة السببية تسير في كلا الاتجاهين لذلك سيتم مناقشة الآراء السابقة وكما يأتي:

٢-١ التنمية المالية تؤدي إلى النمو الاقتصادي

Financial Development Causes Economic Growth

أظهرت بعض الدراسات والتحليلات تأثيراً سببياً للتنمية المالية على النمو الاقتصادي، وذلك أن المؤسسات والأسواق المالية قد تعمل على زيادة المدخرات وتخصيصها للاستثمارات الأكثر إنتاجاً ، وبذلك يتحفز النمو الاقتصادي، إذ تشير بعض الدراسات إلى أن الدول التي تتمتع بمستويات عالية من التطور المالي تحقق نمواً أسرع من غيرها بمقدار ٠.٧نقطة مئوية سنوياً (كرين وآخرون، ٢٠٠٣، ٣). والدراسات النظرية والتجريبية التي تدعم هذا الاتجاه كثيرة جداً ، منها دراسة كنك وليفن (King and Levine)، إذ يمكن تلخيص ما توصلا إليه أولاً : المؤشرات المالية لها علاقة موجبة بالنمو الاقتصادي وثانياً : أن البلدان التي تمتلك مؤشرات مرتفعة للتنمية المالية عند نقطة معينة، يترتب عليه معدلات نمو أعلى للناتج المحلي الإجمالي لاحقاً .وعلى نحو أكثر تحديداً في السنوات العشرين أو الثلاثين الآتية (King, R., and Levine, R., 1993, 734-735).

وأظهر (Levine, R., and Zervos, S., A, 1996, 29) بأن الأسواق والمؤسسات المالية تقدم خدمات مهمة للنمو طويل الأجل. وأن أسواق الأوراق المالية والبنوك تقدم خدمات مالية مختلفة واستنتجت الدراسة أن هنالك علاقة قوية موجبة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي وبعد السيطرة على الكثير من العوامل المرتبطة بالنمو. وأن العوامل المالية هي جزء لا يتجزأ من عملية النمو.

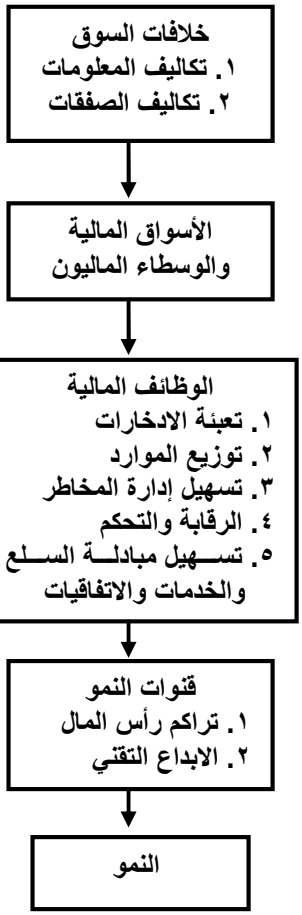
وجاءت نتائج بحث (Beck, T., and Levine ,R., 2002, 19-20) لتؤكد أهمية التطور المالي للنمو الاقتصادي وباستخدام النتائج التجريبية، وأنهما رفضا الفرضية القائلة بأن التنمية المالية غير مرتبطة أو غير مهمة للنمو الاقتصادي. ويؤكدان الفرضية التي تنطبق مع النظريات التي تركز على الدور الايجابي والمهم للتنمية المالية في عملية النمو الاقتصادي.

مما تقدم نلاحظ أن آراء بعض الاقتصاديين ترى أن اتجاه السببية من الأسواق المالية إلى النمو الاقتصادي،أي أن تنمية ونمو الأسواق المالية سينعكس لاحقاً في نمو الناتج المحلي الإجمالي. وإن اتجاه هذه العلاقة هو اتجاه إيجابي بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي.

ويركز الاقتصاديون على أن القناة الرئيسة لتوضيح العلاقة بين السوق المالية والنمو الاقتصادي، وهي إمكانية التخصص المتزايد للاستثمارات التي تتم من خلال الأسواق المالية والتي قد تؤدي في النهاية إلى رفع النمو الاقتصادي. وذلك باعتراف الاقتصاديين منذ آدم سمث (A., Smith) حيث أظهر أن التخصيص هو عامل رئيس يعمل على تحسين معدل الإنتاج.

فضلاً عن ذلك هنالك عدة قنوات أخرى يمكن أن يؤثر فيها النظام المالي أو الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، وهذه القنوات هي خمس وتعد من أهم وظائف

النظام المالي التي تؤثر في النمو الاقتصادي وتؤدي إلى رفع كفاءة توزيع الموارد وتسريع تراكم رأس المال المادي والبشري وتعجيل خطى التقدم التقني ومن خلال الشكل ١ يمكن توضيح هذه الصورة.



الشكل ١

الطرائق النظرية للمالية والنمو

Source: Levine, 1996, Financial Development and Economic Growth, View and Agenda, working paper, 1678, World Bank, 81.

ويظهر الشكل ١ أن تكاليف اكتساب المعلومات وتكاليف الصفقات تخلق الحوافز لظهور الأسواق المالية والوسطاء الماليين، التي بدورها تقوم بالوظائف المالية الخمس، وهذه الوظائف الخمس تعد قنوات تصب في تراكم رأس المال المادي والبشري والتقدم التقني، وهما يعدان دوال أساسية في النمو، كما جاءت به نماذج النمو.

وأظهرت آراء أخرى لاقتصاديين أن للتنمية المالية أو الأسواق المالية دوراً محدوداً في النمو الاقتصادي أو لها دور سلبي على النمو الاقتصادي في بعض

الأحيان. حيث يرى أصحاب هذا الفكر كيفية توضيح حقيقة أن القطاع المالي الذي بالإمكان عده مسؤولاً جزئياً عن التقدم الناجح للنمو الاقتصادي يعد في الوقت نفسه مسؤولاً على الأقل في تحفيز الأزمات التي تخفض النمو الاقتصادي.وغالباً ما تسبب فقدان كل شيء ولاسيما البنية التحتية للنمو، الأمر الذي يتطلب في الاقتصاد سنوات طويلة لاستعادتها. إذ يرى لوكاس (Lucac,1988) أن علماء الاقتصاد قد بالغوا بالتأكيد وإلى حدٍ كبير على دور النظام المالي. وأن العوامل المالية والرأسمال الطبيعي هي أقل أهمية للنمو الاقتصادي من رأس المال البشري. وبالنتيجة أن الاستثمار والرأسمال الطبيعي ليسا ذا أهمية كبيرة كما يعتقد البعض بالنسبة للنمو الاقتصادي، بل يرى في بعض الأحيان أنللعوامل المالية دوراً سلبياً في بعض فترات النمو الاقتصادي (Lucas, R.1988, 3-42).

ويرى ديمتريدس واريستس (Arestis and Demetriades) بأن تنمية أسواق الأسهم المالية يمكن أن تؤثر سلباً في النمو الاقتصادي بوصفها نتيجة للتنمية المجتذبة للمضاربين المحتملة في هذه الأسواق. ولاسيما عندما تزداد حساسية الخطر لدى المضاربين في هذه الأسواق نتيجة للتوسع في الائتمان السريع، وبذلك ترتفع أسعار الفائدة بسرعة، في حين الاستثمارات تنخفض، ومن ثم تؤدي إلى زيادة الضغط على النمو الاقتصادي. نتائجهما التجريبية اعتمدت على تحليل السلاسل الزمنية وأظهرت ارتباطاً سلبياً بين عدم ثبات سوق الأسهم المالية والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ألمانيا (Haas, 2001, 43-44).

٢- ٢ النمو الاقتصادي يسبب التنمية المالية

Economic Growth Causes Financial Development

ترى نظريات وبحوث أخرى ذات وجهات نظر مختلفة بأن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى التنمية المالية. وتظهر هذه الفرضية بأن النظام المالي هو الذي يتأثر بالنمو الاقتصادي وليس هو المؤثر، وأن التنمية المالية هي نتيجة للتنمية الاقتصادية، وأن التوسع الاقتصادي المستمر يتطلب خدمات مالية جديدة. فعلى سبيل المثال يمكن أن يؤدي تحسن تكنولوجيا الاتصالات إلى رفع كفاءة القطاع المالي، وقد ينمو القطاع المالي بسبب حدوث تنمية اقتصادية ونمو اقتصادي حقيقي (Liu, L., and Garcia ,V., 1999, 35)، وأول من أظهر هذه الفكرة هي جوان روبنسن (J. Robinson,1952) حيث ذكرت "أن القيادة للمشروع أولاً ثم تتبعه المالية"، وأن النمو الاقتصادي من شأنه أنيخلق طلباً على الأنواع المختلفة من الخدمات المالية التي يستجيب لها النظام المالي (Brandl, M., 2).

ويبدي بعض اقتصاديي التنمية شكوكهم حول دور النظام المالي، لذلك فهم يتجاهلون في طروحاتهم وعلى سبيل المثال رواد اقتصاديات التنمية وهما ستيرن وسير وماير(Gerald Meier, Dudley Seer, and N. Stern) لم يشيروا للمالية في كتاباتهم (Levine, R.,1996,1).

٢-٣ العلاقة المتبادلة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي

The Mutual Relationships between Financial Development and Economic Growth.

أما الرأي الثالث فيرى أن هنالك علاقة متبادلة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي في أي اقتصاد. وأن كل من التنمية المالية والنمو يسبب أحدهما الآخر. إذ يرى أصحاب هذا الرأي أن النمو الاقتصادي يعمل على تنمية نظام الوساطة المالية المربحة. وتأسيس نظام مالي كفوء يسمح لنمو اقتصادي أسرع، بالتخصص في تجميع الموارد وتنويع المخاطر وإدارة السيولة وتقييم المشاريع ومراقبتها. فالنظام المالي يحسن كفاءة توزيع رأس المال، وبذلك ترتفع الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، وفي الوقت نفسه إن الكفاءة التقنية ستزيد حجم القطاع المالي لأن اقتصاديات الحجم موجودة في نشاطات الوساطة المالية. وكنتيجة فإن القطاع الحقيقي يمكن أن يمارس تأثيراً إيجابياً خارجياً على القطاع المالي من خلال حجم الادخار، لذا فان التنمية المالية والنمو الاقتصادي يؤثرل إيجابياً على بعضها البعض في عملية التنمية الاقتصادية، بكلمة أخرى أنه فقط في المراحل البدائية من التنمية تكون العلاقة أحادية الاتجاه بين التنمية والنمو الاقتصادي، وهكذا في المراحل الأخرى المتقدمة من التنمية تكون العلاقة سببية ثنائية مزدوجة (Liu, L., and V. Garcia 1999, 36). هذا ما أفترضه باتريك (Patrick) بأن هنالك علاقة سببية ثنائية مزدوجة بين المؤشرات المالية والتنمية الاقتصادية. ويفترض أن السببية تذهب من المؤشرات المالية إلى التنمية الاقتصادية في المراحل الأولى المبكرة من التنمية الاقتصادية، في حين الاتجاه المعاكس يكون في المراحل الأخيرة من التنمية (Boulila, G. and Trablesi, M. 2002, 4).

٣. العمل التجريبي

تم الاعتماد على العديد من المصادر الأولية في توفير البيانات الملائمة للمتغيرات المستخدمة في الدراسة والتي تضم العديد من الدول النامية المتوفرة بياناتها في إصدار المنظمات والهيئات الدولية، إذ تم الإطلاع على ما هو متوفر من هذه المطبوعات والإصدارات، وتم الاعتماد على بيانات البنك الدولي World Bank Indicator (WDI) بالدرجة الأولى. أما المدة الزمنية المستخدمة في البحث فهي تختلف من دولة إلى أخرى حسب توفر بيانات تلك الدول وبخاصة بيانات الأسواق المالية، حيث تم الحصول على بيانات منسجمة لاثنتين وثلاثين دولة للمدة زمنية مختلفة، غالبيتها هي للمدة (١٩٨٨- ٢٠٠٢) تقلصت في بعض الدول لتبدأ مع بدء التسعينات من القرن الماضي حتى عام ٢٠٠٢ وبخاصة مجموعة الدول المتحولة.

لقد تم استخدام طريقة دمج بيانات السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية (Pooling Cross-Section and Time Series Data Models)، وهي طريقة حديثة تميزت بها الدراسات التجريبية ، ويتم هذا الدمج ما بين السلاسل الزمنية والمقاطع العرضية للحصول على مقدرات لمعالم الإنموذج المدروس والتي تكون أكثر كفاءة من التقديرات المعتمدة على السلاسل الزمنية أو المقطع العرضي كلاً على حدا-

وتتضمن الأساليب المستخدمة لدمج البيانات على مستوى المعادلة المنفردة استخدام بيانات المقاطع العرضية لتقدير بعض معالم الإنموذج. ثم إدخال هذه المقدرات بوصفها قيوداً ذات قيمة ثابتة في معادلة انحدار بيانات السلاسل الزمنية. وفي هذه الحالة تعطي مقدرات المعالم الأخرى مشروطة بالمقدرات الناتجة عن بيانات المقطع العرضي. وهنالك عدة أساليب مثلى يتم بموجبها دمج كلا النوعين من البيانات منها جدولة البيانات المزدوجة (The panel Data) للحصول على مقدرات أكثر كفاءة لمعالم إنموذج الدمج، كما يبعد التقديرات عن الكثير من المشاكل الإحصائية (أموري هادي وباسم مسلم، ٢٠٠٢، ٣٠٠-٣٠٩) وسيتم الدمج بهذه الطريقة بين بيانات المقاطع العرضية (Cross Section Data) والسلاسل الزمنية (Time Series Data) على أساس الأخذ بمشاهدات الظاهرة الاقتصادية، وهي الأسواق المالية مصنفة حسب الدول ومقاسة لمدة معينة لكل دولة، فالمشاهدات على مستوى كل دولة هي بيانات المقطع العرضي. في حين تمثل مشاهدات الظاهرة الاقتصادية لكل دولة وخلال فترة زمنية معينة بيانات السلسلة الزمنية.

وأعتمد التقسيم في البحث على درجة التطور المالي في الدول، إذ تم تقسيم الدول إلى مجموعة دول ذات تطور مالي منخفض، ومجموعة دول ذات تطور مالي متوسط، ومجموعة دول ذات تطور مالي مرتفع. وأعتمد الباحثين في هذا التقسيم على الخبرة الإحصائية واستشارة العديد من الإحصائيين في هذا المجال. إذ تم الأخذ بالاختبارات الإحصائية لتقسيم الدول حسب تطورها المالي، ولا يوجد تقسيم دولي في هذا المجال واختلفت الدراسات السابقة في كيفية تقسيم الدول حسب تطورها المالي، ولم تكن هناك دراسة سابقة إطلعنا عليها أخذت بهذا التقسيم في مجال استخدام الأسواق المالية والنمو الاقتصادي وبعد الإطلاع والبحث والاستشارة في هذا المجال، تم التوصل إلى أن أفضل طريقة إحصائية تقسم الدول حسب تطورها المالي، وهي طريقة التحليل العنقودي(*) (Cluster Analysis Method) فأخذ بتسعة مؤشرات مالية هي:

١. نسبة سيولة المصارف إلى أصولها.
٢. الائتمان المحلي المجهز بواسطة المصارف كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

(*) التحليل العنقودي: سُمي بهذا الاسم لظهور نتائجه على شكل عناقيد (شجرة ذات غضون متفرعة)، وهو عبارة عن تحليل إحصائي مبرمج يعتمد على حساب متغيرات متنوعة وعديدة لمشاهدات مختلفة وكثيرة، ثم مقارنة تلك المشاهدات (المحتوية على تلك المتغيرات بنسب مختلفة)ببعضها اعتماداً على ما تحتويه من متغيرات وترتيب ارتباطها ببعضها على شكل عناقيد (أشكال متدرجة Dendrogram)، ويمكن تفسير هذه الارتباطات ومعرفة العلاقات بين تلك المشاهدات وهذا يسمى بنمط (Q-mode). أو إيجاد نسب التشابه بين المتغيرات المختلفة بعد مقارنتها ببعضها وترتيبها بشكل عناقيد اعتملداً على مدى تواجدها في النماذج المختلفة، وهذا ما يسمى بنمط (R-mode)، وهو ما تم استخدامه للوصول إلى هدف البحث، ومن ثم تم حساب معاملات التشابه باستخدام طريقة المراكز (Centroid) التي تقيس البعد بين عنقودين من خلال البعد بين مراكزها (مطر وأحمد، ٢٠٠٠، ٣٤).

٣. نسبة الائتمان المحلي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
٤. نسبة رأس المال الثابت إلى الناتج المحلي الإجمالي.
٥. نسبة أجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي.
٦. نسبة المطلوبات السائلة (M3) إلى الناتج المحلي الإجمالي.
٧. نسبة النقود وأشباه النقود (M2) إلى الناتج المحلي الإجمالي.
٨. نسبة أشباه السيولة إلى الناتج المحلي الإجمالي.
٩. نسبة سرعة دوران الأسهم.

٣-١ التقسيم حسب التطور المالي
Division According to Financial Development

قسمت الدول حسب تطورها المالي باستخدام عدة مؤشرات مالية ذكرتسابقاً وبمقطع عرضي لعام ٢٠٠٠، من خلال برنامج Minitab وضمن التحليل العنقودي (Cluster Analysis Method) وبالشكل الآتي:

١. الدول ذات التطور المالي المنخفض: الأرجنتين، بوتوسانا، البرازيل، بلغاريا، كولومبيا، كوتيا دي ليفي، كرواتيا، الإكوادور، سلفادور، استونيا، غانا، اليونان، إيران، كينيا، المكسيك، عمان.
٢. الدول ذات التطور المالي المتوسط: البحرين، بوليفيا، شيلي، جيك، مصر، الهند، أندونسيا، الأردن، الكويت، المغرب.
٣. الدول ذات التطور المالي المرتفع: قبرص، هونك كونك، كوريا، الصين، ماليزيا، لبنان.

٣-٢ اختبار سببية غرانجر The Granger Causality Test

أول من أستخدم سببية غرانجر في قياس تأثير المتغير المالي في النمو الاقتصادي هو (Gupta,1984) إذ استخدم (M2) ممثلة للمتغير المالي وبيانات الناتج الصناعي ممثلة للنمو الاقتصادي. ثم جاء (Jung's,1986) ليستخدم الانحدار الذاتي للمتجه (VAR) لدراسة السببية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي لعينة من ٥٦ دولة نامية ومتقدمة. ووجد أن اتجاه السببية في الدول النامية يتجه من القطاع المالي إلى النشاط الحقيقي، أما البلدان المتقدمة فتميزت باتجاه معاكس للسببية، حيث تطورت الخدمات المالية نتيجة لتوسع النشاط الحقيقي (G. Boulila & M.Trobelsi, 2002, 6). وبالاعتماد على التحليل النظري السابق الذي ما زال الجدل فيه قائما حتى يومنا هذا، ولم يحسم لحد الآن حول العلاقة السببية بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي، تم اختيار اختبار سببية غرانجر (Granger Causality)فضلاً عن طريقة الانحدار الذاتي للمتجه (VAR) التي ستوضح لاحقاً وجود العلاقة السببية بين الأسواق المالية (سوق الأوراق المالية والمصارف) والنمو الاقتصادي لعينة مختارة من الدول النامية. ويظهر هذا الاختبار لسببية غرانجر علاقة الاعتماد لأحد المتغيرات (المتغير المعتمد) بعدد من المتغيرات المستقلة، ولكن في بعض الحالات تكون العلاقة عكسية أو متبادلة ما بين المتغيرات، إذ إن اختبار السببية لغرانجر

يتضمن الكشف القياسي عن اتجاه العلاقة السببية (علاقة السبب والتأثير) عندما يكون هناك علاقة قيادة-تخلف زمني بين المتغيرين. وتتخذ المعادلات السببية الشكل الآتي في إنموذج غرانجر (Granger, 1969, 424-438)

$$X_t = \sum_{i=1}^{m} a_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^{m} b_j Y_{t-j} + \pi_t \ldots\ldots\ldots (1)$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^{m} c_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^{m} d_j Y_{t-j} + \mu_t \ldots\ldots\ldots (2)$$

ولقد تم تحديد متغيرات البحث وتعويضها في المعادلات السابقة فتصبح بالشكل الآتي:

$$G_t = \sum_{i=1}^{m} a_i G_{t-i} + \sum_{j=1}^{m} b_j S_{t-j} + \pi_t \ldots\ldots\ldots (3)$$

$$S_t = \sum_{j=1}^{m} c_j S_{t-j} + \sum_{i=1}^{m} d_i G_{t-i} + \mu_t \ldots\ldots\ldots (4)$$

علما أن X=G = متغير معدل النمو.
S=Y = متغير الأسواق المالية.
t = الزمن.
d ,c ,b , *a* = معلمات.
μ_t ،π_t = البواقي، ولقد تم افتراض أن π_t ،μ_t غير مترابطة.

وتوضح المعادلة (3) أن معدل النمو (G_t) يكون منسوباً إلى التخلف الزمني لمعدل النمو (G_{t-i}) وإلى الأسواق المالية (S_{t-j})، في حين توضح المعادلة (4) أن الأسواق المالية (S_t) تكون منسوبة إلى التخلف الزمني للأسواق المالية(S_{t-j})فضلاً عن معدل النمو(G_{t-i}).

٣-٣ الانحدار الذاتي للمتجهة Vector Auto Regression (VAR)

يعمل هذا الإنموذج على كشف اتجاه السببية أيضاً والتأكد من وجود آلية تغذية عكسية (Feedback) بين المتغير المعتمد والمستقل من خلال الاختبارات الإحصائية، وعندما تكون هنالك علاقة قيادة- تخلف زمني بين المتغيرات. وهذا الإنموذج حدد أساسه ومشتق من اختبار سببية غرانجر (Granger Causality). ويوجد فيه العديد من المتغيرات الداخلية معاً ، كما يأخذ بقيم التخلف الزمني بنظر الاعتبار، وأن كل متغير داخلي يكون موضحاً بقيمته المتخلفة وبالقيم المتخلفة لكل المتغيرات الداخلية الأخرى في الإنموذج. ولا يوجد متغيرات خارجية في الإنموذج، وبذلك تكون منهجية الانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) مشابهة لإنموذج المعادلات الآنية كما تكون نتائج الإنموذج هي المقدرات، وتستخدم هذه النتائج التجريبية في اختبار العلاقات النظرية (Gujarati, 1995, 746).

وأثبتت النماذج ذاتية الانحدار فائدتها في مجال الاقتصاديات التطبيقية، وذلك لأنها تجعل النظرية الاقتصادية الثابتة نظرية ديناميكية من خلال إدخال الزمن بنظر الاعتبار. كما أن هذه النماذج من شأنها أن تميز بين الاستجابة قصيرة الأجل والاستجابة طويلة الأجل للمتغير المعتمد لوحدة التغير في قيمة المتغيرات التوضيحية (Gujarati, 1995, 746).

ويكون الشكل الرياضي لمعادلة الانحدار الذاتي للمتجهة هو (Green, 2000, 740-741):

$$Y_t = u + \Delta_1 Y_{t-1} + \ldots\ldots + \Delta_p Y_{t-p} + V_t \ldots\ldots\ldots (5)$$

إذ إن: Y= المتجهة k من المتغيرات الداخلية

Δ_1، Δ_p = مصفوفات المعاملات المطلوب تقديرها

u= متجهة المتغيرات الخارجية

V= متجهة الابتكارات

إن هذه المتجهة للابتكارات التي تكون متغيراتها مترابطة على نحو متزامن الواحدة منها مع الأخرى لا تكون مترابطة مع قيمتها المتخلفة، كما أنها غير مترابطة مع كل متغيرات الحد الأيمن. وبما أن القيم المتخلفة فقط من المتغيرات الداخلية تظهر في الحد الأيمن من كل معادلة، لذلك لا توجد مسألة المحاكاة، أما طريقة التقدير الملائمة لهذا الإنموذج فهي طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) مع افتراض أن حد الاضطراب لا يكون مترابطاً في السلسلة، وهو افتراض غير مقيد، لأن أي ارتباط تسلسلي بالإمكان امتصاصه بزيادة من قيم Y المتخلفة.

أما الصيغة الرياضية لمعادلات اختبار الانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) والخاص ببحثنا فهي:

$$Y_{i,t} = \sum_{j=1}^{k} \alpha_{1j} Y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k} \beta_{1j} B_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k} \lambda_{1j} S_{i,t-j} + \Phi_{1,t} + \varepsilon_{1,i,t} \ldots\ldots (6)$$

$$B_{i,t} = \sum_{j=1}^{k} \alpha_{2j} Y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k} \beta_{2j} B_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k} \lambda_{2j} S_{i,t-j} + \Phi_{2,t} + \varepsilon_{2,i,t} \ldots\ldots (7)$$

$$S_{i,t} = \sum_{j=1}^{k} \alpha_{3j} Y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k} \beta_{3j} B_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{k} \lambda_{3j} S_{i,t-j} + \Phi_{3,t} + \varepsilon_{3,i,t} \ldots\ldots (8)$$

إذ إن: Y = متغير النمو الاقتصادي.

B = متغير المصارف.

S = متغير أسواق الأسهم المالية.

α، β، λ، Φ= معلمات.

ونتيجة لاعتماد إنموذج الانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) على حالات التخلف فإن هذا يتطلب اعتماد معيار لتحديد مدة التخلف المثلى في الاختبار، وتحديد الإنموذج الأمثل، وأفضل اختبار لذلك هو معيار شوارز (Schwarz criterion)، كما أن هنالك اختبارات أخرى منها اختبار الإمكان الأعظم Likelihood ومعيار اكيكي Akaike Information Criterion (AIC) فضلاً عن أن هنالك اختبارات أخرى

تظهر في إنموذج VAR تحدد الإنموذج والمعادلة الأفضل منها اختبار الخطأ المعياري ومعامل التحديد ومعامل التحديد المعدل واختبار (t) للمعلمات وغيرها من الاختبارات الإحصائية المعروفة.

لقد تم استخدام متغيرين يمثلان المصارف في المعادلات المقدرة وهما:

١. الائتمان المحلي المجهز بواسطة القطاع المصرفي بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي ويرمز له (CB).
٢. الائتمان المحلي إلى القطاع الخاص بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي ويرمز له (CP). إذ يمثل هذان المتغيران أفضل مقياس للتطور المصرفي، حيث أنهما يتحسسان العمق المالي للتطور المصرفي.

كما تم استخدام متغيرين يمثلان سوق الأسهم المالية وهما:

١. القيمة الكلية للأسهم المتاجر بها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (رسملة السوق \GDP) ويرمز لها (EQ1).
٢. نسبة سرعة دوران الأسهم المتاجر بها ويرمز لها (EQ2).

لقد تم استخدام هذين المتغيرين لسوق الأسهم المالية وهما رسملة السوق وسرعة دوران الأسهم الذي يمثل سيولة سوق الأسهم لأنهما الأقرب لتمثيل سوق الأسهم وإظهار تأثيره في النمو الاقتصادي، إذ ستعكس الأسواق الكفوءة النمو في الأرباح المستقبلية على أساس الأسعار الجارية، وبما أن نمو الأرباح يجب أن يكون مرتبطاً ارتباطاً وثيقا بالنمو الاقتصادي الشامل فإن هذا سيجعله يبدو مثل الزيادات في رسملة السوق التي تسبقه، ومن ثم تسبب النمو الاقتصادي. (Filer, R., Hanousek, J., and Campos, N., 1999 ,4)

كما تم استخدام دوران الأسهم، إذ يكمن دور السوق في إعادة تخصيص رأس المال إلى استخداماته الأكثر إنتاجية، وأن أفضل مؤشر ضمن هذا النوع هو سرعة دوران الأسهم.

أما متغير النمو فيمثل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد (GG)، وهو ما تم استخدامه في العديد من الدراسات السابقة التي تم الإطلاع عليها.

٤. النتائج التجريبية

٤-١ الدول ذات التطور المالي المنخفض

Lower-Financial Development States

الجدول ١ يمثل سببية غرانجر للدول ذات التطور المالي المنخفض. ويظهر الجزء [a] [c] بعد مقارنة قيم F المحسوبة مع F الجدولية سببية تتجه من المصارف إلى أسواق الأسهم المالية. أما الجزء [d] فإنه يظهر السببية العكسية من سوق الأسهم المالية نحو المصارف.

الجدول ١
اختبار سببية غرانجر للدول ذات التطور المالي المخفض

[a]

Lags: 18		
	F-Statistic	Probability
EQ1→ CB	0.55319	0.90356
CB → EQ1	6.85763**	3.9E-06
GG → CB	1.44199	0.13055
CB → GG	0.52239	0.94108
GG → EQ1	0.94002	0.53708
EQ1 → GG	0.97030	0.50457

[b]

Lags: 5		
	F-Statistic	Probability
EQ2 → CB	2.48510*	0.03933
CB → EQ2	2.85188*	0.02104
GG → CB	0.70426	0.62103
CB → GG	1.34294	0.24895
GG → EQ2	1.11506	0.35889
EQ2 → GG	0.48154	0.78909

[d]

Lags: 21		
	F-Statistic	Probability
EQ1 → CP	1.12306	0.46874
CP → EQ1	2.00931*	0.17437
GG → CP	0.35767	0.99509
CP → GG	0.80162	0.70953
GG → EQ1	0.86437	0.63162
EQ1 → GG	1.07106	0.41416

[c]

Lags: 14		
	F-Statistic	Probability
EQ2 → CP	2.91922*	0.28426
CP → EQ2	0.61061	0.77044
GG → CP	0.44440	0.95624
CP → GG	1.23963	0.25698
GG → EQ2	0.66720	0.77870
EQ2 → GG	1.42947	0.22687

*, **, indicate significant at 5%, 1% level

وباستخدام متغيري سرعة دوران الأسهم والائتمان إلى القطاع الخاص وعند التخلف الرابع عشر، في حين الجزء [b] يظهر السببية الثنائية لكل من سوق الأسهم المالية والمصارف مع بعضها البعض (Feed back). وباستخدام متغيري الائتمان المصرفي وسرعة دوران الأسهم، مما يؤكد أن الأسواق المالية في هذا النوع من الدول تكاملية وليست تنافسية. ولم يلاحظ أي سببية وبأي اتجاه بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي في هذه المجموعة من الدول، مما يؤكد أنها دول ذات تطور مالي منخفض وتمتلك أسواق أسهم مالية ومصرفية ضعيفة وعاجزة عن دعم النمو الاقتصادي فيها.

يوضح الجدول ٢ أفضل إنموذج تم اختباره من بين النماذج الأربعة التي تم تقديرها بطريقة الانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) وباستخدام متغير المصارف، وهو الائتمان المحلي إلى القطاع الخاص كنسبة من GDP ومتغير سوق الأسهم المالية وهو سرعة دوران الأسهم ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد.

ويظهر الجدول أن المتغيرات المستخدمة في الإنموذج تفسر ٠.٩٩ و ٠.٩٩ و٠.٩٢ من المتغيرات الحاصلة في معادلات المصارف وسوق الأسهم المالية والنمو الاقتصادي على التوالي. ومن خلال استخدام معيار شوارز تبين أن أفضل إنموذج هو في التخلف الزمني الثاني عشر. ويظهر التأثير المعنوي لمتغير سوق الأسهم المالية في معادلة المصارف عند التخلف الأول والرابع والسادس والسابع والعاشر. كما يظهر تأثير معدل النمو في المصارف في التخلف الثاني والسادس. وأن التأثير للمدى البعيد يظهرسلبياً على الائتمان المصرفي، إذ إن زيادة النمو بمقدار١% يؤدي إلى تخفيض الائتمان بمقدار ٨.٣١ % في هذه المجموعة من الدول.

الجدول ٢
اختبار VAR للدول ذات ذات التطور المالي المخفض

	CP	EQ2	GG
CP(-1)	4.936168	0.947211	-0.508834
	(3.04638)	(2.58597)	(1.98831)
	(1.62034)	(0.36629)	(-0.25591)
CP(-2)	-0.146139	-6.542476	0.956150
	(2.65223)	(2.25140)	(1.73106)
	(-0.05510)	(-2.90596)*	(0.55235)
CP(-3)	-6.080574	8.649441	-0.954875
	(2.49483)	(2.11778)	(1.62833)
	(-2.43727)*	(4.08421)**	(-0.58642)
CP(-4)	3.861825	-5.285473	0.590745
	(1.47903)	(1.25550)	(0.96533)
	(2.61106)*	(-4.20986)**	(0.61196)
CP(-5)	-3.790237	3.367503	-0.201402
	(1.82216)	(1.54677)	(1.18929)
	(-2.08008)*	(2.17712)*	(-0.16935)
CP(-6)	-0.431600	0.165896	0.189206
	(0.42259)	(0.35872)	(0.27581)
	(-1.02133)	(0.46246)	(0.68599)
CP(-7)	3.654863	-1.194193	-0.084067
	(2.02729)	(1.72090)	(1.32317)
	(1.80283)*	(-0.69393)	(-0.06353)
CP(-8)	0.814164	-1.297251	0.007055
	(0.58331)	(0.49515)	(0.38071)
	(1.39578)	(-2.61992)*	(0.01853)
CP(-9)	-0.873652	1.105030	-0.054970
	(0.56793)	(0.48210)	(0.37068)
	(-1.53830)	(2.29212)*	(-0.14829)
CP(-10)	2.430299	-2.247646	0.002935
	(1.22047)	(1.03601)	(0.79658)
	(1.99129)*	(-2.16951)*	(0.00368)
CP(-11)	-2.575393	0.816951	-0.084598
	(1.43263)	(1.21611)	(0.93505)
	(-1.79767)	(0.67177)	(-0.09048)
CP(-12)	-2.576818	1.727605	-0.017385
	(1.34473)	(1.14150)	(0.87768)
	(-1.91623)*	(1.51345)	(-0.01981)
EQ2(-1)	-1.901593	3.429138	-0.384650
	(0.91640)	(0.77791)	(0.59812)
	(-2.07506)*	(4.40816)**	(-0.64310)

	CP	EQ2	GG
	(1.05689)	(0.89716)	(0.68981)
	(0.47416)	(-2.07995)*	(0.71307)
EQ2(-3)	0.414263	0.646658	-0.037216
	(0.41999)	(0.35651)	(0.27412)
	(0.98637)	(1.81383)	(-0.13577)
EQ2(-4)	1.113850	-1.248651	0.135827
	(0.57297)	(0.48637)	(0.37396)
	(1.94401)*	(-2.56727)*	(0.36321)
EQ2(-5)	-0.722472	0.837682	-0.084722
	(0.44355)	(0.37652)	(0.28950)
	(-1.62883)	(2.22482)*	(-0.29265)
EQ2(-6)	-0.490770	0.373448	0.026517
	(0.24963)	(0.21190)	(0.16293)
	(-1.96598)*	(1.76234)	(0.16275)
EQ2(-7)	-1.150117	1.619585	-0.259178
	(0.57690)	(0.48971)	(0.37653)
	(-1.99363)*	(3.30725)**	(-0.68833)
EQ2(-8)	0.383034	-0.489532	0.305339
	(0.55234)	(0.46886)	(0.36050)
	(0.69347)	(-1.04408)	(0.84698)
EQ2(-9)	0.927872	-0.818356	0.243428
	(0.64340)	(0.54616)	(0.41993)
	(1.44215)	(-1.49839)	(0.57968)
EQ2(-10)	-0.571388	0.449091	-0.165274
	(0.31303)	(0.26572)	(0.20431)
	(-1.82537)*	(1.69010)	(-0.80895)
EQ2(-11)	-0.276533	0.319754	-0.048264
	(0.30716)	(0.26074)	(0.20048)
	(-0.90030)	(1.22636)	(-0.24075)
EQ2(-12)	0.276227	-0.750613	-0.014881
	(0.25914)	(0.21997)	(0.16913)
	(1.06594)	(-3.41227)**	(-0.08798)
GG(-1)	1.932986	-10.30863	1.499470
	(3.82298)	(3.24521)	(2.49519)
	(0.50562)	(-3.17657)**	(0.60094)
GG(-2)	-5.998568	6.205206	-0.583229
	(2.36338)	(2.00620)	(1.54253)
	(-2.53813)*	(3.09302)**	(-0.37810)

	CP	EQ2	GG
GG(-10)	-3.022583	-0.597514	0.450584
	(3.01792)	(2.56182)	(1.96974)
	(-1.00154)	(-0.23324)	(0.22875)
GG(-11)	-4.295528	4.059349	-0.013199
	(2.60737)	(2.21331)	(1.70178)
	(-1.64746)	(1.83406)	(-0.00776)
GG(-12)	0.017283	-0.194281	1.254707
	(2.01706)	(1.71221)	(1.31649)
	(0.00857)	(-0.11347)	(0.95307)
C	88.76895	-53.97813	-2.904786
	(46.4216)	(39.4058)	(30.2985)
	(1.91223)	(-1.36980)	(-0.09587)
R^2-	0.992384	0.996780	0.929640
Adj. R^{-2}	0.718214	0.880867	-1.603319
S.E.	8.667717	7.357746	5.657255
F-	3.619589	8.599333	0.367017
Log likelihood	-66.87053	-60.64416	-50.65720
AIC	5.466870	5.139166	4.613537
SC	7.061362	6.733658	6.208028

*, **, Indicate significance at the 5%, 1% level

	CP	EQ2	GG
GG(-10)	-3.022583	-0.597514	0.450584
	(3.01792)	(2.56182)	(1.96974)
	(-1.00154)	(-0.23324)	(0.22875)
GG(-11)	-4.295528	4.059349	-0.013199
	(2.60737)	(2.21331)	(1.70178)
	(-1.64746)	(1.83406)	(-0.00776)
GG(-12)	0.017283	-0.194281	1.254707
	(2.01706)	(1.71221)	(1.31649)
	(0.00857)	(-0.11347)	(0.95307)
C	88.76895	-53.97813	-2.904786
	(46.4216)	(39.4058)	(30.2985)
	(1.91223)	(-1.36980)	(-0.09587)
R^2-	0.992384	0.996780	0.929640
Adj. R^{-2}	0.718214	0.880867	-1.603319
S.E.	8.667717	7.357746	5.657255
F-	3.619589	8.599333	0.367017
Log likelihood	-66.87053	-60.64416	-50.65720
AIC	5.466870	5.139166	4.613537
SC	7.061362	6.733658	6.208028

*, **, Indicate significance at the 5%, 1% level

أما معادلة سوق الأسهم المالية فظهر فيها التأثير المعنوي في متغير المصارف عند التخلف الثاني والثالث والرابع والخامس والثامن والتاسع والعاشر. مما يؤكد قوة المصارف في التأثير على سوق الأسهم المالية، أما جمع معلمات متغير الائتمان إلى القطاع الخاص فتظهر التأثير في المدى البعيد، وهو تأثير معنوي موجب، وأن زيادة الائتمان إلى القطاع الخاص بمقدار ١% يؤدي إلى زيادة سرعة دوران الأسهم بمقدار ٠.٢١%. كما تظهر معادلة سوق الأسهم المالية التأثير المعنوي لمتغير النمو الاقتصادي عند التخلف الأول والثاني والسادس. وأن جمع معلمات النمو أظهرت أن زيادة النمو بنسبة ١% تؤدي إلى تخفيض سرعة دوران الأسهم في هذه المجموعة من الدول بنسبة ٤.٢١% على المدى الطويل.

أما معادلة معدل النمو الاقتصادي فلم يظهر فيها أي تأثير معنوي لمتغيري سوق الأسهم المالية والمصارف مما يؤكد أن الأسواق المالية في هذا النوع من الدول وهي الدول ذات التطور المالي المنخفض ليس لها أي تأثير في النمو الاقتصادي. كما أظهر التحليل التجريبي لسببية غرانجر وتحليل الانحدار الذاتي لهذا النوع من الدول أن الأسواق المالية فيها سواء كانت سوقاً للأسهم المالية أو مصارف ضعيفة العمل وليس لها مقومات النجاح والعمل الصحيح، كما تتميز هذه المجموعة من الدول بسياسات الكبح المالي، منها الضرائب التضخمية وتقييد الائتمان ووضع حدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع والقروض التي تعوّق عمل الأسواق المالية، وتجعل دورها ضعيفاً في الاقتصاد ولا تسهم في زيادات الاستثمار. ونتيجة لضعف الهياكل الاقتصادية والمشاكل الاقتصادية في هذه الدول ولاسيما التضخم أدى ذلك كله إلى وجود تأثير عكسي لمعدل النمو الاقتصادي على الأسواق المالية كما أدت إلى تخلف الأسواق المالية في هذه المجموعة من الدول ذات التطور المالي المنخفض.

٤-٢ الدول ذات التطور المالي المتوسط

Middle-Financial Development States

يوضح الجدول ٣ سببية غرانجر للدول ذات التطور المالي المتوسط، وبعد مقارنة قيم F المحسوبة مع F الجدولية، تبين أن هنالك سببية ثنائية (Feed back) بين سوق الأسهم المالية والنمو الاقتصادي في ثلاثة أجزاء من الجدول، هي [a] و [b] و [c] وباستخدام متغيري سوق الأسهم المالية رسملة السوق وسرعة دوران الأسهم مع متغير النمو الاقتصادي، وهو معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد. في حين ظهرت سببية سوق الأسهم إلى النمو الاقتصادي في الجزء [d]. كما تظهر سببية غرانجر لهذه المجموعة من الدول السببية من سوق الأسهم المالي نحو المصارف في الجزأين [b] و [d]. إذ لم تظهر أي سببية بين المصارف والنمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المتوسط.

أما الجدول ٤ فإنه يوضح أفضل إنموذج من بين النماذج الأربعة التي تم تقديرها باستخدام طريقة الانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) ومتغير الائتمان المصرفي على أنه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي وسرعة دوران الأسهم ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد.

وبأخذ المعادلة الأولى وهي معادلة المصارف، نلاحظ التأثير المعنوي لمتغير سوق الأسهم المالية عند التخلف الثاني والخامس والتاسع، وهي تأثيرات معنوية سلبية، إذ إن زيادة سرعة دوران الأسهم تؤثر في تخفيض الائتمان المحلي الخاص بوساطة المصارف. كما تظهر المعادلة التأثير المعنوي لمتغير النمو على المصارف عند التخلف الثالث والرابع والسادس والتاسع.

الجدول ٣
اختبار سببية غرانجر للدول ذات التطور المالي المتوسط

[a]

Lags: 6		
	F-Statistic	Probability
EQ1 → CB	2.13286	0.05802
CB → EQ1	1.02854	0.41274
GG → CB	2.11577	0.05824
CB → GG	0.86789	0.52147
GG → EQ1	2.98665*	0.01084
EQ1→ GG	2.62740*	0.02209

[b]

Lags: 14		
	F-Statistic	Probability
EQ2 → CB	15.6505**	0.00838
CB → EQ2	0.88246	0.61927
GG → CB	2.06820*	0.02526
CB → GG	0.95830	0.50416
GG → EQ2	4.64546**	0.07444
EQ2 → GG	3.33923**	0.12656

[c]

Lags: 6		
	F-Statistic	Probability
EQ1 → CP	0.72388	0.63154
CP →EQ1	2.11036	0.06058
GG → CP	1.72573	0.12306
CP → GG	1.26606	0.28019
GG → EQ1	2.98665*	0.01084
EQ1 →GG	2.62740*	0.02209

[d]

Lags: 12		
	F-Statistic	Probability
EQ2 → CP	5.00228**	0.00279
CP → EQ2	0.51174	0.87424
GG → CP	1.29440	0.24049
CP → GG	1.04411	0.41933
GG → EQ2	0.90429	0.56463
EQ2 → GG	2.47631*	0.05423

*, **, indicate significant at 5%,1% level

أما معادلة النمو فإنها أفضل معادلة في الإنموذج وحسب معيار الإمكان الأعظم Likelihood واكيكي Akaike. وتظهر المعادلة تأثير متغير المصارف المعنوي في النمو عند التخلف الأول والثاني والثالث والخامس والسابع والحادي عشر والثاني عشر. مما يؤكد التأثير القوي للمصارف في هذه المجموعة من الدول في النمو الاقتصادي. ومن خلال جمع معلمات متغير المصارف تبين أن زيادة الائتمان المصرفي بمقدار ١% يؤدي إلى زيادة معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد بمقدار ١.٥٨% في المدى الطويل، أما متغير سوق الأسهم المالي فإنه يظهر تأثيره المعنوي في النمو الاقتصادي عند التخلف الثاني والثالث والرابع والخامس والسادس والعاشر والحادي عشر والثاني عشر،مما يؤكد أيضاً التأثير القوي لمتغير سوق الأسهم المالية في النمو، كما أن جمع المعلمات متغير سوق الأسهم يبين أن زيادة سرعة دوران الأسهم بمقدار ١% يؤدي إلى زيادة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد بمقدار ٠.٨٧% مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة.

مما سبق يلاحظ أن الأسواق المالية وهما المصارف وسوق الأسهم المالية يعملان بشكل صحيح في هذه المجموعة من الدول، ويؤثران في النمو الاقتصادي من خلال زيادة المدخرات ومن ثم الاستثمارات،فضلاً عن القنوات الأخرى التي يمكن أن تصب في النمو الاقتصادي من الأسواق المالية، وأن اتجاه التأثير هو من الأسواق المالية نحو النمو الاقتصادي، أي هو (Supply-Leading) قيادة العرض. كما تبين أن في هذه المجموعة من الدول ذات التطور المالي المتوسط على الرغم من عدم وجود علاقة ذات شكل قوي بين الأسواق المالية ذاتهاإلا أن كل سوق يعمل بحد ذاته في زيادة النمو الاقتصادي.

الجدول ٤
اختبار VAR للدول ذات ذات التطور المالي المتوسط

	CB	EQ2	GG
CB(-1)	-0.051398	10.16351	0.727705
	(0.68911)	(23.6819)	(0.33935)
	(-0.07459)	(0.42917)	(2.14441)*
CB(-2)	-0.329693	-1.642273	0.680387
	(0.28952)	(9.94954)	(0.14257)
	(-1.13878)	(-0.16506)	(4.77225)*
CB(-3)	0.720381	-3.724644	-0.641175
	(0.38981)	(13.3964)	(0.19196)
	(1.84802)	(-0.27803)	(-3.34010)*
CB(-4)	-0.534287	0.633480	-0.021876
	(0.38672)	(13.2902)	(0.19044)
	(-1.38157)	(0.04767)	(-0.11487)
CB(-5)	-0.289989	0.706648	0.470174
	(0.43943)	(15.1017)	(0.21640)
	(-0.65991)	(0.04679)	(2.17272)*
CB(-6)	-0.125840	0.873359	-0.152861
	(0.28339)	(9.73889)	(0.13955)
	(-0.44406)	(0.08968)	(-1.09536)

	CB	EQ2	GG
CB(-7)	-0.625079	3.163596	0.927312
	(0.39070)	(13.4269)	(0.19240)
	(-1.59989)	(0.23562)	(4.81971)**
CB(-8)	0.395845	2.913650	0.011352
	(0.27254)	(9.36627)	(0.13421)
	(1.45241)	(0.31108)	(0.08458)
CB(-9)	0.040042	-5.060382	-0.264665
	(0.34338)	(11.8005)	(0.16909)
	(0.11661)	(-0.42883)	(-1.56518)
CB(-10)	0.449862	-1.740106	-0.043569
	(0.18639)	(6.40546)	(0.09179)
	(2.41357)	(-0.27166)	(-0.47467)
CB(-11)	-0.086330	-3.187946	-0.768205
	(0.28600)	(9.82887)	(0.14084)
	(-0.30185)	(-0.32435)	(-5.45436)**
CB(-12)	-0.227710	3.964384	0.661444
	(0.37448)	(12.8693)	(0.18441)
	(-0.60808)	(0.30805)	(3.58680)**

	CB	EQ2	GG
EQ2(-1)	0.009173	-0.195809	-0.015831
	(0.02310)	(0.79393)	(0.01138)
	(0.39706)	(-0.24663)	(-1.39150)
EQ2(-2)	-0.058315	-0.292240	-0.022692
	(0.02281)	(0.78392)	(0.01123)
	(-2.55649)*	(-0.37279)	(-2.02014)*
EQ2(-3)	-0.074623	0.610324	0.126108
	(0.07922)	(2.72252)	(0.03901)
	(-0.94196)	(0.22418)	(3.23252)**
EQ2(-4)	-0.007411	0.166357	0.068495
	(0.03812)	(1.30989)	(0.01877)
	(-0.19445)	(0.12700)	(3.64919)**
EQ2(-5)	-0.231954	-0.921937	-0.133100
	(0.10468)	(3.59749)	(0.05155)
	(-2.21581)*	(-0.25627)	(-2.58195)*
EQ2(-6)	0.183207	3.356778	0.363414
	(0.26130)	(8.97998)	(0.12868)
	(0.70113)	(0.37381)	(2.82420)*
EQ2(-7)	-0.050825	-2.807667	-0.122792
	(0.18318)	(6.29534)	(0.09021)
	(-0.27745)	(-0.44599)	(-1.36120)
EQ2(-8)	0.072946	0.048172	-0.030364
	(0.16037)	(5.51127)	(0.07897)
	(0.45486)	(0.00874)	(-0.38449)
EQ2(-9)	-0.250961	0.946942	0.076311
	(0.13791)	(4.73937)	(0.06791)
	(-1.81977)*	(0.19980)	(1.12366)
EQ2(-10)	-0.062604	1.187644	0.349186
	(0.14215)	(4.88506)	(0.07000)
	(-0.44042)	(0.24312)	(4.98835)**
EQ2(-11)	-0.056816	0.163431	-0.296997
	(0.13690)	(4.70473)	(0.06742)
	(-0.41501)	(0.03474)	(-4.40541)**
EQ2(-12)	-0.226283	3.921316	0.506131
	(0.28722)	(9.87048)	(0.14144)
	(-0.78785)	(0.39728)	(3.57845)**
GG(-1)	-0.924026	4.722970	1.653068
	(0.59110)	(20.3138)	(0.29109)
	(-1.56323)	(0.23250)	(5.67897)
GG(-2)	-0.169102	-1.366213	0.080182
	(0.31629)	(10.8696)	(0.15575)
	(-0.53465)	(-0.12569)	(0.51480)
GG(-3)	-0.779001	6.913461	0.209603
	(0.41302)	(14.1938)	(0.20339)
	(-1.88613)	(0.48708)	(1.03055)
GG(-4)	-1.700981	6.847355	1.225661
	(0.51320)	(17.6368)	(0.25273)
	(-3.31444)**	(0.38824)	(4.84975)**

	CB	EQ2	GG
sGG(-5)	-1.763446	16.09433	2.013970
	(1.21966)	(41.9150)	(0.60062)
	(-1.44585)	(0.38398)	(3.35316)**
GG(-6)	-2.564540	14.15973	1.618964
	(1.14813)	(39.4568)	(0.56540)
	(-2.23367)*	(0.35887)	(2.86342)*
GG(-7)	-1.665049	20.22542	2.821015
	(1.72628)	(59.3256)	(0.85011)
	(-0.96453)	(0.34092)	(3.31843)**
GG(-8)	-0.396241	1.926303	1.208978
	(0.59009)	(20.2790)	(0.29059)
	(-0.67150)	(0.09499)	(4.16046)**
GG(-9)	0.494672	-4.284305	0.055695
	(0.25531)	(8.77416)	(0.12573)
	(1.93751)*	(-0.48829)	(0.44297)
GG(-10)	0.160794	-4.808431	-0.674541
	(0.35709)	(12.2720)	(0.17585)
	(0.45029)	(-0.39182)	(-3.83588)**
GG(-11)	-0.028871	-5.700334	-0.276534
	(0.39744)	(13.6586)	(0.19572)
	(-0.07264)	(-0.41735)	(-1.41291)
GG(-12)	-0.042179	-0.225654	0.504941
	(0.46380)	(15.9391)	(0.22840)
	(-0.09094)	(-0.01416)	(2.21078)*
C	172.7190	-850.8813	-169.3346
	(114.294)	(3927.85)	(56.2840)
	(1.51118)	(-0.21663)	(-3.00857)**
R^2	0.999269	0.854545	0.997674
Adj. R^2	0.986102	-1.763651	0.955811
S.E.	2.347036	80.65858	1.155795
F-	75.89464	0.326387	23.83183
Log likelihood	-30.68849	-168.6343	-3.062267
AIC	3.471205	10.54535	2.054475
SC	5.049456	12.12360	3.632726

*, **, Indicate significance at the 5%, 1% level

٣-٤ الدول ذات التطور المالي المرتفع

High Financial Development States

يوضح الجدول ٥ سببية غرانجر للدول ذات التطور المالي المرتفع. الجزء [a] يظهر السببية الثنائية (Feed back) بين رسملة السوق والنمو الاقتصادي عند التخلف الخامس والتي ظهرت في الجزء [c]أيضاً ، وتعني أن التغيرات في سوق الأسهم المالية تؤدي إلى تغيرات في النمو الاقتصادي والعكس صحيح. كما أظهر الجزء (c) السببية منالنمو الاقتصادي نحو الائتمان إلى القطاع الخاص والتي ظهرت أيضاً في الجزء [d] وعند مستوى معنوية 0.01. في حين أظهر الجزء [b] و [d] السببية من سوق الأسهم المالية نحو النمو الاقتصادي وبدرجة احتمالية ضعيفة تؤكد رفض فرضية العدم والقبول بالفرضية البديلة. إن هذه العلاقات السببية تظهر التطور المالي في هذه المجموعة من الدول وبخاصة سوق الأسهم المالية الذي أظهر تأثيراً سببياً ثنائياً (Feed back) مع النمو الاقتصادي.

الجدول ٥

اختبار سببية غرانجر للدول ذات التطور المالي المرتفع

[a]

Lags: 5		
	F-Statistic	Probability
EQ1 → CB	0.08980	0.99347
CB → EQ1	0.75976	0.58355
GG → CB	1.57395	0.18418
CB → GG	1.17996	0.33197
GG → EQ1	3.70572*	0.00607
EQ1 → GG	2.72715*	0.02914

[b]

Lags: 5		
	F-Statistic	Probability
EQ2 → CB	0.16669	0.97275
CB → EQ2	0.93653	0.47265
GG → CB	1.57395	0.18418
CB → GG	1.17996	0.33197
GG → EQ2	2.74013*	0.03885
EQ2→ GG	0.38546	0.85449

[c]

Lags: 5		
	F-Statistic	Probability
EQ1 → CP	0.19190	0.96411
CP → EQ1	0.39220	0.85157
GG → CP	3.99742**	0.00390
CP → GG	0.56454	0.72665
GG → EQ1	3.70572**	0.00607
EQ1 → GG	2.72715*	0.02914

[d]

Lags: 5		
	F-Statistic	Probability
EQ2 → CP	0.07793	0.99513
CP → EQ2	0.58206	0.71340
GG → CP	3.99742**	0.00390
CP → GG	0.56454	0.72665
GG → EQ2	2.74013*	0.03885
EQ2 → GG	0.38546	0.85449

*, **, indicate significant at 5%,1% level

أما تحليل الانحدار الذاتي للمتجهة فيظهر في الجدول ٦ لمجموعة الدول ذات التطور المالي المرتفع، وتبين أن الإنموذج الأفضل من بين النماذج التي تم تقديرها هو الإنموذج الذي يستخدم متغير المصارف (الائتمان المحلي إلى القطاع الخاص) ومتغير سوق الأسهم المالية (سرعة دوران الأسهم) ومتغير النمو (معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد)، وأفضل تخلف للإنموذج وحسب أقل قيمة لمعيار شوارز (SC) هو عند التخلف التاسع.

وتبين المعادلة الأولى في الإنموذج وهي معادلة المصارف أن هنالك تأثيراً معنوياً لمتغير سوق الأسهم المالية عند التخلف الثالث والسادس والسابع. كما ظهر التأثير المعنوي لمتغير النمو الاقتصادي عند التخلف الخامس والسادس والتاسع وبجمع معلمات متغير النمو مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة نجد أن زيادة نمو الناتج

المحلي الإجمالي لكل فرد بمقدار ١% يؤدي إلى زيادة الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص بمقدار ٧.٨٢%، وهي نسبة مرتفعة وتؤشر مدى التطور المالي الاقتصادي في هذه المجموعة من الدول.

الجدول ٦
اختبار VAR للدول ذات ذات التطور المالي المرتفع

	CP	EQ2	GG
CP(-1)	0.923971	3.435251	0.050530
	(0.21358)	(1.51511)	(0.12391)
	(4.32604)*	(2.26732)*	(0.40781)
CP(-2)	-0.055174	1.040616	0.101748
	(0.27579)	(1.95636)	(0.15999)
	(-0.20006)	(0.53191)	(0.63595)
CP(-3)	-0.573090	-4.222058	-0.138150
	(0.21025)	(1.49149)	(0.12197)
	(-2.72571)*	(-2.83077)*	(-1.13262)
CP(-4)	0.179715	-1.707775	-0.180292
	(0.21693)	(1.53884)	(0.12585)
	(0.82846)	(-1.10978)	(-1.43263)
CP(-5)	0.598024	1.659622	0.267420
	(0.19723)	(1.39908)	(0.11442)
	(3.03217)**	(1.18622)	(2.33723)*
CP(-6)	-0.309477	-1.983043	-0.029028
	(0.17191)	(1.21948)	(0.09973)
	(-1.80024)*	(-1.62614)	(-0.29107)
CP(-7)	0.118267	-0.241580	-0.095641
	(0.17696)	(1.25529)	(0.10266)
	(0.66834)	(-0.19245)	(-0.93164)
CP(-8)	-0.031064	-0.301448	0.029982
	(0.11958)	(0.84828)	(0.06937)
	(-0.25978)	(-0.35536)	(0.43219)
CP(-9)	-0.036654	1.002993	0.210113
	(0.12482)	(0.88546)	(0.07241)
	(-0.29365)	(1.13274)	(2.90157)*
EQ2(-1)	0.024723	-0.695165	-0.022234
	(0.05765)	(0.40897)	(0.03345)
	(0.42883)	(-1.69980)	(-0.66478)
EQ2(-2)	0.094598	0.577507	0.063912
	(0.05668)	(0.40210)	(0.03288)
	(1.66886)	(1.43621)	(1.94354)*
EQ2(-3)	0.108111	0.262007	0.012093
	(0.05476)	(0.38845)	(0.03177)
	(1.97431)*	(0.67450)	(0.38067)
EQ2(-4)	-0.145304	1.286764	0.124965
	(0.10658)	(0.75605)	(0.06183)
	(-1.36334)	(1.70196)	(2.02110)*
EQ2(-5)	0.034449	0.135536	-0.100112
	(0.06154)	(0.43658)	(0.03570)
	(0.55975)	(0.31045)	(-2.80396)*
EQ2(-6)	-0.134490	-0.509930	-0.034150
	(0.03783)	(0.26833)	(0.02194)
	(-3.55552)**	(-1.90040)*	(-1.55622)
EQ2(-7)	-0.222605	-0.469079	-0.031846
	(0.04484)	(0.31808)	(0.02601)
	(-4.96454)**	(-1.47474)	(-1.22424)
EQ2(-8)	0.068552	0.847921	0.028299
	(0.05623)	(0.39888)	(0.03262)
	(1.21915)	(2.12577)*	(0.86754)
EQ2(-9)	-0.010983	1.207225	0.084384
	(0.08500)	(0.60295)	(0.04931)
	(-0.12921)	(2.00219)*	(1.71130)
GG(-1)	0.472273	-12.13338	-1.119760
	(0.59879)	(4.24766)	(0.34738)
	(0.78872)	(-2.85649)*	(-3.2234)**
GG(-2)	-0.712875	-14.22811	-0.902443
	(0.69227)	(4.91083)	(0.40161)
	(-1.02976)	(-2.89729)*	(-2.24706)*
GG(-3)	-0.507083	-12.46040	-0.113165
	(0.55563)	(3.94150)	(0.32234)
	(-0.91263)	(-3.16133)**	(-0.35107)
GG(-4)	0.710906	-5.448279	0.096408
	(0.67805)	(4.80996)	(0.39336)
	(1.04845)	(-1.13271)	(0.24509)
GG(-5)	5.118457	28.21919	2.609626
	(2.87476)	(20.3929)	(1.66774)
	(1.78048)	(1.38378)	(1.56477)
GG(-6)	-5.051527	-48.46472	-1.992761
	(2.20811)	(15.6638)	(1.28100)
	(-2.28771)*	(-3.09405)*	(-1.55563)
GG(-7)	2.352997	-23.03746	-0.905277
	(1.73914)	(12.3370)	(1.00893)
	(1.35297)	(-1.86734)*	(-0.89727)
GG(-8)	1.129674	-29.91014	-0.919742
	(2.08683)	(14.8035)	(1.21064)
	(0.54133)	(-2.02048)*	(-0.75972)
GG(-9)	4.320825	16.18090	2.718499
	(1.44947)	(10.2822)	(0.84088)
	(2.98097)*	(1.57368)	(3.2329)**
C	-9.780446	559.6261	-28.72378
	(27.6538)	(196.170)	(16.0429)
	(-0.35367)	(2.85277)*	(-1.79044)
R^2-	0.996774	0.980935	0.931588
Adj. R^{-2}	0.967735	0.809354	0.315877
S.E.	6.030441	42.77853	3.498454
F-	34.32610	5.717020	1.513029
Log likelihood	-63.49021	-124.2259	-46.61073
AIC	5.902594	9.821026	4.813596
SC	7.197808	11.11624	6.108810
Determinant Residual Covariance		386.1684	
Log Likelihood		-224.2835	
Akaike Information Criteria		19.88926	
Schwarz Criteria		23.77490	

*, **, Indicate significance at the 5%, 1% level

أما معادلة سوق الأسهم المالية فإنها تظهر التأثير المعنوي للائتمان إلى القطاع الخاص عند التخلف الأول والثالث. كما يؤثر النمو الاقتصادي وبشكل معنوي في سوق الأسهم المالية عند التخلف الأول والثاني والثالث والسادس والسابع والتاسع. وغالبية هذه التأثيرات هي سلبية في النمو الاقتصادي، مما يعني أن التطورات في نمو الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد لا تذهب إلى سوق الأسهم المالية وإنما تذهب

إلى النمو في الائتمان والقطاع المصرفي، أو أن النمو يؤدي إلى تحجيم التوجيه إلى سوق الأسهم المالية وزيادته إلى القطاع المصرفي.

المعادلة الثالثة في الإنموذج هي للنمو الاقتصادي حيث يظهر فيها التأثير المعنوي الموجب لمتغير المصارف في النمو الاقتصادي عند التخلف الخامس والتاسع، مما يؤكد أن زيادة الائتمان إلى القطاع الخاص بنسبة ١% تؤدي إلى زيادة النمو بمقدار ٠.٢٦% و ٠.٢١% بعد مرور خمس وتسع سنوات على التتابع. وأن جمع معلمات متغير المصارف لإيجاد التأثير في المدى الطويل في النمو الاقتصادي مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة أظهر أن زيادة الائتمان المحلي إلى القطاع الخاص بنسبة ١% يؤدي إلى زيادة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لكل فرد بمقدار ٠.٢١%، كما تظهر المعادلة الثالثة التأثير المعنوي لمتغير سوق الأسهم في النمو الاقتصادي عند التخلف الخامس، وأن جمع معلمات متغير سوق الأسهم يظهر أن زيادة سرعة دوران الأسهم بمقدار ١% يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي بمقدار ٠.١٢% في المدى الطويل.

مما سبق نستنتج أنه على الرغم من أن سببية غرانجر أظهرت السببية الثنائية بين سوق الأسهم المالية والنمو الاقتصادي،إلاّ أن هذه السببية اتضحت من خلال تحليل الانحدار للمتجهة أنها ذات تأثير سلبي عندما تتجه من النمو الاقتصادي نحو سوق الأسهم المالية في حين تكون ذات تأثير إيجابي عندما تتجه من سوق الأسهم المالية نحو النمو الاقتصادي، وهذا ما لم توضحه سببية غرانجر في هذه المجموعة من الدول، في حين ظهر تأثير إيجابي وقوي للنمو الاقتصادي على سوق المصارف، وهذا ما أوضحته أيضاً سببية غرانجر في الدول ذات التطور المالي المرتفع، ولم يظهر أي تأثير للأسواق المالية فيما بين بعضها البعض في هذه المجموعة من الدول.

٥. الاستنتاجات والتوصيات

من خلال دراستنا السابقة يمكن أن نتوصل إلى ما يأتي:

١. يشجع النظام المالي الحديث نشاط الاستثمار من خلال تحديد الفرص الجيدة للعمل التجاري وتمويلها وتعبئة المدخرات ومتابعة أداء المديرين والسماح بتداول المخاطر وتغطيتها وتنويعها، وتيسير تبادل السلع والخدمات. وبذلك يؤدي بهذه الوظائف إلى رفع كفاءة توزيع الموارد وتسريع تراكم رأس المال المادي والبشري وتعجيل خطي التقدم التقني، مما يؤدي بدوره إلى تعزيز النمو الاقتصادي.كما يؤدي النمو الاقتصادي لتحويل القطاع المالي أيضاً وتنميته.

٢. أظهرت نتائج سببية غرانجر أن هنالك سببية ثنائية وعلاقة قوية بين أسواق الأسهم المالية والنمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المتوسط والمرتفع، أي أن النمو في الأسواق المالية يؤدي إلى النمو الاقتصادي، وكذلك زيادة النمو الاقتصادي يؤدي إلى النمو في أسواق الأسهم المالية، في حين أظهرت نتائج غرانجر سببية من النمو نحو المصارف في هاتين المجموعتين من

الدول، ولم تظهر أي علاقة سببية من المصارف إلى النمو، كما لم تظهر أي علاقة سببية للمصارف أو لسوق الأسهم المالية في الدول ذات التطور المالي المنخفض، مما يؤكد حقيقة ضعف الأسواق المالية في هذا النوع من الدولفضلاً عن ضعف هيكلها الاقتصادي، أما نتائج غرانجر للعلاقة بين المصارف وسوق الأسهم المالية فأظهرت ثنائية قوية في الدول ذات التطور المالي المنخفض، مما يؤكد وجود علاقة تكاملية بينهما، في حين ظهرت سببية من سوق الأسهم إلى المصارف في الدول ذات التطور المالي المتوسط، ولم تظهر أي سببية لغرانجر مابين السوقين في الدول ذات التطور المالي المرتفع.

٣. أما نتائج اختبار الانحدار الذاتي للمتجهة (VAR) فأظهرت أن السببية الثنائية للتأثير بين الأسواق المالية(أسواق الأسهم و المصارف) والنمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المرتفع، وهذا يؤكد امتلاك هذه المجموعة من الدول سوق أسهم مالية متطورة تؤثر وتتأثر بالنمو الاقتصادي، في حين أظهرت النتائج التأثير المعنوي الموجب من الأسواق المالية (أسواق الأسهم والقطاع المصرفي) نحو النمو الاقتصادي في الدول ذات التطور المالي المتوسط، وهو ما ينطبق مع فرضية قيادة العرض (Supply Lending)، وأن هذه الدول تمتلك أسهماً متطورة وكفوءة تعمل بشكل جيد، ولها تأثير كبير في النمو الاقتصادي، أي أنها تعمل على زيادة الاستثمارات الأكثر إنتاجيةفضلاً عن وظائفها الأخرى والتي تصب في النمو الاقتصادي. ويظهر في الدول ذات التطور المالي المنخفض تأثير معنوي موجب من النمو الاقتصادي إلى الأسواق المالية (أسواق الأسهم والقطاع المصرفي) أي بتطبيق فرضية إتباع الطلب (Demand Following)، مما يؤكد أن هذه الدول هي في بداية تطورها المالي وأنها تحتاج إلى النمو الاقتصادي لكي يدعم هذه الأسواق وينميها.

٤. نتائج (VAR) للعلاقة بين الأسواق المالية ذاتها أي القطاع المصرفي وأسواق الأسهم المالية فإنها تظهر تأثيراً معنوياًمتبادلاً مابين أسواق الأسهم المالية والقطاع المصرفي في الدول ذات التطور المالي المنخفض والمرتفع، في حين ظهر التأثير المعنوي من القطاع المصرفي نحو أسواق الأسهم في الدول ذات التطور المالي المتوسط، مما يؤكد العلاقة التكاملية بين الأسواق المالية والتي أكدتها نتائج غرانجر.

٥. يختلف التأثير بين الأسواق المالية والنمو الاقتصادي باختلاف التطور المالي والاقتصادي للدولةفضلاً عن السياسات الاقتصادية التي تتبعها ومدى تأثرها بالسياسات الاقتصادية لدول الجوار. كما تعتمد على الظروف الأولية التي نشأت بها الأسواق المالية ودرجة تنظيمها وأثر متغيرات السياسة الاقتصادية الكلية فيها.

أما أهم التوصيات التي توصل إليها البحث:

١. وجوب تقييد النشاطات في الأسواق المالية بشدة من خلال تنظيمات مماثلة من أجل ضمان أن الاضطرابات المالية لن تقوض مرة أخرى جهود السياسة الكلية في تنفيذ مهامها في ضمان التوظف التام واستقرار السعر. كما أن فعالية النظام

القانوني في فرض العقود والطبيعة التعاقدية وكذلك المعايير المحاسبية الجيدة تدعم نشاطاتها المالية وتحفزها.

٢. يتطلب وجود الأسواق المالية وخاصة أسواق الأسهم المالية أن يكون هنالك سياسات اقتصادية كلية متكاملة تؤدي إلى نجاح عملها، لذلك يجب اتخاذ جميع الخطوات الاقتصادية والاستفادة من فوائد الأسواق المالية التي تصب في النمو الاقتصادي.

المراجع

أولاً -المراجع باللغة العربية

١. كرين، سوزان، وغوبال، ريشي، ومبارك، أحمد مشفق، وساب، راندا ٢٠٠٣، التطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، التمويل والتنمية، العدد آذار، صندوق النقد الدولي.
٢. مطر، ظافر رمضان، واحمد، فارس غانم، ٢٠٠٠، تصنيف وتحديد المتغيرات المؤثرة على الحمل عند مستويات الخطورة، مجلة التربية والعلم، العدد٤٤، جامعة الموصل.

ثانياً -المراجع باللغة الاجنبية

1. Beck, T. and Levine, R., 2002, "Stock Markets, Bank and Growth: Panel Evidence," NBER, Working paper, 9082, www.nber.org/ papers/w9082.
2. Bennaceur, S., and Ghazouani, S., 2003, "Stock Market, Banks, and Growth in some MENA Region Countries," www.erf.org/.../ Financial_Markets-Background/Bennaceur_Ghazouani.pdf.
3. Boulila, G, and Trabelsi, M., 2002, "Financial Development and Long-Run Growth: Granger Causality in a bivariate VAR structure Evidence from Tunisia: 1962-1997.".
4. المؤتمر العالمي الاقتصادي ،CD،كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل
5. Brandl, M., "The Role of Financial Institutions in Long-Run Economic Growth," University of Texas At Austin, www.mccombs,utexas.edu./..../Michael. Brandl/Fin lnst and Long run growth.doc.
6. Eapen, K. 2002" Do Capital Markets Assist Economic Growth?", www.utiicm.com/cmc/pdfs/2002/kveapen^03.pdf.
7. Granger, C., 1969, "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods", Econometrica, Vol;37, No:3.
8. King. R. Levine, R., 1993," Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", The Quarterly Journal of Economics, 108.
9. Levine, R., 1996," Financial Development and Economic Growth: View and Agenda", policy Research Working paper, 1678, www.worldBank.org/html/dec/publications/workpapers/wps1678-html.
10. Liu, L., and Garcia, R; (1999)," Macroeconomic Determinants of stock Market Development", Journal of Applied Economic, vol: 11, No:1.
11. Lucas, R.(1988)," On the Mechanics of Economic Development", Journal of Monetary Economic, 22, Holland.
12. Greene, w., (2000), "Econometric Analysis", Fourth Edition, New Jersey.
13. Gujarati, D, (1995)," Basic Econometrics", Third Edition, McGraw-Hill, Singapore.
14. World Bank (2004), World Development Indicator (WDI), CD- ROM.