

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان
كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث نظام ل.م.د.
في العلوم التجارية
تخصص: بنوك وتأمينات
بعنوان:

أثر التحرير المالي على الوساطة المالية
دراسة قياسية لعينة من 22 دولة نامية خلال الفترة (1995-2017)
باستعمال تحليل بيانات بانل

إشراف الأستاذ:
أ.د. طاوولي مصطفى كمال

من إعداد الطالب:
لعوج بن عمر

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. مناقر نور الدين
مشرفا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	أ.د. طاوولي مصطفى كمال
ممتحنا	جامعة سعيدة	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بلعربي عبد القادر
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. عدوكة لخضر
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر أ	د. غربي ناصر صلاح الدين
ممتحنا	جامعة سعيدة	أستاذ محاضر أ	د. بن زاي ياسين

السنة الجامعية: 2020/2019

إهداءات

أهدي هذا العمل المتواضع:

إلى كل أفراد عائلتي الكبيرة، إلى روح الوالد رحمه الله وإلى الوالدة

الكريمة حفظها الله و أطال في عمرها

إلى كل أفراد عائلتي الصغيرة، إلى الزوجة الكريمة و إلى أبنائي جواد

محمد إسلام وغفران حفظهما الله

إلى أخي محمد وأختي سوهيلة وأبنائهم

إلى كل الأحباب والأصدقاء.

إلى كل من قدم يد المساعدة والنصح

تشكرات

يقول الله عز وجل:

" و لئن شكرتم لأزيدنكم "

و يقول الرسول عليه الصلاة و السلام:

"من لا يشكر الناس لا يشكر الله"

نتوجه بالشكر إلى الله عز وجل على توفيقه لإتمام هذا العمل المتواضع.

كما نتقدم بالشكر إلى أستاذتنا الكريم طاولي مصطفى كمال على حسن تسييره وتوجيهه.

كما أيضا نتقدم بالشكر إلى جميع الأستاذة الذين أطرونا خلال مسار الدراسة.

وفي الأخير لا ننسى أن نشكر كل الأصدقاء الذين ساهموا من بعيد أو قريب لإتمام هذا العمل.



قائمة المحتويات

قائمة المحتويات

الفصل التمهيدي: الإطار العام للدراسة

الفصل الأول: الإطار النظري للتحرير المالي والوساطة المالية

1. القطاع المالي في الدول النامية بين الكبح والتحرير المالي

2. الأسس النظرية للوساطة المالية

3. قراءة نظرية حول العلاقة القائمة بين التحرير المالي والوساطة المالية

الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة

1. الدراسات التجريبية السابقة التي أثبتت الأثر الإيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية

2. الدراسات التجريبية السابقة التي نفت فرضية الأثر الإيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية

3. الدراسات التجريبية السابقة التي أدرجت شروط نجاح سياسة التحرير المالي كمتغير شرطي في

العلاقة بين التحرير والوساطة المالية

الفصل الثالث: دراسة قياسية لعينة من الدول النامية باستخدام بيانات بانل

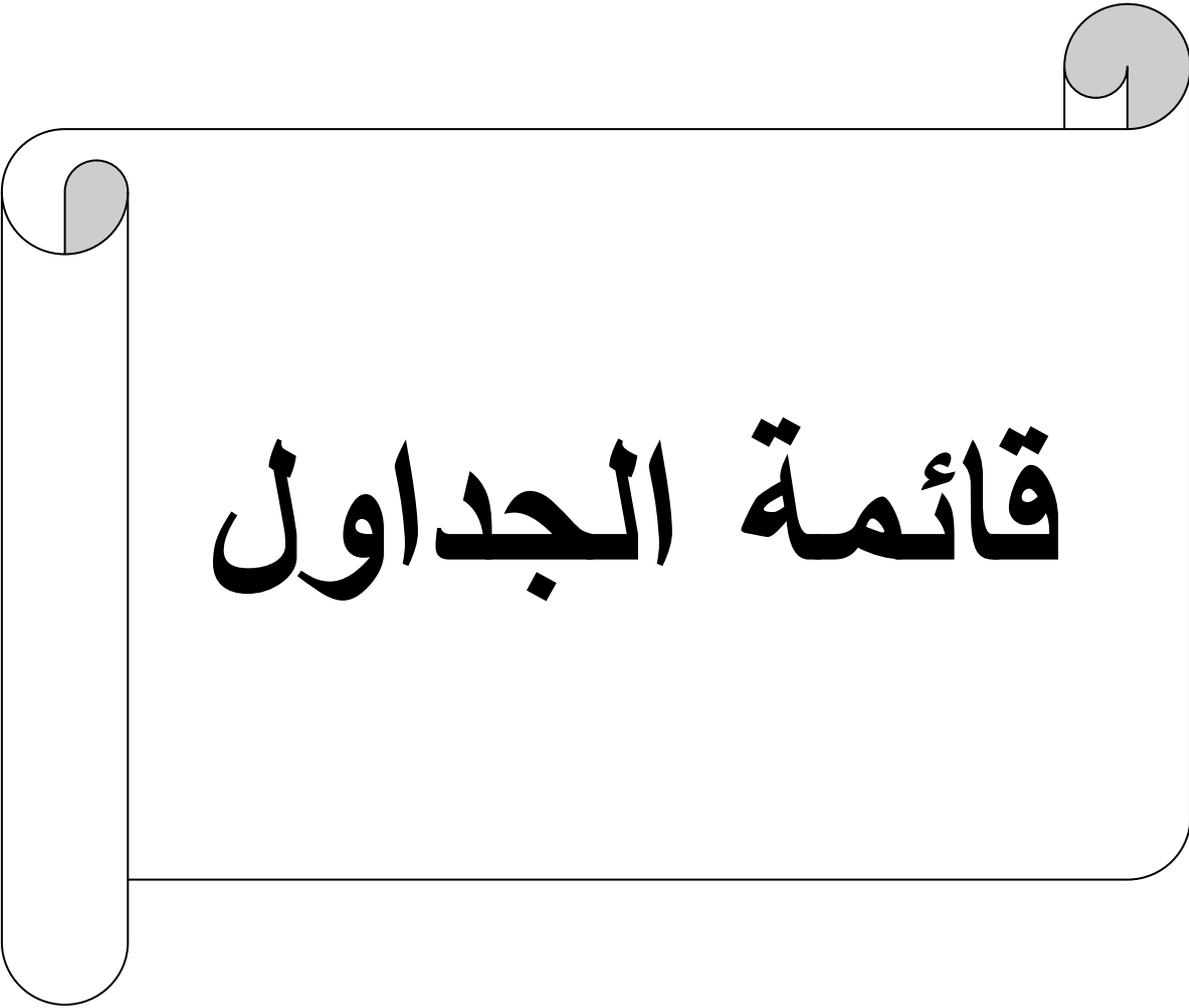
1. الإطار العام للدراسة القياسية وأهدافها

2. الإطار القياسي المتبع في التحليل

3. منهجية الدراسة القياسية والنموذج المستخدم

4. خطوات تقدير النموذج وعرض النتائج

الخاتمة العامة



قائمة الجداول

قائمة الجداول

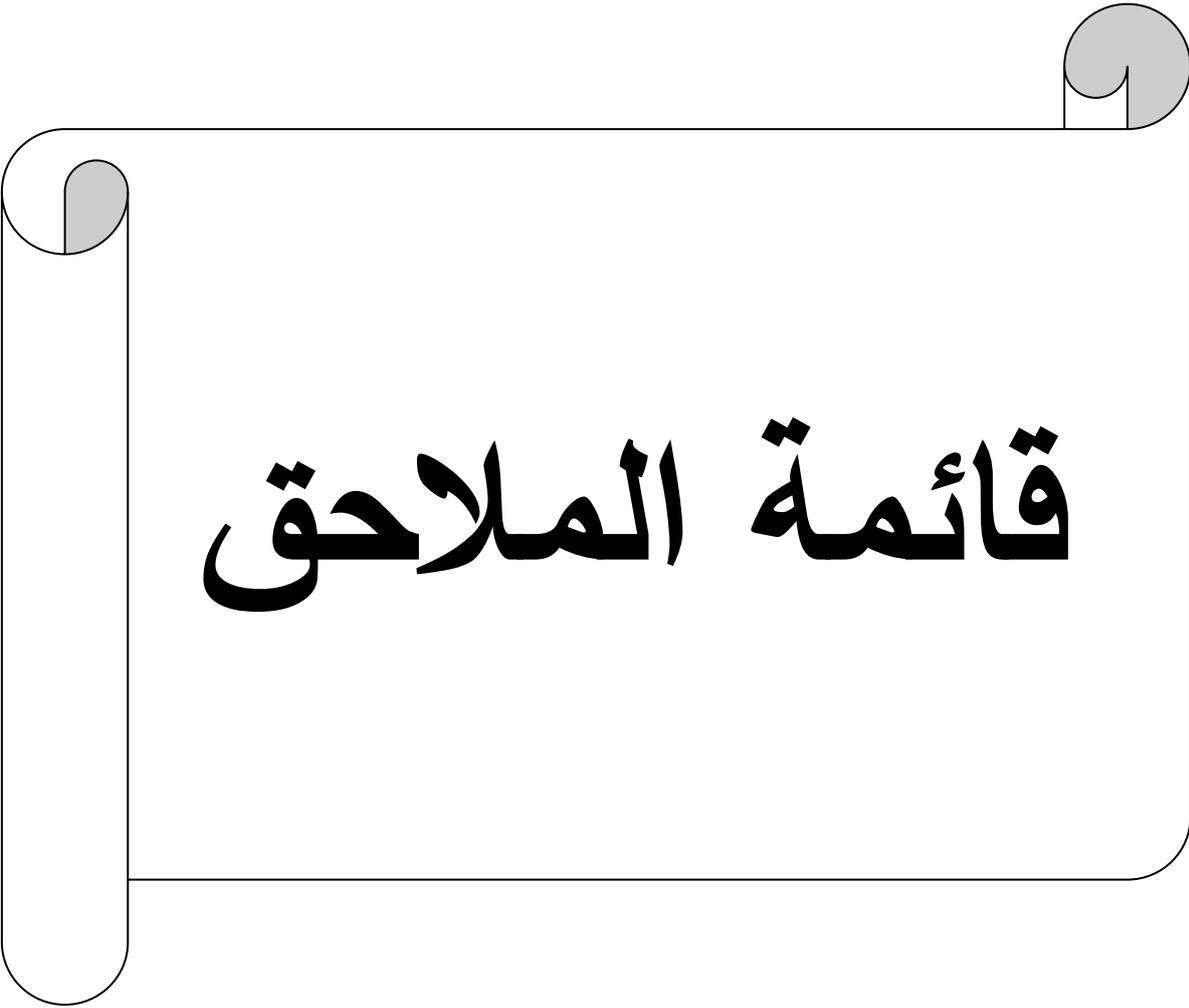
رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1.3)	اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل	259
(2.3)	متغيرات الدراسة القياسية ومصادر البيانات	277
(3.3)	الإحصاء الوصفي لمتغيرات النموذج	284
(4.3)	مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج	285
(5.3)	نتائج اختبار التجانس لمخطط (1986) Hsiao (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	288
(6.3)	نتائج اختبار التجانس لمخطط (1986) Hsiao (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	288
(7.3)	نتائج اختبارات جذر الوحدة لمستوى متغيرات بيانات بانل	289
(8.3)	نتائج اختبارات جذر الوحدة للفرق الأول لمتغيرات بيانات بانل	290
(9.3)	نتائج تقدير Panel ARDL لنموذج الوساطة المالية باستخدام PMG، MG و DFE (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	292
(10.3)	نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG وبين MG DFE (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	293
(11.3)	نتائج تقدير Panel ARDL لنموذج الوساطة المالية باستخدام PMG، MG و DFE (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	294
(12.3)	نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG وبين MG DFE (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	295



قائمة الأشكال

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	عنوان الشكل البياني	الصفحة
الفصل الأول		
(1.1)	الوساطة المصرفية في النظام المصرفي الكولومبي في ظل سياسة التحرير المالي خلال الفترة (1972 - 1990)	18
(2.1)	تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا	37
(3.1)	أثر تحديد أسعار الفائدة تحت مستواها التوازني على الادخار والاستثمار	39
(4.1)	تأثيرات إحلال الأصول المالية بين الوساطة المالية الرسمية وغير الرسمية على التوازن النقدي	66
(5.1)	أثر ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار (رؤية ما بعد الكينزيين)	72
(6.1)	أثر الزيادة الحتمية لأسعار الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار	76
(7.1)	أثر ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على القروض على العوائد المتوقعة للبنوك	79
(8.1)	سعر الفائدة الأمثل حسب (Stiglitz and Weiss (1981)	81
(9.1)	أثر استقرار الاقتصاد الكلي على تصرف البنوك في ظل وجود وعدم وجود ظاهرة عدم تناظر المعلومات	84
(10.1)	أثر عدم استقرار الاقتصاد الكلي على تصرف البنوك في ظل وجود وعدم وجود ظاهرة عدم تناظر المعلومات	87
(11.1)	قنوات التمويل المباشر وغير المباشر في النظام المالي	104
(12.1)	التمويل في نظام اقتصاديات الاستدانة	108
(13.1)	التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية	110
(14.1)	تركيب محفظة أصول البنك بين القروض وسندات الخزينة	158
(15.1)	تركيب محفظة أصول البنك في ظل تحرير سعر الفائدة على القروض	159
الفصل الثاني		
(1.3)	خطوات ومراحل اختبار التجانس لمخطط Hsiao (1986)	250



قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
332	قائمة دول العينة	1
333	نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة PMG (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	2
334	نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة MG (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	3
335	نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة DFE (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	4
336	نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	5
336	نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين DFE و MG (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)	6
337	نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة PMG (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	7
338	نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة MG (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	8
339	نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة DFE (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	9
340	نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	10
340	نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين DFE و MG (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)	11

الفصل التمهيدي:

الإطار العام للدراسة

1. مقدمة عامة:

منذ أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها وحتى عقد الستينيات دار جدل حامي الوطيس حول الأسباب التي جعلت بعض البلدان تزداد ثراء في الوقت الذي فترت فيه همة البعض الآخر، ونظرا لأن الآثار السلبية لفترة الكساد العظيم كانت لا تزال ماثلة في الأذهان، ضعفت الثقة في المنهج الليبرالي الكلاسيكي الذي ساد تطبيقه خلال القرن التاسع عشر وقام على التجارة الحرة في الأسواق المحلية والأجنبية على السواء، وبدلا منه جنح الاقتصاديون من ذوي النفوذ إلى التأكيد على مسألة إخفاق آليات السوق والحاجة إلى التدخل الواعي من قبل الحكومات بفرض رسوم على الواردات أو تقديم الدعم مجانيا للتغلب على التخلف الاقتصادي أو التقني.¹

ومن هنا تجاسرت حكومات البلدان الأقل تقدما في ربوع أمريكا اللاتينية وإفريقيا وأجزاء من آسيا على التدخل بصورة سافرة في اقتصادياتها المحلية واستشرت النزعة الحمائية (Protectionism) على مستوى التجارة الخارجية، وكذلك عمليات الرقابة على الأسعار وتقديم الدعم على مستوى التجارة الداخلية وقصر الإعفاءات والامتيازات على هيئات القطاع العام وذلك في جميع فروع الصناعة، وبدلا من سوق رأس المال الحر، جاءت الضوابط التصيلية المفروضة على تدفق المال والائتمان لتضمن قيام أسواق مالية مقهورة لتخدم على نحو سلبي النوايا التي تضررها الحكومات، فالواقع أن النظام المصرفي في الدول ذات الاقتصاديات المشتركة الموجهة مركزيا كان سلبيا تماما، حيث يتم توفير القروض بدون فوائد أو بأسعار فائدة غير مجزية وبشكل آلي طالما أن ذلك من شأنه الوفاء بالتزامات الخطة²، وقد عرفت هذه السياسة بالكبح المالي وهو المصطلح الذي أطلقه³ McKinnon (1973) و⁴ Shaw (1973) على وضعية القطاعات المالية التي تخضع لتدخل متزايد من طرف السلطات.

¹ رونالد ماكينون، النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد: إحكام السيطرة المالية عند التحول إلى اقتصاديات السوق، ترجمة: صليب بطرس وسعاد الطنبولي، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، الطبعة العربية الأولى والإنجليزية الثانية، القاهرة، 1996، ص 13.

² نفس المرجع، ص ص 13-14.

³ R. I McKinnon (1973), Money and capital in economic development, Washington, D.C, Brookings Institution.

⁴ E. S Shaw (1973), Financial deepening in economic development, Oxford University Press, pp. 92-112.

لقد كانت هذه السياسات المالية غير موفقة في كثير من الأحيان وأعاقت تطوير المؤسسات المالية في العديد من البلدان النامية، حيث أدى التدخل إلى الحكومي إلى إضعاف قدرة هذه البلدان على التصدي للمخاطر، فقد عجزت المصارف عن تطوير قدرتها على تقييم المخاطر ورصد حافظات القروض، ولم تتم تعبئة المدخرات بفعالية ولم تتوفر الإدارة الفعالة للسيولة النقدية والمسؤولية القانونية ولم يكن هناك أي حافز لزيادة الكفاءة، مما أدى في كثير من الأحيان إلى زيادة تكاليف عمليات الوساطة المالية، كما ثبت الكبح المالي المصارف عن الاستثمار في رأس مال المعلومات الحيوي لتطوير النظم المالية ونظم الوساطة المالية، وعند معالجة المخاطر التي ينفرد بها المقترضون أثقلت المصارف بالمشاكل الناتجة عن نقص المعلومات وتكلفتها الباهظة - وهي سوء الاختيار والمخاطر المعنوية ومشاكل إنفاذ العقود.

وفي خضم الأزمات الاقتصادية التي واجهتها غالبية أقل البلدان نمواً في أواخر السبعينات ومطلع الثمانينات، كشفت بصورة أكبر جوانب الضعف المتأصلة في المؤسسات المالية وتمثل التصدي لها في التحول من سياسة الكبح المالي إلى التحرير المالي متبعة في ذلك نموذج كل من (1973) McKinnon و(1973) Shaw على النحو الذي فرضته العولمة، وكان ذلك يتم عادة كجزء من برامج تحقيق الاستقرار والتكيف الهيكلي.

وكان التحرير المالي يرمي إلى تعزيز كفاءة الوساطة المالية ودعم التنظيم المالي (نحو تخفيف أنظمة التوزيع في الأسواق المالية)، ويهدف بالتالي إلى زيادة تعبئة المدخرات وتحسين نوعية حافظات الاستثمار، وشملت المكونات الرئيسية لسياسات التحرير المالي في أقل البلدان نمواً، إصلاح وتحرير أسعار الفائدة وتطبيق أدوات للسياسة النقدية تستند إلى السوق من خلال التحول من أدوات السياسة النقدية المباشرة مثل التحكم في أسعار الفائدة وفرض حد أقصى للائتمان إلى أدوات السياسة النقدية غير المباشرة مثل بيع سندات الخزينة وإنهاء التوجيهات الائتمانية القطاعية والقيود المفروضة على أنواع الأنشطة التي يمكن أن تضطلع بها المؤسسات المالية وتحرير القيود المفروضة على دخول القطاع الخاص والمؤسسات الأجنبية في الأسواق المالية المحلية، وخصخصة المؤسسات المالية المملوكة للدولة وإعادة هيكلة المصارف¹، وسرعان ما أصبحت تلك الإجراءات، ومازالت إلى حد بعيد

¹ منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير أقل البلدان نمواً 2006، ص ص 329-330.

تشكل عناصر هامة في خدمة الإصلاحات التي توصي بها مؤسسات بريتون وودز بالرغم من اشتداد الانتقادات حيالها¹.

لقد لقيت أعمال (1973) McKinnon و (1973) Shaw حول التحرير المالي اهتمام العديد من الاقتصاديين أنصار مدرسة ستانفورد والذين حاولوا توسيع التحليل المقدم من جانبهما وإثراءه بعد اقتناعهم بأهمية النتائج التي توصل إليها الكاتيبين، وأهم هؤلاء الاقتصاديين² (1976) Kapur،³ Galbis (1977)،⁴ Mathieson (1979, 1980) بالإضافة إلى الأعمال المقدمة من قبل⁵ Roubini & Sala-i-Martin (1992, 1995)، والذين أشاروا إلى أن القيود المفروضة على النشاط المالي لها عواقب مدمرة خاصة على عمق النظام المصرفي وأن الحل يكمن في اعتماد إستراتيجية بديلة تهدف إلى تعبئة المدخرات وتشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة وعماد تلك الإستراتيجية هو التحرير والإصلاح المالي بشكل يضمن تحقيق الكفاءة في حشد الموارد وتخصيصها نحو الاستثمارات الكفؤة، ويمكن تلخيص إجراءات التحرير المالي فيما يلي:⁶

- تحرير أسعار الفائدة وإزالة السقوف المفروضة عليها لكي تتحدد وفقا لآليات العرض والطلب.
- التخلص من جميع أشكال تخصيص الائتمان إداريا.
- توفير حرية الدخول والخروج في عمليات الوساطة المالية.
- تزايد الاعتماد على الأدوات غير المباشرة للسياسة النقدية (عمليات السوق المفتوحة) للتأثير على العرض النقدي.

¹ علي أحمد البلبل وآخرون، التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر 1974-2002، أوراق صندوق النقد العربي، العدد 9، 2004، ص 3.

² Kapur, B. K. (1976). Alternative stabilization policies for less-developed economies. Journal of Political Economy, 84(4, Part 1), 777-795.

³ Galbis, V. (1977). Financial intermediation and economic growth in less-developed countries: A theoretical approach. The Journal of Development Studies, 13(2), 58-72.

⁴ To see:

- Mathieson, D. J. (1979). Financial reform and capital flows in a developing economy. Staff Papers, 26(3), 450-489.

- Mathieson, D. J. (1980). Financial reform and stabilization policy in a developing economy. Journal of development economics, 7(3), 359-395.

⁵ To see:

- Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992). Financial repression and economic growth. Journal of development economics, 39(1), 5-30.

- Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1995). A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression. Journal of Monetary Economics, 35(2), 275-301.

⁶ علي أحمد البلبل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 3.

- إزالة الضوابط المفروضة على حساب رأس المال بميزان المدفوعات وقابلية العملة للتحويل.
- توفير بنية تشريعية ومالية قوية.

منهج التحرير المالي في شكله الأول الذي وضعه McKinnon (1973) و Shaw (1973) تعرض إلى العديد من الانتقادات خاصة من طرف أنصار المدرسة الكينزية، ويرى هؤلاء بأن أشكال تدخل الدولة يعمل على تحسين وظيفة الأسواق والأداء الاقتصادي في ظل فرضية عدم تناظر المعلومات، ويشير¹ Stiglitz (1993) و² Stiglitz & Weiss (1981) إلى أن أشكال الكبح المالي يمكن أن تساعد في الحد من الاختيار العكسي (قبل تنفيذ الصفقة) وسلوك الخطر الأخلاقي (بعد تنفيذ الصفقة) وبالتالي تطور الوساطة المالية، ويبرز هذا التطور في زيادة متوسط جودة القروض بفضل تطبيق سياسة معدلات الفائدة المنخفضة.

ويضيف Stiglitz (1993) بأن القيود المفروضة على أسعار الفائدة قد تؤدي إلى زيادة الادخار المالي في ظل وجود الحكم الرشيد في النظام المالي، وعندما ينظر المودعون إلى القيود على أنها سياسات تهدف إلى تعزيز استقرار النظام المالي، فقد يكونون أكثر استعدادا للحفاظ على الادخار في شكل ودائع مصرفية، وبالتالي زيادة عمق النظام المالي.

لقد كانت مجمل الانتقادات التي تعرض لها منهج التحرير المالي في شكله الأول تدور حول ثلاثة محاور رئيسية وهي:

- فرضية الأثر الإيجابي لارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار، فقد توصل كل من³ Burkett & Dutt (1991) إلى أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلبا على الاستثمار عكس ما ذهب إليه McKinnon (1973) و Shaw (1973).
- غياب الأخذ بعين الاعتبار عدم كفاءة الأسواق المالية وبالتالي مشكلة عدم تناظر المعلومات.
- إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي في نماذج مدرسة ستانفورد.

¹ Stiglitz, J. E. (1993). The role of the state in financial markets. The World Bank Economic Review, 7(suppl_1), 19-52.

² Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. The American economic review, 71(3), 393-410.

³ Paul, B., & Dutt, A. K. (1991). Interest rate policy, effective demand, and growth in LDCs. International Review of Applied Economics, 5(2), 127-153.

ومع زيادة حالات عدم الاستقرار المالي خلال الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي أصبحت الصورة المثالية للتحرير المالي قاتمة، حيث أدت الصعوبات التي واجها القطاع المالي لاسيما تلك الناجمة عن غياب التنظيم والإشراف بالقطاع المالي إلى أزمات نظامية واسعة النطاق في بلدان عديدة من آسيا وأمريكا اللاتينية، هذه الأزمات تعتبر كنتائج مباشرة لإجراءات التحرير المالي بهذه البلدان.

والحقيقية أن هذه النتائج الخطيرة التي نتجت عن التحرير المالي في الدول التي تبنت سياسات الإصلاح، دفعت بالكثير من الاقتصاديين إلى إعادة النظر في الطريقة المثلى لتنفيذ سياسات التحرير المالي التي تضمن تجنب الوقوع في فخ الأزمات، كما أكد خبراء اقتصاديون آخرون بأن التحرير الناجح للأنظمة المالية لا يتحقق إلا من خلال تلبية بعض الشروط المسبقة مثل الإصلاحات المالية والضريبية والتنظيمية دون إهمال الرقابة على الأنظمة المصرفية، فضلا عن تحقيق الاستقرار في البيئة الاقتصادية الكلية.

إن التحرير الناجح للأنظمة المالية والمؤكد الذي لا لبس فيه حسب الأعمال المقدمة من قبل¹ Chinn & Ito (2006) لا يتعلق بالأثر الإيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية، بل يتعلق بما تحتاجه النظم المالية لتستفيد أكثر من التحرير المالي، حيث أن الأنظمة المالية يجب أن تعمل في ظل بيئة قانونية ومؤسسية سليمة، بمعنى أن الإصلاحات المالية ليست كافية إذا لم تكن مصحوبة بإصلاحات مؤسسية مناسبة.

ولابد من التأكيد على أن التحرير المالي لا يعني البتة إلغاء النظم والضوابط أو غياب الرقابة والإشراف على السوق المصرفي والمالي، بل على العكس من ذلك فإنه يزيد من أهمية النظم والضوابط الرقابية، وفي هذا المجال يشير Philipp Hilderbrand عضو مجلس إدارة بنك سويسرا الوطني إلى "إن الالتزام بمبدأ المنافسة هو أمر ينسجم مع نظام رقابي فعال قائم على الشفافية والمساواة والمكافحة الشاملة للفساد بشتى أنواعه، كما يرى أن النظام الرقابي الصارم لا يتعارض مع الالتزام بمبدأ حرية الأسواق، بل على النقيض من ذلك، فإن الرقابة المصرفية الصارمة من شأنها تكريس مبدأ الحرية الاقتصادية من خلال الارتقاء بسلامة ونزاهة الأسواق".

¹ Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. Journal of development economics, 81(1), 163-192.

إن التحرير المالي في الواقع يعني إحداث نقلة نوعية في كل من الإطار القانوني والتشريعي والإطار الرقابي والتنظيمي التي تعمل وحدات القطاع المصرفي والمالي في نطاقيهما بما يحقق أهداف تلك الوحدات في تطوير عملياتها وخدماتها ومنتجاتها وأدواتها من جهة، وبما يحافظ على استقرار النظام المصرفي والمالي المحلي وحمائته من المخاطر التي إذا ما استفحلت في إحدى وحداته لا تنحصر ضمن نطاقه فحسب، بل قد تمتد آثارها السلبية إلى القطاعات الأخرى في الاقتصاد المحلي والاقتصاديات الأخرى المرتبطة به من جهة ثانية.

لقد اختلفت الإصلاحات المالية من حيث مدى عمقها ومجال تركيزها بين الدول المختلفة، ولكن الأهداف في كل الحالات كانت ذاتها، زيادة الاعتماد على قوى السوق والحوافز الخاصة في مجال الوساطة المالية وإدارة المخاطر والتأكيد على سلامة القطاع المالي وتقوية أطره التشريعية والتنظيمية، وتحسين مقدرة المؤسسات المالية على تعبئة المدخرات المحلية وزيادة المنافسة بين هذه المؤسسات.

انطلاقاً مما سبق، سنحاول من خلال هذا البحث السعي إلى تقديم دراسة نظرية وتجريبية يتم من خلالها التطرق إلى الأسس النظرية لسياسة التحرير المالي والوساطة المالية وتقييم طبيعة الأثر المحتمل لهذه السياسة على الوساطة المالية لعينة من الدول النامية وذلك عن طريق إجراء دراسة قياسية باستعمال سلة من البيانات لعينة تتكون من 22 دولة نامية خلال الفترة 1995 - 2017.

2. إشكالية الدراسة:

إن تبني الدول النامية خلال ربع قرن من الزمن لإصلاحات هيكلية من نوع ليبرالي، هذا الاتجاه المبني على رد الاعتبار لدور قطاع الوساطة المالية في النشاط الاقتصادي، جاء بهدف تحديد الفرص الجيدة للعمل التجاري وتمويلها وتعبئة المدخرات والسماح بتداول المخاطر وتغطيتها وتنويعها، وبالتالي رفع كفاءة توزيع الموارد وتسريع تراكم رأس المال.

بناء على ما سبق، تحاول هذه الدراسة البحث في احتمال وجود أثر لسياسة التحرير المالي على الوساطة المالية في عينة من الدول النامية، لذا سنحاول معالجة الإشكالية التالية:

هل كان لتطبيق سياسة التحرير المالي تأثير على الوساطة المالية في الدول النامية؟

هذه الإشكالية يمكن أن تعكسها مجموعة من التساؤلات والتي تشكل أساس هذا البحث:

- ما هو التحرير المالي، وما أهميته في الطرح النظري؟
- ما المقصود بالوساطة المالية، ما هي مختلف المؤسسات التي تندرج تحت مفهومها، ما هي طبيعتها وما أهميتها في الطرح النظري؟
- ما هي شروط نجاح سياسة التحرير المالي في تعزيز الوساطة المالية؟
- فيما تتمثل انعكاسات سياسة التحرير المالي على الجوانب المختلفة التي تميز تطور الوساطة المالية، وما واقع ذلك في الدول النامية؟

3. فرضيات البحث:

للإجابة على هذه التساؤلات تسعى هذه الدراسة إلى اختبار الفرضيات التالية:

- يمكن أن تتعكس سياسات التحرير المالي بشكل إيجابي على الوساطة المالية في الدول النامية.
- نجاح تطبيق سياسة التحرير المالي في تحقيق التطور في الوساطة المالية في الدول النامية يعتمد على تحقيق شروط استقرار الاقتصاد الكلي وتوفير إطار مؤسسي ملائم.

4. أهمية الدراسة:

يكتسي البحث في موضوع العلاقة بين سياسة التحرير المالي والوساطة المالية أهمية بالغة، ويعتبر من المواضيع الحديثة التي تزايد اهتمام الباحثين بها خلال العقود الأخيرة، حيث لا تزال المبادئ التي يركز عليها التحرير المالي محل الجدل والنقاش بين مختلف الباحثين الاقتصاديين من معارضين ومؤيدين، وذلك حول مدى صحة مساهمة تطبيق هذه الإجراءات في تحسين فعالية الأنظمة المالية والأجهزة المصرفية للدول النامية ورفع كفاءتها في حشد المدخرات والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، بل والقضية الرئيسية حسبهم هي ما تحتاجه النظم المالية لتستفيد أكثر من التحرير المالي.

5. أهداف الدراسة:

بناء على ما تقدم، فإن هذا البحث يسعى إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن إيجازها فيما يلي:

- تحديد مفهوم الكبح والتحرير المالي، بالإضافة إلى تحديد أساليب ودوافع التحرير المالي.
- تحديد مفهوم الوساطة المالية، أنواعها والمؤسسات التي تندرج تحت مفهومها.
- إبراز السياسات والشروط اللازمة لنجاح سياسة التحرير المالي في تعميق وزيادة كفاءة الوساطة المالية.
- عرض مختلف الأدبيات والنماذج النظرية والتجريبية التي عالجت العلاقة بين التحرير المالي والوساطة المالية.
- قياس أثر التحرير المالي على الوساطة المالية في الدول النامية.

6. مبررات اختيار الموضوع:

إن اختيار هذا الموضوع نابع عن مجموعة من الأسباب الموضوعية والذاتية والتي يمكن حصرها فيما يلي:

- باعتبار التحرير المالي ظاهرة حديثة نسبياً بدأت منذ بداية عقد الستينات في العديد من الدول المتقدمة ثم تلتها الدول النامية، فإن إعادة هيكلة النظام المالي وتحرير أسواق الخدمات المالية من خلال الإصلاحات والتحول الاقتصادي سيكون الميدان الجديد خلال المرحلة المقبلة ويمثل شرطاً ضرورياً ضمن إستراتيجية التحول الاقتصادي وذلك على عدة مسارات في آن واحد، منها ما تفرضه مقتضيات الاندماج نفسه، ومنها ما تحدده سياسات وتوصيات المؤسسات الدولية المعنية، لذا فمن الضروري التعرف في دراستنا العلمية على تأثيرات هذا التطور الذي لا يزال يتوسع وينتشر في أقطار العالم ولو بدرجات متفاوتة.
- إن الاهتمام الشخصي بموضوع التحرير المالي والوساطة المالية والذي له علاقة وثيقة بالتخصص الذي نتابع فيه مشوارنا الدراسي هو نتيجة لانشغالنا العميق لما تعانيه الدول النامية من تأخر في مواكبة التطورات الاقتصادية والمالية التي تشهدها الدول المتطورة في

السنوات الأخيرة، كذلك الميول للمجال الاقتصادي والتعلق بمواضيعه دفعا للاهتمام بهذا الموضوع في محاولة لإثرائه بكل الجوانب المتعلقة به نظريا وتجريبيا وتقديم إضافة للدراسات التجريبية السابقة من أجل الوصول إلى معرفة مدى مساهمة الإصلاحات المالية في تحسين فعالية الأنظمة المالية والأجهزة المصرفية للدول النامية ورفع كفاءتها في حشد المدخرات والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة.

7. منهجية البحث:

سوف تتطوي هذه الدراسة على شقين أحدهما نظري والآخر تطبيقي، وقد ارتكزنا على المنهجين التاليين:

المنهج الوصفي: سيتجلى الاعتماد على المنهج الوصفي قصد توضيح الجوانب النظرية للدراسة من خلال استعراض أهم النظريات والنظم التي أفرزها الفكر الاقتصادي والتي اهتمت بتفسير موضوع التحرير المالي والوساطة المالية والعلاقة القائمة بينهما، بالإضافة إلى التطرق لمختلف الدراسات التجريبية الخاصة بالموضوع.

المنهج التحليلي: سيتم الاعتماد على المنهج التحليلي من خلال استخدام أدوات التحليل الاقتصادي والقياسي لتفسير النتائج المتحصل عليها واستعراض الإحصائيات المتعلقة بالبحث وتحليلها.

8. حدود الدراسة:

تتخصر حدود الدراسة في الفترة الزمنية التي قامت فيها أغلب الدول النامية بتحرير أنظمتها المالية وفي ظل المعطيات والبيانات المتوفرة والتي تخص مؤشرات قياس التحرير المالي والوساطة المالية، حيث تم استخدام سلة من البيانات لعينة مكونة من 22 دولة نامية خلال الفترة الممتدة بين 1995 و 2017.

9. البنية العامة للدراسة:

لقد اعتمدنا في دراسة هذا البحث على خطة مقسمة إلى ثلاثة فصول، بالإضافة إلى الفصل التمهيدي الذي يتضمن الإطار العام للدراسة.

- الفصل الأول يتعرض إلى الإسهامات الفكرية للدراسات النظرية للكبح والتحرير المالي، الوساطة المالية والتطور التاريخي لمختلف الأدبيات النظرية التي عالجت موضوع التحرير المالي والوساطة المالية والعلاقة القائمة بينهما.
- الفصل الثاني تضمن مختلف الدراسات التجريبية السابقة حول أثر التحرير المالي على الوساطة المالية ونتائجها الرئيسية، ويتناول منهجية ونتائج الدراسة التطبيقية في ضوء تحليل وتفسير نتائج النموذج المستخدم.
- الفصل الثالث والذي مضمونه دراسة تجريبية قياسية تهدف إلى تحديد وتقييم طبيعة الأثر المحتمل للتحرير المالي على الوساطة المالية لمجموعة من الدول النامية باستخدام طريقة تحليل بيانات بانل.

الفصل الأول:

الإطار النظري للتحليل

المالي والوساطة المالية

مقدمة الفصل:

لقد اعتبرت الحكومات في الكثير من الدول النامية القطاع المالي كقطاع استراتيجي وأخضعته في ظل التوجه الاشتراكي لمختلف أشكال الرقابة، حيث كانت المهمة الأساسية للبنوك التجارية هي تقديم التمويل بصفة آلية للمؤسسات والهيئات العمومية دون إخضاعها لشروط الملاءة المالية والقدرة على التسديد، وقد تم تطبيق مختلف أشكال سياسة الكبح المالي مثل تحديد أسقف لمعدلات الفائدة وإتباع سياسة توجيه الائتمان إلى قطاعات معينة اعتبرت إستراتيجية دون غيرها، الأمر الذي لم يمكن القطاع المصرفي من تجميع أكبر قدر ممكن من الموارد وعدم التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة¹.

لقد كان لهذه السياسة آثارا سلبية على القطاع المالي والمصرفي الذي حرم من أداء وظائفه التقليدية وتميز بضعف دور الوساطة المالية في تعبئة الادخار وعدم التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، وسعيها منها للتخلص من الآثار السلبية لسياسة الكبح المالي قامت هذه الدول بتحرير أنظمتها المالية على النحو الذي فرضته العولمة متبعة في ذلك نموذج كل من (McKinnon 1973) و(Shaw 1973) الداعي إلى تحرير أسعار الفائدة وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية الاستقلالية التامة في إدارة أنشطتها وتحرير حساب رأس المال والأسواق المالية بهدف رفع مستوى تعبئة المدخرات المالية وضمان التخصيص الأمثل للموارد على نحو يحقق نموا وتطورا اقتصاديا مطردا، وهذا ما مثل تغيرا في طبيعة الوساطة المالية، حيث أشار الكاتبين إلى أن تحرير الأنظمة المالية والمصرفية يؤدي إلى تطوير القطاع المالي (قطاع الوساطة المالية كجزء منه) الذي ينعكس بدوره إيجابا على حجم المدخرات وكمية ونوعية الاستثمارات.

كما لقيت أعمال كل من (McKinnon 1973) و(Shaw 1973) دعما ومساندة من طرف العديد من الاقتصاديين والمنظمات الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.

¹ Bousrih, L., & Trabelsi, M. (2005). Libéralisation financière, développement financier et crises bancaires: le rôle du capital social. Revue d'économie financière, 83-106, p. 83.

من خلال هذا الفصل قمنا بدراسة شاملة حول سياسة الكبح المالي في الدول النامية، ثم محاولة إبراز أهمية موضوع التحرير المالي، قبل أن نتطرق إلى أهمية الوساطة المالية في التنظير الاقتصادي وتطور الأدبيات النظرية حول العلاقة بين التحرير المالي والوساطة المالية.

1. القطاع المالي في الدول النامية بين الكبح والتحرير المالي:

تمهيد:

في ظل التوجه الاشتراكي لم يكن هناك تواجد لأسواق الأصول العامة أو الخاصة في أغلب الدول النامية إلا القليل منها، حتى أنه في بعض البلدان لم يكن يتواجد فيها أصلا سوق مالي، ولو تواجدت بها فإنها لم تكن قادرة على المساهمة بشكل فعال في جمع الموارد المالية بالقدر الكافي لتمويل مختلف الوحدات والأنشطة الاقتصادية.

وقد كلف الجهاز المصرفي آنذاك في أغلب الدول النامية للقيام بدوره الهام والرئيسي المتمثل في عملية تعبئة المدخرات المالية بغية التمويل اللازم لمختلف الوحدات والأنشطة الاقتصادية، فقد أعتبر بذلك قطاعا استراتيجيا تم إخضاعه من طرف حكومات هذه الدول إلى مختلف أشكال الرقابة سواء المباشرة أو غير المباشرة وكان ذلك ابتداء من عمليات التأميم الجزئية ثم الكلية التي شهدها القطاع إلى غاية وضع مختلف الإجراءات من قيود وضوابط كتحديد معدلات الفائدة الدائنة والمدينة بأسعار أقل من مستواها التوازني في السوق، توجيه الائتمان إلى قطاعات معينة اعتبرت إستراتيجية دون غيرها في هذه الدول، فرض احتياطي إلزامي كبير يسمح بتمويل عجز الميزانية بأقل تكلفة ممكنة وغيرها من القيود التي تحد من حرية النشاط المالي والمصرفي فيما عرف بساسة الكبح المالي وهو المصطلح الذي أطلقه كل من McKinnon و Shaw في كتابيهما الصادرين سنة 1973 على وضعية القطاعات المالية التي تخضع لتدخل متزايد من طرف السلطات¹.

إن سياسات الكبح المالي في الدول النامية لم تؤدي إلى تحسين تراكم رأس المال ولا إلى النمو الاقتصادي، فالحدود القصوى التي طبقت على معدلات الفائدة لم تسمح بتطور القطاعات المالية، وفي ظل هذه الوضعية وبإيعاز من البنك وصندوق النقد الدوليين قامت العديد من الدول النامية باتخاذ إجراءات لإصلاح قطاعاتها المالية وأجهزتها المصرفية، وقد أعتمد هذا الإصلاح على منهج التحرير المالي الوارد في أعمال McKinnon (1973) و Shaw (1973).

¹ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature. Revue d'économie financière, (29), 87-111.

1.1. سلبيات كبح القطاع المالي في الدول النامية ودواعي التحريك:

لقد اتبعت الكثير من الدول النامية سياسات الكبح المالي نتيجة الحاجة إلى تمويل عجز الموازنة والمشروعات الكبرى في ظل محدودية الموارد المتاحة للدولة وعجز القطاع المصرفي عن القيام بعملية التنمية، الأمر الذي أثر سلباً على موارد البنوك التجارية وحد من قدرتها على المساهمة في توفير التمويل اللازم للاستثمارات وأبعدها عن العمل وفقاً لاعتبارات العرض والطلب، مما أدى إلى عدم تخصيص الموارد بشكل أمثل.

1.1.1. مفهوم الكبح المالي:

ينصرف مفهوم الكبح أو القمع المالي (Financial repression) إلى القيود المفروضة على النظام المالي¹، ويطلق (McKinnon (1989) تعبير الكبح المالي على الحالات التي تتدخل فيها الدولة بوسائل ضريبية أو أدوات أخرى مثل وضع سقف على أسعار الفائدة (Ceilings) والتدخل في توظيف الائتمان في النشاط المالي بما يشوه آليات السوق ويحد بها عن العمل وفقاً لاعتبارات العرض والطلب على الأرصدة المتاحة للإقراض والاستثمار، وينحرف بالقطاع المالي بعيداً عن مقتضيات الكفاءة الاقتصادية.

ويرى (Chatelin & Amble (1995) بأن الكبح المالي هو إبقاء أسعار الفائدة منخفضة بشكل إجباري من طرف حكومات الدول النامية، أو هو كل تدخل من طرف الحكومة على نشاطات البنوك بهدف الحد من حرية نشاط الوساطة المالية.³

مفهوم الكبح المالي بينه أيضاً (Roubini & sala-martin (1995) "الكبح المالي عبارة عن مجموعة سياسات، قوانين، ضوابط، رسوم وقيود كمية ونوعية ورقابة مفروضة من طرف الحكومة

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2008، ص 195.

² McKinnon, R. I. (1989). Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America. Oxford Review of Economic Policy, 5(4), 29-54.

³ Amable, B., & Chatelain, J. B. (1995). Efficacité des systèmes financiers et développement économique. Économie internationale, 61(1), 99-130.

والتي لا تسمح للوساطة المالية بتوظيف كامل قدراتها المتاحة التي توفرها لها التكنولوجيا التي تمتلكها".¹

أما Fry (1995b) فقد شدد على ضرورة التفريق بين التقييد والكبح المالي في تحليل السياسات الاقتصادية للدول النامية، واعتبر أن هذه الدول استخدمت سياسات التقييد الذي عرفه بأنه كل أشكال التدخل التي تقوم بها الدولة في السوق المالي للحصول على موارد مالية إضافية، وأن هذا التقييد لا يتحول إلى كبح مالي إلا في وجود معدلات مرتفعة للتضخم.²

ولذا، يمكن القول بأن آراء ووجهات نظر الاقتصاديين والباحثين كانت تنصب حول وجود علاقة بين الكبح والتراجع الكبير الذي عرفته النظم المالية في البلدان التي تبنته، وقد استخدمت عدة أدوات لتنفيذ سياسات الكبح المالي التي اتبعتها خاصة حكومات الدول النامية وطبقته بصرامة على أنظمتها المالية بصفة عامة والمصرفية بصفة خاصة.

هذا الطرح دفع بالعديد من الاقتصاديين والباحثين مثل (Neal & Hanson (1986)، Moriss (1990) و Fry (1995) إلى تلخيص أدوات سياسة الكبح المالي فيما يلي:³

- التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض والودائع.
- رقابة إدارية على تخصيص الائتمان لقطاعات معينة (كالقطاع الزراعي والقطاع الحكومي وقطاع الصناعات الصغيرة) مع تقديم قروض لبعض القطاعات بأسعار فائدة تفضيلية.
- فرض ضريبة ضمنية مرتفعة على القطاع المصرفي من خلال المبالغة في تحديد متطلبات مرتفعة للاحتياطي، ففي كولومبيا مثلاً احتفظت البنوك التجارية سنة 1972 بنسبة 31% من ودائعها كاحتياطات إجبارية لدى البنك المركزي دون أن تتقاضى عنها فوائد، مما يعني بأن 69% فقط من الودائع تستخدم لمنح القروض.
- إلزام المؤسسات المالية بشراء الأوراق المالية الحكومية وبعائد منخفض.

¹ Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1995). A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression, Op. Cit., p. 279.

² Bentahar, N. (2005). Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek, Thèse de Doctorat, Université d'Auvergne-Clermont-Ferrand I), p. 29.

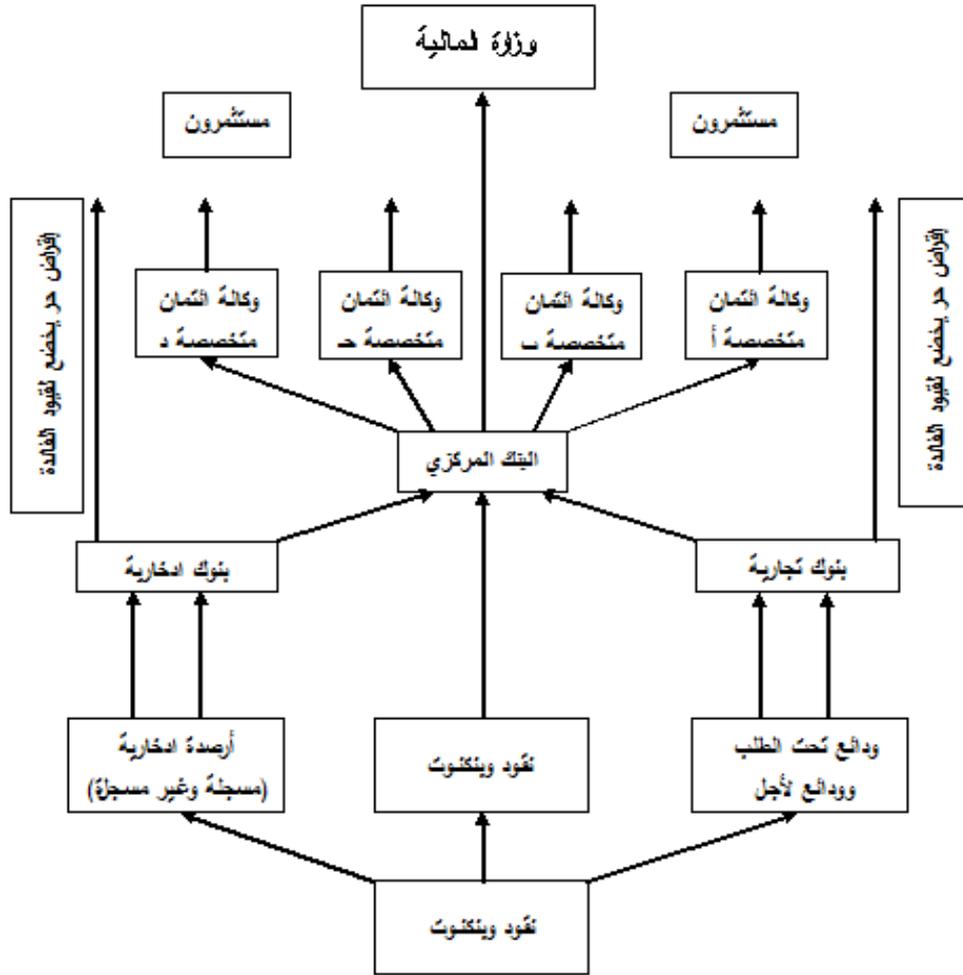
³ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 195 - 196.

- فرض قيود صارمة على حرية الدخول إلى القطاع المصرفي بصفة عامة وقطاع البنوك بصفة خاصة قد يصل مداها إلى الحظر المطلق لدخول المستثمرين الأجانب إلى قطاع الخدمات المالية.
- فرض قيود صارمة على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية سواء كانت تدفقات داخلة أو خارجة، وذلك بهدف تعزيز وحماية ترتيبات القطاع المالي المحلي.

هذه الأساليب التي تتدخل بها حكومات الدول النامية في القطاع المالي موضحة بشكل جيد في حالة كولومبيا منذ أوائل السبعينات إلى غاية بداية التسعينات كما يوضحه الشكل البياني رقم (1.1)، والذي يقدم صورة مبسطة لتدفق الأرصدة من المدخرين إلى المستثمرين في النظام المصرفي الكولومبي الذي تميز بثلاثة خصائص وهي: متطلبات احتياطي كبيرة، وكالات ائتمان متخصصة (بنوك) وحدود قصوى لأسعار الفائدة على الودائع والقروض.¹

¹ رونالد ماكينون، مرجع سبق ذكره، ص 72.

الشكل البياني رقم (1.1): الوساطة المصرفية في النظام المصرفي الكولومبي في ظل سياسة التحريك المالي خلال الفترة (1972 - 1990)



المصدر: رونالد ماكينون، مرجع سبق ذكره، ص 72.

في نظام مالي ضيق كما كان الحال في كولومبيا في سنوات السبعينات حسب الشكل البياني رقم (1.1)، كانت الموارد المالية (M2) لا تتجاوز 23% من الناتج المحلي الإجمالي، وقد احتفظت البنوك التجارية في سنة 1972 بنسبة 31% من ودائعها كاحتياطات إجبارية لا تتقاضى عنها فوائد لدى البنك المركزي، بالإضافة إلى أن 26% من محافظ قروضها تحدده السلطات المركزية مباشرة، كما احتفظت البنوك الادخارية بنسبة 25% من ودائعها كاحتياطات إجبارية لا تتقاضى عنها فوائد، بينما كان عليها أن تودع 44% من ودائعها في سندات إسكان تدر عائدا منخفضا يقدر بنسبة 6%، هذا التدفق من الموارد عالية القيمة للبنك المركزي سمح له بتقديم الائتمان الرخيص للعديد من

الوكالات المصرفية المتخصصة التي تقوم بدورها بإقراضه بأسعار منخفضة، وعلاوة على ذلك فإنه مع القيود الخاصة بأسعار الفائدة فإن النظام المالي في كولومبيا آنذاك يعتبر غاية في الجمود بالموازاة مع استنزاف مزيدا من الموارد من البنوك التجارية ومؤسسات الادخار بالاقتراف مباشرة أو عن طريق الحصول على امتيازات إعادة الخصم التلقائي مع البنك المركزي وهكذا تزداد الضائقة المالية في باقي أنحاء النظام المالي تفاقما.

2.1.1. خلفيات كبح القطاع المالي في الدول النامية:

ظلت القطاعات المالية في الدول النامية لعقود طويلة محل تدخل مستمر من قبل الحكومات سواء في هياكلها ومؤسساتها أو في آليات عملها، ولا يعتبر التدخل ذا طبيعة إصلاحية لفشل السوق (Market Failure)، ولكنه كان تدخلا كابحا (Repressive) للنشاط الاقتصادي في القطاع المالي بصفة عامة والجهاز المصرفي بصفة خاصة.

ولم يكن تدخل الدولة كبحا للنشاط المالي دون مبررات، ويمكن تقسيم هذه المبررات إلى أربعة مجموعات من الأسباب الداعية لهذا التدخل:

1.2.1.1. أوضاع القطاعات المالية في الدول النامية بعد استقلالها:

عانت معظم الدول النامية بعد الحصول على الإستقلال من مشكلات متعددة تعد من أشكال فشل السوق، حيث كان القطاع المالي يتصف بالتشردم (Segmentation) والضحالة* (Shallowness) في ظل غياب كثير من الخدمات والأدوات والأوعية المالية أو وجود بعضها بقدر كبير من القصور، كما كان يشوب السوق احتكار لقلة من وحدات الوساطة للأنشطة المختلفة بما صاحب ذلك من استغلال لمراكز احتكارية في ظل انعدام رقابة مالية فعالة، كما لم تتح معلومات كافية عن المتعاملين المحتملين من مدخرين ومقترضين بما كرس ظاهرة تباين المعلومات مسببة زيادة

* ضحالة القطاع المالي في الدول النامية يقصد به عدم وجود خدمات مالية محددة وضعف وعدم تنوع هذه الأدوات المالية خاصة في المناطق الريفية أين توجد بنوك تقدم خدمات محددة وقاصرة، الأمر الذي يدفع المدخرين والمستثمرين للجوء إلى السوق المالي غير الرسمي، كما أن غياب أسواق للتعامل بالأجل يمنع المدخرين والمنتجين من أدوات للتغطية ضد مخاطر الإنتاج وارتفاع معدل التضخم وغياب المؤسسات المتخصصة للوساطة يقلل من أدوات الادخار التي تتميز بسهولة وانخفاض المخاطر فيها، مما يدفع العائلات إلى وسائل للتوقي من التضخم كالعقارات والمعادن النفيسة والسلع الاستهلاكية المعمرة.

درجة المخاطرة في إجراء المعاملات المالية والاعتماد على اعتبارات غير سعرية في توظيف الائتمان.¹

2.2.1.1. أثر قوانين الربا:

احتكمت بعض النظم التشريعية في البلدان النامية إلى تعريف الربا على أنه سعر الفائدة المرتفع المغالى فيه، فقامت بوضع سقوف على أسعار الفائدة الاسمية بحيث تتراوح بين 3% و 7% في أكثر التشريعات الاقتصادية التي تأثرت بقوانين الربا الغربية.²

3.2.1.1. تأثير السياسة الاقتصادية في الخمسينيات والستينيات بالآراء الكينزية:

خلال فترة ما بعد الحربين العالميتين الأولى والثانية كانت الذاكرة مفعمة بأزمة الكساد الكبير التي شهدتها النظام الرأسمالي والتي أثبتت فشل المدرسة الكلاسيكية الليبرالية،³ وقد أدت هذه الأزمة إلى تأثر السياسات الاقتصادية خاصة في سنوات الخمسينيات والستينيات بالآراء والأفكار الكينزية فيما يتعلق بتفضيل السيولة (Liquidity Preference)، حيث أكد Keynes (1936)⁴ أن منافسة البنوك في تحفيز الأفراد للتخلي عن السيولة وإيداع مدخراتهم لديها جعلها تقوم برفع أسعار الفائدة الاسمية إلى مستويات تفوق سعر الفائدة الحقيقي التوازني الذي يتحقق عنده التشغيل الكامل، مما دفعه إلى اقتراح وضع سقوف على أسعار الفائدة الاسمية.⁵

¹ To see:

- Killick, T. (1993). The adaptive economy: adjustment policies in small, low-income countries. The World Bank., pp. 254-258.

- Mohieldin, M. (1995). Causes, measures and impact of state intervention in the financial sector: The Egyptian example. In Working paper series/Economic Research Forum; 9507. Economic Research Forum, Cairo, EG, pp. 1-2.

² To see:

- Spiegel, H. W. (1991). The growth of economic thought. Duke University Press, p. 63-65.

- Mohieldin, M. (1995). Op. Cit., p. 3.

³ ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية - التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994، ص 99.

⁴ Keynes, J.M., (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, London, Macmillan. p. 351.

⁵ Mohieldin, M. (1995). Op. Cit., pp. 1-2.

4.2.1.1. الحاجة إلى تمويل عجز الموازنة العامة والمشروعات الكبرى للدولة بتكلفة منخفضة:

في مرحلة تميزت بهيمنة التيار الفكري الكينزي المحبذ لتدخل الدولة في كافة الأنشطة الاقتصادية والمالية، اعتُبر تمويل عجز الموازنة وسيلة مقبولة لتمويل التنمية في ظل محدودية الموارد المتاحة للدولة وعجز القطاع الخاص عن القيام بعملية التنمية، فقد كان قبول هذه الأداة التمويلية إلى الحد الذي اعتبرت فيه طريقة مفيدة للغاية لتعزيز التنمية الاقتصادية في البلدان الأقل نمواً، حيث اعتُبر كبح القطاع المالي في ذلك الوقت كوسيلة من شأنها أن توفر تمويلاً منخفض التكلفة لسد عجز الموازنة العامة للدولة.¹

3.1.1. نتائج تطبيق سياسة الكبح المالي في الدول النامية:

لقد أدى إتباع الأدوات الكابحة للقطاع المالي في الدول النامية إلى عواقب وخيمة على القطاع المالي والمصرفي وتراجع فعاليته في تعبئة الموارد المالية أكدتها أدبيات التنمية المالية، ويمكن تلخيص أهم النتائج المترتبة عن سياسة الكبح المالي فيما يلي:

- أدى التحكم الإداري في أسعار الفائدة بوضع سقف عليها في الدول ذات معدلات التضخم المرتفعة إلى جعل سعر الفائدة الحقيقي سالبا، وقد أدى ذلك إلى دفع بعض المدخرين المحتملين إلى توجيه مدخراتهم لمشروعات منخفضة العائد يقومون بها بأنفسهم بدلا من توجيهها للاستثمار عن طريق ادخارها بواسطة مؤسسات القطاع المالي.²
- أدى الانخفاض المفعل للتمويل المصرفي بسبب القيود المفروضة على أسعار الفائدة إلى اختيار مشروعات كثيفة رأس المال في مجتمعات كان الأولى بها أن تتجه إلى مشروعات كثيفة العمل وفقا لمزاياها النسبية في هذا العنصر من حيث وفرته.³
- ترتب على ارتفاع معدلات التضخم في ظل الكبح المالي عدم استقرار مكونات المحافظ المالية حيث يتحول توظيف المدخرات واستثمارها من الأصول المالية ذات العائد الحقيقي السالب إلى

¹ Ibid, pp. 3-5.

² ماجدة أحمد شلبي، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل، مؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية والتطبيق، كلية القانون بالتعاون مع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2002، ص 12.

³ نفس المرجع، ص 12.

- أصول مادية تتغير أسعارها بمعدل يساوي أو يزيد عن معدل التضخم فيما يعرف بوسائل التحوط من التضخم (Inflation Hedges) مثل العقارات وبعض السلع المعمرة والذهب.¹
- أدى الكبح المالي إلى تدهور العائد على الأصول المالية المقومة بالعملة المحلية وبالتالي التخلي عنها كمخزن للقيمة، بل وكوسيط للمبادلة واللجوء إلى العملات الأجنبية فيما يعرف بإحلال العملات (Currency Substitution).²
 - أدى الكبح المالي إلى اللجوء إلى أنشطة القطاع المالي غير الرسمي إقراضا واقتراضا رغم ما يتميز به من ارتفاع درجة المخاطرة، حيث عرفت الدول النامية أشكالا متعددة من أنشطة القطاع المالي غير الرسمي كنظام الجمعيات والمقرضين المحترفين أو المرابين، ونظم الائتمان غير الرسمي المضمونة بعقود عمل أو إيجار رسمية (Tied-Credit).³
 - ساهم الكبح المالي بالإضافة إلى عوامل اقتصادية وسياسية أخرى في هروب رؤوس الأموال من الاقتصاديات النامية إلى أسواق المال الأجنبية التي توفر عائد حقيقي موجب وبمخاطرة أقل نسبيا مما هو قائم في القطاعات المالية التي تخضع للتدخل المشوه لآليات السوق والتي تقتصر إلى الشفافية (Transparency) في إجراء المعاملات.⁴
 - أدى ارتفاع الضرائب المستترة على الودائع والعمليات المصرفية مثل معدل الاحتياطي القانوني ونسبة السيولة المبالغ فيها إلى ارتفاع هامش أسعار الفائدة وتدني كفاءة الوساطة المالية.⁵
 - أدى سوء إدارة تخصيص الائتمان إلى خفض نصيب الائتمان الموجه للقطاعات المفترض دعمها وتوجيه الائتمان لها، وقد تزامن الائتمان الموجه للقطاع العام أو تلبية لاعتبارات سياسية مع حدوث نسبة مرتفعة للقروض غير المستردة، وقد أدت تلك النسبة المرتفعة إلى جانب متطلبات الاحتياطي الإلزامية غير المتكافئة النسبة إلى ممارسة ضغوط سلبية على كل من ربحية البنوك

¹ نفس المرجع، ص 12.

² El-Erian, M. (1988). Currency substitution in Egypt and the Yemen Arab Republic: A comparative quantitative analysis. Staff Papers, 35(1), 85-103, pp: 92-93.

³ To see :

- Karla Hoff, Avishay Braverman and Joseph E. Stiglitz, The economics of rural organizations: theory, practice and policy, chapter 2, Imperfect Information and Rural Credit Markets: Puzzles and Policy perspectives, World Bank, Oxford university press, 1993, pp: 33-52.

- Mohieldin, M. S., & Wright, P. W. (2000). Formal and informal credit markets in Egypt. Economic development and cultural change, 48(3), 657-670.

⁴ ماجدة أحمد شلبي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁵ نفس المرجع، ص 12.

- والقاعدة الرأسمالية لها، وقد نتج عن ذلك ارتفاع الهامش بين أسعار الفائدة على الودائع وأسعار الفائدة على القروض، الأمر الذي أدى إلى تقلص رقعة النشاط المصرفي.¹
- تدني أسعار الفائدة الاسمية على الودائع والقروض إلى حد أضحت معه أسعار الفائدة الحقيقية - في ظل تزايد معدلات التضخم - سلبية، الأمر الذي انعكس بالسلب على كافة عوائد الأصول المالية الأخرى ومن ثم على أسعارها.²
 - افتقر القطاع المالي إلى التنوع، حيث تميز بسيادة القطاع المصرفي وتراجع الأهمية النسبية لأسواق الأوراق المالية.³
 - انخفاض درجة العمق المالي (Financial deepening) التي تشير إلى الحجم النسبي للسيولة العامة وتقاس بنسبة M3/GDP (العملة والنقود وودائع المدخرات والودائع لأجل قصير في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى كصناديق التوفير والبريد) إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويعني انخفاض تلك النسبة انخفاض الأرصدة القومية القابلة للإقراض ومن ثم ضعف قدرة الاقتصاد الوطني على تمويل الاستثمارات، بينما يشير ارتفاع تلك النسبة إلى تدفق حقيقي كبير للأرصدة القومية القابلة للإقراض من أجل استثمارات جديدة.⁴
 - تحديد أسعار الفائدة الدائنة والمدينة تحت مستواها التوازني يؤدي إلى تدني حجم المدخرات المالية في النظام المالي وبالتالي تقليص الأموال الموجهة للاستثمار.⁵

كل هذه النتائج المترتبة على سياسات الكبح المالي دفعت بالاقتصاديين (McKinnon 1973) و Shaw (1973) وعدد من الباحثين إلى التأكيد على أن هذه السياسات قد تسببت في تدن مستمر لكفاءة الوساطة المالية وفي تشويه أسواق المال، مما يتطلب اتخاذ إجراءات إصلاحية عن طريق سياسات التحرير المالي والتي تستهدف إزالة كافة أدوات الكبح المالي التي دأبت الدول النامية على إتباعها بما يؤدي إلى تحقيق التنمية المالية وزيادة المدخرات وتحسن حجم ونوعية الاستثمار ومن ثم دفع معدلات النمو الاقتصادي على النحو الذي يوضحه الإطار العام النظري لنماذج مدرسة ستانفورد

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 196.

² نفس المرجع، ص 196.

³ نفس المرجع، ص 197.

⁴ رونالد ماكينون، مرجع سبق ذكره، ص 30.

⁵ ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حامد، محمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، الطبعة الأولى، الرياض، 2009، ص 759.

والاجتهادات النظرية المطورة لها والتي تحاول أن تظهر وجود علاقة إيجابية بين التحرير المالي، التنمية المالية والنمو الاقتصادي.

2.1. الدول النامية من الكبح إلى التحرير المالي:

شهدت البلدان المتقدمة والنامية خلال العقد الأخير من القرن الماضي حالة من التحرير المالي، فبعد أن بلغت الأسواق المالية في عدد كبير من الاقتصاديات المتقدمة مرحلة الاستكمال الفعلي لعملية التحرير في أواخر الثمانينات وبداية التسعينات،¹ شرعت البلدان النامية أيضا في إجراءات إصلاح القطاع المالي نتيجة للمشاكل الاقتصادية التي واجهتها بعد فشل سياسات التدخل الحكومي في تحقيق معدلات تنمية اقتصادية مقبولة.² وعلى الرغم من الفرق الكبير فيما بين البلدان من حيث طبيعة وبنية اقتصادياتها، فقد جاءت هذه الإصلاحات المالية العالمية استجابة لهدف مشترك هو تحقيق أداء اقتصادي أفضل من خلال نظام مالي سليم وكفؤ.³

وقد ظهر مصطلح التحرير المالي لأول مرة في كتابات McKinnon (1973) وShaw (1973)، حيث اعتبره بمثابة حل للخروج من حالة الكبح المالي الذي تتخبط فيها الأنظمة المالية للدول النامية ووسيلة لرفع وتيرة النمو الاقتصادي، وقد دعم هذا الاتجاه كل من صندوق النقد الدولي والبنك العالمي.⁴

1.2.1. مفهوم التحرير المالي:

تعد ظاهرة التحرير المالي من الظواهر الحديثة نسبيا جاءت استجابة لظروف كثيرة أملتها متغيرات عقدي الستينيات والسبعينيات التي سبق ذكرها، حيث ساد الاعتقاد بأنها الحل الأمثل المطروح أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة تطور الاقتصاد العالمي، ومع بداية عقد

¹ Schumkler, M. S. L., & Kaminsky, G. L. (2003). Short-run pain, long-run gain: The effects of financial liberalization (No. 3-34). International Monetary Fund.

² بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2015، ص 7.

³ مايح شبيب هدهود، القطاع المالي والمصرفي بين إشكاليات الواقع وآفاق الإصلاح، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 10، العدد 2، 2008، ص 38.

⁴ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., pp. 87-111.

السبعينات توسعت المطالبة بالتحرير المالي سواء كانت صادرة من باحثين أو مؤسسات دولية واحتلت تلك الدراسات اهتمام واسع، إذ اعتبرت استراتيجيات التحرير المالي وعملية رفع القيود أو الحد منها من أبرز عمليات إعادة هيكلة القطاع المالي والمصرفي والتي أضفت إلى زيادة حرية حركة رؤوس الأموال بين دول العالم المختلفة.¹

ويقصد بالتحرير المالي إلغاء القيود والترتيبات والضوابط المفروضة على حركات رؤوس الأموال قصيرة وطويلة الأجل عبر الحدود الوطنية، وإعطاء السوق مطلق الفاعلية في عمليات ضمان توزيع وتخصيص الموارد المالية وتحديد أسعار العمليات المالية طبقاً لقوى العرض والطلب، كذلك ينبغي إلغاء الرقابة المالية الحكومية وبيع البنوك ذات الملكية العامة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية استقلالها التام وعدم فرض قيود على حرية الدخول والخروج من صناعة الخدمات المالية.²

وتعني عملية التحرير المالي إلغاء القيود على الائتمان المحلي وتحرير معدلات الفائدة وإلغاء الضوابط على العمل المصرفي وتدخل الدولة في القطاع المالي.³

وقد توصل (1973) McKinnon و (1973) Shaw إلى أن التحرير المالي يؤدي إلى زيادة الادخار مما يسمح برفع حجم الاستثمار ونوعه فيزيد معدل النمو الاقتصادي وإحداث عمق مالي وذلك من خلال ما يلي:⁴

- يسمح التحرير المالي بتدفق رؤوس الأموال الأجنبية بسبب ارتفاع معدلات الفائدة المحلية الحقيقية.
- يقلل التحرير المالي من دور القطاع المالي غير الرسمي الذي لا يبقى أي سبب لوجوده عند رفع معدلات الفائدة الحقيقية، حيث تصبح متساوية في كلا القطاعين.

¹ حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، عمان، ص 53.

² بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص 162.

³ نفس المرجع، ص 162.

⁴ عبد اللطيف مصيطفي، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة و اقتصاديات الأسواق المالية، دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008، ص 191.

- يسمح التحرير المالي بظهور مؤسسات مالية متخصصة، فيؤدي بذلك إلى تخفيض تكلفة إنتاج الخدمات المالية، كما أن تنوع المؤسسات المالية المتخصصة يزيد من درجة التعمق المالي.

وبالتالي فإن الهدف الأساسي من التحرير المالي هو بناء نظام مالي فعال ومتنوع، ومن بين الأسس التي يركز عليها التحرير المالي هي أن التطور المالي يعتبر الركيزة الأساسية للنمو الاقتصادي، فالنظام المالي الأكثر تطوراً يسمح بأحسن تعبئة وتخصيص للموارد المالية نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية والتي تعيد التنمية الاقتصادية.

2.2.1. أساليب التحرير المالي:

تختلف البلدان فيما بينها من حيث إتباع أساليب وطرق التحرير المالي والتي عادة ما تكون مقترنة مع أهداف السياسة العامة، ويمكن تحديد إجراءات التحرير المالي التي تتبع بشكل عام لإصلاح القطاع المالي والمصرفي في الدول النامية كما يأتي:¹

- **إجراءات تحرير القطاع المالي المحلي**، وتتضمن إلغاء القيود على سعر الفائدة والرسوم والعملات وزيادة استقلالية المؤسسات المالية وإلغاء حدود الائتمان.
- تطوير وتفعيل السياسة النقدية، وتتضمن تطوير الأدوات غير المباشرة لتلك السياسة وتخفيض الائتمانات التفضيلية في قطاعات الأولوية وتخفيض القيود المباشرة على الائتمان.
- تشجيع المنافسة في القطاع المالي والمصرفي كتقليل الحواجز أمام الانضمام إلى السوق أو الانسحاب منه، توسيع نطاق الأعمال أمام المؤسسات المالية، تحسين هيكل ملكية الشركات المالية، إعادة هيكلة البنوك التي تديرها الدولة وتحويلها إلى القطاع الخاص، تحسين البنية الأساسية وتطوير الأسواق المالية كإنشاء شبكة للتعامل بين السماسرة والوسطاء وتطوير أدوات جديدة في الأسواق المالية.
- **إجراءات للتحرير المالي الدولي**، وتتضمن تحرير حساب رأس المال وتجارة الخدمات المالية، رفع القيود على الاستثمارات الوافدة والمتجهة إلى الخارج، تقويم سعر الصرف وتحديد على أساس قوى العرض والطلب، فتح الأسواق أمام المؤسسات المالية الأجنبية على أساس غير تمييزي.

¹ مايج شبيب هدهود، مرجع سبق ذكره، ص 39.

- دعم عملية التنظيم والإشراف المالي، وتشمل إعادة تكوين رأس المال المصرفي وتحسين درجة الشفافية في المعاملات، وزيادة أوجه الحماية للمودعين والمستثمرين.

3.2.1. دوافع التحرير المالي:

إن موجة التحرير المالي التي يشهدها العالم المعاصر تنطلق من العديد من الاعتبارات، تحثه دوافع عملية أهمها:¹

- يظهر التحرير المالي كنهج ضروري يتعين ولُوجه لإدارة محيط نقدي يميل إلى التقلب أكثر فأكثر.
- ظهور الحاجة إلى تحديث القطاع البنكي من أجل تكييف قواعد التسيير مع التطورات غير العادية في الأدوات والأسواق المالية.
- يؤدي التحرير المالي إلى زيادة التنافس في المحيط المالي وتقوية فاعلية تعبئة المدخرات وبالتالي تقوية النظام المالي وتعزيز النمو الاقتصادي.

4.2.1. مظاهر التحرير المالي:

لقد أدت الأفكار التحريرية إلى ظهور اقتصاديات الأسواق المالية* التي كان من نتائجها الدخل في تحولات عميقة للأنظمة المالية بأشكال وأدوات ووسائل مختلفة، وإن الاتجاه نحو تحرير هذه الأنظمة قد اتخذ مظهرين أساسيين، الأول تحرير النظم الهيكلية، والثاني تحرير النظم الإشرافية.²

¹ عبد اللطيف مصيطفي، محمد زرقون، أثر التحرير المالي على القطاع المالي غير لرسمي - دراسة حالة الدول النامية، مجلة آفاق علمية، العدد 9، 2014، ص 217.

* يظهر اقتصاد الأسواق المالية كنظام مالي أين تحصل الأعوان الاقتصادية على موارد التمويل بإصدار الأوراق المالية في الأسواق، ويتميز هذا النظام بالمالية المباشرة ويسمح نشاط الأسواق بعرض وطلب رؤوس الأموال بمواجهة مباشرة ودون وساطة (وسيط مالي)، ويظهر الوسطاء الماليون بما فيها البنوك في الأسواق مرة كعارضين وكطالبين للأوراق المختلفة وليس في عمليات فردية كالقرض البنكي، والذي لا يعتبر النشاط الأساسي للبنك إلا بالنسبة للأعوان الذين ليست لهم أبعاد كافية للاقتراض في أسواق الأوراق المالية، ويظهر التمويل الذاتي في هذا النظام مرتقعا جزئيا ويسمح بمقابلة طاقة تمويل المؤسسة للاستثمار، وتقوم البنوك بتتبع أنشطتها حيث تحوز على أصول متنوعة تؤلف بدرجات مختلفة بين المخاطر والعوائد.

² عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 195-201.

1.4.2.1. تحرير النظم الهيكلية (التحرير الهيكلي):

يمثل التحرير الهيكلي جوهر تحرير نشاط الائتمان، ويرمي التحرير المالي إلى التخلص من القيود التي تكبل ممارسة الأنشطة المالية، وقد اتخذ ذلك بصفة أساسية ثلاثة مظاهر أو ما يعرف بتسمية (3D) وهي:¹ لاوساطة مالية Désintermédiation financière، لا تنظيم Déréglementation ولا حدود Décloisonnement.

1.1.4.2.1. التمويل بدون وساطة بنكية (التمويل المباشر):

والمقصود به العودة مباشرة إلى المتعاملين في الأسواق المالية (مالية مباشرة) دون المرور عن طريق الوسيط المالي والبنكي (مالية غير مباشرة)*، أي تقلص دور الوسطاء الماليين وحصر دورهم في تقديم النصائح والقيام بعمليات تخص الأوراق المالية لحسابهم الخاص أو لعملائهم.

2.1.4.2.1. استبعاد القيود التنظيمية لممارسة النشاط البنكي (لا تنظيم):

تخفيف القيود التنظيمية وذلك بالسعي نحو جعل القوانين الموجودة أكثر فعالية، حيث شهدت الأسواق النقدية والمالية العالمية منذ منتصف عقد الثمانينات اتجاها متزايدا نحو التحرر من القيود والتشريعات واللوائح والمعوقات التي تحد من التوسع في عمليات البنوك (التحرير المصرفي)**، حيث تم فتح مجال الأنشطة التي لم يكن مسموحا بها أمام البنوك والمؤسسات المختلفة، بالإضافة إلى إلغاء القيود على الأسعار التي تتقاضاها البنوك والمؤسسات المالية الأخرى سواء أسعار الفائدة أو رسوم الخدمات.

¹ للمزيد أنظر إلى:

- بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفى، مرجع سبق ذكره، ص 170.

- محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2018، ص 210.
* لمزيد من التفاصيل انظر الفصل الأول.

** يقصد بالتحرير المصرفي بالمعنى الضيق على أنه مجموعة الإجراءات التي تسعى إلى خفض درجة القيود التنظيمية على وحدات الوساطة المالية بالشكل الذي يمكنها من ضمان عملية التراكم الرأسمالي والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة في الاقتصاد، وبالمعنى الواسع هو مجموعة الإجراءات التي تعمل على تطوير الأسواق المالية، وتطبيق نظام غير مباشر للرقابة النقدية، وإنشاء نظام إشرافي قوي.

3.1.4.2.1. إزالة الحواجز وفتح الحدود:

شهدت الساحة المصرفية إنقاص عقبات الدخول وزيادة المنافسة سواء على المستوى المحلي ببدء المنافسة بين مختلف المؤسسات المالية (البنكية وغير البنكية)، وانهارت مختلف الحواجز القائمة بين أنواع التدويرات المالية ليحل محلها عدم التخصص الذي يصل إلى حد تعامل الجميع في نفس المنتجات والأدوات المالية، أو على المستوى الدولي بفتح جبهات الدول أمام حركات التحرير المالي.

2.4.2.1. تحرير النظم الإشرافية:

لم يكن تحرير النظم الإشرافية مقصودا لذاته، وإنما كان نتاج التحرير الهيكلي لنشاط الائتمان، فقد تطلب تحرير النظم الهيكلية إعادة النظر أيضا في النظم الإشرافية، حيث تطلب التحرير الهيكلي نظام إشرافي متماسك يلاءم المتغيرات والمستجدات المصرفية، وينحصر في ضبط إيقاع التعامل في الأسواق التي انفتحت بعضها على بعض، لهذا صممت نظم الرقابة على أساس وجود نوعين من مستوياتها يعملان معا، الأول أساسي يسمى بنظام الإشراف الداخلي، والثاني غير مباشر تمارسه أجهزة رقابة الدولة التي تم تسليحها بأدوات ترمي إلى المحافظة على معدلات السيولة ومثانة المراكز المالية للبنوك، وأهمها المعدل الدولي للملاءة الذي صممته لجنة بازل.

ولا شك أن الأفكار المنادية بالتنظيم القانوني للصناعة المصرفية تتزايد مع استفحال الأزمات المصرفية التي أدت إلى حدوث تقلبات عنيفة يصعب السيطرة عليها.

وفي دراسة قام بها ديمروكي وآخرون حول الأزمة النقدية والمصرفية اشتملت على 53 دولة خلال الفترة 1975 – 1997، تبين حدوث نحو 54 أزمة مصرفية و 158 أزمة عملة، وكان سبب الأزمات المصرفية عمليات التسرع في التحرير المالي والتي ترجع في غالبيتها إلى مشاكل القطاع المالي من جهة وإلى مشاكل القطاع الخارجي للاقتصاد والظروف الاقتصادية غير المواتية.

3.1. الأعمال المؤسسة لنظرية التحرير المالي:

تعتبر أعمال (McKinnon & Shaw (1973) الأعمال المؤسسة لنظرية التحرير المالي وقد عرفت أدبيات هذه النظرية باسم نموذج ماكينون وشو (The McKinnon-Shaw Model)،¹ فقد اقترح كل من (McKinnon (1973) و Shaw (1973) على الدول النامية تحرير أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية من أجل التخلص من الآثار لسياسة الكبح المالي، وأشار كل منهما إلى أن وجود معدلات فائدة حقيقية سالبة ونسب مرتفعة من متطلبات الاحتياطي الإجمالي المفروضة على البنوك التجارية، بالإضافة إلى سياسة توجيه الائتمان تؤدي جميعا إلى قيام قطاع مالي ومصرفي مقيد يتميز بضعف دور الوساطة المالية والمصرفية في تعبئة الادخار وعدم التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة.²

1.3.1. المنهج النيوكلاسيكي للتحرير المالي (McKinnon & Shaw Model (1973):

تعود نظرية التحرير المالي إلى أعمال (McKinnon (1973) في كتابه "النقود ورأس المال في التطور الاقتصادي" والذي قدم فيه نظرية جديدة للتنمية الاقتصادية تختلف عن النظريات السابقة التي كانت سائدة في الفكر الاقتصادي وانتقد فيه النظرية النقدية نتيجة للمشاكل النقدية التي عانت منها الاقتصاديات المتقدمة في تلك الفترة، وجاءت مساهمة Shaw (1973) في كتابه بعنوان "التعمق المالي في التنمية الاقتصادية" كتكملة لما جاء به (McKinnon (1973) حول دور التحرير المالي في تحقيق مستويات أكبر من النمو الاقتصادي في الدول النامية، وجاء في كتاب Shaw (1973) تأكيد على أن التعمق المالي شرط ضروري في تحقيق النمو الاقتصادي.

ويعتبر تحليل (McKinnon (1973) امتدادا لنظرية (Gurley and Shaw (1960) فيما يتعلق بدور الوساطة المالية في توجيه الموارد المالية نحو الاستثمار، حيث أن هذا الأمر يعتبر من الأسس التي وضعها (McKinnon (1973) و Shaw (1973) عند تبني السياسات الإصلاحية المتعلقة بالنظام المالي وخصوصا عند محاولة التخلص من الآثار السلبية للكبح المالي.

¹ رمزي فؤاد أبو غزالة، أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي، الأردن حالة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة،

كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 1991، ص 13.

² Lajili, O. (2015). Libéralisation financière, ouverture politique et croissance économique dans les pays en voie de développement. Thèse de doctorat. Université de Toulon. p. 10.

قام كل من McKinnon (1973) و Shaw (1973) بوضع نموذج للتحرير المالي يقوم على إلغاء التدخل الحكومي واللجوء إلى آليات السوق لتحديد سعر الفائدة على الادخار وعلى الاستثمار، وعلى الرغم من اختلاف النموذجين الذي استخدمه كل منهما، حيث لم يعتبر Shaw (1973) النقود ضمن الثروة ولكن اعتبرها وسيلة للدفع ومدخلا إنتاجيا وسيطا في كل القطاعات غير النقدية، بينما اعتبر McKinnon (1973) النقود عنصرا إنتاجيا أصيلا وبديلا كاملا لرأس المال، فإن النتيجة التي توصل إليها الكاتينين متطابقة، فالسياسات التحريرية المتعلقة بالقطاع المالي تؤدي إلى تحسين نوعية وكمية الاستثمار.¹

افترض كل من McKinnon (1973) و Shaw (1973) بأن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يضمن مستويات مرتفعة من الادخارات المتاحة للاقتصاد، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري مما يؤدي إلى تحقيق معدلات مرتفعة من النمو الاقتصادي.²

لكن هناك اختلاف في وسيلة النقل ما بين McKinnon (1973) و Shaw (1973)، فالأول يعتقد بأن إمكانية التمويل الخارجي للمشاريع الاستثمارية الضخمة محدودة لأغلبية المستثمرين، واقترحه هذا مبني على أساس أن الأرصدة النقدية المجمعة من قبل المدخرين يمكن أن تكون مكملة لرأس المال المادي، من هذا المنطلق يشدد McKinnon (1973) على إمكانية مساعدة الوديعة للتكوين الرأسمالي بجعل كل من الوديعة ورأس المال أصولا مكملة لبعضهما البعض، كذلك الحال فإن ارتفاع معدلات الوديعة يمكن أن يعزز كل من الادخار والتراكم الرأسمالي، وهذا هو جوهر الفرضية المكملية (Complementary hypothesis) أي أن McKinnon (1973) يركز على التمويل الداخلي.³

من وجهة نظر Shaw (1973) فإنه يركز على التمويل الخارجي عوضا عن إمكانية التمويل الداخلي كقيد مؤثر في التكوين الرأسمالي، فيما يركز على دور الوديعة كمصدر لتمويل المشاريع

¹ خالد بن حمد عبد الله القدير، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 18 العدد 1، 2014، ص 5.

² E. S Shaw (1973), op Cit., pp. 92-112.

³ رمزي فؤاد أبو غزالة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

الاستثمارية ويفترض بأن ارتفاع معدلات الوديعة يمكن أن يحفز الاستثمار من خلال التوسع في خطوط عرض الائتمان نتيجة لحاجة القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد للتمويل.¹

1.1.3.1. نموذج (1973) Ronald McKinnon (الاقتصاد المجزأ وتكاملية النقود ورأس المال):

إن المساهمة الرئيسية التي جاء بها (1973) McKinnon في نظريته للتحرير المالي تقوم على مفهوم التكامل بين النقود ورأس المال والتي أطلق عليها "فرضية تكاملية النقود ورأس المال" (1973) **The complementarity hypothesis of McKinnon**، حيث قام McKinnon (1973) بإعادة صياغة دالة الطلب على النقود ودالة الاستثمار بالشكل الذي يتوافق مع الخصائص الاقتصادية للدول النامية، والتي تتميز بقصور وضعف في هياكل أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية وعدم تطور وتنوع أدواتها المالية،³ وحسب (1973) McKinnon فإن تراكم المدخرات المالية تعتبر الشرط الأساسي لأي عملية استثمار.

يشير (1973) McKinnon إلى أن اقتصاديات الدول النامية تعاني من التجزؤ* (Fragmented) الذي يتجلى من خلال التشوهات في جميع قطاعات الاقتصاد، أي عدم وجود سوق مالي منظم وجميع الوحدات الاقتصادية تعتمد على التمويل الذاتي، ولا يوجد تمييز بين المدخرين (الأسر) والمستثمرين (المؤسسات)، أي أنه لا يفرق بين المدخرين والمستثمرين وبالتالي كل الوحدات الاقتصادية تعتمد على نفسها في توفير التمويل الذي تحتاجه، كذلك يفترض أن الاستثمار في الدول النامية غير قابل للتجزؤ، أي اعتماده كلياً على التمويل الذاتي ويتطلب تراكماً مسبقاً للدخار، وينقسم الادخار حسب (1973) McKinnon إلى:

¹ نفس المرجع، ص 28.

² R. I McKinnon (1973), Money and capital in economic development, Op. Cit.

³ بن بوزيان محمد، شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي - دراسة حالة الجزائر، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، جامعة بشار، 24-25 أبريل 2006، ص 2.

* الاقتصاد المجزأ هو الحالة التي لا يوجد فيها التكامل الجغرافي للأسواق، ولا يستطيع سوق رأس المال تعبئة المدخرات، مما يؤدي إلى تشوه كبير في معدلات العائد على الاستثمار بين مختلف قطاعات الاقتصاد ومختلف مناطق البلد، كذلك عدم وجود تمييز بين الأسر والمؤسسات والذين يواجهون أسعار فعلية مختلفة لأسعار الأرض، السلع ورأس المال ولا تتوفر لديهم نفس الإمكانيات للوصول لنفس التكنولوجيا.

- ادخار في شكل أصول حقيقية غير منتجة.
- ادخار في شكل أرصدة نقدية حقيقية (ودائع بنكية) له علاقة إيجابية بمعدل الفائدة.

وينطلق (1973) McKinnon في شرح العلاقة بين النقود وتراكم رأس المال في الدول النامية من خلال فرضيته على أساس أن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية لها علاقة إيجابية مع العائد الحقيقي على رأس المال، وأن معدل الاستثمار يزداد بزيادة أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع، ويشير (1973) McKinnon إلى أنه كلما ارتفعت حساسية حشد الأرصدة النقدية بالمفهوم الواسع، مثلا ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع، كلما كانت حساسية الاستثمار مرتفعة، ويعتبر (1973) McKinnon أن النقود هي المورد الأساسي لتراكم رأس المال في الدول النامية (الأرصدة النقدية الحقيقية تلعب دورا قياديا في تكوين رأس المال) وأن النقد ورأس المال يكمل أحدهما الآخر دون أن يكونا بدائل لبعضهما البعض نظرا لغياب أسواق مالية عميقة ووساطة مالية واسعة.¹

لقد وضع (1973) McKinnon فرضيته المتعلقة بتكاملية النقود ورأس المال في الدول النامية انطلاقا من انتقاده لنموذج (1958) Tobin الذي يعتبر تطورا لنظرية أرصدة المحفظة المالية.

قدم (1958) Tobin نموذا يفترض بأن النقود كثرة يفضل الأعوان الاقتصاديون حيازتها سواء كانوا منتجين أو مستهلكين ويمكن أن تكون بديلا لرأس المال،² وهو جوهر نظرية أرصدة المحفظة المالية، ويقوم نموذج (1958) Tobin على مجموعة من الفرضيات على النحو التالي:

- المدخلات والمخرجات (وخصوصا رأس المال) قابلة للتجزئة.
- أسواق رأس المال تتميز بالكفاءة.
- النقود والأصول المالية في محفظة الأوراق المالية قابلة للاستبدال.
- وظائف الادخار والاستثمار منفصلة.
- جزء من الطلب على النقود يمثل طلبا على النقود بدافع المعاملات.
- الإنتاج الحقيقي أو العرض النقدي يتم دون تكلفة.

¹ Pentecost, E. J., & Moore, T. (2006). Financial liberalization in India and a new test of the complementarity hypothesis. *Economic Development and Cultural Change*, 54(2), 487-502. p. 489.

² Lajili, O. (2015). *Op. Cit.*, p. 13.

وتتجلى العلاقة التبادلية بين النقود ورأس المال حسب نموذج (1958) Tobin من خلال دالة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (في التوازن المستقر) وذلك كما يلي:

$$\left(\frac{M}{p}\right)^d = F(Y, r, R) \quad \frac{\partial F}{\partial Y} > 0, \quad \frac{\partial F}{\partial r} < 0, \quad \frac{\partial F}{\partial R} > 0 \dots \dots \dots (1.1)$$

حيث أن:

$\left(\frac{M}{p}\right)^d$: الطلب الحقيقي على النقود.

Y: الناتج الوطني الإجمالي الحقيقي.

r: العائد الحقيقي على رأس المال والأصول المالية الأخرى.

R: سعر الفائدة الحقيقي على الودائع* (العائد الحقيقي للاحتفاظ بالنقود).

يفترض نموذج (1958) Tobin بأن ارتفاع العائد الحقيقي على رأس المال والأصول المالية الأخرى (r) يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع الرأسمالية وانخفاض الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (يقال الميل للادخار)، لأن الأعوان الاقتصاديين يفضلون استثمار أموالهم في الأصول الرأسمالية الحقيقية ذات العوائد المرتفعة نسبياً بدل الاحتفاظ بها على شكل ودائع بنكية، ويضيف (1958) Tobin بأن ارتفاع العائد الحقيقي على الأرصدة النقدية (ارتفاع معدل الفائدة الحقيقي على الودائع) يؤدي إلى زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وانخفاض الطلب على الأصول الرأسمالية الحقيقية التي انخفضت عوائدها الحقيقية النسبية.¹

في إطار الاقتصاد المجزأ والفرضيات المتعلقة به يعتقد (1973) McKinnon بأن نظرية المحفظة المالية لا يمكن أن تنطبق على اقتصاد متخلف يتميز بضعف القطاع المالي وعدم تنوع الأدوات والأصول المالية التي تتيح للمدخر الاختيار بين قنوات ادخار متعددة، ويبني (1973) McKinnon تحليله لإعادة صياغة دالة الطلب على النقود على مجموعة من الفرضيات على النحو التالي:²

* معدل الفائدة الحقيقي على الودائع يساوي الفرق بين معدل الفائدة الاسمي على الودائع (d) ومعدل التضخم المتوقع (p*).

¹ Pentecost, E. J., & Moore, T. (2006). Op. Cit., pp. 489-490.

² Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., pp. 88-89.

- التمويل الخارجي غير ممكن: بمعنى أن جميع الوحدات الاقتصادية تعتمد على التمويل الذاتي، ولا يوجد تمييز بين المدخرين والمستثمرين (عدم وجود وساطة مالية، وأن البنوك تتلقى الودائع وتعطي فائدة لأصحابها دون أن تقوم بعملية الإقراض).
- عدم إمكانية تجزئة الاستثمارات: باعتبار أن حجم المؤسسات صغير في الدول النامية وهي أهم محرك للتنمية الاقتصادية، فإنها تتميز باعتمادها كلياً على مواردها الذاتية في تمويل استثماراتها.
- حكومات الدول النامية لا تساهم في تراكم رأس المال وتستعمل مداخيلها لتمويل نفقاتها الجارية.¹

انطلاقاً من هذه الفرضيات، يشير McKinnon (1973) إلى أن دالة الطلب على النقود في الدول النامية تعتمد على كل من الدخل القومي، معدل الفائدة الحقيقي والاستثمار، وتوصل McKinnon (1973) إلى إعادة صياغة دالة الطلب على النقود حسب الفرضيات التي وضعها، حيث تكون الأرصدة النقدية الحقيقية ورأس المال متكاملة وذلك على النحو الآتي:²

$$\left(\frac{M}{p}\right)^d = F\left(Y, \frac{I}{Y}, R\right) \quad \partial F / \partial \left(\frac{I}{Y}\right) > 0 \dots \dots \dots (1.2)$$

حيث أن:

$$\frac{I}{Y}: \text{إجمالي الاستثمارات إلى الناتج الوطني الإجمالي.}$$

يعتقد McKinnon (1973) بأن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية دالة متزايدة في الاستثمار وهذا يعني بأن تراكم الادخار يؤدي إلى تراكم رأس المال، وفي ظل فرضية عدم قابلية الاستثمار للتجزئة، حيث يصبح الأعوان الاقتصاديين غير قادرين على الاقتراض للقيام بعملية الاستثمار، فإن النقود في هذه الحالة تصبح قناة إلزامية لتراكم رأس المال ويصبح الطلب على الاستثمار دافع جديد في حالة الطلب على النقود، مما يدل على وجود تكاملية بين النقود ورأس المال.

¹ Lajili, O. (2015). Op. Cit., p. 13.

² Venet, B. (2004). Les approches théoriques de la libéralisation financière. Université Paris IX. Dauphine. p. 20.

ويضيف (1973) McKinnon بأنه إذا كان (\bar{r}) يمثل متوسط العائد الحقيقي على رأس المال، فإنه يمكن صياغة دالة الطلب على النقود على النحو التالي:

$$\left(\frac{M}{p}\right)^d = F(Y, \bar{r}, R) \quad \partial F / \partial Y > 0, \quad \partial F / \partial \bar{r} > 0, \quad \partial F / \partial R > 0 \dots \dots \dots (1.3)$$

يفترض (1973) McKinnon بأن زيادة متوسط العائد على رأس المال سيحفز الأعوان الاقتصاديين على زيادة الاستثمار، مما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية، حيث أن الادخار في شكل أرصدة نقدية حقيقية يجب أن يسبق قيام المشاريع الاستثمارية، وهذا ما يدل على تكاملية النقود ورأس المال بدلا من اعتبارها أصولا بديلة.

وحسب نموذج (1973) McKinnon يؤدي ارتفاع العائد الحقيقي على الأرصدة النقدية إلى زيادة الأرصدة الادخارية من قبل المستثمرين ويتشكل ما يعرف بالنقود/الادخار* الذي يسهل عملية تراكم رأس المال بنسبة وبسرعة أكبر.

وكبديل آخر يمكن التعبير عن الفرضية المكتملة لـ (1973) McKinnon من خلال دالة الاستثمار التالية:

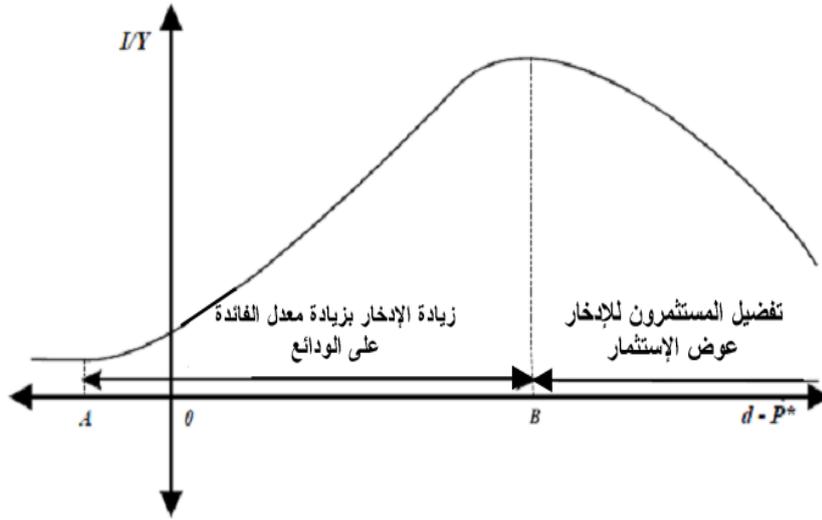
$$\frac{I}{Y} = F(\bar{r}, R) \quad \partial F / \partial \bar{r} > 0, \quad \partial F / \partial R > 0 \dots \dots \dots (1.4)$$

انطلاقا من هذا النموذج، يرى (1973) McKinnon بأن رغبة حكومات الدول النامية في زيادة تراكم الادخار لتمويل الاستثمار الجاري في الاقتصاد يفرض عليها تحفيز الطلب الحقيقي على النقود في شكل ودائع مصرفية من خلال زيادة معدل الفائدة الحقيقي على الودائع.

من خلال الشكل البياني رقم (2.1) أوضح (1973) McKinnon بأن تكاملية النقود ورأس المال لا تتم إلا عند قيمة محددة من العائد الحقيقي للنقود، وإن لم تتجاوز هذه القيمة تصبح النقود ورأس المال أصولا بديلة.

* تحليل (1973) McKinnon يفترض بأن لا وجود للنقود بحسب المعنى، وإنما يوجد ادخار الذي يصبح وفورات مالية (نقود) بشرط أن يودع في مؤسسات الوساطة المالية.

الشكل البياني رقم (2.1): تأثير العائد الحقيقي للنقود على الاستثمار الممول ذاتيا



Source: R. I McKinnon (1973), Money and capital in economic development, Washington, D.C, Brookings Institution, p. 62.

يرى (McKinnon 1973) بأنه إذا كان العائد الحقيقي على النقود ضعيف، فإن أي زيادة حدية في العائد ستدفع الأعوان الاقتصاديين إلى زيادة أرصدهم الادخارية عوض تملك أصول مادية غير منتجة كالعقارات [الجزء AB من الشكل البياني رقم (2.1)] بمعنى أن الادخار المالي سيرتفع ويشجع ذلك تراكم رأس المال $(\frac{I}{Y})$ ، وإذا أصبح العائد الحقيقي على النقود مرتفع جدا (ابتداء من النقطة B) فإن الأعوان الاقتصاديون سيفضلون الادخار عوض الاستثمار الممول ذاتيا، وبالتالي تصبح النقود ورأس المال أصول بديلة لبعضها البعض عند مستوى معين من العائد الحقيقي على النقود وتؤثر على المحفظة المالية للأعوان الاقتصاديين.

التحليل النظري يظهر بأن معدل الفائدة الحقيقي على الودائع يمثل الأداة الرئيسية في نموذج (McKinnon 1973)، ولأن حكومات الدول النامية عادة ما تتدخل لتحديد أسقف لمعدلات الفائدة أقل من مستواها التوازني في السوق (أحد أشكال الكبح المالي)، فإن (McKinnon 1973) يرى بأن انخفاض مستويات الادخار يرجع إلى كبح القطاع المالي، هذا التدخل سوف يؤثر على فعالية الوساطة المالية في عملية تعبئة الادخار وعدم التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة.

يذهب McKinnon (1973) للتأكيد على أن تطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية التي تؤدي إلى زيادة أسعار الفائدة الحقيقية يمكن أن تؤدي إلى تحريك عملية تسييل الاقتصاد بفضل ظهور سوق للادخار ثم يتم توجيه هذه المدخرات إلى استثمارات من خلال الوسطاء الماليين، حيث يعتبر التحرير المالي كحل لرفع درجة التطور والتعمق المالي لهذه الدول.

2.1.3.1. نموذج Edward Shaw (1973) (الانفتاح والتعمق المالي):

جاءت مساهمة Edward Shaw (1973) في كتابه بعنوان "التعمق المالي في التنمية الاقتصادية" كتكملة لما جاء به McKinnon (1973) حول دور التحرير المالي في تحقيق مستويات أكبر من النمو الاقتصادي في الدول النامية، وعكس McKinnon (1973) فإن Shaw (1973) يركز على التمويل الخارجي عوضاً عن إمكانية التمويل الداخلي كقيد مؤثر في التكوين الرأسمالي، وهو جزء من اقتصاد تلعب فيه المصارف دورها كوسيط مالي من خلال تحويل المدخرات إلى قروض للمستثمرين.

Shaw (1973) أكد بأن التعمق أو التنمية المالية ضرورية لخروج الدول النامية من حالة التخلف التي تتخبط فيها، وفي هذا السياق أشار إلى أن التعمق المالي ينطوي على تحرير القطاع المالي والتخلي عن أي سياسة تعرقل تنمية القطاع المالي، وبالتالي تضعف النمو الاقتصادي.

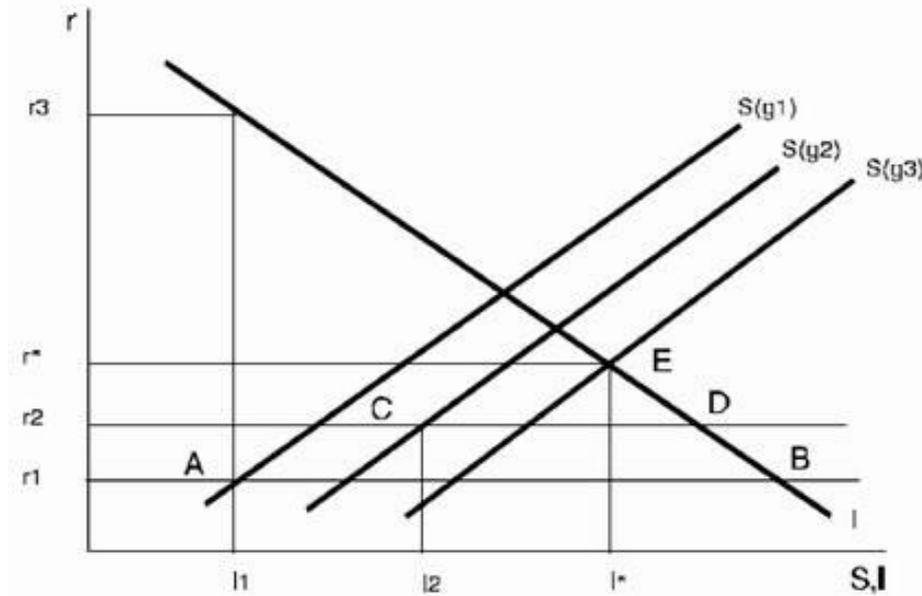
ركز Shaw (1973) على دور الوديعة كمصدر لتمويل المشاريع الاستثمارية ويفترض بأن ارتفاع معدلات الوديعة يمكن أن يحفز الاستثمار من خلال التوسع في خطوط عرض الائتمان نتيجة لحاجة القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد للتمويل.

يضيف Shaw (1973) بأن التعمق المالي شرط ضروري في تحقيق النمو الاقتصادي، وأن الأثر الإيجابي للتحرير المالي على النمو الاقتصادي يشترط تحرير معدلات الفائدة الحقيقية والتي يجب أن يخضع تحديدها إلى قوى السوق ويتوقف ذلك أساساً على عرض وطلب الموارد المالية بشكل يعكس الندرة النسبية للادخار، كما أشار إلى أن زيادة الادخار لن تتأتى إلا من معدلات فائدة حقيقية

موجبة بحيث تؤدي بطريقة غير مباشرة إلى التخصيص الأحسن للموارد المالية فترتفع بذلك معدلات النمو الاقتصادي.¹

يمكن تلخيص أفكار Shaw (1973) لتأثير معدلات الفائدة المرتفعة على الادخار والاستثمار والنمو الاقتصادي في الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم (3.1): أثر تحديد أسعار الفائدة تحت مستواها التوازني على الادخار والاستثمار



Source: Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature Op. Cit., p. 108.

يفترض Shaw (1973) بأن المؤسسات المالية تتوسط بين المدخرين والمستثمرين،² وأن الاستثمار (I) دالة متناقصة في معدل الفائدة الحقيقي (r) والادخار (S) دالة متزايدة في معدل نمو الدخل الوطني (g) ومعدل الفائدة الحقيقي (r)، معدلات نمو الدخل الوطني مرتبة كما يلي $g_3 > g_2 > g_1$ ، أما معدلات الفائدة r_2, r_1 فهي محددة من طرف السلطات وهي أدنى من المستوى الحقيقي التوازني في السوق (r^*) الذي يتساوى عنده الادخار S^* والاستثمار I^* ، حيث أن $r^* > r_2 > r_1$.³

¹ Chouchane-Verdier, A. (2004). Une analyse empirique de l'impact de la libéralisation financière en Afrique subsaharienne sur la période 1983-1996. Revue Tiers Monde, (3), 617-641. p. 617.

² بن بوزيان محمد، شكوري سيدي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 3.

³ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., p. 90.

عند مستوى دخل ($g1$) ومعدل الفائدة الحقيقي على الودائع المصرفية المنخفض (r_1)، يتدنى الادخار والاستثمار كما هو مبين في الشكل البياني رقم (3.1)، ويصبح الادخار غير كافي لتغطية كل الاحتياجات المالية للاستثمارات، ويظهر الجزء (AB) من المنحنى الطلب على الاستثمار الذي لم يتم إشباعه.¹

على الرغم من رفع معدل الفائدة الحقيقي على الودائع إلى المستوى (r_2) وهو ما يعني تخفيف القيود على القطاع المصرفي، إلا أنه يبقى هناك طلب على الأموال من أجل الاستثمار الذي لم يتم إشباعه، ويظهر في الجزء (CD) من المنحنى، إلا أنه أقل من المستوى السابق وهذا يعني أننا لم نخرج بعد من حالة الكبح المالي.²

أما عند المستوى (r^*) لمعدلات الفائدة الحقيقية (المستوى التوازني لمعدلات الفائدة الحقيقية) فيختفي تماما الطلب على الأموال من أجل الاستثمار (I^*) وذلك عند النقطة (E) من المنحنى، وهي الحالة التي توافق تحرير معدلات الفائدة أي الخروج من حالة الكبح المالي، أما معدل النمو الاقتصادي فيكون عند المستوى ($g3$) أي أكبر من المستوى السابق ($g2$)، كما يتم تحقيق التوازن المالي ($I^*=S^*$) أي أن الادخار قام بتغطية كل الاحتياجات المالية للاستثمار.³

لو كان بمقدور البنوك اختيار أو تحديد معدلات الفائدة الحقيقية، فإنها سوف تحددها عند المستوى (r_3)، ولكن هذا المستوى من معدلات الفائدة الحقيقية سوف يؤدي إلى تراجع الاستثمار إلى المستوى (II) ويحفز أصحاب الفائض المالي على القيام بعمليات إيداع كبيرة لدى المصارف عوض استثمارها لأن الربح المحقق عن الودائع البنكية أكبر من عائد الاستثمارات.⁴

من خلال المنحنى السابق يتضح بأن تحديد أسعار الفائدة عند مستوى منخفض أقل من مستواها التوازني يؤدي إلى تراجع مستوى الادخار والاستثمارات في النظام المالي.

الأثر السلبي لتحديد أسعار الفائدة عند مستوى منخفض بينه أيضا Shaw (1973) "تحديد أسعار الفائدة أقل من مستواها التوازني يؤثر على نوعية الاستثمار عن طريق تعديل سلوك الوسطاء

¹ Ibid, pp. 90-91.

² Ibid, p. 91.

³ Ibid, pp. 90-91.

⁴ ميشيل تودارو، مرجع سبق ذكره، ص 760.

الماليين، حيث أن البنوك تمنح مكان مميز في حجم مخصصاتها من القروض للمقترضين الذين يتمتعون بسمعة جيدة، وكذلك للمشاريع والمؤسسات التي تعرف استقرار لمدة كبيرة من الزمن، الأمر الذي يؤثر سلبا على الاستثمارات الجديدة".¹

يذهب (1973) Shaw أبعد من (1973) McKinnon في نموذج "وساطة الديون" Debt Intermediation وقد ركز في هذا النموذج على دور تراكم الودائع في توسيع إمكانات الإقراض للمؤسسات المالية بدلا من التركيز على التكامل، حيث تعمل الوساطة المالية على جلب المدخرات المالية ومن ثم زيادة القدرة على منح الائتمان، وبالتالي تشجيع الاستثمار والرفع من معدلات النمو الاقتصادي، حيث ركز (1973) Shaw على التمويل عن طريق النظام المالي في الاقتصاديات المتقدمة التي تتميز بأنظمة مالية متطورة عكس (1973) McKinnon الذي قدم تحليله لاقتصاديات الدول النامية التي تتميز بضعف أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية.²

(1973) Shaw من خلال نموذج وساطة الديون لم يعتبر النقود ضمن الثروة ولكن اعتبرها دين على الهيئات التي تقوم بإصدار هذه النقود (البنوك أو السلطات النقدية).

تأخذ صيغة دالة الطلب على النقود حسب Shaw الشكل التالي:³

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = F(Y_p, r_c, r, d_n, r_m, t) \dots \dots \dots (1.5)$$

$\left(\frac{M}{P}\right)^d$: الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية.

Y_p : الناتج القومي الإجمالي الحقيقي (الدخل).

r_c : معدل التفضيل الزمني للسيولة.

r : تكلفة الفرصة الحقيقية للاحتفاظ بالنقود (vector of opportunity costs in real terms of holding money)

d_n : معدل العائد على الأصول المالية غير النقدية.

¹ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., p. 90.

² Boukari, M. (2014). La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne. Thèse de doctorat. Université de Bordeaux. p. 23.

³ Shaw, E. S. (1973). Op. Cit., p. 62.

r_m : معدل العائد الحقيقي للاحتفاظ بالنقود (سعر الفائدة الحقيقي على الودائع).

t : تمثل زيادة الإنتاجية في الصناعة النقدية أو زيادة تسييل الاقتصاد.

يفترض (1973) Shaw بأن الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية (الادخار) دالة متزايدة في كل من الدخل (الناتج القومي الإجمالي الحقيقي) ومعدل العائد الحقيقي للاحتفاظ بالنقود، ومتناقصة في كل من معدل التفضيل الزمني للسيولة، تكلفة الفرصة الحقيقية للاحتفاظ بالنقود ومعدل العائد على الأصول المالية غير النقدية، ويضيف (1973) Shaw بأن زيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية يحدث صدمة في الإنتاج النقدي.

وبالتالي ركز (1973) Shaw على أهمية الرفع من أسعار الفائدة الحقيقية لجلب المزيد من المدخرات وتوفيرها بالشكل المناسب لتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث تعمل الوساطة المالية على تحفيز الاستثمارات ومن ثم رفع معدلات النمو الاقتصادي عن طريق عملية الإقراض والاقتراض.¹

ويتجاوز تحليل (1973) McKinnon و (1973) Shaw السوق المالي المحلي، وبالنسبة للتمويل الخارجي يفترض (1973) McKinnon و (1973) Shaw بأن مساهمة الموارد الخارجية يمكن أن تساهم في زعزعة استقرار هيكل السوق المالي المحلي، ومن ثم فإن المدخرات الخارجية ستساهم في إحداث أثر يتمثل في ازدحام الموارد الخارجية على الموارد المحلية، ولمواجهة آثار كبح القطاع المالي يقترح (1973) McKinnon و (1973) Shaw زيادة العائد على الأرصدة النقدية، وذلك بفضل سياسات تخفيض التضخم وإلغاء القيود المفروضة على أسعار الفائدة من أجل تشجيع المستثمرين.

يبدو أن منهج كل من (1973) McKinnon و (1973) Shaw منهجين متكاملين، حيث أن إزالة القيود المفروضة على القطاع المالي يسمح بنمو المدخرات الوسيطة، مما يسمح بدوره بزيادة حجم الاستثمار وبالتالي التعميق المالي.

ويؤكد كل من (1973) McKinnon و (1973) Shaw بأن رفع القيود المفروضة على القطاع المالي ينبغي أن يسمح بزيادة المعروض من ائتمان الوسطاء الماليين، هذه الفكرة موجودة

¹ Ang, J. B., & McKibbin, W. J. (2007). Financial liberalization, financial sector development and growth: evidence from Malaysia. Journal of development economics, 84(1), 215-233. p. 217.

بشكل أساسي في تحليل Shaw بينما تعتبر ثانوية في تحليل McKinnon إلى حد أن الجزء الأكبر من تحليله يذهب في اتجاه أن الاستثمار يعتمد على التمويل الذاتي.

على الرغم من اتفاق كل من McKinnon (1973) و Shaw (1973) على الدور الرئيسي الذي يمكن أن تلعبه أسعار الفائدة في تراكم رأس المال، إلا أنه يوجد بعض الاختلافات بين تحليل الاقتصاديين أهمها:

يبني McKinnon (1973) تحليله على أساس الفرضية التكاملية، حيث أن ارتفاع معدل الفائدة على الودائع يمكن أن يعزز كل من تراكم الادخار والتراكم الرأسمالي وبالتالي زيادة الاستثمار الممول ذاتيا أي أن McKinnon (1973) يركز على التمويل الداخلي، أما Shaw (1973) يرى بأن زيادة الودائع المصرفية نتيجة ارتفاع معدل الفائدة على الودائع يزيد من القدرة الائتمانية للقطاع المصرفي وبالتالي يمكن أن يحفز ذلك الاستثمار الممول خارجيا، أي أن Shaw يرى عدم وجود تكاملية بين النقود ورأس المال نظرا لأن المستثمرين غير مضطرين لتمويل استثماراتهم ذاتيا،¹ وبالتالي فإنه يركز على التمويل الخارجي عوضا عن إمكانية التمويل الداخلي كقيد مؤثر في التكوين الرأسمالي.

بالإضافة إلى ذلك ركز Shaw (1973) على التمويل عن طريق النظام المالي في الاقتصاديات المتقدمة التي تتميز بأنظمة مالية متطورة، حيث تعمل الوساطة المالية على تمويل القطاع الخاص عن طريق عملية خلق الائتمان، أي أن Shaw (1973) ركز على نموذج النقود الداخلية،² عكس McKinnon (1973) الذي قدم تحليله لاقتصاديات الدول النامية التي تتميز بضعف أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية، مع افتراضه أن البنوك تقوم بجمع الودائع من المدخرين ولا تمنح قروضا بنكية، وأن الأفراد يعتمدون على التمويل الذاتي لتمويل استثماراتهم، إذن فالنقود حسب Shaw (1973) "خارجية" أي لا وجود للوساطة المالية.

¹ Boukari, M. (2014). Op. Cit., p.25.

² Ang, J. B., & McKibbin, W. J. (2007). Op. Cit., p. 217.

إن التحليل النظري لكل من Shaw و McKinnon أظهر أن تحديد معدلات الفائدة أقل من مستواها التوازني في السوق يؤدي إلى وجود قطاع مالي مقيد يتميز بالخصائص التالية:¹

- انخفاض الحافز على الادخار وتشجيع الاستهلاك الحالي مقابل الاستهلاك الموجه للمستقبل.
- انخفاض الاستثمار أقل من مستواه التوازني (تدهور كمية ونوعية الاستثمار) وتوجيهه نحو مجالات غير منتجة أو ذات العائد المنخفض (الإنتاج الزراعي).

وعلى العكس من ذلك فإن تحرير القطاع المالي من خلال الرفع من أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع يمكن أن يحفز تراكم الادخار و ثم زيادة الاستثمار وانخفاض هامش الوساطة بين المقرضين والمقترضين وبالتالي تعزيز الوساطة المالية،² من خلال النقل الآمن بين الوحدات الاقتصادية بتخفيض المخاطر الأخلاقية والاختيار غير المواتي ونفقات التحويل.

لقد فتحت هذه النظرية مجالاً جديداً للتفكير والبحث انضم إليه العديد من الاقتصاديين، حيث تم تطوير وإثراء نهج (1973) McKinnon و (1973) Shaw من خلال عدد من الأعمال التي سيتم عرضها في القسم التالي.

2.3.1. الأعمال المؤيدة لمنهج Shaw و McKinnon في التحرير المالي:

التحليل النظري للتحرير المالي لـ (1973) McKinnon و (1973) Shaw لقي تأييداً ومساندة من طرف العديد من الاقتصاديين مقتنعين بصحة عمل الكاتبين، حيث قام هؤلاء بإثراء وتطوير تحليل Shaw و McKinnon بمجموعة من الدراسات النظرية والتجريبية، وقد تم نشر هذه الأعمال بين النصف الثاني من سنوات السبعينات وبداية التسعينات، ويعتبر الجيل الأول من هؤلاء الاقتصاديين الأكثر اهتماماً بنمذجة المساهمات الأصلية لكل من (1973) McKinnon و (1973) Shaw لتوفير أسس جديدة لمفهوم التحرير المالي وأهم هؤلاء الاقتصاديين (1976) Kapur، Galbis، (1977)، (1979) Volger and Buser و (1980) Mathieson.

¹ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., p. 91.

² Ibid, pp. 91-92.

أما الجيل الثاني من هؤلاء الاقتصاديين فقد سعى لدراسة محددات التحرير المالي وإظهار الدور الأساسي للوساطة المالية (البنوك والمؤسسات المالية) في النمو الاقتصادي نتيجة لعمليات التحرير المالي، وأهم هؤلاء الاقتصاديين (Roubini and Sala-i-Martin (1992, 1995).

يذهب أنصار مدرسة ستانفورد إلى التأكيد على أن التحرير المالي ينقسم إلى أثر على حجم الاستثمار (Kapur (1976) و Mathieson (1980) وآخر على نوعه (Galbis (1977)، كما أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يؤدي إلى تسعير الائتمان بطريقة تعكس ندرته النسبية، فتخرج من السوق الاستثمارات غير المنتجة وتبقى الاستثمارات المنتجة التي تدر عوائد مرتفعة.

1.2.3.1. تحليل¹ Kapur (1976):

يعتبر Kapur (1976) من الاقتصاديين الأوائل الذين حاولوا توسيع نطاق تحليل Shaw و McKinnon، فقد توصل الكاتب إلى أن معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع تلعب دورا مهما بالنسبة لموارد البنوك، ويبنى Kapur (1976) تحليله على مجموعة من الفرضيات على النحو التالي:

يفترض Kapur (1976) بأن رأس المال يتكون من رأس المال الثابت ورأس المال العامل وأن جزءا من رأس المال الثابت غير مستخدم، أما رأس المال العامل فهو المحدد الرئيسي لحجم ومستوى الإنتاج وبضيف Kapur (1976) بأن للوسطاء الماليين والبنوك بشكل خاص دور محوري في تمويل النشاط الاقتصادي للبلد، حيث أنهم يلعبون دورا مهما في تعويض وتخفيض تكلفة رأس المال العامل، وأن خصوم ميزانية البنوك تتكون من القروض المقدمة والاحتياطات الإلزامية المطلوب الاحتفاظ بها لدى البنك المركزي، أما أصولها فتتكون من ودائع الجمهور، وبالتالي فإذا قررت السلطات تحديد معدلات الفائدة الاسمية في إطار سياسة الكبح المالي تحت مستواها التوازني في السوق بالموازاة مع ارتفاع معدلات التضخم أو رفع معدل الاحتياطي الإلزامي فإن ذلك يضعف من موارد مؤسسات القطاع المصرفي مما يُضعف من مقدرة البنوك على الإقراض، ونتيجة ذلك يتعرض المستثمرون لعدم كفاية تمويل رأس المال العامل وبالتالي تتأثر معدلات النمو الاقتصادي.

¹ Kapur, B. K. (1976). Alternative stabilization policies for less-developed economies, Op. Cit., pp, 777-795.

يشير (Kapur 1976) إلى أنه بإمكان السلطات النقدية تطبيق إستراتيجيتين لحل هذه المشكلة:

- الإستراتيجية الأولى تتمثل في تخفيض معدل نمو الكتلة النقدية، غير أن ذلك يؤدي إلى انخفاض قدرة الوسطاء الماليين على تقديم القروض، وبالتالي انخفاض معدل نمو الاقتصاد.
- الإستراتيجية الثانية تتمثل في رفع سعر الفائدة الاسمي على الودائع مما يسمح بزيادة الطلب على الأرصدة النقدية الحقيقية وبالتالي ارتفاع الطلب على الودائع المصرفية، بحيث يمكن أن يؤدي ذلك من جهة إلى تعزيز موارد القطاع المصرفي والتي تشكل مصدرا إضافيا للائتمان، ومن جهة أخرى إلى انخفاض معدل التضخم.

ويضيف (Kapur 1976) بأنه من الأفضل تطبيق إستراتيجية التحرير المالي من خلال رفع سعر الفائدة الاسمي على الودائع بدلا من تخفيض معدل نمو الكتلة النقدية، بحيث يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى انخفاض معدل التضخم بفضل انخفاض الطلب على النقود بالإضافة إلى تحفيز المدخرات.

2.2.3.1. تحليل (Vogel and Buser 1976):

تناول (Vogel & Buser 1976) فرضية تكاملية النقود ورأس المال من خلال دمجها في إطار نموذج تحليلي يتضمن العائد والمخاطرة.¹

يعتقد (Vogel & Buser 1976) أن وجود تكاملية بين النقود ورأس المال غير ممكنة في نماذج النمو عندما تحتوي المحفظة المالية على هذين الأصلين فقط، ويضيف الكاتبان بأنه يجب الأخذ بعين الاعتبار حالات عدم اليقين من التضخم المستوطن في العديد من الدول النامية، وفي هذا

¹ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., p. 92.

الشأن يفترض الكاتبان بأن الودائع تعتبر كأصل آمن وأن رأس المال فقط يرتبط بالمخاطر دون أي تمييز بين أسعار الفائدة الاسمية والحقيقية.¹

يعتبر (Vogel & Buser (1976) بأن الكبح المالي يؤدي إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي (التقلبات في معدل التضخم وسعر الفائدة الحقيقي على الودائع)، وحسبهما فإنه حتى في حالة ما إذا كان سعر الفائدة الاسمي على الودائع معروفاً على وجه التحديد، فإن التباين في معدل التضخم قد يفسر التقلبات الكبيرة في أسعار الفائدة الحقيقية، وفي مثل هذه الحالات يمكن اعتبار كل من الودائع ورأس المال المادي أصولاً محفوفة بالمخاطر.²

ولمعالجة هذه الوضعية، يفترض (Vogel & Buser (1976) إضافة أصل ثالث يتمثل في المخزونات من السلع النهائية ونصف النهائية باعتبارها أصولاً للتحوط من التضخم، وذلك لجعل احتمال وجود تكاملية محدودة بين النقود ورأس المال ممكنة.³

بينما اعتبر كل من (McKinnon (1973) و (Shaw (1973) الكبح المالي على أنه كبح للعائد الحقيقي للنقود (الفرق بين سعر الفائدة الاسمي على الودائع ومعدل التضخم)، فإن كل من (Vogel & Buser (1976) ركزا على الكبح المالي على أنه زيادة المخاطر المرتبطة بهذا العائد، أي التقلب المتزايد في سعر الفائدة الاسمي على الودائع و/أو معدل التضخم.⁴

يرى (Vogel & Buser (1976) بأن التحرير المالي قد يأخذ شكلين:⁵

- زيادة في العائد الحقيقي على النقود (كوريا الجنوبية).
- استقرار في مستوى العائد الحقيقي، أي انخفاض المخاطر المرتبطة بجيازة النقود (البرازيل).

¹ Molho, L. E. (1986). Interest rates, saving, and investment in developing countries: A re-examination of the McKinnon-Shaw hypotheses. Staff Papers, 33(1), 90-116. p.104.

² Ibid. p.104.

³ Ibid. p.104.

⁴ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., p. 92.

⁵ Ibid, p. 92.

3.2.3.1 تحليل Galbis (1977)¹:

في عام 1977 قام Galbis بتطوير نموذج لاقتصاد نامي مجزأ يتميز بوجود قطاعين منتجين بتكنولوجيا متباينة لاعتقاده بأن الاقتصاد يتكون من قطاعين:

- قطاع تقليدي يعتمد على التمويل الذاتي في تمويل المشاريع الاستثمارية ويكون فيه العائد على رأس المال منخفض، ولا توجد فيه إمكانية لحصول المشاريع الاستثمارية على التمويل المصرفي في شكل قروض بنكية، حيث أن قرار الاستثمار في القطاع التقليدي يعتمد على العائد المتوقع على الاستثمار والذي يجب أن يكون أعلى من معدل العائد على المدخرات، وبذلك يعتبر Galbis (1977) بأن النقود ورأس المال أصولاً بديلة لبعضها البعض بدلاً من اعتبارها أصولاً مكتملة وذلك عكس افتراض McKinnon (1973).

- قطاع تكنولوجي حديث يعتمد على القروض البنكية والتي تعتمد على حجم الودائع المصرفية لتمويل المشاريع الاستثمارية ويكون فيه العائد على رأس المال مرتفع، وحسب Galbis (1977) يؤدي ارتفاع العائد على رأس المال إلى زيادة مقدرة البنوك على الإقراض، وبالتالي يسمح التخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة بتحسين جودة الاستثمار الإجمالي.

يعتقد Galbis (1977) بأن إنتاج كل قطاع (Y_1) و (Y_2) يعتمد على العمل (L) ورأس المال (K) فهو بذلك يعتبر بأن:

$$Y_1 = F_1(K_1, L_1) \dots \dots \dots (1.6)$$

$$Y_2 = F_2(K_2, L_2) \dots \dots \dots (1.7)$$

يضيف Galbis (1977) بأن الإنتاجية الحدية لرأس المال (العائد على رأس المال (r)) دالة في الإنتاج ورأس المال، وأن العائد على رأس المال (r_2) في القطاع الحديث أعلى من العائد على رأس المال (r_1) في القطاع التقليدي، حيث أن:

¹ Galbis, V. (1977). Op. Cit., pp. 58-72.

$$r_1 = \frac{\partial Y_1}{\partial K_1} \dots \dots \dots (1.8)$$

$$r_2 = \frac{\partial Y_2}{\partial K_2} \dots \dots \dots (1.9)$$

يشير Galbis (1977) إلى أنه في ظل بيئة اقتصادية تتميز بالتنافس بين القطاع التقليدي والقطاع الحديث، فإن دالة الإنتاج الكلي تأخذ الصيغة التالية:

$$Y = Y_1 + Y_2 = r_1 K_1 + w_1 L_1 + r_2 K_2 + w_2 L_2 \dots \dots \dots (1.10)$$

حيث أن: w_1 و w_2 تمثل العائد على العمل.

يرى Galbis (1977) بأن عدم الكفاءة الناتجة عن كبح القطاع المالي في القطاع التقليدي وما يرتبط به من انخفاض في مستويات الاستثمار يؤثر على مستوى النشاط الاقتصادي، ويضيف بأن الاستثمار (I_1) في القطاع التقليدي يعتمد على التمويل الذاتي في تمويل المشاريع الاستثمارية، وتأخذ دالة الاستثمار في القطاع التقليدي حسب Galbis (1977) الصيغة التالية:

$$I_1 = F_1(r_1, d - \pi^*) Y_1 \dots \dots \dots (1.11)$$

حيث أن: $\partial I_1 / \partial r_1 > 0$ ، $\partial I_1 / \partial (d - \pi^*) < 0$.

($d - \pi^*$) تمثل سعر الفائدة الحقيقي على الودائع* و π^* تمثل معدل التضخم المتوقع.

يعتبر Galbis (1977) بأن قرار الاستثمار في القطاع التقليدي يتأثر بالعائد على رأس المال (r_1) وسعر الفائدة الحقيقي على الودائع ($d - \pi^*$)، وبالتالي فإن الادخار (S_1) في هذا القطاع يعتمد على الاستثمار في رأس المال المادي بالإضافة إلى ودائع القطاع البنكي، حيث أن دالة الادخار في القطاع التقليدي تأخذ الصيغة الآتية:

$$S_1 = I_1 + \frac{d}{d_t} \left(\frac{M_1}{P} \right) \dots \dots \dots (1.12)$$

$\frac{d}{d_t} \left(\frac{M_1}{P} \right)$ تمثل المدخرات المالية الحقيقية في القطاع التقليدي.

* سعر الفائدة الحقيقي على الودائع هو الفرق بين معدل الفائدة الاسمي على الودائع (d) ومعدل التضخم المتوقع (π^*).

من جانب آخر يرى Galbis (1977) بأن تمويل المشاريع الاستثمارية في القطاع الحديث يعتمد على مصدر بديل وهو قروض القطاع البنكي والتي تعتمد بدورها على حجم الودائع المصرفية.

وتوصل Galbis (1977) إلى صياغة دالة عرض النقود (الموارد القابلة للاستثمار) في القطاع الحديث على النحو التالي:

$$I_2^S = S_2 + \frac{d}{d_t} \left(\frac{M_1}{P} \right) = \frac{d}{d_t} \left(\frac{M_2}{P} \right)^S \dots \dots \dots (1.13)$$

يرى Galbis (1977) بأن الاستثمار في القطاع الحديث يعتمد على مدخراته (S_2) بالإضافة إلى الودائع المصرفية المتراكمة في القطاع التقليدي، ويضيف بأن قرار الاستثمار في القطاع الحديث يتأثر بالعائد على رأس المال (r_2) وسعر الفائدة الحقيقي على القروض ($l - \pi^*$)، وتأخذ دالة الاستثمار في القطاع الحديث حسب Galbis (1977) الصيغة التالية:

$$I_2 = F_2(r_2, l - \pi^*)Y_2 \dots \dots \dots (1.14)$$

حيث أن:

- $\partial I_2 / \partial (l - \pi^*) < 0$ ، $\partial I_2 / \partial r_2 > 0$
- $(l - \pi^*)$ تمثل سعر الفائدة الحقيقي على القروض* و π^* تمثل معدل التضخم المتوقع.

يرى Galbis (1977) بأن العرض النقدي في القطاع الحديث مقيد بتدخل السلطات النقدية، حيث أن سعر الفائدة على القروض يخضع للتحديد الإداري بسعر أقل من مستواه التوازني في السوق، وبذلك يصبح الطلب على النقود في القطاع الثاني منخفضاً، وتأخذ صيغة الطلب على النقود في القطاع الحديث الصيغة التالية:

$$\frac{d}{d_t} \left(\frac{M_2}{p} \right)_{set}^D = \beta I_2 = \beta F_2(r_2, (l - \pi^*)_{set})Y_2 \dots \dots \dots (1.15)$$

حيث أن (β) تمثل جزء من الطلب على الائتمان لأغراض الاستثمار.

* سعر الفائدة الحقيقي على القروض هو الفرق بين معدل الفائدة الاسمي على القروض (I) ومعدل التضخم المتوقع (π^*).

أراد Galbis (1977) من خلال هذا النموذج تسليط الضوء على الآثار السلبية للكبح المالي، فحسبه إذا قررت الحكومات إبقاء أسعار الفائدة الحقيقية عند مستويات منخفضة أدنى من مستوياتها التوازني، فإن أصحاب المشاريع في القطاع التقليدي يفضلون الاستثمار على الادخار، مما يضعف من موارد مؤسسات القطاع المصرفي وبالتالي ستضطر البنوك إلى زيادة أسعار الفائدة على الإقراض، وهذا يعني انخفاض الاستثمارات الأكثر إنتاجية في القطاع الحديث بسبب ارتفاع أسعار الفائدة على القروض وبالتالي انخفاض جودة ونوعية الاستثمار الإجمالي والإنتاج الكلي لجميع القطاعات.

ويشير Galbis (1977) إلى أن التحرير المالي من خلال ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على الودائع يؤدي إلى زيادة متوسط إنتاجية الاستثمار، من خلال تحويل المدخرات من القطاع التقليدي إلى القطاع الحديث، حيث أن تحرير معدلات الفائدة على الودائع يضمن تحقيق معدلات فائدة حقيقية مرتفعة وأعلى من العائد على الاستثمار مما يحفز المستثمرين في القطاع التقليدي على إيداع أموالهم في البنوك، وهذا يضمن توفير مزيد من التمويل للاستثمار في القطاع الحديث فتتخفف تكلفة الاستثمار ويزيد حجمه ويرتفع متوسط حجم الاستثمار الإجمالي وفعاليتيه وترتفع معدلات النمو الاقتصادي.

4.2.3.1. تحليل Mathieson (1980)¹:

جاء تحليل Mathieson (1980) ليدعم توجه McKinnon (1973) و Shaw (1973) في التحرير المالي، حيث قام بتحليل ديناميكية برامج الاستقرار والإصلاح المالي، وقدم Mathieson (1980) نموذج لاقتصاد نامي يتميز بوجود فائض في العمالة معتمداً في ذلك على الأعمال الأولية للاقتصادي Kapur (1976) الذي قدم تحليله لتأثير الكبح المالي على كمية الاستثمار عكس Galbis (1977) الذي يرى بأن لسياسة الكبح المالي تأثير سلبي على نوعية الاستثمار.

¹ Mathieson, D. J. (1980). Financial reform and stabilization policy in a developing economy, Op. Cit., pp. 359-395.

يعتقد Mathieson (1980) بأن الناتج المحلي الإجمالي (Y) يعتمد على رأس المال (K) مع وجود فائض في العمالة، هذه الوضعية حسبه تشبه إلى حد كبير حالة الدول النامية، فهو بذلك ينحى منحى Harrod-Domar الذي يعتبر أن دالة الإنتاج تأخذ الصيغة التالية:

$$Y = \sigma K \dots \dots \dots (1.16)$$

حيث أن (Y) تمثل الإنتاج الحقيقي و (K) تمثل إجمالي رأس المال الثابت ورأس المال العامل، σ تمثل إنتاجية رأس المال. يفترض Mathieson (1980) بأن رأس مال المؤسسات يتكون من جزء ثابت وجزء متداول (رأس المال العامل) وأن نسبة ثابتة (θ) من رأس المال الإجمالي يتم تمويلها عن طريق القروض المصرفية، وعلى عكس Kapur (1976) يفترض Mathieson (1980) بأن كل رأس المال الثابت مستخدم، وفي هذا السياق يقوم الوسطاء الماليون بفضل القروض التي يمنحونها بتمويل أي نوع من الاستثمار جزئيا سواء من خلال رأس المال الثابت أو رأس المال العامل، ويتم تأمين بقية تمويل الاستثمار كما هو الحال مع Kapur (1976) من خلال مدخرات المؤسسات.

وقد توصل Mathieson (1980) إلى صياغة دالة الطلب الحقيقي على القروض المصرفية على النحو التالي:

$$\frac{L}{P} = \theta K \dots \dots \dots (1.17)$$

حيث أن (L) تمثل القيمة الاسمية القروض المصرفية و (P) تمثل المستوى العام للأسعار.

يضيف Mathieson (1980) بأن دالة معدل تراكم رأس المال تأخذ الصيغة التالية:

$$K^0 = s(r_k - r_l + \pi^*)Y \dots \dots \dots (1.18)$$

يعتقد Mathieson (1980) بأن معدل تراكم رأس المال للمؤسسات (K^0) دالة متزايدة في معدل العائد على رأس المال الثابت (r_k) ومتناقصة في سعر الفائدة الحقيقي على القروض البنكية ($r_l - \pi^*$). تمثل هذه المعادلة أيضا حسب Mathieson (1980) دالة الطلب على القروض الجديدة.

حسب (Mathieson 1980) فإن زيادة العائد على رأس المال يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار، كما أن الزيادة في معدل التضخم المتوقع تؤدي إلى نفس التأثير، حيث أن انخفاض سعر الفائدة الحقيقي الذي تفرضه البنوك على القروض التي تمنحها يؤدي إلى ارتفاع الاستثمار، وعلى العكس من ذلك فإن ارتفاع تكلفة الائتمان الحقيقي لا يشجع على الاستثمار.

ومن ناحية أخرى، ولتحديد العرض الحقيقي للقروض المصرفية، يعتقد الكاتب بأنه يجب الأخذ بعين الاعتبار سلوك محفظة البنوك ومحددات طلب القطاع الخاص على الودائع، حيث يفترض (Mathieson 1980) في هذه الحالة بأن النظام المالي يتكون فقط من البنوك وأن السلطات النقدية (البنك المركزي) تفرض نسبة احتياطي إجباري ($k\%$) وأن البنوك لا تحتفظ بأي احتياطات فائضة، وبالتالي فإن العرض الحقيقي للقروض المصرفية يتحدد من خلال الطلب الحقيقي للقطاع الخاص على الودائع $\left(\frac{D}{P}\right)$ بالإضافة إلى معدل الاحتياطي الإجباري (k) وذلك على النحو التالي:

$$\frac{L}{P} = (1 - k) \frac{D}{P} \dots \dots \dots (1.19)$$

ويضيف (Mathieson 1980) بأن الطلب الحقيقي للقطاع الخاص على الودائع دالة متزايدة في كل من الدخل (Y) وسعر الفائدة الحقيقي على الودائع $(r_d - \pi^*)$ ، وذلك على النحو التالي:

$$\frac{D}{P} = \int (r_d - \pi) Y \dots \dots \dots (1.20)$$

من خلال المعادلة رقم (18.1) قام (Mathieson 1980) باشتقاق دالة النمو حسب الصيغة التالية:

$$Y = s(r_k - r_l + \pi^*)\sigma \dots \dots \dots (1.21)$$

يعتقد (Mathieson 1980) بأن معدل النمو يزداد كلما انخفض سعر الفائدة الاسمي على القروض (r_l) وارتفع كل من معدل العائد على رأس المال (r_k) ، معدل التضخم المتوقع (π^*) وإنتاجية رأس المال (σ) .

من خلال المعادلتين (17.1) و(19.1) يرى Mathieson (1980) بأن المستوى التوازني لسعر الفائدة على الودائع يتحدد بتساوي الطلب الحقيقي على الأرصدة القابلة للإقراض مع العرض الحقيقي لهذه الأرصدة، وذلك على النحو التالي:

$$\int (r_d - \pi^*) = \frac{\theta}{(1 - k)\sigma} \dots \dots \dots (1.22)$$

يعتبر Mathieson (1980) بأن المستوى التوازني لسعر الفائدة على الودائع يتأثر بشكل إيجابي بكل من نسبة الأموال التي يقدمها النظام المالي لتمويل الاستثمار عن طريق القروض المصرفية (θ) ومعدل الاحتياطي الإجباري (k) وبشكل سلبي بإنتاجية رأس المال (σ).

بالإضافة إلى ذلك، يفترض Mathieson (1980) بأنه عندما يكون الاقتصاد في حالة مستقرة، أي عندما تصبح التكاليف المصرفية معدومة والاحتياطات الإجبارية من دون فوائد، يصبح المستوى التوازني لسعر الفائدة على الودائع على النحو التالي:

$$r_d = (1 - k)r_l \dots \dots \dots (1.23)$$

حاول Mathieson (1980) من خلال المعادلة رقم (23.1) تسليط الضوء على العلاقة بين سعر الفائدة على الودائع (r_d) وسعر الفائدة على القروض (r_l)، فحسبه إذا كانت كل من (r_d) و(r_l) موجبة، وأن السلطات النقدية قامت بتحديد المستوى التوازني لـ (r_l) بشكل حر في ظل محيط تنافسي بين المؤسسات المصرفية والمالية، فإن سعر الفائدة على الودائع سيكون دائما مرتبطا بسعر الفائدة على القروض بمقدار $r_d = (1 - k)r_l$.

يضيف Mathieson (1980) بأنه إذا تم تحديد قيمة (r_l) أدنى من مستواها التوازني في السوق (حالة الكبح المالي) فإن قيمة (r_d) ستتخفض وتصبح دون مستواها التوازني، وبالرجوع إلى المعادلة رقم (17.1)، يعتقد Mathieson (1980) بأن ذلك سيؤدي إلى انخفاض مستوى رأس المال (K) والطلب على القروض ($\frac{L}{p}$) تحت مستواها التوازني أيضا.

إن انخفاض سعر الفائدة على القروض حسب Mathieson (1980) سيؤدي إلى ارتفاع معدل الادخار (s)، وبالتالي حدوث اختلال في توازن السوق.

يقترح Mathieson (1980) إستراتيجية بديلة أكثر واقعية لاستعادة توازن السوق من خلال تطبيق إجراءات التحرير المالي وذلك عن طريق:¹

- الحد من متطلبات الاحتياطي الإجمالي و/أو معدل التضخم المتوقع.
- رفع القيود على سعر الفائدة على القروض إما باستخدام الأرصدة التعويضية* أو عن طريق سعر الفائدة الفعلي على القروض** أو عن طريق سعر الظل***.

لذلك يبدو التحرير المالي حسب Mathieson (1980) مرغوبا فيه، على الرغم من أنه قد يكون مصحوبا بمشكلة الاستقرار المالي قصير الأجل، حيث أن البنوك قد تواجه مشكلة الربحية على المدى القصير إذا ارتفعت أسعار الفائدة بسبب التحرير المالي، وكما يشير Mathieson (1980) فقد تقبل مؤسسات الوساطة المالية في ظل الكبح المالي بمنح جزء كبير من القروض بسعر فائدة ثابت خوفا من تخفيضات إضافية في أسعار الفائدة.

يعتقد Mathieson (1980) أن عدد من المؤسسات المالية قد تتعرض للإفلاس في المدى القصير، ولمواجهة هذه الوضعية يقترح إبقاء أسعار الفائدة على القروض ثابتة مؤقتا أعلى من مستواها التوازني في السوق لتعويض الخسائر المرتبطة بحجم القروض ذات سعر الفائدة الثابت، ليتم تعديلها مع نفاذ مخزون القروض ذات سعر الفائدة الثابت.

أراد Mathieson (1980) من خلال هذا النموذج التأكيد على أن إتباع الأدوات الكابحة للقطاع المالي يؤدي إلى عواقب سلبية على القطاع المالي والمصرفي ويتسبب في تراجع واختلال

¹ Fry, M. J. (1982). Models of financially repressed developing economies. World development, 10(9), 731-750, p. 737.

* تتطلب البنوك التجارية من المقترضين في معظم الأحيان أن يحتفظوا بحد أدنى من الأرصدة تساوي إلى نسبة معينة من القرض الممنوح في حساباتهم الجارية مع البنك وتدعى هذه بالأرصدة التعويضية (compensating balances) وتختلف نسبة الأرصدة التعويضية بحسب أوضاع سوق الاقتراض والمركز التفاوضي للشركة المقترضة. إن تأثير هذه الأرصدة هو بأن أن يرفع معدل الفائدة الفعلي الذي يتقاضاه البنك فوق معدل الفائدة الاسمي الذي يتم التعاقد عليه (وسيلة أخرى للمصارف ليتقاضوا معدل فائدة أعلى من المقترض).

** معدل الفائدة الفعلي هو المعدل الذي يحققه البنك فعلا وهو أعلى من المعدل الاسمي كونه يحسب على صافي المبلغ المستلم بعد أن تقتطع منه المصروفات والفوائد كما هو واضح بالقانون: معدل الفائدة الفعلي = $\frac{\text{مجموع الاقتطاعات أو المصروفات}}{\text{صافي المبلغ} \times \text{مدة القرض (وحدة زمنية)}}$

*** سعر الظل هو السعر الخفي أو الضمني وهو معدل فائدة مخفي (معدل فائدة على القروض غير واضح المعالم) يتم تحديده بطريقة الاستقرار.

النمو، وحسبه من الضروري أن تقوم السلطات النقدية بترك أسعار الفائدة تتحدد حسب مستواها التوازني في السوق حتى وإن اقترن ذلك بتدابير قصيرة الأجل تهدف إلى ضمان الاستقرار المالي في بداية تطبيق سياسات التحرير المالي.

لقد أكدت المساهمات المختلفة لهؤلاء الاقتصاديين النموذج النظري لـ (McKinnon 1973) و (Shaw 1973)، وبينما قدم (Galbis 1977) تحليله للتأثير الإيجابي للتحرير المالي على جودة ونوعية الاستثمار، فقد ركز كل من (Mathieson 1980) و¹(Kapur 1983) على كمية الاستثمار وتعرضا في نماذجهما لتحليل نتائج التحرير المالي في ظل الاقتصاد المفتوح.

وتتمثل المساهمة الرئيسية لكلا النموذجين في الأخذ بعين الاعتبار التغييرات التي تطرأ على سعر الصرف الحقيقي نتيجة لعمليات التحرير المالي، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية إلى ارتفاع تكلفة الإقراض مما قد يشجع المؤسسات المحلية - وبدرجة أقل - الأفراد على الاقتراض من الخارج، ومن ثم يمكن للتحرير المالي أن يؤدي إلى حدوث تدفقات هائلة في رؤوس الأموال، هذه التدفقات من المحتمل أن ترفع الضغوط التضخمية.

يعتقد² (Mathieson 1979) بأنه في ظل نظام سعر الصرف الثابت يحقق ميزان المدفوعات الكلي فائض بسبب زيادة تدفقات رؤوس الأموال، ويدل ذلك على زيادة الكمية المعروضة من العملة المحلية مما يؤدي إلى انخفاض في قيمتها الخارجية، الأمر الذي يولد ويحرك ظاهرة التضخم، ويضيف الكاتب بأن ارتفاع المستوى العام للأسعار يؤدي إلى خفض مستوى أسعار الفائدة الحقيقية، الأمر الذي قد يتسبب في ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية مرة أخرى أعلى من مستواها التوازني في السوق.

وكحل بديل يقترح (Mathieson 1979) تخفيض قيمة العملة ليتوافق مع إجراءات التحرير المالي للتقليل من تأثير تدفقات رؤوس الأموال، وبالتالي تجنب الارتفاع غير المرغوب فيه لأسعار الفائدة الاسمية.

¹ Kapur, B. K. (1983). Optimal financial and foreign exchange liberalization of less developed economies. The Quarterly Journal of Economics, 98(1), 41-62.

² Mathieson, D. J. (1979). Financial reform and capital flows in a developing economy, Op. Cit., pp. 450-489.

ركز القسم الأول على تقديم بعض الأعمال المؤيدة لمنهج التحريك المالي المقدم من قبل (1973) McKinnon و (1973) Shaw والتي تبدو في أغلبها مستوحاة من نموذج Shaw للتعلم المالي أكثر من فرضية تكاملية النقود ورأس لـ (1973) McKinnon، بالإضافة إلى ذلك فإن مختلف هذه النماذج تبدو أقرب إلى طرح رواد مدرسة التحريك المالي (1973) McKinnon و (1973) Shaw.

من جانب آخر حاول الجيل الثاني من الاقتصاديين تأسيس مفهوم جديد للتحريك المالي على أساس مفاهيم اقتصادية حديثة، حيث قام (1992, 1995) Roubini and Sala-i-Martin بإثراء التحليل النظري الذي جاء به (1973) McKinnon و (1973) Shaw من خلال تقديم نموذج يدرس آثار الاختلالات الخارجية التي تطرأ على الأسواق المالية جراء تطبيق سياسة الكبح المالي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل وذلك في إطار نموذج للنمو الداخلي.

5.2.3.1. تحليل¹ Roubini and Sala-i-Martin (1992):

قام (1992) Roubini and Sala-i-Martin بوضع نموذج أوضح من خلاله تأثير التشوهات الخارجية في الأسواق المالية من خلال تطبيق سياسة الكبح المالي على النمو الاقتصادي في المدى الطويل، وحسب الكاتبان فإن هذه الاختلالات تحدث بفعل تدخل السلطات النقدية في القطاع المالي في الدول النامية والتي ترى في كبح القطاع المالي كوسيلة لتمويل عجز ميزانياتها.

يبني (1992) Roubini and Sala-i-Martin نموذجهما على الفرضيات التالية:

- الطلب على النقود يتم بدافع المعاملات، حيث أن رغبة الأعوان الاقتصاديين في الاحتفاظ بنقود سائلة يرجع لتقادي تحويل أصولهم لتمويل نفقاتهم الجارية.
- انخفاض المنفعة الحدية للاحتفاظ بالنقود بالموازاة مع عملية تحقيق التطور المالي، حيث أن تطور القطاع المالي يسمح بانخفاض تكلفة تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة.

¹ Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992). Financial repression and economic growth, Op. Cit., pp. 5-30.

- تعتبر حكومات الدول النامية أن في تطبيق سياسة الكبح المالي أهمية قصوى تجعلها تكتسب موارد مالية إضافية وتُحصَل ضرائب لتغطية عجز ميزانياتها ونفقاتها الجارية.

يعتقد (Roubini and Sala-i-Martin (1992) بأن كبح القطاع المالي يؤثر بشكل سلبي على كفاءة تخصيص المدخرات الموجهة لأغراض الاستثمار، وبينى هؤلاء نموذجاً انطلقاً من العلاقة التي تربط الادخار والاستثمار والوساطة المالية وذلك على النحو التالي:¹

$$I = \varphi \cdot S \dots \dots \dots (1.24)$$

حيث أن: I تمثل الاستثمار، S تمثل الادخار، φ تمثل فعالية الوساطة المالية عندما تكون محصورة في المجال $0 < \varphi < 1$.

يفترض (Roubini and Sala-i-Martin (1992) بأن جزءاً من الادخار يتسرب خارج القطاع المالي عند تحوله إلى استثمار، ويضيف الكاتبان بأن النموذج يأخذ بعين الاعتبار فعالية الوساطة المالية ($0 < \varphi < 1$) والتي تعكس عدم كفاءة الأسواق المالية، وذلك عكس فرضية كفاءة الأسواق المالية حيث ($\varphi = 1$)، وحسبهما فإن مفهوم الفعالية يمكن أن يخفي عيوب السوق التي تؤثر على وظائف الادخار والاستثمار.

انطلاقاً من العلاقة التي تربط الادخار بالاستثمار توصل الباحثان إلى صياغة دالة الاستثمار على النحو التالي:

$$I = \varphi_3 \cdot (\varphi_2 \cdot \varphi_1 \cdot S_1 + S_2) \dots \dots \dots (1.25)$$

حيث أن: S_1 تمثل ادخار العائلات، S_2 تمثل ادخار المؤسسات والتي تعتمد على التمويل الذاتي (الادخار) في تمويل استثماراتها.

يفترض الكاتبان بأن جزء قدره (φ_1) من ادخار العائلات (S_1) يتجه نحو النظام المالي، وأن نسبة قدرها ($\varphi_1 - 1$) من هذا الادخار يتسرب خارج النظام المالي، ويرجع ذلك حسب الكاتبان إلى تكاليف الاقتطاعات الضريبية بالإضافة إلى تأثير القيود القانونية المفروضة على النشاط المالي (أحد صور الكبح المالي)، حيث تعكس هذه التكاليف ($\varphi_1 - 1$) عيوباً مختلفة في السوق، وحسبهما

¹ Amable, B., & Chatelain, J. B. (1995). Op. Cit., pp. 102-104.

ولتجنب هذه التكاليف تتجه العائلات لتوزيع أموالها بين الأصول قصيرة الأجل منخفضة المخاطر والأصول طويلة الأجل ذات المخاطر المرتفعة.

يعتقد (Roubini and Sala-i-Martin (1992) بأن نسبة كبيرة من ادخار العائلات سيتم الاحتفاظ بها في شكل أصول قصيرة الأجل خارج النظام المالي، ويرجع ذلك لعدم كفاءة النظام المالي في التغطية من مخاطر السيولة بشكل كاف أو لعدم وجود منافسة كاملة بين البنوك تشجع الأسر على الإيداع في النظام المالي.

من جهة أخرى يشير الكاتبان إلى أن (φ_2) تمثل مجموع الموارد المعبئة من طرف النظام المالي والتي ترتبط بمجموعة من العوامل أهمها:

- تكاليف التشغيل المرتبطة بتقييد ومراقبة النظام المالي (تكلفة معدل الاحتياطي الإجمالي، تكاليف التأمين على الودائع، تكاليف الاحتفاظ بنسبة السيولة القانونية* المفروضة من طرف السلطات النقدية على البنوك، بالإضافة إلى التكاليف المرتبطة بوظيفة البنك المركزي كملجأ أخير للإقراض).
- التكاليف المرتبطة بمشاكل الوكالات المصرفية والتي تؤدي إلى فرض قيود مالية على تقديم القروض، حيث أن هذه الوكالات تمتنع عن استخدام نسبة معينة من المدخرات لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تعتبر محفوفة بالمخاطر، في ظل فرضية عدم تناظر المعلومات بين المقرضين والمقترضين.

ويضيف الكاتبان بأن (φ_3) تمثل مجموع الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسات من النظام المالي (التمويل الذاتي والتمويل الخارجي)، حيث يتم تقسيم هذه الموارد إلى جزأين، جزء يخصص للاستثمار وجزء آخر لمواجهة مخاطر السيولة، وأن المؤسسات تحتفظ بنسبة كبيرة من (φ_3) على شكل سيولة لتوظيفها في الأسواق المالية قصيرة الأجل، كما يمكن أن تستخدمها لأغراض أخرى غير الاستثمار.

* نسبة السيولة القانونية تمثل مقياساً لمدى قدرة الاحتياطات الأولية والاحتياطات الثانوية (الأرصدة النقدية والأرصدة شبه النقدية) على الوفاء بالالتزامات المالية المستحقة على البنك، وتعد هذه النسبة من أكثر النسب موضوعية واستخداماً في مجال تقديم كفاية السيولة.

يرى (Roubini and Sala-i-Martin (1992) بأن تسرب جزء من الادخار خارج النظام المالي وخارج قنوات الاستثمار بسبب العوامل السابقة يعتبر أحد أشكال الكبح المالي، وهذا ما توصل إليه الكاتبان في نموذجهما للنمو الذاتي سنة 1992، حيث اعتبرا بأن كبح القطاع المالي يؤدي إلى تقليص دور الوساطة المالية في تعبئة الادخار، وبالتالي انخفاض معدل النمو الاقتصادي.

إن نموذج (Roubini and Sala-i-Martin (1992) مثير للاهتمام على أكثر من صعيد، فقد تضمن تحليل الكاتبين كذلك المشكلة التي تواجهها أغلب حكومات الدول النامية وهي وجود نظام ضريبي غير فعال، هذا الأمر من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض إيرادات هذه الدول، وبالتالي فإنه يمكن للسلطات النقدية أن ترى في ضريبة التضخم* المصدر الرئيسي لمواردها المالية وهو ما يفسر استمرار وجود معدلات مرتفعة للتضخم في هذه الدول، وبذلك اعتبر الكاتبان بأن الكبح المالي يقدم عوائد تضخمية ويولد رسوم سك عملات تستعمل لتمويل النفقات.¹

و في سنة 1995 حاول (Roubini and Sala-i-Martin (1995) إكمال تحليلهما بوضع نموذج آخر أضاف فيه الباحثان إمكانية قيام القطاع الخاص بالتهرب من دفع الضريبة على الدخل في الدول النامية، وبافتراض أن تلك الدول تملك مصدرين للدخل فقط وهما الاقتطاعات الضريبية على مداخيل القطاع الخاص ورسوم سك العملة، فإن السلطات النقدية في هذه الدول تضطر للجوء إلى ضريبة التضخم في محاولة لتوليد إيرادات من هذا النوع من الضريبة، هذه السياسة حسبها تؤدي إلى كبح القطاع المالي وبالتالي انخفاض معدلات النمو الاقتصادي في المدى الطويل.

لقد أكدت المساهمات المختلفة لأنصار مدرسة ستانفورد النموذج النظري المقدم من قبل (McKinnon (1973) و Shaw (1973) على الرغم من استخدام فرضيات ومنهجيات مختلفة وإبراز

* ضريبة التضخم يفرضها البنك المركزي بعكس الضرائب الأخرى التي تفرضها وزارة المالية، وهي لا تصدر بقانون بل بقرار من إدارة هذا البنك بعكس الضرائب الأخرى التي تحتاج لقانون يتم تمريره من البرلمان، ولهذه الأسباب يعتبرها الخبراء "ضريبة خفية"، وهي من الضرائب التي لها أقل الطرق تكلفة من الناحية السياسية، لأنها تكون في طابعها متناثرة وعشوائية، فهي لا تصيب فئة اجتماعية معينة، ولكن تأثيرها يمتد ليشمل المجتمع كله، ويعد لجوء السلطات لطبع النقود لتعويض محدودية إيراداتها نموذجا لضريبة التضخم، فهي بذلك تضعف من القيمة الشرائية للعملة الوطنية، وبالتالي تستقطع الأموال من المواطنين بشكل خفي، لأن القيمة الحقيقية للعملة تتهاوى.

¹ Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992). Financial repression and economic growth, Op. Cit., p. 8.

مختلف الآليات التي تؤثر بها أسعار الفائدة المرتفعة على الاقتصاد الحقيقي فإنها تؤدي في النهاية إلى نفس النتيجة وهي أن التحرير المالي يحسن إنتاجية الاقتصاد ويدعم النمو.

هذه الرؤية التنظيرية خضعت بدورها لعدد من الدراسات التطبيقية لاختبارها وتطبيقها في مختلف الدول، وتوصلت نتائجها إلى دعم نظرية التحرير المالي لـ (McKinnon (1973) و (Shaw (1973) فقد استخدم¹ Fry (1978) البيانات السنوية المجمععة لعينة مكونة من سبعة دول آسيوية نامية، وتوصل إلى أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية له أثر إيجابي على المخدرات المحلية والنمو الاقتصادي، كما أن دالة الطلب على النقود المستخدمة في دراسته تدعم فكرة الوساطة المالية للاقتصادي (Shaw (1973)، وفي دراسة أخرى وجد² Fry (1980) بأن تكلفة الكبح المالي تمثل حوالي 0.5 نقطة من النمو الاقتصادي في حالة انخفاض معدل الفائدة الحقيقي على الودائع بنسبة 1% دون مستواه التوازني في السوق، ووجد (Khatkhate (1982) دليلا على أن الكبح المالي أدى إلى ضعف القطاع المالي وتذبذب في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع الضغوط التضخمية في سريلانكا.

وفي سنة 1989 نشر البنك الدولي تقرير أظهر من خلاله أن سعر الفائدة الحقيقي في الدول النامية كان سلبيا في سنوات الستينات مقارنة مع سعر الفائدة الحقيقي السائد في الدول المتقدمة في تلك الفترة، لهذا كان اتجاه الأشخاص نحو الادخار سلبيا، بحيث توجهت الأموال إلى الاستثمارات الحقيقية مثل اقتناء الذهب والعقارات، مما أدى إلى وجود معدل ادخار ضعيف³، وقدم التقرير توصيات لتحرير القطاع المالي لتحقيق الإقلاع الاقتصادي في الدول النامية.

على الرغم من الدراسات العديدة التي سعت إلى إثراء وتوسيع نطاق التحليل المقدم من قبل (McKinnon (1973) و (Shaw (1973)، فإن النهج المعتمد لم يتغير كثيرا، حيث أن هذه المساهمات تقترح دعم النظرية الأصلية المقدمة من جانبها دون تغيير الفرضيات الأساسية، ومن

¹ Fry Maxwell, J. (1978). Money and Capital or Financial Deepening in Economy Development?, Journal of Money, Credit and Banking, 10(4), pp: 464-475.

² Fry, M. J. (1980). Money and Capital or Financial Deepening in Economic Developments?. In Money and Monetary Policy in Less Developed Countries (pp. 107-113).

³ بن بوزيان محمد، بن لدغم فتحي، التحرير المالي والبنكي والتنمية الاقتصادية: دراسة حالة الجزائر، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والآفاق، 29-30 ديسمبر 2004، جامعة تلمسان، الجزائر، ص

ناحية أخرى طرح العديد من الاقتصاديين تحدياً لطرح (1973) McKinnon و (1973) Shaw، خاصة من طرف أنصار المدرسة الكينزية والهيكليون الجدد من خلال عدد من الأعمال التي سيتم عرضها في القسم التالي.

4.1. التحرير المالي من النظرية إلى محيط التطبيق:

لا شك أن أعمال (1973) McKinnon و (1973) Shaw كانت الدراسات الأولى التي أسست لمنهج التحرير المالي في سنوات السبعينات، والذي أصبح مكوناً هاماً من مكونات سياسات الإصلاح التي يتبناها البنك وصندوق النقد الدوليين، وتبنتها العديد من الدول النامية في إطار السعي لتحقيق التكامل مع السوق العالمية، من خلال الاعتقاد السائد آنذاك بأن التحرير الاقتصادي والإصلاح المالي والاتجاه نحو اقتصاد السوق يلعب دوراً رئيسياً في تشجيع النمو الاقتصادي والتنمية. ولكن المفاجآت التي أدهشت دعاة التحرير الاقتصادي والإصلاح المالي في الدول الآخذة في النمو هي أن التجارب الأولى للتحرير المالي في تلك الدول لم تكن سعيدة، وانتهت بأزمات مالية حادة تطورت إلى أزمات اقتصادية على غرار ما حصل في الشيلي وكوريا الجنوبية وغيرها من الدول.

والحقيقة أن هذه النتائج الخطيرة لسياسات التحرير المالي آنذاك فتحت مجالات واسعة للنقاش من جانب الاقتصاديين لإدعاءات (1973) McKinnon و (1973) Shaw حول ضرورة التحرير المالي أو بالأحرى المنهج الأصح للتحرير المالي الذي يضمن تجنب الوقوع في فخ الأزمات المالية، وظهرت انتقادات عديدة للنتائج التي توصل إليها الكاتبين خاصة فيما تعلق بإغفالهما لدور بعض الفرضيات الأساسية التي تحد نشاط وعمل الأنظمة المالية بالدول النامية، هذه الفرضيات تتعلق بعدم تكامل الأسواق، وكذلك بوجود أسواق مالية غير رسمية (Informal) موازية للأسواق المالية الرسمية، وهو ما دفع McKinnon إلى إعادة النظر في بعض النتائج التي توصل إليها سنة 1973 وبناء نموذج جديد سنة 1991 أظهر فيه أهمية استقرار الاقتصاد الكلي والتدرج في تطبيق سياسة التحرير المالي كشرط أساسي لنجاح هذه السياسة.

1.4.1. الأعمال المنتقدة لمنهج McKinnon و Shaw في التحرير المالي:

أمام فشل موجة التحرير المالي الأولى حاولت العديد من الدراسات والأعمال تحديد أسباب هذه النتائج، حيث ظهرت مجموعة من التحليلات ذهبت في اتجاه انتقاد نظرية التحرير المالي خاصة من طرف الكينزيين الجدد (The New Keynesians) والهيكلين الجدد (The new Structuralists) وأهم هؤلاء الاقتصاديين (Stiglitz (1981, 1993)، (Tylor (1983)، (Van Winjbergen (1983)، (Sho (1986)، (Fry (1988) و (Burkett & Dutt (1991).

1.1.4.1. أعمال الهيكلين الجدد (The New Structuralists):

نادى كل من (McKinnon (1973) و (Shaw (1973) بضرورة رفع القيود عن القطاع المالي وقدموا سياسة التحرير المالي كعلاج لحالة التخلف الاقتصادي الذي كانت تعاني منه الدول النامية، غير أن ما يعاب على نماذج مدرسة ستانفورد هو إغفال دور أسواق التمويل غير الرسمية في تحليلها، حيث أن هذه الأسواق تعد من أهم الخصائص الهيكلية التي تميز اقتصاديات الدول النامية، وبعيدا عن كونها عائقا أمام النمو الاقتصادي، يرى أنصار مدرسة الهيكلين الجدد بأن كفاءة القطاع المالي غير الرسمي في الوساطة المالية سيكون عاملا من عوامل النمو الاقتصادي، وهو ما دفع العديد من هؤلاء إلى انتقاد منهج التحرير المالي الذي أغفل دور القطاع المالي غير الرسمي في نماذجهم.

كما يرى أنصار هذه النظرية بأنه يجب إبقاء أسعار الفائدة منخفضة تحت مستواها التوازني، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة الاسمية يؤدي إلى زيادة معدل التضخم، وبالتالي تباطؤ النمو.

1.1.1.4.1. إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي:

اعتبر اقتصاديو مدرسة ستانفورد بأن الازدواجية أو الثنائية المالية* تحد من نشاط الجهاز المصرفي ونموه ويؤثر ذلك بشكل سلبي على النمو الاقتصادي، وفي هذا الاتجاه تفترض نظرية

* تتعكس ظاهرة الازدواجية أو الثنائية المالية في تعدد الأسواق النقدية، أي تواجد قطاعين ماليين، الأول منظم والثاني غير منظم، ويشمل السوق النقدي المنظم عادة على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين والمؤسسات المالية ومؤسسات الإقراض وهذا السوق له درجة من النمو والتطور وتحدد فيه أسعار الفائدة بطريقة إدارية مركزية، عكس الوضع في السوق غير المنظم والذي يعد سوقا غير متجانس يضم المرابين الأصدقاء والأقارب والمسترهنين (مقرضين الأموال مقابل رهن) وتحدد أسعار الفائدة

التحرير المالي بأن وجود القطاع المالي غير الرسمي يعتبر كمحصلة لقصور القطاع المالي الرسمي المكبوح بفرض أسقف لأسعار الفائدة والاحتياطات الإلزامية والقيود الائتمانية، ويذهب أنصار هذا الرأي إلى أن التحرير المالي سيقضي على هذا القصور وبالتالي القضاء على أسباب استمراره.

هذا التحليل كان محل انتقاد من طرف الهيكلين الجدد، فالقطاع المالي غير الرسمي في الدول النامية حسب أعمال (Tylor (1983)، Van Wijnbergen (1983) و Buffie (1984) يتميز بكفاءة نسبية في تخصيص الموارد المالية باعتباره يقوم بوساطة تامة مقارنة بالبنوك* التي تقوم بوساطة جزئية، وذلك من خلال وجود قيود تعمل فيها الوساطة الرسمية (احتفاظها باحتياطي نقدي يقلل من قدرتها على منح القروض)¹، ويذهب أنصار هذا الرأي للتأكيد على أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية نتيجة لسياسات التحرير المالي من شأنها أن تنشط الوساطة المالية غير الرسمية وأن الثنائية المالية (التعايش بين القطاع المالي التقليدي والقطاع المالي غير الرسمي) بدلا من كونها نتيجة للكبح المالي، فهي تعتبر كانعكاس لهيكل الإنتاج والثروة في هذه الدول.

وحسب Taylor (1983)² فإن هذه الأسواق "متنافسة وخفيفة" وتضمن بطريقة فعالة مهمة الوساطة المالية³، ومن ثم استنتج الهيكليون الجدد بأن القطاع المالي غير الرسمي يتميز بكفاءة ويتفوق على القطاع المالي الرسمي خاصة في الدول النامية أين يمثل الجزء الأكبر في منح القروض عن طريق الأسواق المالية غير الرسمية، وبالتالي المساهمة في تكوين تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي.

في السوق النقدي غير المنظم اعتمادا على العديد من المتغيرات الاقتصادية والمؤسسية (علاوة المخاطر، درجة الاحتكارية للمقرضين) ويتميز بالمرونة فيما يتعلق بعمليات الإقراض والبدائية في وساطة النظام المتبع في إدارة الحسابات.
* يمثل النظام المالي في الدول النامية نموذجا شائعا للأنظمة المالية المعتمدة على البنوك التجارية عوضا عن سوق رأس المال في القيام بوظائف الوساطة المالية.

¹ لطفي عبد الله غالم، العولمة المالية وآثارها على الأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2014، عمان، ص 146.

² Taylor, L. (1983). Structuralist macroeconomics: Applicable models for the third world. New York : Basic Books.

³ Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., p. 98.

بالإضافة إلى ذلك، تبنى الهيكليون الجدد تحليل (1965) Tobin للمحفظة المالية، وفي هذا السياق قام Van Wijnbergen (1983)¹ بتطوير نموذج يتكون من قطاعين ماليين، قطاع مالي رسمي وقطاع مالي غير رسمي، وحسبه فإن قطاع العائلات يمكنه أن يحتفظ بأصوله المالية في ثلاثة أشكال قابلة للإحلال والاستبدال وهي:²

- الذهب أو النقود.
- الودائع البنكية.
- قروض القطاع المالي غير الرسمي.

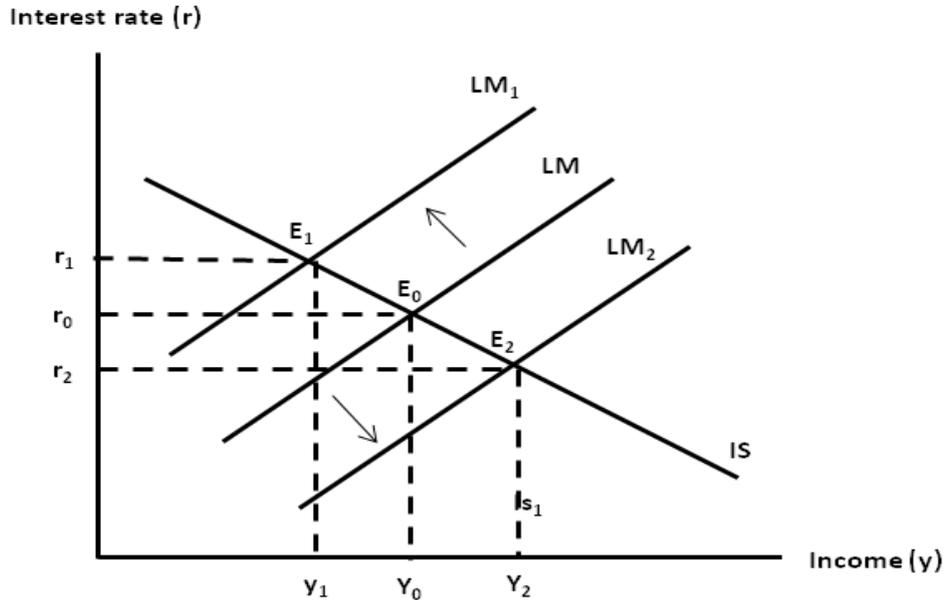
وقدم Van Wijnbergen (1983) أدلة تخص فشل سياسات التحريك المالي في الدول النامية وأوضح المنافع التي يمكن للقطاع المالي غير الرسمي تقديمها، وحسب الكاتب فإنه في ظل وجود اقتصاد مغلق وعدم تواجد سوق للأوراق المالية في أغلب الدول النامية، فإن تزامن وجود القطاع المالي الرسمي وغير الرسمي يسمح للأعوان الاقتصاديين بإجراء عملية إحلال أو استبدال للأصول المملوكة.

يمكن تلخيص أفكار Van Wijnbergen (1983) لعملية إحلال واستبدال الأصول المالية في الوساطة المالية الرسمية وغير الرسمية من خلال الشكل البياني التالي:

¹ Van Wijnbergen, S. (1983). Interest rate management in LDC's. Journal of monetary Economics, 12(3), 433-455.

² Venet, B. (1994). Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature, Op. Cit., pp. 97-98.

الشكل البياني رقم (4.1): تأثيرات إحلال الأصول المالية بين الوساطة المالية الرسمية وغير الرسمية على التوازن النقدي



Source : Audrey chouchane verdier (2001), libéralisation financière et croissance économique l'harmattan, p.114.

يفترض (1983) Van Wijnbergen بأن ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الودائع نتيجة لسياسات التحرير المالي يؤدي إلى زيادة الطلب على هذا النوع من الأصول وانخفاض الطلب على الأرصدة النقدية، وبالتالي فإن ذلك يؤدي إلى زيادة موارد مؤسسات القطاع المصرفي، مما يعني زيادة مقدرة البنوك على الإقراض، ويتسبب ذلك في انتقال المنحنى (LM) إلى اليمين (LM_2) مخفضاً سعر الفائدة في القطاع المالي غير الرسمي من (r_0) إلى (r_2) وبالتالي زيادة الاستثمار وتحسن الأداء الاقتصادي، أي زيادة الدخل من (Y_0) إلى (Y_2).

يضيف (1983) Van Wijnbergen بأنه في حالة ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الودائع مع تزامن وجود القطاع المالي الرسمي وغير الرسمي، فإن ذلك سيسمح للأعوان الاقتصاديين وخاصة قطاع العائلات بإجراء عملية إحلال للودائع محل الأصول المالية غير الرسمية التي كانت في شكل قروض للقطاع المالي غير الرسمي، وبالتالي انخفاض عرض الائتمان في القطاع المالي غير الرسمي، وأمام وجود قيود تعمل فيها الوساطة المالية الرسمية، فإن جزء من هذه الودائع يذهب إلى البنك المركزي في شكل احتياطات إجبارية، مما يعني انخفاض العرض الكلي للقروض، ويؤدي ذلك

إلى انتقال المنحنى (LM) إلى اليسار (LM_1) نتيجة لوجود فائض في الطلب على القروض، وفي هذه الحالة سوف يرتفع سعر الفائدة الاسمي في القطاع المالي غير الرسمي إلى (r_1) ، مما يعني زيادة في تكلفة رأس المال الإنتاجي وبالمقابل يسبب ذلك انخفاضاً في كل من الاستثمار، الطلب الحقيقي ومعدل النمو الاقتصادي.

بدوره¹ (1984) Buffie قام بفحص آثار السياسات الاقتصادية قصيرة وطويلة المدى في نموذج بسيط حيث يلعب القطاع المالي غير الرسمي دوراً محورياً كمورد إضافي للأرصدة القابلة للإقراض، وقد الباحث وجد بأن التحرير المالي قد يفشل في المدى القصير وأن السياسة النقدية الانكماشية تقود إلى خفض الإنتاج.

ويضيف (1984) Buffie بأن قيام السلطات النقدية برفع نسبة الاحتياطات الإلزامية يؤدي إلى انخفاض الأرصدة النقدية القابلة للإقراض من طرف البنوك، ما يدفع المؤسسات إلى التوجه نحو السوق غير الرسمي بغية الحصول على التمويل اللازم، وبالمقابل يسبب ذلك ارتفاعاً في أسعار الفائدة.

يعتمد تحليل الهيكلين الجدد على كفاءة القطاع المالي غير الرسمي مقارنة بالقطاع الرسمي في أنشطة الوساطة المالية بسبب الاحتياطات الإلزامية المفروضة على القطاع المصرفي، حيث تصبح البنوك غير قادرة على استخدام جميع المدخرات في منح القروض، فالتحرير المالي حسبهم يمكن أن يؤدي إلى زيادة حجم القطاع المالي الرسمي على حساب السوق غير الرسمية، ولكن ذلك قد يسبب انخفاضاً في إجمالي الأموال المتاحة للإقراض للقطاع الإنتاجي، مما يؤدي إلى انخفاض معدل النمو الاقتصادي.

ومع ذلك، فقد تعرضت نظرية الهيكلين الجدد للعديد من الانتقادات من طرف مجموعة من الاقتصاديين أهمهم (1984) Change and Jung، (1989) Burkett، (1992) Kapur، ويعتقد هؤلاء بأن هذه النظرية تقوم على افتراضين غير مقنعين وهما كفاءة القطاع المالي غير الرسمي في تخصيص الموارد وتكوين الاحتياطات الإلزامية من طرف القطاع المالي الرسمي.

¹ Buffie, E. F. (1984). Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economies. *Journal of Development Economics*, 14(3), 305-322.

فالاقتصادي (1989) Burkett استبعد فكرة كفاءة القطاع المالي غير الرسمي في تخصيص الموارد، ويعتقد بأن هذه الأسواق مجزأة وغير فعالة، كما أن مساهمتها في تمويل الاستثمار الخاص ضئيلة.

ووجد¹ (1984) Change and Jung بأن تكوين الاحتياطات الإجبارية من قبل البنوك يعمل على تحسين الوساطة المالية للقطاع المالي الرسمي، وحسب الكاتين فإن القطاع المالي غير الرسمي يحتاج إلى تكوين احتياطات لمواجهة خطر الإفلاس.

وتوصل² (1992) Kapur إلى أن تكوين الاحتياطات الإجبارية في القطاع المالي غير الرسمي يسمح بمواجهة مخاطر السيولة في المدى القصير والمحافظة على استقرار النظام المالي.

2.1.1.4.1. ضرورة التدخل الحكومي في القطاع المالي:

بين الرافض التام للتدخل الحكومي وكبح القطاع المالي في الدول النامية من طرف العديد من الاقتصاديين أنصار مدرسة ستانفورد والدعوة لتبني سياسات التحرير المالي، لا يرفض بعضهم مثل (1983) Tylor، (1983) Van Wijnbergen، و(1984) Buffie مبدأ التدخل الحكومي والحاجة للحفاظ على درجة معينة من الإشراف والرقابة الجزئية على نشاط الجهاز المالي، وذلك من أجل منع الانحراف والحفاظ على انضباط السوق المالي والجهاز المصرفي.

ويرى هؤلاء بأن عدم توفر بنية مؤسسية تنظيمية وقانونية ملائمة لا يسمح لهذه الدول بالانفتاح المالي، وذلك لتجنب الوقوع في أزمات بنكية محتملة على غرار ما حصل في دول جنوب شرق آسيا، فقد أكدت هذه التجربة على أهمية التدخل الحكومي الذي قد يكون مفيداً في الجهود الرامية إلى تحسين الرفاهية الجماعية.³

¹ Chang, D & Jung W. S. (1984). Unorganized Money Markets in LDCs: The McKinnon-Shaw Hypothesis versus the van Wijnbergen Hypothesis. Nashville: Vanderbilt University, Department of Economics, Working Paper.121-84.

Kapur, B. K. (1992). Formal and informal financial markets, and the neo-structuralist critique of the financial liberalization strategy in less developed countries. Journal of Development Economics, 38(1), 63-77.

³ Denizer, C., Desai, R. M., & Gueorguiev, N. (1998). The political economy of financial repression in transition economies. Washington, DC: World Bank.

كما وجد¹ Carlos Diaz- Alejandro (1985) بأن رفع القيود المفروضة على القطاع المالي في ظل عدم وجود نظام قانوني مناسب كانت له عواقب مدمرة على اقتصاديات دول أمريكا اللاتينية.

ويعتقد الهيكيون الجدد بأن الإبقاء على درجة معينة من الرقابة على الأسواق المالية يعتبر كجبا مثاليا ويفيد في تصحيح الاختلالات التي قد تشهدها هذه الأسواق، ويساهم في خفض تكلفة رأس المال للشركات التي ترغب في الاستثمار، بالإضافة إلى تحسين نوعية المقترضين من خلال استبعاد المشاريع ذات المخاطر العالية.²

وقدم³ Eichengreen & Leblang (2002) دراسة تجريبية أوضحها من خلالها الدور الهام للقيود والضوابط المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال، وقدرتها على التخصيص الأمثل للموارد المالية وعلى الحد من الآثار المدمرة للأزمات الناجمة عن سياسات التحرير المالي.

للإشارة، يعتبر أنصار مدرسة الهيكلين المحدثين بأن التدخل الحكومي في القطاع المالي لا بد ألا يتعارض مع آليات السوق، حيث أن التدخل الخاطئ قد تكون له آثار سلبية مدمرة، وبذلك فقد تبنت مدرسة الهيكلين الجدد فكرة التكامل بين آليات السوق والتدخل الحكومي أو ما يسمى بالمشاركة بين الدولة والقطاع الخاص.

2.1.4.1. أعمال ما بعد الكينزيين (The Post-Keynesian):

خلافًا لما جاءت به نظرية التحرير المالي لـ McKinnon (1973) و Shaw (1973) والتي تقترض بأن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية تحفز الادخار وتؤدي إلى زيادة عرض الائتمان المصرفي وكفاءة تخصيصه، وبالتالي زيادة الاستثمار وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، فإن أنصار مدرسة ما بعد الكينزيين (The Post-Keynesian) عارضوا المبادئ الأساسية التي يقوم عليها تحليل Shaw (1973) و McKinnon (1973).

¹ Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. Journal of development Economics, 19(1-2), 1-24, p. 20.

² To see :

- Stiglitz, J. E. (1989). Markets, market failures, and development. The American Economic Review, 79(2), 197-203.

- Stiglitz, J. E. (1993). The role of the state in financial markets, Op. Cit., pp. 19-52.

³ Eichengreen, B., & Leblang, D. (2002). Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahatir Right? NBER Working Paper, No. 9427.

يعتقد هؤلاء بأن التحرير المالي يؤثر بشكل سلبي على الطلب الكلي الفعال ويؤدي إلى حدوث تشوهات في عملية النمو الاقتصادي، سواء كان الاقتصاد في حالة التشغيل الكامل وفقا لنموذج (1990) Dutt أو حسب نموذج (1991) Burkett & Dutt في حالة وجود فائض في القدرات الإنتاجية.¹

وحسب هذا التوجه، فإن الادخار يعتمد في المقام الأول على الدخل، وأن الزيادة في معدل الادخار نتيجة ارتفاع العائد على الادخار يؤدي إلى انخفاض الاستهلاك الحالي ويعتبر بمثابة تسرب في المضاعف التقليدي، وذلك توافقا مع كتابات Keynes (1936)، حيث تتجه العائلات لتأجيل جزء من استهلاكها لصالح زيادة مدخراتها، وبالمقابل يسبب ذلك انخفاضا في الاستثمار نتيجة انخفاض الطلب الكلي.

وعكس افتراض (1973) McKinnon و (1973) Shaw، فإن حجم الاستثمار لا يتحدد بمستوى الادخار، وأن قرار الاستثمار يعتمد على عوامل أخرى أهمها (التوقعات بشأن الطلب على الاستثمار، الكفاية الحدية لرأس المال والاستقرار السياسي)، فالاستثمار حسب تحليل مدرسة ما بعد الكينزيين يرتبط بعلاقة عكسية مع أسعار الفائدة، وأن التحرير المالي يقود في أغلب الأحيان إلى تباطؤ النمو.

ويمكن تقسيم المساهمات النظرية لمدرسة ما بعد الكينزيين التي عارضت المبادئ الأساسية للاقتصاديين (1973) McKinnon و (1973) Shaw إلى قسمين، حيث اعتمدت هذه المدرسة في تحليلها على النظرة الكينزية للطلب الفعال.

1.2.1.4.1. تحليل (1991) Burkett and Dutt:

قام (1991) Burkett and Dutt بتطوير نموذج Kaleckian لسياسة سعر الفائدة في اقتصاد مغلق يتميز بوجود فائض في القدرات الإنتاجية (حالة عدم التشغيل الكامل)، وحسب الكاتبان فإن ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على القروض نتيجة لسياسات التحرير المالي له تأثيران مختلفان على الاقتصاد في المدى القصير حسب الآتي:

¹ Chouchane-Verdier, A. (2004). Op. Cit., pp. 620-621.

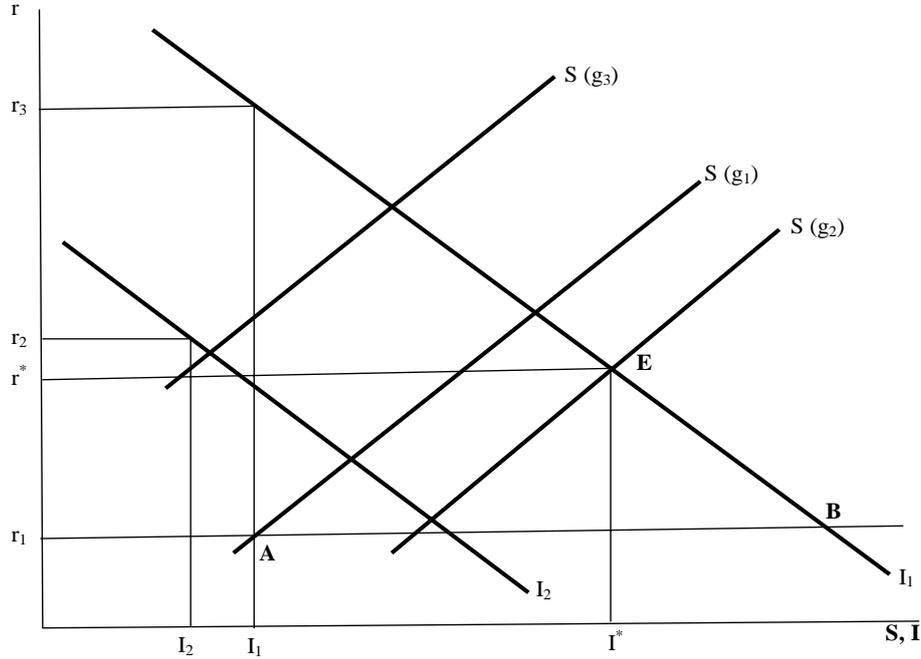
- أولاً: توافقاً مع تحليل (1973) McKinnon و (1973) Shaw والأعمال المؤيدة لهما، فإن ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يرفع من موارد البنوك، ويؤدي ذلك إلى زيادة المعروض من الأرصدة القابلة للإقراض، وبالمقابل يسبب ذلك انخفاضاً في أسعار الفائدة الحقيقية على القروض، فترتفع الاستثمارات ويزداد معدل النمو الاقتصادي نتيجة لذلك.
- ثانياً: ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع يؤدي إلى زيادة حجم الادخار، وبما أن الادخار يعتبر بمثابة تسرب يؤثر سلباً على الطلب الكلي الفعال، فإن الكاتبان يعتقدان بأن هذا الأثر يعمل في الاتجاه المعاكس للرأي للأول، وتزداد هذه الآثار السلبية تقاماً بسبب النظرة التشاؤمية للمستثمرين ورجال الأعمال بسبب انخفاض الأرباح والتي تؤثر سلباً على الاستثمار وتعود إلى تباطؤ النمو.

يرى (1991) Burkett and Dutt بأن الرأي الثاني هو السائد في المدى القصير، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع يؤثر سلباً على الطلب الكلي الفعال بسبب انخفاض الأرباح والتي تؤدي إلى انخفاض الاستثمار والإنتاج وتعود إلى تباطؤ النمو، هذا التأثير السلبي حسب هذا التوجه يهيمن على الأثر الإيجابي لانخفاض أسعار الفائدة على القروض.¹

كما توصل (1991) Bukett and Dutt إلى أن الاستثمار الكلي يمكن أن يضل مستقراً عند مستوى أدنى مما كان عليه قبل التحرير المالي، ويمكن توضيح هذا التحليل باستخدام الشكل البياني رقم (5.1) والذي يلخص أفكار (1973) Shaw لتأثير معدلات الفائدة المرتفعة على الادخار والاستثمار والنمو الاقتصادي في إطار نموذج "وساطة الديون".

¹ Dutt, A. K. (1990). Interest rate policy in LDCs: a post Keynesian view. Journal of Post Keynesian Economics, 13(2), 210-232.

الشكل البياني رقم (5.1): أثر ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار (رؤية ما بعد الكينزيين)



Source: Venet, Baptiste. (2004). Les critiques de la théorie de la libéralisation financière. Université de Paris IX Dauphine, p 5.

يعتقد (1973) McKinnon و (1973) Shaw أن تحديد سعر الفائدة الحقيقي على الودائع (r_1) أقل من مستواه التوازني (r^*) يعتبر أحد صور الكبح المالي، مما يتطلب اتخاذ إجراءات إصلاحية عن طريق سياسات التحرير المالي - كما رأينا سابقاً - والتي تستهدف إزالة أدوات الكبح المالي، وتؤدي إلى ارتفاع الاستثمار من (I_1) إلى (I^*) وزيادة معدلات النمو الاقتصادي من (g_1) إلى (g_2).

تحليل ما بعد الكينزيين يرى عكس ذلك، فهم يعتقدون بأن الاستثمار لا يتحدد بمستوى الادخار، بل يعتمد على الطلب الفعال من طرف المستثمرين وعلى سعر الفائدة، حيث تؤدي الزيادة في أسعار الفائدة الحقيقية إلى انخفاض الاستثمار من (I_1) إلى (I_2) (انتقال منحنى الاستثمار إلى اليسار) ويتبعه انخفاض معدل النمو الاقتصادي من (g_1) إلى (g_3) نتيجة لانخفاض الاستثمار.

وحسب التحليل الكينزي، انخفاض معدل النمو الاقتصادي يؤدي بدوره إلى انخفاض الادخار الذي يعتمد على الدخل، فينتقل الادخار من $S(g_1)$ إلى $S(g_3)$ ، وبالتالي فإن ارتفاع أسعار الفائدة

الحقيقية نتيجة لسياسات التحرير المالي يمكن أن يؤدي إلى انخفاض كبير في الادخار والاستثمار والتي قد تصل إلى مستويات أدنى من تلك السائدة في حالة الكبح المالي.

تحليل Bukett and Dutt (1991) مثير للاهتمام، لكنه يقتصر على دراسة تأثير ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على القروض في المدى القصير في حالة عدم التشغيل التام لعوامل الإنتاج.

2.2.1.4.1. انتقادات أخرى مستوحاة من الأفكار الكينزية:

بالإضافة إلى الآثار السلبية لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على الطلب الفعال، اعتمد ما بعد الكينزيين على مفاهيم أخرى لانتقاد نظرية التحرير المالي، حيث أوضح¹ Beckerman (1988) بأن ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية يمكن أن يؤدي إلى زيادة الكبح المالي، ويعتمد هذا الطرح على المفاهيم الكينزية حول تفضيل السيولة والادخار التحوطي.

يعتقد Beckerman (1988) بأنه يمكن أن يكون سعر الفائدة الحقيقي التوازني سلبيا في البلدان النامية، وتستند هذا الأفكار غير التقليدية على الأسباب الثلاثة التالية:²

- في ظل بيئة اقتصادية مضطربة وغير مستقرة تتسم بحالة عدم التأكد ومناخ الاستثمار فيها غير موثوق، لا يملك الأعوان الاقتصاديون حافزا كبيرا للاستثمار، ويتوقع المستثمرون تحقيق عوائد حقيقية إيجابية ضعيفة أو حتى سلبية لاستثماراتهم، ونتيجة لذلك قد ينخفض الطلب على القروض لتمويل تراكم رأس المال الثابت فتصبح أسعار الفائدة الحقيقية سالبة بسبب زيادة حجم الأرصدة القابلة للإقراض لدى البنوك.
- يمكن أن تكون معدلات الادخار مرتفعة على الرغم من كون أسعار الفائدة الحقيقية سالبة، هذا التوجه يبدو بعيدا عن رؤية مدرسة ستانفورد والآراء المؤيدة لها، ويرر الكاتب ذلك بالقول أنه في ظل بيئة اقتصادية غير ملائمة تتميز بحالة عدم التأكد، يقوم الأعوان الاقتصاديون الخواص، الأسر والشركات بتكوين مخزون احتياطي من المدخرات بغية الحيلة والحذر أو من أجل المضاربة على أساس توقعاتهم المستقبلية، خاصة مع الصعوبات التي يواجهها قطاع العائلات في الوصول إلى الائتمان المصرفي أو الخوف من عدم القدرة على ضمان سداد

¹ Beckerman, P. (1988). The consequences of 'upward financial repression'. International review of applied economics, 2(2), 233-249.

² Ibid, pp. 234-241.

القروض البنكية في ظل الوضع الاقتصادي الصعب، أما بالنسبة للشركات فهي تلجأ لتكوين الادخار التحوطي وتفضيل السيولة للأسباب الثلاثة التالية:

1. ضعف فرص نمو الطلب على المنتجات التي تنتجها هذه الشركات، هذه الوضعية لا تشجعها على الاستثمار ونتيجة لذلك فقد يظل جزء كبير من إيرادات المبيعات في شكل نقود سائلة على حساب شراء الأصول الرأسمالية.
2. النظرة التشاؤمية للمستقبل تحفز الشركات على تكوين ادخار تحوطي على غرار قطاع العائلات، كما تدفعها توقعاتها بتحسين الظروف الاقتصادية في المستقبل إلى تفضيل السيولة.
3. أخيراً، يمكن أن يشكل تكوين الادخار التحوطي بديلاً عن الوصول للائتمان في ظل وضع يتميز بعدم اتضاح الرؤية للبنوك عن جدوى المشاريع الاستثمارية أو ضعف الفرص الاستثمارية.

- السبب الثالث يتمثل في وجود تشوهات اقتصادية غير مالية، هذه التشوهات ترجع في الأصل إلى انخفاض الطلب على الائتمان في بعض القطاعات، ولتوضيح هذه الفكرة أخذ Beckerman (1988) مثالا على اقتصاد صغير مفتوح يعتمد نظام سعر صرف ثابت مع العالم الخارجي، مع وجود مغالاة في تقييم سعر الصرف، هذه الوضعية كونت نظرة تشاؤمية بشأن المستقبل للمصدرين والمستوردين، فالمصدرين يخشون على القدرة التنافسية لمنتجاتهم، أما المستوردون فيمكنهم توقع انخفاض قيمة سعر الصرف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة شراء منتجاتهم والديون المحتملة من الموردين الأجانب، وبالتالي يمكن أن تكون القيمة المفرطة لسعر الصرف سبب انخفاض الطلب على الائتمان، وحسب الكاتب تتعكس هذه الوضعية في وجود أسعار فائدة حقيقية سلبية، هذه الظاهرة سببها انخفاض الطلب على الاستثمار مع وجود فوائض في حجم الادخار، وفي هذا السياق يرى الكاتب بأن قيام السلطات النقدية برفع أسعار الفائدة عن طريق المغالاة في تقدير سعر الصرف الاسمي لن تعالج جذور المشكلة.

وفي سياق أسعار الفائدة الحقيقية السالبة، يرى (Beckerman 1988) أن سياسة التحرير المالي لن تؤدي إلا لتعزيز الكبح المالي، ويضيف بأن النتائج السلبية لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية تتجلى في ثلاثة مظاهر حسب الآتي:¹

أولاً: انخفاض ربحية البنوك

تؤدي سياسات تحرير أسعار الفائدة وإزالة السقوف المفروضة عليها إلى زيادة الموارد المالية المجمعة من طرف البنوك، ونظراً لضعف الفرص الاستثمارية وانخفاض الطلب على القروض، تتجمع لدى البنوك فوائض كبيرة من شأنها أن تؤثر على ربحيتها وتهدد بقائها.

فإذا قامت البنوك بإقراض هذه الموارد المالية الفائضة لديها، فمن غير الممكن أن تكون كل هذه القروض الممنوحة ذات عوائد مربحة، وبالتالي من وجهة نظر (Beckerman 1988) هذه الظاهرة تبرز وجود سعر فائدة حقيقي سلبي، وقد تكون هذه الظاهرة أحد التفسيرات للتراجع الملحوظ بشكل عام في أرباح البنوك بعد سياسات التحرير المالي حسب (Beckerman 1988).

ثانياً: تعطل القطاع الإنتاجي

يعتقد (Beckerman 1988) بأن المؤسسات الإنتاجية قد تواجه صعوبات على المدى القصير بسبب ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية على القروض، فقد تسعى المؤسسات الإنتاجية المثقلة بالديون للحصول على قروض جديدة لخدمة الديون السابقة، وبالتالي سيتعين عليها تحمل تكاليف فائدة أعلى نتيجة لسياسات التحرير المالي، وفي ظل هذه الوضعية يمكن ألا يستجيب الطلب على الائتمان لارتفاع أسعار الفائدة على القروض، وبالتالي يمكن أن يساهم التحرير المالي في حدوث أزمة حقيقية في القطاع الإنتاجي، ويؤدي إلى تعطل وشلل في العملية الإنتاجية.

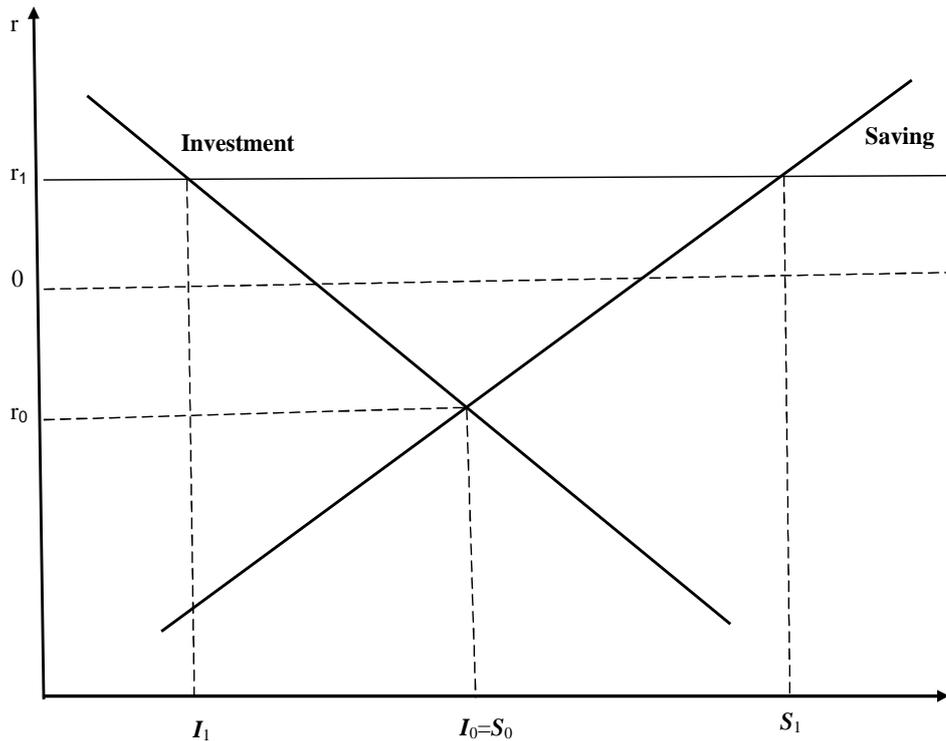
ثالثاً: زيادة الضغوط التضخمية

يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية إلى زيادة الضغوط التضخمية في الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية، وترجع أسباب الظاهرة حسب (Beckerman 1988) إلى عاملين، فمن ناحية قد تضطر السلطات النقدية إلى التدخل لدعم البنوك والمؤسسات الإنتاجية التي تواجه صعوبات بسبب ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، وذلك عن طريق عملية خلق النقود للحد من التأثير السلبي للزيادة في

¹ Ibid, pp. 241-243.

أسعار الفائدة التي تدفعها القطاعات الإنتاجية والبنوك، ومن ناحية أخرى فإن ارتفاع أسعار الفائدة يقيد الأعوان الاقتصاديين في الوصول إلى الائتمان المصرفي، مما يضطرهم للرفع من أسعار منتجاتهم، الأمر الذي يعزز من مخاطر التضخم. الشكل البياني رقم (6.1) يوضح أثر ارتفاع أسعار الفائدة على الادخار والاستثمار.

الشكل البياني رقم (6.1): أثر الزيادة الحتمية لأسعار الفائدة الحقيقية على الادخار والاستثمار



Dutt, A. K. (1990). Interest rate policy in LDCs: a post Keynesian view. *Journal of Post Keynesian Economics*, 13(2), 210-232. p. 141.

من الشكل البياني يتضح بأن سعر الفائدة الحقيقي (r_0) يمثل سعر توازني ابتدائي سالب نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، حيث تتجه أسعار الفائدة الاسمية للارتفاع نتيجة لسياسات التحرير المالي لتصل إلى سعر فائدة حقيقي موجب عند المستوى (r_1)، ويتسبب ذلك في ارتفاع الادخار من (S_0) إلى (S_1) في حين أن الاستثمار يتجه لانخفاض وينتقل من (I_0) إلى (I_1)¹.

إن زيادة معدل الادخار نتيجة لارتفاع العائد على الادخار [ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الودائع إلى المستوى (r_1)، يترتب عليه فائض من الأموال القابلة للإقراض لدى البنوك قدرها

¹ Paul, B., & Dutt, A. K. (1991). Op. Cit., p. 140.

$(S_1 - I_1)$ ، وفي حالة قيام البنوك بتوظيف هذا الفائض في شكل قروض، فإن نسبة كبيرة من هذه القروض الجديدة قدرها $\left[\frac{(S_1 - I_1)}{I_1} \right]$ تكون عرضة لخطر عدم السداد، لأن هذه القروض تذهب لتمويل المشاريع مرتفعة المخاطر ومن شأنها أن تؤثر على ربحية البنوك.¹

بشكل عام، ركزت انتقادات مدرسة ما بعد الكينزيين على نقطتين أساسيتين:

- من ناحية، وفي حالة وجود فائض في القدرات الإنتاجية، أي عندما يكون العرض مقيدا بالطلب الفعال حسب المفاهيم الكينزية، يمكن أن يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية إلى زيادة الادخار التحوطي واللجوء لتفضيل السيولة، وتقود هذه السياسة في أغلب الأحيان إلى تباطؤ النمو.
- ومن ناحية أخرى، ونظرا لخصوصيات الدول النامية والتي تتميز بوجود أسعار فائدة حقيقية سالبة، فإن أنصار مدرسة ما بعد الكينزيين يرون بأن سياسات التحرير المالي لن تؤدي إلا لزيادة الكبح المالي.

إن هذا التحليل لا يتعارض مع فرضية (1973) McKinnon و (1973) Shaw على أهمية تحرير سعر الفائدة وأثر ذلك على زيادة معدلات الادخار والاستثمار، ولكنه يؤكد على إمكانية وجود آثار جانبية لسياسة التحرير المالي على الطلب الفعال، وبالتالي انخفاض النمو.

3.1.4.1 أعمال الكينزيين الجدد (The New Keynesian):

يبني (1973) McKinnon و (1973) Shaw نظريتهما على فرضية كفاءة الأسواق المالية، فقد أكد الكاتبين على أن أسواق القروض في الدول النامية تسودها منافسة تامة والمعلومات متاحة للجميع، وأن تحديد معدلات الفائدة تحت مستواها التوازني هو العامل الوحيد الذي يقود إلى وضعية تقييد الائتمان من طرف البنوك، وكانت الدعوة من طرفهما للتحرير المالي وإلغاء التدخل الحكومي واللجوء إلى آليات السوق لتحديد سعر الفائدة على الادخار وعلى الاستثمار كحل يضمن التخصيص الأمثل للموارد المالية.

¹ Ibid, p. 140.

هذا التوجه تم انتقاده من قبل أنصار المدرسة الكينزية الجديدة، فقد أثبت Stiglitz & Weiss¹ (1981) أنه يمكن تقييد الائتمان حتى في أسواق تسودها المنافسة التامة،² وعدم وجود تدخل حكومي في القطاع المالي، ويرجع ذلك حسب الكاتبان إلى كون الأسواق المالية في الدول النامية تعاني من عدم الكفاءة والفعالية ومن مشاكل طبيعية خاصة فيما تعلق بعدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، بالإضافة إلى غياب الرقابة والإشراف على العمليات المالية والمصرفية.

في الواقع، لم يأخذ أنصار التحرير المالي بعين الاعتبار خصوصية الأسواق المالية خاصة فيما تعلق بالأصول المتداولة في مثل هذه الأسواق والتي لا يمكن اعتبارها مثل سوق السلع والخدمات، حيث أن هذه الأسواق تقوم على تبادل القروض مقابل التزامات مستقبلية بالدفع.

إن هذه العلاقة التبادلية تنطوي على قدر كبير من عدم اليقين بالنسبة للمقرضين في ظل غياب المعلومات اللازمة عن المقترضين، وبالتالي يصبح المقرضون غير متأكدون من قدرة المقرضين على الوفاء بديونهم، وهذا ما يدفعهم إلى تقييد الائتمان وكبح أسعار الفائدة تجنباً لانخفاض أرباحهم المتوقعة وتقادياً لخطر عدم السداد.

يعتقد Stiglitz & Weiss (1981) بأن البنوك قد تواجه مشكلة عدم تماثل المعلومات* في سوق القروض، وحسب الكاتبان يعتبر سعر الفائدة الذي يرغب المقرض في دفعه إشارة حقيقية للبنك يستطيع من خلالها معرفة مدى قدرة المقرض مسبقاً على الوفاء بالتزاماته، فكلما كان المقرض

¹ Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information, Op. Cit., pp. 393-410.

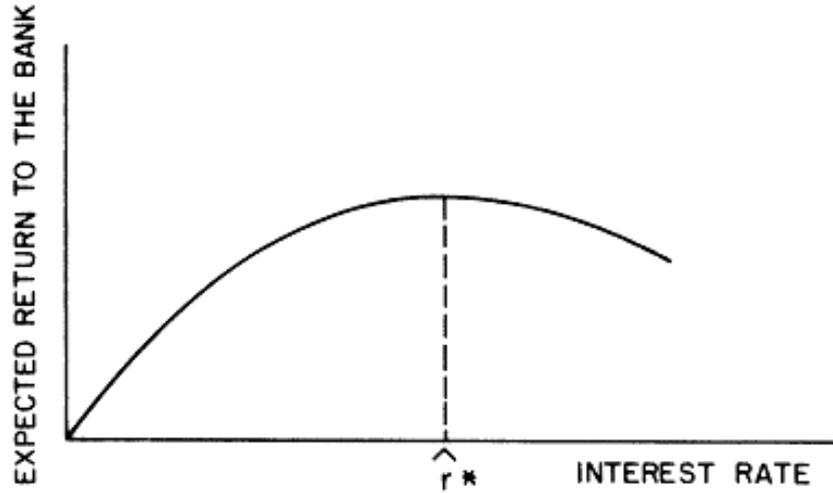
² Ibid, p. 393.

* تكون مشكلة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) في حالة توافر المعلومات بشكل غير متساوي أو متماثل لجميع الأطراف العاملة في السوق، ويترتب على توافر المعلومات لأطراف معينة في السوق دون أطراف أخرى آثار تخصيصية سيئة، وتتحقق ظاهرة عدم تماثل المعلومات بشكل بارز في الأسواق والمعاملات المالية ويترتب عليها مشكلتين هما مشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection) ومشكلة المخاطر المعنوية والأخلاقية (Moral Hazard) وتحدث مشكلة الاختيار المعاكس قبل تنفيذ المعاملات المالية، وتشير إلى أن المقرضين المحتملين الذين يتمتعون بمراكز ائتمانية ضعيفة هم الذين يسعون بشكل كبير للحصول على القروض، ومن ثم يصبح احتمال حصولهم على القروض أكبر، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع المخاطر الائتمانية المحتملة ونتيجة لذلك قد يمتنع المقرضون في سوق المال عن تقديم القروض أو شراء السندات حتى لو توافرت فرص إقراض جيدة تتمتع بانخفاض المخاطر الائتمانية المرتبطة بها (التوقف عن السداد)، أما مشكلة المخاطر المعنوية والأخلاقية (Moral Hazard) فتحدث مشكلة المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية بعد تنفيذ المعاملات المالية، وهي تشير إلى أن المقرض قد يأتي بتصرفات غير أخلاقية أو يخرط في أنشطة غير مرغوبة من وجهة نظر المقرض باعتبار أنها قد تقلل من احتمال إعادة سداد الدين، وثمة ضرورة لتدخل الحكومة بوضع اللوائح التي تكفل تدفق المعلومات لكافة الأطراف المتعاملة في السوق بالسرعة اللازمة وبأدنى تكلفة ممكنة ودون أي تمييز.

أكثر رغبة في دفع سعر فائدة أعلى، كلما كانت استثماراته أكثر خطورة، وبالتالي تزداد مخاطر عدم السداد وتتنخفض الأرباح المتوقعة للبنوك.¹

كما أن ارتفاع أسعار الفائدة على القروض قد يفرض على المقرض تغيير سلوكه ويشجعه على القيام بمشاريع ذات عوائد مرتفعة والتي تصاحبها درجة أعلى للمخاطرة، لذلك تسعى البنوك لإيجاد طريقة لاختيار المقرضين الأقل خطورة،² وإزاء هذه الوضعية فسلوك البنك يتسم بالتحفظ عند درجة معينة (مثلى) من سعر الفائدة الحقيقي، فالبنوك تحجم عن منح القروض عند ارتفاع معدلات الفائدة عن هذا المستوى الأمثل أو تفضل منح قروض للمستثمرين الذين تتسم مشاريعهم بمخاطرة منخفضة، حيث أن أي زيادة في أسعار الفائدة فوق هذا المستوى تؤدي إلى انخفاض العائد المتوقع للبنوك،³ كما هو مبين في الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم (7.1): أثر ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على القروض على العوائد المتوقعة للبنوك



Source: Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Op. Cit., p. 394.

يعتقد Stiglitz & Weiss (1981) بأن الأرباح المتوقعة للبنوك تستمر في الارتفاع مع زيادة معدلات الفائدة الحقيقية (ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع والقروض) إلى غاية النقطة (r^*) التي تمثل المستوى الأمثل لسعر الفائدة، وبعدها تبدأ الأرباح المتوقعة في الانخفاض عند تجاوز هذا

¹ Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information, Op. Cit., p. 393.

² Ibid, pp. 393-394.

³ Ibid, p. 394.

المستوى حسب ما هو موضح في الشكل البياني، ويتسبب ذلك في انخفاض النشاط الإقراضي للبنوك، ويرجع ذلك حسب الكاتبين لسببين:¹

- يؤدي ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على القروض إلى مستويات أكبر من المستوى الأمثل (r^*) إلى زيادة عدد المقترضين الأكثر مخاطرة وانخفاض عدد المقترضين الأقل مخاطرة لطلب التمويل من البنوك على شكل قروض، وقد فسر الكاتبان هذه الظاهرة بمشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection).
- إن ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على القروض يقود المقترض إلى تبني استثمارات أكثر خطورة من أجل تعظيم أرباحه، هذه الظاهرة أطلق عليها الكاتبان مشكلة المخاطر المعنوية والأخلاقية (Moral Hazard).

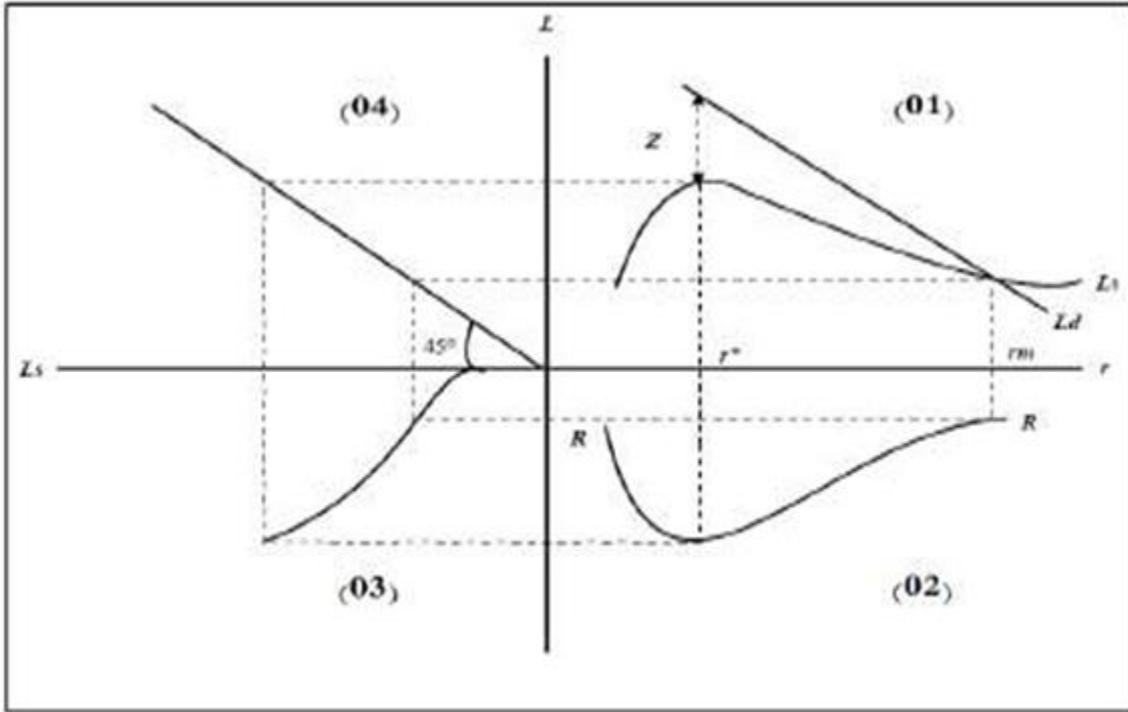
لذلك تلجأ البنوك إلى تقليص حجم القروض الممنوحة عند بلوغ سعر الفائدة المستوى الأمثل (r^*) حيث تكون الأرباح المتوقعة عند الحد الأقصى، وتبدأ هذه الأرباح في الانخفاض عند تجاوز هذا المستوى.

أيضا، Stiglitz & Weiss (1981) أوضحا بأن البنوك قد تفضل سعر فائدة أمثل أقل من المستوى التوازني لسعر الفائدة، ولتوضيح الفكرة قام الكاتبان برسم الشكل البياني التالي:²

¹ Ibid, pp. 393-394.

² Ibid, pp. 397-398.

الشكل البياني رقم (8.1): سعر الفائدة الأمثل حسب (Stiglitz & Weiss (1981)



Source: Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Op. Cit., p. 397.

يشير الربع الأول المبين في الشكل أعلاه إلى العلاقة بين سعر الفائدة على القروض (r) والطلب على القروض (Ld) وعرض القروض (Ls)، من خلال المنحنى يتضح بأن الطلب على القروض دالة متناقصة في سعر الفائدة، أما عرض القروض فهو دالة متزايدة في سعر الفائدة عندما يكون سعر الفائدة (r) أقل أو يساوي المستوى الأمثل لسعر الفائدة (r^*).

يعتقد الكاتبان بأن ارتفاع سعر الفائدة (r) إلى مستوى أكبر من المستوى الأمثل (r^*) يتسبب في انخفاض الربح المتوقع للبنك، حيث تتقدم نسبة أكبر من المقترضين عند مستوى مرتفع لمعدل الفائدة على القروض الأكثر ميلا للمخاطرة لطلب التمويل من البنوك على شكل قروض وينخفض عدد المقترضين الأكثر كرها للمخاطرة، ويميل بذلك المقترضون الأكثر ميلا للمخاطرة الذين يحصلون على قروض بمعدل فائدة مرتفع إلى تغيير طبيعة مشروعاتهم طالما أن البنوك لا يمكنها فرض رقابة دقيقة على تصرفاتهم إلى المشروعات الأكثر اتساما بالمخاطرة، وبذلك تتحفظ البنوك عن منح القروض تقاديا لمشكل الاختيار المعاكس وخطر السلوك الأخلاقي، ونتيجة لذلك يتحرك منحنى عرض الائتمان إلى الأسفل بسبب ارتفاع سعر الفائدة إلى مستوى يفوق المستوى الأمثل (r^*).

ويشير الربع الثاني من الشكل البياني رقم (8.1) إلى أن الأرباح المتوقعة للبنوك تتميز بالتقلب، ففي حين أنها تتجه نحو الارتفاع إذا كان سعر الفائدة (r) أقل من المستوى الأمثل لسعر الفائدة (r^*)، فإنها تتجه نحو الانخفاض عندما يفوق سعر الفائدة (r) المستوى الأمثل (r^*).

الربع الثالث من الشكل رقم (8.1) يشير إلى دالة عرض القروض، بحيث تظهر هذه الدالة أنها متزايدة في معدل الأرباح المتوقعة للبنك عندما يكون سعر الفائدة (r) أقل أو يساوي المستوى الأمثل (r^*)، في حين تتجه الأرباح المتوقعة للبنوك وعرض القروض للانخفاض عندما يصبح سعر الفائدة أكبر من المستوى الأمثل للبنك.

حاول الباحثان من خلال هذا المنحنى التأكيد على أن ارتفاع المستوى التوازني لسعر الفائدة (r_m) إلى مستوى يفوق المستوى الأمثل للبنك (r^*) يقود إلى وضعية تقييد الائتمان، حيث أن البنوك تطبق سعر فائدة أمثل أقل من المستوى التوازني لسعر الفائدة، ونتيجة لذلك تتجمع لدى البنوك فوائض مالية قدرها (Z) من شأنها أن تؤثر على ربحيتها.

يرى Stiglitz & Weiss (1981) بأن سعر الفائدة التوازني ليس هو المعدل الأمثل للبنوك، فإذا قررت السلطات النقدية تطبيق سياسة التحرير المالي، يرتفع سعر الفائدة ليصل إلى المستوى (r_m)، ويتسبب ذلك في اختفاء حالة تقنين الائتمان، غير أن هذه الوضعية لا تعتبر مثالية بالنسبة للبنوك وذلك لسببين:

- الأرباح المتوقعة للبنوك تكون أقل من الأرباح المثالية.
- تضطر البنوك إلى تمويل الاستثمارات الأكثر مخاطرة، وبالتالي فإن تحرير أسعار الفائدة لا يبدو الشرط الضروري والكافي للتخصيص الأمثل للموارد في ظل فرضية عدم تناظر المعلومات في الأسواق المالية.

ولهذه الأسباب، لا يمكن اعتبار أن سياسة التحرير المالي تتمثل فقط في تعديل آليات تشكيل الأسعار وآليات تخصيص الموارد المالية لإعطاء مساحة أكبر للسوق، ولكن أيضا وقبل كل شيء ينبغي تكييف الإطار المؤسسي والتنظيمي للمتدخلين في الأسواق المالية، بحيث يؤدي الجانب الأول

بشكل رئيسي إلى تقليل تشوهات السوق بسبب التدخلات الحكومية، في حين أن الجانب الثاني يسمح بمواجهة مشاكل عدم تماثل المعلومات.

2.4.1. شروط نجاح سياسة التحرير المالي:

إن زيادة حالات عدم الاستقرار المالي خلال سنوات الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي والصعوبات التي واجهها القطاع المالي في العديد من الدول النامية نتيجة لسياسات التحرير المالي أدت إلى حدوث أزمات نظامية واسعة النطاق في العديد من بلدان آسيا وأمريكا اللاتينية، وترجع هذه الصعوبات بالأساس إلى هشاشة اقتصاديات الدول النامية وضعف أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية لاسيما غياب التنظيم والإشراف بالقطاع المالي.

والحقيقية أن هذه النتائج الخطيرة التي نتجت عن التحرير المالي في الدول التي تبنت سياسات الإصلاح، بالإضافة إلى جملة من الانتقادات التي تعرضت لها نظرية التحرير المالي خاصة ظاهرة عدم تناظر المعلومات، دفعت الكثير من الاقتصاديين إلى إعادة النظر في الطريقة المثلى لتنفيذ سياسات التحرير المالي التي تضمن تجنب الوقوع في فخ الأزمات، كما أكد اقتصاديون آخرون بأن التحرير الناجح للأنظمة المالية لا يتحقق إلا من خلال تلبية بعض الشروط المسبقة مثل الإصلاحات المالية والضريبية والتنظيمية دون إهمال الرقابة على الأنظمة المصرفية، فضلا تحقيق الاستقرار في البيئة الاقتصادية الكلية.

1.2.4.1. استقرار الاقتصاد الكلي:

يعد استقرار الاقتصاد الكلي ركيزة أساسية قبل تبني سياسة التحرير المالي، ويتمثل أساسا في معدلات منخفضة من التضخم وعجز مالي معتدل في الموازنة العامة واستقرار في أسعار الصرف حتى يتم الاستفادة من المكاسب التي يحققها الاندماج في النظام المالي الدولي، حيث أن تطبيق سياسات التحرير المالي دون تحقيق الاستقرار الاقتصادي يجعل فرص نجاحه ضئيلة ويزيد من تقاوم عدم الاستقرار، فقد بين (McKinnon 1993) في كتابه الصادر سنة 1993 أهمية استقرار الاقتصاد الكلي كشرط أساسي لنجاح سياسة التحرير المالي، وقدم تحليله لتصرف البنوك في

عملية منح القروض في ظل بيئة اقتصادية تتسم بعدم الاستقرار، وفي هذا الشأن افترض (1993) McKinnon وجود حالتين:

أولاً: حالة وجود استقرار في الاقتصاد الكلي

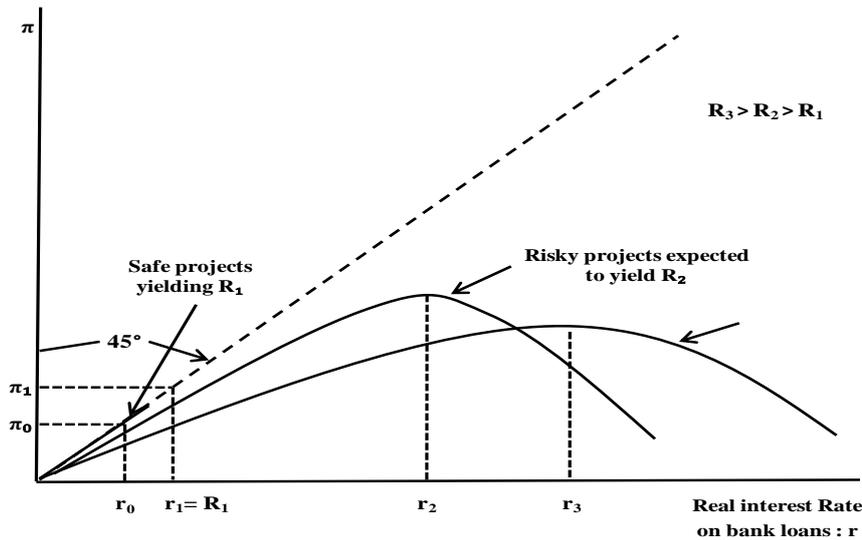
افترض (1993) McKinnon أن هناك استقرار على مستوى الاقتصاد الكلي، كما افترضه ضمناً (1981) Stiglitz & Weiss¹ وقام بتحليل حالتين، بوجود وعدم وجود ظاهرة عدم تناظر المعلومات، وتوصل إلى نفس النتائج التي توصل إليها (1981) Stiglitz & Weiss، حيث أنه في ظل تطبيق سياسات التحرير المالي تعمل البنوك على تقييد الائتمان لتجنب مخاطر الاختيار المعاكس وظاهرة الحافز (مشكلة المخاطر الأخلاقية)، وحسب الكاتب فإن كلتا الظاهرتين تدفعان البنوك إلى تقليص سعر الفائدة اختياريًا للوصول بالربح المتوقع إلى حده الأقصى.

الشكل البياني رقم (9.1) يوضح النتائج التي توصل إليها (1993) McKinnon في ظل

افتراضه أن الاقتصاد الكلي يتميز بوجود حالة من الاستقرار:²

الشكل البياني رقم (9.1): أثر استقرار الاقتصاد الكلي على تصرف البنوك في ظل وجود وعدم وجود

ظاهرة عدم تناظر المعلومات



Source : McKinnon, R. I. (1993). The order of economic liberalization: Financial control in the transition to a market economy. JHU Press. p. 84.

¹ رونالد ماكينون، مرجع سبق ذكره، ص 123.

² نفس المرجع ص ص 123-125.

يمثل (r) سعر الفائدة الحقيقي على القروض، و (π) صافي العائد الحقيقي على القروض (بعد خصم عمليات التهرب من السداد)، حيث افترض (1993) McKinnon بأنه في ظل مناخ اقتصادي شامل مستقر فإن توزيع العوائد فيما بين المشاريع الاستثمارية التي أقامها المقترضون يكون مستقل إحصائياً، وأنه يوجد عدد كبير من المستثمرين الأكثر ميولاً للمخاطرة (R_i) ، كما أن البنوك تتوقع تحقيق عوائد عن القروض التي تمنحها.

حسب (1993) McKinnon يظهر من خلال الشكل البياني رقم (9.1) وجود ثلاثة أنواع من المخاطر (R_1) ، (R_2) و (R_3) في ترتيب تصاعدي لكل من العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة بها، حيث أن الفئة (R_1) تتمتع بضمانات إضافية وهي آمنة تماماً، وذات نسبة فائدة قصوى يمكن للمقترض سدادها تساوي (r_1) .

يعتقد الكاتب بأنه في ظل عدم وجود ظاهرة عدم تناظر المعلومات فإن الأرباح المتوقعة للبنوك ترتفع بارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على القروض عبر خط يصنع زاوية قدرها 45 درجة ابتداء من النقطة صفر حتى تصل إلى الحد الأقصى (r_1) .

وفي المرحلة الثانية قام الكاتب بإدراج ظاهرة عدم تناظر المعلومات في تحليله، وتوصل إلى أن المشاريع الاستثمارية الأكثر تعرضاً للمخاطر (R_2) تؤدي إلى زيادة أرباح البنوك بشكل أبطأ من سعر الفائدة الحقيقي على القروض، وتحصل البنوك على أقصى معدل عند تحديد سعر الفائدة الحقيقي على القروض عند المستوى (r_2) ، حيث يزداد تأثير مشكلة عدم تناظر المعلومات على أرباح البنوك بعد تجاوز هذا المستوى من سعر الفائدة الحقيقي على القروض.

ونظراً لأن أعلى عائدات البنوك تتحقق عندما يقتصر الإقراض على الفئة (R_2) إذا تم استبعاد حالات التوقف عن السداد، يضيف (1993) McKinnon بأن المقترضين الذين ينتمون للفئة (R_3) يتم استبعادهم رغم أن مشاريعهم الاستثمارية تدر أعلى عائد للبنوك وإن كانت هذه المشاريع تكتنفها مخاطرة كبيرة، حيث أن البنوك لا تتمكن من الحصول على سعر فائدة مرتفع بدرجة كافية لتغطية مخاطر التوقف عن السداد للفئة (R_3) .

هذه النتائج دفعت (1993) McKinnon إلى اعتبار أن النظام المالي الذي تسيطر عليه البنوك لا يمكنه تمويل بعض الفرص الاستثمارية التي يتوقع أن تحقق مستويات إنتاجية مرتفعة بسبب المخاطر الكبيرة المرتبطة بها.

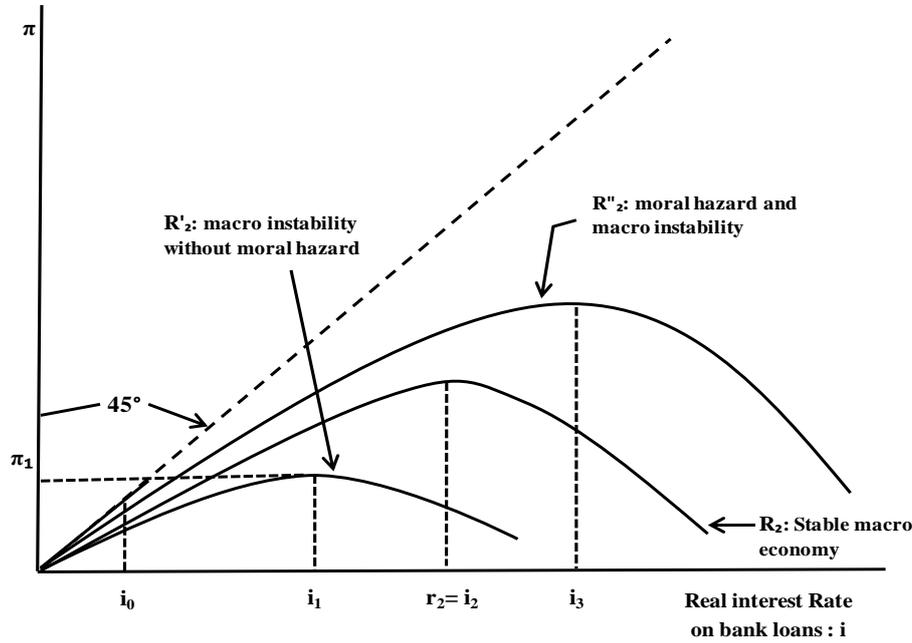
ثانياً: حالة عدم وجود استقرار في الاقتصاد الكلي

يعتقد (1993) McKinnon في تحليله بأن سلوك المقترضين والبنوك سوف يتغير في ظل وجود بيئة اقتصادية كلية تتميز بعدم الاستقرار، حيث أن إدخال عنصر عدم الاستقرار الاقتصادي العام يعني زيادة التباين في العوائد الحقيقية للمشاريع الاستثمارية للمقترضين والتباين المشترك الإيجابي في العوائد المتوقعة للمشاريع بين بعضها البعض داخل الفئات الثلاثة للمخاطر، ويضيف الكاتب بأن الفئة (R_2) تحظى بالأفضلية وهي دالة الأرباح المتوقعة للبنوك في الشكل رقم (9.1) في ظل افتراضه وجود استقرار في البيئة الاقتصادية الكلية.¹

الشكل البياني رقم (10.1) يوضح تصرف البنوك في ظل وجود وعدم وجود ظاهرة تناظر المعلومات في ظل افتراض (1993) McKinnon أن البيئة الاقتصادية الكلية تتسم بعدم الاستقرار.

¹ McKinnon, R. I. (1993). The order of economic liberalization: Financial control in the transition to a market economy. JHU Press. p. 88.

الشكل البياني رقم (10.1): أثر عدم استقرار الاقتصاد الكلي على تصرف البنوك في ظل وجود وعدم وجود ظاهرة عدم تناظر المعلومات



Source: McKinnon, R. I. (1993). The order of economic liberalization: Financial control in the transition to a market economy. JHU Press, p. 88.

يعتقد الكاتب بأن أغلب المشاريع الاستثمارية سوف تتأثر بطريقة عكسية جراء الظروف الاقتصادية السيئة، وفي ظل افتراضه عدم وجود ظاهرة المخاطر الأخلاقية فإن البنوك تتصرف كأنها لا تحب المخاطرة، واعتبر أن وضعية عدم الاستقرار الاقتصادي تفرض على البنوك الاحتفاظ باحتياطات كبيرة لمواجهة حالات التوقف عن السداد، هذه الاحتياطات من شأنها تقليص حجم الموارد المالية القابلة للإقراض.¹

هذه الوضعية حسب McKinnon (1993) تدفع البنوك إلى خفض سعر الفائدة الحقيقي الأمثل على القروض من (i_2) إلى (i_1) ويؤدي ذلك إلى انتقال دالة الأرباح المتوقعة (R_2) إلى أسفل وإلى اليسار لتصل إلى المستوى (R'_2) نتيجة زيادة التباين في العوائد على المشاريع

¹ Ibid. p. 89.

الاستثمارية، حيث توصل (1993) McKinnon إلى أن هذه الوضعية سوف تقود البنوك إلى تقييد الائتمان.¹

ويضيف (1993) McKinnon في تحليله إلى أنه في حالة وجود مخاطر أخلاقية داخل البنوك، فإن وضعية اضطراب الاقتصاد الكلي تدفع الحكومات إلى تقديم نظام التأمين على الودائع، إلا أن ضعف الإشراف والرقابة على القطاع المصرفي قد تخلق مشاكل أكثر حدة من المخاطر الأخلاقية، هذه الوضعية قد تدفع البنوك للدخول في عمليات إقراض شديدة المخاطر بأسعار فائدة حقيقية مرتفعة حتى تصل إلى المستوى (i_3)، هذا التصرف قد ينتج عنه الاحتمالين التاليين:²

- تحقيق أرباح كبيرة للبنوك عند تمكن المقترضين من سداد قروضهم ذات الفائدة المرتفعة، وبذلك تتجه دالة الأرباح إلى الجهة اليمنى إلى المستوى (R''_2).
- تعرض البنوك لخسائر نتيجة توقف المقترضين عن تسديد قروضهم بسبب فشل مشاريعهم، غير أن هذه الخسائر سوف يتم تغطيتها من خلال نظام التأمين على الودائع، والتي يمكنها أن تقلل المخاطر الأخلاقية بتحديد أسعار الفائدة على القروض عند مستويات منخفضة (i_0).

من خلال هذا التحليل أكد (1993) McKinnon بأن عدم استقرار الاقتصاد الكلي مع ضعف الإشراف والرقابة على الجهاز المصرفي، يدفع البنوك للدخول في عمليات إقراض ذات مخاطرة مرتفعة، قد تؤدي إلى حدوث أزمة نظامية في الجهاز المصرفي.

2.2.4.1. جودة ونوعية الإطار المؤسسي:

يعتبر المناخ القانوني والسياسي الملائم الذي يعمل في إطاره النظام المالي من الشروط الأساسية لنجاح سياسة التحرير المالي ومن المحددات المهمة لأنواع الخدمات المالية التي يمكن أن تقدمها المؤسسات المالية ومدى جودتها.

¹ Ibid. p. 89.

² Ibid. p. 89.

حسب North (1990)¹ هي قواعد اللعبة في مجتمع ما، أو القيود التي استتبها الإنسان والتي تنظم التفاعلات بين المتعاملين الاقتصاديين، وفي النظام المالي يرى الكاتب بأنه يندرج تحت هذا المفهوم نوعين من المؤسسات:

أ. المؤسسات القانونية: ويقصد بها القواعد القانونية والفعالية في تطبيق القانون.

ب. المؤسسات الاقتصادية: وتعني التنظيم والإشراف على المؤسسات المصرفية.

يعتقد La Porta et al. (1998)² بأن جودة المؤسسات القانونية تعتبر كشرط أساسي من شروط نجاح سياسة التحريك المالي وترفع من مستويات التنمية المالية، فالمعاملات المالية حسبهم تتمثل في العقود المالية التي تشمل تبادل مبلغ من المال مقابل وعد باستلام مبلغ أكبر منه في المستقبل أو على الأقل يساوي قيمة الرهن، ويضيف Giraud (2001) بأن المعاملات المالية تتمثل في تجارة الوعود ويتجسد ذلك حسب الكاتب من خلال الأصول المالية، وحتى يحدث هذا التبادل يجب أن تكون الوعود موثوقا بها بما فيه الكفاية بالنسبة للمقرضين لأن حقوقهم مرتبطة بحيازة الأصول المالية، حيث أن العامل الرئيسي الذي يحدد مصداقية المعاملة المالية هو إمكانية قيام أحد المقرضين بالتخلف عن السداد، وبالتالي فإن القواعد القانونية تحدد حقوق والتزامات المقرضين والمقرضين.

قام La Porta et al. (1998) بتطوير نظرية القانون والتمويل سنة 1998 والتي أكدوا من خلالها على أهمية دور المؤسسات القانونية في تفسير الاختلافات الحاصلة في مستويات التنمية المالية بين البلدان، وترى هذه النظرية بأن مناخ التحريك المالي يتطلب توفر هيكل قانوني يحفظ حقوق الملكية ونظام قضائي يتسم بالكفاءة ويفصل في القضايا بسرعة³، هذه الإجراءات حسب هؤلاء الباحثين تساعد في تشجيع المدخرين على الاستثمار في المؤسسات، وتساهم في توسيع الأسواق المالية وزيادة تنوع الأدوات المتداولة فيها.

¹ North, D. C. (1990). Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge: Cambridge university press.

² Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. Journal of political economy, 106(6), 1113-1155.

³ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 200.

إن وجود هذه القواعد والقوانين شرط ضروري ولكنه غير كاف، ويجب أن تقترن بآلية فعالة لتنفيذ الأحكام القضائية في إطار تنظيمي ورقابي مناسب يكفل تحقيق الشفافية في المعاملات ويمنع التواطؤ وتدني المخاطر الأخلاقية،¹ هذا الشرط المؤسسي الثاني تقترن إليه الدول التي تمر بمرحلة انتقالية والتي تعاني من نقص الفعالية في تطبيق القوانين.

في حين أنه في ظل وجود بنية تحتية تنظيمية وقانونية متدهورة - والتي تمثل حالة عامة تقريبا في معظم الدول النامية - فإن المعاملات المالية تميل لأن تتجه إلى الأدوات التي تتسم ببساطة إجراءات الإلزام كالديون المضمونة بأصول الشركة، وقد يقل الاعتماد على الأدوات طويلة الأجل في سوق الأوراق المالية، ويزداد الاعتماد على القطاع المصرفي لأنه يتمتع بميزة نسبية في جمع المعلومات عن المقترضين المحتملين ومن ثم ميزة الرقابة عليهم، الأمر الذي يقلل من مشاكل الاختيار المعاكس والمخاطر الأخلاقية.²

كما أن نجاح سياسة التحرير المالي يتطلب تنظيم وإشراف ملائم للبنوك، لتجنب الآثار السلبية المترتبة عن الانفتاح المالي المتسرع وتقليص المخاطر التي تتعرض لها البنوك، وفي هذا الشأن يرى Aglietta (2000)³ بأن غياب إحكام السيطرة على النظام المالي لا يسمح للبنوك بتقييم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، خاصة في ظل زيادة حدة المنافسة المصرفية في الأسواق المالية، ويضيف Aglietta, Morin & Plihon (2007)⁴ بأن معايير اتفاقية لجنة بازل 1 و بازل 2 مثلت تطورات مهمة في مجال التنظيم والرقابة المصرفية، غير أنها لم تكن كافية بسبب تعرض اقتصاد السوق لتقلبات اقتصادية دورية، وكحل لهذه المشاكل اقترح هؤلاء وضع حلول لتحسين تغطية المخاطر المصرفية خاصة للعناصر خارج الميزانية، حيث تم أخذ هذه التوصيات بعين الاعتبار في اتفاقية لجنة بازل 3 من خلال إدخال نسبة الرافعة المالية والتي قدرت بـ 3% كوسيلة مكملة لمتطلبات كفاية رأس المال على أساس المخاطر لتعزيز قدرة البنوك في مواجهة المخاطر المستقبلية وضمان التسيير الجيد والفعال للمخاطر القائمة.

¹ نفس المرجع، ص 200.

² نفس المرجع، ص 202.

³ Aglietta, M. (2000). La globalisation financière. L'économie mondiale, p. 10.

⁴ Ibid, p. 10.

ويعتقد الكثير من الاقتصاديين بأن حسن التنظيم والرقابة المصرفية أوجدت حلولاً للصعوبات التي تواجه القطاع المالي في العديد من الدول النامية، وأثبتت بأنها من الشروط الضرورية التي ينبغي توفرها في ظل سياسة التحرير المالي لضمان نجاحها.

3.2.4.1. التدرج في تنفيذ برنامج التحرير المالي:

تعتبر عملية التدرج من أهم شروط نجاح سياسة التحرير المالي، ويقضي النهج التدريجي للتحرير المالي تحديد تسلسل خطوات التحرير المالي التي تسمح بتكييف النظام المالي مع حاجة الاقتصاد الحقيقي.

يرى معظم الاقتصاديين أن أفضل السبل للإصلاح والتحرير المالي هو أن يتم بشكل تدريجي وأن يكون معدل إصلاح وتحرير القطاع المالي أبطأ من معدل إصلاح القطاع الحقيقي، حيث أن ذلك يعمل على إزالة التشوهات التجارية وغيرها قبل إلغاء القيود على الحساب الرأسمالي،¹ ويفضل البدء بإجراءات التحرير المالي الداخلي للقطاع المالي قبل تحريره خارجياً وعبر سلسلة من الإصلاحات، حيث يقترح Montiel (1990) تنفيذ أربع خطوات للتحرير المالي الداخلي وهي:²

- استعادة التوازن على مستوى الاقتصاد الكلي مع إعادة هيكلة أو تصفية المؤسسات المالية الضعيفة.
- استخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة عند البدء في تحرير سعر الفائدة.
- تأصيل دور البنك المركزي الإشرافي على النظام المالي.
- تحرير كامل لأسعار الفائدة وإزالة كافة أشكال القيود الإدارية على النظام المالي.

وحسب وجهة نظر النهج التدريجي فإن تحرير القطاع المالي الخارجي يأتي في المرتبة الثانية بعد تحرير القطاع المالي المحلي، حيث أن التحرير المالي الخارجي يتطلب أن تكون سوق رأس المال الوطنية محررة تماماً، وهذا بدوره يعتمد على تثبيت مستوى الأسعار المحلية وخفض متطلبات الاحتياطي القانوني في البنوك المحلية، فطالما كانت البنوك المحلية مكبلية بأعباء الاحتياطي المرهقة، فمن غير المجدي السماح للبنوك والمؤسسات الأجنبية بالعمل بحرية في أسواق المال المحلية.

¹ عبد اللطيف مصيطفى، مرجع سبق ذكره، ص 192.

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 203 - 204.

ويبدأ تحرير القطاع المالي الخارجي عادة بتحرير الحساب الجاري لميزان المدفوعات من خلال إزالة القيود الكمية وخفض القيود التعريفية على حركة السلع والخدمات، يلي ذلك تحرير تدريجي لحساب رأس المال، ويبدأ عادة بإزالة القيود على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البلدان النامية ومع اكتمال البنية الأساسية التنظيمية والقانونية لسوق الأوراق المالية المحلية، تبدأ إزالة القيود على التدفقات من الاستثمارات غير المباشرة (استثمارات الحافظة من الأسهم السندات).

ومن ناحية أخرى يؤدي غياب التنسيق بين التحرير المالي الداخلي والخارجي إلى خلق اختلالات وحوافز لحركات رؤوس الأموال بشكل غير مرغوب وبما لا يتفق مع أهداف سياسة التحرير المالي، وبالتالي زيادة حالة عدم الاستقرار المالي.

رغم أن التحرير المالي يعني إزالة كافة مظاهر الكبح المالي، إلا أن ذلك لا يعني غياب التدخل الحكومي في الأسواق المالية، إذ تظل هناك دائماً درجة من التدخل الحكومي يتعين مواجهتها نتيجة لوجود بعض مظاهر فشل السوق من أهمها مشكلة عدم تماثل المعلومات، وإذا كان التحرير المالي قد يؤدي في ظل توافر شروط معينة إلى تحسين تخصيص الموارد، فإن تحقيق ذلك رهن بإدراك العناصر الاقتصادية من أفراد ومؤسسات بضرورة التحول لاقتصاد السوق.

بعد أن تناولنا في القسم الأول أهم المفاهيم المرتبطة بسياسات الكبح والتحرير المالي، وعرضنا بالتفصيل أهم النظريات المؤيدة والمنتقدة للتحرير المالي والكيفية التي يتم بها تحرير النظام المالي، قد يكون من المناسب أن ننقل إلى تناول موضوع الوساطة المالية في القسم الثاني.

2. الأسس النظرية للوساطة المالية:

لقد تطور النشاط الاقتصادي وازدادت متطلباته، فلم يعد التبادل يتم في حيز ضيق بين قبيلة واحدة أو قرية معزولة عن بقية البشرية، أو بين عدد من الأعوان الاقتصاديين التي يسهل بينها التعامل، بل تعدى الأمر إلى نطاق واسع ليشمل مساحات كبيرة لا حدود لها، خاصة منذ بداية الثورة الصناعية بأوروبا التي تضاعف بسببها الإنتاج السلعي، ووجه إلى الأسواق التجارية من دولة لأخرى، الأمر الذي ترتب عنه حاجات جديدة أرغمت المجتمع على مضاعفة إنتاجه وتوسيع دائرة نشاطه الاقتصادي من جهة، والبحث عن فرص تصريفه في أماكن أخرى داخل محيطه الداخلي والخارجي من جهة أخرى.¹

لقد أدى اتساع النشاط الاقتصادي وتعدد أطرافه وقطاعاته بشكل استحالة معه العمل وفق الآليات القديمة إلى ظهور أطراف جديدة مهمتها جمع الأموال وإعادة توزيعها، والتي أصبحت ضرورة حيوية بالنسبة لتطور الاقتصاد واستمرار توسعه، فمع ظهور عصر الإنتاج والمشروعات الكبيرة التي تحتاج إلى تمويل ضخم يفوق حجم التمويل الذي كان يتم بشكل مباشر بين مجموعة من الأشخاص يعرفون بعضهم البعض، برزت الحاجة إلى وجود مؤسسات مالية مهمتها تدبير رؤوس الأموال اللازمة للمنتجين والتجار والحرفيين وحتى الأفراد وتسيير تبادلها،² وبالتالي فهي تتيح طريقا غير مباشر للقاء أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي،³ وتمثل حلقة ربط بين الطرفين، وهو ما يعرف حاليا بالوساطة المالية.

شكل ظهور الوساطة المالية تحولا نوعيا هائلا في التنظيم النقدي للمجتمعات البشرية، وأدى إلى إحداث دفعة كبيرة للنشاط الاقتصادي على اعتبار أن مجيء الوساطة المالية قد أدى إلى إلغاء العوائق المرتبطة بالعلاقات المالية المباشرة بين الأعوان الاقتصاديين في غياب سوق منظمة*.¹

¹ بحبح عبد القادر، الشامل لتقنيات أعمال البنوك، دراسة تحليلية لتقنيات النظام المصرفي الجزائري مع إشارة إلى الاقتصاد البنكي الإسلامي كبديل للنظام البنكي الكلاسيكي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص 9.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2005، ص 3.

³ بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

* الأسواق غير المنظمة وهي أسواق عرفية ليس لها إطار.

وقد تم تطوير فكرة الوساطة المالية من طرف منظري التنمية Gurley و Shaw انطلاقا من فكرة تقسيم نظام التمويل إلى تمويل مباشر وآخر غير مباشر يعتمد على الوساطة المالية.

سيتم في هذا القسم استعراض قنوات انتقال الأموال في الاقتصاد ضمن العنصر الأول في حين سيخص العنصر الثاني لتوضيح أشكال النظم المالية المترتبة على ذلك، وسيخصص العنصر الثالث لعرض مفاهيم الوساطة المالية، أما العنصر الرابع فيتم التطرق من خلاله للأسس النظرية للوساطة المالية.

1.2. أساليب تدفق الأموال داخل النظام المالي:

يتولد عن النشاط الاقتصادي في المجتمع توزيع مداخيل يقوم أصحابها لاحقا بإنفاقها لشراء السلع والخدمات، وبمقارنة مداخيل مختلف الأعوان مع نفقاتهم تبرز إلى الوجود أوضاع مالية تمثل فائض لبعض هؤلاء الأعوان وعجز للبعض الآخر، ويؤدي هذا الأمر في النهاية إلى ظهور ما يسمى بالقدرة على التمويل والحاجة إلى التمويل.²

تمثل وحدات العجز المالي تيار الطلب على الأموال (أفراد، مؤسسات اقتصادية) ويرتكز طلبها في عمليات استثمار جديدة أو توسعات، وتعد المؤسسات الاقتصادية الأوسع طلبا للأموال بسبب طبيعتها الاستثمارية، أما وحدات الفائض المالي فتمثل تيار عرض الأموال (أفراد، مؤسسات اقتصادية، حكومة) وهي وحدات ادخارية تحاول تعظيم عائد التضحية الذي مارسه من خلال تخليها عن الاستهلاك الحاضر وادخار جزء من دخلها، ويعد الأفراد الأكثر عرضا للأموال.³

يعتبر النظام المالي* حلقة الوصل بين مختلف القطاعات في المجتمع، ويستند عمله على تدفق الأموال من وحدات إنفاقية ذات فائض (Surplus Spending Units) إلى وحدات إنفاقية

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2010، ص 35.

² نفس المرجع، ص 35.

³ عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2004، ص 84.

* النظام المالي هو عبارة عن وحدات ومؤسسات مالية تشكل القطاع المالي في الاقتصاد وهو جزء من الهيكل الاقتصادي العام للدولة يساهم في تسيير المعاملات المالية وتمويل المشاريع والأنشطة المختلفة في الاقتصاد، وتتمثل وظيفته الأساسية في تحويل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، ويعد النظام المالي في أي اقتصاد جهاز معقد يتضمن بصفة

ذات عجز (Deficit Spending Units)، فالوحدات الأولى تتفق أقل مما تحصل عليه من إيراد أو دخل، بينما تحتاج الوحدات الثانية إلى إنفاق أكثر مما تحصل عليه من إيراد أو دخل.¹

لتوضيح عملية تدفق الأموال داخل النظام المالي أوضح² Christian Ottavj (2014) في كتابه "Monnaie et financement de l'économie" بأن أشكال وطرق التمويل في الاقتصاد تتعدد وتشمل على وجه الخصوص:

1.1.2. التمويل الداخلي:

ويقصد به اعتماد الأعوان والوحدات الاقتصادية على التمويل الذاتي لتمويل استثماراتهم، وتمثل هذه الطريقة حالة الارتباط المباشر بين عملية تجميع المدخرات واستعمالها في تمويل مختلف الأنشطة،³ وحسب هذه الطريقة يعتبر النظام المالي مغلق ولا يوجد أي تعامل خارجي بين الوحدات الاقتصادية، وفي مثل هذا النظام المالي البدائي فإن المصدر الوحيد لتراكم الموجودات هو ما تستطيع الوحدات الاقتصادية ادخاره من دخلها إما بالإحجام عن الاستهلاك أو بتقليص النفقات والاحتفاظ بجزء من عوائد المبيعات بشكل أرباح مدورة.⁴

من وجهة نظر التحليل النقدي، لا يؤدي التمويل الداخلي إل زيادة كمية النقود أو وسائل الدفع أو خلق نقود الودائع*، حيث أن حجم الرصيد النقدي يبقى ثابتا وغاية الأمر أن يتحول جزء من

أساسية أنواعا مختلفة من المؤسسات المالية التي تعمل على توفير التمويل اللازم للوحدات الاستثمارية، ويتم هذا التحويل من خلال الأسواق المالية التي تجمع بين عارضي وطالبي الأوراق المالية وأيضا من خلال المؤسسات التي تتوسط هذه المعاملات والتي تعرف بالوساطة المالية، ويقدم النظام المالي عن طريق هذه الهيئات العديد من الخدمات أهمها تجميع المدخرات، تقديم الائتمان، خلق النقود وتحويل النقود، تسويق الأوراق المالية وتسهيل تداولها.

¹ عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص 83.

² Ottavj, C. (2014.) Monnaie et financement de l'économie, Hachette supérieur, 5^e édition, Paris, France, p. 150-158.

³ Biales, C. (2006). l'intermédiation financière, p. 4.

Available at the following URL:

<https://christian-biales.fr/wp-content/uploads/2018/03/Intermediati.pdf> (Accessed 30/06/2018).

⁴ عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص 84.

* تتمثل عملية خلق نقود الودائع عندما يقوم مصرف ما بإقراض جزء من موارده المالية المتاحة، ثم يقوم المقترض بإعادة القرض في إحدى المصارف التي يتكون منها الجهاز المصرفي، ويطلق على هذه الودائع بالودائع المشتقة تميزا لها عن الودائع الأصلية، وعليه فإن عملية خلق النقود تعني "قدرة المصرف التجاري على تقديم أموال للجمهور ومنح قروض من ودائع ليس لها وجود لدى المصرف، بل من الأموال التي تودع لدى المصرف على شكل حسابات جارية وودائع تحت الطلب.

الأصول النقدية الموجودة بالفعل إلى أصول طبيعية مستحدثة، وإذا حدث وزادت وسائل الدفع فهي زيادة اسمية بسيطة ناشئة عن زيادة سرعة التداول بسبب استخدام الادخار النقدي في عمليات الشراء والبيع لأجل للحصول على السلع والخدمات اللازمة لتمويل النشاط الاستثماري.¹

على الرغم من استخدام تسمية نظام مالي بدائي لتوضيح فكرة التمويل الداخلي، فإن هذا النوع من التمويل لا يزال يحظى بأهمية متناهية لاسيما في تمويل الاستثمارات لأغراض إنتاجية أو تمويل مشتريات سلع الاستهلاك الدائم في النظم الاقتصادية الحديثة.²

2.1.2. التمويل الخارجي:

قد يكون التمويل الداخلي للأعوان والوحدات الاقتصادية غير كافي لتلبية متطلباتها المالية، وخصوصا بالنسبة للمؤسسات التي تبقى غالبا عاجزة جزئيا أو كليا على تمويل احتياجاتها بنفسها مما يجعلها تبحث عن مصادر خارجية لتغطية العجز، وتمثل المؤسسات المالية والأسواق المالية إحدى هذه المصادر، وتعتبر كحلقة وصل بين القطاعات المختلفة في المجتمع (المدخرين والمنتجين) وتقوم بتأدية وظائفها الأساسية بنقل الأموال الفائضة (المخدرات) إلى تلك القطاعات التي لديها عجز في الأموال.

تعتبر عملية الإقراض مصدرا من مصادر التمويل الخارجي، حيث تستعين الجهة المقترضة (وحدات العجز) بمدخرات الجهة المقترضة (وحدات الفائض)، هذه الصفة ليست ثابتة ودائمة في الوحدات الاقتصادية، أي أن تدفق الأموال في النظام المالي لا يأخذ اتجاها واحدا بصورة دائمة، فقد تكون هذه الوحدات من المدخرين في وقت معين (وحدات مدخرة ومقرضة) وتتحول إلى وحدات مقترضة في وقت آخر أو وحدات مقرضة ومقترضة في آن واحد.

لتحديد صفة الوحدات الاقتصادية أو موقفها في تدفق الأموال داخل النظام المالي، أوضح Gurley & Shaw (1960) بأن أي وحدة اقتصادية تساهم في النظام المالي، سواء كانت حكومية أو من القطاع الخاص يتحدد موقفها من تدفق الأموال حسب الصيغة التالية:¹

¹ مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 196.

² عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص 85.

$$R - E = \Delta FA - \Delta D \dots \dots \dots (1.26)$$

حيث أن:

R: تمثل الإيرادات من الدخل الجاري.

E: تمثل النفقات من الدخل الجاري.

ΔFA : تمثل التغير في الأصول المالية.

ΔD : تمثل التغير في الخصوم (الديون وحقوق الملكية).

من خلال المعادلة السابقة، يعتقد Gurley & Shaw (1960) بأن ارتفاع النفقات (E) مقابل الإيرادات (R)، يمكن أن يقود الوحدات الاقتصادية إلى تغطية هذا العجز من خلال الأساليب الثلاثة التالية:

- تخفيض الأصول المالية (ΔFA) مثل السحب من رصيد الادخارات المصرفية.
- إصدار التزامات (ΔD) مثل الأسهم (زيادة الديون وبيع الأسهم).
- استخدام الأسلوبين معا.

يضيف الكاتبان بأنه إذا حدث العكس وزادت الإيرادات (R) عن النفقات (E)، فقد تلجأ الوحدات الاقتصادية إلى الحلول التالية:

- زيادة الأصول (ΔFA) مثل الودائع الادخارية أو شراء أسهم جديدة.
- خفض مستوى الخصوم (ΔD) عن طريق تسديد الديون مثلاً.
- استخدام توليفة مشتركة مما سبق.

من خلال ما سبق، يرى الكاتبان بأن الوحدات الاقتصادية المختلفة تصنف ضمن المجموعات الآتية من حيث العجز المالي أو الفائض المالي:

¹ للمزيد أنظر إلى:

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق، القاهرة، 2005، ص ص 36 - 38.
- عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص 36 - 37.

- وحدات عجز وتسمى أيضا بوحدات اقتراض صافية (Net Borrower)، وهي تمثل تيار الطلب المالي للأرصدة في الاقتصاد، وبالتالي فهي بائعة للأصول المالية ومصدرة للحقوق.
- وحدات فائض وتسمى أيضا بوحدات إقراض صافية (Net Lender)، وهي تمثل تيار العرض المالي في الاقتصاد والقادرة على شراء الأصول المالية المختلفة.
- وحدات متوازنة فهي ليست مقرضة أو مقترضة.

يتضح من خلال هذا التحليل بأن النظام المالي يوفر الآلية الضرورية لخلق وتبادل الأصول المالية بين المدخرين والمقترضين، والتي يتحقق من خلالها تراكم الأصول الحقيقية وينخفض بدونها حجم الاستثمارات في الاقتصاد، وسواء كانت طريقة التمويل في النظام المالي معقدة أو بسيطة فإنها تستهدف في النهاية تحويل الأرصدة من القادرين على الادخار والمستعدين للإقراض باتجاه الراغبين في الاقتراض.¹

يأخذ التمويل الخارجي بشكل عام حسب المفهوم الذي طرحه (Gurley & Shaw 1960) شكلين، إما التمويل المباشر أو التمويل غير المباشر، حيث أن أصحاب رؤوس الأموال لديهم الخيار بين توظيف هذه الأموال في حسابات خاصة لدى أحد الوسطاء الماليين الذي يستعملها في القناة التي يراها مناسبة (منح قروض أو توظيف في البورصة)، وهذا ما يطلق عليه مسار المالية غير المباشرة، أو الاكتتاب في الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية (أسهم، سندات، أصول الدين القابلة للتداول)،² وهو ما يسمى بالمالية المباشرة.

¹ للمزيد أنظر إلى:

- عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص 88.

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² وليد العايب، لحو بوخاري، اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 2013، ص 27.

1.2.1.2. التمويل المباشر:

يعبر هذا النظام عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمستثمر،¹ حيث يجري التعامل بشكل مباشر ما بين المقرضين (وحدات الادخار) والمقترضين (وحدات العجز) دون وساطة لطرف آخر، إذ يتحصل المقترض على موارد مالية مقابل إصداره لأصول مالية مباشرة أو أولية لصالح المقرض،² ويعرف (1960) Gurley & Shaw الأوراق المالية الأولية على أنها "مجموع كل الديون وكل الأسهم المصدرة من قبل الأعوان غير الماليين".³

يضمن التمويل أساساً من خلال هذا الأسلوب عن طريق الأفراد فيما بينهم في حالة وجود علاقات شخصية ومعرفة سابقة بين الطرفين، أو عن طريق الإقراض والاقتراض بين المؤسسات نفسها، وهو الشكل البدائي الذي عرفت به عملية التمويل المباشر تاريخياً،⁴ كما يمكن أن يتم من خلال الأسواق المالية، أي عن طريق الإصدار والتفاوض على القيم المتداولة (أسهم وسندات)،⁵ وهو المفهوم الحديث للمالية المباشرة والتي تعتمد على الأسواق المالية.⁶

من خلال ما سبق، يمكن أن يتخذ هذا النوع من التمويل صور متعددة، كما يختلف باختلاف المقترضين (مؤسسات اقتصادية، أفراد، حكومات) وذلك على النحو التالي:⁷

¹ مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، مرجع سبق ذكره، ص 196.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 40.

³ Ferrandier, R., & Koen, V. (1991). *Marchés de Capitaux et Techniques Financières*, 4^e édition, Economica, Paris, France, p. 9.

⁴ للمزيد أنظر إلى:

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 40.

- عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص 90.

- عبد العزيز الدخيل، فارس غصوب، سوق الأسهم السعودي قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل، دار الفارابي، الطبعة الأولى، بيروت 2010، ص 370.

⁵ Delaplace, M. (2013). *Monnaie et financement de l'économie*, Dunod éditeur, 4^e édition, Paris, France, p. 192.

⁶ للمزيد أنظر إلى:

- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

- Diatkine, S. (1996). *Institutions et mécanismes monétaires*, Armand colin éditeur, deuxième édition, Paris, France, p. 73.

⁷ مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 197 - 200.

1.1.2.1.2. التمويل المباشر للمؤسسات الاقتصادية:

تستطيع المؤسسات الاقتصادية الحصول على الموارد المالية بالاقتراض مباشرة من عملائها أو مورديها أو من المؤسسات الاقتصادية الأخرى، إلا أنه يمكنها مخاطبة القطاع العريض من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم دون أن يرتبط نشاطهم مباشرة بالنشاط الاقتصادي للمؤسسات، وتتم هذه العملية بقيام المؤسسات بإصدار أدوات مالية متعددة الأنواع (أسهم، سندات) مقابل المدخرات النقدية بقدر قيمة هذه الأصول، وعن طريق هذه الأدوات المالية الأولية يتم تحويل الفائض الادخاري من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز.

كما يمكن أن تستعين هذه المؤسسات بخبراء السوق* في تسويق الأدوات المالية والحصول على المبالغ المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة من جهة، وتستعين الوحدات المدخرة بهم لإبداء المشورة وإيجاد أفضل فرص الاستثمار المالي لمدخراتهم، ويختص خبراء السوق بتقديم الاستشارات والمعلومات إلى الوحدات العجزية والوحدات المدخرة بشأن فرص عقد الصفقات بينهما بالشكل الذي يحقق التوافق بين رغباتهم بأقل تكلفة ممكنة بدون إحداث أي تغيير أو استبدال في الأدوات المالية الصادرة من قبل الوحدات الاستثمارية أي الأدوات المالية المباشرة.¹

* يقصد بخبراء السوق مؤسسات الخبرة المالية التي تختص بتقديم الاستشارات والمعلومات إلى الوحدات ذات العجز المالي والوحدات المدخرة بشأن فرص عقد الصفقات بينهما، ويمكن تصنيف هذه المؤسسات إلى نوعين رئيسيين وهما: مؤسسات السمسرة المالية (Financial Brokers): تختص هذه المؤسسات بتسويق الأدوات المالية لقاء عمولة معينة كأجر لخدماتها بدون شراء أو بيع الأدوات المالية لحسابها الخاص.

مؤسسات المتاجرة المالية (Financial Dealers): تقوم هذه المؤسسات ببيع وشراء الأوراق المالية سواء كانت أدوات دين أو أدوات ملكية لحسابها الخاص بدون تغيير شكلها أو اسمها أو فئاتها التي صدرت بها، فهي تتحمل عنصر المخاطرة في حالة تقلب أسعار هذه الأدوات، فتخسر في حالة انخفاض أسعارها وتربح في حالة ارتفاعها، وهو الفرق الجوهرية بينها وبين مؤسسات السمسرة المالية، ومن أهم مؤسسات المتاجرة المالية ما يسمى ببنوك الاستثمار.

¹ للمزيد أنظر إلى:

- عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص 90 - 91.

- السيد بدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية - نظرة معاصرة، توزيع دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 1999، ص 33.

2.1.2.1.2. التمويل المباشر للأفراد:

يمكن للأفراد الذين لديهم عجز في التمويل اللجوء المباشر إلى أفراد آخرين أو إلى المؤسسات غير المالية أو النقدية التي لديها فائض مالي لطلب الموارد لتمويل احتياجاتهم الاستهلاكية أو الاستثمارية في حالة عدم كفاية الموارد الذاتية، والصورة هنا تتمثل في تقديم الأفراد لكمبيالات وسندات وهي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل يعترف فيها شخص بمديونيته لصالح شخص آخر ويتعهد فيها بسداد الدين في لحظة معينة مستقبلية.

3.1.2.1.2. التمويل المباشر للحكومات:

قد تلجأ الحكومات أيضا للتمويل المباشر عن طريق الاقتراض من الأفراد والمؤسسات غير المالية أو النقدية، وفي هذه الحالة تصدر الحكومات سندات متعددة الأشكال، تستهلك خلال فترات مختلفة وبأسعار فائدة متباينة، مثل أدوات الخزنة.

وتتضمن قناة التمويل المباشر بشكلها الحديث مزايا عديدة أبرزها:¹

- تسمح هذه القناة بتحقيق تمويل واسع النظر إلى العدد الكبير من المدخرين الذين يقومون باقتناء الأوراق المالية، وهو ما يدفع المصدرين إلى وضع أوراق معيارية ذات خصائص واضحة ودقيقة من حيث المدة، المبلغ، معدل الفائدة، وهذا بغرض تسهيل التفاوض عليها.
- تتيح إمكانية التفاوض على الأوراق المالية في السوق الثانوية، حيث يمكن شرائها أو بيعها عند الحاجة إلى السيولة.

ورغم العديد من المزايا التي تقدمها قناة التمويل المباشر، فهذا لا يعني بالضرورة قدرة هذه الأسواق المالية على التخصيص الكفء لموارد المجتمع، فقد تتطوي على مجموعة من المشكلات والعوائق التي تؤثر على أداء هذه الأسواق، ويمكن تلخيص هذه المشاكل في النقاط التالية:²

¹ قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2005، ص 262.

² للمزيد أنظر إلى:

- تطرح هذه القناة مشكلة عدم تناظر المعلومات (Asymmetric Information)، أي عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر لهذه الصفقة بما لا يمكنه من اتخاذ القرار الصحيح.
- أدت الابتكارات المالية إلى تنوع وتركيب الأوراق المالية (المشتقات المالية)، الأمر الذي جعلها معقدة بشكل يصعب على المدخرين فهم خصائصها.
- ارتفاع تكاليف عقد الصفقات (Transaction Costs) كنسبة من قيمة الصفقة، وهذا الأمر قد يؤدي إلى عزوف المدخرين عن دخول هذه الأسواق واستثمار أموالهم فيها.

إن النتيجة الهامة التي يمكن استخلاصها من استعراض قناة التمويل المباشر، أنها لا تؤدي مثل سابقتها (التمويل الذاتي) إلى زيادة حجم وسائل الدفع، فهي تنطوي على تحويل الفوائض النقدية بين مختلف الوحدات الاقتصادية.

2.2.1.2. التمويل غير المباشر (الوساطة المالية):

يُعد البروز الواضح للمؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التدفق للأرصدة في النظام المالي،¹ حيث تتولى هذه المؤسسات مهمة تجميع المدخرات النقدية من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض (أفراد، مؤسسات اقتصادية) ثم تقوم بتوزيعها على الوحدات التي لديها عجز في الأموال،² فيما يعرف بالوساطة المالية.

يُعبّر نظام التمويل غير المباشر عن الحالة التي يكون فيها النظام المصرفي هو أساس توفير الأموال الضرورية للمؤسسات،³ وتعتبر البنوك التجارية المثال التقليدي للوساطة المالية، وقد سمح إدخالها بتحويل العلاقة المالية المباشرة المحتملة بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة،

- السيد بدوي عبد الحافظ، مرجع سبق ذكره، ص 16 - 24.

- قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 263.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 41.

² مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، مرجع سبق ذكره، ص 201.

³ للمزيد أنظر إلى:

- قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 264.

- Goux ? J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Economica, 6^e édition, Paris, France, p. 140.

فقد يلجأ الكثير من العملاء إلى البنوك لفتح حسابات جارية أو حسابات ودائع لأجل نظرا لوجود عامل الأمان بدرجة كبيرة بالإضافة إلى عامل السيولة،¹ وتمثل الوساطة المالية جوهر النظام المالي وأحد القنوات المالية الرئيسية التي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال توفير رؤوس الأموال.

تتولى مؤسسات الوساطة المالية القيام بدورين منفصلين في عملية تدفق الأموال من الوحدات ذات القدرة على التمويل (المدخرة) إلى الوحدات ذات العجز في التمويل (المقترضة)، حيث تقبل أو تشتري أصول مالية مباشرة، وتسمى بالأدوات الأولية (Primary securities) من الوحدات ذات العجز مقابل الموارد المالية التي تحتاجها، وفي نفس الوقت تقوم بإصدار أصول مالية خاصة بها تسمى بالأدوات غير المباشرة أو الثانوية (Indirect or secondary securities) وتبيعها إلى الوحدات المدخرة بالمبالغ المتفق عليها في عملية أخرى، وفي هذه الحالة لا يشترط تزامن العمليتين أو تساوي مبالغها الكلية أو دفعاتها الجزئية، حيث أن مؤسسات الوساطة المالية غالبا ما تمنح قروضا بمبالغ كبيرة وتقبل مبالغ أصغر من المدخرين.²

وبالنظر لأن الأصول المالية التي تقوم بإصدارها مؤسسات الوساطة المالية وتبيعها للوحدات المدخرة لا تمثل حقا مباشرا على المقترض الأخير أو الوحدات ذات العجز المالي، فقد أطلق على هذا الأسلوب بالتمويل غير المباشر.³

تتميز الأصول المالية الثانوية بشكل عام بانخفاض آجال الاستحقاق، وبأنها أكثر سيولة وأمانا من الأصول الأولية، كما أن جزءا مهما من الأصول غير المباشرة له قيمة اسمية وأنها مؤمنة كالودائع الجارية، الودائع لأجل، حسابات الادخار وغيرها،⁴ وفي المقابل تتميز الأصول الأولية غالبا بطول آجال استحقاقها وضخامة حجمها، بالإضافة إلى ارتفاع مخاطرتها.

الشكل البياني رقم (11.1) يقدم صورة مبسطة لنظام التمويل غير المباشر والفرق بينه وبين نظام التمويل المباشر في النظام المالي.

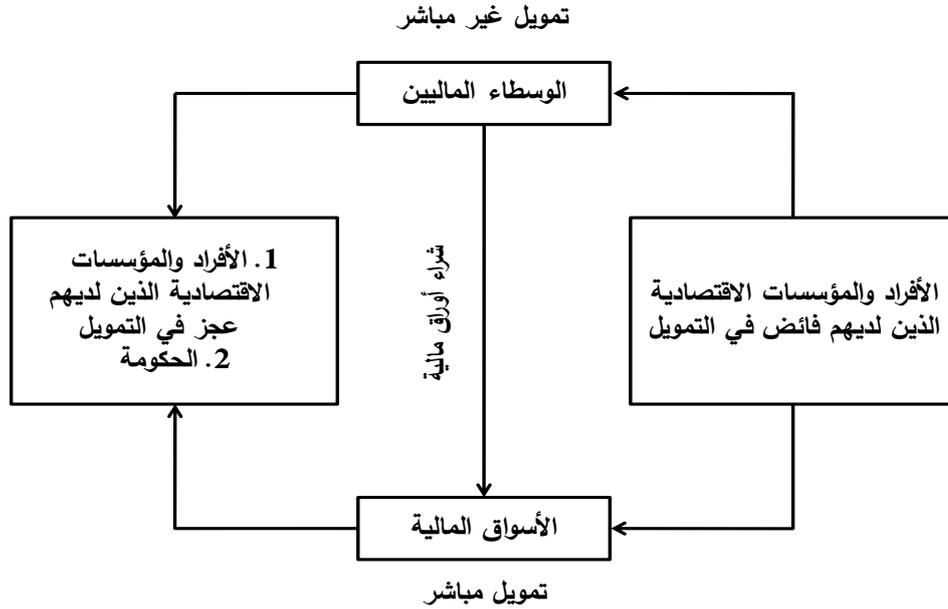
¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 18.

² عبد المنعم السيد على، نزار سعد الدين، مرجع سبق ذكره، ص ص 92 - 93.

³ نفس المرجع، ص 93.

⁴ Ferrandier, R., & Koen, V. (1991). Op. Cit., pp. 31-32.

الشكل البياني رقم (11.1): قنوات التمويل المباشر وغير المباشر في النظام المالي



المصدر: السيد بدوي عبد الحافظ، مرجع سبق ذكره، ص 33.

من خلال الشكل السابق نجد بأن نظام التمويل المباشر يتمثل في حصول المؤسسات الاقتصادية التي لديها عجز في التمويل على الأموال مباشرة من المدخرين مقابل إصدار أوراق مالية من قبلها لصالح هؤلاء المدخرين، ويتم ذلك داخل الأسواق المالية، حيث أن هذه الأسواق لا تعتبر وسيطا بل تعمل على تسهيل النقاء الطرفين، أما نظام التمويل غير المباشر فيعني حصول الوحدات التي لديها عجز في التمويل (الأفراد، المؤسسات الاقتصادية، الحكومة) على الأموال بشكل غير مباشر من المدخرين عن طريق الوسطاء الماليين، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بإصدار أصول مالية غير مباشرة (Secondary securities) وبيعها لوحدات الفائض (الأفراد والمؤسسات الاقتصادية) وقبول الأصول المالية المباشرة (Primary securities) من وحدات العجز، وينتج عن هذه العملية أصل نقدي غير مباشر يعتبر نقدا جديدا في الاقتصاد ويمكن استعماله في التسويات وهو ما يعرف بالنقد الكتابي نظير عملية خلق النقود من قبل البنوك التجارية تحديدا.

ويمكن الفرق الرئيسي بين مؤسسات الوساطة المالية وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى في قيام مؤسسات الوساطة المالية بإصدار وبيع أصول مالية تمثل التزامات مالية عليها اتجاه الغير مقابل

الحصول على الأموال التي تستخدمها في منح القروض وشراء الأوراق المالية، أما المؤسسات المالية الأخرى فلا تقوم بهذه العملية للحصول على احتياجاتها من الأموال.¹

إن مساهمة الوساطة المالية في تطور مفهوم التمويل يعتبر حقا من الإضافات الجوهرية إلى الاقتصاد لأنها ساهمت في تحول مفهوم العلاقات المالية تحولا عميقا، ويتبع ذلك من كون الوساطة المالية تعتبر منتجا فعليا للتمويل، ويعود دورها كمنتج للتمويل إلى قدرتها على تجميع المدخرات المتناثرة في أماكن متفرقة بأحجام صغيرة وجارية في معظمها وتقوم بتحويلها إلى قروض عالية التركيز تمنح لعدد أقل من الأعوان مقارنة بالمدخرين وفي أغلب الأحيان لفترات أطول.²

ومواصلة لتحليل (Gurley & Shaw (1960)، قدم Hicks سنة 1974 في كتابه بعنوان "The crisis in Keynesian economics" مفهوم جديد ميز من خلاله بين الأنظمة المالية بواسطة مسار التمويل المسيطر في الاقتصاد، حيث تم استخدام مصطلح اقتصاد الاستدانة (Economie d'endettement)، ويميز هذا النوع الاقتصادي التي تعتمد على التمويل من خلال الوساطة المالية، أما النوع الثاني فقد أطلق عليه الكاتب تسمية اقتصاد الأسواق المالية (Economie de marché financiers) ويكون هذا النوع في ظل سيطرت التمويل عن طريق الأسواق المالية،³ حيث مهد أسلوب التمويل المباشر بشكله التقليدي دورا أساسيا في تطور مفهوم المالية المباشرة بمعناها الحديث والتي تعتمد على الأسواق المالية.⁴

¹ بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

³ للمزيد أنظر إلى:

وليد العايب، لحو بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 27.

- Goux, J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit., p. 140.

⁴ للمزيد أنظر إلى:

- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

- Diatkine, S. (1996). Institutions et mécanismes monétaires, Op. Cit., p. 73.

2.2. النظام المالي بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية:

يعود الفضل في التمييز بين مفهومي اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية إلى دراسات الاقتصادي البريطاني* (1974) John Richard Hicks، حيث أشار في تحليله إلى أن التمويل المباشر والتمويل غير المباشر آليتين متكاملتين تنتقل عبرهما الأموال بين مختلف الأعوان الاقتصاديين،¹ غير أن أثر إحدى هاتين الآليتين قد يطغى على الآخر، وهو ما يؤدي إلى ظهور أنظمة مالية تقوم أساسا على الاستعانة بالقروض كطريقة للتمويل وهو ما يعرف باقتصاديات الاستدانة، وأخرى تنفرد بطريقة تمويل مباشرة تركز أساسا على إصدار الأوراق المالية القابلة للتفاوض وتعرف باقتصاديات الأسواق المالية.²

1.2.2. التمويل في نظام اقتصاديات الاستدانة:

يعرف اقتصاد الاستدانة بالاقتصاد الذي يعتمد أساسا على القرض المصرفي بالنسبة لتمويل النشاط الاقتصادي، كما يسمى أيضا باقتصاد السحب الزائد أو اقتصاد الاكتشاف (Overdraft Economy)³، نظرا لكون البنوك تلعب الدور الرئيسي في تمويل النشاطات الاقتصادية المختلفة، وغالبا ما تتجه لإعادة التمويل لدى البنك المركزي الذي يعتبر مقرض الملاذ الأخير، ويتميز اقتصاد الاستدانة بظاهرة الكبح المالي وسيطرة الحكومات على الأسواق المالية، الأمر الذي يؤثر على أدائها وفعاليتها في تعبئة وتخصيص المدخرات ويؤدي إلى زيادة الضغوط التضخمية.

* اقتصادي بريطاني ولد عام 1904، حصل على جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1974.

¹ Goux, J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit., p. 142.

² للمزيد أنظر إلى:

- بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 137 - 138.

- Goux, J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit., p. 142.

- Llau, P. (1996). Economie financière publique, Presse universitaire de France, 1^{er} Edition, Paris, France, 1996, pp. 33-41.

³ Goux, J. F. (1990), Les fondements de l'économie de découvert A propos de la théorie de la liquidité de Hicks, Revue économique, 686-669.

يتميز اقتصاد الاستدانة بمجموعة من الخصائص أهمها:¹

- تعتبر القروض المصرفية الشكل الأساسي في تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية نتيجة لضيق السوق النقدي والمالي، ويُعد تأطير هذه القروض طريقة التنظيم الرئيسية للنشاط النقدي للبنوك.
- مساهمة السوق النقدي في عملية التعديل النقدي غير كافية، لذا تلجأ البنوك بصفة مستمرة إلى البنك المركزي الذي يلعب دور المقرض الأخير، إذ يكون مرغماً على التدخل عند الحاجة إلى السيولة بغض النظر عن مستويات أسعار الفائدة وأيضاً للحصول على التوازنات الكلية للاقتصاد.
- يتعدى دور الوساطة المالية الشكل التقليدي في تحويل الموارد التي تم جمعها إلى إنشاء وسائل تمويل جديدة تستجيب للرغبات والحاجة الخاصة للأعوان الاقتصاديين.
- يتميز اقتصاد الاستدانة بوجود مستويين من المديونية، حيث تدين المؤسسات لدى البنوك وتدين البنوك لدى البنك المركزي.
- تتحدد أسعار الفائدة بشكل إداري ولا تعبر عن التوازن التلقائي بين العرض والطلب على النقود.
- تعتبر عملية خلق النقود عملية داخلية*، أي أن أساس الإصدار النقدي يتمثل في القروض التي يطلبها الأعوان الاقتصاديون، وتؤدي هذه العملية إلى تغذية التضخم وتساعد المخاطر البنكية.
- معدل التمويل الذاتي بالنسبة للمؤسسات جد ضعيف.

¹ للمزيد أنظر إلى:

- بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 138 - 140.

- قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 264.

- Goux, J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit., pp. 142 - 145.

- Goux, J. F. (1994). La taxinomie des systèmes financiers: Le renouvellement des typologies fondées sur le mode de financement des entreprises, Revue d'économie financière, (29) 201-228, p. 208- 211.

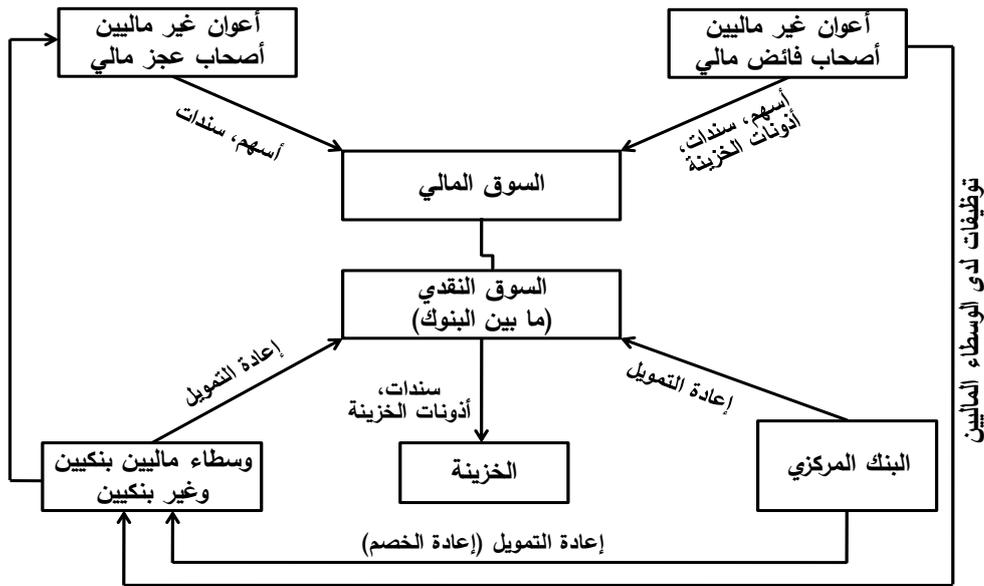
- Goux, J. F. (1990). Les fondements de l'économie de découvert A propos de la théorie de la liquidité de Hicks, Op. Cit., p. 670.

* الكتلة النقدية هي التي تحدد القاعدة النقدية وليس العكس، فالبنوك تمنح القروض للوحدات الاقتصادية، وتقوم بإعادة التمويل لدى البنك المركزي.

- العمل في السوق النقدي تحتكره البنوك وهو مغلق على المؤسسات الأخرى.
- استخدام الأدوات الكمية للسياسة النقدية لمراقبة النقد.
- أسعار الفائدة ضعيفة في الأجل الطويل.

ويمكن توضيح آليات التمويل في نظام اقتصاديات الاستدانة حسب الشكل البياني التالي:

الشكل البياني رقم (12.1): التمويل في نظام اقتصاديات الاستدانة



Source : Goux, J.F (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit p. 145.

2.2.2. التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية:

وهو النظام الذي يعتمد فيه المتعاملين غير الماليين - في تمويلهم لتلبية احتياجاتهم المختلفة الاستثمارية أو الاستغلالية - على إصدار الأصول المالية في أسواق المال، هذه الأسواق شهدت تطورا هائلا وتعمق الاتجاه العالمي نحو العولمة المالية، وتزايد مستوى التطورات التي شهدتها الأدوات المالية التي تضمن توافر أدوات الاستثمار والتوظيف بحسب ميول ورغبات المتعاملين، فقد دفعت الأفكار التحريرية وإلغاء الضوابط على العمل المصرفي وتدخل الدولة في القطاع المالي في بداية سنوات السبعينات على يد **McKinnon & Shaw (1973)** إلى ظهور اقتصاديات الأسواق المالية، والتي كان من نتائجها الدخول في تحولات عميقة للأنظمة المالية بأشكال وأدوات ووسائل مختلفة.

يعرف Hicks (1974) هذه الاقتصاديات بأنها "الحالة التي تكون من خلالها المؤسسات والأفراد قادرين على تعبئة ادخار كاف لتمويل الاستثمار بشكل مباشر بواسطة الاكتفاء الذاتي أو عن طريق السوق المالي".¹

وتتميز اقتصاديات الأسواق المالية بمجموعة من الخصائص أهمها:²

- هيمنة التمويل المباشر، ويعني ذلك النقاء عرض رؤوس الأموال والطلب عليها دون الحاجة إلى وجود وسطاء ماليين، وقد يشارك هؤلاء كطالبيين و/أو كعارضين للأوراق المالية بدلا من الاعتماد بشكل كلي على منح القروض.
- يلعب القرض المصرفي دورا تكميليا في تمويل المؤسسات نظرا لارتفاع نسبة التمويل الذاتي لديها، هذه الخاصية تجعل المؤسسات قادرة على الاعتماد على مواردها الداخلية.
- انفتاح السوق النقدية على جميع الأعوان الماليين وغير الماليين، فهي ليست محصورة فقط على البنوك.
- يمثل الادخار عنصر أساسي في هذا النظام، حيث يتم إحلال سياسة جذب المدخرات محل سياسة الإصدار النقدي.
- تتحدد أسعار الفائدة بشكل مرن من خلال قوى السوق عن طريق التوازن التلقائي بين العرض والطلب على رؤوس الأموال وتكلفة الموارد الإضافية.
- تقوم البنوك في ظل هذا النظام بمنح قروض لمساعدة الأعوان غير القادرين على الاقتراض من السوق المالي (كالعائلات والمؤسسات التي لا تتمتع بشروط القيد في السوق المالية) أو تغطية العمليات قصيرة المدى بالنسبة للمؤسسات الكبيرة التي تلجأ إلى إصدار الأسهم والسندات لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

¹ قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 261.

² للمزيد أنظر إلى:

- بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص 138 - 140.

- قدي عبد المجيد، مرجع سبق ذكره، ص 264.

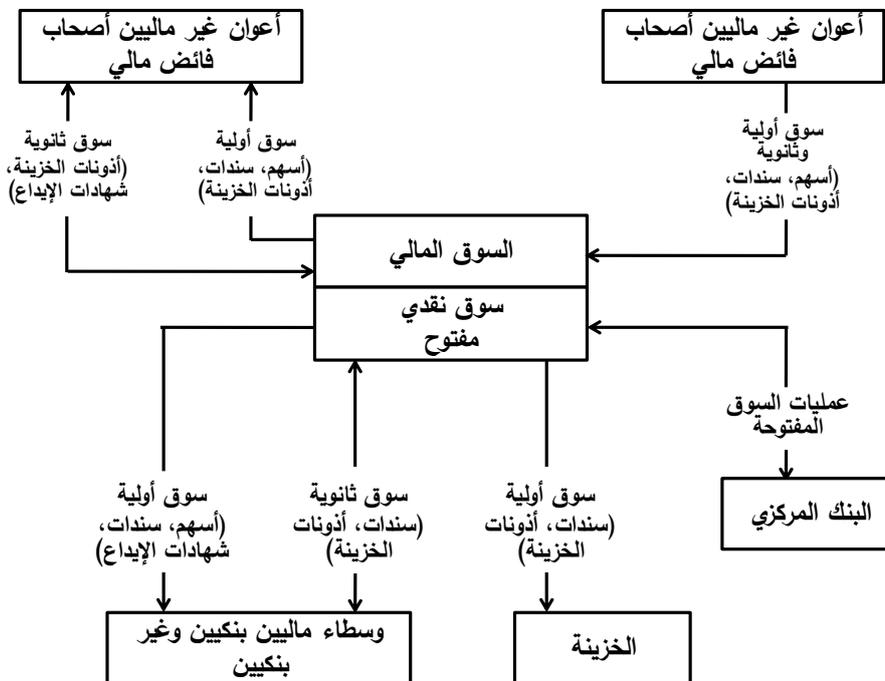
- Goux, J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit., pp. 142 - 145.

- Goux, J. F. (1994). La taxinomie des systèmes financiers: Le renouvellement des typologies fondées sur le mode de financement des entreprises, Op. Cit., pp. 211- 212.

- في ظل هذا النظام تعمل البنوك على تنويع محافظها المالية طمعا في زيادة المردودية والتحوط من المخاطر.
- يقوم البنك المركزي في ظل هذا النظام باستخدام عمليات السوق المفتوحة في السوق النقدية لتسوية الاختلال النقدي.
- يتم تمويل العجز في ميزانية الدولة من خلال الأوراق المالية التي تصدرها الخزينة العمومية.
- يعتبر الإصدار النقدي عملية خارجية* حيث أن أساس مقابلات الكتلة النقدية يتمثل في المديونية العمومية والعملات الأجنبية والذهب.

تتميز اقتصاديات الأسواق المالية بهيمنة التمويل المقدم من قبل الأسواق المالية والنقدية، وفي حين تكون السوق النقدية متسعة ومفتوحة لمختلف الأعوان الماليين وغير الماليين، فإن السياسة الرئيسية في ضبط الكتلة النقدية تتمثل في سياسة السوق المفتوحة فضلا عن استقلالية أكبر للبنوك والمؤسسات المالية، وإجمالا يأخذ التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية الشكل التالي:

الشكل البياني رقم (13.1): التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية



Source : Goux, J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit., p. 144.

* اتجاه العلاقة يكون من القاعدة النقدية إلى الكتلة النقدية.

3.2.2. الانتقال من اقتصاديات الاستدانة إلى اقتصاديات الأسواق المالية:

نتيجة للتطورات التي حدثت خلال العقود القليلة الماضية تغيرت بنية النظام المالي الذي يعتمد على التمويل غير المباشر نحو التحول إلى نظام مالي يرتكز على الأسواق المالية وانحسرت الوساطة المالية مع النمو السريع لمصادر التمويل الأخرى، ومن أشكال هذه الظاهرة أن أسواق السندات تجاوزت المصارف لتقيم علاقة مباشرة بين المقرضين والمقترضين في قطاع الشركات والحكومات والمصادر غير المصرفية للسيولة.¹

إن الاقتصاد البدائي القائم على التمويل المباشر من قبل أصحاب المؤسسات أنفسهم أو بالاقتراض من البنوك التجارية لآجال قصيرة وأهداف محدودة يمكن أن يعمل مرحليا بدون وجود سوق للأوراق المالية (الأسهم والسندات)، وعندما يدخل مرحلة التطور فلا بد من إيجاد روافد مالية للتمويل طويل الأجل ولا بد من قيام الشركات التي تتسع قاعدة ملكيتها لمجموعات كبيرة من المساهمين، ولا بد من قيام المؤسسات التي توجد الوسائل والوسائط المالية التي تعمل على تحويل المدخرات من بعض فئات المجتمع ومؤسساته إلى المستثمرين من أفراد ومؤسسات.²

إن الانتقال من اقتصاديات الاستدانة إلى اقتصاديات الأسواق المالية يتطلب إعداد نظام مالي متنوع وفعال خاصة في ظل بروز العديد من المتغيرات العالمية السريعة والمتلاحقة كالعولمة والثورة التكنولوجية، فالدور الأصلي للمصرف كناقل للتمويل من الملاك المستخدمين قد تضائل في الاقتصاديات المتقدمة، فقد خسرت المصارف بعض مجالاتها لمؤسسات مالية أخرى أضحت تسوق نواتج مالية (Financial products) مستحدثة، وقد سعت المصارف كلما سمح القانون لولوج سوق

¹ للمزيد أنظر إلى:

- علي أحمد بريهي، قطاع المال في العالم تغير المؤسسات والأسواق المالية والسياق الجديد للانتماء المصرفي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 13، 2009، ص 3.

- Prissert, P., & Besnard, D. (1995). Analyse et dynamique du marché des capitaux, la revue banque éditeur, Paris, France, 1995, p. 75.

² عبد العزيز الدخيل، فارس غصوب، مرجع سبق ذكره، ص 370.

السندات، فالائتمان السندي المنظم (Structured securitized credit) أصبح يحتل مكانة القروض المصرفية البسيطة بسرعة كبيرة.¹

وقد ظهرت العديد من المصطلحات لوصف هذه الظاهرة مثل لا وساطة مالية (Disintermediation)، التوريق (Securitization)، وتشير هذه المصطلحات إلى إحلال التمويل دون وساطة عن طريق إصدار وتداول الأوراق المالية محل التمويل بالوساطة، وقد برزت هذه الظاهرة إلى الوجود ابتداء من سنة 1983، حيث شهدت أسواق التمويل دون وساطة مثل أسواق اليورو-سندات (Euro-Bond) وسوق تسهيلات اليورو طفرة واسعة على حساب أسواق التمويل عن طريق الوساطة مثل سوق اليورو-قروض (Euro-Credits)، خاصة بعد أزمة الديون السيادية بأمريكا اللاتينية سنة 1982 والتي دفعت البنوك الدولية إلى سحب اليورو - قروض من السوق لمصلحة أسواق التمويل دون وساطة.²

إن التسييد أو التصكيك (Securitization) جعل الوساطة المالية المحضنة تتراجع، هذا التوجه نحو انتقاء الوساطة (Disintermediation) ينبغي ألا يخلق شعورا زائفا بأن أيام الوساطة البحتة قد ولت.³

على الرغم مما تقدم، فإن التطورات العميقة التي تشهدها الصناعة المالية والاقتصاد العالمي على حد سواء أدت إلى تراجع الفواصل بين أسلوب التمويل المباشر وغير المباشر وبالتبعية الحدود الفاصلة بين اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية، فالمصارف اليوم لم تعد تكتفي بالمفاهيم التقليدية للوساطة وقد تطورت أعمالها على نحو لافت، بل وأصبحت من بين أهم المتدخلين في أسواق الأوراق المالية نفسها، كما طورت وظائف ومنتجات مالية أكثر ارتباطا بنشاط هذه الأخيرة، وربما نجد أن الأنظمة المالية المتطورة اليوم هي مزيج بين نظام مصرفي متطور وحديث وأسواق نشطة ومتطورة.

¹ محمد شاهين، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2017، ص 110.

² بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 253 - 254.

³ محمد شاهين، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 111.

كما أن الحاجات المعقدة للاقتصاد العالمي الممتد والمتسع دوماً قد تمخض عنها أنماط جديدة من الوساطة، والمجتمع الحديث يحتاج لكل تلك الخيارات لطرحها للمدخرين والمستخدمين، أي وساطة محضنة من خلال نماذج متعددة لتمويل مباشر واختفاء أي خيار يعني ضياع فرص وانحسار الادخار والاستثمار.¹

بناء على الأهمية المعطاة لأسلوب التمويل غير المباشر، يكون من المفيد تتبع التوسع في بحث هذه القناة التمويلية وما تقدمه من مزايا مقارنة بالقنوات الأخرى، وكيف تقوم مؤسسات الوساطة المالية بوظائفها وما هي المؤسسات التي تندرج تحت مفهومها؟.

3.2. مفاهيم أساسية حول الوساطة المالية:

تعتبر الوساطة المالية جوهر النظام المالي وأحد القنوات المالية الرئيسية التي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية، فهي تقوم بدور هام في النظام المالي وقد ارتبط هذا الدور بطبيعة الوظائف التي تؤديها، حيث تمثل الوساطة المالية فضاء أمام أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم وأمام أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم في التمويل.

في هذه العملية تتيح مؤسسات الوساطة المالية العديد من الخدمات التي تخفض تكاليف الادخار والاقتراض على مستوى الاقتصاد الوطني والمشاركة في المخاطر وتوزيعها،² إذن فما المقصود بالوساطة المالية، ما هي مختلف المؤسسات التي تندرج تحت مفهومها، ما هي مبررات قيامها، وما مدى أهميتها في الطرح النظري؟.

1.3.2. مفهوم الوساطة المالية:

يعتبر مفهوم الوساطة المالية تفسيراً لعملية الربط بين وحدات الفائض ووحدات العجز في أي مجتمع اقتصادي وفي أي عملية اقتصادية وهو مفهوم قديم منذ أن عرف الإنسان التجارة واستخدم النقود،³ وتتبع الوساطة المالية في الأساس من الوساطة الاقتصادية التي تستهدف تخفيض تكلفة

¹ نفس المرجع، ص 111.

² نفس المرجع، ص 87.

³ مصطفى محمد رمضان أبو هديوس، أثر الوساطة المالية على الناتج المحلي الإجمالي، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2015، ص 18.

التبادل أو التعامل بين الوحدات الاقتصادية بغرض تشجيع العمل، الإنتاج والتجارة،¹ وتعتبر الوساطة المالية الشبكة المركزية لميكانيزم التمويل غير المباشر.

مفهوم الوساطة المالية بينه أيضا Diamond (1984)² وحسب الكاتب، فإن الوساطة المالية تنشط كعون اجتماعي لصالح المدخرين وتستطيع تحقيق وفورات الحجم.

بدوره أعطى صندوق النقد الدولي في دليل الإحصاءات النقدية والمالية لسنة 2000 مفهوما جديدا للوساطة المالية، وحسبه الوساطة المالية نشاط إنتاجي تقوم فيه الوحدات المؤسسية بتدبير الأموال من خلال تكبد خصومها على حسابها الذاتي بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسية أخرى عن طريق امتلاك أصول مالية.³

ويقصد بالوساطة المالية بأنها عملية استحواذ على موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات، الأفراد والمؤسسات وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسات المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة،⁴ حيث تقوم هذه المؤسسات بجمع الأموال بكميات مختلفة وشروط يقبلها المدخرون والمستثمرون، وفي نفس الوقت تقوم بالتمويل بالكميات التي يقبلها المقترضون أو المستخدمون لهذه الأموال.⁵

كما يتعلق مفهوم الوساطة المالية بمجموع المؤسسات المالية التي يشتمل نشاطها على تلقي ودائع الأعوان أصحاب فوائض التمويل (الموارد أكبر من الحاجات) لتمنحها في شكل قروض إلى الأعوان الذين لهم حاجة للتمويل (الموارد أقل من الحاجات)، وتتم هذه العملية تحت قيود الثقة، السيولة والملاءة.⁶

¹ الرشيد أحمد، عمليات التوريق وتطبيقاتها الاقتصادية في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 113.

² Diamond, D. W. (1984), financial intermediation and delegated monitoring, the review of economic studies, 51(3), 393-414.

³ صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2000، ص 16.

⁴ بحيج عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 11.

⁵ محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 203.

⁶ بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص 87.

إن هذا المفهوم التقليدي تطور وتوسع حتى أصبح الوسطاء الماليين يقدمون خدمات مالية جديدة بالإضافة إلى قيامهم بتسيير وسائل الدفع في إطار السعي الدائم لتلبية حاجيات الأعوان الاقتصاديين.¹

ويعرف الكثير المؤسسات المالية الوسيطة بأنها وحدات مالية أو مصرفية تقوم بتجميع الموارد الادخارية من الأفراد والمشروعات لتضعها تحت تصرف الوحدات التي هي بحاجة للأموال لغرض التوظيف الاستثماري.

حسب النموذج النظري المدروس من طرف (Gurley & Shaw (1956) تعني وساطة المؤسسات المالية شراء أوراق مالية أولية مصدرها من طرف الأعوان غير الماليين ذوي العجز المالي (المقترضون النهائيون)، وتقوم بالمقابل بخلق ديون على نفسها في شكل أصول مالية ثانوية أو غير مباشرة (ودائع بنكية، سندات)، ويترجم نشاطها في التغيرات الحاصلة في جانبي ميزانيتها (الأصول والخصوم).

بصفة عامة يمكن تعريف الوساطة المالية بأنها العملية التي تقوم بها هيئات مالية متخصصة تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، وبهذه الطريقة تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما وأهدافهما المستقبلية.²

2.3.2. نشأة الوساطة المالية وتطورها عبر التاريخ:

إن ظهور الوساطة المالية وتطورها كان نتيجة لتفاعل تاريخي، اجتماعي واقتصادي، حيث شكل ظهورها تحولا عظيما يحاكي التحول الذي أحدثته ظهور النقود، لأن ظهور الوساطة المالية سمح بتنظيم استخدام الموارد بشكل يحقق أثرا عميقا ومتسارعا على التجارة وعلى النشاط الاقتصادي برمته.³

¹ Delaplace. M. (2013). Op. Cit., p. 220.

² وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية، بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية، مجلة الأستاذ، العدد 201، 2012، ص 836.

³ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

تشير بعض الوثائق التاريخية والأثرية إلى أن الملامح الأولى للعمليات المصرفية ترجع إلى ما قبل الميلاد وتمتد جذورها إلى العهد البابلي،¹ حيث ظهرت مجموعة من المؤسسات المصرفية التي تولت تنظيم عمليات السحب والإيداع، كما تشير تلك الوثائق إلى أن أقدم بنك في التاريخ هو البنك الذي أنشأه "إيجيبي" الذي كان مقره في مدينة "سيبار" على شاطئ نهر الفرات.

هناك من يرى بأن نشأة البنوك يرجع إلى عهد الإغريق الذين ينسب إليهم نشر العمل المصرفي بين سكان حوض البحر الأبيض المتوسط،² حيث أن الرومان أخذوا حرفة الصرافة من الإغريق.

غير أن التنظيم المصرفي لم يظهر إلى حيز الوجود إلا في أواخر العصور الوسطى عندما أحيا ازدهار التجارة في المدن الإيطالية نظم المصارف وبالأخص مدن البندقية وجنوه وبرشلونة، حيث ترجع نشأة البنوك في مراحلها الأولى إلى نشاط الصيارفة والصاغة* والمرابين (القائمين على قبول الودائع)، فهذه المصارف وباختلاف طبيعتها ونوعية الوظائف التي تؤديها لا تعدو أن تكون مؤسسات تتعامل في القرض أو الائتمان، وهي نفس فكرة الاتجار في النقود التي عرفت في القرون الوسطى.

ومع التوسع في التعامل بمجموعة غير متجانسة من النقود المعدنية واتساع النشاط التجاري وظهور الأسواق والتجار المتخصصين، بدأت هذه الفئة تحقق فوائض نقدية كبيرة من عملياتها التجارية المختلفة، الأمر الذي دفعها إلى البحث عن طريقة آمنة للمحافظة على ثروتها وتسيير معاملاتها، فلجأت إلى الصاغة والصيارفة وحتى بعض التجار الذين كانوا يتمتعون بالسمعة الطيبة والقوة والأمانة، وكان هذا هو الشكل المبكر الأكثر إثارة للاهتمام، ثم تبعه في القرن السابع عشر من الميلاد بإنجلترا قيام مقتني أو صانعي الذهب بتخزينه وأشياء ثمينة أخرى على شكل إيداعات لدى أولئك الصاغة والصيارفة والتجار مقابل شهادات (إيصالات) مثبتة فيها قيمة ودائعهم وتتضمن تعهدا من المودع لديه برد الأمانة (الوديعة) عند طلبها من طرف المودع.³

في بداية الأمر قد قضت ضرورة التعامل شيوع فكرة قبول الودائع للمحافظة عليها من الضياع مقابل شهادات اسمية وكان يتم تداولها عن طريق التنازل (التظهير)، ولكن مع مرور الوقت وتزايد ثقة

¹ شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989، ص 25.

² محمد زكي شافعي، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، الطبعة السابعة، بيروت، 2000، ص 180.

* الصاغة هم بائعو الذهب، أما الصيارفة فهم الأشخاص الذين كانوا يقومون بعمليات تبادل مختلف العملات.

³ كمال يوسف الدويني، إعادة هيكلة القطاع المصرفي العربي، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2017، ص 30.

المتعاملين في المودع لديهم أصبحت شهادات الإيداع لحاملها يتم تداولها بمجرد التسليم (دون حاجة للتنازل أو التظهير).¹

وهكذا برزت أنشطة البنوك من خلال تطور نشاط الصيرافة والصاغة، وقد سمح التطور الحاصل في إصدار شهادات الإيداع بتوسيع وزيادة التعامل بها، حيث تعوّد الأفراد على قبولها في التداول بديلا للنقود في الوفاء بالديون، وبمرور الوقت أخذ هؤلاء الصيرافة والصاغة يتصرفون بجزء من الودائع التي لديهم بإقراضها لمن يريد أن يستثمر بعد أن لاحظوا بأن جانبا كبيرا من هذه الودائع تظل عاطلة بدون أن تسحب، فبدأ هؤلاء الصاغة والصيرافة يقرضون من أموالهم الخاصة ومن بعض الودائع لديهم،² بالإضافة إلى تحويل الودائع أو جزء منها من حساب إلى آخر وفاءا للالتزامات مقابل حصولهم على فوائد أعلى من تلك التي كانوا يدفعونها ويستفيدون بالفرق.

من هنا كانت الحاجة لإيجاد نماذج مختلفة من مؤسسات مالية وظيفتها جمع الثروات الفائضة وتوفيرها من أجل تقديم قروض مما جعلها أساس عمل وظائف البنوك.³

إن تطور العمليات البنكية من قبول الودائع ثم الإقراض من الأموال الخاصة للمودعين، أدخلت العمل البنكي في مرحلة جديدة عندما أبدى الناس استعدادهم لقبول إيصالات الإيداع بديلا عن النقود في الوفاء بالتزاماتهم، حيث أصبح باستطاعة البنوك إحلال تعهداتها بالدفع محل النقود،⁴ كما أن التطور في العمل المصرفي بما يمثل من أهمية يُعدّ تحولا كبيرا وحاسما في نشاط المصارف التجارية لأنها أصبحت قادرة على خلق نقود تضاف إلى دائرة التداول النقدي.⁵

ومنذ القرن الثامن عشر أخذ عدد البنوك يزداد تدريجيا وكانت أغلبيتها مؤسسات يمتلكها أفراد وعائلات، وكانت القوانين تقضي بحماية المودعين، بحيث يمكن الرجوع إلى الأموال الخاصة لأصحاب هذه البنوك في حالة إفلاسها.

¹ شاكرا القزويني، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² خالد أمين عبد الله، إسماعيل إبراهيم الطرد، إدارة العمليات المصرفية، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص 22.

³ كمال يوسف الدويني، مرجع سبق ذكره، ص 30.

⁴ وليد العايب، لحو بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 7.

⁵ ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، 1998، ص 123.

كما لعبت الثورة الصناعية دورا مهما في توسيع البنوك ونموها وكبر حجمها مما سمح لها بخدمة قطاعات اقتصادية واسعة، وتواصل التطور الذي عرفته البنوك، حيث شهدت المهنة المصرفية التي تمارسها البنوك التجارية تغيرات كبيرة في طبيعتها وأدواتها وتقنياتها، بالإضافة إلى مختلف أنواع البنوك الأخرى التي ظهرت، ولم يعد الأمر يقتصر على البنوك حيث يتواجد في كل بلد من بلدان العالم مجموعة من الشركات والمؤسسات التي تتكفل بحفظ النقود وتعبئة موارد المجتمع من الأموال وسد حاجات البلاد من مختلف أنواع الائتمان المتفاوتة الآجال وإنشاء وسائل الدفع المتداولة بين الأفراد وهذه الشركات، وكل هذه المؤسسات تدخل ضمن إطار الجهاز المالي والمصرفي الذي يشكل أحد أهم الآليات التي تدعم النمو الاقتصادي نظرا لارتباطه بأهم عامل في العملية الاقتصادية وهو العامل المالي.

إن المتأمل للبنوك في شكلها الحالي يدرك أنها محصلة لظروف ومتطلبات اقتضتها التطورات الاقتصادية والاجتماعية على مر العصور،¹ فلم يظهر العمل المصرفي مكتمل المعالم بل اختلفت أشكاله ومظاهره منذ المدينيات الأولى، ومن ثم فإن البنوك في شكلها الحديث هي خلاصة تراكم أفكار اشتقتها عن كل من الصاغة، الصيارفة والتجار، إذن فوظائف ونوعية خدمات البنوك الحديثة ليست إلا استمرارا طبيعيا لعمليات عرفت منذ القدم وتبلورت إلى أن أصبحت على ما هي عليه الآن، ولعل هذا المسح التاريخي من شأنه أن يكون قد سلط الضوء على نشأة وتطور نشاط الوساطة المالية.

3.3.2. أنواع الوساطة المالية:

حسب كتابات Bialés (2006) و François goux (2011) يمكن التمييز بين نوعين من

الوساطة:²

¹ وليد العايب، لحو بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 5.

² To see :

- Bialés, C. (2006) p. 9.

- Goux, J. F. (2011). Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique, Op. Cit., pp. 146-147.

1.3.3.2. الوساطة السوقية (Intermédiation de Marché):

الوساطة السوقية عبارة عن نشاط تقوم به مؤسسة مالية، ومن خلالها يتدخل الوسيط لمجرد تمرير الأصل المالي دون تغيير على خصائصه بمعنى تقريب المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة، وتتم أساسا من خلال وسطاء السوق المالية، وقد تتدخل فيها أحيانا مؤسسات الوساطة المالية، كما قد يقوم الوسيط أو سمسار الأوراق المالية بالشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش، فهو وسيط عادي لنظام التمويل المباشر، حيث يعتقد (2006) Bialés بأن الوساطة السوقية تعتبر وساطة سلبية.

2.3.3.2. الوساطة الميزانية (Intermédiation de Bilan):

تتمثل الوساطة الميزانية في النشاط التقليدي للبنوك، ويظهر أثر هذه العملية على ميزانية الوسيط المالي في جانبي الأصول والخصوم، فهو يحصل على الأصول الأولية والتي تسجل ضمن أصوله في مقابل إصدار أصول ثانوية متنوعة خاصة به تمثل محاسبا جزءا من خصومه والتزاماته، وهو ما يتضمن تحويلا لخصائص الأصل المالي من ناحية المخاطر وآجال الاستحقاق، وبالتالي يعتبر الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر.

تعتبر الوساطة الميزانية إيجابية حسب العديد من الاقتصاديين، وتمثل عملية منح القروض الصورة التقليدية للوساطة الميزانية، أما الشكل المعاصر للوساطة الميزانية فيتمثل في الوساطة في الأوراق المالية عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة* (OPCVM).

حسب تحليل¹ Gurley & Shaw (1960) تختص الوساطة الميزانية بالوسطاء الماليين البنكيين وغير البنكيين، وبذلك فقد فرق الكاتبان بين نوعين رئيسيين وهما، الوساطة المالية النقدية أو

* تعتبر هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (OPCVM) مؤسسات مالية مهمتها جمع الادخار من المستثمرين لتوظيفه في قيم منقولة وفقا لمعايير محددة، وتسمح هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بتشكيل محفظة من السندات لكل مستثمر والتي يتم تدبيرها على النحو الأمثل من طرف مختصين في المجال.

¹ Gurley, J. G & ,Shaw, E. S. (1960). Money in a Theory of Finance. No. 332.4/G97m.

ما يعرف بالوساطة البنكية والوساطة المالية غير النقدية والتي تتم من طرف المؤسسات المالية غير البنكية.¹

1.2.3.3.2. الوساطة المالية النقدية (الوساطة البنكية):

تعتبر الوساطة البنكية أهم أنواع الوساطة المالية،² وحسب Paratat (1982)³ يقصد بالوساطة المالية البنكية بأنها مجموعة من المؤسسات البنكية التي تقوم بجمع الموارد المالية التي بحوزة الأفراد والمؤسسات والدولة في شكل مدخرات ثم توجه هذه الموارد لتغطية الحاجات المالية لأفراد آخرون ومؤسسات أخرى والمشاريع الاقتصادية والاستثمارية في شكل قروض.

من جهة أخرى يرى كل من Townsend (1979) و Diamand & Dybing (1983) بأن خصوصية وأهمية الوساطة البنكية تكمن في تمويل الاقتصاد من خلال توفير السيولة اللازمة للزبائن من أجل تمويل مشاريعهم الاستثمارية، وبالتالي فإن البنوك تلعب دورا هاما في الوساطة المالية النقدية من خلال قبول الودائع تحت الطلب والودائع لأجل وتحويل هذه الودائع إلى قروض والتزامات للمقترضين.

2.2.3.3.2. الوساطة المالية غير النقدية:

إن البنوك وخاصة البنوك التجارية لم تعد المؤسسات المالية الوحيدة القادرة على منح الوحدات الاقتصادية الراغبة في الاقتراض القوة الشرائية اللازمة للحصول على السلع والخدمات، كما أنها لم تعد المؤسسات المالية الوحيدة القادرة على تنظيم عملية الادخار، بل ظهرت مؤسسات أخرى تستطيع أن تضاعف من حجم وسائل الدفع وتعدّد الأصول المالية المصدّرة وتنوعها.⁴

¹ Gurley, J. G., Shaw, E. S & Lafay, J. F. (1974). La monnaie dans une théorie des actifs financiers. Editions Cujas, p. 176.

² وليد العايب، لحو بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 31.

³ Patat, J. P. (1982). Monnaie, institution financière et politique monétaire, Economica, Paris, p. 147.

⁴ مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1985، ص 381.

وتتمتع هذه المؤسسات بخصائص ذاتية وكذلك بدرجات معينة من السيولة تبقيا قادرة على تجميع المدخرات والقيام بعمليات الاقتراض والإقراض الطويل أو قصير الأجل، وهي تعرف بالمؤسسات المالية غير النقدية.

تتمثل خاصية هذه المؤسسات في أنها لا تستطيع قبول إيداعات الجمهور بشكل عام، مما يجعلها غير قادرة على خلق النقود، وتعتمد هذه المؤسسات في نشاطاتها على رؤوس أموالها بصفة خاصة، وعلى جمع الأموال إما على أساس تعاقدية أو عن طريق بيع الأوراق المالية وتوجيه هذه الأموال فيما بعد إلى الأفراد والشركات أو شراء محافظ متنوعة من الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس تتمثل أنشطة هذه المؤسسات عادة في منح القروض طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات.¹

ويمكن للوسطاء الماليين غير النقديين أن يقرضوا فقط في حدود الموارد المالية الموجودة بحوزتهم، وهو أهم ما يميز الوسطاء الماليين غير النقديين عن الوسطاء النقديين،² حيث يمكن للبنوك التجارية تقديم قروض تفوق قيمتها بكثير الأموال المودعة لديها ويطلق على هذه العملية التي تعتبر من أهم وظائف البنوك التجارية بخلق النقود.³

يلعب الوسطاء غير النقديين دور الوسيط عن طريق شراء الأوراق المالية الأولية وتقديم أصول مالية تمثل التزامات مالية عليها تجاه الغير في شكل أسهم والتزامات أخرى، هذه الذمم المدينة حسب Gurley & Shaw (1960) تعتبر ديون غير مالية غير مباشرة.⁴

4.3.2. مؤشرات قياس تطور الوساطة المالية (الوساطة الميزانية):

لتطور الوساطة المالية جوانب مختلفة، حيث نقول عن الوساطة المالية بأنها متطورة إذا توفرت فيها مجموعة من الشروط التي يمكن اختصارها في النقاط التالية:

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 56.

² Kada, M. A. (2017). L'impact de la libéralisation financière sur l'efficacité de l'intermédiation bancaire: le cas de l'Algérie, Thèse do Doctorat, Université de d'Oran 2, p. 160.

³ وليد العايب، لطلو بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 7.

⁴ Gurley, J. G., Shaw, E. S & Lafay, J. F. (1974). Op. Cit., p. 176.

1.4.3.2. عمق وحجم الوساطة المالية:

يشير العمق المالي إلى أهمية القطاع المالي في الاقتصاد وقدرته على توجيه الادخار لتمويل الفرص الاستثمارية المربحة، ويرتبط العمق المالي بجانبين متكاملين وهما التعميق المالي والتمويل، ويشير العمق المالي إلى نسبة القطاع المالي إلى بقية الاقتصاد، وتساعد ارتفاع درجة العمق المالي على نقل القرار النقدي من منبعه الأساسي إلى مختلف القطاعات الاقتصادية وبانتشار واسع ويتحقق هذا الانتشار عن طريق التأثير على احتياطات البنوك، ويستخدم العمق المالي غالباً من أجل قياس درجة النضج المالي للاقتصاد، ويفترض أنه كلما وصل بلد ما إلى مستوى تنمية أكبر كلما زاد احتفاظ الأعيان الاقتصاديين بجزء كبير من مدخراتهم على شكل أصول مالية.¹

يعتقد McKinnon بأن نسبة منخفضة من هذا المؤشر يمكن أن اعتبارها بمثابة مؤشر للكبح المالي، وارتفاع هذه النسبة يعبر عن دور كبير للوساطة المالية، ويتم عادة استخدام عدد من المؤشرات لقياس العمق المالي للوساطة المالية، حيث استخدم بعض الاقتصاديين أمثال Goldsmith (1969) و McKinnon (1973) مؤشراً واحداً هو حجم الخصوم السائلة في القطاع المالي (M3) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الذي يعكس حجم النشاط الاقتصادي، في حين استخدم King & Levine (1993) ثلاثة مؤشرات لقياس درجة تطور القطاع المصرفي وهي:²

- حجم مؤسسات الوساطة المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص غير المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- معدل حقوق القطاع المالي على القطاع الخاص غير المالي إلى إجمالي الائتمان المحلي.

أما Demirage-Kunt & Levine فقد استخدموا مؤشرين آخرين إضافة إلى مؤشر حجم الوساطة المالية إلى حجم النشاط الاقتصادي وهما:

- خصوم أشباه النقود (M1-M2) إلى حجم النشاط الاقتصادي.

¹ بن دحمان أمنة، التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات بائل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2016، ص 27.

² جاسر محمد سعيد الخليل، أثر سياسة البنوك التجارية الائتمانية على الاستثمار الخاص في فلسطين، رسالة ماجستير في إدارة السياسات الاقتصادية، جامعة نابلس، فلسطين، 2004، ص ص 58-65.

- الاعتمادات المحلية للقطاع الخاص من قبل مؤسسات الوساطة المالية إلى النشاط الاقتصادي.

2.4.3.2. كفاءة الوساطة المالية:

تشير الكفاءة إلى قدرة مؤسسات الوساطة المالية الوسيطة على تقديم منتجات وخدمات ذات جودة عالية وبأقل تكلفة، حيث يأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار الموازنة بين الاقتطاعات (هامش الوساطة) التي تتم من قبل مؤسسات الوساطة المالية من أجل تنفيذ المعاملات المالية والآجال المرتبطة بالوساطة المالية والتكاليف التي تتكبدها (هامش الاستغلال).

يشير الهامش بين أسعار الفائدة على القروض وأسعار الفائدة على الودائع إلى كفاءة الوساطة المالية، ويعكس تقلص الهامش حسن تدفق المعلومات وانخفاض تكلفة الوساطة المالية.

3.4.3.2. إمكانية النفاذ والوصول إلى خدمات مؤسسات الوساطة المالية:

يشير هذا المقياس إلى قدرة مختلف الأعوان الاقتصاديين على الوصول والحصول على خدمات مالية ذات جودة عالية، حيث توجد مجموعة من العوامل التي قد تعيق وصول العائلات للخدمات المالية التي تقدمها مؤسسات الوساطة المالية أهمها التكاليف المالية العالية نسبة إلى دخل العائلات، البعد الجغرافي والإجراءات المعقدة للحصول على الائتمان.

5.3.2. مؤسسات الوساطة المالية (الوساطة الميزانية):

إن الوساطة المالية ليست من طبيعة واحدة، بحيث تنتوع المؤسسات المشكلة لها، ويسمح هذا التنوع بأداء مهامها وفقا للدور المحدد لها، ويم تصنيف مؤسسات الوساطة المالية عادة حسب العلاقة التي تربطها بالزبائن (مدخرين أو مقترضين)، وعلى الرغم من أن هذا التصنيف يتجه نحو التلاشي إلا أنه يمثل سمة بارزة طبعت التاريخ النقدي لأزمة طويلة، وتنقسم مؤسسات الوساطة المالية على العموم إلى قسمين، مؤسسات الوساطة النقدية أو البنكية ومؤسسات الوساطة المالية غير النقدية.

إن كل من الوساطة المصرفية التي تنفرد البنوك بالقيام بها والوساطة المالية غير النقدية التي تقوم بها مختلف المؤسسات المالية غير المصرفية، تتشابه في الكثير من أوجه أنشطتها والخاصة

بالإتقان وتوفير مصادر التمويل للمشروعات والأعوان، وبصفة عامة فإن الاختلاف الجوهرى بين هذه المؤسسات يكمن في مصادر الاستخدام والتوظيف للموارد المالية.

1.5.3.2. مؤسسات الوساطة المالية النقدية:

تتشكل الوساطة المالية النقدية أو الوساطة البنكية عادة من البنوك التجارية (تسمى أيضا البنوك الأولية أو بنوك الودائع)، وهي عبارة عن مؤسسات إيداع ذات طابع تجارى تهدف إلى تحقيق الربح متبعة في ذلك أساليب واستراتيجيات تتلاءم مع تنظيمها القانوني والمهام المحددة لها،¹ وبالإضافة إلى المصارف التجارية تشمل المؤسسات المصرفية أيضا بنوك الادخار المشتركة، مصارف الادخار والإقراض والاتحادات الائتمانية والتي تعرف باسم مؤسسات التوفير وهي مؤسسات مالية ادخارية تعتمد بصفة رئيسية على الودائع الادخارية، وتعد مؤسسات التوفير مؤسسات مصرفية غير تجارية.²

1.1.5.3.2. البنوك التجارية (Commercial Banks):

حسب النظرية الكلاسيكية للاقتصاديين (1960) Gurley & Shaw يعرف البنك على أنه وسيط مالي نقدي يتمثل نشاطه في التوسط بين الأعوان الاقتصاديين أصحاب الفائض في الموارد المالية والأعوان الاقتصاديين أصحاب العجز المالي، حيث يقوم البنك بقبول ودائع نقدية سائلة (ودائع تحت الطلب وودائع لأجل) مقابل معدل فائدة يدفعها للمودعين، وتمثل الودائع أهم عنصر في جانب الخصوم، وفي مقابل ذلك يقوم البنك بمنح القروض انطلاقا من الودائع التي تحصل عليها نظير حصوله على معدل فائدة يدفعها المقترضون تكون أكبر من معدل الفائدة على الودائع، وتمثل القروض أهم عنصر في جانب الأصول وينتج عن هذه العملية أصل نقدي غير مباشر يعتبر نقدا جديدا في الاقتصاد يمكن استعماله في التسويات وهو ما يعرف بالنقد الكتابي نظير عملية خلق النقود

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 55.

² للمزيد أنظر:

- أشرف وجدي دسوقي، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة لطفي عامر وآخرون، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الرياض، 2014، ص 66.

- حسن كريم حمزة، الدور التمويلي للمصارف العراقية في تحقيق النمو الاقتصادي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9، العدد 32، 2015، ص ص 66-67.

- Mishkin, F. S. (2010). Monnaie, banque et marchés financiers, Pearson Education, 9^e édition, Paris, France, 2010, pp. 50-51.

من قبل البنوك التجارية تحديداً، وبالإضافة إلى ذلك تتولى البنوك التجارية القيام بوظيفة تسيير وسائل الدفع.

2.1.5.3.2. بنوك الادخار المشتركة (Mutual Saving Banks):

وهي عبارة عن مؤسسات مالية تعتمد على الودائع الادخارية وشهادات الإيداع للحصول على الموارد المالية وتقوم بتوظيف الجزء الأكبر من هذه الموارد في تقديم قروض عقارية بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم العادية، فهي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع مصارف الادخار والإقراض، ولكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الادخار والإقراض في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون.¹

تمنح بنوك الادخار المشتركة (Mutual Saving Banks) خدمات توجيه المدخرات لاستثمارها في الأسهم والأدوات المالية الأخرى، وبناءاً على سياسة التنوع (Diversification) فإن الاستثمار في بنوك الادخار المشتركة يعد أقل مخاطرة من التعامل في سوق الأسهم.

3.1.5.3.2. مصارف الادخار والإقراض (Saving and Loan Associations):

وهي مؤسسات مالية متخصصة في قبول المدخرات والودائع وتقديم القروض العقارية، وتختلف عن البنوك في أن معظم قروضها هي قروض رهنية، حيث تقوم هذه المؤسسات أساساً بتعبئة الموارد المالية من خلال حسابات التوفير وتسمى عادة مساهمات، وتستخدم الموارد التي لديها في تقديم القروض العقارية بضمان العقار.²

¹ للمزيد أنظر:

- صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار اليازوري العلمية، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص 36.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، 2005، ص 47.

² صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 36.

4.1.5.3.2. الاتحادات الائتمانية (Credit Unions):

وهي مؤسسات مالية مملوكة من قبل أعضائها من المودعين والمقترضين والمساهمين، حيث تعمل الاتحادات الائتمانية على أساس غير ربحي وتحصل على الأموال بتجميع المدخرات من أعضائها في صورة حصص من رأس المال وتركز استثماراتها في تقديم القروض الاستهلاكية وقروض الإسكان لأعضائها، وكثيرا ما يكون لأعضائها رابطة مشتركة مثل العمل في نفس الشركة أو محل الإقامة في نفس المجتمع، فالاتحادات الائتمانية هي نوع من الارتباط المتبادل.¹

2.5.3.2. مؤسسات الوساطة المالية غير النقدية:

بصفة عامة تصنف المؤسسات المالية غير النقدية (غير البنكية) إلى فئتين رئيسيتين هما، مؤسسات الادخار التعاقدية ووسطاء الاستثمار.²

بالنسبة لمؤسسات الادخار التعاقدية فهي مؤسسات مالية وسيطة غير ودائعية تحصل على مواردها المالية من العملاء على فترات دورية وعلى أساس التعاقد، إما عن طريق الأقساط المدفوعة على وثائق التأمين أو من خلال مساهمات رب العمل والموظفين،³ ومثل هذا النوع من الموارد يتيح لمثل هذه المؤسسات فرص الاستثمار طويل الأجل،⁴ وتشمل مؤسسات الادخار التعاقدية الأنواع التالية:

1.2.5.3.2. شركات التأمين (Insurance Companies):

تمثل شركات التأمين أحد مكونات النظام المالي، وهي مؤسسات مالية تعمل كوسيط مالي من خلال تجميع فوائض الوحدات ذات الفائض في صورة أقساط التأمين وتقوم بإعادة نقلها إلى الوحدات

¹ للمزيد أنظر:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 47-48.

- صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² أشرف وجدي دسوقي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

³ نفس المرجع، ص 66.

⁴ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 49.

ذات العجز من المشروعات،¹ وتلتزم بالمقابل بدفع مبلغ التأمين عندما يقع الخطر الموجب لذلك، فشركات التأمين ليست بحاجة للاقتراض، وإنما تبحث عن استخدامات لما يتجمع لديها من موارد في صورة أقساط التأمين وتسديد ما يترتب عليها من التزامات في صورة تعويضات.

يتكون قطاع التأمين من شركات التأمين على الحياة وشركات التأمين ضد المخاطر، وتعتبر شركات التأمين على الحياة نوعاً من المؤسسات المالية الوسيطة وتمارس دوراً مزدوجاً، فهي مؤسسة للتأمين تقوم بتجميع الأموال عن طريق أقساط التأمين من الأفراد المؤمن عليهم مقابل دفع مبلغ معين لورثتهم حال الوفاة، ثم تقوم باستخدام وتوظيف هذه الأموال في مقابل عائد يشاركون فيه وذلك إما بطريقة مباشرة كما هو الحال لبعض وثائق التأمين على الحياة أو بأسلوب غير مباشر من خلال دفع أقساط تأمين نقل في مجموعها عن قيمة التأمين المستحق في حالة وقوع الخطر للمؤمن منه.

وعليه فإن شركات التأمين على الحياة تعمل كوسيط يقبل الأموال (الأقساط) التي يقدمها المؤمن لهم لتعيد استثمارها نيابة عنهم، ليحصل المستفيدون في النهاية على قيمة التأمين التي تتمثل في الأقساط المتجمعة مضافاً إليها بعض العوائد، أو هي تستلم أقساط التأمين وتستثمرها لتغطية مدفوعات الفوائد المستقبلية، وتقرض الأموال إلى الأفراد والشركات وعادة في الأسواق المالية.²

أما شركات التأمين على المخاطر فتحصل على الأموال من أقساط التأمين ضد الحرائق، السرقة والحوادث، وهي مشابهة لشركات التأمين على الحياة، غير أنها تختلف عنها في أن هناك احتمالاً كبيراً لاستنزاف مواردها عند حدوث الكوارث، ولذا فهي تكز استثماراتها في الأصول الأكثر سيولة مثل السندات الحكومية، أدونات الخزنة بالإضافة إلى الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات.³

¹ جمال الجويدان الجميل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 40.

² صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 37.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 48.

2.2.5.3.2. صناديق التقاعد (Pension funds):

صناديق التقاعد هي مؤسسات مالية وسيطة تعنى بجمع مساهمات مقطوعة من رواتب الموظفين الجارية لدفع امتيازات ما بعد التقاعد التي تخصهم، وتقوم بتوظيف هذه الأموال بالإقراض أو الاستثمار من خلال الأسواق المالية في الأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات،¹ وتعتمد بعض صناديق التقاعد إلى صرف أنواع أخرى من التعويضات في حالة العمال المصابين بشكل دائم على سبيل المثال.

أما بالنسبة لوسطاء الاستثمار فهي مؤسسات مالية وسيطة وظيفتها الأساسية استثمار الموارد المالية التي تجمعت لديها من فوائض الوحدات ذات الفائض التي ترغب في استثمارها في شراء إصدارات مالية متنوعة في شكل أسهم وسندات، سواء كانت إصدارات جديدة أو سبق تداولها، ويتشكل وسطاء الاستثمار من المؤسسات التالية:

3.2.5.3.2. شركات الاستثمار (شركات صناديق الاستثمار المشترك):

وهي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين وتصدر في مقابلها أسهما، ثم تقوم بتوظيف هذه الأموال في محفظة متنوعة من الأسهم والسندات الحكومية والسندات الخاصة بالشركات، وتقوم بإدارة محفظة استثمارات في الأوراق المالية وتستفيد من الأرباح المتحققة مشاركة بينها وبين هؤلاء المستثمرين، فهي تجمع المدخرات وتوظفها في مجالات عديدة بما يقلل من مجموع المخاطر من خلال التنويع.²

¹ صادق راشد الشمري، إدارة العمليات المصرفية: مداخل وتطبيقات، دار اليازوري العلمية، عمان، 2014، ص 8.

² للمزيد أنظر:

- صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 38.

- صادق راشد الشمري، إدارة العمليات المصرفية، مداخل وتطبيقات، مرجع سبق ذكره، ص 8-9.

4.2.5.3.2. صناديق الاستثمار في سوق النقد:¹

وهي شبيهة بصناديق الاستثمار المشترك، إلا أن المساهمة فيها تكون عن طريق قيام المستثمرين بإيداع أموالهم في صناديق تديرها مؤسسات متخصصة في تداول الأوراق المالية، ثم تستخدم الأموال المتجمعة في شراء أدوات مالية من سوق النقد، وتدفع العوائد على هذه الأدوات للمساهمين في الصندوق بحسب نسبة مشاركتهم.

وما يميز هذه الصناديق قدرة المساهم على السحب وتحرير شيكات مقابل ما يملكه من أسهم، مع بعض القيود على هذه العملية، كأن لا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين.

5.2.5.3.2. شركات التمويل:

وهي الشركات التي يتركز نشاطها في تقديم القروض الاستهلاكية قصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد لشراء السلع المعمرة مثل السيارات والأثاث، كما تقدم القروض لمنشآت الأعمال، وتحصل هذه الشركات على الأموال من خلال إصدار الأوراق التجارية، الأسهم والسندات، بالإضافة إلى القروض التي تحصل عليها من البنوك، وغالبا ما تنشأ هذه الشركات من قبل الشركات الإنتاجية الكبرى لتمويل مبيعاتها.²

تؤدي مؤسسات الوساطة المالية غير النقدية وظيفة الوساطة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، إنها تتناول مدخرات الأفراد لوضعها في مواضع الربح، ولكنها لا تقوم بأي عمل مباشر ولا تنتج أي بضائع أو خدمات، إن ما يميز المصرف عن غيره من الوسائط هو أن المصرف يقبل الودائع، أما الوسائط المالية غير المصرفية فتأخذ الأموال لتمنح مقابلها ورقة "أداة

¹ للمزيد أنظر:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 50.

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 49.

² للمزيد أنظر:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 50-51.

- حسن كريم حمزة، الدور التمويلي للمصارف العراقية في تحقيق النمو الاقتصادي، مرجع سبق ذكره، ص 68.

مالية"، وقد نجد أحيانا سوقا لذلك المستند، وفي هذه الحالة يكون المستند أكثر سيولة من المستند المالي الذي يُحفظ حتى تاريخ الاستحقاق من الجهة المصدرة، فالودائع المصرفية هي الأكثر سيولة.¹

وتختلف المستندات المالية عن بعضها البعض في مسألة إمكانية التقسيم (Divisibility) وتكلفتها التشغيلية وقابلية التنبؤ بأثمانها، فالودائع المصرفية قابلة للقسمة تماما، وعموما يمكن القول بأنه ليس لها تكلفة إجرائية.

4.2. الأسس النظرية للوساطة المالية:

إلى غاية سنوات الخمسينات، لم تكن هناك نظرية تهتم بالبنوك ومؤسسات الائتمان على أنها وحدات تتدخل بطريقة فعالة في تحويل الادخار إلى استثمار وبالتالي في خلق النقود، وقد تم وضع نظرية الوساطة المالية في نهاية سنوات الخمسينات من خلال دراسات حول اقتصاد الأسواق المالية، قام بها مجموعة من الاقتصاديين أمثال (Gurley & Shaw (1955, 1956) و Goldsmith (1955)، حيث أبرزوا آنذاك ولأول مرة تصاعد دور وأهمية الوساطة المالية في الاقتصاد الأمريكي.

واستكمالا لأعمالهما حاول (Gurley & Shaw (1960) في كتابهما "النقود في نظرية المال" تحليل ودراسة سلوك المؤسسات المالية من خلال وظيفتها الأساسية المتمثلة في الوساطة المالية عند قيامها بعملية تمويل الأنشطة الاقتصادية، وقد اعتبر الكاتبان بأن مؤسسات الوساطة المالية لها أهمية كبيرة، وذلك لقيامها بالمساعدة في تخفيف الاحتكاكات بين المقرضين والمقترضين، وتركز عمل Shaw و Gurley بشكل رئيسي على الدور التحويلي للبنوك في تخفيف العيوب الناشئة عن تفاوت آجال استحقاق الديون، ولكن منهجها لم يكتمل نظرا لافتراض وجود تكاليف المعاملات بدلا من استنباطها.²

¹ محمد شاهين، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 110.

² Paul Holden و Vassili Prokopenko، التنمية المالية والحد من الفقر: قضايا ومدلولات السياسات بشأن البلدان النامية وتلك السائرة على طريق التحول لاقتصاد السوق، ورقة صادرة عن صندوق النقد الدولي، 2001، ص 5.

وقد ظهر تجديد لهذا التحليل في سنوات الثمانينات في ظاهرة عدم كفاءة الأسواق المالية، فالنظرية التي وضعها (Gurley & Shaw (1960) بنيت على أساس افتراضات النظرية النيوكلاسيكية* بوجود أسواق مثالية بدون مخاطر وبدون تكاليف معاملات.¹

وفي عالم تكون فيه الأسواق تامة فإن جميع المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المعروضة للبيع سواء في الأسواق الأولية أو الثانوية (البورصات) ستكون متاحة بشكل مستمر ومجاني لجميع المستثمرين، بالإضافة إلى أن جميع المعلومات المتعلقة بتحديد المستثمرين المهتمين بشراء الأوراق المالية وكذلك المستثمرين الذين يخططون لبيع الأوراق المالية ستكون متاحة مجاناً لجميع المتعاملين في هذه الأسواق،² ومن هذا المنظور فإنه يبدو منطقياً أن نعزي وجود مؤسسات الوساطة المالية إلى ما يدعى بنواقص وفشل الأسواق.³

فقد اعتبرت العديد من الأعمال بأن مؤسسات الوساطة المالية عبارة عن وحدات اقتصادية تتدخل بطريقة فعالة للحد من أوجه القصور في الأسواق المالية (التمويل المباشر)،⁴ واهتمت هذه الأعمال بتحليل ودراسة أهمية مؤسسات الوساطة المالية في تخفيض تكاليف المعاملات في الأصول المالية المباشرة، الحد من المشاكل المرتبطة بعدم تماثل المعلومات وتخفيض المخاطر، بالإضافة إلى تأمين السيولة لضمان تطور متوازن لاقتصاد نقدي.⁵

في هذا الشأن قدم (Benston & Smith (1976) أولى الأعمال التي بحثت في العلاقة بين وظائف الوساطة المالية وتكاليف الصفقات، كما أظهر العمل المبتكر في اقتصاديات المعلومات منذ أوائل السبعينات من القرن الماضي إمكانية ظهور عدم الكفاءة عند حيازة أحد الأطراف المتعاملة

* تتمثل الافتراضات الرئيسية للمدرسة النيوكلاسيكية في العمالة الكاملة ومرونة الأسعار ونقص الخداع النقدي وعدم وجود آثار التوزيع المتعلقة بالتغيرات في أسعار الفائدة والأسعار، المنافسة الكاملة في سوق العمل والسلع.

¹ Llau, P. (1996). Op. Cit., p. 198.

² George Hubner, Robert Joliet, Valérie Mélotte, Introduction à la gestion bancaire.

³ للمزيد أنظر:

- محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص 125.

- Biales, C. (2006), Op. Cit., p. 34-42.

⁴ To see :

- Gorton, G & Winton, A. (2003), Financial intermediation, In Handbook of the Economics of Finance (Vol. 1, pp. 431-552).

- Biales, C. (2006), Op. Cit., p. 34-42.

⁵ Ottavj, C. (2014). Op. Cit., p. 160-172.

لمعلومات بقدر أكبر من الأطراف الأخرى فيما يتعلق بقيمة أية معاملة، وفي مثل تلك الظروف تلعب مؤسسات الوساطة المالية دورا هاما، وقد قام كل من (Akerlof & Stiglitz، 1970)، (Weiss، 1981)، (Bernanke، 1983)، (Diamond، 1984) و (Fama، 1985) بوضع أساس النظرية الحديثة للوساطة المالية، أظهروا من خلالها قدرة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى على حل المشاكل الناشئة عن عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المتعاملة، ومن ثم تخفيض تكاليف التحقق والرصد إلى حد كبير.¹

كما ركز نموذج Douglas Diamond و Philip Dybvig الذي نشر في عام 1983 في مجلة الاقتصاد السياسي على جانب آخر وهو تأمين السيولة، فقد قدم هؤلاء تفسيراً لخدمة السيولة التي تقدمها مؤسسات الوساطة المالية وخاصة البنوك لمودعيها.

1.4.2. النظرية التقليدية للوساطة المالية (منهج الاقتصاد الكلي):

لم يحض النظام المالي عموماً، والبنكي خصوصاً بالاهتمام الكبير نظراً لكونه كان يعتبر في نظر بعض المفكرين الاقتصاديين بمثابة رابط سلبي يعمل على نقل دوافع السياسة النقدية التي يقودها البنك المركزي، وبالتالي التقليل من دوره وتأثيره في الحياة الاقتصادية.²

هذه الأفكار الخاطئة، حفزت (Gurley & Shaw، 1960) على إعادة النظر في خصوصية البنوك وتأسيس نظرية للوساطة المالية من أجل إيضاح أن البنوك تعد الوسيلة المثلى لتنمية حجم رؤوس الأموال ونقلها من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، وذلك عبر انتقاء المقترضين الأكثر فعالية، وبالتالي خلق فعالية في مسار تجميع الموارد المالية.

1.1.4.2. تحليل Gurley & Shaw:

قدم (Gurley & Shaw، 1960) نظرية جديدة تسعى إلى تحليل النشاط التمويلي من خلال سلوك المؤسسات المالية الوسيطة بمعناها الشامل (مصرفية وغير مصرفية)،³ وقد حاولت هذه النظرية

¹ Paul Holden و Vassili Prokopenko، مرجع سبق ذكره، ص 5.

² Scholes, M., Benston, G. J., & Smith Jr, C. W. (1976). A transactions cost approach to the theory of financial intermediation. The Journal of finance, 31(2), 215-231.

³ مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص 407.

أن تجمع بين نظرية النقود ونظرية البنوك ونظرية المؤسسات المالية في إطار شامل للتمويل والسيولة.¹

هذه النظرية مبنية على مجموعة من الأفكار البسيطة، فهناك حاجة للوحدات الاقتصادية (المستهلكين والمشروعات) إلى الموارد النقدية اللازمة لتمويل احتياجاتها الجارية والمستقبلية، ومن الطبيعي أن تلجأ الوحدات الاقتصادية المختلفة إلى مواردها الذاتية المستمدة من دخولها لتحقيق هذا الغرض، غير أن جانباً كبيراً من هذه الاحتياجات يتطلب الحصول عليها بالاقتراض من الخارج.²

لذلك قد تحدث المواجهة في الأسواق بين المقرضين والمقترضين، أي بين الوحدات ذات الفائض التي لديها القدرة على التمويل والوحدات ذات العجز في الموارد وتحتاج إلى التمويل، وتتم المعاملات عن طريق إصدار المقترضين لأوراق مالية وبيعها مباشرة للمقرضين، ويطلق Gurley & Shaw (1960) على هذا النوع من الأصول بالأوراق المالية الأولية.³

إلا أن التطور الاقتصادي وصعوبات طريقة التمويل المباشرة استوجبت التطور في طرق المواجهة بين الطرفين، فقد ظهرت مؤسسات مالية وسيطة تقوم بشراء الأوراق المالية الأولية من المقترضين وتصبح في أصولها، وتعتمد على الادخارات التي تقوم بتجميعها وتصدر أوراق مالية ممثلة لهذه الادخارات، وتسمى بالأوراق المالية الثانوية.⁴

لقد أكد Gurley & Shaw منذ خمسينيات القرن الماضي بوضوح على دور مؤسسات الوساطة المالية في التمويل غير المباشر، ويرى الكاتبان بأن عمل هذه المؤسسات ينطوي بشكل أساسي على منح القروض للوحدات ذات العجز في التمويل بأسعار فائدة معينة، وقبول الودائع من الوحدات ذات الفائض بأسعار فائدة عند مستويات أدنى، فهي تقبل أدوات مالية مباشرة (أصول أولية) وتقوم بإصدار أصول مالية غير مباشرة (أصول ثانوية) التي تتطلب سعر أعلى، ويمثل الفرق في

¹ Gurley, J. G., Shaw, E. S & Lafay, J. F. (1974). Op. Ci, p. 3.

² مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مرجع سبق ذكره، ص 407.

³ نفس المرجع، ص 407.

⁴ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ص 56.

العائد بين الأوراق المالية الأولية والثانوية المكافأة التي تحصل عليها مؤسسات الوساطة المالية مقابل الخدمات المالية التي تقدمها للأعوان غير الماليين.¹

يرى Gurley & Shaw بأن أحد أهم أسباب وجود نشاط الوساطة المالية يتمثل في وظيفتها الإنتاجية في تحويل وتكييف القدرة التمويلية للأسر مع احتياجات التمويل التي تعبر عنها المؤسسات، حيث تعتبر عملية تحويل الأصول المالية إلى التزامات ومستحقات قلب وجوهر عملية التمويل غير المباشر للمؤسسات المالية، فالأصول المالية الثانوية للمدخرين تتميز بعوامل الأمان والملاءة والقبول وإمكانية الحصول عليها، ويقابل ذلك عنصر المخاطرة وكبر الحجم وطول الأجل، وانخفاض السيولة بالنسبة للأوراق المالية من قبل المقترضين.²

فالوظيفة الأساسية لمؤسسات الوساطة المالية هي السماح للراغبين في الاقتراض بالاحتفاظ بطريقة غير مباشرة بالأوراق المالية الأولية بصورة أكثر جاذبية وبعائد منتظم بعيدا عن أخطار الاستثمار والاستغلال الحقيقي.

حسب تحليل Gurley & Shaw (1960) أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تحقق الفصل بين التوظيف النقدي والتوظيف الحقيقي، ومن خلال هذه الوظيفة تستطيع بعض المؤسسات المالية أن تحقق زيادة مضاعفة بالتزاماتها (خلق قوة شرائية) بالاعتماد على رصد احتياطي من الادخارات المجمعة، وتعتبر القوة الشرائية الجديدة التي تمثلها مجموعة من الأصول المالية بديلا كاملا عن النقود وتقبل في التداول وفي تسوية الديون، هذه الزيادة في الأصول من شأنها تخفيض الطلب على النقود وامتصاص السيولة النقدية، بالإضافة إلى ما تحققه من زيادة في التوظيف الاستثماري.³

انطلاقا من فكرة تقسيم نظام التمويل إلى تمويل مباشر وآخر غير مباشر يعتمد على الوساطة المالية، توصل Gurley & Shaw (1960) إلى وضع نموذج نظري للوساطة المالية كان أقرب للتعبير عن الإطار المفاهيمي والوظيفي للوساطة المالية وعلاقتها بتطور الأسواق المالية، حيث توصلا كغيرهم من الاقتصاديين إلى أن التطور الذي يشهده القطاع المالي في أغلب الدول يعود إلى

¹ Llau, P. (1996). Op. Cit., pp. 176-177.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 20.

³ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 56.

تحول نظام التمويل المباشر إلى نظام غير مباشر للتمويل الذي يعتمد على الأنشطة البنكية التقليدية، كمنح القروض وخلق النقود وتسيير المدخرات المجمعمة، وذلك بسبب تنوع وتطور البنوك والمؤسسات المالية الوسيطة وظهور وسطاء ماليين جدد كوسطاء السوق النقدي ووسطاء السوق المالي.

2.1.4.2. الانتقادات الموجهة لنموذج Gurley & Shaw:

رغم الجهود المبذولة، فإن النظرية التي أسسها Gurley & Shaw (1960) تعرضت إلى العديد من الانتقادات من طرف بعض المفكرين الاقتصاديين في إطار تجديد التحليل الذي قدمه الكاتبان، وفي هذا السياق يرى هؤلاء الاقتصاديون بأن نظرية الوساطة المالية في صيغتها الأولية قُدمت بوجود قيدين، القيد الأول يتمثل في أن الحجج التي طورها Gurley & Shaw (1960) تعتبر أن أسباب وجود الوسطاء الماليين بنيت على أساس افتراضات النظرية النيوكلاسيكية بوجود أسواق مثالية أين توجد المعلومات بوفرة وبدون تكاليف، هذا الافتراض يقلل من نطاق الحاجة إلى وجود وسطاء ماليين.¹

وينشأ القيد الثاني من الطابع الوظيفي للنظرية التقليدية للوساطة المالية التي أسسها Gurley & Shaw (1960)، وفي هذا السياق يرى Gertler (1988) بأنه في إطار التحليل الوظيفي للوساطة المالية فإنه لا يبق أي مبرر لمسألة وجود الوسطاء الماليين، ويعتقد الكاتب بأن وجود هذه المؤسسات في المجال المالي للاقتصاد يكون جنبا إلى جنب مع الأسواق المالية من أجل التمييز بين عمليات التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.²

لقد دفعت الحاجة إلى إعادة النظر في فرضية كفاءة الأسواق المالية والتعميق النظري لمسألة وجود الوسطاء الماليين إلى تجديد نظرية الوساطة المالية على أيدي العديد من المفكرين الاقتصاديين، وسيتم التطرق فيما يأتي إلى النظرية الحديثة للوساطة المالية.

¹ Alexandre Dumas, Les relations bancaires de long terme des PME, p. 80.

Available at the following URL:

https://ufr-segmi.parisnanterre.fr/medias/fichier/4_1109021777439.pdf (Accessed 29/11/2018).

² Ibid, p. 81.

2.4.2. النظرية الحديثة للوساطة المالية (منهج الاقتصاد الجزئي):

تطورت نظرية الوساطة المالية بشكل كبير على أيدي مجموعة من الاقتصاديين أمثال (1984) Santomero و (1987) Tobin، حيث قدم هؤلاء أعمالاً تطرقوا من خلالها إلى دور البنوك في خلق وتسيير وسائل الدفع، كما قامت نظرية المؤسسة البنكية بدراسة وتحليل سلوك البنوك من وجهة نظر تقنية أي من ناحية المدخلات، المخرجات، المردودية ومنحنيات التكاليف، غير أن تجدد الأدبيات المتعلقة باقتصاد المعلومات أعطت دفعة جديدة لنظرية البنوك من خلال توجيهها نحو مسألة وجود المبرر لمؤسسات الوساطة المالية مقارنة بالأسواق المالية.¹

لذلك كان من الضروري مخالفة المبدأ الأساسي للنظرية المالية المقدمة من قبل (1958) Modigliani & Miller والتي ترى بأن الهيكل المالي ليس له تأثير على مستوى النشاط الاقتصادي وأن قيمة المؤسسة وقراراتها الاستثمارية مستقلة عن مورد التمويل، هذا المبدأ اشتق من تحليل لنظام مثالي وتام للأسواق من نوع Arrow-Debreu وهو نموذج تقليدي لتخصيص الموارد بدون مخاطر وبدون تكاليف الصفقات، وفي هذا السياق لا يوجد أساس عقلائي لوجود البنوك ومؤسسات الوساطة المالية.²

على الرغم من أن نظرية الوساطة المالية بصيغتها الحديثة تعترف دائماً بأهمية الوساطة المالية في القيام بوظيفة تحويل خصائص الأصل المالي من ناحية النوعية وآجال الاستحقاق، فإن المنظور الجديد للاقتصاد الجزئي أكد على عدم اكتمال وعيوب الأسواق المالية،³ وفي هذا السياق فإنه يبدو منطقياً أن نعزي وجود مؤسسات الوساطة المالية إلى ما يدعى بنواقص وفشل الأسواق.

إن ظهور مؤسسات الوساطة المالية ينطوي على الوجود المزدوج للمخاطر وتكاليف المعاملات، حيث تقوم مؤسسات الوساطة المالية بجمع وتسيير المعلومات في حالات الخطر وتوفير السيولة (لاسيما مؤسسات الوساطة المالية النقدية) بكفاءة أكثر من الأسواق المالية في وضعية تكون فيها

¹ Diatkine, S. (1993). Néoinstitutionnalisme et théorie contemporaine de l'intermédiation financière. Revue française d'économie, 8(3), 205-238, pp. 207-208.

² To see :

- Llau, P. (1996). Op. Cit., p. 198.

-Diatkine, S. (1993). Néoinstitutionnalisme et théorie contemporaine de l'intermédiation financière. Op. Cit., pp 207-208.

³ Llau, P. (1996). Op. Cit., p. 196.

المعلومات غير متماثلة، ويمكن تلخيص مساهمات النظرية الجديدة للوساطة المالية باعتبار نشاط الوساطة المالية منتجا للمعلومات وللسيولة، ويشير (Gorton & Pennacchi 1990) بأن هاتين الوظيفتين ترتبطان ارتباطا وثيقا بالتيار الرئيسي لاقتصاد المعلومات*، من خلال كسر مواجهة وجهها لوجه في سياق التمويل المباشر والمساهمة بشكل كبير في إنتاج وتداول المعلومات، حيث تضمن البنوك السيولة للمدخرين وللمقترضين بشكل أكثر كفاءة.

وبالتالي تظهر مؤسسات الوساطة المالية لإنتاج وتوفير المعلومات المالية، تخفيض المخاطر وتخفيض تكاليف جمع المعلومات وتوفير السيولة.¹

1.2.4.2. الوساطة المالية وتخفيض تكاليف المعاملات في الأصول المالية:

تعتبر تكلفة المعاملات من بين أهم أسباب وجود الوساطة المالية، ففي ظل وجود أسواق تامة (Perfect Markets) مفتوحة أمام القطاع المالي، فإن ذلك سيمكن البائعين والمشتريين للأوراق المالية من الدخول في صفقات بدون تكاليف باعتبار أنهم يعرفون النوعية الحقيقية لما يبيعونه ويشترونه،² لذلك فإن الوضع الذي تكون فيه الأوراق المالية تامة لا يوجد أي دافع لوجود الوسطاء الماليين،³ غير أن ظاهرة نواقص السوق* (Market Imperfection) وخاصة تكاليف المعاملات أو الصفقات (Transaction Costs) تعتبر أحد أسباب وجود الوساطة المالية،⁴ فعندما يدخل صغار المدخرين والمقترضين في عملية التبادل المباشر للأوراق المالية وبكميات صغيرة، فإن تكاليف المعاملات المرتبطة بهذه العملية غالبا ما تكون مرتفعة وتأخذ وقتا طويلا.⁵

* اقتصاد المعلومات (Information economy)، هو الاقتصاد القائم على زيادة التركيز على الأنشطة الإعلامية وصناعة المعلومات.

¹ Llau, P. (1996). Op. Cit., pp. 198-199.

² محمد صالح القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 125.

³ Delaplace, M. (2013). Op. Cit., p. 221.

* ليس من الضروري أن يعمل السوق بكفاءة طوال الوقت، فعندما لا تخصص آليات السوق وحدها الموارد على نحو صحيح يطلق على هذا الوضع نقائص السوق (Market Imperfection) أو إخفاق السوق، ولا تعني كلمة إخفاق أو حدوث تدهور اقتصادي أو انهيار السوق، فالمصطلح ينطبق عادة على الحالات التي يتفقم فيها انعدام الكفاءة من الناحية العملية.

⁴ Scholtens, B., & Van Wensveen, D. (2003). The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain (No. 2003/1). SUERF Studies, p. 7-8.

⁵ محمد صالح القرشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 125-126.

كما أن تكاليف المعاملات تقيد قدرة وحدات الفائض في العثور على وحدات العجز المناسبة، فالمعاملات المالية تتطلب بطبيعتها الحصول على معلومات كافية وصحيحة قبل إتمامها في السوق.¹

تشمل تكاليف المعاملات أربعة أنواع وهي، تكلفة البحث، تكلفة الفحص، تكلفة المراقبة وتكلفة

التنفيذ:²

- **تكلفة البحث:** المقصود بتكلفة البحث هي التكلفة التي يتحملها المقرضون في سبيل البحث والحصول على معلومات كافية عن المقترضين المحتملين الذين يمكن التفاوض والتعاقد معهم، وقد يفشل المقرضون في إتمام صفقات التمويل في السوق إذا كانت المعلومات المتاحة لديهم غير كافية لاختيار المقترضين المناسبين.
- **تكلفة الفحص:** وتتمثل في تكلفة تقييم البدائل المتاحة للتمويل والتحقق من دقة المعلومات المقدمة، ويعد الفحص ضروريا لتجنب مشكلة الاختيار المعاكس التي قد تحدث نتيجة لعدم معرفة المقرضين لصفات المقترضين والظروف التي يعملون في ظلها.
- **تكلفة المراقبة:** هذا النوع من التكلفة ضروري للحد من مشكلة الخطر الأخلاقي من خلال مراقبة المقترضين والتأكد من اتفاق تصرفاتهم مع شروط العقد، وأن أي إخفاق في الوفاء بالتزامات العقد يعود لأسباب حقيقية وليست مختلفة.
- **تكلفة التنفيذ:** ويشمل هذا النوع من التكلفة كل ما قد يتطلب الأمر تحمله من تكاليف لإلزام المقرض بتحمل التزاماته في حال إخفاقه لأي سبب، كتعرضه للإفلاس.

هنا تظهر أهمية وجود الوساطة المالية في النظم المالية المعاصرة، والتي تسمح بتخفيض تكاليف المعاملات، ويترتب على وجودها تحقيق وفورات اقتصادية،³ تعمل على تخفيض حجم الضياع

¹ أشرف وجدي دسوقي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

² نفس المرجع، ص ص 62-63.

³ وليد العايب، لحو بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص 34.

الاقتصادي، كما يعتبر جمع وتوظيف الأموال من قبل الوسطاء أساس اقتصاديات الحجم*، ويعني ذلك أن التكلفة الوحيدة لإنتاج سلعة ما تنخفض كلما ارتفعت الكمية المنتجة.

2.2.4.2. الوساطة المالية وظاهرة عدم تماثل المعلومات:

يعتبر الوسطاء الماليون مساهمون رئيسيون في إنتاج وتوفير المعلومات المالية حول المقترضين، حيث أن الحاجة إلى هذه المعلومات تنشأ من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information).¹

وتشير ظاهرة عدم تماثل المعلومات إلى الوضعية التي لا يملك فيها أحد طرفي العلاقة المالية جزء من المعلومات حول العملية المالية في حين أن الطرف الآخر يمتلك هذه المعلومات، فالمقترض الذي يملك معلومات أكثر من المقرض حول المشروع المراد تمويله يتصرف بشكل يخدمه أكثر من المقرض، وفي ظل هذه الحالة يتواجد حقا وضع يتميز بعدم اكتمال المعلومات بالنسبة لأحد الطرفين.

يعتبر George Akerlof (1970)² أو من أشار إلى هذه الظاهرة من خلال الدراسة التي قام بها في مقاله الشهير المنشور سنة 1970 بعنوان "The Market for Lemons: Quality Uncertainly and the Market Mechanism" المتحددة الأمريكية،³ حيث قدم الكاتب تحليلا لمشكلة الاختيار السيئ والطريقة التي تؤثر بها على فعالية الأسواق المالية، وقد أطلق الكاتب على هذه الخاصية باسم مشكلة السلع الكاسدة أو ما يسمى بمشكلة "Lemons"، وحسب الكاتب فإن السيارات المستعملة إما أن تكون جيدة أو رديئة (Lemons)، وأن المشتريين المحتملين لهذه السيارات لا يمكنهم التأكد من ذلك إلا بعد امتلاكهم لها، وعلى العكس من ذلك من المحتمل أن يكون ملاك هذه السيارات أكثر معرفة بنوعية السيارة مقارنة بالمشتريين، وينتج عن هذه الوضعية عدم تماثل في المعلومات المتاحة في السوق.

* وفورات الحجم أو اقتصاديات الحجم أو اقتصاديات السعة (Economies of scale) تمثل انخفاض متوسط التكلفة الكلية في الأجل الطويل كلما ارتفع حجم إنتاج الشركة، وهو مصطلح مرتبط باقتصاديات الإنتاج واسع النطاق، حيث تؤدي الزيادات المطردة في الإنتاج إلى انخفاض متوسط (أو وحدة) التكاليف على المدى الطويل.

¹ محمد صالح القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 126.

² Akerlof, G. A. (1978). The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. In *Uncertainty in Economics* (pp. 235-251).

³ Llau, P. (1996). Op. Cit., p. 196.

وفي ظل عدم قدرة المشتريين التمييز بين أنواع السيارات، فإن أسعارها تبقى متساوية مما قد ينتج عنه مبادلة سيارة رديئة بسعر سيارة جيدة، وكنتيجة لمشكلة الاختيار السيئ يكون هناك ميل لانخفاض متوسط جودة السيارات في السوق، وبالتالي انخفاض حجم السوق.

إن مشكلة (Lemons) تنشأ كذلك في أسواق الأوراق المالية، حيث أن المشتري المحتمل للأوراق المالية لا يستطيع أن يميز بين شركات جيدة يتوقع أن تحقق أرباح عالية وخطر منخفض من جهة، وبين شركات رديئة أرباحها المتوقعة منخفضة ومخاطرها عالية، والنتيجة مشابهة لما حصل في سوق السيارات المستعملة.

ويطرح وضع اللاتوازن في المعلومات مشكلتين أساسيتين، قبلية عندما يتعلق الأمر بمرحلة ما قبل منح القرض وتسمى الاختيار العكسي (Adverse Selection) أو بعدية عندما يتعلق الأمر بمرحلة ما بعد منح القرض وتسمى المخاطر الأخلاقية (Moral Hazard).

يقصد بالاختيار العكسي عدم قدرة المقرض على معرفة وضعية المقترضين جميعا بشكل فردي دون أن يتحمل مقابل ذلك تكلفة إضافية لجمع المعلومات الكافية حول هؤلاء المقترضين،¹ وفي ظل هذا الوضع سيواجه المقرض نوعين من المقترضين:²

- المقترضين الأكثر ميلا للمخاطرة الذين يقترحون سعرا منخفضا للأوراق المالية، ويبحثون عن تعظيم عوائد مشاريعهم التي تفوق مخاطرتها المستوى المتوسط للمخاطرة في المشاريع العادية.
- المقترضين الجيدين الذين يطلبون سعرا أعلى للأوراق المالية وتتميز مشاريعهم بأنها منخفضة المخاطر.

ويكون المقرض تبعا لذلك على استعداد لعرض سعر لا يعكس الجودة الحقيقية (القيمة الاقتصادية الحقيقية) للورقة المالية، بل يعكس متوسط الجودة للأوراق المطروحة في السوق، وهو

¹ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص ص 48-49.

² Christian Ottavj (2014). Op. Cit., p. 165.

سعر يقع ما بين القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الجيدة والقيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الرديئة.¹

أما المقترضين السيئين (ذوي المخاطرة العالية) فهم الأكثر رغبة في طرح أوراقهم المالية لعلمهم بأن المقرض المرتقب على استعداد لعرض أسعار تفوق القيمة الاقتصادية الحقيقية لأوراقهم المالية،² لذلك يقوم المقرض وفقا لذلك بما يسمى بالسلوك المناوئ* برفض إقراض هذه الفئة من المقترضين ذات المخاطرة العالية، وهو ما يشكل عائقا يؤثر على أداء السوق المالي،³ أما إذا قام المقرض بتجاهل السلوك المناوئ ويقوم بمنح القرض في ظل الشروط السابقة، فإن ذلك سوف يترتب عنه استعمال غير كفاء للموارد المالية المتاحة.⁴

أما مشكلة الخطر الأخلاقي أو الخطر المعنوي أو مخاطر سوء النية فتتعلق بسلوك المقرض ونيته بعد إتمام الصفقة المالية،⁵ وتحدث مشكلة الخطر الأخلاقي بالرغم من عدم تعرض المقرض لمشكلة الاختيار العكسي، أي احتمال قدرة المقرض على التفرقة بين المقرض الجيد والمقرض السيئ قبل إتمام الصفقة المالية، إلا أنه لا يزال عرضة لمشكلة أخرى وهي احتمال تعرضه لمخاطر سوء النية من قبل المقترضين الذين يقومون باستخدام الأموال بشكل غير كفاء.

في هذه الحالة، يجد المقرض نفسه في مواجهة مشكلة مرتبطة بعدم قدرته على معرفة كيفية تصرف المقرض في غياب أي التزام مسبق منه حول كيفية استخدام الأموال،⁶ وذلك نظرا لما تتطلبه هذه العملية من تكلفة إضافية لا يستطيع المقرض أن يتحملها، ويمكن القول بأن المقرض في هذا الوضع يواجه مشكلة الوكالة*.

¹ السيد بدوي عبد الحافظ، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-20.

² صبيحة برزان فرهود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية، الأسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87، 2016، ص 490.

* Anti-selection; Adverse selection.

³ السيد بدوي عبد الحافظ، مرجع سبق ذكره، ص ص 19-20.

⁴ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁵ Mishkin, F. S. (2010). Op. Cit., p. 49.

⁶ الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، مرجع سبق ذكره، ص 51.

* الوكالة هي الوضعية التي تنتقل عبرها الأموال من المقرض أو المُمَوَّل إلى المقرض أو ما يسمى المُمَوَّل أو الوكيل.

في مثل هذه الظروف تلعب الوساطة المالية دورا هاما، حيث قام عدد من الاقتصاديين أمثال (1981) Stiglitz & Weiss، (1985) Bester و (1984, 1996) Diamond بوضع العديد من النماذج التي اعتُبرت أساس النظرية الحديثة للوساطة المالية وذلك بناء على قدرة مؤسسات الوساطة المالية على حل المشاكل الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، وقد تضمنت هذه النماذج تحليلا لوساطة المعلومة من أجل تسيير المخاطر.

1.2.2.4.2. الوساطة المالية ومشكلة الاختيار العكسي:

ترتبط مسألة اتخاذ قرار منح الائتمان بمشكلة الاختيار المعاكس، حيث توجد في البداية مشكلة عدم تماثل في المعلومات قبلية بين البنك وعملائه، وللحد من الآثار السلبية لهذه المشكلة يرى (1977) Leland & Pyle بأنه يمكن للمقترض أن يعطي إشارة (signal) في السوق حول نوعية المشاريع المراد تمويلها من أجل تجنب مشكلة الاختيار العكسي.

وقد كان (1976) Jaffee & Russel أول من قام بإضفاء الطابع الرسمي على مشكلة الاختيار العكسي، حيث أظهر الكاتبان بأن تقنين الائتمان يعتبر استجابة فعالة من قبل البنك اتجاه مشكلة الاختيار العكسي، وتناول (1979) Keeton هذه الفكرة في وقت لاحق، ثم (1981) Stiglitz & Weiss والتي تعتبر مساهمتها بمثابة مرجع في هذا الجانب.¹

1.1.2.2.4.2. نموذج (1977) Leland & Pyle:

طور (1977)² Leland & Pyle نموذجا أطلق عليه نظرية الإشارة، حيث افترض الكاتبان بأن المقترضين يملكون معلومات حول نوعية المشاريع التي يرغبون في الاستثمار فيها والمردودية التي يتوقعون الحصول عليها، وقد يكون في حوزة هؤلاء معلومات حول المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه المشاريع، هذه المعلومات يجهلها المقرضون.

وبما أنه لا يمكن التمييز بين المشاريع من ناحية المخاطر التي يمكن تتعرض لها، يعتقد الكاتبان بأن طلب علاوة إضافية (قسط تأمين) يقوم بدفعها المقترضون للمشاريع الجيدة، التي يعلم

¹ De Lima, P. (2012). Economie bancaire et croissance économique: Cour, Dunod, p. 36.

² Brealey, R., Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. The journal of Finance, 32(2), 371-387.

أصحابها القيمة الحقيقية لها، يمكن أن يعطي إشارة (signal) في السوق حول نوعية المشاريع، وفي هذه الحالة إما أن ينسحب المقترضون من السوق أو يقومون بعملية الإشارة في السوق لإثبات الثقة الموضوعية في مشاريعهم وأفضل طريقة لذلك هي استثمار جزء هام من أموالهم الشخصية في المشروع.

يشير (Leland & Pyle (1977) إلى أن هذه المعاملة يجب أن تترجم في البداية من خلال نقل معلومات خاصة من المقترض إلى المقرض، وثانياً عن طريق تحويل الأموال في الاتجاه المعاكس، هذا التبادل حسب الكاتبين يثير مسألة مصداقية الإشارة عن نوعية المشروع الاستثماري.

2.1.2.2.4.2. نموذج¹ Stiglitz & Weiss (1981):

يعتقد (Stiglitz & Weiss (1981) بأن الأسواق المالية تتسم بعدم تماثل المعلومات، وينتج عن ذلك أن الاختيار العكسي يجعل أسعار الفائدة العالية تستقطب في المقام الأول المقترضين المتعطشين،² وبالتالي فإن البنك يصبح متأكد من عدم قدرة المقترض على سداد ديونه، وهذا ما يدفعه إلى تقييد الائتمان وترشيده توزيعه وتسقيف معدل الفائدة تجنباً لانخفاض أرباحه المتوقعة التي قد تنجم عن تمويل المقترض الأكثر تعرضاً للمخاطر، ولذا يرى الكاتبان بأن أسعار الفائدة الأكثر اعتدالاً قد تسمح وحدها بتحسين متوسط نوعية طلبات الاقتراض.

من الجانب النظري تم وضع نموذج تقنين الائتمان من قبل (Stiglitz & Weiss (1981) في مقالهما الشهير بعنوان "Credit rationing in markets with imperfect information"، حيث أوضح الكاتبان في تحليلهما أهمية وساطة المعلومة من أجل تحسين تسيير المخاطر وتفسير آليات تقنين الائتمان لمعالجة المشاكل الناشئة عن عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين،³ حيث تعتبر ظاهرة عدم تماثل المعلومات حسب الكاتبان أساس العديد من العيوب والنقائص في الأسواق المالية.

¹ Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information, Op. Cit., pp. 393-410.

² علي أحمد البلبل وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 4.

³ De Lima, P. (2012). Op. Cit., p. 35.

يعرف تقنين الائتمان بأنه حالة عدم توازن دائمة تميز سوق الائتمان عندما لا يتحدد معدل الفائدة حسب قانون العرض والطلب على القروض، بحيث يوجد فائض في الطلب على القروض لا يقابله عرض مساوي في العملية العادية لتوازن السوق.¹

قام Stiglitz & Weiss (1981) بدراسة وضعية البنك الذي يواجه نفس الطلب على القروض من طرف عدة مؤسسات متشابهة التي ترغب في الحصول على الموارد المالية لتمويل مشاريعها الاستثمارية، وتتوقع المؤسسات أن تحقق هذه المشاريع مردودية متساوية، غير أن كل مشروع يتميز عن غيره بعوامل خطر مختلفة.²

يعتقد Stiglitz & Weiss (1981) بأن الاختلاف في تقدير المخاطر من طرف المؤسسة والبنك نتيجة لظاهرة عدم تماثل المعلومات يمكن أن يقود البنك إلى تفضيل التقنين الكمي للائتمان من خلال تعديل العرض والطلب على القروض عن طريق معدلات الفائدة،³ وحسب الكاتيين فإن عرض الأرصدة القابلة للإقراض ليس بالضرورة دالة متزايدة في سعر الفائدة على القروض، ففي بعض الأحيان قد يختار البنك سعر الفائدة الذي يؤدي إلى زيادة الدخل المتوقع من عملية منح القروض، وفي هذه الحالة قد يتخطى الطلب على الائتمان المعروض منه، وبعبارة أخرى عندما يرتفع سعر الفائدة على القروض تميل توقعات البنك إلى زيادة الأرباح، وأن أي زيادة في سعر الفائدة لتتجاوز مستوى معين قد تؤدي انخفاض أرباح البنك المتوقعة بسبب عجز المؤسسات عن السداد.

يرى Stiglitz & Weiss (1981) بأن تقنين الائتمان لا يأخذ شكل قيود على تنافسية البنك بل هو عملية تؤدي إلى الإخلاء الكمي لبعض العملاء الذين لن يحصلوا على أي مساعدة من البنك ولن يكون هؤلاء العملاء قادرين على الاقتراض حتى بمعدلات فائدة أعلى.

غير أن أحد أوجه القصور في نموذج Stiglitz & Weiss (1981) يقوم أساساً على عدم الأخذ بعين الاعتبار معايير تحليل مخاطر التخلف عن السداد من قبل العميل في الفترة الماضية، وقد حاول الكاتبان معالجة هذا القيد في نموذجهما الأول، حيث اقترح Stiglitz & Weiss (1983)⁴

¹ Ibid, p. 35.

² Ibid, p. 36.

³ Ibid, p. 36.

⁴ Stiglitz, J., & Weiss, A. (1983). Alternative approaches to analyzing markets with asymmetric information: reply. The American Economic Review, 73(1), 246-249.

نموذجاً جديداً مبنياً على فترتين لدراسة مخاطر التخلف عن السداد السابقة للمؤسسة بشكل أفضل، ويشير هؤلاء إلى أن ردة فعل البنك اتجاه وضعية تخلف أحد العملاء عن السداد في الفترة (t) تكون عن طريق قيام البنك بتشكيل نوع من قاعدة البيانات من أجل تقييد منح الائتمان لنفس العميل في الفترة القادمة حتى بمعدلات فائدة أعلى.

3.1.2.2.4.2. نموذج Bester (1985)¹:

يعتقد Bester (1985) بوجود أهمية خاصة لمؤسسات الوساطة المالية وخاصة البنوك في ظل فرضية عدم تناظر المعلومات، ويمكن توضيح أفكار Bester (1985) من خلال الأعمال الواردة في مقاله بعنوان "The role of collateral in credit market with imperfection information" المنشور بمجلة "European Economic Review".

افترض الكاتب وجود نوعين متمائلين من الأفراد يرغبان في القيام بمشاريع استثمارية (a) و (b) على التوالي، هذه المشاريع تتطلب نفس الإنفاق (I)، بالإضافة إلى ذلك يعتقد بأن هؤلاء الأفراد يمتلكون في البداية نفس الثروة ويرغبون في الاقتراض، ويضيف Bester (1985) بأنه من المتوقع أن يحقق المشروع (b) تدفق نقدي (Xb) باحتمال $p(Xb)$ ، كما أن المشروع (a) سيحقق تدفق نقدي (Xa) باحتمال $p(Xa)$ ، وأن المشروع (b) أكثر مخاطرة من المشروع (a)، مع احتمال أقل لتحقيق عائد استثمار أعلى، حيث أن:

$$Xb > Xa$$

$$p(Xb) < p(Xa)$$

يفترض Bester (1985) أيضاً أن عقود القروض التي يقدمها البنك هي من النوع (R، K)، حيث أن (K) هي قيمة الضمانات المستحقة للبنك في حالة تخلف المقترض عن سداد الديون المترتبة عليه، واعتبر أن (Ra) و (Rb) ترمز على التوالي لمعدلات الفائدة المرتبطة بعقود القروض (a) و (b)، وأن قيمة الثروة الأولية التي يمتلكها المقترضين هي دائماً أكبر من قيمة الضمانات المطلوبة.

¹ Bester, H. (1985). Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. The American Economic Review, 75(4), 850-855.

ولمعالجة أوجه القصور في نموذج (1981) Stiglitz & Weiss يقترح (1985) Bester التمييز بين العقود التي يقدمها البنك للمقترضين، حيث يمكن التعرف على خصائص الأفراد بناء على اختياراتهم التعاقدية، وسوف تكون هذه العقود بمثابة حوافز وتسمح بتحديد خصائص وسلوك المقترضين السابقة.

من خلال النموذج الذي قدمه (1985) Bester أوضح بأنه يمكن للبنك وضع نظام لتحديد ومعرفة الأفراد عن طريق تقديم عقود القروض الفاصلة (Contrats de prêts séparant) التي تتميز بسعر فائدة ومستوى معين من الضمانات تجعل البنوك قادرة على تحديد مخاطر المقترضين وفقا للعقد الذي يختاره هؤلاء في ظل وضع يتميز بعدم تناظر المعلومات، ويشير (1985) Bester إلى أن المقترض الأقل مخاطرة سوف يختار عقود تتضمن ضمانات أقوى مقابل أسعار فائدة منخفضة، كما أن المقترض الأكثر مخاطرة فسوف يميل إلى اختيار العقد الأكبر تكلفة، والذي يتطلب ضمانات أقل باعتبار أن لديه احتمال أكبر للتخلف عن السداد، هذه الإستراتيجية أثبتت حسب الكاتب أنها بديل للتقنين الكمي العشوائي.¹

بالإضافة إلى ذلك، أظهر (1985) Bester أن البنك سيلجأ إلى تقنين الائتمان عندما لا تغطي الضمانات جميع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقترض.

2.2.2.4.2. الوساطة المالية ومشكلة المخاطر الأخلاقية:

قدم (1984, 1996) Diamond نموذجين كان يهدف من خلالهما إلى معالجة مشكلة عدم تناظر المعلومات بين المقرضين والمقترضين من خلال قيام البنك بجمع المعلومات الصحيحة عن المقترضين والقدرة على مراقبة نشاطهم.

¹ De Lima, P. (2012). Op. Cit., p. 40.

1.2.2.2.4.2. نموذج¹ Diamond (1984):

بالنسبة لـ Diamond (1984) هناك سبب آخر يدعو لوجود الوسطاء الماليين وخاصة البنوك، وحسب الكاتب يتمثل هذا السبب في دور البنوك في مراقبة المشاريع التي كلفهم بها المقرضين، بسبب عدم القدرة على الوصول إلى المعلومة، وبالتالي تخفيض تكلفة المراقبة.

قام Diamond (1984) بدراسة هذه الحالة في ظل فرضية عدم تناظر المعلومات، حيث ركز تحليله في قدرة البنوك على جمع المعلومات الصحيحة على المقترضين والقدرة على مراقبة نشاطهم، وكان أول من أطلق مصطلح المراقب (Monitor) على البنوك.

يعتقد Diamond (1984) بأن قيام البنوك بإنتاج المعلومة عن المقترضين يعتبر تكلفة أطلق عليها تكلفة المراقبة، غير أنه في حالة غياب البنوك يضيف الكاتب بأنه يصبح تقييم نوعية المؤسسات وأدائها مكلفا أكثر على المقترضين، لذا يرى بأن البنوك قادرة على تحديد المقترضين الذين يمتلكون فرص النجاح، ونظرا لقيام العديد من المستثمرين بطلب الموارد المالية لتمويل مشاريعهم يمكن للبنوك تحقيق وفورات الحجم، حيث تقوم البنوك بتحليل المعلومات المستقاة عن المقترضين، وتقييم وضعيتهم المالية من أجل التأكد من قدرتهم على القيام بالاستثمارات، وثانيا القيام بمتابعة المشاريع ومن ثم تخفيض تكاليف التحقق والرصد بشكل كبير.

2.2.2.2.4.2. نموذج² Diamond (1996):

قام Diamond (1996) بتطوير نموذج أوضح فيه أن عقود الديون* التي تتطوي على وجود الوسطاء الماليين هي عقود مثلى، وذلك من خلال قيامهم بمهمة مراقبة نشاط المقترضين، حيث قارن الكاتب بين التكاليف والمردود المتوقع للمشاريع الاقتصادية في ثلاثة حالات وهي، أولا الغياب التام لمراقبة نشاط المقترضين، ثانيا وجود رقابة مباشرة من طرف المقرضين لنشاط المقترضين، وأخيرا

¹ Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. Op. Cit., pp. 393-414.

² Diamond, D. W. (1996), Financial intermediation as delegated monitoring: A simple example, Federal reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Volume 82/3 Summer, p. 51-66.

* تشمل عقود الديون العقود المبرمة بين المقترضين والوسطاء الماليين (القروض البنكية) والعقود المبرمة بين المدخرين والوسطاء الماليين (الودائع البنكية).

تفويض مراقبة نشاط المقترضين للوسطاء الماليين، ووجد (Diamond (1996 بأن الميزة المعلوماتية للوسطاء الماليين تكمن في جمع المعلومات الصحيحة عن المقترضين والقدرة على مراقبة نشاطهم.

3.2.4.2. الوساطة المالية وتخفيض المخاطر:

لقد أكد العديد من الاقتصاديين على أنه من المحتم أن تشكل المخاطر المالية أهمية كافية بالنسبة لإدارة الاقتصاد الكلي من أجل تبرير أسباب ظهور مؤسسات الوساطة المالية.

فالمؤسسات المالية الوسيطة قد تلجأ إلى توزيع الموارد المتاحة للإقراض على مختلف المشاريع وفقا لمحددات الاستثمار واعتبارات العائد والمخاطرة والسيولة المرتبطة بها، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة المخاطر المجمعة مقارنة بما قد تقتضي إليه مخاطر إخفاق مشروع واحد على مدخر واحد أو مستثمر واحد.¹

وحسب (Kaufman (1998)² فإن الأعوان غير الماليين لا يتمتعون بنفس النفور من المخاطر بالمقارنة مع الوسطاء الماليين، فقد تتعرض البنوك طوعا لبعض للمخاطر باعتبارها أكثر قدرة على تحملها وتستطيع إدارتها بشكل أفضل من غيرها، ويرجع ذلك إلى اعتقادها بأن لديها ميزة نسبية ناتجة عن زيادة الخبرة والمعرفة في قياس وإدارة المخاطر، وأنها تستطيع بيع القيم ذات المخاطرة مقابل خسائر متوقعة وتنتج عائدا إيجابيا في المتوسط.

ويذهب الكثير من الاقتصاديين إلى التأكيد على أنه بدون وجود البنوك، فإن العديد من المعاملات المالية لن تتم، وذلك بسبب عدم الثقة والانتهازية والنفور للأعوان الاقتصاديين من المخاطر.³

¹ شذا جمال خطيب، صعقق الركبيي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002، ص 53.

² Kaufman, G. G. (1999), Central banks, asset bubbles, and financial stability, In Central Banking, Monetary Policies, and the Implications for Transition Economies, Springer, Boston, MA, pp. 143-183.

³ Williamson, S. D. (1986), Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing. Journal of Monetary Economics, 18(2), p. 168.

هذا الطرح أيدته أعمال (De Boyer 1998)، حيث يشير المفكر إلى أن البنوك تقوم بخلق نقود الودائع من خلال عملية قبول الودائع تحت الطلب، وذلك لتسهيل المبادلات وتحمل المخاطر المرتبطة بها مكان الأعوان غير الماليين.¹

وتملك مؤسسات الوساطة المالية ميزة نسبية في مشاركة وتقسيم المخاطر، وتعتبر نظرية سلوك المحفظة الأساس القاعدي لهذا النوع من النماذج، وذلك بافتراض النفور اتجاه المخاطر (Risk Aversion Assumption).

يعود الفضل في تطبيق نظرية خيارات المحفظة* لأول مرة على البنوك ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى إلى كل من (Pyle 1971) و (Hart & Jaffee 1974)، ثم طور هذا التحليل على أيدي مجموعة من الاقتصاديين أمثال (Kahane 1977)، (Koehn & Santomero 1980)، (Kim & Santomero 1988)، (Rochet 1992) و (Caprio 1996).

لقد أخذت هذه النماذج على عاتقها إشكالية تنويع الأصول* للمؤسسة البنكية والمؤسسات المالية الأخرى، وذلك عبر منهجية مرتكزة على العلاقة عائد - مخاطرة، والتي تعد توسيعاً للنظرية العامة للمحفظة.

يشير (Pyle 1971)² إلى أن الخاصية الأساسية للبنك هي إصدار الديون على نفسه، واستخدام الأموال التي يتم جمعها للحصول على أصول مالية أخرى، ومحاولة معرفة الظروف التي تسمح له بتحقيق الأرباح عن طريق تقديم التزامات في شكل ودائع للحصول على استخدامات في شكل قروض.

¹ De Boyer, J. (1998), Production de crédit et offre de monnaie, revue française d'économie, 12(2), p. 272-283.

* وضع هذه النظرية الباحث الاقتصادي (Markowitz 1952)، حيث وضح أن هناك علاقة ما بين العائد المتوقع للاستثمار وبين مستوى المخاطرة، ويمكن اعتبار (Markowitz 1952) أول من قدم طريقة قياس كمية لحساب كل من عائد وخطر المحافظ الاستثمارية، ووضح كيفية استخدام التنويع للوصول إلى العائد المتوقع الأمثل ضمن مستوى مخاطر معين، ثم طور هذا التحليل على أيدي (Markowitz 1959)، (Tobin 1958, 1965) و (Sharpe 1964).

* التنويع هو توزيع استثمار الأصول على أوراق مالية متنوعة أو أوراق مالية في أسواق متنوعة بهدف التحكم في المخاطرة ضمن محفظة معينة دون أن يؤدي ذلك إلى تقليص العائد المتوقع بصورة تناسبية.

² Pyle, D. H. (1971), On the theory of financial intermediation, The Journal of Finance, 26(3), 737-747.

4.2.4.2. الوساطة المالية وتوفير السيولة:

يعتبر عامل تفضيل السيولة أحد المبررات الأساسية لوجود الوسطاء الماليين، حيث أن احتفاظ الأعوان الاقتصاديين بالنقود أو بالأصول المالية المباشرة تعتبر في الأساس عملية غير فعالة ومرتفعة التكاليف في حالة عدم وجود وسطاء ماليين.

في الواقع قد تؤدي الحاجة إلى السيولة إلى وضع يتميز بعدم الاستقرار الاقتصادي، وتعود الحاجة للسيولة إلى اختلاف الآفاق الزمنية بين خطط الاستثمار للمقترضين وخطط الاستهلاك للمدخرين، فقد يطرح أصحاب العجز المالي أصول مالية طويلة المدى في الأسواق المالية لتمويل مشاريعهم، أما أصحاب الفائض المالي فيبحثون عن توظيف مدخراتهم في أدوات قصيرة الأجل بسبب التغيرات غير المتوقعة التي قد تحدث في إنفاقهم،¹ لذلك تظهر قدرة الوسطاء الماليين على تأمين قدر من السيولة كإحدى المبررات الأساسية لقيام الوساطة المالية، إذ تكون الأصول التي يحتفظ بها الوسطاء الماليين عادة طويلة الأجل، بينما الأصول المالية غير المباشرة التي يصدرونها ثابتة القيمة وقابلة للسداد عند الطلب، وبالتالي قدرة الوسطاء الماليين على تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة في حالة الطلب عليها.²

في الأسواق التي تتسم بعدم اليقين، يحتاج العملاء الاقتصاديون إلى امتلاك أصول سائلة تكون قيمتها مستقرة وآمنة ومتاحة لمبادلة السلع والخدمات والأوراق المالية، لذلك تلجأ البنوك لخلق النقود لتأمين السيولة، أي تحويل ديونها إلى وسائل دفع مقبولة.

تعتبر الوظيفة الأساسية لضمان السيولة من طرف مؤسسات الوساطة المالية جوهر المساهمة الرئيسية في أعمال³ Diamond & Dybvig (1983)، فقد قدم الكاتبان نموذجا من أجل توضيح سبب وجود مؤسسات الوساطة المالية وخاصة البنوك في الاقتصاد، حيث يدرس النموذج مدى قدرة البنوك على حماية المودعين من خطر عدم القدرة على تحويل الأصول المالية إلى أصول استهلاكية.

¹ De Coussergués, S., & Bourdeaux, G. (2013). Gestion de la banque, du diagnostic à la stratégie, 6ème édition, Dunod, p. 5.

² محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 124.

³ Diamond, D. W & Dybvig, P. H. (1983), Bank runs, deposit insurance, and liquidity. Journal of political economy, 91(3), 401-419.

1.4.2.4.2. نموذج¹ Diamond-Dybvig (1983):

قدم الكاتبان هذا النموذج لتوضيح أحد أسباب وجود البنوك، حيث يدرس النموذج استعداد البنوك لمواجهة حاجة المودعين غير المتوقعة للسيولة، نقطة البداية بالنسبة لهذه الخاصية البنكية تكمن في قيام البنوك بتحديد نوعية المودعين من أجل تحويل ودائعهم الجارية ذات سيولة إلى قروض ذات خطر غير سائلة.

قدم النموذج نوعين من المودعين، النوع الأول يبحث على الاستهلاك الفوري في الفترة $(t = 1)$ ، بينما يريد النوع الثاني من المودعين الاستهلاك حتى الفترة $(t = 2)$ ، في حين أن كل عون يطلب في الفترة $(t = 0)$ آلية للتأمين من خلال التوزيع الأمثل للخطر بين كل الأعوان.

عدم تناظر المعلومات يكمن في أن المودع هو الوحيد القادر على معرفة انتمائيه، سواء إلى النوع الأول أو الثاني، مع أن هدف كل مودع هو تعظيم منفعتيه، وفي ظل وجود أسواق تامة (Perfect Markets) مفتوحة أمام القطاع المالي، يعتقد الكاتبان بأن مؤسسات الوساطة المالية وخاصة البنوك تظهر في الأسواق المالية لتحقيق توزيع أمثل للمخاطر بين المودعين الذين يجهلون تفضيلاتهم الزمنية من حيث الاستهلاك وذلك عن طريق عقود التأمين.

أما إذا كان النظام المالي في وضعية عدم تناظر المعلومات، فإن عقود الودائع تتضمن حق السحب عند الطلب عليها سواء في الفترة $(t = 1)$ أو $(t = 2)$ ، وفي غياب المعلومة العامة لا يمكن التحكم في تفضيل المودعين للسيولة، ولمواجهة ذلك يعتقد الكاتبان بأنه يمكن وضع عقد مثالي للتأمين بين البنك والمودعين.

في هذه الوضعية، مجرد إشاعة يمكن أن تدفع بالمودعين إلى سحب مكثف للودائع، وبالتالي تجعل البنوك عرضة للخطر والإفلاس وانتقال العدوى إلى باقي النظام البنكي باعتبار أن ظاهرة الذعر المصرفي لا يمكن السيطرة عليها.

يرى الكاتبان بأنه من الممكن التحكم في هذا الخطر، أولاً باستخدام سوق ما بين البنوك وإعادة التمويل لدى البنك المركزي، ثم عن طريق عقود التأمين على الودائع.

¹ Ibid, pp. 401-419.

ومن الضروري الإشارة إلى أن Gurley & Shaw كانا من الأوائل الذين قاموا بإظهار دور البنوك في توفير السيولة، وتحديد دور الوسطاء الماليين في تحويل التزامات المستثمرين غير السائلة إلى أصول سائلة لدى المودعين.

وهكذا يضمن الوسطاء الماليين وظيفة توفير السيولة كمبرر أساسي لقيام نشاط الوساطة المالية، ومع ذلك فقد يجد الوسيط المالي نفسه في مواجهة أزمة سيولة، وذلك بسبب عدم التناسق في ميزانيته المرتبطة بحيازة أدوات دين غير سائلة وإصدار أصول سائلة لفائدة المودعين وهو ما يببر تدخل مقرض الملاذ الأخير.¹

في ضوء ما تقدم يمكن القول بأن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه بشكل أو بآخر تحقيق وفورات اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الاستثمار وتهيئ لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يوائموا بين السيولة والرغبة، حيث أن التضحية التي يتحملها الفرد من جراء احتفاظه بثروته في شكل نقود أو أصول مالية مباشرة بحثا عن السيولة ستكون باهظة بالمقارنة بما يتحملة الفرد لو احتفظ بثروته كلها أو جزء منها على شكل أصول مالية غير مباشرة، هذه التضحية أو كما يطلق عليها البعض تكلفة الفرصة البديلة تتشكل بالإيرادات التي تدرها ثروته لو احتفظ بها في صورة أصول مالية غير مباشرة تتميز بارتفاع عوائدها عن عوائد الأصول المالية المباشرة أو عن الاحتفاظ بالنقود التي لا تدر أية عوائد على الإطلاق.

3. قراءة نظرية حول العلاقة القائمة بين التحريم المالي والوساطة المالية:

من الواضح أن التدخلات الحكومية في القطاع المالي قد يكون لها ما يبررها من تصحيح بعض جوانب عدم الفعالية في الأسواق المالية، كما يمكن أن تؤدي بصفة مبدئية إلى رفع كفاءة هذه الأسواق، غير أن هذه التدخلات كثيرا ما تفضي إلى نتائج عكسية كما حدث في عدد كبير من البلدان النامية، مما يحد من كفاءة الأسواق المالية، بل إن ما قد يبدو تدخلا حكوميا ناجحا من أحد الجوانب قد تكون له آثار سلبية من جانب آخر، كما أن التدخلات التي قد تتلاءم مع مرحلة معينة من التطور الاقتصادي والمالي، ربما تكون غير ملائمة على الإطلاق للمراحل الأكثر تطورا، وبالتالي قد يؤدي

¹ Diatkine, S. (1993), Néoinstitutionnalisme et théorie contemporaine de l'intermédiation financière, Op. Cit., p. 226.

التدخل لتوجيه القروض وغيره من أساليب التدخل الحكومي في صنع القرارات المتعلقة بالإقراض إلى إضعاف قدرة البنوك على تقييم المخاطر الائتمانية، فضلا عن ذلك فقد ينتج عن هذا التدخل تأخير وضع نظم فعالة في مجالات المحاسبة، الإشراف، الرقابة والمعلومات.¹

وجدير بالذكر أن الوضع في البلدان النامية في ظل سياسة الكبح المالي لم يكن موافيا، حيث أصبحت المؤسسات المالية قاصرة بشكل متزايد عن تحقيق الوساطة الكفاء في المدخرات الضخمة والمتنامية، واكتسبت مشكلات الخطر المعنوي القائمة في كافة النظم المالية أبعادا ضخمة، ونظرا لأن أسواق المال والقواعد المنظمة لها والتي منعت أصحاب المدخرات المحلية من الاستثمار في الخارج لم تحقق تقدما كافيا في هذا المجال، فقد اضطلعت البنوك بدور قيادي في مجال الوساطة المالية، غير أن الإقراض لذوي الصلة وضعف تقييم المخاطر الائتمانية وغير ذلك من جوانب القصور قد أسهم في خلق ديون مفرطة وتقديم التمويل لمشروعات استثمارية هامشية أو مشكوك في جدواها، بينما حدث القيود المفروضة على دخول المؤسسات المالية الأجنبية من انضباط العمليات التنافسية وحالت دون إشراك الخبرات الفنية الخارجية، ومالت البنوك إلى الابتعاد عن فرض الانضباط المالي بسبب الضمانات الصريحة أو غير الصريحة على كل من الأصول والالتزامات المصرفية، وأصبحت البنوك لا تولي اهتماما كافيا لما تنطوي عليه المشروعات الاستثمارية من مخاطر وما تدره من إيرادات، وهو ما أدى إليه تاريخ طويل من الضمانات العامة للمشروعات الخاصة التي تم تقديم بعضها استجابة لتوجيهات حكومية بدعم مالي أو تأييد مباشر من سياسات الائتمان المنحازة للشركات أو القطاعات ذات الحظوة، وتراكمت جوانب الضعف الهيكلي في نظم الوساطة المالية نتيجة لتشوّه حوافز اختيار المشروعات إلى جانب عدم كفاية الخبرة الفنية في مجال مراقبة المشروعات وتقييمها وضعف الرقابة والنظم التحوطية وانخفاض نسبة كفاية رأس المال.²

¹ آفاق الاقتصاد العالمي: استقصاء الأوضاع الاقتصادية العالمية، تقرير من إعداد خبراء صندوق النقد الدولي، 1998، ص

²Goldstein, M. (1998). The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications (Vol. 55). Peterson Institute.

1.3. الكبح المالي والوساطة المالية:

يعتبر قطاع الوساطة المالية القطاع الرئيسي الذي يتأثر بالدرجة الأولى بسياسة الكبح المالي، حيث يظهر تأثير تدخل الدولة على القطاع المصرفي من خلال الحد من حرية نشاط البنوك في اختيار كل من سياسة الائتمان وإستراتيجية جذب الودائع الملائمتين، لذلك يرى العديد من الاقتصاديين أنصار مدرسة ستانفورد والآراء المؤدية لها بأن رفع القيود والضوابط المالية على العمل المصرفي لها تأثير كبير على طريقة عمل البنوك وإعادة هيكلتها.

قدم (Klein (1971 و (Monti (1972 نموذجا استخدمنا من خلاله دالة الأرباح لبنك موجود في وضعية احتكارية، وتوصلا إلى أن البنك يقوم بتحديد سعر الفائدة على القروض على أساس مرونة الطلب على الائتمان، وأن هامش الوساطة البنكية يرتبط ارتباطا وثيقا بمرونة الطلب على الائتمان وعرض الودائع المصرفية، حيث يعتقد الكاتبان بأن البنوك التي تتمتع بوضعية احتكارية تكون قادرة على تقديم أسعار فائدة مرتفعة على القروض وأسعار فائدة منخفضة على الودائع، لذلك فإن سياسات تحديد أسعار الفائدة على القروض استنادا إلى مستوى أسعار الفائدة على الودائع يجب أن تأخذ بعين الاعتبار دالة التكلفة البنكية.

وخلافا لذلك قدم (Frediric Lobeز (1997 نموذجا يختلف عن نموذج (Klein (1971 و (Monti (1972، حيث يعتمد نموذج الكاتب على وجود قطاع مصرفي تنافسي يتكون فقط من البنوك التجارية، ويكون التدخل الحكومي في القطاع المصرفي من خلال استخدام الأدوات المباشرة للرقابة النقدية مثل متطلبات الاحتياطي القانوني و/أو التحديد الإداري لأسعار الفائدة.

يشير (Frediric Lobeز (1997 إلى أن تأثير التدخل الحكومي في النظام المصرفي يولد تكاليف إضافية تؤدي إلى زيادة دالة التكاليف للبنك، وأن الرقابة المباشرة المفروضة من طرف الدولة على النظام المصرفي لها تأثير سلبي على كل من وظيفة عرض الائتمان والودائع المصرفية.

2.3. التحرير المالي والوساطة المالية:

أدت سياسات الكبح المالي التي طبقتها معظم الدول النامية إلى غاية سنوات الثمانينات من القرن الماضي إلى عرقلة تطور العمليات المصرفية، فقد سيطرت حكومات هذه الدول على القطاع

المصرفي، وأخضعته لعدد من القيود والضوابط المالية التي أعاقت تنظيم العمليات المصرفية وأدت إلى انخفاض ربحية، إنتاجية وفعالية البنوك.

ومن أجل التخلص من الآثار السلبية للكبح المالي، اتخذت هذه الدول إجراءات لتحرير قطاعاتها المالية وأجهزتها المصرفية، وقد كان الغرض من سياسات التحرير المالي إزالة القيود والحد من تدخل الدولة في القطاع المالي من أجل تعزيز المنافسة وتحسين كفاءة تخصيص الموارد.

وقد كان تنفيذ الإصلاحات المالية التي تسمح بتطوير السوق المالية مدفوعا بتيار الأفكار السائدة آنذاك والتي دعمتها مؤسسات برتون وودز (البنك وصندوق النقد الدوليين)، فقد اعتبر McKinnon & Shaw (1973) بأن ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي على الودائع يؤدي إلى زيادة الادخار في شكل ودائع مصرفية وبالتالي زيادة القدرة الائتمانية للبنوك.

ويعتقد العديد من الاقتصاديين بأن تصحيح التشوهات في مستويات أسعار الفائدة قد يؤدي إلى الحد من مشاكل عدم الكفاءة في تخصيص الموارد المالية القابلة للإقراض،¹ ويشير Lesueur & Plane (1997) إلى حدوث توسع في نطاق ومظاهر المنافسة البنكية بعد تطبيق إجراءات التحرير المالي، حيث أصبحت البنوك مجبرة بشكل متزايد على تحسين سلوكها الإنتاجي.²

يرى McKinnon (1973) و Shaw (1973) بأن إيجاد معدلات فائدة حقيقية موجبة يساهم في تخفيف تجزئة الأسواق المالية وزيادة حجم ونشاط القطاع المالي أو ما يعرف بالعمق المالي في الدول النامية، حيث أن هذه الأسواق تتمكن تدريجيا من تحديد أسعار أكثر دقة وتناسق، وتعكس ندرة الموارد لأن هذه المعدلات تحفز الادخار المالي، مما يؤدي إلى زيادة تمويل الاقتصاد واتساع الوساطة المالية.³

وتشير نظرية McKinnon (1973) و Shaw (1973) إلى أن تحرير القطاع المالي يسمح بزيادة العمق للسوق الذي يعكس زيادة استخدام الوساطة المالية من قبل المدخرين والمستثمرين فضلا

¹ Joumady, O. (2000). Déréglementation du marché des capitaux et efficiences de l'intermédiation bancaire au Maroc: une analyse micro-économétrique (Thèse de Doctorat, Lyon 2), p. 38.

² Lesueur, J. Y., & Plane, P. (1997). L'efficience technique: quelques repères méthodologiques. Revue d'économie du développement, 5(3), 9-31, p. 27.

³ صبحي حسون السعدي، مؤشرات قياس العمق المالي: دراسة تحليلية في عينة من الدول المختارة للمدة 1980-2008، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 17، العدد 63، 2011، ص ص 217-238.

عن زيادة السيولة في الاقتصاد، وبعبارة أخرى عن طريق خفض الاحتكاكات في سوق المال وزيادة المدخرات المحلية وجذب رأس المال الأجنبي.¹

تستند حجج (1973) McKinnon و (1973) Shaw على أساس أنه كلما ارتفع سعر الفائدة الحقيقي كلما زادت درجة التعميق المالي، ويؤدي ذلك إلى زيادة المدخرات لدى مؤسسات الوساطة المالية ومن ثم استثمارها بكفاءة أكبر من استثمارها مباشرة دون وساطة مالية.

فضلا عن ذلك، تساهم سياسات التحرير المالي في زيادة الاعتماد على الأدوات النقدية غير المباشرة (عمليات السوق المفتوحة) في إدارة السيولة النقدية، ومن المفترض أن تؤدي هذه الإجراءات إلى تخفيض الهامش بين سعر الفائدة على القروض وسعر الفائدة على الودائع، كما يؤكد كل من (1973) McKinnon و (1973) Shaw بأن رفع القيود المفروضة على القطاع المالي ينبغي أن يسمح بزيادة المعروض من ائتمان الوسطاء الماليين.

وتعتبر كفاءة الوساطة المالية من أبرز عوامل نجاح سياسة التحرير المالي، ويكون من المناسب في هذا القسم التركيز على تأثير الإصلاحات المالية على السلوك الخاص بالبنوك، وبالخصوص تطور كفاءتها وإنتاجيتها من خلال عرض نموذجين لسلوك البنوك، يتم التطرق من خلال النموذج الأول إلى سلوك البنوك في تسيير وإدارة محفظة أصول تتكون من قروض (أصول خطرة) وأذونات الخزينة (أصول غير خطرة)، ويقوم هذا النموذج بتحليل تأثير سياسة التحرير المالي على فعالية الوساطة المالية من خلال تطور القروض الممنوحة من طرف البنوك للقطاع الخاص، ومتوسط مخاطر محفظة أصول البنك في ظل وجود ضوابط مالية تقيد نشاط البنوك لاسيما تسقيف أسعار الفائدة على القروض.

أما النموذج الثاني فيعرف بنموذج Klein-Monti، وهو نموذج أصلي لمنهج الصناعة البنكية، تم تقديمه من طرف Klein عام 1971 و Monti في عام 1972، ويقوم هذا النموذج بتحليل تأثير تحرير سعر الفائدة على القروض على إنتاجية البنوك، باعتبار أن المصارف تقوم بإنتاج القروض انطلاقا من الودائع.

¹ Bakang, M. L. N. (2015). Effects of financial deepening on economic growth in Kenya. International Journal of Business and Commerce, 4(7), 1-50.

1.2.3. إدارة المحافظ المالية للبنوك التجارية في ظل سياسة التحريم المالي:

يعتقد العديد من الاقتصاديين أمثال (1990) Artus، (1990) Stiglitz & Greenwald و(1996) Caprio بأن البنوك تملك ميزة نسبية في مشاركة وتقسيم المخاطر، وتعتبر نظرية سلوك المحفظة الأساس القاعدي لهذا النوع من النماذج وذلك بافتراض النفور اتجاه المخاطر، حيث تعتمد قرارات البنوك على المراجعة بين العائد المتوقع والمخاطرة المرتبطة بالأصل المالي.

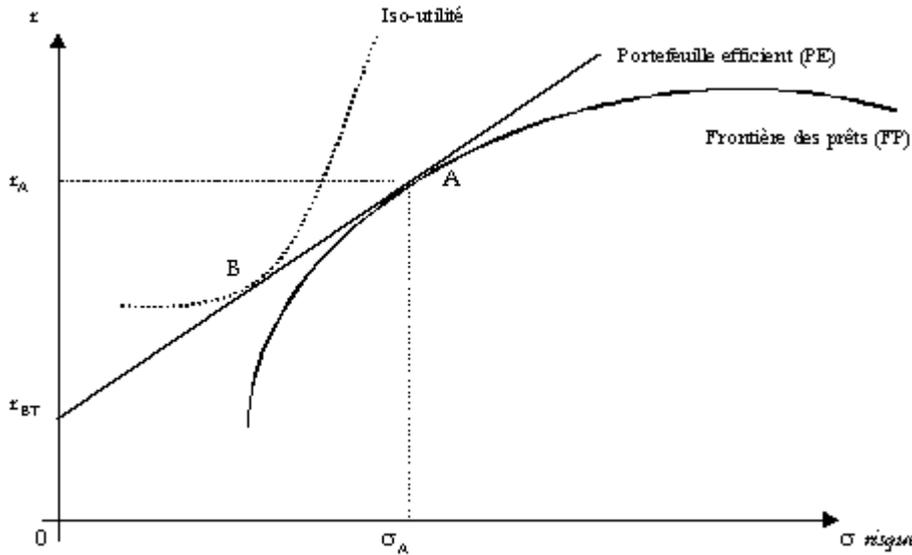
حسب الشكل البياني رقم (14.1) يقوم البنك بتحديد أسعار الفائدة على القروض استناداً إلى المخاطر المرتبطة بالقروض التي يعترزم منحها، كما يمكنه وضع حدود للائتمان [المنحنى FP من الشكل البياني رقم (14.1)]، وذلك عبر منهجية مرتكزة على العلاقة عائد - مخاطرة.¹

في البداية يتجه المنحنى (FP) للارتفاع إلى الأعلى نتيجة لزيادة المخاطر لذلك يحتاج البنك إلى عائد أعلى، ثم يبدأ المنحنى في الانخفاض إلى الأسفل عند مستوى معين من المخاطر بافتراض وجود وضعية عدم تماثل في المعلومات بين البنك والمقترض، حيث أن المقترض يملك معلومات أكثر من البنك حول خصائص المشروع المراد تمويله من ناحية العائد والمخاطرة.

حسب (1981) Stiglitz & Weiss ينتج عن ذلك أن مشكلة عدم تماثل المعلومات تجعل أسعار الفائدة العالية تستقطب في المقام الأول المقترضين المتعاطشين، وبالتالي فإن البنك يصبح متأكد من عدم قدرة المقترض على سداد ديونه، وهذا ما يدفعه إلى تقييد الائتمان وتسقيف معدل الفائدة، وبالتالي انخفاض عائد محفظة أصول البنك، هذه الوضعية تؤدي إلى انخفاض حدود الائتمان وتدفع البنك إلى استخدام السلوك المناوئ وعدم منح القروض ابتداءً من المستوى الأقصى لسعر الفائدة على القروض، الشكل البياني رقم (14.1) يوضح اختيارات البنك لتكوين محفظته الاستثمارية بين القروض وسندات الخزينة.

¹ Joumady, O. (2000). Op. Cit., p. 40.

الشكل البياني رقم (14.1): تركيب محفظة أصول البنك بين القروض وسندات الخزينة



Source : Joumady, O. (2000). Op. Cit., p. 41.

حسب الشكل البياني رقم (14.1) يمكن للبنك الاحتفاظ بنوعين من الأصول المالية، أصول محفوفة بالمخاطر تتمثل في القروض الممنوحة للقطاع الخاص وأصول غير خطرة تتمثل في سندات الخزينة التي تصدرها الدولة وتدر عائد مضمون قدره (r_{BT}) .

تمثل موجودات البنك من الأصول الخطرة والأصول غير الخطرة تركيبة محفظة أصول البنك المثلى، والتي تقع على الخط المستقيم (PE) ، الذي يمتد من النقطة $(r_{BT}, 0)$ ويمر بمنحنى حدود الائتمان عند النقطة (A) ، حيث يتحدد سعر الفائدة على القروض عند النقطة (A) .

يظهر منحنى المنفعة المتساوية من خلال الخط المتقطع في الشكل السابق، ويشير المنحنى إلى أن البنوك تتجنب المخاطر في أغلب الأحيان، وبالتالي فإنها تقبل المخاطرة العالية فقط في مقابل عوائد متوقعة مرتفعة.

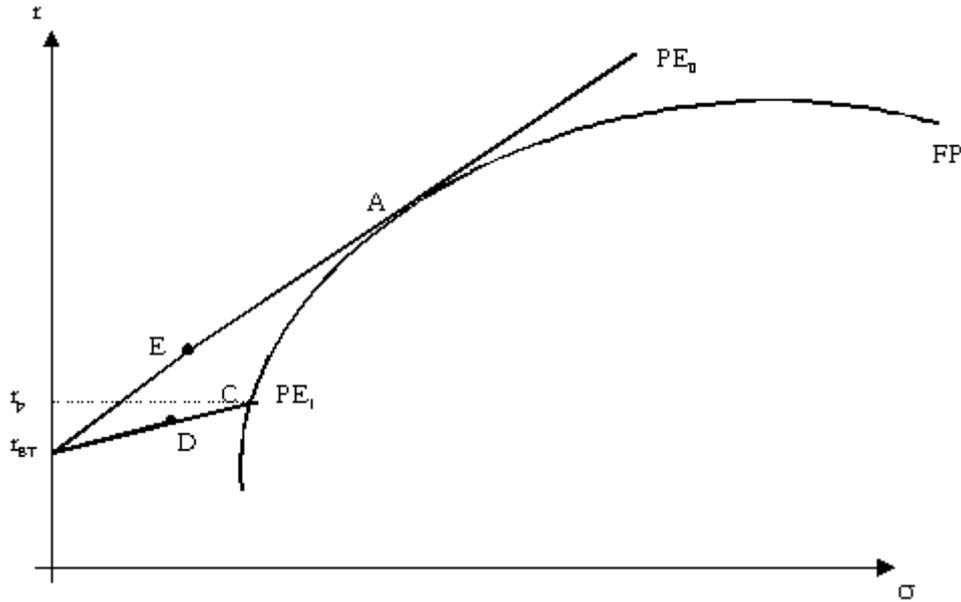
يقوم البنك بتحديد خصائص المحفظة (العائد والمخاطرة) من خلال نقطة التماس (B) ، حيث تتكون محفظة أصول البنك من قروض للقطاع الخاص بعائد متوقع (r_A) ومخاطرة (QA) ، بالإضافة إلى سندات خزينة بعائد (r_{BT}) .

انطلاقاً من هذا النموذج، يمكن تحليل تأثير سعر الفائدة على القروض على تركيبة محفظة أصول البنك.

1.1.2.3. أثر تحرير سعر الفائدة على القروض على تركيبة محفظة أصول البنك:

تبرز ظاهرة الكبح المالي من خلال التدخل المفرط للدولة في القطاع المالي خاصة عن طريق التحديد الإداري لأسعار الفائدة تحت مستواها التوازني، الشكل البياني رقم (15.1) يوضح تركيبة محفظة أصول البنك في ظل تحديد سقف لسعر الفائدة على القروض.¹

الشكل البياني رقم (15.1): تركيبة محفظة أصول البنك في ظل تحرير سعر الفائدة على القروض



Source : Joumady, O. (2000). Op. Cit., p. 42.

حسب الشكل البياني رقم (15.1) عندما تقوم السلطات النقدية بتحديد سقف لسعر الفائدة على القروض عند مستوى العتبة (r_p)، فإن البنوك تضطر إلى الإقراض بسعر فائدة أقل من هذا المستوى.

إن التحديد الإداري لأسعار الفائدة على القروض يشجع البنوك على تمويل المشاريع منخفضة المخاطر، وبالتالي فإن البنوك لن ترضى بقبول مستوى خطر أكبر من نقطة التقاطع (C) بين منحنى

¹ Ibid., pp. 41-42.

محفظتها الفعالة (PE_1) ومنحنى حدود الائتمان، حيث يتم تحديد تركيبة محفظة أصول البنوك بين القروض الموجهة للقطاع الخاص وسندات الخزينة التي تؤدي إلى تعظيم منفعتها عند النقطة (D).

إن تطبيق سياسة التحرير المالي من خلال إلغاء السقوف المفروضة على أسعار الفائدة سوف تؤدي إلى زيادة مستوى الإقراض، حيث تفضل البنوك الاحتفاظ بموجودات خطرة (القروض) في محفظتها وتكون بذلك قد أدت إلى تعظيم منفعتها عند النقطة (E)، حيث تؤدي سياسة التحرير المالي إلى زيادة القدرة الائتمانية للبنوك وزيادة العائد المتوقع، ولكن ذلك يكون مصحوبا بارتفاع مستوى المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها البنوك.

2.2.3. منهج الصناعة البنكية (نموذج Klein-Monti):¹

نموذج Klein-Monti هو نموذج أصلي لمنهج الصناعة البنكية تم تقديمه من طرف Klein عام 1971 و Monti في عام 1972، انطلقا من هذا النموذج سيتم دراسة تأثير تحرير سعر الفائدة على القروض على إنتاجية البنوك، حيث سيتم تحليل سلوك تعظيم الأرباح من قبل البنوك في ظل سياسة الكبح المالي من خلال وجود قيود مفروضة على أسعار الفائدة على القروض، ومقارنته مع سلوك البنوك في ظل سياسة التحرير المالي.

في سياق هذا النموذج تتولى المؤسسات المالية المصرفية القيام بنشاط تعبئة الادخار وتقديم القروض كما تنشط في سوق الاقتراض ما بين البنوك، حيث تقوم بإقراض الفائض الذي يمثل الفرق (M) بين القروض الممنوحة (C) والودائع المجمعدة (D) أو الاقتراض من البنوك الأخرى في حالة كان لديها عجز بمعدلات فائدة ثابتة يحددها البنك المركزي.

تعتبر الودائع المجمعدة من طرف البنوك $D(r_D)$ دالة متزايدة في سعر الفائدة على الودائع (r_D) ، وعلى العكس من ذلك فإن الطلب على القروض من المتعاملين أصحاب الحاجة إلى التمويل $C(r_C)$ دالة متناقصة في سعر الفائدة على القروض (r_C) ، وبإضافة التكاليف الجارية للنشاط البنكي $C_0(D, C)$ ، يمكن صياغة دالة الأرباح على النحو التالي:

¹ Ibid., pp. 46-47.

$$\pi(C, D) = r_c(C)C + rM - r_D(D)D - C_0(D, C) \dots \dots \dots (1.27)$$

وباعتبار أن: $M = D - C$

$$\pi(C, D) = [r_c(C) - r]C + [r - r_D(D)]D - C_0(D, C) \dots \dots \dots (1.28)$$

تدفع البنوك سعر فائدة للمودعين (r_D) وتتحصل على سعر فائدة على القروض (r_C)، وبالتالي فإن الفرق يمثل هامش الوساطة الذي تتحصل عليها البنوك، وهذا بإضافة التكاليف الجارية للنشاط البنكي.

بافتراض أن أسعار الفائدة تعتبر بمثابة العامل الاستراتيجي المهم للبنوك في تحقيق أرباحها، فإنه يمكن كتابة دالة الأرباح على النحو التالي:

$$\pi(r_D, r_C) = (r_c - r)C(r_C) + (r - r_D)D(r_D) - C_0[D(r_D), C(r_C)] \dots \dots \dots (1.29)$$

وبافتراض أن معدلات الفائدة على القروض محددة بأسعار أقل من مستواها التوازني في السوق $r_C \leq \bar{r}_C$ فإن سلوك البنوك لتعظيم أرباحها يكون على النحو التالي:

$$\max_{r_C, r_D} \pi(r_D, r_C) \dots \dots \dots (1.30)$$

بشرط: $r_C \leq \bar{r}_C$

تؤدي الزيادة في أسعار الفائدة على القروض (بعد التخلي عن سياسة تسقيف معدلات الفائدة) إلى انخفاض حجم الائتمان نتيجة انخفاض في الطلب على القروض من المتعاملين الاقتصاديين بسبب أسعار الفائدة المرتفعة.

يُظهر نموذج Monti-Klein بأن سياسة التحرير المالي التي تتميز برفع القيود المفروضة على أسعار الفائدة على القروض تؤدي إلى انخفاض إنتاجية البنوك في حالة عدم وجود اقتصاديات وفورات الحجم، والعكس أي تحسن إنتاجية البنوك في حالة وجود اقتصاديات الحجم بشرط أن تكون مرونة الطلب على الودائع أعلى من مرونة الطلب على القروض.

لقد أدى هذا التحول إلى تحقيق مخاطر فردية اضطرت معها البنوك إلى الخروج من المجال المألوف لإقراض المشروعات التجارية والصناعية بإتباع استراتيجيات تمويلية خطيرة لغزو حصص السوق والبحث عن مصادر جديدة تحقق دخلا يعوض النقص في الربحية ولو كانت أكثر خطورة.

3.3. تراجع دور الوساطة المالية التقليدية والاتجاهات الحديثة:

يعتبر مبدأ التخصص أهم ميزة للوساطة المالية التقليدية، وقد كانت تقوم بهذه الوظيفة البنوك، حيث استحوذت المؤسسات المالية المصرفية على نشاط تعبئة الادخار وتقديم القروض اللازمة للاستثمارات، وبالتالي فقد تخصصت البنوك التجارية في النشاط المالي قصير الأجل من خلال تقديم قروض قصيرة الأجل تتناسب مع طبيعة مواردها (ادخار قصير الأجل)، غير أن تسارع موجة التحرير المالي في نهاية القرن الماضي أدت إلى اتساع واندماج الأسواق المالية ودخول مؤسسات مالية غير مصرفية مجال الوساطة المالية واشتداد المنافسة داخل الأسواق المالية، ولمواجهة هذا الوضع لجأت مؤسسات الوساطة المالية المصرفية إلى تنويع محافظها الاستثمارية وتوزيع المخاطر ودخول مجالات استثمار شاملة من أجل تنويع العوائد والتحوط ضد المخاطر.

لقد أحدثت موجة التحرير المالي في بداية سنوات الثمانينات من القرن الماضي ثورة في قطاع الوساطة المالية، حيث غيرت من هيكل وبنية مؤسسات وأدوات الوساطة المالية فاسحة المجال لتقاليد مالية جديدة ترتبط بابتكارات ومنتجات تتميز بالتركيب والغموض ومتدخلون جدد يستحوذون على نسبة كبيرة من نشاط الوساطة المالية.¹

وفي ظل التوجه الجديد أصبحت مؤسسات الوساطة المالية المصرفية تمارس أدوارا غير تقليدية تتجاوز تعبئة وتوظيف الادخار، فقد كان للتحول والتطور السريع لأسواق رأس المال أثر كبير على هيكل النشاط التقليدي لمؤسسات الائتمان، فلم تعد البنوك تشرف على عملية المراقبة طوال مدة القرض ولا تحتفظ بالقروض في ميزانيتها حتى تاريخ السداد، وأصبح النموذج الجديد الخاص بمنح القروض أكثر ربحية قائما على قطع وإخفاء سلسلة الرقابة والمسؤولية في ظل عملية توريق القروض،

¹ بريك فريد، بوغروس عبد الحق، دور الوساطة المالية الحديثة في أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 45، المجلد أ، 2016، 101-122.

كما تم التخلي عن النموذج الكلاسيكي (نموذج إصدار القروض والاحتفاظ بها) وحل مكانه نموذج إصدار القروض وتوزيعها،¹ وبهذا يدخل التوريق في حركة واسعة لتراجع الوساطة المالية.²

وقد تم إحلال العمل التقليدي الخاص بمؤسسات الائتمان المتمثل في وساطة الميزانية بالتمويل المباشر الذي يتم في السوق المالي فيما يعرف باللاوساطة مالية (Désintermédiation)، وتطوير عمليات خارج الميزانية (Hors Bilan).

1.3.3. التمويل بدون وساطة مالية (لا وساطة مالية):

يقصد باللاوساطة مالية اعتماد أساليب التمويل المباشرة لإجراء عمليات التوظيف والاقتراض دون المرور عبر مؤسسات الوساطة المالية، ومفهوم اللاوساطة مالية يحمل في طياته معنيين مشتركين، لا وساطة التمويل وتعني مساهمة أسواق رأس المال في تمويل الأعوان الاقتصادية على حساب الوساطة البنكية، واللاوساطة البنكية وتعني اتجاه المتعاملين الاقتصاديين والعائلات للتمويل والتوظيف في القيم المنقولة بدلا من التوجه إلى البنوك،³ وهكذا أصبحت أسواق رأس المال تقود قاطرة التمويل على حساب البنوك التي أصبح لها دورا محددا خاصة مع منافسة مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية لاسيما في الدول المتقدمة.

2.3.3. تطوير عمليات خارج الميزانية:

في نهاية القرن الماضي ونتيجة لتحرير الأنظمة المالية وتعزيز حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود والتطور في مجال تمويل المنشآت حدثت تغيرات هامة في هيكل ميزانيات البنوك، حيث تنوعت مصادر الأموال ومجالات توظيفها، فلم يعد المصدر الرئيسي لأرباح البنوك يتحقق من

¹ صديقي مليكة، بوكروح بهية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 7، 2016، ص 39.

² إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009، ص 328.

³ للمزيد أنظر:

- بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص 171.

- بباس منيرة، فالي نبيلة، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللاوساطة المالية، دراسة تجريبية المصارف الإسلامية في سوق خرطوم للأوراق المالية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 3، 2018، ص 95.

الائتمان المصرفي بل من الأصول الأخرى المدرة للدخل ومن عمليات إدارة الأصول والعمليات خارج الميزانية.¹

تمثل العمليات خارج الميزانية مجموعة من الحسابات ملحقة بالميزانية باعتبارها لا تقيد في الميزانية غير الديون والذمم، وتجمع العمليات خارج الميزانية كل العمليات التي تحقيقها مؤجل بالمستقبل، وبذلك فهي تمثل الخصوم المحتملة لأنها مرتبطة بالتزام أو تحقيق شرط غير مؤثر خارج إدارة البنك.²

في البداية كان الهدف الأساسي من هذه العمليات هو تغطية المخاطر لكنها تطورت لتصبح من أهم الأدوات الاستثمارية التي تستند إلى مفهوم الهندسة المالية وجوهرها الأدوات المالية المشتقة.

¹ للمزيد أنظر:

- إبراهيم عبد موسى السعبري، على حسين هادي، أثر البنود خارج الميزانية (الضمانات) على الأزمات المالية وأهمية المحاسبة عنها: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف الخاصة المنضوية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد، 14، العدد 3، 2012، ص 200.

- بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، مرجع سبق ذكره، ص 173.

² محمد أحمد جلال، إدارة الأزمات المالية، دار خالد اللحياني للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 144.

خاتمة الفصل:

توصل McKinnon & Shaw (1973) كغيرهم من أنصار مدرسة ستانفورد إلى أن إزالة القيود المفروضة على القطاع المالي يسمح بنمو المدخرات الوسيطة، فيرتفع بذلك حجم الاستثمار وتتحسن حجمه ونوعيته وبالتالي زيادة العمق المالي.

وقد دفعت النتائج المترتبة على تطبيق سياسات الكبح المالي في الدول النامية بالاقتصاديين (1973) McKinnon و (1973) Shaw وعدد من الباحثين إلى التأكيد على أن هذه السياسات قد تسببت في تدن مستمر لكفاءة الوساطة المالية وفي تشويه أسواق المال مما يتطلب اتخاذ إجراءات إصلاحية عن طريق سياسات التحرير المالي والتي تستهدف إزالة كافة أدوات الكبح المالي التي دأبت الدول النامية على إتباعها بما يؤدي إلى تعزيز الوساطة المالية من خلال النقل الآمن بين الوحدات الاقتصادية بتخفيض المخاطر الأخلاقية والاختيار غير المواتي ونفقات التحويل.

لقيت أعمال (1973) McKinnon و (1973) Shaw في التحرير المالي دعماً ومساندة من طرف العديد من الاقتصاديين وأصبحت مكوناً هاماً من مكونات سياسات الإصلاح التي يتبناها البنك وصندوق النقد الدوليين وتبنتها العديد من الدول النامية في إطار السعي لتحقيق التكامل مع السوق العالمية.

على الرغم من الإجراءات التي اتخذتها العديد من الدول النامية لتحرير أنظمتها المالية إلا أنها شهدت صعوبات في تطبيق سياسات التحرير المالي خلال سنوات الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي والتي كانت راجعة لتخلف اقتصاديتها وهشاشة أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية، حيث أدى ذلك إلى حدوث أزمات نظامية واسعة النطاق في العديد من بلدان آسيا وأمريكا اللاتينية.

وقد أكد الخبراء الاقتصاديون بأن نجاح سياسة التحرير المالي يتوقف على جملة من الشروط المسبقة مثل الإصلاحات المالية والضريبية والتنظيمية دون إهمال الرقابة على الأنظمة المصرفية فضلاً عن تحقيق الاستقرار في البيئة الاقتصادية الكلية، كما يجب تبني نهج تدريجي في تطبيق إجراءات التحرير المالي حسب الظروف الاقتصادية والمالية لكل دولة.

الفصل الثاني:

الدراسات التجريبية

السابقة

مقدمة الفصل:

انقسمت الأدبيات النظرية حول تأثير التحرير المالي على الوساطة المالية إلى مجموعتين، المجموعة الأولى ترى بأن التدخلات الحكومية في القطاع المالي قد يكون لها ما يبررها من تصحيح بعض جوانب عدم الفعالية في الأسواق المالية، كما يمكن أن تؤدي بصفة مبدئية إلى رفع كفاءة هذه الأسواق، أما المجموعة الثانية فتري بأن هذه التدخلات كثيرا ما تفضي إلى نتائج عكسية كما حدث في عدد كبير من البلدان النامية مما يحد من كفاءة الأسواق المالية، فقد يؤدي التدخل لتوجيه القروض وغيره من أساليب التدخل الحكومي في صنع القرارات المتعلقة بالإقراض حسبهم إلى إضعاف قدرة البنوك على تقييم المخاطر الائتمانية، فضلا عن ذلك فقد ينتج عن هذا التدخل تأخير وضع نظم فعالة في مجالات المحاسبة والإشراف والرقابة والمعلومات.

وجاءت العديد من الدراسات التجريبية السابقة مكملة إلى حد كبير للجهود التنظيرية، وتناولت هذه الدراسات بصورة مباشرة أثر تطبيق الجوانب المختلفة للتحرير المالي على الوساطة المالية وشروط نجاحه، وقد حاولت هذه الدراسات أن تضيف إلى نماذجها عدة متغيرات ومؤشرات يمكنها أن تؤثر في قطاع الوساطة المالية كمعدل النمو الاقتصادي، معدل التضخم، معدل الانفتاح التجاري ومؤشرات الجودة المؤسسية، بالإضافة إلى استخدام مجموعة من المؤشرات التي تقيس وتحدد درجة التحرير المالي بمختلف جوانبه الداخلي والخارجي، وقد حاولنا من خلال هذا الفصل تقديم مجموعة من الدراسات التجريبية السابقة، حيث قمنا بتقسيمها إلى ثلاثة مجموعات حسب النتائج ووفق تسلسلها الزمني، وذلك كما يلي:

- الدراسات التي أكدت على وجود أثر إيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية، حيث توصلت أغلب الدراسات التجريبية السابقة إلى وجود أثر إيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية، وقد دعمت هذه النتائج فرضية التحرير المالي للاقتصاديين (McKinnon & Shaw (1973).

- الدراسات التي نفت فرضية الأثر الإيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية، فقد توصل بعض الباحثين إلى أن الإصلاحات المالية التي تبنتها معظم الدول النامية لم تؤدي إلى تحسين فعالية البنوك في الوساطة المالية، والمثير للانتباه فقد وجدت بعض

الدراسات الأخرى بأنه على الرغم من أن للقيود المالية في معظم الحالات آثار سلبية مباشرة إلا أنه في بعض الحالات قد تكون لها آثار إيجابية، وذلك من خلال الدور الذي تلعبه القيود المالية في التحوط والحد من سلوك الخطر الأخلاقي من قبل البنوك، والذي قد يعكس زيادة الثقة في النظام المصرفي.

- الدراسات التي أدرجت شروط نجاح سياسة التحرير المالي كمتغير شرطي في العلاقة بين التحرير المالي والوساطة المالية، حيث توصل بعض الباحثين إلى أن طبيعة ودرجة تأثير التحرير المالي على الوساطة المالية تعتمد على بعض الشروط المالية، التنظيمية والاقتصادية مثل مستوى الجودة المؤسسية واستقرار الاقتصاد الكلي، حيث أكدت هذه الدراسات على أهمية استقرار البيئة الاقتصادية الكلية ونوعية الإطار المؤسسي وعلى وجه الخصوص النظام القانوني في تفسير الاختلافات بين الدول في مستويات تطور الوساطة المالية، وتوصلت هذه الدراسات إلى أن التحرير المالي يعزز تطور الوساطة المالية في البلدان التي لديها مؤسسات قانونية أفضل ولاسيما سيادة القانون وحماية حقوق الدائنين وتحسين التنبؤ بقدرة المقترض على سداد الدين عن طريق الحد من عدم تماثل المعلومات، كما اختبرت دراسات أخرى فرضية الانفتاح المالي والتجاري المتزامن على الوساطة المالية، حيث توصل بعض الباحثين إلى أن مزيج من الانفتاح المالي والتجاري المتزامن له تأثير إيجابي على التنمية المالية، ووجدت دراسات أخرى بأن هاتين الإستراتيجيتين لا ينبغي أن تتم في وقت واحد لأن المؤسسات المالية لم تعمل بشكل فعال في توفير الموارد المالية بشكل مناسب.

1. الدراسات التجريبية السابقة التي أثبتت الأثر الإيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية:

تناولت عدة دراسات تجريبية بصورة مباشرة أثر التحرير المالي على الوساطة المالية، حيث لجأ أغلب الباحثون في هذه الدراسات إلى استعمال مجموعة من المؤشرات التي تقيس وتحدد درجة التحرير المالي والوساطة المالية من جوانب مختلفة، وقد توصلت هذه الدراسات إلى أن التحرير المالي يؤثر بشكل إيجابي على الجوانب المختلفة التي تميز تطور الوساطة المالية.

سنحاول من خلال هذا القسم تقديم مجموعة من هذه الدراسات التجريبية حسب التسلسل الزمني

كما يلي:

1.1. دراسة¹ De Melo & Taybout (1986) :

تناولت هذه الدراسة موضوع أثر التحرير المالي على الادخار والاستثمار في الأوروغواي خلال الفترة 1962-1983، كما تحرت أثر الإصلاحات المالية على كفاءة الوساطة المالية وتخصيص الائتمان في ذات الفترة.

قام الباحثان بدراسة كفاءة الوساطة المالية من جانبي العرض والطلب، من جانب العرض تمت دراسة الهامش بين أسعار الفائدة على الإقراض والاقتراض، أما من جانب الطلب فقد حاول الباحثان التعرف على التغيرات التي تسببها الإصلاحات المالية على كفاءة تخصيص الائتمان.

بالنسبة للجانب الأول توصل الباحثان إلى أن كفاءة الوساطة المالية تحسنت مع تقلص الهامش بين أسعار الفائدة على الاقتراض والإقراض، ويرجع هذا الانخفاض في الهامش إلى سياسة التحرير المالي لاسيما التخلص التدريجي من متطلبات الاحتياطي القانوني، ومن جانب الطلب فقد أظهرت النتائج بأن تحرير أسعار الفائدة في أواخر سنة 1976 أدى إلى تحسين آليات تخصيص الائتمان.

¹De Melo, J., & Tybout, J. (1986). The effects of financial liberalization on savings and investment in Uruguay. *Economic Development and Cultural Change*, 34(3), 561-587.

2.1. دراسة¹ Demetriades & Luintel (1996):

في دراسة بعنوان "Financial development, economic growth and banking sector controls: evidence from India" في دراسة أثار القيود المفروضة على القطاع البنكي على العمق المالي في القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي في الهند خلال الفترة 1961-1991 في الأجلين القصير والطويل باستعمال نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM).

استخدم الباحثان نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كمؤشر يمثل قدرة الوسطاء الماليين على تنفيذ الوساطة المالية، استخدم هذا المؤشر King & levine (1993 a) ومن أجل تحقيق ذلك استخدم الباحثان النموذج التالي:

$$\Delta LFD_t = A_1(L)\Delta LFD_t + A_2(L)\Delta LY_t + A_3(L)\Delta R_t + A_4(L)\Delta LB_t + \sim\lambda_1(LFD_{t-1} - Z_{t-1}) + \sim\lambda_2LY_{t-1} + \sim\lambda_3R_{t-1} + \sim\lambda_4LB_{t-1} + \sim\lambda_5t + \varepsilon_t \dots \dots (2.1)$$

$$Z_t = LY_t + LB_t$$

حيث:

LFD: نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كمؤشر لتطور حجم الوساطة المالية.

LY: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

R: معدل الفائدة الحقيقي على الودائع.

LB: عدد فروع البنوك.

t: مؤشر ثنائي يقيس درجة الكبح المالي ويشمل مختلف أشكال سياسة الكبح المالي.*

ε_t : حد الخطأ العشوائي.

توصلت الدراسة إلى أن القيود المفروضة على القطاع البنكي أثرت بشكل سلبي على تطور حجم الوساطة المالية في الهند في المدى القصير والطويل على حد سواء.

¹ Demetriades, P. O., & Luintel, K. B. (1996). Financial development, economic growth and banking sector controls: evidence from India. The Economic Journal, 106(435), 359-374.

* تم اقتراح هذا المؤشر من طرف Demetriades & Luintel (1996)، ويأخذ هذا المؤشر القيمة صفر (0) في السنوات التي سبقت عملية تطبيق سياسة التحرير المالي والقيمة الواحد (1) بالنسبة للسنوات التي تلت عملية تطبيق التحرير المالي.

3.1. دراسة¹ Laurenceson & Chai (1998):

جاءت هذه الدراسة بعنوان "Financial liberalization and financial depth in China" لتحديد أثر التحرير المالي على العمق المالي في القطاع المصرفي في الصين للفترة الممتدة بين 1978 و 1996 باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات المبطئة (ARDL).

اعتمد الباحثان على مؤشرين للعمق المالي الذين يمثلان إحدى جوانب تطور الوساطة المالية، المؤشر الأول يتمثل في نسبة عرض النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (M3/GDP)، أما المؤشر الثاني فيتمثل في نسبة شبه النقود (المعروض النقدي بمعناه الواسع مطروحاً منه العملة في التداول) إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي (QM/GDP)، استخدم الباحثان هذا المؤشر كمقياس نوعي لتطور حجم الوساطة المالية، حيث تم استبعاد العملة المتداولة على اعتبار أن الأصول شبه السائلة هي المصدر الرئيسي لتمويل الاستثمار، ولتحقيق أغراض الدراسة استخدم الباحثان معادلة الانحدار على الشكل التالي:

$$FD_t = c + \alpha_1 GDP_t + \alpha_2 RDIR_t + \alpha_3 REP_t + \alpha_4 DENS_t + \varepsilon_t \dots \dots (2.2)$$

حيث:

FD_t : يشير إلى المتغير التابع ويمثل مستوى العمق المالي في القطاع المصرفي في الفترة (t).
 GDP_t : يمثل معدل النمو في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في الفترة (t) كمقياس لمعدل النمو الاقتصادي.

$RDIR_t$: يمثل سعر الفائدة الحقيقي على الودائع في الفترة (t) كمؤشر للتحرير المالي.
 REP_t : يشير إلى مؤشر الكبح المالي في الفترة (t) ويمثل المتوسط المرجح لثلاثة أنواع من الضوابط المالية (القيود المفروضة على أسعار الفائدة، القيود المفروضة على الوساطة المالية وضوابط تخصيص الائتمان).

$DENS_t$: يمثل مؤشر الكثافة المصرفية في الفترة (t)، حيث تم الحصول على هذا المؤشر باحتساب عدد الأشخاص العاملين في القطاع المصرفي لكل ألف نسمة.
 ε_t : يمثل حد الخطأ العشوائي.

¹ Laurenceson, J., & Chai, J. C. H. (1998). Financial liberalization and financial depth in China. Savings and Development, 393-413.

توصل الباحثان إلى أن العمق المالي للقطاع المصرفي في الصين خلال فترة الدراسة تأثر بشكل إيجابي بمعدل النمو الاقتصادي وسعر الفائدة الحقيقي على الودائع، حيث كشفت النتائج بأن التراكم السريع للأصول المالية يمكن أن يعزى جزئياً إلى سياسة التحرير المالي التي انتهجتها الصين خلال تلك الفترة، هذه النتائج حسب الباحثان تدعم فرضية McKinnon & Shaw (1973).

4.1. دراسة¹ Klein & Olivei (1999, 2008):

أراد الباحثان في دراسة بعنوان "Capital account liberalization, financial depth and economic growth" قياس أثر تحرير حساب رأس المال على العمق المالي والنمو الاقتصادي، لعينة غير متجانسة مكونة من 92 دولة صناعية متطورة² وأخرى نامية خلال الفترة 1986-1995، استعمل الباحثان في دراستهما طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وطريقة المتغيرات الوسيطة (Instrumental variables).

استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات لقياس العمق المالي للوساطة المالية وهي عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي (LYY)، الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (PRIVY) ومجموع أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي، ومؤشر SHARE³ الذي يقيس نسبة القيود المفروضة على حساب رأس المال.

أظهرت نتائج التقدير بأن تحرير حساب رأس المال له تأثير معنوي إيجابي على العمق المالي فقط في الدول الصناعية المتطورة من خلال مؤشري LYI و PRIVY بطريقة OLS ومن خلال

¹ To see:

- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (1999). Capital account liberalization, financial depth and economic growth. (no. 7384) . NBER Working Paper, pp. 1-22.

- Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. Journal of international money and finance, 27(6), 861-875.

² الدول المتطورة الصناعية المدرجة في الدراسة تشمل دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) لسنة 1986.

³ مؤشر Share الصادر عن التقرير السنوي لترتيبات وقيود سعر الصرف الصادر عن صندوق النقد الدولي، يأخذ هذا المؤشر على سبيل المثال القيمة 0.1 إذا كان حساب رأس المال محرر فقط سنة 1995 والقيمة 0.2 إذا كان حساب رأس المال محرر بين سنتي 1994 و 1995.

المؤشرات الثلاثة بطريقة IV، كما بينت الدراسة بأن نتائج تقدير معاملات النموذج بطريقة IV كانت أفضل من طريقة OLS، وأوضحت الدراسة بأن الدول الصناعية المتطورة جنت فوائد التحرير المالي لأنها تتوفر على بنية مؤسسية ملائمة وسياسة اقتصادية سليمة.

وقام الباحثان في سنة 2008 بإعادة دراستهما تحت نفس العنوان المذكور لكن هذه المرة على عينتين من الدول الصناعية والنامية، العينة الأولى غير متجانسة تشمل 95 دولة صناعية متطورة¹ وأخرى نامية، أما العينة الثانية متجانسة وتشمل 74 دولة نامية للفترة 1976-1995 تم دراستهما في شكل مقطع عرضي (Cross-sectional)، وقد استخدم الباحثان مؤشرين الواسطة المالية وهما عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي (LYY) والائتمان المقدم إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (PRIVY) لقياس العمق المالي ومؤشر KALIB² الذي يقيس نسبة القيود المفروضة على حساب رأس المال، بالإضافة إلى متغيرات المراقبة وهي الانفتاح التجاري ومؤشر الدول المنتجة للنفط.

استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وطريقة المتغيرات الوسيطة (Instrumental variables) في التقدير، ولتحقيق أغراض الدراسة حاول الباحثان تقدير المعادلة التالية:

$$FD_{1990s}^i = \beta_0 + \beta_1 KALIB_j^i + \beta_2 X^i + \varepsilon^i \dots \dots (2.3)$$

توصلت الدراسة إلى أن تحرير حساب رأس المال يعزز العمق المالي بالنسبة لدول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي لديها مستويات جودة مؤسسية عالية، هذه الخاصية مكنتها من الاستفادة من تجربة تحرير حساب رأس المال.

¹ الدول المتطورة الصناعية المدرجة في الدراسة تشمل دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) لسنة 1986.
² مؤشر KALIB الصادر عن التقرير السنوي لترتيبات وقيود سعر الصرف الصادر عن صندوق النقد الدولي، يأخذ هذا المؤشر على سبيل المثال القيمة 0.1 إذا كان حساب رأس المال محرر فقط سنة 1995 والقيمة 0.2 إذا كان حساب رأس المال محرر بين سنتي 1994 و1995.

5.1. دراسة¹ Arestis et al (2002) :

"تناولت هذه الدراسة موضوع "The impact of financial liberalization policies on financial development: evidence from developing economies" وذلك باستخدام سلة من البيانات لستة بلدان نامية خلال الفترة 1955-1997، حيث تم دراسة وتقييم الآثار الناتجة عن تحرير القطاع المالي على التطور المالي باستخدام مجموعة من الطرق القياسية وهي منهجية التكامل المشترك، متجه الانحدار الذاتي (VAR) ونموذج تصحيح الخطأ (ECM).

ومن أجل تحقيق ذلك استخدم الباحثون النموذج التالي:

$$LFD_t = \beta_0 + \beta_1 LGDPK_t + \beta_2 RIRD_t + \beta_3 IRR_t + \beta_4 RLR_t + \varepsilon_t \dots \dots (2.4)$$

حيث:

LFD: لوغاريتم التطور المالي ويتمثل في عرض النقود بالمعنى الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (M2/GDP).

LGDPK: لوغاريتم النمو الاقتصادي.

RIRD: معدل الفائدة الحقيقي.

IRR: المتوسط الموزون لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة وهو مؤشر ثنائي يقيس درجة الكبح المالي ويمثل القيود المفروضة على أسعار الفائدة ويأخذ القيمة (1) في حالة وجود كبح لأسعار الفائدة والقيمة (0) في العكس.

RLR: يمثل متطلبات الاحتياطي القانوني ونسب السيولة.

النتائج المتوصل إليها أكدت بأن للسياسات المالية أهمية مباشرة وتأثير معنوي في المدى القصير والطويل على التطور المالي، هذه الآثار تختلف اختلافا كبيرا بين البلدان عينة البحث، حيث أن هذا التباين قد يعكس اختلاف العوامل المؤسسية مثل نوعية الإشراف الحذر، والمثير للاهتمام فقد وجد الباحثون بأنه على الرغم من أن للقيود المالية في معظم الحالات آثار سلبية مباشرة، إلا أنه في بعض الحالات قد تكون لها آثار إيجابية، وهذا ما تم تفسيره من قبل الباحثين بالدور الذي تلعبه القيود

¹ Arestis, P., Demetriades, P., Fattouh, B., & Mouratidis, K. (2002). The impact of financial liberalization policies on financial development: evidence from developing economics. International Journal of Finance & Economics, 7(2), 109-121.

المالية في التحوط والحد من سلوك الخطر الأخلاقي من قبل البنوك، والذي قد يعكس زيادة الثقة في النظام المصرفي.

6.1. دراسة¹ Demirgüç-Kunt et al (2003) :

قدم الباحثون سنة 2003 دراسة بعنوان "The impact of bank regulations, concentration, and institutions on bank margins" عن القيود والضوابط المصرفية، التركيز المصرفي ونوعية الإطار المؤسسي على كفاءة الوساطة المالية، وقد تم إنجاز الدراسة باستخدام البيانات المالية لحوالي 1400 بنك في 72 دولة نامية وصناعية متطورة خلال الفترة 1995-1999.

استخدمت الدراسة معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$NIM_{i,k} = \alpha + \beta_1 C_i + \beta_2 B_{i,k} + \beta_3 R_i + \beta_4 M_i + \beta_5 I_i + \varepsilon_{i,k} \dots \dots \dots (2.5)$$

حيث:

- $NIM_{i,k}$: تمثل صافي هامش سعر الفائدة في الدولة (i) للبنك (k) كمؤشر لكفاءة الوساطة المالية.
- C_i : يمثل التركيز المصرفي في الدولة (i)، وتم قياسه بمجموع الموجودات البنكية التي تحتفظ بها أكبر ثلاثة مصارف تجارية في الدولة.
- $B_{i,k}$: تمثل مصفوفة متغيرات الجوانب المحددة لخصائص البنوك في الدولة (i) للبنك (k)، وتشمل:
 - إجمالي أصول البنك كمؤشر لحجم البنك.
 - إجمالي نسبة حقوق الملكية، وتساوي القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى إجمالي أصول البنك.
 - السيولة، وتساوي نسبة الموجودات السائلة للبنك إلى إجمالي الأصول.
 - مخاطر البنك، وتساوي الانحراف المعياري لمعدل العائد على أصول البنك.
 - الحصة السوقية، وتساوي نسبة أصول البنك إلى إجمالي أصول البنوك التجارية.

¹ To see:

- Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. (2003). The impact of bank regulations, concentration, and institutions on bank margins. The World Bank.
 - Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. (2003). Regulations, market structure, institutions, and the cost of financial intermediation. (No. w9890) . National Bureau of Economic Research.

R_i : يمثل القيود والضوابط التنظيمية المطبقة على البنوك، وتشمل متطلبات الاحتياطي القانوني، مؤشر الحرية المصرفية.

M_i : تمثل مصفوفة متغيرات المراقبة وتشمل متغيرات الاقتصاد الكلي (معدل التضخم، معدل النمو الاقتصادي، معدل الانفتاح التجاري، والمتغيرات المالية متمثلة في حصة أصول النظام المصرفي الموجودة في البنوك المملوكة للدولة).

I_i : مؤشر مركب يقيس مستويات التطور المؤسسي ويشمل إبداء الرأي والمسائلة، الاستقرار السياسي وغياب العنف، فاعلية الحكومة، نوعية الأطر التنظيمية، سيادة القانون، مكافحة الفساد والحرية الاقتصادية.

$\varepsilon_{i,k}$: حد الخطأ العشوائي.

باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، توصل الباحثون إلى أن تشديد اللوائح على دخول البنوك، التركيز المصرفي وفرض قيود على الأنشطة المصرفية يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوساطة المالية، كما أشارت النتائج إلى أن الدول التي تملك مستويات جودة مؤسسية عالية مكنتها من تقليص حجم التأثير السلبي للضوابط والقيود المصرفية على كفاءة الوساطة المالية.

وفي دراسة أخرى لنفس الباحثين سنة 2003 تحت عنوان "Regulation, market structures, institutions and the cost of financial intermediation" نفس الفترة وباستخدام نفس طريقة القياس ونفس المتغيرات توصل الباحثون إلى نتيجة مماثلة لسابقتها.

7.1. دراسة¹ Hachicha (2005):

قام الباحث سنة 2005 بإجراء دراسة تطبيقية تحت عنوان "Banking sector controls and financial deepening: A structural error correction model for Tunisia" ركز الباحث على دراسة أثر سياسات الكبح المالي على العمق المالي في القطاع المصرفي في المدى

¹Hachicha, N. (2005). Banking sector controls and financial deepening: A structural error correction model for Tunisia. The Developing Economies, 43(2), 265-284.

القصير والطويل في تونس للفترة الممتدة من 1961 إلى 2000 باستخدام نموذج تصحيح الخطأ الهيكلي.*

اهتم الباحث بدراسة حالة تونس لأنها تعد من أوائل الدول في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا التي بذلت جهودا كبيرة في سبيل إصلاح نظامها المالي، حيث اعتمدت الدراسة على معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$LFD_t = \lambda_1 + \lambda_2 Ly_t + \lambda_3 R_t + \lambda_4 FR_t + \lambda_4 LB_t + \mu_t \dots \dots \dots (2.6)$$

حيث:

FD: تمثل نسبة شبه النقود كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كمؤشر لقياس العمق المالي في القطاع المصرفي في تونس، وبالرغم من انتقاد هذا المؤشر من قبل Demetriades & Luintel (1996) بسبب أنه يمكن أن يعبر عن زيادة تسييل الاقتصاد بدلا من التعمق المالي، فإن هذا النقد غير مناسب في حالة تونس، حيث أن نسبة العملة المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي كانت سلبية خلال فترة الدراسة، وبالتالي فإن القطاع النقدي في تونس لم يشكل جزءا مهما من الاقتصاد الوطني خاصة منذ عام 1983.

y: يمثل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي لقياس مستوى الدخل الحقيقي.

R: سعر الفائدة الحقيقي.

FR: مؤشر مركب يقيس درجة الكبح المالي ويشمل القيود المفروضة على أسعار الفائدة، متطلبات الاحتياطي القانوني والسيولة وبرامج الائتمان الموجه.

B: يمثل كثافة فروع البنك حسب عدد السكان.

L: يمثل اللوغاريتم الطبيعي.

μ: يمثل حد الخطأ العشوائي.

نتائج الدراسة كشفت بأن سياسات الكبح المالي كان لها أثر سلبي على العمق المالي في المدى القصير والطويل في تونس خلال هذه الفترة..

* حسب Boswijk (1995)، يمثل نموذج تصحيح الخطأ الهيكلي (SECM) نوعا معينا من نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM) الذي يتناسب مع شروط القيود التي تنطوي على تحقيق فرضية التكامل المشترك، الضعف الخارجي والتغير الهيكلي (عدد المتغيرات الداخلية يساوي عدد متجهات التكامل المشترك)

8.1. دراسة¹ (2007) Bhetuwal :

تهدف هذه الدراسة التي جاءت بعنوان "financial liberalization and financial development in Nepal" إلى توفير فهم أفضل للعلاقة بين التحرير المالي والتطور المالي في النيبال خلال الفترة 1975-2006، حيث تناولت الدراسة مختلف جوانب التحرير المالي لاسيما الإصلاحات التنظيمية وفرض الضوابط التنظيمية التحوطية وتدابير الرقابة الأخرى لتوفير معلومات عن درجة التحرير المالي مع ربطها بالإصلاحات المؤسسية.

استعملت الدراسة المنهجية السببية المقدمة من قبل Granger (1969) والمطورة من طرف Sims (1972) لمعرفة اتجاه السببية بين التحرير المالي والتنمية المالية، وباستخدام أربعة مؤشرات للوساطة المالية ممثلة للتطور المالي وهي مؤشر السيولة في الاقتصاد (M2/GDP)، القروض المقدمة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، مجموع أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي والقروض المقدمة للقطاع الخاص إلى إجمالي القروض والسلفيات المصرفية، ولقياس أثر التحرير المالي استخدمت الدراسة المؤشر المقدم من قبل Abiad & Mody (2003)².

وباستخدام طريقة تحليل المركبات الأساسية لتفادي مشكل التعددية الخطية، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تحرير القطاع المالي ومستوى التطور المالي في النيبال، كما أشارت النتائج إلى أن التطور المالي من خلال مؤشرات الوساطة المالية لا ينبج عن التغيرات في السياسة العامة للقطاع المالي فحسب، بل يعتمد إلى حد كبير على الطلب على الخدمات المالية في الاقتصاد.

¹ Bhetuwal, K. R. (2007). Financial liberalization and financial development in Nepal. Economic Review, 19, 23-41.

² قام كل من Abiad and Mody (2003) ببناء مؤشر للتحرير المالي يضم 35 دولة نامية ومتقدمة للفترة 1973-1996 يلخص ستة أنواع من إجراءات سياسة التحرير المالي تتضمن ضوابط الائتمان، ضوابط أسعار الفائدة، حواجز الدخول، القوانين وسوق الأوراق المالية، خصخصة القطاع المالي والقيود على المعاملات المالية الدولية.

9.1. دراسة¹ McDonald & Schumacher (2007):

في دراسة بعنوان "Financial Deepening in Sub-Saharan Africa: Empirical Evidence on the Role of Creditor Rights Protection and Information Sharing" يبحث McDonald & Schumacher (2007) في دور جوانب معينة من المؤسسات القانونية (حقوق الدائنين وتبادل المعلومات) في الأسواق المالية في بلدان إفريقيا جنوب الصحراء، استخدم الباحثان بيانات سنوية لعينة مكونة من 37 دولة للفترة 1983 - 2004، من خلال الاستعانة بجانب الوساطة المالية لتقدير نموذج التنمية المالية، حيث تم استخدام نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وهو مقياس يستخدم عادة في دراسات التنمية المالية، كما أدرجت الدراسة مؤشر يقيس التحرير المالي استناداً إلى أعمال* Gelbard & Leite (1999) ومؤشر آخر يقيس مستوى جواب التطور المؤسساتاتي.

باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) أظهرت الدراسة بأن التحرير المالي يعزز العمق المالي لقطاع الوساطة المالية في البلدان التي لديها مؤسسات قانونية أفضل ولاسيما سيادة القانون وحماية حقوق الدائنين وتحسين التنبؤ بقدرة المقترض على سداد الدين عن طريق الحد من عدم تماثل المعلومات، كما أشارت النتائج إلى أن البلدان ذات الأصول القانونية المدنية المستوحاة من القانون المدني الفرنسي كانت أقل نجاحاً في تعزيز العمق المالي.

10.1. دراسة² Tressel & Detragiache (2008):

قام الباحثان سنة 2008 بدراسة تطبيقية بعنوان "Do financial sector reform lead to financial development? Evidence from a new dataset" عن طريق إجراء دراسة قياسية

¹ McDonald, M. C. A., & Schumacher, M. L. (2007). Financial Deepening in Sub-Saharan Africa: Empirical Evidence on the Role of Creditor Rights Protection and Information Sharing (No. 7-203). International Monetary Fund.

* قام Gelbard & Leite (1999) بوضع مؤشر للتحرير المالي تتراوح قيمته بين 0 و 100 نقطة وهو عبارة عن تجميع للشروط التالية: تحرير أسعار الفائدة، عدد السنوات التي كانت فيها أسعار الفائدة الحقيقية على القروض والودائع موجبة، وجود قطاع مالي غير رسمي كبير ووجود برامج وآليات توجيه القروض.

² Tressel, T., & Detragiache, E. (2008). Do financial sector reforms lead to financial development? Evidence from a new dataset. (No. 2008-2265) ., Working Paper of International Monetary Fund, 2008.

على نموذج ديناميكي (Dynamic model) باستعمال سلة من البيانات لعينة مكونة من 85 دولة نامية وصناعية متطورة خلال الفترة 1978-2005.

استخدم الباحثان نموذج الانحدار الذاتي للمتباطئات الزمنية الموزعة (ARDL) وطريقة العزوم المعممة (GMM) لتقييم الآثار الديناميكية لتحرير القطاع المصرفي على التطور المالي، استعملت الدراسة مؤشر الوساطة المالية المتمثل في نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للتطور المالي ومؤشر¹ (Abiad, Detragiache & Tressel (2008) لقياس مستوى التحرير المالي ومتغيرات المراقبة المتمثلة في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، التوازن المالي، الاستثمار الخاص، تحرير تدفقات رؤوس الأموال الدولية ونوعية المؤسسات.

توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين التحرير المالي والتطور المالي من خلال مؤشر الوساطة المالية تختلف عبر مجموعات مختلفة من البلدان، ففي الدول المتقدمة يبدو أن الإصلاحات الرامية إلى تطوير القطاع المصرفي لديها دلالة إحصائية معنوية وتؤثر بشكل إيجابي على الوساطة المالية، أما في البلدان النامية فإن تأثير هذه الإصلاحات امتد لسنتين فقط ثم بدأ يتلاشى في وقت لاحق ولم يعد له تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية، كما توصلت الدراسة إلى أن نجاح سياسة التحرير المالي تتطلب وجود بيئة مؤسسية ملائمة.

11.1. دراسة² (Law & Habibullah (2009):

قدم الباحثان هذه الدراسة التي جاءت بعنوان "The determinants of financial development: Institutions, Openness and financial liberalization" من وجود علاقة غير خطية بين سياسات التحرير المالي وتطور كل من الوساطة والأسواق المالية عن طريق إجراء دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة غير متجانسة مكونة من 27 دولة نامية ومتطورة خلال الفترة 1980-2001.

¹ قام (Abiad, Detragiache and Tressel (2008) ببناء مؤشر للتحرير المالي يقيس الإصلاحات المصرفية المحلية لعينة مكونة من 91 دولة نامية ومتقدمة للفترة 1973-2005 في خمسة مجالات وهي ضوابط الائتمان والاحتياطي الإلزامي، ضوابط أسعار الفائدة، حواجز الدخل، ملكية الدولة والإشراف والرقابة المصرفية.

² Law, S. H., & Habibullah, M. S. (2009). The determinants of financial development: Institutions, openness and financial liberalisation. South African Journal of Economics , 77 (1), 45-58.

استخدمت الدراسة طريقة العزوم المعممة (GMM) لدراسة محددات الوساطة والأسواق المالية للعينة بأكملها وطريقة مقدر وسط المجموعة المدمجة Pooled mean group estimator المعروفة اختصاراً بـ PMG والمقدمة من طرف Pesaran et al. (1999) لدراسة عينة الدول النامية على حدة وعينة الدول المتطورة على حدة، كما تضمن تحليل الانحدار مؤشر التحرير المالي المقدم من قبل Kaminsky & Schmukler (2003)¹ ومؤشر آخر يقيس نوعية المؤسسات بالإضافة إلى مؤشر الانفتاح التجاري.

توصلت الدراسة إلى أن توفر بنية مؤسسية ملائمة كان له أثر إيجابي على تطور الوساطة المالية وهي نتيجة تتماشى مع النتائج السابقة التي توصل إليها كل من Chinn & Ito (2002) و Demetriades & Andrianova (2004)، كما أشارت النتائج إلى أن مؤشر الانفتاح التجاري غير معنوي ولا يؤثر بأي شكل من الأشكال على الوساطة المالية، بينما يعتبر محدد رئيسي لتطور الأسواق المالية وهي نفس النتيجة التي توصل إليها Rajan & Zingales (2003)، وفيما يتعلق بتعلق بالتحرير المالي، تشير النتائج التجريبية إلى أن إصلاحات القطاع المالي المحلي تميل إلى تعزيز تنمية القطاع المصرفي، في حين أن تحرير الأسواق المالية يؤدي إلى تنمية سوق الأسهم، وأوضحت الدراسة بأن الدول الصناعية المتطورة جنت فوائد التحرير المالي لأنها تتوفر على بنية مؤسسية ملائمة وسياسة اقتصادية سليمة.

12.1. دراسة² Owusu-Antwi (2009):

في محاولة لتقديم أدلة تجريبية عن آثار التحرير المالي على الوساطة المالية في غانا قدم Owusu Antwi (2009) تحليل تجريبي أظهر من خلاله أن الإصلاحات المالية التي نفذتها الحكومة منذ سنوات الثمانينات والتي شملت تخفيف القيود المفروضة على أسعار الفائدة وإلغاء الحدود القصوى للائتمان والخصخصة الجزئية للمصارف الحكومية، وإعادة هيكلة بنوك القطاع العام، قد أدت إلى تطور قطاع الوساطة المالية، حيث شهدت معدلات الإيداع والإقراض زيادة ملحوظة منذ سنة

¹ قام Kaminsky & Schmukler (2003) ببناء مؤشر متسلسل وشامل للتحرير المالي لعينة مكونة من 28 اقتصاداً متقدماً ونامياً بين عامي 1973 و 1999 والذي يلخص ثلاثة أنواع من إجراءات التحرير المالي وهي: تحرير القطاع المالي المحلي (ضوابط أسعار الفائدة والائتمان)، تحرير حساب رأس المال، وتحرير الأسواق المالية.

²Owusu-Antwi, G. (2009). Impact of financial reforms on the banking system in Ghana. *International Business & Economics Research Journal*, 8(3), 77-100.

1984، وتضاعفت نسبة النقود إلى الناتج المحلي الإجمالي (M2/GDP)، وهو المقياس التقليدي للعمق المالي بعد عام 2004، حيث وصلت إلى نسبة 43% من الناتج المحلي الإجمالي بحلول نهاية عام 2007، وتعتبر الزيادة في الودائع تحت الطلب والودائع الادخارية أبرز عامل في زيادة مؤشر العمق المالي في غانا بعد فترة الإصلاحات المالية.

كما شهد القطاع المصرفي تطورا ملحوظ ونسبة نمو سريعة مدعوما بالتوسع الائتماني ومع ذلك فإن تطور نشاط الوساطة المالية في غانا يرجع إلى حد كبير إلى استقرار بيئة الاقتصاد الكلي.

13.1. دراسة¹ Hanh (2010) :

قام Hanh (2010) بإجراء دراسة تطبيقية تحت عنوان "Financial development, financial openness and trade openness: new evidence" التجارية والمالي على التطور المالي لعينة مكونة من 29 دولة آسيوية نامية للفترة الممتدة بين 1994 و2008 باستخدام منهجية التكامل المشترك، اختبار السببية لبيانات بانل وطريقة العزوم المعممة (GMM)، وقد اهتم الباحث بدراسة حالة هذه الدول لأنها تعتبر من أهم البلدان الآسيوية التي بذلت جهودا كبيرة في سبيل إصلاح نظامها المالي.

اعتمدت الدراسة على مؤشر العمق المالي لقطاع الوساطة المالية لتقدير نموذج التطور المالي، ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحث على معادلة الانحدار حسب الآتي:

$$FD_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 FD_{it-j} + \beta_3 OPEN_{it} + \beta_4 FO_{it} + \beta_5 GDP_{it} + \beta_6 GDP_{it}^p + \beta_7 ICRG_{it} + \beta_8 PER_{it} + \beta_9 CRI_{it}^1 + \beta_{10} CRI_{it}^2 + \delta_i + \varepsilon_{it} \dots \dots (2.7)$$

حيث:

FD: يمثل التطور المالي، ويشمل نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الالتزامات السائلة للبنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث تقيس هذه المؤشرات حسب الأدبيات التجريبية السابقة تطور القطاع المصرفي من حيث النشاط والحجم.

¹ Hanh, P. T. H. (2010). Financial development, financial openness and trade openness: new evidence (No. 60). FIW working paper.

OPEN: يمثل مجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث تم استخدام هذا المؤشر لقياس معدل الانفتاح التجاري.

FO: يمثل الانفتاح المالي ويشمل مؤشرين، المؤشر الأول يتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، ويقاس بنسبة إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما المؤشر الثاني فيتمثل في تدفقات رأس المال، ويقاس بنسبة إجمالي تدفقات رأس المال الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي وهو عبارة عن مجموع القيم المطلقة للتدفقات المباشرة والتدفقات الاستثمارية الداخلة والخارجة الأخرى المسجلة في الحساب المالي لميزان المدفوعات، باستثناء التغييرات في أصول والتزامات السلطات النقدية والحكومة.

GDP: يمثل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

GDP^P: يمثل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

ICRG: مؤشر مركب يقيس مستوى التطور المؤسسي المقدم من قبل الدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG) ويضم مجموعة من المؤشرات المجمع من قبل خدمات المخاطر السياسية، المالية والاقتصادية والتي تعطي فكرة عن نوعية المؤسسات في الاقتصاد.

PER: يمثل سعر الصرف.

CRI¹، CRI²: متغيرات وهمية تقيس تأثير الأزمات المالية خلال فترة الدراسة، تأخذ هذه المؤشرات القيمة 1 في فترة الأزمات المالية الآسيوية بين 1997 و 1999 والأزمة المالية العالمية سنة 2008 وتأخذ القيمة صفر في باقي السنوات.

أشارت نتائج الدراسة إلى أن تدفقات رأس المال والانفتاح التجاري شرطان ضروريان لزيادة العمق المالي لقطاع الوساطة المالية، كما توصلت إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تطور قطاع الوساطة المالية والانفتاح التجاري وكذلك بين الانفتاح المالي والانفتاح التجاري، وتشير هذه النتائج إلى أن الانفتاح التجاري ضروري لجذب تدفقات رأس المال الأجنبي (الانفتاح المالي) ومن ثم تشجيع تطوير النظام المالي، وفي الأخير أكدت النتائج المتوصل إليها بأن العلاقة بين الانفتاح المالي والوساطة المالية غير متجانسة بين الدول.

14.1. دراسة¹ Low et al (2010) :

بهدف اختبار أثر الحرية الاقتصادية على تطور القطاع البنكي في دول شرق آسيا، استخدمت دراسة Low et al (2010) عينة مكونة من 6 دول أسيوية وهي سنغافورة، ماليزيا، إندونيسيا، تايلاند، كوريا الجنوبية والفلبين للفترة الممتدة بين 1975 و 2006.

اعتمد الباحثون على ثلاثة مؤشرات تقيس تطور مستويات العمق المالي في القطاع المصرفي (أحد جوانب تطور الوساطة البنكية) وهي القروض المقدمة للقطاع الخاص، عرض النقود بالمعنى الواسع والالتزامات السائلة للقطاع المصرفي (كل هذه المؤشرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، بالإضافة إلى مؤشر آخر يقيس الحرية الاقتصادية والمقدم من قبل معهد فريزر* (Fraser Institute) والذي يقيس السياسات والمؤسسات في البلدان الداعمة للحرية الاقتصادية، حيث يستند مؤشر الحرية الاقتصادية للمعهد على الاختيار الشخصي والتبادل الطوعي وحرية دخول الأسواق والمنافسة وأمن الأشخاص والممتلكات المملوكة للقطاع الخاص، ويقاس درجة الحرية الاقتصادية في خمسة مجالات رئيسية وهي، حجم الحكومة (درجة تدخل الحكومة في الاقتصاد من خلال النفقات، الضرائب والمؤسسات)، الهيكل القانوني وحماية حقوق الملكية، الوصول إلى الصوت والمال (يعتمد على مؤشر النمو، تقلب التضخم والضوابط النقدية)، تحرير التجارة الدولية وتدفقات رأس المال وتنظيم الائتمان والعمل والأعمال التجارية (يقيس التحرر من اللوائح والضوابط الحكومية في الأسواق المالية وسوق العمل وبيئة الأعمال العامة).²

¹ Low, S.-W., Ghazali, N. A., Ramlee, S., & Said, R. M. (2010). Economic freedom and banking development: the experiences of selected East Asian Countries. Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management) , 31, 71-81.

* مركز أبحاث كندي تأسس في العام 1974 ويوصف على أنه محافظ ومتحرر من الناحية السياسية، تنطوي مهمة المعهد على قياس ودراسة والإبلاغ عن تأثير الأسواق المتنافسة وتدخل الحكومة برفاهية الأفراد، المقر الأساسي للمعهد في فانكوفر بكندا وله علاقات مع شبكة عالمية مكونة من 80 مركز أبحاث عبر شبكة الحرية الاقتصادية، يصف المعهد نفسه على أنه منظمة بحثية وتعليمية دولية مستقلة ويتطلع إلى عالم حر ومزدهر حيث الأفراد ينتفعون من الخيار الأكبر والأسواق المتنافسة والمسؤولية الشخصية. يشير موقع فريزر إلى أن مركز الأبحاث تحرري بينما تصفه صحيفة نيويورك تايمز بأنه تحرري ومحافظ. المعهد مشهور جزاء مؤشره السنوي بعنوان الحرية الاقتصادية للعالم، الذي يصنف بلدان العالم وفقا لدرجة حريتها الاقتصادية، كما يصدر المعهد تقارير إقليمية ووطنية تصنف الحرية الاقتصادية لأميركا الشمالية وأميركا اللاتينية والعالم العربي والدول الفرنكوفونية.

² Ivan Lapitskiy, Economic freedom of the World by Fraser institute, Oman global standing portal, date of publication (26/02.2019).

كما تم استخدام متغير المراقبة المتمثل في معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لقياس أثر الأداء الاقتصادي على الوساطة البنكية، وبالاعتماد على تقدير نماذج بانل الساكنة، توصلت الدراسة إلى وجود تأثيرات متباينة لمؤشر الحرية الاقتصادية على الوساطة البنكية في هذه الدول، وأظهرت النتائج بأن مؤشر حماية حقوق الملكية والتنفيذ الفعال للعقود عنصران حاسمان في تعزيز تطور الوساطة البنكية.

15.1. دراسة¹ Enowbi-Batuo & Kupukile (2010):

أعد الباحثان دراسة تطبيقية بعنوان "How can economic and political liberalisation improve financial development in African countries?" لتقييم تأثير التحرير المالي والانفتاح السياسي على التنمية المالية لعينة مكونة من 50 دولة إفريقية للفترة 1990-2005، باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ونظام طرق العزوم المعممة (Sys-GMM).

استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات لتقدير نموذج التنمية المالية، حيث تقيس هذه المؤشرات جوانب تطور الوساطة المالية حسب الآتي:

- الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.
- الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.
- الائتمان المحلي المقدم من طرف القطاع المصرفي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.

ولقياس تأثير سياسة التحرير الاقتصادي والمالي استخدمت الدراسة مؤشرين، الأول يعرف بمؤشر الحرية الاقتصادية والمقدم من قبل معهد فريزر (Fraser Institute)، أما المؤشر الثاني فهو مؤشر تحرير حساب رأس المال KAOPEN* المقدم من طرف (Chinn & Ito (2007).

¹ Enowbi-Batuo, M., & Kupukile, M. (2010). How can economic and political liberalisation improve financial development in African countries?. Journal of Financial Economic Policy, 2(1), 35-59.

توصلت الدراسة إلى أن سياسة التحرير الاقتصادي والمالي شجعت تطور الوساطة المالية ومن المتوقع أن يستمر هذا التأثير على مدى فترة طويلة، حيث أن هذه الدول استفادت من الانفتاح المالي من خلال تنويع الأدوات المالية وتوجيهها إلى القطاع الخاص من أجل زيادة القدرة التنافسية وبالتالي زيادة الكفاءة، كما مكنت سياسات الإصلاح التي تم تنفيذها بموجب برامج التعديل الهيكلي من تحفيز القطاع الخاص وتحسين مناخ الاستثمار والحد من الفساد.

16.1. دراسة¹ Chortareas et al (2013) :

أعد الباحثون دراسة تطبيقية بعنوان "Financial freedom and bank efficiency: Evidence from the European Union" في محاولة لتحديد العلاقة الديناميكية بين الحرية المالية والكفاءة البنكية لعينة مكونة من 27 دولة من الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 2001-2009 باستعمال طريقة مغلف البيانات (DEA).

تم جمع البيانات المتعلقة بالحرية المالية من مؤسسة (2010) Heritage Foundation حيث تم استخدام هذا المؤشر لأغراض عملية باعتبار أنه يقيس حرية التمويل.

توصلت الدراسة إلى أنه كلما ارتفعت درجة الحرية المالية زادت الفوائد التي تعود على البنوك من حيث مزايا التكلفة والكفاءة الكلية، كما أظهرت النتائج بأن تأثيرات الحرية المالية على كفاءة البنوك تميل إلى أن تكون أكثر وضوحاً في البلدان التي لديها مستويات جودة مؤسسية عالية وتتمتع بنظم سياسية أكثر تحرراً أين تقوم الحكومات في هذه الدول بصياغة وتنفيذ سياسات سليمة.

17.1. دراسة² Obadeyi, J. A (2014) :

بهدف التحقق مما إذا كانت الإصلاحات المالية قد ساهمت في تطور الوساطة المالية في القطاع البنكي في نيجيريا قدم الباحث دراسة تجريبية في شكل بيانات سنوية خلال الفترة الممتدة بين

¹ يقيس مؤشر KAOPEN درجة كثافة وشدة القيود المفروضة على المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال ويضم 182 دولة ويأخذ قيمة محصورة ما بين -1.86 كحد أقصى من القيود على حساب رأس المال و 2.43 كحد أدنى من القيود على حساب رأس المال.

¹ Chortareas, G. E., Girardone, C., & Ventouri, A. (2013). Financial freedom and bank efficiency: Evidence from the European Union. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1223-1231.

² Obadeyi, J. A. (2014). The Effect of financial reforms on banking performance in an emerging market: Nigerian experience. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (23), 57-66.

1992 و 2011، استخدمت الدراسة سعر الفائدة الحقيقي كمؤشر للتحريك المالي بالإضافة إلى عوامل التحكم المرتبطة بتطور الوساطة المالية على النحو التالي:

- مؤشر الانفتاح التجاري ويتمثل في مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- معدل النمو الاقتصادي ويتمثل في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
- مؤشر التركيز المصرفي.
- مستوى التطور المؤسسي والقانوني ويتمثل في مؤشر سيادة القانون والنظام
- مؤشر الاستقرار السياسي والاقتصادي.

اعتمد الباحث على ثلاثة مؤشرات لقياس تطور الوساطة المالية في نيجيريا، حيث تمثلت هذه المؤشرات فيما يلي:

- الائتمان المحلي المقدم من طرف البنوك كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- الالتزامات السائلة للقطاع المصرفي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- القروض المقدمة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لتحليل العلاقة بين سلوك المتغيرات المستعملة، أظهرت نتائج الدراسة بأن تأثير الإصلاح المالي على الأداء المصرفي ضعيف في نيجيريا، ويرجع ذلك إلى وجود تشوهات مالية واقتصادية قللت من الآثار الإيجابية للتحريك المالي، بالإضافة إلى مشكلة ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي أدت إلى سوء تخصيص الموارد المالية وضعف النظم المالية والقانونية وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، هذه العوامل لم تشجع على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وأعاقت تدفقات رأس المال.

18.1. دراسة¹ Ben Naceur et al (2014):

في دراسة بعنوان "What drives the development of the MENA Financial sector?" تناول الباحثون محددات التطور المالي لعينة مكونة من 12 دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة 1960-2006، من خلال محاولة إبراز أثر مجموعة واسعة من العوامل الاقتصادية الكلية والمالية والمؤسسية على تطور كل من الوساطة والأسواق المالية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ومجموعة من المؤشرات والتي تتجمع في خمسة مجموعات رئيسية حسب الآتي:

1. مؤشرات تطور الوساطة المالية:

- (M2/GDP)، الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (CPS).

2. مؤشرات تطور الأسواق المالية:

- Value traded، Market capitalization (% GDP).

3. مؤشرات الاقتصاد الكلي:

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الاستثمار، التضخم والإنفاق الحكومي.

4. الانفتاح الاقتصادي:

- انفتاح التجارة (حجم الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي).
- انفتاح حساب رأس المال (حجم التدفقات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي).

5. نوعية المؤسسات:

- الفساد والبيروقراطية، القانون والنظام.

قام الباحثون بتقدير مؤشرات تطور كل من الوساطة المالية (M3/PIB, CPS) والأسواق المالية (macap, turn)، وتتلخص نتائج الدراسة فيما يلي:

¹ Naceur, S. B., Cherif, M., & Kandil, M. (2014). What drives the development of the MENA financial sector? *Borsa Istanbul Review*, 14 (4), 212-223.

إن التطور المصرفي وغير المصرفي يتأثر بشكل مختلف من قبل المحددات قيد الدراسة، حيث أن النمو الاقتصادي لم يحفز النشاط المصرفي بل شجع على تطور السيولة في سوق الأسهم، هذا الفرق يشير إلى تخلف النظام المصرفي والوساطة المالية في دول المنطقة، كما أن الإقراض المصرفي يتركز بشكل كبير في البحث عن توظيف الأموال في القروض السيادية على حساب حرمان نشاط القطاع الخاص من الائتمان، في حين نجد أن توفر بنية مؤسسية ملائمة بشكل عام سيكون لها أثر إيجابي وكبير على تطور نشاط الوساطة والأسواق المالية، حيث أن بعض الجوانب المؤسسية لديها أهمية أكثر من غيرها للتأثير في التطور المالي.

كما توصل الباحثون من خلال نتائج التقدير إلى أن التحرير المالي يعتبر كعامل رئيسي للتطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث أن القيود المفروضة على الإقراض قد حدثت من نطاق تعبئة المدخرات المالية نحو وساطة مالية أكثر فعالية، وبدلاً من ذلك قد تصبح المدخرات في أصول حقيقية ملاذاً آمناً، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن عوامل الاقتصاد الكلي مثل الاستثمار، التضخم، الادخار، الانفتاح التجاري بالإضافة إلى سياسة التحرير المالي تعتبر كمحددات رئيسية للتطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

19.1. دراسة¹ (2014) Touny :

تستقصي هذه الدراسة الموسومة بعنوان "Macroeconomic determinants of banking sector development: A comparison study between Egypt and Saudi Arabia" أثر عوامل الاقتصاد الكلي وسياسة التحرير المالي على الوساطة المالية في بلدين عربيين هما مصر والمملكة العربية السعودية باستخدام بيانات سنوية للفترة 1977 - 2012 بالنسبة لمصر ومن 1984 إلى 2012 بالنسبة للمملكة العربية السعودية.

استخدمت الدراسة طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ومنهجية التكامل المشترك لاختبار العلاقة التوازنية بين متغيرات النموذج في المدى الطويل، ومن أجل تحقيق ذلك استخدم الباحث النموذج التالي:

¹ Touny, M. A. (2014). Macroeconomic determinants of banking sector development: A comparison study between Egypt and Saudi Arabia. *Advances in management and applied economics*, 4(3), 139-156.

$$BD_t = f(GDP_t, FL_t, TO_t, MP_t, EG_t) \dots \dots (2.8)$$

حيث:

BD_t : الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لتطور الوساطة المالية.

GDP_t : معدل النمو الحقيقي في الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لمعدل النمو الاقتصادي.

FL_t : تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للتحريك المالي، حيث اعتبر الباحث بأنه من المفترض أن تؤدي زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تعزيز أداء القطاع المصرفي وخاصة في البلدان النامية من خلال توفير منتجات مالية مبتكرة وتقليل نسبة الأصول غير العاملة وزيادة الاستقرار المالي والمساعدة في التغلب على مشكلة ضعف الرسملة.

TO_t : معدل الانفتاح التجاري ويقاس بنسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.

MP_t : مؤشر السياسة النقدية ويشمل كل من معدل النمو السنوي في الكتلة النقدية ($M2$) وسعر الفائدة الحقيقي على الودائع.

EG_t : تمثل العولمة الاقتصادية وتقاس بتدفقات كل من التجارة، الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات الحافظة.

أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين بين متغيرات النموذج في المدى الطويل في كل من مصر والمملكة العربية السعودية، كما أظهرت النتائج بأن معدل النمو الاقتصادي له تأثير سلبي على الوساطة البنكية في المدى الطويل في البلدين، وفسر الباحث ذلك بأن الزيادة في معدل النمو الاقتصادي يصاحبه زيادة في متوسط دخل الفرد مما يؤدي إلى انخفاض طلب الأفراد على القروض لتمويل نفقاتهم، بالإضافة إلى زيادة معدلات التضخم الذي يؤثر بشكل مباشر على أسعار الفائدة على القروض ويؤدي إلى زيادة تكلفة ومخاطر الإقراض.

النتائج المتحصل عليها قدمت دعماً للنتائج النظرية السابقة، حيث وجدت الدراسة بأن مؤشر التحرير المالي له تأثير إيجابي على تطور الوساطة البنكية خاصة في مصر، مما يشير إلى أن السماح للبنوك الأجنبية بالدخول إلى السوق المحلية بالإضافة إلى تدابير أخرى لتحرير سوق رأس المال سمحت بتطوير أداء القطاع المصرفي من خلال تحسين كفاءة إدارة مخاطر البنوك وتبني التكنولوجيا المتطورة، أما في المملكة العربية السعودية فلا يوجد دليل على أن التحرير المالي له تأثير

في تحفيز نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص وبالتالي على تطور الوساطة البنكية، لأن المدخرات المحلية تشكل العامل الرئيسي المسئول على نمو الائتمان، إضافة إلى ذلك تشير النتائج إلى أن سعر الفائدة الحقيقي يؤثر بشكل إيجابي على تطور القطاع المصرفي في كل من مصر والسعودية، ولكن هذا التأثير أقوى في مصر، هذه النتيجة تتطابق مع إدعاءات (1973) McKinnon التي تشير إلى أن الزيادة في سعر الفائدة الحقيقي تحفز على زيادة حشد المدخرات وبالتالي زيادة عرض الائتمان.

20.1. دراسة¹ Gazdar & Cherif (2014):

أعد الباحثان دراسة تطبيقية بعنوان "The quality of institutions and financial development in Mena countries: An empirical investigation" نوعية المؤسسات على التطور المالي باستخدام بيانات سنوية لعينة مكونة من 18 دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة 1984-2007، وقد تم إجراء الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وطريقة المتغيرات المساعدة (IV).

استعانت الدراسة بمجموعتين من المؤشرات لتقدير نموذج التطور المالي، كل مجموعة تضم مؤشرات فرعية، المجموعة الأولى تشمل جانب تطور الوساطة المالية والمجموعة الثانية تشمل جانب تطور الأسواق المالية، وسيتم التركيز في هذه الدراسة على جانب تطور الوساطة المالية، وتتمثل المؤشرات الفرعية لتطور الوساطة المالية فيما يلي:

- مؤشر نشاط الوساطة المالية: الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- مؤشر حجم الوساطة المالية: الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر هذا المؤشر كمقياس لحجم الوسطاء الماليين بالنسبة لحجم الاقتصاد.

¹ Gazdar, K., & Cherif, M. (2014). The quality of institutions and financial development in Mena countries: An empirical investigation. Risk governance & control: financial markets & institutions, 4 (4-1), 65-80.

- مؤشر الأصول المصرفية: نسبة إجمالي الأصول المحلية لبنوك الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث يعتبر هذا المؤشر كمقياس للحجم الكلي للقطاع المصرفي.

لتحقيق أغراض الدراسة استخدم الباحثان مؤشرات الدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG) وهي عبارة مجموعة من المؤشرات المجمعّة من قبل خدمات المخاطر السياسية (PRS) والتي تعطي فكرة عن نوعية المؤسسات في الاقتصاد، وتشمل نوعية البيروقراطية، سيادة القانون والنظام، محاربة الفساد، نوعية الديمقراطية ونوعية الأطر التنظيمية.

كما استعملت الدراسة عوامل التحكم المفسرة للوساطة المالية، والتي تم استخدامها بشكل متكرر في أغلب الدراسات التجريبية وتشمل المتغيرات التالية:

- نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.
- الالتحاق بالمدارس، المرحلة الثانوية كنسبة من الإجمالي.
- معدل التضخم.
- معدل الانفتاح التجاري (مجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي).
- مؤشر الانفتاح المالي ويتمثل في نسبة تدفقات رأس المال (الاستثمار الأجنبي المباشر واستثمارات الحافظة) إلى الناتج المحلي الإجمالي.

أظهرت نتائج الدراسة بأن الانفتاح المالي والجودة المؤسسية تعتبر محددات مهمة لتطور القطاع المصرفي، وأن بعض الجوانب المؤسسية تهم أكثر من غيرها، ففي حين أن القانون والنظام هما العاملان الأكثر أهمية لتنمية القطاع المصرفي، فإن الفساد وملف الاستثمار تأثيرهما أقل في تنمية القطاع المصرفي في دول MENA.

21.1. دراسة¹ Trabelsi & Cherif (2016):

قام الباحثان بإعداد دراسة تطبيقية بعنوان "Capital account liberalization and financial deepening : Does the private sector matter ?" الضوء على موضوع تأثير تحرير حساب رأس المال على العمق المالي باستخدام طريقتين في عملية التقدير، طريقة البيانات المقطعية (Cross-sectional) لعينة غير متجانسة مكونة من 90 دولة نامية ومتطورة، وباستعمال نموذج ديناميكي (Dynamic model) بطريقة العزوم المعممة (GMM) لعينة متجانسة مكونة من 40 دولة نامية خلال الفترة 1980-2009.

استخدمت الدراسة مؤشرين للوساطة المالية كمقياس للتطور المالي، المؤشر الأول هو الائتمان المصرفي المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (CPY)، هذا المؤشر استخدم بشكل واسع في الأدبيات الاقتصادية لقياس كفاءة المصارف التجارية من خلال منح القروض إلى الاستثمارات التي تحقق عوائد عالية، وقد استخدم هذا المؤشر العديد من الباحثين أمثال (1995) De Gregorio & Guidotti، (1996) Demetriades & Hossein، (1998) Levine & Zervoz و (2004) Beck & Levine، أما المؤشر الثاني فهو مؤشر العمق المالي ويتمثل في عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي (M2Y)، حيث استخدم هذا المؤشر من قبل (1993) King & Levine و (1997) Demetriades، ويقاس هذا المؤشر درجة التسييل النقدي في الاقتصاد، بمعنى بيان الحجم الحقيقي للقطاع المالي في اقتصاد نام توفر فيه النقود مدخرات وخدمات لسداد القيمة.

لقياس تحرير حساب رأس المال استخدم الباحثان مؤشرين، مرة مؤشر KAOPEN الذي تم نشره من قبل (2006) Chinn & Ito الذي يقيس درجة كثافة وشدة القيود المفروضة على المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال ومرة أخرى مؤشر (2006) Lane & Milesi-Ferretti الذي يقاس على أساس تراكم رأس المال الإجمالي المتدفق (مجموع الأصول والالتزامات الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي)، كما استعانت الدراسة بمؤشر آخر يقيس نوعية المؤسسات (IQ).

¹ Trabelsi, M., & Cherif, M. (2016). Capital account liberalization and financial deepening: Does the private sector matter? The Quarterly Review of Economics and Finance, 64, 141-151.

أولاً: باستعمال البيانات المقطعية في التحليل، تأخذ صيغة معادلة الانحدار الشكل التالي:

$$FD_i = \alpha + \beta KAOPEN_i + \delta X_i + \varepsilon_i \dots \dots (2.9)$$

حيث:

FD_i : تمثل مستوى التطور المالي في الدولة (i) ويشمل كل من القروض المقدمة للقطاع الخاص ومؤشر السيولة.

$KAOPEN_i$: مؤشر يقيس نسبة القيود المفروضة على حساب رأس المال في الدولة (i).

X_i : تمثل مؤشرات التحكم وتشمل معدل الانفتاح التجاري، معدل التضخم، نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الاستثمار الإجمالي، معدل الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل النمو الحقيقي ومؤشر نوعية المؤسسات.

ε_i : حد الخطأ العشوائي.

ثانياً: باستعمال نموذج ديناميكي بطريقة العزوم المعممة في التقدير لعينة مكونة من 40 دولة نامية خلال الفترة 1980-2009، تأخذ صيغة معادلة الانحدار الشكل التالي:

$$FD_{it} = c + \alpha FD_{it-1} + \beta KAOPEN_{it} + \delta X_{it} + \mu_{it} + \lambda_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots (2.10)$$

حيث:

FD_{it} : يمثل مستوى التطور المالي في الدولة (i) وفي الزمن (t) التي تشمل كل من القروض المقدمة للقطاع الخاص ومؤشر السيولة.

$KAOPEN_{it}$: مؤشر يقيس نسبة القيود المفروضة على حساب رأس المال في الدولة (i) خلال الزمن (t).

X_{it} : تمثل مؤشرات التحكم وتشمل كل من معدل الانفتاح التجاري، معدل التضخم، نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل الاستثمار الإجمالي، معدل الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي، معدل النمو الحقيقي ومؤشر نوعية المؤسسات.

FD_{it-1} : يمثل مستوى التطور المالي في الدولة (i) خلال الزمن (t-1) هذا المتغير يعبر عن المتغير الداخلي بزمناً متأخراً (Lagged dependent variable).

μ_{it} : يمثل الأثر الفردي غير الملاحظ.

λ_{it} : يمثل الأثر الزمني غير الملاحظ.

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

أشارت نتائج الدراسة إلى أن تحرير حساب رأس المال له أثر إيجابي على تطور مؤشري الوساطة المالية في الاقتصاديات المتقدمة فقط، هذا التأثير مرتبط بوجود شروط نجاح سياسة التحرير المالي من استقرار للاقتصاد الكلي وإطار مؤسساتي سليم، كما توصلت الدراسة إلى أهمية القطاع الخاص في البلدان النامية كشرط مسبق لتعزيز دور الإصلاح المالي.

22.1. دراسة¹ (Dermechi (2017):

ركزت الباحثة في دراستها الموسومة بعنوان "Le rôle de la taxe financière implicite dans la détermination du niveau de l'intermédiation bancaire : cas de L'Algérie" على دور تكاليف ضريبة التضخم والإيرادات غير الضريبية للكبح المالي* في تحديد مستوى الوساطة البنكية في الجزائر.

استخدمت الدراسة مؤشرين لقياس الوساطة البنكية، المؤشر الأول يتمثل في نسبة الودائع الجارية والودائع لأجل كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث استخدم هذا المؤشر (Demetriades & Luintel (1997) كمقياس لتطور حجم الادخار، أما المؤشر الثاني فيتمثل في حجم الائتمان المحلي المقدم للاقتصاد كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وهو المؤشر الذي اقترحه King & Levine (1993) ويشمل التمويل المصرفي للقطاعين العام والخاص.

لقياس ضريبة الكبح المالي استخدمت الباحثة مؤشر الفرق بين تكلفة الاقتراض المحلي والاقتراض الخارجي مضروباً في رصيد الدين المحلي، أما بالنسبة لضريبة التضخم فقد اعتمدت الباحثة على التغير السنوي في معدل التضخم مضروباً في المخزون الحقيقي لنقود البنك المركزي.

بالاعتماد على بيانات سنوية خلال الفترة 1980-2015 استخدمت الدراسة نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) ونموذج تصحيح الخطأ (VECM) واختبار السببية، وتوصلت إلى وجود

¹ Demerchi, Feriel (2017). Le rôle de la taxe financière implicite dans la détermination du niveau de l'intermédiation bancaire : cas de L'Algérie. Revue internationale des affaires et des stratégies économique (6), 115-120.

* لطالما اعتبر الكبح المالي ضريبة مالية ضمنية تمنح للسلطات في شكل إيرادات حكومية لتمويل الدين العام، ومع ذلك إذا كان الكبح المالي يولد حتماً إيرادات ضمنية معتبرة، يجب الاعتراف بأن هذه الفوائد لها تكلفة التي غالباً ما تتجاهلها الحكومات.

تأثير سلبي للإيرادات الناتجة عن الكبح المالي على مستوى الوساطة البنكية في المدى القصير في حين أن ضريبة التضخم لها تأثير إيجابي على كلتا الوظيفتين.

إن تمديد نموذج (VAR) إلى نموذج متجه تصحيح الخطأ سمح للباحثة بالتحليل على المدى الطويل، حيث أشارت النتائج إلى أن إيرادات الكبح المالي لا تؤثر على حجم المدخرات وتؤثر بشكل سلبي على معدل الائتمان، وأن ضريبة التضخم تؤثر سلباً على حجم المدخرات ولا تؤثر على معدل الائتمان، واستنتجت الدراسة في الأخير بأن رفع القيود والضوابط المفروضة على القطاع المالي من شأنها تحسين مستوى تطور الوساطة المالية في الجزائر.

23.1. دراسة¹ Dogga et al (2017):

جاءت هذه الدراسة بعنوان "Determinants of banking sector development in India: ARDL bound testing approach" لتقييم أثر سياسة التحرير المالي ومجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي على تنمية القطاع المصرفي في الهند خلال الفترة بين 1980 و 2013، حيث استند تحليل الباحثين على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة (ARDL) الذي قدمه Pesaran et al., (2001).

استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات لقياس تطور القطاع المصرفي في الهند وهي نسبة إجمالي الأعمال المصرفية (الودائع والائتمان) إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الالتزامات السائلة للبنوك إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث تشير هذه المؤشرات إلى التطور الشامل للقطاع المصرفي من حيث الحجم، النشاط والكفاءة على التوالي، ومن ناحية استعمل الباحث متغيرات الاقتصاد الكلي والمتمثلة في معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، معدل الفائدة الحقيقي، معدل التضخم، معدل الانفتاح التجاري ومؤشر مركب يقيس درجة التحرير المالي كمحددات متوقعة لتطور القطاع المصرفي في الهند.

¹ Dogga, S. M., Patra, S. K., & Kuruva, M. B. (2017). Determinants of banking sector development in India: ARDL bound testing approach. Asian journal of research in banking and finance, 7(9), 133-149.

استعمل الباحثون طريقة تحليل المكونات الرئيسية (ACP) للحصول على المؤشر المركب للتحرير المالي، حيث شمل المؤشر مختلف تدابير سياسة التحرير المالي بما في ذلك إلغاء القيود المفروضة على أسعار الفائدة، إزالة حواجز الدخول أمام البنوك الخاصة، تنفيذ القواعد التحوطية، إصلاحات سوق رأس المال وتحرير حساب رأس المال.

توصل الباحثون من خلال النماذج الثلاثة إلى أنه باستثناء معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، فإن جميع المتغيرات المفسرة الأخرى تعتبر كمحددات لتطور القطاع المصرفي في الهند، حيث وجدت الدراسة بأن معدل الانفتاح التجاري ومؤشر التحرير المالي لهما تأثير إيجابي قوي على تطور القطاع المصرفي في حين أن المتغيرات الأخرى مثل سعر الفائدة الحقيقي ومعدل التضخم يؤثران بشكل سلبي على تطور القطاع المصرفي في الهند.

النتائج المتحصل عليها تدعم بقوة فرضية McKinnon & Shaw (1973)، التي تنص على أن التحرير المالي يعزز كفاءة النظام المصرفي ويحسن من كفاءة تخصيص الائتمان ويشجع المدخرات وبالتالي توسيع حجم النظام المالي، وعلى ضوء هذه النتائج أوصت الدراسة بضرورة تعزيز الانفتاح التجاري وتسريع وتيرة الإصلاحات المالية من أجل توسيع حجم ونشاط القطاع المصرفي في الهند.

24.1. دراسة¹ Bayar et al (2017):

حاولت هذه الدراسة التحقق في تأثير الانفتاح المالي المتزايد نتيجة العولمة المالية على التنمية المالية لعينة مكونة من 9 دول من بلدان أوروبا الوسطى والشرقية* للفترة 1996-2014، حيث شهت هذه الدول تحولا اقتصاديا خلال الثلاثة عقود الماضية، وقد تم إجراء الدراسة باستخدام طرق حديثة في الاقتصاد القياسي، حيث استعملت الدراسة اختبار التكامل المشترك لبيانات بانل Westerlund and Edgerton (2007) panel bootstrap cointegration test واختبار السببية لبيانات بانل Dumitrescu and Hurlin (2012) causality test.

¹ Bayar, Y., Akyuz, F., & Erem, I. (2017). Openness and Financial Development in Central and Eastern European Countries. *Studies in Business and Economics*, 12(3), 5-16.

* دول أوروبا الوسطى والشرقية عينة الدراسة هي: بلغاريا، كرواتيا، بولندا، رومانيا، سلوفينيا، إستونيا، المجر، جمهورية التشيك وجمهورية سلوفاكيا.

أدرج الباحثون ثلاثة مؤشرات في نموذج الدراسة، المؤشر التابع يتمثل في نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما المؤشرات المفسرة فشملت مؤشر الانفتاح التجاري (نسبة مجموع الصادرات الواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي) ومؤشر الانفتاح المالي KAOPEN، وتوصلوا إلى أن الانفتاح التجاري والمالي أثر على تنمية القطاع المالي بشكل إيجابي على المدى الطويل، علاوة على ذلك كانت هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه من الانفتاح المالي إلى تنمية القطاع المالي.

25.1. دراسة¹ Cakan (2017):

تهدف هذه الدراسة التجريبية إلى اختبار أثر شدة الانفتاح المالي، الانفتاح التجاري والاستثمار الأجنبي المباشر على التنمية المالية في تركيا للفترة 1974-2014، استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات للتنمية المالية تمثلت في مؤشرات تطور الوساطة المالية وهي الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي، نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي ومجموع أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي، كما أدرج الباحث في نمودجه مؤشر الانفتاح المالي (إجمالي تدفقات رأس المال إلى الناتج المحلي الإجمالي).

وباستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL) في التقدير واختبارات الحدود لإظهار العلاقة طويلة المدى بين المتغيرات، توصلت النتائج إلى أن الانفتاح المالي والاستثمار الأجنبي المباشر لهما قوة تنبؤية في تعزيز التنمية المالية، أما الانفتاح التجاري فلا يملك قوة تنبؤية على التنمية المالية، وخلصت الدراسة إلى أن الانفتاح المالي والاستثمار الأجنبي المباشر يمكن استخدامها لتعزيز التنمية المالية وكذلك النمو الاقتصادي في حالة تركيا، حيث أن هذه النتائج لها استنتاجات مهمة للغاية بشأن اتفاقية الاتحاد الجمركي التركي مع الاتحاد الأوروبي.

¹ Cakan, E. (2017). Impact of Financial and Trade Openness on Financial Development in Emerging Market Economies: The Case of Turkey. American Journal of Economics and Business Administration, 9(4), 71-80.

26.1. دراسة Yao & Eugène (2018)¹:

عالجت هذه الدراسة أثر تحرير أسعار الفائدة على الوساطة المالية من خلال مؤشر الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1982-2015 لسبعة بلدان من دول الاتحاد الاقتصادي والنقدي لغرب أفريقيا، حيث اعتمدت الدراسة على سعر الفائدة على القروض والاحتياطات الإجبارية كمؤشر للكبح المالي كما استخدمت طريقة مقدر وسط المجموعة المدمجة (PMG) في التقدير لقياس الأثر القصير والطويل الأجل لسياسة الكبح المالي على الوساطة المالية في هذه الدول، وتوصلت الدراسة إلى أن تخفيف درجة القيود المفروضة على النظام المالي تعتبر سياسة ملائمة للتمويل المصرفي للقطاع الخاص وتطور الوساطة المالية في المدى الطويل.

27.1. دراسة Abubakar & Kassim (2018)²:

تناول الباحثان من خلال هذه الدراسة التجريبية المحددات المؤسسية والاقتصادية الكلية للتمتية المالية باستخدام بيانات سنوية لعينة مكونة من 50 دولة عضو في منظمة المؤتمر الإسلامي بين سنوات 2003 و 2011، وقد تم إجراء الدراسة على نموذج ديناميكي من خلال الاستعانة بطريقة العزوم المعممة (GMM)، حيث استخدمت الدراسة مؤشرات الوساطة المالية للحصول على القيمة المقدرة للتمتية المالية وتمثلت هذه المؤشرات في ما يلي:

- **مؤشر الحجم:** المعروف النقدي بمعناه الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- **مؤشر النشاط:** الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.

كما تضمن تحليل الانحدار مؤشر KAOPEN لقياس مستوى الانفتاح المالي ومؤشر آخر يقيس مستوى الجودة المؤسسية (متوسط 6 مؤشرات للحوكمة)، بالإضافة إلى متغيرات الاقتصاد الكلي التي استخدمها الباحثان كمتغيرات مراقبة وتشمل مستوى الدخل، سعر الصرف ومعدل التضخم.

¹ YAO, S. P., & Eugène, K. (2018). Interest Rate Liberalization and Credit Supply to the Private Sector in WAEMU: Evidence from Pooled Mean Group Estimation. *Journal of Finance*, 6(1), 11-18.

² Abubakar, A., & Kassim, S. (2018). Institutional and macroeconomic determinants of financial development in the OIC countries. *Global Business and Economics Review*, 20(4), 410-424.

كشفت النتائج بأن مستوى الدخل يؤثر إيجابيا على التنمية المالية وأن سعر الصرف يشجع على زيادة العمق المالي وأنشطة الإقراض، كما أن الانفتاح المالي يؤدي إلى تعزيز العمق المالي فقط، في حين أن الجودة المؤسسية تعزز أنشطة الإقراض، من ناحية أخرى وجدت الدراسة بأن التضخم يحفز الائتمان المصرفي للقطاع الخاص ويقلل من عمق قطاع الوساطة المالية، هذه النتائج تفرض على صانعي السياسات في بلدان منظمة المؤتمر الإسلامي الاعتماد على مجموعة من السياسات الاقتصادية والمالية بالإضافة إلى تنفيذ الإصلاحات السياسية والقانونية من أجل تعزيز التنمية المالية وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي.

28.1. دراسة¹ Khatun (2019):

أراد Khatun في دراسة بعنوان "Openness in financial service trade and financial : Evidence from the BRICS Economies" تقييم أثر الانفتاح في تجارة الخدمات المالية على التطور المالي على المدى الطويل لعينة مكونة من خمسة اقتصاديات من دول البريكس² وهي البرازيل، روسيا، الهند، الصين وجنوب إفريقيا للفترة الممتدة بين 1990 و2012 باستخدام طريقة المربعات الصغرى المصححة كلياً (FMOLS) وطريقة المربعات الصغرى الديناميكية (DOLS).

استخدمت الدراسة مؤشر العمق المالي لقطاع الوساطة المالية المتمثل في الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي لتقدير نموذج التطور المالي، ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد الباحث على معادلة الانحدار حسب الآتي:

¹ Khatun, R. (2019). Openness in Financial Services Trade and Financial Development: Evidence from the BRICS Economies. South Asian Survey, 26(1), 55-69.

² دول البريكس أو BRICS هي عبارة عن مجموعة دول تأسست في عام 2008 تضم أكبر الكيانات العالمية اقتصادياً، وترجع تلك التسمية اختصاراً للحروف الأولى اللاتينية لدول الأعضاء الخمس التي تتشكل منها المجموعة وهي على التوالي كل من البرازيل، روسيا، الهند، الصين وجنوب إفريقيا، كانت في الأصل باسم "بريك"، قبل انضمام جنوب أفريقيا في 2010، وقد تم عقد أول قمة لها في شهر جوان عام 2009 وتم إعلان تأسيس نظام عالمي ثنائي القطبية، وتعمل تلك الدول على اتخاذ سبل الحوار في حل المشكلات العالمية، يصل إجمالي مساحة دول الأعضاء إلى قرابة 25% من إجمالي اليابس على سطح الكرة الأرضية، بينما يبلغ عدد سكانها أكثر من 40% من سكان العالم، ويتعدى الناتج الاقتصادي لتلك الدول 16 تريليون دولار بما يعادل 18% من إجمالي الناتج الاقتصادي العالمي، حيث أصبحت من أكبر الأسواق وأسرع الاقتصاديات العالمية نمواً.

$$\ln CRPS_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i} \ln OPTIFS_{it} + \alpha_{2i} \ln FDI_{it} + \alpha_{3i} \ln GSAV_{it} + \alpha_{4i} \ln GDP_{it} + \mu_{it} \dots \dots \dots (2.11)$$

حيث:

$\ln CRPS$: يمثل لوغاريتم الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لمستوى التطور المالي.

$\ln OPTIFS$: يمثل لوغاريتم نسبة التجارة في الخدمات المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وتشمل التجارة في الخدمات المالية مجموع التجارة في الخدمات المصرفية وخدمات التأمين، حيث

استخدم هذا المؤشر (Chang, Kaltani & Loayza (2009) و Zhang, Zhu & Lu (2015)

$\ln FDI$: يمثل لوغاريتم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي.

$\ln GSAV$: يمثل لوغاريتم إجمالي الادخار إلى الناتج المحلي الإجمالي

$\ln FDI$: يمثل لوغاريتم الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة لسنة 2010 كمقياس لمعدل النمو الاقتصادي.

t, i : تشير إلى الدولة والزمن على الترتيب.

توصل الباحث إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للانفتاح في تجارة الخدمات المالية على تطور مستويات العمق المالي في قطاع الوساطة المالية والذي يستخدم كمؤشر للتطور المالي، حيث أن الزيادة في معدل الانفتاح المالي بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع مستوى العمق المالي بنسبة 0.109%، هذه النتائج قدمت الدعم لأعمال (McKinnon & Shaw (1973) التي دعت إلى ضرورة إزالة الحواجز على تجارة الخدمات المالية.

كما وجدت الدراسة بأن بعض المتغيرات مثل معدل النمو الاقتصادي وإجمالي الادخار معنوية ولها تأثير إيجابي على تطور مستويات العمق المالي في قطاع الوساطة المالية.

29.1. دراسة¹ (De Moraes, Antunes & Rodrigues (2019):

قدم الباحثون دراسة تطبيقية حديثة بعنوان "Financial Intermediation Analysis from Financial Flows" تبحث في سلوك الوساطة المالية التي تقوم بها البنوك وتحليل آثار القروض

¹ De Moraes, C. O., Antunes, J. A. P., & Rodrigues, A. (2019). Financial Intermediation Analysis from Financial Flows. Journal of Economic Studies, 46 (3), 727-747.

المتعثرة وسياسة الكبح المالي باستخدام بيانات ربع سنوية لعينة مكونة من 6161 مشاهدة مستخرجة من ميزانية 101 بنك برازيلي خلال الفترة من 2000 إلى 2015، وقد تم إجراء الدراسة على نموذج ديناميكي باستخدام طرق حديثة في الاقتصاد القياسي وهي (D-GMM)، (S-GMM) وطريقة المربعات الصغرى الوظيفية (FOLS).

طور الباحثون من خلال هذه الدراسة مقياس جديد للوساطة المالية يتمثل في التبادل الفعلي للتدفقات المالية بين الوحدات الاقتصادية والوسطاء الماليين،¹ ويسمح هذا المؤشر بالتقاط التدفقات الفعالة المستمدة من عملية الوساطة المالية ويعتمد على التدفقات المالية للأصول والخصوم.

لتقدير نموذج الوساطة المالية استخدمت الدراسة مجموعة متغيرات لتفسير سلوك الوساطة المالية حسب الآتي:

- نسبة قروض البنك غير العاملة إلى إجمالي القروض.
- معدل إعادة الخصم كمؤشر للسياسة النقدية.*
- اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول كمؤشر لحجم الوساطة المالية.
- نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول في قطاع الوساطة المالية كمؤشر للسيولة، حيث أن الحفاظ على نسبة عالية من الأصول السائلة يتوافق مع انخفاض الرغبة في المخاطرة وبالتالي انخفاض الوساطة المالية.

ولاختبار آثار القطاع الأجنبي والنشاط الاقتصادي على الوساطة المالية أدرجت الدراسة متغيرات أخرى في النموذج كما يلي:

- سعر الصرف الحقيقي، حيث أن تخفيض قيمة العملة المحلية يمكن أن يضر بالشركات التي تلجأ إلى العملات الأجنبية لتمويل أنشطتها مما يؤدي إلى انخفاض الوساطة المالية.

¹ Ibid, pp. 727-747.

* وهو السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك التجارية ويساعد معدل إعادة الخصم في التحكم في عرض النقد في التداول من خلال تغيير هذا السعر صعوداً ونزولاً على المدى المتوسط، ورفع الفائدة يعني كبح عمليات الاقتراض وبالتالي تقليل نسبة السيولة في السوق مما يؤدي إلى خفض نسبة التضخم.

- مؤشر يقيس التغيرات في الدورة الاقتصادية وتم الحصول عليه من خلال الفرق بين قيمة الناتج المحلي الإجمالي المتراكمة لمدة سنة واحدة واتجاهها على المدى الطويل.
- معدل النمو الاقتصادي.

توصلت الدراسة إلى أن هناك دليل على وجود تأثيرات كبيرة بين القروض المتعثرة والوساطة المالية، وبالتالي فإن تقاوم سيناريو مخاطر الائتمان وما يترتب على ذلك من زيادة في حالات العجز عن السداد الائتماني يحثان النظام المالي على تقليل نشاط الوساطة المالية، علاوة على ذلك وجدت الدراسة تأثير سلبي لمعدل إعادة الخصم على الوساطة المالية، أي أن اعتماد سياسة نقدية أكثر تشدداً (إحدى صور الكبح المالي) تؤدي إلى انخفاض الوساطة المالية، حيث أن الزيادة في معدل إعادة الخصم بغرض امتصاص فائض السيولة يقلل من قدرة البنوك على منح الائتمان.

خلاصة:

من خلال ما تم عرضه سابقاً نلاحظ بأن النتائج المتحصل عليها تدعم بقوة فرضية (1973) McKinnon & Shaw التي تنص على أن التحرير المالي يعزز كفاءة النظام المصرفي ويحسن من كفاءة تخصيص الائتمان ويشجع المدخرات وبالتالي توسيع حجم النظام المالي وتطور الوساطة المالية.

2. الدراسات التجريبية السابقة التي نفت فرضية الأثر الإيجابي للتحريك المالي على الوساطة المالية:

تناولت دراسات تجريبية أخرى بصورة مباشرة أثر تطبيق مختلف إجراءات التحريك المالي على الوساطة المالية، وقد توصلت هذه الدراسات إلى وجود أثر سلبي للتحريك المالي على الجوانب المختلفة التي تميز تطور الوساطة المالية، حيث قدمت هذه الدراسات بعض الدعم للنتائج النظرية التي توصل إليها بعض الباحثين مثل (Wijnbergen (1982 و (Stiglitz (1993 القائلة بأن بعض أشكال القيود المالية قد تساعد في تعزيز تطور الوساطة المالية، كما توصلت دراسات أخرى إلى أن الإصلاحات المالية التي تبنتها الدول النامية منذ منتصف سنوات التسعينات لم تؤدي إلى تحسين فعالية البنوك في الوساطة المالية.

سنحاول من خلال هذا القسم تقديم مجموعة من هذه الدراسات التجريبية حسب التسلسل الزمني كما يلي:

1.2. دراسة¹ Rother (1999):

في دراسة بعنوان "Explaining the behavior of financial intermediation : evidence from transition economies" ركز الباحث على دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية والهيكلية على الوساطة المالية لعينة مكونة من 19 دولة يمر اقتصادها بمرحلة انتقالية خلال الفترة من الربع الأول لسنة 1991 إلى غاية الربع الثالث من سنة 1997، وقد تمت دراستها في شكل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis)، حيث تميزت البيانات بكونها سلاسل زمنية غير متوازنة.

استخدم الباحث نموذجين للحصول على القيمة المقدرة للوساطة المالية، نموذج بيانات ربع سنوية ونموذج بيانات سنوية، حيث تم استخدام نسبة عرض النقود بالمعنى الواسع (بما في ذلك الودائع بالعملة الأجنبية) إلى القاعدة النقدية (m) ونسبة الائتمان المقدم إلى المقترضين غير الحكوميين إلى القاعدة النقدية (cr) لقياس حجم الوساطة المالية، ولتحديد تأثير سياسة التحريك المالي

¹Rother, M. P. C. (1999). Explaining the behavior of financial intermediation: Evidence from transition economies. International Monetary Fund.

على الوساطة المالية، استعمل الباحث سعر الفائدة الحقيقي على الودائع (idr) والحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي (mr) بالإضافة إلى مؤشر حقوق الملكية (PRP-rgts) الذي تم استخدامه لقياس البيئة القانونية في البنوك.

توصل الباحث إلى أن سعر الفائدة الحقيقي يؤثر بشكل إيجابي على الوساطة المالية بالنسبة لنموذج البيانات الربع سنوية وبشكل سلبي بالنسبة لنموذج البيانات السنوية حيث أن الزيادة في معدل الإيداع الحقيقي تميل إلى خفض حجم الوساطة المالية في الأجل القصير، هذه النتائج تعكس الغموض بشأن تأثير سعر الفائدة الحقيقي للودائع على الوساطة المالية في الأدبيات النظرية، كما استنتجت الدراسة عدم وجود تأثير هام للحد الأدنى لمتطلبات الاحتياطي ومؤشر حقوق الملكية على الوساطة المالية.

2.2. دراسة¹ Park & Sehart (2001):

أراد الباحثان في دراسة بعنوان "Tests of financial intermediation and banking reform in China" قياس أثر الإصلاحات المالية على الوساطة المالية لعينة غير متجانسة مكونة من 23 بنك عمومي وخاص في الصين خلال الفترة 1991-1997، حيث استعمل الباحثان في دراستهما طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وطريقة المتغيرات الوسيطة.

قامت الدراسة بإجراء اختبارات تجريبية لكفاءة الوساطة المالية استنادا إلى نموذج لتعظيم الأرباح لفائدة البنوك في ظل وضع يتميز بفرض قيود على برامج الإقراض والاقتراض ما بين البنوك، حيث ركزت الاختبارات القياسية على دراسة تأثير الإصلاحات المالية، عوامل الاقتصاد الكلي والمتغيرات البنكية على كفاءة الوساطة المالية من خلال وظيفة منح القروض.

أظهرت النتائج بأن سياسة تأطير القروض لم تتخفف خلال فترة الدراسة وأن المؤسسات المالية الخاصة ساهمت بشكل متزايد في زيادة حجم الإقراض، حيث أن هذه المؤسسات مندمجة بشكل جيد في الأسواق المالية الوطنية، بالإضافة إلى ذلك لم يكن للعوامل الاقتصادية تأثير يذكر على إجمالي القروض الممنوحة، ووجد الباحثان بأن حجم الودائع يعتبر كمتغير أساسي في تحديد حجم الإقراض

¹ Park, A., & Sehart, K. (2001). Tests of financial intermediation and banking reform in China. *Journal of Comparative Economics*, 29(4), 608-644.

المحلي، وخلصت الدراسة إلى أن الإصلاحات المالية التي تبنتها الصين منذ منتصف سنوات التسعينات لم تؤدي إلى تحسين كفاءة البنوك في الوساطة المالية.

3.2. دراسة¹ Fries & Taci (2002):

تستقصي هذه الدراسة التي جاءت بعنوان "Banking reform and development in transition economies" أثر الإصلاحات المالية على الوساطة البنكية في الاقتصاديات التي تمر بمرحلة انتقالية خلال الفترة 1994 – 1999، باستخدام بيانات سنوية لعينة مكونة من 515 بنك في 16 دولة من بلدان وسط وشرق أوروبا، دول البلطيق واتحاد الدول المستقلة.

استخدمت الدراسة مؤشر الإصلاح المصرفي الذي قدمه البنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية* كمقياس للتحرير المالي ومؤشر معدل نمو القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي كمقياس لتطور الوساطة البنكية، وتوصل الباحثان إلى أن الإصلاحات المصرفية فشلت في تحقيق التوسع في القروض المصرفية في هذه الاقتصاديات، وتشير النتائج إلى أن هذه الدول تحتاج إلى تطبيق سياسات وتدابير تسمح بتعزيز قدرة البنوك على منح القروض، وتشمل هذه التدابير تنظيم أكثر فعالية لدخول البنوك، إزالة العقبات أمام التوسع في البنوك المملوكة للأجانب ونقل التكنولوجيا والمهارات المصرفية التي توسع نطاق الحصول على التمويل لاسيما من جانب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

4.2. دراسة² Ang (2008, 2009):

قام James Ang سنة 2008 بدراسة تطبيقية تحت عنوان "Are financial sector policies effective in deepening the Malaysian financial system?"

¹ Fries, S. M., & Taci, A. (2002). Banking reform and development in transition economies. European Bank for Reconstruction and Development.

* مؤشر الإصلاح المصرفي للبنك الأوروبي لإعادة الإعمار والتنمية عبارة عن مؤشر يقيس التقدم في إصلاح القطاع المصرفي، يقدم هذا المؤشر تصنيفا للتقدم في سياسة التحرير والإصلاح المؤسسي للقطاع المصرفي، ويأخذ القيمة من 1 إلى 4.

² To see:

- Ang, J. B. (2008). Are financial sector policies effective in deepening the Malaysian financial system?. Contemporary economic policy, 26(4), 623-635.

- Ang, J. B. (2009). Financial liberalization or repression?" MPRA Paper No. 14497, pp. 1-22.

الباحث في أعماله على دراسة العلاقة طويلة الأجل بين سياسات القطاع المالي وتطور النظام المالي في ماليزيا خلال الفترة 1959-2005. استخدمت الدراسة منهجية التكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ (VECM)، نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد (UECM) وطريقة المربعات الصغرى العادية الديناميكية (DOLS) لتقدير مرونة التطور المالي ومقارنة النتائج باستخدام هذه المناهج.

استعملت الدراسة مؤشر الوساطة المالية المتمثل في عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي (M2Y) كمقياس للتطور المالي ومجموعة المؤشرات لقياس درجة ومستوى التحرير المالي الداخلي.

ولتحقيق أغراض الدراسة استخدم الباحث النموذج التالي:

$$FD_t = f(ED_t, IRR_t, SRR_t, DCP_t, CLR_t, TO_t) \dots \dots \dots (2.12)$$

حيث:

FD_t : مؤشر التطور المالي (تطور الوساطة المالية).

ED_t : معدل النمو الاقتصادي المعبر عنه بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

IRR_t : مؤشر مركب يعبر عن القيود المفروضة على أسعار الفائدة، يلخص هذا المؤشر ستة أنواع من إجراءات كبح أسعار الفائدة وهي أعلى معدل فائدة على القروض الموجهة للقطاعات ذات الأولوية، سياسات التدخل في أسعار الفائدة، أدنى معدل فائدة على القروض، أعلى معدل فائدة على القروض، أدنى معدل فائدة على الودائع وأعلى معدل فائدة على الودائع، حيث تم بناء هذا المؤشر بالاعتماد على الأعمال المقدمة من قبل (Demetriades & Luintel (1997, 2001) وأعمال Ang & McKibbin (2007).

SRR_t : يمثل متطلبات الاحتياطي القانوني.

DCP_t : يمثل برامج الائتمان الموجه.

CLR_t : يمثل متطلبات السيولة الرأسمالية.

TO_t : يمثل الانفتاح التجاري.

من أبرز نتائج هذه الدراسة وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، كما توصل الباحث إلى أن التطور المالي في ماليزيا من خلال مؤشر الوساطة المالية يعتمد بشكل

كبير على مستوى التنمية الاقتصادية، ويبدو أن الانفتاح التجاري يؤثر بشكل سلبي على حجم النظام المالي للبلد، وتشير النتائج أيضا إلى أن السياسات المالية القمعية التي تتخذ شكل احتياطات قانونية عالية وبرامج ائتمان موجهة عطلت التطور المالي، ومع ذلك فإن النتائج لا توفر الدعم الكامل لأطروحة التحرير المالي وعلى وجه التحديد، فإن القيود المفروضة على أسعار الفائدة أداة فعالة لتعميق القطاع المالي، كما أن الحفاظ على سيولة رأسمالية كافية كان حاسما في تطور النظام المالي.

في دراسة أخرى بعنوان "Financial liberalization or financial repression?" وجد Ang (2009) بأن سياسات التحرير المالي لا تؤدي دائما إلى نتائج مرغوبة، حيث قام باختبار أثر ضوابط أسعار الفائدة، سياسة تأطير القروض، متطلبات الاحتياطي الإجمالي ونسبة السيولة القانونية على الوساطة المالية في الهند خلال الفترة 1950-2005، حيث قدمت الدراسة بعض الدعم للنتائج النظرية التي توصل إليها بعض الاقتصاديين مثل (Wijnbergen (1982)، Taylor (1983)، Courakis (1984)، Bencivenga & Smith (1992)، Stiglitz (1993) القائلة بأن بعض أشكال القيود المالية قد تساعد في تحفيز الوساطة المالية، وأظهرت النتائج بأن سياسة الكبح المالي التي انتهجتها الهند أثرت بشكل إيجابي على تطور الوساطة المالية خلال تلك الفترة.

5.2. دراسة¹ Khalaf & Sanhita (2009):

حاولت هذه الدراسة التي قدمها الباحثان بعنوان "Financial liberalization and financial development in Iraq" اختبار تأثير سياسات الكبح المالي للفترة 1970-2002 وسياسات التحرير المالي خلال الفترة 2003-2007 على التنمية المالية في العراق باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزع (ARDL) في التقدير، حيث تضمن تحليل الانحدار استخدام مؤشر الوساطة المالية المتمثل في نسبة التزامات ودائع النظام المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للتطور المالي والذي يعكس قدرة المصارف في جذب الودائع وتقديم الخدمات المالية، وكشفت نتائج القياس بأن التطور المالي في العراق كان منخفض طوال فترة الدراسة من سنة 1970 إلى سنة 2007، وهذا يعني بأن كلتا الإستراتيجيتين (الكبح أو التحرير المالي) لم تساهما في تحفيز تطور الوساطة المالية في العراق.

¹ Khalaf, A. M. A. R., & Sanhita, A. (2009). Financial liberalization and financial development in Iraq. Saving and development, 4, 377-404.

كما أشارت نتائج تحليل نموذج ARDL بأن مؤشر الكبح المالي يؤثر بشكل سلبي على التطور المالي في العراق من خلال سياسات القيود المفروضة على أسعار الفائدة وعلى تخصيص الائتمان، وعلاوة على ذلك فإن المحاولات الأخيرة لإزالة آثار سياسات الكبح المالي عبر نهج التحرير أيضا لم تمكن من تحسين التطور المالي للبلاد، وهذا ما يعني بأن سياسات التحرير المالي لم تلعب دورا مهما في تحفيز التطور المالي في العراق، ويعود ذلك إلى أسباب غير متوقعة كانت وراء العواقب غير المقصودة من إستراتيجية التحرير المالي التي نفذت منذ سنة 2003 وهي انعدام الاستقرار الأمني والسياسي، غياب المناخ الاستثماري المناسب والبيئة الاقتصادية الكلية غير المستقرة (ارتفاع معدل التضخم) وغيرها، كما يظهر التحليل القياسي أيضا أن الكثافة المصرفية في العراق لم تساهم في التعميق المالي، ويرجع ذلك أساسا إلى التوزيع غير المناسب للبنوك التي تتركز معظمها في المدن الرئيسية.

6.2. دراسة¹ Han Yu & Pei-Tha Gan (2010):

تبحث هذه الدراسة في محددات تطور القطاع المصرفي في ماليزيا عن طريق إجراء دراسة قياسية باستعمال بيانات ربع سنوية خلال الفترة الممتدة بين 1980 و 2007. استخدمت الدراسة مؤشر التحرير المالي المقدم من قبل (Kaminsky & Schmukler (2001) بالإضافة إلى عوامل التحكم المفسرة للوساطة المالية والتي تشمل المتغيرات التالية:

- مؤشر الانفتاح التجاري: مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- معدل النمو الاقتصادي: إجمالي الناتج المحلي.
- سعر الفائدة الحقيقي على القروض والودائع.

اعتمد الباحثان على ثلاثة مؤشرات للوساطة المالية، حيث تمثلت هذه المؤشرات فيما يلي:

- الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع المالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- الالتزامات السائلة للقطاع المصرفي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

¹ Yu, H., & Gan, P. T. (2010). The determinants of banking sector development: Malaysian experience. International research journal of finance and economics, 35, 29-45.

وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للتحريم المالي على الوساطة المالية في ماليزيا، هذه النتائج أظهرت بأن سياسة التحريم المالي في ماليزيا في معظم الحالات هي قرار سياسي لصالح نمط معين من تخصيص الموارد ومعظمها نحو التنمية الاقتصادية الموجهة نحو التصدير، حيث أن حصة الملكية الأجنبية منخفضة نسبيا في ماليزيا بسبب القيود التنظيمية وعدم وجود منافسة قوية.

7.2. دراسة¹ (Asongu (2012):

جاءت دراسة الباحث بعنوان "Bank efficiency and openness in Africa : Do income levels matter ?" لدراسة تأثير الانفتاح المالي والتجاري على كفاءة الوساطة البنكية لعينة مكونة من 29 دولة إفريقية ذات دخل منخفض ومتوسط خلال الفترة 1987 - 2008 باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) في التقدير، ولتحقيق أغراض الدراسة استخدم الباحث النموذج التالي:

$$BE_t = f(TO_t, FO_t, GDP_t) \dots \dots \dots (2.13)$$

حيث:

BE_t : يمثل كفاءة الوساطة البنكية والتي تم قياسها من خلال مؤشرين، المؤشر الأول يتمثل في نسبة إجمالي القروض المصرفية إلى إجمالي الودائع المصرفية، حيث استخدم هذا المؤشر (Demirguk-Kunt Beck (2009)، أما المؤشر الثاني فيتمثل في نسبة الائتمان المحلي للقطاع الخاص إلى إجمالي ودائع النظام المالي، حيث استخدم هذا (Demirguk-Kunt et al., (1999) و (Demirguk-Kunt & Beck (2009) في دراستهم.

TO_t : يمثل مؤشر الانفتاح التجاري المعبر عنه بمجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

FO_t : يمثل الانفتاح المالي، حيث تم قياسه من خلال مؤشرين، المؤشر الأول يتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي، والمؤشر الثاني يتمثل في إجمالي تدفقات رأس

¹Asongu, S. (2012). Bank efficiency and openness in Africa: do income levels matter?. Published in: Review of Finance and Banking, 4(2), 115-122.

المال الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، حيث تم استخدام هذه المؤشرات من قبل العديد من الدراسات مثل (Lane & Milesi-Ferreti (2006)، Baltagi et al. (2009) و (Hanh (2010). GDP_t : معدل النمو الاقتصادي المعبر عنه بالنمو في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

وباستخدام متغير وهمي للتمييز بين البلدان المنخفضة والمتوسطة الدخل، وجدت الدراسة بأن الانفتاح المالي والتجاري يؤدي إلى انخفاض كفاءة الوساطة البنكية في البلدان منخفضة الدخل مقارنة بنظيرتها من البلدان متوسطة الدخل، هذه النتيجة تبرز بأن القطاع المصرفي في البلدان الإفريقية لم يحقق ميزة نسبية، حيث أدى القصور في تخصيص الائتمان من قبل البنوك التجارية للأعوان الاقتصاديين أدى إلى ظهور مشكلة السيولة المفرطة الناتجة عن زيادة تعبئة الودائع.

8.2. دراسة¹ (David et al (2014) :

أعد خبراء صندوق النقد الدولي دراسة تجريبية بعنوان "Does openness matter for financial development in Africa?" وأعد خبراء صندوق النقد الدولي دراسة تجريبية بعنوان "Does openness matter for financial development in Africa?" والمالي والتنمية المالية لعينة مكونة من 34 دولة من دول إفريقيا جنوب الصحراء خلال الفترة 1970 - 2009، بالاستعانة ببعض الطرق القياسية التي تأخذ بعين الاعتبار عدم تجانس معلمات الانحدار وعدم الاستقلال بين المقاطع العرضية.

استخدمت الدراسة مؤشر مركب يقيس التطور المالي، حيث اختار الباحثون الاعتماد على جانب الوساطة المالية لقياس التطور المالي نظرا لعدم توفر البيانات عن الأسواق المالية وقطاع التأمين، وتتمثل هذه المؤشرات فيما يأتي:

- نسبة الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة الائتمان المقدم من قبل المؤسسات المالية الأخرى إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة ودائع النظام المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

¹ David, M. A., Mlachila, M. M., & Moheput, A. (2014). Does openness matter for financial development in Africa? (No. 14-94). International Monetary Fund.

ولقياس أثر سياسة الانفتاح استخدم الباحثون مؤشرين، الأول يقيس مستوى الانفتاح التجاري ويتمثل في نسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي والمؤشر الثاني يقيس مستوى الانفتاح المالي، حيث استخدمت الدراسة مؤشر KAOPEN الذي يقيس تحرير حساب رأس المال والمقدم من طرف (Chinn & Ito (2006).

كما تضمن نموذج الدراسة مجموعة من متغيرات التحكم الأساسية التي استخدمتها أغلب الدراسات التجريبية المتعلقة بمحددات التنمية المالية أهمها دراسات (Chinn & Ito (2006)، (Beck & Baltagi, Demetriades & Law (2009)، (Tressel & Detragiache (2008) و (Demirgüç-Kunt (2009) وتشمل هذه المتغيرات بشكل خاص معدل التضخم، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وفقا لتعادل القوة الشرائية، مؤشر نوعية الإطار المؤسسي، بالإضافة إلى مؤشر يقيس القيود المفروضة على السلطة التنفيذية ومؤشر الكثافة السكانية.

توصلت النتائج إلى عدم وجود صلة بين تحرير حساب رأس المال والتنمية المالية في منطقة إفريقيا جنوب الصحراء الكبرى، ووجدت بأن الانفتاح التجاري أكثر أهمية للتنمية المالية في البلدان التي تملك بنية مؤسسية ملائمة، هذه النتائج قد تكون ناتجة عن عدد من العوامل بما في ذلك التشوهات في الأسواق المالية المحلية وضعف الإشراف على القطاع المالي.

9.2. دراسة¹ (Sabri (2014) :

في محاولة لتقديم أدلة تجريبية حول أثر التحرير المالي على الوساطة المالية قدم الباحث دراسة بعنوان "banking reform and financial intermediation of some selected deposit money banks in Nigeria" تبحث في أثر الإصلاحات المالية في القطاع البنكي على الوساطة المالية للبنوك التجارية في نيجيريا، وقد تم دراستها باستخدام عينة مكونة من 10 بنوك خلال الفترة 1999 – 2013.

¹ Sabri, M. H. (2014). banking reform and financial intermediation of some selected deposit money banks in Nigeria. 14th International conference on business, sociology and applied sciences, (pp. 10-15). Kuala Lumpur.

استعملت الدراسة مؤشر الائتمان المحلي الممنوح من قبل البنوك التجارية إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لحجم الوساطة المالية، وبالاعتماد على اختبار ستودنت واختبار كاي مربع في التقدير، توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر للإصلاحات المالية التي قامت بها السلطات النقدية في نيجيريا منذ سنة 2004 على وظيفة الوساطة المالية للبنوك التجارية، وأوصى الباحث بأن تعمل كل من السلطات الرقابية والبنوك في نيجيريا على ضمان خلق بيئة مواتية للمعاملات السلسة للبنوك وفرض رقابة فعالة للقطاع المصرفي لضمان تطبيق القواعد القانونية والتنظيمية.

10.2. دراسة¹ Ashraf (2017, 2018):

تستقصي هذه الدراسة التي جاءت بعنوان "Trade and financial openness: impact on bank development of emerging economies" أثر الانفتاح التجاري والمالي على الوساطة البنكية في الاقتصاديات الناشئة خلال الفترة 2000 - 2012، باستخدام بيانات سنوية لعينة مكونة من 287 بنكا رئيسيا في 37 دولة ناشئة.

استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات لقياس الوساطة البنكية من جوانب مختلفة وهي التكلفة، حجم ومخاطر التمويل المصرفي، وتمثلت هذه المؤشرات فيما يلي:

- **تكلفة الائتمان المصرفي:** مؤشر صافي هامش أسعار الفائدة*
- **حجم الائتمان المصرفي:** إجمالي القروض السنوية للبنك كنسبة من إجمالي الأصول البنكية، حيث يشير هذا المؤشر إلى نسبة إجمالي الأصول التي تخصصها البنوك للقروض.

¹ To see :

- Ashraf, B. N. (2017). Trade and financial openness: impact on bank development of emerging economies. Research in International Business and Finance.

Available at the following URL:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917301101> (Accessed 02/03/2019).

- Ashraf, B. N. (2018). Do trade and financial openness matter for financial development? Bank-level evidence from emerging market economies. Research in International Business and Finance, 44, 434-458.

* هوامش الفائدة الصافية تساوي إيرادات الفوائد السنوية المكتسبة على القروض مطروحا منها مصاريف الفوائد السنوية المدفوعة للمودعين مقسومة على إجمالي الموجودات السنوية المدرة للعوائد، حيث يقاس الفرق بين ما يدفع البنك لمقرضي الأموال وما يحصل عليه من المقرضين من الأموال، وبالتالي يعكس تكلفة الوساطة المالية.

• حجم المخاطر المصرفية: مؤشر Z-score للبنوك التجارية.

لقياس الانفتاح المالي استخدم الباحث مؤشر KAOPEN المقدم من قبل Chinn & Ito (2006, 2008) والذي يقيس درجة تحرير حساب رأس المال، أما مؤشر الانفتاح التجاري فتم قياسه من خلال مجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، كما استعانت الدراسة بمجموعة من المتغيرات البنكية استخدمت كمتغيرات المراقبة.

وجدت نتائج الدراسة بأن الانفتاح التجاري يشجع على تطور القطاع المصرفي من خلال زيادة الحجم وخفض تكلفة ومخاطر الائتمان المصرفي، هذه النتائج جاءت مدفوعة بزيادة الطلب على التمويل وتسريع وتيرة الإصلاحات المالية وزيادة فرص تنويع الإقراض الناجمة عن زيادة الانفتاح التجاري، وعلى النقيض من ذلك توصلت الدراسة إلى أن دور الانفتاح المالي في تطوير القطاع المصرفي محدود، فعلى الرغم من زيادة المنافسة في سوق الائتمان بسبب زيادة تدفقات رأس المال والتي تؤدي بالبنوك إلى خفض تكلفة الائتمان، إلا أنها في المقابل تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان المصرفي على الرغم من خفض حجم القروض، وفي هذه الحالة قد تفوق التكاليف المرتبطة بزيادة المخاطر لدى البنوك الفوائد المرتبطة بانخفاض تكلفة الائتمان المصرفي.

وفي دراسة أخرى سنة 2018 بعنوان "Do trade and financial openness matter for financial development? Bank-level evidence from emerging market economies" ركز Ashraf (2018) على دراسة أثر الانفتاح المالي والتجاري على الوساطة المالية، وقد جاءت هذه الدراسة في شكل سلة من البيانات (Panel) لعينة مكونة من 37 دولة نامية وللفترة الممتدة بين 2000 و2012. وقد استعمل الباحث نفس المؤشرات المستخدمة في الدراسة السابقة.

وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية ونظام طرق العزوم المعممة (Sys-GMM) توصل الباحث إلى أن زيادة الانفتاح التجاري يعزز تطور قطاع الوساطة المالية من خلال زيادة حجم الإقراض المصرفي وانخفاض تكلفة الوساطة المالية، وهذا بسبب ارتفاع في الطلب على التمويل وزيادة فرص تنويع الإقراض المصرفي نتيجة لزيادة الانفتاح التجاري، وبالنسبة لتأثير الانفتاح المالي فقد توصلت الدراسة إلى نتيجة مماثلة لسابقتها.

11.2. دراسة¹ Khalaf (2019) :

حاولت هذه الدراسة التي قدمها Khalaf (2019) بعنوان "The determinants of financial development in Iraq" دراسة محددات تطور قطاع الوساطة المالية في العراق للفترة الممتدة بين 1980 و 2010 عن طريق إجراء دراسة قياسية باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR).

استخدمت الدراسة مؤشر العمق المالي لقطاع الوساطة المالية المتمثل في القروض المقدمة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغير داخلي، ومؤشر يقيس مستوى الانفتاح المالي كمتغير خارجي، بالإضافة إلى عوامل التحكم المفسرة للوساطة المالية، وقد استخدم الباحث معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$DEPTH = f(GROW, INF, OWN, POLI, OIL, OPN, DEFI) \dots \dots \dots (2.14)$$

DEPTH: الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
 GROW: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمقياس لمعدل النمو الاقتصادي.
 INF: معدل التضخم السنوي، ويقاس بالتغير السنوي في مؤشر أسعار المستهلك، يشير الباحث إلى أن هذا المؤشر من المتوقع أن يكون له تأثير سلبي على قطاع الوساطة المالية، حيث أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى الحصول على سعر فائدة على الودائع سلبية، مما يعني أن المستثمرين سيحصلون على مكاسب سلبية، وبالتالي يدفعهم ذلك إلى الاحتفاظ بأصول أخرى بدلاً من الودائع المصرفية وهو ما يخفض من قدرة البنوك على توفير المزيد من القروض.
 OWN: حصة البنوك المملوكة للدولة كنسبة من إجمالي أصول النظام المصرفي (OWN)، حيث يستخدم هذا المؤشر لقياس تأثير ملكية البنوك على تطور النظام المصرفي، كما أشارت العديد من الدراسات إلى أن البنوك المملوكة للدولة ترتبط بالأداء المالي الضعيف والعمق المالي المنخفض.
 POLI: متغير صوري يمثل مؤشر الاستقرار السياسي ويقاس درجة التغيير في التشكيلات الحكومية، حيث أن هذا المؤشر يأخذ القيمة صفر في حالة وجود استقرار سياسي والقيمة 1 في حالة عدم اليقين التي تنجم عن النزاعات السياسية.

¹ Hamad Khalaf, A. (2019). The Determinates of Financial Development in Iraq. Iranian Economic Review, 23(1), 63-86.

OIL: يمثل حجم قطاع المحروقات ويتمثل في حصة قطاع التعدين واستغلال المحاجر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

OPN: يمثل معدل الانفتاح التجاري ويقاس بنسبة إجمالي الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.

DEFI: يمثل عجز الموازنة العامة، حيث يشير الكاتب إلى أنه عادة ما يتم تمويل العجز في الميزانية العامة من خلال الاقتراض من النظام المصرفي عن طريق إصدار سندات الخزينة والسندات الحكومية، حيث أدى الاقتراض الحكومي الكبير من النظام المصرفي إلى مزاحمة المؤسسات الخاصة للحصول على التمويل بسعر فائدة معتدل.

توصلت الدراسة إلى أن نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، ودرجة الانفتاح وحصة البنوك المملوكة للدولة من إجمالي الأصول هي المتغيرات التي حفزت العمق المالي في العراق خلال الفترة الممتدة بين 1980 و 2010، وهذا ما يدل على أن سياسة الكبح المالي التي انتهجتها العراق خلال هذه المدة كان لها تأثير إيجابي على العمق المالي، كما وجدت الدراسة علاقة أحادية الاتجاه بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي تمتد من القطاع الحقيقي إلى قطاع الوساطة المالية.

خلاصة:

من خلال ما تم عرضه سابقاً نلاحظ بأن النتائج المتحصل عليها تدعم الطرح المقدم من قبل Stiglitz (1993)، حيث أن الإصلاحات المالية التي تبنتها معظم الدول النامية لم تؤدي إلى تحسين فعالية البنوك في الوساطة المالية، وفسرت هذه الدراسات النتائج التي تحصلت عليها من خلال كون الأسواق المالية في الدول النامية تعاني من عدم الكفاءة والفعالية ومن مشاكل طبيعية خاصة فيما تعلق بعدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، بالإضافة إلى غياب الرقابة والإشراف على العمليات المالية والمصرفية.

3. الدراسات التجريبية السابقة التي أدرجت شروط نجاح سياسة التحرير المالي كمتغير شرطي في العلاقة بين التحرير والوساطة المالية:

عرفت الدراسات التي تطرقت إلى موضوع العلاقة المشروطة بين التحرير المالي والتنمية المالية (جانبا تطور الوساطة المالية) تطورا ملحوظا خلال السنوات الأخيرة، وسنتطرق في هذه الجزء إلى أهم هذه الدراسات، حيث يمكن تقسيم الدراسات التي تطرقت إلى هذا الموضوع إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تضم الدراسات التجريبية التي استعملت مستوى التطور المؤسسي كمتغير شرطي، أما المجموعة الثانية فقد حاولت اختبار فرضية الانفتاح المالي والتجاري المتزامن التي وضعها Rajan & Zingales (2003) والتي تنص على أن كلا النوعين من الانفتاح التجاري والمالي المتزامن ضروريان للتنمية المالية.

سنحاول من خلال هذا القسم تقديم مجموعة من هذه الدراسات التجريبية حسب التسلسل الزمني كما يلي:

1.3. مستوى التطور المؤسسي كمتغير شرطي:

1.1.3. دراسة¹ (2007) Beji:

قامت دراسة (2007) Beji التي جاءت بعنوان "Financial openness and financial development in the South Mediterranean Sea Countries : Institutional approach and calculation of development thresholds" باختبار وجود علاقة مشروطة بنوعية المؤسسات بين الانفتاح المالي والتطور المالي لعينة مكونة من 10 دول من بلدان جنوب حوض البحر الأبيض المتوسط للفترة الممتدة بين 1980 و 2005.

استند تحليل الباحث على استخدام نموذج تصحيح الخطأ للبانل الديناميكي باستعمال أربعة مؤشرات لقياس التطور المالي تشمل ثلاثة مؤشرات تقيس تطور قطاع الوساطة المالية وهي نسبة السيولة المصرفية إلى إجمالي الأصول المصرفية، الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كنسبة

¹ Beji, S. (2007). Financial Openness and Financial Development in the South Mediterranean Sea Countries: Institutional Approach and Calculation of Development Thresholds. European Research Studies, 10(3), 107-127.

من الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع المصرفي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى مؤشر واحد يقيس تطور الأسواق المالية.

لقياس الانفتاح المالي اعتمد الباحث على مؤشر KAOPEN لتحرير حساب رأس المال، كما استعانت الدراسة بمجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي ومتغيرات تقيس نوعية المؤسسات استخدمت كمتغيرات المراقبة وهي نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي وفقا لتعادل القوة الشرائية، معدل التضخم، معدل الانفتاح التجاري ومؤشر مركب يقيس مستوى التطور المؤسسي ويشمل سيادة القانون، مكافحة الفساد، الصوت والمسائلة، كما تضمن تحليل الانحدار مؤشر التفاعل بين الإطار المؤسسي والانفتاح المالي.

توصلت الدراسة إلى أن مكاسب الانفتاح المالي تمر عبر الاعتماد على تنظيم مالي مناسب والتركيز على وجود بيئة مؤسسية ملائمة ونظام قانوني فعال يمكن من السيطرة على الفساد.

2.1.3. دراسة¹ Calderón & Kubota (2009):

قام Calderón & Kubota (2009) بإجراء دراسة تطبيقية بعنوان "Does financial openness lead to deeper domestic financial markets?" لتحديد أثر الانفتاح المالي على تطور القطاع المالي المحلي لعينة مكونة من 145 دولة (منها 24 دولة صناعية متطورة و 121 دولة نامية) للفترة الممتدة ما بين 1974 و 2007.

استخدم الباحثان مؤشرين لقياس الانفتاح المالي، الأول هو مؤشر KAOPEN والثاني مؤشر Lane & Milesi-Ferretti الذي تم تحديثه من طرف خبراء صندوق النقد الدولي من خلال تقرير وضع الاستثمار الدولي الصادر سنة 2007، كما استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات تمثل جوانب تطور الوساطة المالية والتي طورها Beck et al., (2000)، بالإضافة إلى مؤشر آخر يقيس نوعية المؤسسات (IQ) ومؤشر يقيس درجة الانفتاح التجاري (TO)، ولاختبار مدى وجود علاقة شرطية استخدمت الدراسة مؤشرات أخرى تقيس التفاعل بين كل من نوعية المؤسسات والانفتاح المالي من

¹ Calderón, C., & Kubota, M. (2009). Does financial openness lead to deeper domestic financial markets? . The World Bank.

جهة والانفتاح التجاري والانفتاح المالي من جهة أخرى، حيث تمثلت مؤشرات تطور الوساطة المالية فيما يلي:

- **مؤشر حجم الوساطة المالية:** مجموع أصول البنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى إلى الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- **مؤشر نشاط الوساطة المالية:** الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- **مؤشر كفاءة الوساطة المالية:** تم قياس كفاءة وهيكل قطاع المصارف التجارية من خلال ثلاثة مؤشرات، الأول وهو مؤشر التكاليف العامة ويقاس بنسبة القيمة المحاسبية للتكاليف العامة للبنك إلى إجمالي أصوله، المؤشر الثاني وهو هامش سعر الفائدة ويمثل صافي إيرادات الفائدة كنسبة من أصول البنك التجاري التي تدر عوائد (إجمالي الإيرادات)، أما المؤشر الثالث فيشمل التركيز المصرفي ويتمثل في أصول أكبر ثلاثة مصارف كنسبة من مجموع أصول البنوك التجارية.
- **عمق المؤسسات المالية الأخرى:** تم قياسه باستخدام حجم أقساط التأمين كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) وطريقة المتغيرات الوسيطة (IV)، توصلت الدراسة إلى أن الانفتاح المالي يؤدي إلى توسيع نطاق الائتمان الموجه لقطاع الوساطة المالية ونمو أصول البنوك التجارية بالإضافة إلى تعزيز كفاءة القطاع المصرفي، كما وجدت الدراسة بأن تأثير الانفتاح المالي على مختلف جوانب تطور الوساطة المالية يعتمد على توفر بيئة مؤسسية ملائمة ودرجة الانفتاح التجاري، وخلصت الدراسة إلى أن الانفتاح المالي ساهم في زيادة حجم ونشاط الوساطة المالية في هذه الدول.

3.1.3. دراسة Karikari (2010)¹:

ركزت دراسة Karikari (2010) الموسومة بعنوان "Governance, Financial Liberalization, and Financial Development in Sub-Saharan Africa" على اختبار وجود علاقة غير خطية بين سياسة التحرير المالي، الحوكمة وتطور نشاط الوساطة المالية لعينة مكونة من 37 دولة من بلدان إفريقيا جنوب الصحراء خلال الفترة 1996 - 2008 باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS).

قامت الدراسة بإدراج متغير التفاعل بين مؤشرات الحوكمة (الاستقرار السياسي والأصل القانوني) ومؤشر التحرير المالي بهدف اختبار وجود أثر العتبة في العلاقة بين التحرير المالي والوساطة المالية بدلالة مؤشرات الحوكمة، وتوصل الباحث إلى نتائج مفادها أن أثر سياسة التحرير المالي على تطور نشاط الوساطة المالية يعتمد على مستوى الجودة المؤسسية، حيث وجدت الدراسة أثر سلبي للتحرير المالي في الدول التي تتميز بانخفاض مستوى الجودة المؤسسية وخاصة عدم الاستقرار السياسي، ولكنها تصبح إيجابية عندما تصل هذه الدول إلى مستويات ملائمة للتطور المؤسسي.

وأشارت النتائج إلى أن القوانين المدنية أقل ملائمة لتطور الوساطة المالية من الأنظمة القانونية المختلطة التي تشمل كل من القوانين المدنية والعامة، حيث أدت سياسة التحرير المالي إلى خفض نشاط الوساطة المالية بين سنوات 1996 و 2002، إلا أنه ابتداء من سنة 2003 إلى 2008 تحول الأثر السلبي لسياسة التحرير المالي إلى أثر إيجابي، ويرجع ذلك إلى تطور مستويات الجودة المؤسسية في أغلب هذه الدول.

4.1.3. دراسة Beji (2015)²:

قام الباحث بإعداد دراسة تطبيقية بعنوان "L'approche institutionnelle du développement financier: cas des pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord".

¹ Karikari, J. A. (2010). Governance, Financial Liberalization, and Financial Development in Sub-Saharan Africa. In African Economic Conference, November, 1-34

² Beji, S. (2015). L'approche institutionnelle du développement financier: cas des pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord. Mondes en développement, (3), 117-134.

"Nord" بهدف التحقق من وجود علاقة غير خطية مشروطة بنوعية المؤسسات بين سياسات التحرير المالي وتطور كل من الوساطة والأسواق المالية عن طريق إجراء دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال سلة من البيانات لعينة مكونة من 12 دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (MENA) خلال الفترة 1982-2010، باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) وطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS).

استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات تقيس تطور الوساطة المالية ومؤشر آخر يقيس تطور الأسواق المالية، حيث تمثل هذه المؤشرات الأبعاد المختلفة للتطور المالي، وسيتم التركيز في هذه الدراسة على جانب الوساطة المالية، وتتمثل مؤشرات الوساطة المالية فيما يلي:

- نسبة الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة الائتمان المحلي المقدم من طرف القطاع البنكي إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- نسبة احتياطات السيولة البنكية إلى إجمالي الأصول البنكية.

ولتحقيق أغراض الدراسة اعتمد الباحثون على معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$DF_{it} = \gamma_0 + \beta DF_{it-1} + \gamma_1 KAOPEN_{it-1} + \gamma_2 INS_{it} + \gamma_3 (INS_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + \mu_{it} \dots \dots \dots (2.15)$$

حيث:

DF_{it} : مؤشر التطور المالي للدولة (i) في الزمن (t).

DF_{it-1} : مؤشر التطور المالي للدولة (i) في الزمن المبطل لفترة واحدة ($t - 1$).

$KAOPEN_{it-1}$: يمثل مؤشر تحرير حساب رأس المال للدولة (i) في الزمن المبطل لفترة واحدة ($t - 1$)، كمقياس للانفتاح المالي.

INS_{it} : مؤشر يقيس مستوى التطور المؤسسي للدولة (i) في الزمن (t)، ويشمل القانون والنظام، مكافحة الفساد، نوعية البيروقراطية، التوترات العرقية، المسؤولية الديمقراطية وملف الاستثمار.

$INS_{it} \times KAOPEN_{it-1}$: مؤشر التفاعل بين نوعية المؤسسات ومؤشر تحرير حساب رأس المال.

X_{it} : مصفوفة متغيرات المراقبة المفسرة للتطور المالي للدولة (i) في الزمن (t)، وتشمل معدل النمو الاقتصادي (نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي)، معدل التضخم ومعدل الانفتاح التجاري (مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي).

توصلت الدراسة إلى أن الانفتاح المالي يؤثر بشكل سلبي على الوساطة المالية في الدول التي لديها مستويات جودة مؤسسية منخفضة، وأن هذا الأثر يصبح إيجابياً في الدول التي تملك مستويات جودة مؤسسية عالية، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن مؤشر الانفتاح التجاري ليس له دلالة إحصائية معنوية ولا يؤثر قطاع الوساطة المالية، وأوضحت الدراسة بأن معظم هذه الدول لم تستفد من سياسة الانفتاح المالي لأنها لا تتوفر على بنية مؤسسية ملائمة وسياسة اقتصادية سليمة.

2.3. الانفتاح التجاري كمتغير شرطي:

1.2.3. دراسة¹ Law & Demetriades (2006):

قدم (Law & Demetriades (2009) دراسة تجريبية بعنوان "Openness, institutions and financial development" بهدف التحقق من وجود أثر للانفتاح التجاري والمالي المتزامن على تطور الوساطة والأسواق المالية لعينة مكونة من 43 دولة نامية للفترة الممتدة بين 1980 و2001.

استند تحليل الباحث على استخدام طريقتين لتقدير نموذج الدراسة، الأولى طريقة العزوم المعممة (GMM) والثانية طريقة وسط المجموعة المدمجة (PMG) باستخدام ثلاثة مؤشرات تقيس تطور الوساطة المالية (الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية، الائتمان المحلي المقدم للقطاع الخاص والائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص وكل هذه المؤشرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، بالإضافة إلى ثلاثة مؤشرات تقيس تطور الأسواق المالية، كما تضمن تحليل الانحدار مؤشرات أخرى تقيس الانفتاح التجاري (إجمالي التجارة إلى الناتج المحلي الإجمالي) والانفتاح المالي (صافي تدفقات رأس المال الخاص) ومؤشر آخر يقيس مستوى التطور المؤسسي، بالإضافة إلى مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والانفتاح المالي.

¹ Law, S. H., & Demetriades, P. (2006). Openness, institutions and financial development. Working Paper No. WEF 0012, 1-28.

أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لتدفقات رأس المال على تطور الوساطة المالية في البلدان المتوسطة الدخل، وتوصلت إلى أن الجودة المؤسسية هي أحد المحددات الرئيسية للوساطة المالية، كما وجدت بأن تحفيز تدفقات رأس المال الأجنبي والانفتاح التجاري في وقت واحد يؤدي إلى تحسين تطور المؤسسات المالية الوسيطة وتعزيز التنمية الاقتصادية.

2.2.3. دراسة¹ Baltagi et al (2009):

استهدفت هذه الدراسة التي جاءت تحت عنوان "Financial development and openness: Evidence from panel data" اختبار فرضية أثر الانفتاح التجاري والمالي المتزامن على التنمية المالية وذلك عن طريق إجراء دراسة قياسية على نموذج ديناميكي (Dynamic model) باستعمال سلة من البيانات لعينتين، العينة الأولى مكونة من 42 دولة نامية والعينة الثانية مكونة من 32 دولة صناعية ومنتطورة للفترة الممتدة بين 1980 و 2003.

استخدمت الدراسة مؤشر الوساطة المالية المتمثل في نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمقياس للتطور المالي، وحجم التجارة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي لقياس الانفتاح التجاري، ولقياس تحرير حساب رأس المال استخدم الباحثون مؤشرين للعينة الأولى، الأول هو مؤشر KAOPEN الذي تم نشره من قبل Chinn & Ito (2006)، والثاني هو مؤشر Lane & Milesi-Ferretti (2006) أما بالنسبة للعينة الثانية فتم استخدام مؤشر Abiad & Mody (2005) (يضم 34 دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة 1980-1996 ويأخذ قيمة محصورة بين 0 و 18) يلخص هذا المؤشر ستة أنواع من إجراءات التحرير المالي (ضوابط الائتمان، ضوابط أسعار الفائدة، حواجز الدخول، القوانين، الخصخصة والقيود على المعاملات المالية الدولية) ومؤشر آخر يقيس نوعية المؤسسات تم بناؤه بالاعتماد على بيانات الفساد، سيادة القانون، مخاطر الاستغلال، كفاءة الجهاز الإداري (البيروقراطية) وقدرة الدولة على تنفيذ التعاقدات.

ولقياس فرضية أثر الانفتاح التجاري والمالي المتزامن على التنمية المالية استخدمت الدراسة مؤشر التفاعل بين هذين المؤشرين، وقد تم إجراء الدراسة القياسية باستعمال طريقة العزوم

¹ Baltagi, B. H., Demetriades, P. O., & Law, S. H. (2009). Financial development and openness: Evidence from panel data. *Journal of development economics*, 89 (2), 285-296.

المعممة (GMM) المقدمة من قبل (Arellano & Bond (1991)، توصلت الدراسة إلى أن الانفتاح التجاري والمالي المترامن له دلالة إحصائية معنوية ويؤثر بشكل إيجابي على تطور الوساطة المالية بشرط توفر بنية مؤسسية ملائمة، كما توصل الباحثون إلى أن الأنظمة المالية التي تعاني من القيود المفروضة على عمل القطاع المالي تستفيد أكثر من جراء فتح أسواقها.

3.2.3. دراسة¹ (Açıkgöz et al (2009) :

قدم الباحثون ورقة بحثية بعنوان "Openness and financial development: time series evidence from Turkey " خلال المتزامن على التطور المالي من جانب الوساطة المالية في تركيا باستخدام بيانات ربع سنوية خلال الفترة 1989-2007، وقد تم إجراء الدراسة القياسية باستعمال منهجية التكامل المشترك ونموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة المبطئة (ARDL).

ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحثون النموذج التالي:

$$FD_t = \beta_0 + \beta_1 FO_t + \beta_2 TO_t + \beta_3 (FO_t \times TO_t) + \varepsilon_t \dots \dots (2.16)$$

حيث:

FD: مؤشر التطور المالي ويشمل:

- نسبة الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
 - نسبة مجموع أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي.
 - نسبة المطالبات المستحقة على القطاع الخاص غير المالي إلى إجمالي الائتمان المحلي.
 - نسبة المطالبات المستحقة على القطاع الخاص غير المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي.
 - نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- FO: مؤشر الانفتاح المالي ويتمثل في نسبة إجمالي تدفقات رأس المال الوافدة والخارجة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

¹ Açıkgöz, S., Balcılar, M., & Saracoglu, B. (2009). Openness and financial development: time series evidence from Turkey. In Anadolu International Conference in Economics, Eskisehir.

TO: معدل الانفتاح التجاري، ويتمثل في نسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي.

FOxTO: مؤشر التفاعل بين الانفتاح المالي والتجاري.

ϵ_t : حد الخطأ العشوائي.

وجدت النتائج التجريبية أدلة على أنه من بين خمسة مقاييس للتنمية المالية، يوجد اثنان فقط يرتبطان بعلاقة طويلة الأجل بالانفتاح التجاري والمالي، في حين لا يوجد أي علاقة في المدى القصير، وأشارت النتائج إلى أن العلاقة بين الانفتاح والتنمية المالية ليست مستقرة وخاضعة لتحويلات النظام المالي، كما حصلت الورقة البحثية على بعض الأدلة الداعمة لفرضية الانفتاح المتزامن، حيث أن مزيج من الانفتاح المالي والتجاري المتزامن له تأثير إيجابي على التنمية المالية في تركيا.

4.2.3. دراسة¹ Hosseininasab et al. (2012):

في دراسة بعنوان "Effects of trade and financial liberalization on financial development (Case study: MENA Countries)" ركز الباحثون على قياس أثر التحرير التجاري والمالي المتزامن على التنمية المالية بالاستعانة ببيانات سنوية لعينة مكونة من 18 دولة من بلدان منطقة الشروق الأوسط وشمال إفريقيا للفترة الممتدة بين 1990 و 2008، حيث تم إجراء الدراسة القياسية على نموذج ديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM).

استخدمت الدراسة مجموعتان من المؤشرات تمثل أبعاد التطور المالي (الوساطة المالية والأسواق المالية)، حيث يتم في كل مرة استخدام مؤشر، وسيتم التركيز في عرض هذه الدراسة على مؤشرات الوساطة المالية، هذه المؤشرات استخدمت في معظم الأدبيات التجريبية وتشمل:

- الائتمان المصرفي المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

¹ Hosseininasab, E., Yavari, E., Abarguee, A., & Basakha, M. (2012). Effects of trade and financial liberalization on financial development (Case study: MENA Countries). *International Economic Studies*, 40(1), 57-66.

ومن أجل اختبار فرضية الانفتاح المتزامن، تضمن نموذج الدراسة مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والمالي، كما استخدمت الدراسة متغيرات التحكم الأخرى المفسرة للتنمية المالية، وقد اعتمد الباحثون على النموذج القياسي للحصول على القيمة المقدرة للتطور المالي حسب الصيغة الآتية:

$$\ln FD_{it} = \beta_0 + \ln FD_{it-1} + \beta_1 \ln Y_{it-1} + \beta_2 \ln TO_{it-1} + \beta_3 FO_{it-1} + \beta_4 (\ln TO_{it-1} \times \ln FO_{it-1}) + \beta_5 \ln X_{it-1} + \mu_{it} \dots \dots \dots (2.17)$$

حيث:

FD: مؤشر التطور المالي.

FO: مؤشر التحرير المالي ويشمل:

- مؤشر التحرير المالي القانوني (de Jure) ويتمثل في مؤشر KAOPEN.
- مؤشر التحرير المالي الفعلي (de facto) ويتمثل في إجمالي الأصول والخصوم الأجنبية إلى الناتج المحلي الإجمالي.

TO: معدل الانفتاح التجاري (نسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي).

X: تمثل متغيرات التحكم والمراقبة وتشمل معدل التضخم.

Y: تمثل نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر لمعدل النمو الاقتصادي.

TOxFO: مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والمالي.

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

ln: اللوغاريتم الطبيعي.

أشارت النتائج إلى أن تحرير التجارة والتحرير المالي لهما آثار إيجابية على تطور الوساطة المالية بشكل منفصل، إلا أن التحرير المتزامن أثر بشكل سلبي على تطور الوساطة المالية، حيث أن هاتين الإستراتيجيتين لا ينبغي أن تتما في وقت واحد لأن المؤسسات المالية لم تعمل بشكل فعال في توفير الموارد المالية بشكل مناسب، وأكدت الدراسة على أن القيام بإصلاح النظام المالي المحلي دون القيام بتأسيس أطر قانونية قوية تضع القواعد واللوائح اللازمة للتعامل مع المخاطر الأخلاقية والمعلومات غير المتماثلة، فإن سياسة التحرير المالي قد تؤدي إلى هروب رؤوس الأموال وتدمير القطاع المالي في هذه البلدان.

5.2.3. دراسة¹ Al-Fayoumi & Abuzayed (2014):

تهدف هذه الدراسة التي قدمها الباحثان بعنوان "Does openness enhance financial sector development? The experience of the Arab world" إلى قياس أثر الانفتاح التجاري والمالي المتزامن على التطور المالي باستخدام بيانات سنوية لعينة مكونة من 12 دولة عربية* خلال الفترة من 1985 إلى 2011، وقد طبقت الدراسة القياسية ثلاثة طرق للتقدير وهي طريقة العزوم المعممة (GMM) وطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) أولاً باستخدام نموذج الآثار الثابتة وثانياً باستخدام نموذج الآثار العشوائية.

اعتمد الباحثان على جانب الوساطة المالية لتقدير نموذج التطور المالي باعتبار أن التطور المالي متعدد الأبعاد، حيث استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات ويتم في كل مرة استخدام مؤشر من هذه المؤشرات الثلاثة، حيث أن هذه المؤشرات استخدمت في معظم الأدبيات التجريبية وهي كالتالي:

- الائتمان المصرفي المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- الائتمان المقدم من قبل مؤسسات الوساطة المالية غير المصرفية إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- الالتزامات السائلة لقطاع الوساطة المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

من أجل اختبار فرضية الانفتاح المتزامن تضمن تحليل الانحدار مؤشري الانفتاح التجاري والمالي ومتغيرات التحكم الأخرى التي تفسر التنمية المالية بالإضافة إلى مؤشر التفاعل بين الانفتاح المالي والانفتاح التجاري، وقد اعتمد الباحثان على النموذج القياسي للحصول على القيمة المقدرة للتطور المالي على النحو التالي:

$$\begin{aligned} \ln FD_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \ln FD_{it-1} + \beta_2 \ln GDPP_{it-1} + \beta_3 \ln INF_{it-1} + \beta_4 \ln INST_{it-1} \\ & + \beta_5 \ln TO_{it-1} + \beta_6 \ln FO_{it-1} + \beta_7 (\ln TO_{it} \times \ln FO_{it}) + \beta_8 \ln CRISIS_{it-1} \\ & + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2.18) \end{aligned}$$

¹ Al-Fayoumi, N., & Abuzayed, B. (2014). Does openness enhance financial sector development? The experience of the Arab world. EuroMed Journal of Business, 9(3), 318-332.

* البلدان العربية التي شملتها الدراسة هي: الجزائر، البحرين، مصر، الأردن، الكويت، المغرب، عمان، المملكة العربية السعودية، السودان، سوريا، تونس وقطر.

حيث:

FD: مؤشر التطور المالي.

TO: معدل الانفتاح التجاري (نسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي).

FO: الانفتاح المالي، وتم قياسه باستخدام مؤشر Lane & Milesi-Ferretti (2006) (مجموع

الأصول والالتزامات الخارجية لبلد ما إلى الناتج المحلي الإجمالي).

TOxFO: مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والمالي.

GDP: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر لمعدل النمو الاقتصادي.

INF: معدل التضخم.

INST: مؤشر مركب يقيس نوعية المؤسسات ويشمل مجموع المؤشرات الفرعية المتمثلة في القانون

والنظام، مكافحة الفساد، نوعية البيروقراطية والاستثمار.

CRISIS: متغير وهمي يقيس تأثير الأزمة المالية لسنة 2008، حيث يأخذ هذا المؤشر القيمة 1 في

فترة الأزمة المالية (2007-2009) ويأخذ القيمة صفر في باقي السنوات.

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

ln : اللوغاريتم الطبيعي.

افترض الباحثان بأن التأثير الايجابي المعنوي لمتغير التفاعل بين الانفتاح المالي والتجاري يولد تأثيرات إيجابية تدرجية على التنمية المالية، ويدعم هذا الاتجاه حسبهم فرضية الانفتاح المتزامن (Rajan & Zingales (2003)، وقد توصلت الدراسة إلى أن الانفتاح المالي كان أكثر تأثيراً على تنمية قطاع الوساطة المالية من الانفتاح التجاري، كما أن النتائج التجريبية المتوصل إليها لا تدعم فرضية الانفتاح التجاري والمالي المتزامن على الرغم من الأثر الإيجابي لكلاهما بشكل مستقل على تطور قطاع الوساطة المالية في هذه الدول، حيث أن فتح الدول العربية لاقتصادياتها أمام التجارة ورأس المال في نفس الوقت لن يحسن من تنمية قطاعاتها المالية، وينبغي على واضعي السياسات اتخاذ خطوات تدرجية نحو اعتماد استراتيجيات الانفتاح التجاري والمالي.

كما وجدت الدراسة بأن تحسين اللوائح والقوانين والقواعد التي تحدد ملامح بيانات الاستثمار وتطبيق سياسات الانفتاح الفعالة والتدرجية قد تؤدي بشكل متزامن إلى تحييد أدوار مجموعات المصالح وتعزيز فوائد عملية الانفتاح بدلاً من ذلك.

6.2.3 . دراسة¹ Shahbaz et al (2014) :

بحثت هذه الدراسة التي قدمها الباحثون بعنوان "Financial development, openness relation and the role of financial institutions: a case of Pakistan" التنمية المالية وتحريك حساب رأس المال والانفتاح التجاري في باكستان خلال الفترة بين سنوات 1971 و 2006، وعلاوة على ذلك فإن هذه الدراسة تختبر فرضية الانفتاح التجاري والمالي المتزامن التي قدمها (Rajan & Zingales (2003)، وقد تم إجراء دراسة قياسية باستخدام منهجية التكامل المشترك، طريقة المربعات الصغرى العادية الديناميكية (DOLS) ونموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة المبطنة (ARD L).

من أجل الحصول على القيمة المقدرة للتنمية المالية استخدمت الدراسة مؤشر الوساطة المالية المتمثل في الائتمان المصرفي المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي كمتغير داخلي، كما تضمن تحليل الانحدار مؤشري الانفتاح التجاري (مجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) والانفتاح المالي (إجمالي التدفقات الرأسمالية) ومؤشر التفاعل بينهما، بالإضافة إلى متغيرات التحكم الأخرى المفسرة للوساطة المالية كمتغيرات خارجية.

أظهرت نتائج الدراسة بأن الانفتاح المالي له تأثير إيجابي على تطور نشاط الوساطة المالية للقطاع المصرفي، كما أن الانفتاح التجاري هو المصدر الرئيسي للتنمية المالية في باكستان، وأظهر اختبار فرضية الانفتاح التجاري والمالي المتزامن بأن هذه العلاقة غير موجودة في حالة باكستان، حيث أن كلاهما يؤثر بشكل مستقل على تنمية قطاع الوساطة المالية.

7.2.3 . دراسة² Zhang et al (2015) :

تبحث هذه الدراسة التطبيقية الموسومة بعنوان "Trade openness, financial openness, and financial development in China" في تأثير الانفتاح التجاري والمالي على التنمية المالية

¹ Shahbaz, M., Aamir, N & ,Shabir, M. S. (2011). Financial development, openness relation and the role of financial institutions: a case of Pakistan .Asia Pacific Business Review .49-33 ,(1)7 ,

² Zhang, C., Zhu, Y., & Lu, Z. (2015). Trade openness, financial openness, and financial development in China. Journal of International Money and Finance, 59, 287-309.

في 30 مقاطعة صينية خلال الفترة 2000-2009 باستخدام نموذج ديناميكي باستعمال طريقة العزوم المعممة (GMM).

استخدمت الدراسة ثلاثة مجموعات من المؤشرات التي تقيس الأبعاد المختلفة لتطور الوساطة المالية، حيث شملت هذه الأبعاد كل من الحجم، الكفاءة وجوانب المنافسة لتقدير نماذج التنمية المالية، كما تضمن تحليل الانحدار مؤشر الانفتاح المالي ومتغيرات المراقبة التي تفسر التنمية المالية، وقد اعتمد الباحثون على معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$FD_{it} = \beta_0 + \gamma \ln FD_{it-1} + \beta_1 \ln TO_{it} + \beta_2 \ln FO_{it} + \beta_3 (\ln TO_{it} \times \ln FO_{it}) + \beta_4 \ln rgdp_{it} + \beta_5 \ln gov_{it} + \beta_6 \ln state_{it} + \beta_7 \ln enroll_{it} + \mu_{it} \dots \dots \dots (2.19)$$

حيث:

FD: مؤشر التنمية المالية، ويشمل:

المجموعة الأولى: حجم الوساطة المالية، وتتضمن المؤشرات الفرعية التالية:

- عمق الوساطة المالية: إجمالي القروض المقدمة من مؤسسات الوساطة المالية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.
- إجمالي القروض والودائع في النظام المالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، والذي يقيس الحجم الكلي للوساطة المالية.
- إجمالي الودائع المصرفية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

المجموعة الثانية: كفاءة الوساطة المالية، وتتضمن مؤشر الائتمان المقدم للقطاع الخاص كنسبة من إجمالي الائتمان المحلي.

المجموعة الثالثة: المنافسة المالية وتتضمن مؤشر نسبة الودائع في المؤسسات المالية غير المملوكة للدولة إلى إجمالي الودائع في جميع المؤسسات المالية.

TO: معدل الانفتاح التجاري ويقاس بنسبة مجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي الاسمي.

FO: مؤشر الانفتاح المالي، ويتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي على مستوى المقاطعات الصينية.

TOxFO: مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والمالي.

rgdp: نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

gov: معدل الإنفاق الحكومي.

state: حصة الإنتاج الصناعي للمؤسسات المملوكة للدولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

enroll: نسبة الالتحاق بالمدارس والتعليم العالي.

μ_{it} : حد الخطأ العشوائي

استخدمت الدراسة مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والمالي لتقييم فرضية الانفتاح المتزامن والتي تعتبر جوهر نظرية مجموعات المصالح (Rajan & Zingales (2003) من خلال دراسة التأثير الحدي لزيادة الانفتاح التجاري و/أو المالي على التنمية المالية عن طريق حساب المشتقات الجزئية للتنمية المالية فيما يتعلق بمتغيرات الانفتاح حسب الآتي:

$$\frac{\partial \ln FD_{it}}{\partial \ln TO_{it}} = \beta_1 + \beta_3 \ln FO_{it} \dots \dots (2.20)$$

و

$$\frac{\partial \ln FD_{it}}{\partial \ln FO_{it}} = \beta_1 + \beta_3 \ln TO_{it} \dots \dots (2.21)$$

أشارت النتائج التجريبية المتوصل إليها إلى أن كل من الانفتاح التجاري والمالي عاملان مهمان لزيادة تطور الكفاءة والمنافسة في قطاع الوساطة المالية، لكن بالنسبة لمؤشر الحجم فإن سياسة الانفتاح تؤثر بشكل سلبي على العمق المالي لقطاع الوساطة المالية.

تضيف النتائج أيضا بأن سياسة الانفتاح التجاري والمالي تؤثر بشكل إيجابي على مؤشري الكفاءة والمنافسة في المقاطعات الأكثر انفتاحا، ولكنها تؤثر بشكل سلبي في المناطق الأقل انفتاحا، في حين أنها تؤثر بشكل سلبي على حجم الوساطة المالية بالنسبة لأغلب المقاطعات الصينية.

استخلص الباحثون في الأخير بأن الأدلة التجريبية بالنسبة لمؤشري الكفاءة والمنافسة في قطاع الوساطة المالية تدعم فرضية (Rajan & Zingales (2003) وهي أن الانفتاح المتزامن في كل من الأسواق التجارية والمالية يكون له تأثير إيجابي على التنمية المالية، غير أن نتائج مؤشر الحجم لا

تدعم تلك الفرضية، وأشارت الدراسة بأنه لا ينبغي تفسير هذه النتيجة الأخيرة على أنها رفض لفرضية الانفتاح، فهي تعكس عدم التوافق بين توزيع الشركات التجارية في الصين وتوزيع الموارد المالية وهي في جوهرها نتيجة لسوء تخصيص الائتمان المالي والتشوه في النظام المالي الصيني الذي تهيمن عليه البنوك المملوكة للدولة.

8.2.3. دراسة¹ Karimu & Marbuah (2017):

قدم الباحثان دراسة تطبيقية بعنوان "Re-examining the financial development- openness nexus: nonparametric evidence for developing countries" من وجود علاقة غير خطية بين الانفتاح التجاري والمالي والتنمية المالية لعينة مكونة من 44 دولة نامية خلال الفترة 1975-2010، حيث تحرت الدراسة أثر الانفتاح المتزامن على التنمية المالية، باستخدام طريقة التأثيرات الثابتة (FE)، طريقة المربعات الصغرى الصورية المصححة (LSDVC) وطريقة (D-GMM) في التقدير.

قام الباحثان بدراسة التنمية المالية من جانب تطور القطاع المصرفي باستخدام نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي كمتغير تابع، وفيما يتعلق بالانفتاح المالي فقد أدرجت الدراسة مؤشرين لقياس تحرير حساب رأس المال، المؤشر الأول هو مؤشر التحرير المالي الفعلي (de facto) الذي قدمه Lane and Milesi-Ferretti (2006) ويتمثل في إجمالي الأصول والخصوم الأجنبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أما المؤشر الثاني فهو مؤشر التحرير المالي القانوني (de Jure) ويتمثل في مؤشر KAOPEN.

من ناحية أخرى استخدمت الدراسة مؤشرات التحكم المفسرة للوساطة المالية وهي معدل الانفتاح التجاري، نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر مركب يقيس مستوى الجودة المؤسسية، وقد أظهرت النتائج بأن الانفتاح المالي والتجاري المتزامن يؤثران بشكل إيجابي على تطور الوساطة المالية، وبالتالي فإن هذه النتائج توفر الدعم لفرضية الانفتاح المتزامن، علاوة على ذلك كشفت الدراسة بأن البلدان الأكثر انفتاحاً على التجارة والتي تملك مستوى مرتفع من الدخل الفردي تميل إلى تطوير

¹ Karimu, A., & Marbuah, G. (2017). Re-examining the financial development-openness nexus: nonparametric evidence for developing countries. *Journal of applied economics*, 20(2), 373-394.

قطاعاتها المالية بشكل أكبر مقارنة بالبلدان التي يكون فيها الانفتاح التجاري والدخل الفردي عند مستويات منخفضة، هذه النتيجة قدمت أدلة على أن مستوى التنمية الاقتصادية يؤثر على ارتباط الانفتاح التجاري والتنمية المالية بشكل غير خطي.

9.2.3. دراسة¹ Aluko & Ajayi (2017):

عالجت هذه الدراسة محددات تطور الوساطة المالية في بلدان إفريقيا جنوب الصحراء خلال الفترة 1997-2014 عن طريق إجراء دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) لعينة مكونة من 25 دولة من دول المنطقة.

اعتمدت الدراسة على نوعين من المتغيرات التفسيرية الرئيسية وهي مؤشر KAOPEN لقياس مستوى الانفتاح المالي ومؤشر إجمالي التجارة لقياس مستوى الانفتاح التجاري، كما أدرجت الدراسة مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والمالي لقياس تأثير الانفتاح المتزامن على الوساطة المالية في هذه الدول، بالإضافة إلى ثلاثة مؤشرات تمثل أبعاد تطور الوساطة المالية كمتغير تابع بحيث يتم في كل مرة استخدام مؤشر، حيث تمثلت هذه المؤشرات فيما يلي:

- **مؤشر العمق المالي:** القروض المصرفية المقدمة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي، مجموع أصول البنك المركزي إلى الناتج المحلي الإجمالي، مجموع أصول البنوك التجارية إلى الناتج المحلي الإجمالي ومجموع أصول البنوك التجارية إلى مجموع أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي.
- **مؤشر كفاءة الوساطة المالية:** هامش سعر الفائدة.
- **مؤشر الاستقرار المالي:** مؤشر Z-score للبنوك التجارية، حيث يقارن هذا المؤشر بين مخازن النظام المصرفي (العوائد ورأس المال) مع مخاطره (تقلبات العوائد)، ويحسب كما يلي:

¹ Aluko, O. A., & Ajayi, M. A. (2018). Determinants of banking sector development: Evidence from Sub-Saharan African countries. *Borsa Istanbul Review*, 18(2), 122-139.

[العائد على الأصول + (حقوق المساهمين/الأصول)]/الانحراف المعياري للعائد على

الأصول

باستخدام طريقة تحليل المركبات الأساسية (PCA) للحصول على مؤشر واحد للوساطة المالية، توصلت الدراسة إلى أن التحرير المالي أثر بشكل سلبي على تطور القطاع المصرفي والوساطة المالية في هذه الدول، كما وجد الباحثان بأن الانفتاح التجاري والمالي المتزامن يؤدي إلى تحفيز تطور القطاع المصرفي، هذه النتيجة تؤكد النتائج النظرية التي توصل إليها McKinnon سنة 1991.

10.2.3. دراسة¹ Ayaydin et al (2018):

تبحث هذه الدراسة التجريبية التي جاءت بعنوان "Trade openness, financial openness, and financial development in Euro zone: Evidence from dynamic panel data" في تأثير الانفتاح التجاري والمالي المتزامن على التنمية المالية لعينة مكونة من 19 دولة من دول منطقة اليورو* خلال الفترة الممتدة بين عامي 2000 و 2014 عن طريق إجراء دراسة قياسية على نموذج ديناميكي باستعمال طريقة العزوم المعممة (GMM).

اعتمدت الدراسة على استخدام مجموعتين من المؤشرات لتقدير نموذج التنمية المالية، المجموعة الأولى تشمل جانب الوساطة المالية وتتمثل في الائتمان المحلي المقدم من قبل البنوك إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المحلي المقدم من قبل القطاع المالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي والائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي أما المجموعة الثانية فتشمل جانب الأسواق المالية، وسيتم التركيز في عرض هذه الدراسة على جانب الوساطة المالية.

¹ Ayaydin, H., Karakaya, A., & Fahrettin, P. A. L. A. (2015). Trade openness, financial openness, and financial development in Euro zone: Evidence from dynamic panel data. *Global Journal of Economics and Business Studies*, 7(14), 1-17.

* تتكون منطقة اليورو من النمسا، بلجيكا، قبرص، إستونيا، فنلندا، فرنسا، ألمانيا، اليونان، إيرلندا، إيطاليا، لاتفيا، ليتوانيا، لوكسمبورج، مالطة، هولندا، البرتغال، سلوفاكيا، سلوفينيا وإسبانيا.

استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات لقياس العمق المالي في القطاع المصرفي كأحد جوانب تطور الوساطة المالية، المؤشر الأول يتمثل في نسبة الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، والمؤشر الثاني يتمثل في أصول البنوك التجارية إلى الناتج المحلي الإجمالي، أما المؤشر الثالث فيتمثل في الالتزامات السائلة للمؤسسات المالية الوسيطة* إلى الناتج المحلي الإجمالي.

ولتحديد أثر الانفتاح التجاري والمالي استخدم الباحثون مؤشر KAOPEN الذي يقيس درجة تحرير حساب رأس المال، ومؤشر إجمالي التجارة المتمثل في مجموع الصادرات والواردات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي والذي يقيس مستوى الانفتاح التجاري، كما استخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات أخرى تقيس جودة المؤسسات السياسية وتمثل مستوى الديمقراطية، المؤشر الأول يشمل جوانب التنظيم والمنافسة السياسية، الانفتاح على التعيينات في المناصب التنفيذية، والمؤشر الثاني هو مؤشر ثنائي يتعلق بالأصل القانوني للدولة يأخذ القيمة 1 بالنسبة للدول ذات الأصل القانوني البريطاني والقيمة 0 بالنسبة للدول ذات الأصل القانوني الفرنسي، أما المؤشر الثالث فيقيس مستوى التنوع العرقي أو الإثني* للدول، حيث يعتقد (Beck, Demirgüç-Kunt & Levine (2003b) بأن التنوع العرقي الكبير هو أحد العوامل المسؤولة عن ضحالة القطاع المصرفي.

من جانب آخر استخدمت الدراسة مؤشر التفاعل بين الانفتاح التجاري والمالي من أجل اختبار فرضية (Rajan & Zingales (2003، بالإضافة إلى عوامل التحكم المرتبطة بالعمق المالي في

* يقيس هذا المؤشر حجم الوساطة المالية وهو عبارة عن مجموع العملة في التداول الودائع تحت الطلب بالإضافة إلى مستحقات ذات فوائد على البنوك والوسطاء غير البنوك كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هذا المؤشر الدرجة التي يقدم بها قطاع الوساطة المالية الخدمات المالية.

* الإثنية هي ظاهرة تاريخية تعبر عن هوية اجتماعية تستند إلى ممارسات ثقافية معينة ومعتقدات متفردة والاعتقاد بأصل وتاريخ مشترك وشعور بالانتماء إلى جماعة تؤكد هوية أفرادها في تفاعلهم مع بعضهم ومع الآخرين، وقد ظهر هذا المفهوم في الأساس للتحايل على الدلالات اللغوية المباشرة لمفهوم الأقلية التي تشير إلى القلة العددية، وكذلك على ميراثه التاريخي الذي يشير ولو بطريقة لا شعورية في التراث الغربي إلى مفهوم التعصب العنصري بمعنى إعلاء شأن من يمثل الأصل القومي والتمييز ضد من لا يمثلها والتشكيك من ثم في صدق انتمائه، جاءت كلمة إثنية أو كما يطلق عليها بالإنجليزية Ethnicity من الكلمة اليونانية Ethno والتي تعني شعب أو قبلية، وقد تم استخدام هذه الكلمة لأول مرة في اللغة الإنجليزية في القرن الرابع عشر وظلت تستخدم للإشارة إلى الأفراد المهمشين أو المكروهون.

القطاع المصرفي وتشمل كل من معدل التضخم، معدل النمو الاقتصادي، الكثافة السكانية* ونسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت الدراسة إلى أن الانفتاح التجاري والمالي المتزامن ومستوى أعلى من الحكم الديمقراطي من شأنها أن تعزز من حجم الوساطة البنكية من خلال مؤشر العمق المالي، كما أظهرت النتائج بأن زيادة الانفتاح المالي دون زيادة الانفتاح التجاري سيؤدي إلى وجود قطاع مصرفي أكثر ضحالة، غير أن زيادة الانفتاح التجاري دون زيادة الانفتاح المالي يكفي وحده لزيادة حجم الوساطة البنكية.

12.2.3. دراسة¹ Arif & Rawat (2019) :

قدم Arif & Rawat (2019) دراسة حديثة بعنوان "Trade and financial openness and their impact on financial development: Evidence from South Asian economies" سنة 2019، حاول من خلالها الباحثان اختبار أثر سياسة الانفتاح التجاري والمالي المتزامن على التنمية المالية (قطاع الوساطة المالية) لعينة مكونة من 4 دول آسيوية وهي الهند، باكستان، سريلانكا وبنغلاديش للفترة الممتدة من 1996 إلى 2015.

استخدمت الدراسة طريقة مقدر وسط المجموعة المدمجة (PMG) ومؤشر KAOPEN الذي يقيس درجة تحرير حساب رأس المال وثلاثة مؤشرات تقيس العمق المالي لقطاع الوساطة المالية كمقياس للتنمية المالية في هذه الدول، بالإضافة إلى استخدام مؤشر آخر يقيس نوعية المؤسسات. وقد تمثلت مؤشرات تطور القطاع المالي فيما يلي:

- الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- إجمالي الودائع إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- عرض النقود بالمعنى الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي.

توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للانفتاح التجاري على تطور الوساطة المالية في هذه الدول، حيث أن الانفتاح التجاري يعزز كفاءة الاقتصاد الكلي مما يؤدي إلى توسع الأسواق وجعلها

* الكثافة السكانية هي عدد الأشخاص في بلد ما مقسوما على مساحة الأرض بالكيلومتر المربع.

¹Arif, I., & Rawat, A. S. (2019). Trade & financial openness and their impact on financial development: Evidence from South Asian economies. South Asian Journal of Business Studies. 8(1), 26-39.

أكثر تنافسية، وبالتالي زيادة الاستخدام الكفاء للأموال التي يصدرها الوسطاء الماليين، وهذا ما قد يعزز التنمية المالية في هذه الدول.

وخلص الباحثان إلى وجود أثر سلبي لتحرير حساب المال على الوساطة المالية في المدى الطويل في هذه الدول، وقد تعزى هذه النتيجة حسبهما إلى تدني جودة الأسواق المالية، وقلة الاعتماد على التكنولوجيا، بالإضافة إلى انتشار الفساد في هذه الاقتصاديات مما يجعل الموارد المالية المتاحة عرضة لسوء الاستخدام، وبالتالي فإن الانفتاح المالي قد تسبب في حدوث ضرر أثر على تطور القطاع المالي، بل إن هذا الأخير يتوقف على مدى كفاءة الأداء المؤسساتي لهذه الدول وملائمة الأطر القانونية لمتطلبات التحرير المالي للاستفادة من مزاياه.

كما كشفت نتائج الدراسة بأن الانفتاح التجاري والمالي المتزامن أثر بشكل سلبي على الوساطة المالية، حيث أن زيادة مستوى تحرير حساب رأس المال أضر باستقرار القطاع المالي في هذه الدول.

خلاصة:

من خلال الدراسات التي قمنا بعرضها في هذا القسم، نلاحظ بأن النتائج المتوصل إليها أكدت على أن تأثير التحرير المالي على تطور الوساطة المالية يعتمد على مستوى التطور المؤسساتي في البلد محل الدراسة، لذا يجب على الدول أن تصل إلى مستوى معين من التطور المؤسساتي حتى يكون هذا التأثير إيجابياً، كما قدمت دراسات أخرى دعماً جزئياً لفرضية الانفتاح المتزامن التي قدمها (Rajan & Zingales (2003، والتي تنص على أن كلا النوعين من الانفتاح التجاري والمالي المتزامن ضروريان للتنمية المالية.

خاتمة الفصل:

تميزت الدراسات السابقة بوجود نقاش حاد بين الباحثين حول طبيعة أثر التحرير المالي على الوساطة المالية، وقد بينت أغلب هذه الدراسات أن التحرير المالي يمكنه أن يؤثر بشكل إيجابي على تطور الوساطة المالية، في الوقت الذي وجدت دراسات أخرى أن العلاقة بين التحرير المالي والوساطة المالية سلبية، حيث فشلت الإصلاحات المصرفية في زيادة مستويات العمق المالي في هذه الاقتصاديات ويعود ذلك إلى مجموعة من الأسباب أهمها انعدام الاستقرار الأمني والسياسي، غياب المناخ الاستثماري المناسب والبيئة الاقتصادية الكلية غير المستقرة وغيرها.

كما ظهرت حديثاً العديد من الدراسات التي أكدت على أن تأثير التحرير المالي على تطور الوساطة المالية يعتمد على مجموعة من الشروط أهمها نوعية الإطار المؤسسي والانفتاح التجاري المتزامن والمالي.

وعلى الرغم من النتائج المتضاربة التي توصلت إليها الدراسات التجريبية السابقة التي تناولت موضوع التحرير المالي والوساطة المالية باستخدام مختلف نماذج الاقتصاد القياسي، إلا أن أغلبها قدمت أدلة مقنعة على أن تبني الدول النامية للإصلاحات المالية جاء بهدف تحديد الفرص الجيدة للعمل التجاري وتمويلها وتعبئة المدخرات والسماح بتداول المخاطر وتغطيتها وتنويعها، وبالتالي رفع كفاءة توزيع الموارد وتسريع تراكم رأس المال.

ويمكن إيعاز هذا الاختلاف في النتائج التي توصلت إليها الدراسات التجريبية السابقة إلى مجموعة من الأسباب أهمها:

- المؤشرات المستخدمة في الدراسات: نتيجة لتعدد المؤشرات الممثلة لتطور الوساطة المالية وعدم القدرة على إيجاد مؤشر شامل يقيس مستويات التطور في قطاع الوساطة المالية من خلال كمية ونوعية الخدمات المقدمة من طرف مؤسسات الوساطة المالية، حيث أن تطور الوساطة المالية متعدد الأبعاد ولا يضم فقط مؤشرات الحجم (Financial depth) بل يتعداه ليشمل مؤشرات النشاط ومدى كفاءة واستقرار قطاع الوساطة المالية، بالإضافة إلى تعدد المؤشرات الممثلة للتحرير المالي.

- الاختلاف في فترات الدراسات: والتي أثرت على النتائج في الدول التي لم تشهد تجارب التحرير المالي خلال نفس الفترة.
- الاختلاف في عينات الدول المدروسة: حيث قام بعض الباحثين بانجاز دراساتهم باستخدام عينة من الدول النامية، فيما اعتمد آخرون على عينة من الدول المتقدمة في حين أن الغالبية منهم استخدم عينة غير متجانسة تحتوي على مجموعة من الدول النامية والمتطورة.
- الاختلاف في طرق الاقتصاد القياسي المستخدمة في الدراسات والبيانات الاقتصادية: حيث قامت بعض الدراسات باستخدام طريقة تحليل السلاسل الزمنية واعتمدت دراسات أخرى على مقاطع عرضية، فيما نجد أن أغلب الدراسات الحديثة أصبحت تستعمل بيانات البانل.

الفصل الثالث:

دراسة قياسية لعينة من الدول
النامية باستخدام بيانات بانل

مقدمة الفصل:

شهدت السنوات الأخيرة من القرن العشرين موجة من الإصلاحات في القطاع المالي بالبلدان النامية في ظل التوجه العام نحو العولمة وتكامل أسواق رأس المال، وقد تميزت تدابير الإصلاح باتساع نطاقها، والرامية إلى تخفيض التدخل الحكومي المباشر بشكل كبير وزيادة الاعتماد على السوق، وذلك من خلال رفع الرقابة على أسعار الفائدة وتخفيض الائتمان المدعوم لقطاعات بعينها، وخصخصة المصارف وتخفيض القيود على الأنشطة المصرفية، بالإضافة إلى تنمية الأسواق المحلية لرؤوس الأموال وتخفيض القيود المفروضة على الاستثمار الأجنبي في النظام المالي المحلي وأسواق رؤوس الأموال.

وقد كان الاتجاه الحتمي لهذه الدول إلى التحرير المالي والإصلاح الاقتصادي أمراً أملاًته الأوضاع الداخلية والخارجية في إطار السعي لتحقيق التكامل مع السوق العالمية نتيجة للمشاكل الاقتصادية التي واجهتها بعد فشل تطبيق سياسات التدخل الحكومي في تحقيق معدلات تنمية اقتصادية مقبولة، باعتبار أن تحرير القطاع المالي وسيلة فعالة لتحقيق مستويات أعلى من النمو الاقتصادي، وقد دعم هذا الاتجاه كل من البنك العالمي وصندوق النقد الدولي.

وبالرغم من اختلاف عمق الإصلاحات ومجال تركيزها بين الدول المختلفة، إلا أنها بشكل عام كانت تهدف إلى الاعتماد على قوى السوق والحوافز الخاصة في مجال الوساطة المالية والتركيز على سلامة القطاع المالي وتقوية أطره التشريعية والتنظيمية، وتحسين مقدرة المؤسسات على تعبئة المدخرات المحلية وزيادة المنافسة بين المصارف لخدمة الأغراض المنتجة وتحقيق معدلات نمو قابلة للاستمرار.

في سياق هذا الطرح، فإن هذا الفصل يهدف إلى الإجابة على الانشغال الأساسي للدراسة عبر تقديم دراسة تجريبية قياسية تسعى إلى البحث في احتمال وجود أثر لسياسة التحرير المالي على الوساطة المالية لمجموعة من الدول النامية.

وقد حاولنا - في سبيل بلوغ هذا المسعى - الالتزام قدر الإمكان بمنهجية القياس الاقتصادي عموماً، بداية بجمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة، ليتم معالجتها باستخدام الأدوات الإحصائية المناسبة، مروراً بعملية التقدير والاختبار.

1. الإطار العام للدراسة القياسية وأهدافها:

مثلما تؤكد الدراسات التنظيرية أهمية سياسة التحرير المالي وقدرتها التأثيرية في تطوير قطاع الوساطة المالية، تفعل ذلك كثير من الدراسات التطبيقية إلى الحد الذي يؤكد العلاقة على مستوى النظرية الاقتصادية، إذ أن قطاع الوساطة المالية في ظل الانفتاح العالمي والتحرك اليسير للسيولة والتشريعات المصرفية والبيئة الاقتصادية العامة عوامل ذات أثر في تحقق الكفاءة والفعالية في تخصيص المدخرات الموجهة لأغراض الاستثمار.

في هذا القسم تسعى هذه الدراسة إلى اختبار وجود أثر لسياسة التحرير المالي على الوساطة المالية لعينة تتكون من 22 دولة نامية وللفترة الممتدة بين 1995 و 2017 باستخدام تحليل بيانات بانل، وفي البداية لا بد من تسليط بعض الضوء على منهج ونماذج البانل المستخدمة في هذه الدراسة.

2. الإطار القياسي المتبع في التحليل:

تعتمد أغلبية الدراسات التطبيقية على أدوات الاقتصاد القياسي من أجل اختبار ومطابقة النظرية الاقتصادية مع الواقع، وعلى هذا الأساس سنحاول من خلال هذا القسم تسليط الضوء على أهم المحاور المتعلقة بمنهجية الاقتصاد القياسي المتبع في التحليل والتي تشمل على نماذج أو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، حيث اكتسبت نماذج بانل في السنوات الأخيرة اهتماما خاصة بالنسبة للدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلافات بين الوحدات المقطعية.

انطلاقا مما سبق فإن الخطوة الأولى تتمثل في عرض الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وبعدها ننتقل إلى دراسة اختبارات التجانس أو عدم التجانس للمسار العام للبيانات ثم اختبار جذر الوحدة لبيانات بانل، وذلك لمعرفة مدى سكون السلاسل الزمنية المقطعية للمتغيرات المستخدمة، وبعد ذلك نقوم بإجراء مختلف الاختبارات للوصول إلى نموذج بانل الديناميكي.

1.2. مدخل نظري لبيانات بانل:

تعود طلائع الكتابات عن بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو البانل إلى كتابات Mazodier (1978)، واستمرت بعدها في عدد من الإصدارات في المجالات العلمية المتخصصة، وقد تزايدت شهرة نماذج بيانات البانل على صعيد الدراسات التطبيقية نسبة إلى قدرتها العالية على دراسة السلوك البشري مقارنة بنماذج السلاسل الزمنية أو نماذج المقاطع العرضية.¹

1.1.2. تعريف بيانات بانل:

اكتسبت نماذج بانل في السنوات الأخيرة اهتماما كبيرا في الدراسات التجريبية نظرا لكونها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن بالإضافة إلى أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء،² ويقصد بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات البانل) مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن، فهي معطيات تجمع بين البعد الأفقي المستعرض أو ما يسمى البعد الفردي والبعد الزمني في نفس الوقت، حيث تصف البيانات المقطعية سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية (بلدان، عائلات، مؤسسات) عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات البانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة.³

لقد كانت هناك أعمال كثيرة اهتمت بدراسة سلوك الأفراد (بلدان، مؤسسات عائلات) باستخدام هذا النوع من البيانات، حيث تعتبر نقلة وتطورا ملحوظا في النمذجة الاقتصادية وذلك بالانتقال من دراسة كل فرد على حدة إلى دراسة نماذج تحتوي على معادلة واحدة، ونجد أن أعمال (Kuh, 1959)،

¹ زهرة حسن عباس التميمي، خديجة عدنان حميد. منهج تحليل متجه الارتباط الذاتي (VAR) وتصحيح الخطأ (VEC) للبيانات اللوحية (Panel Data) مع حالة تطبيقية: الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي للمدة (1970-2012)، مجلة الاقتصادي الخليجي، المجلد 32، العدد 30، 2016، 1-30.

² عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البانل، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد 1، العدد 16، 2010 ص ص 1-50.

³ Dielman, T. E. (1983). Pooled cross-sectional and time series data: A survey of current statistical methodology. The American Statistician , 37 (2), 111-122..

(1961) Mundak، (1962) Hoch، (1966) Nerlove & Balestra¹ تمثل الانطلاقة الأولى في دراسة نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، ثم عرفت هذه التقنية تطورا وتوسعا في الاستخدام سمح باستغلال الميزات الخاصة بهذا النوع من البيانات، فالبعد المضاعف الذي يميزها جعلها تتمتع بميزة حاسمة مقارنة مع الأنواع الأخرى من البيانات، فهي تسمح بالجمع بين ديناميكية سلوك الأفراد وتغيرها المتوقع.

وعندما تكون البيانات المقطعية مقاسة للفترات الزمنية نفسها يطلق عليها بيانات البانل المتوازنة (Balanced Panel Data)، أما عندما تكون البيانات المقطعية مقاسة لفترات زمنية مختلفة في هذه الحالة يطلق عليها بيانات البانل غير المتوازنة (Unbalanced Panel Data).²

جدير بالذكر، بأن لبيانات البانل عدة تسميات فقد تسمى بالبيانات المدمجة والتي تشتمل على أعداد كبيرة من المفردات، كما قد تسمى أيضا ببيانات (Data Longitudinal) عندما تحتوي على سلاسل زمنية طويلة، وكل هذه التسميات متماثلة.

2.1.2. أهمية استخدام بيانات البانل:

تتمتع بيانات البانل ببعد مضاعف، بعد مقطعي وبعد زمني، هذه الميزة المهمة تسمح بإعطاء نتائج أكثر دقة، وبذلك فهي تكتسي أهمية بالغة وتتفوق على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها بالعديد من المزايا والإيجابيات، وهذا ما جعل دراستها الميدانية أكثر فعالية في الاقتصاد القياسي، وتبرز أهمية استخدام بيانات البانل في كتابات (2005) Baltagi و Hsiao (2014) التي نوجزها في النقاط التالية:³

- تتمتع بيانات البانل ببعد مضاعف يتضمن محتوى معلوماتي أكثر من تلك الموجودة في البيانات المقطعية أو الزمنية، فهي تتيح عدد أكبر من درجات الحرية، كما أن

¹ Sevestre, P. (2002). *Econométrie des données de panel*. Paris: Dunod, p. 2.

² نسرين مصطفى شرفاني، مفيد ذنون يونس، الإصلاحات السياسية ودورها في تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على عينة من دول الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، مجلة جامعة زاخو، المجلد 3، العدد 1، 2015، ص 198-212.

³ To see :

- Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons, pp. 4-9.

- Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data*. Cambridge university press. No. 54, pp. 4-10.

- استخدام بيانات البانل يسمح بالتخفيف من حدة مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي تسمح بالحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى.
- التحكم في التجانس الفردي الذي يمكن أن يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية والذي يقود إلى نتائج متحيزة.
 - تتميز بيانات البانل بأنها أكثر قدرة على دراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها تعتبر مناسبة لدراسة فترات بعض الظواهر الاقتصادية مثل البطالة والفقير.
 - توفر بيانات البانل إمكانية أفضل لتحديد وقياس التأثيرات التي لا يمكن اكتشافها بسهولة في البيانات المقطعية لمفردها أو البيانات الزمنية لمفردها.
 - تساهم بيانات البانل في الحد من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة والتي تقود إلى تقديرات متحيزة في نماذج البيانات المقطعية أو البيانات الزمنية.
 - تأخذ بعين الاعتبار خاصية عدم التجانس أو الاختلاف بين مفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، حيث أن إهمالها يؤدي إلى تقديرات متحيزة وغير متسقة.
 - تسمح ببناء نماذج أكثر تعقيدا من خلال الانتفاع بالمعلومات على المستوى الزمني الديناميكي وعلى المستوى الفردي للوحدات التي تتم دراستها.
 - توفر احتمالات توليد تنبؤات أكثر دقة للوحدات.

2.2. اختبارات التحديد:

يتطلب اختبار عينة مكونة من بيانات البانل فحص خصوصية التجانس أو عدم التجانس للمسار العام للبيانات، ونعني بخاصية التجانس تماثل وتطابق سلوكيات الأفراد، وتهدف اختبارات التجانس إلى التحقق من فرضية تساوي معلمات النموذج المدروس بالنسبة لكل المفردات أو العكس إذا كانت هناك خصوصية خاصة بكل مفردة، أي اختبار إذا كان النموذج المدروس هو نموذج

مشترك بين كل مفردات العينة أو العكس، ومن أجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال معطيات بانل يستخدم ما تسمى باختبارات التحديد والتي تتمثل فيما يلي:¹

1.2.2. اختبارات التجانس (Hsiao 1986) :

يهدف اختبار التجانس المقدم من طرف (Hsiao 1986) إلى التحقق من تجانس معاملات النموذج لعينة مكونة من T ملاحظة لـ N فردية في المجموعة، ويتضمن استخدام ثلاثة اختبارات، الأول يخص اختبار فرضية بينية التجانس العام (الحدود الثابتة الفردية وشعاع المعلمات متطابقة)، والثاني يخص تجانس الحدود الثابتة الفردية، أما الثالث فينصب على اختبار تجانس شعاع المعلمات، ويعتمد اختبار التجانس على استخدام إحصائية فيشر (F)، ويعاب على اختبار (Hsiao 1986) بأنه لا يأخذ بعين الاعتبار إذا كان التجانس أو عدم التجانس في المدى القصير أو الطويل.²

ويكتب النموذج الأساسي لبيانات بانل حسب العلاقة الخطية التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta'_i X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3.1)$$

حيث:

$\beta_i = (\beta_{1,i}, \beta_{2,i}, \dots, \beta_{k,i})'$ تمثل شعاع المعلمات المفسرة لـ k متغير مفسر.

ε_{it} تمثل حد الخطأ العشوائي للعينة (i) في الفترة (t) ويفترض أنها مستقلة ومتماثلة التوزيع (i.i.D) بمتوسط معدوم وتباين يساوي σ_ε^2 .

α_i, β_i يمكن أن تختلف في البعد الفردي ولكنها ثابتة في الزمن.

يمكن للنموذج الممثل بالمعادلة السابقة أن يأخذ الحالات التالية:

¹ To see:

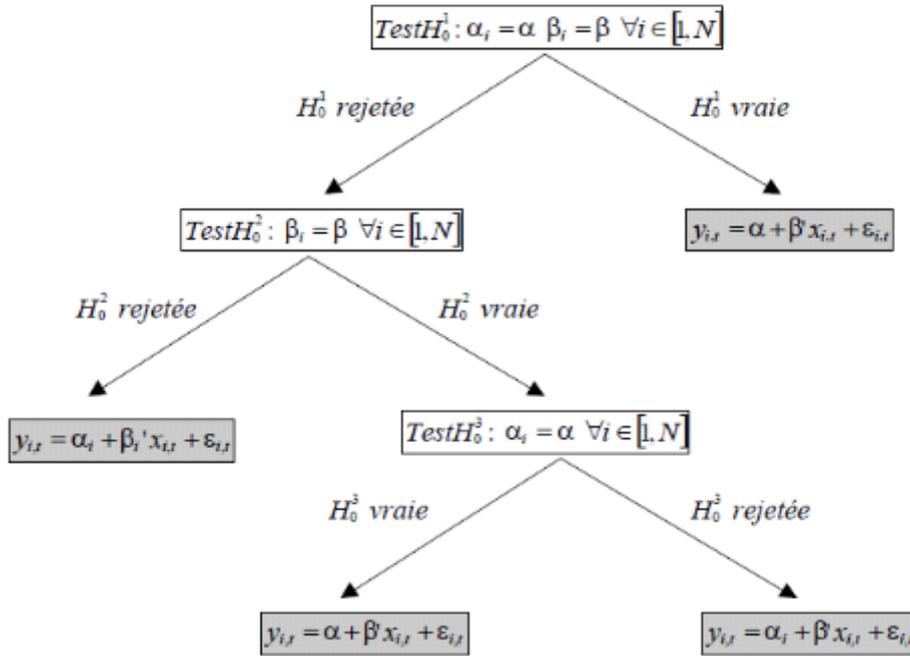
- Maddala, G. S. (1987). Limited dependent variable models using panel data. Journal of Human resources , 307-338.

- Baltagi, B. H., & Giles, M. D. (1998). Panel data methods. Statistics Textbooks and Monographs, (155), 291-234.

² Hurlin, C. (2012). L'économétrie des données de panel: modèles linéaires simples. 10-19. École Doctorale Edocif, pp. 10-19.

1. تطابق تام بين الحدود الثابتة الفردية α_i وشعاع معلمات المتغيرات المفسرة β_i لبيانات بانل، بمعنى أن $\alpha_i = \alpha$ و $\beta_i = \beta \forall i \in [1, N]$ ، في هذه الحالة يتم الحصول على نموذج بانل متجانس كلياً.
 2. اختلاف بين الحدود الثابتة الفردية α_i واختلاف بين شعاع معلمات المتغيرات المفسرة β_i بالنسبة لكل المفردات، في هذه الحالة يتم الحصول على نموذج غير متجانس كلياً، وبالتالي رفض صيغة البانل.
 3. تطابق بين الحدود الثابتة الفردية α_i واختلاف بين شعاع معلمات المتغيرات المفسرة β_i بالنسبة لكل المفردات، بمعنى أن $\alpha_i = \alpha \forall i \in [1, N]$ ، في هذه الحالة يتم الحصول على N نموذج مختلف.
 4. اختلاف بين الحدود الثابتة الفردية α_i وتطابق شعاع معلمات المتغيرات المفسرة β_i بالنسبة لكل المفردات، بمعنى أن $\beta_i = \beta \forall i \in [1, N]$ ، في هذه الحالة يتم الحصول على نموذج التأثيرات الثابتة الفردية.
- ومن أجل التمييز بين الحالات الأربعة والتأكد من هيكل نموذج بانل، يتم استخدام اختبار Hsiao (1986) الذي يعتمد على تشكيلة متشعبة من الفرضيات الفرعية والاختبارات، الشكل رقم (1.3) يقدم صورة بسيطة للخطوات العامة لاختبار Hsiao (1986).

الشكل البياني رقم (1.3): خطوات ومراحل اختبار التجانس لمخطط Hsiao (1986)



Source : Hurlin, C. (2012), Op. Cit., p. 11.

1.2.2.2. اختبار بنية التجانس العام:

يهدف هذا الاختبار كمرحلة أولى إلى التحقق من فرضية بنية التجانس العام والتي مضمونها التماثل التام والكلي لسلوكيات الأفراد (الحدود الثابتة وشعاع المعلمات متطابقة)، ويتم من خلاله اختبار الفرضيتين التاليتين:

$H_0^1: \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$ تجانس كلي لبنية البانل

$H_a^1: \exists (i, j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta_j, \alpha_i \neq \alpha$ عدم تجانس كلي لبنية البانل

بغرض إجراء اختبار بنية التجانس العام يتم استخدام إحصائية فيشر المحسوبة بافتراض أن البواقي ε_{it} مستقلة التوزيع في البعدين i و t وتتبع التوزيع الطبيعي بتوقع معدوم وتباين محدد σ_i^2 وتتبع هذه الإحصائية توزيع فيشر بدرجة حرية $(N - 1)(K + 1)$ في البسط ودرجة حرية $NT - N(K + 1)$ في المقام وتأخذ إحصائية فيشر الصيغة التالية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1) / [(N - 1)(K + 1)]}{SCR_1 / [NT - N(K + 1)]}$$

حيث:

$SCR_{1,c}$: يمثل مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير النموذج المتجانس.

SCR_1 : يمثل مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير النموذج المقيد بـ:

$$y_{it} = \alpha + \beta'_i X_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$SCR_1 = \sum_{i=1}^N SCR_i$$

بمعنى تقدير نموذج لكل فرد بعدد مشاهدات يساوي T وبالتالي يتم الحصول على N نموذج، ويمكن تلخيص نتائج اختبار بنية التجانس العام لبيانات بانل حسب الآتي:

إذا تم قبول فرض العدم H_0^1 نحصل على نموذج انحدار تجميعي متجانس كلياً، أما إذا تم رفض فرض العدم، ففي هذه الحالة يتم الانتقال إلى الاختبار الثاني لتحديد إذا كان مصدر عدم التجانس هو المعاملات β_i .

2.2.2.2. اختبار تجانس شعاع المعلمات:

يتضمن هذا الاختبار كمرحلة ثانية التحقق من تجانس وتمائل شعاع معاملات المتغيرات المستقلة β_i لجميع المفردات K ، حيث يتم اختبار فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

$$H_0^2: \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N] \quad \text{تجانس شعاع المعلمات}$$

$$H_a^2: \exists (i, j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta_j \quad \text{عدم تجانس شعاع المعلمات}$$

وبغرض إجراء اختبار تجانس شعاع المعلمات يتم استخدام إحصائية فيشر المحسوبة بافتراض أيضاً أن البواقي ε_{it} مستقلة التوزيع في البعدين i و t وتتبع التوزيع الطبيعي، وتتبع إحصائية فيشر توزيع فيشر بدرجة حرية $(N - 1)K$ في البسط ودرجة حرية $NT - N(K + 1)$ في المقام، وتأخذ إحصائية فيشر لاختبار تجانس شعاع معاملات المتغيرات المستقلة الصيغة التالية:

$$F_2 = \frac{(SCR_{1,c'} - SCR_1) / [(N - 1)K]}{SCR_1 / [NT - N(K + 1)]}$$

حيث:

$SCR_{1,c'}$: يمثل مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير النموذج المتجانس.

SCR_1 : يمثل مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير النموذج المقيد ب:

$$y_{it} = \alpha + \beta'_i X_{it} + \varepsilon_{it}$$

نتائج اختبار تجانس شعاع العام المعلمات لبيانات بانل يمكن تلخيصها على النحو التالي:

إذا تم رفض فرض العدم H_0^2 لتجانس شعاع معلمات المتغيرات المستقلة يكون القرار برفض بنية نموذج البانل لأن الثوابت فقط تكون متطابقة بين المفردات، أما إذا تم قبول فرض العدم ففي هذه الحالة يتم الانتقال إلى الاختبار الثالث لتحديد تجانس الحدود الثابتة الفردية.

3.2.2.2. اختبار تجانس الحدود الثابتة الفردية:

يعتمد هذا الاختبار على تحديد تجانس الحدود الثابتة الفردية في ظل فرضية المعاملات α_i المشتركة بين المفردات، حيث يتم اختبار فرضية العدم والفرضية البديلة على النحو التالي:

$$H_0^3: \alpha_i = \alpha \forall i \in [1, N] \quad \text{تجانس شعاع الحدود الثابتة الفردية}$$

$$H_a^3: \exists (i, j) \in [1, N] / \alpha_i \neq \alpha_j \quad \text{توجد على الأقل معلمتين مختلفتين}$$

بغرض إجراء اختبار تجانس الحدود الثابتة الفردية يتم استخدام إحصائية فيشر المحسوبة بافتراض أيضا أن البواقي ε_{it} مستقلة التوزيع في البعدين i و t وتتبع التوزيع الطبيعي، وتتبع إحصائية فيشر توزيع فيشر بدرجة حرية $(N - 1)$ في البسط ودرجة حرية $[N(T - 1) - K]$ في المقام وتأخذ إحصائية فيشر لاختبار تجانس الحدود الثابتة الفردية الصيغة التالية:

$$F_3 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_{1,c'}) / [(N - 1)]}{SCR_{1,c'} / [N(T - 1) - K]}$$

حيث:

$SCR_{1,c}$: مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير النموذج المتجانس.

$SCR_{1,c}$: مجموع مربعات البواقي الناتجة عن تقدير نموذج داخل الأفراد (Within) أو ما يسمى بنموذج التأثيرات الثابتة.

نتائج اختبار تجانس الحدود الثابتة الفردية لبيانات بانل يمكن تلخيصها على النحو التالي:

إذا تم قبول فرض عدم H_0^3 لتجانس الحدود الثابتة الفردية نحصل على نموذج متجانس (تمائل الحدود الثابتة المتعلقة بالأفراد وتمائل شعاع معاملات المتغيرات المستقلة)، أما إذا تم رفض فرض عدم ففي هذه الحالة نحصل على نموذج التأثيرات الفردية. يأخذ نموذج التأثيرات الثابتة الصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3.2)$$

3.2. النماذج التقليدية لبيانات بانل (التحليل الساكن):

إن استخدام بيانات بانل يسمح بالتمييز بين ثلاثة نماذج أساسية حسب طبيعة الأثر الفردي للوحدات وهي نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)، فإذا كان الأثر الفردي متماثل عبر جميع الوحدات المقطعية فإن نموذج بانل يعتبر في هذه الحالة نموذج كلاسيكي مدمج ويمكن تقديره بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، أما في حالة اختلاف الأثر الفردي عبر الوحدات ففي هذه الحالة يمكن الحصول على نموذجين أساسيين وهما نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية¹، ويأخذ نموذج بيانات بانل الصيغة التالية²:

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{k(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3.3)$$

$$i = 1, 2 \dots \dots, N \quad t = 1, 2, \dots \dots, T$$

حيث:

y_{it} : تمثل قيمة المتغير التابع في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t .

¹ Trognon, A. (2003). L'économétrie des panels en perspective. Revue d'économie politique , 113 (6), 727-748.

² Hsiao, C. (2014), Op. Cit., p. 11.

α_i : تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i .

β_k : تمثل قيمة ميل خط الانحدار.

$X_{k(it)}$: تمثل قيمة المتغيرات المستقلة k في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t .

ε_{it} : تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t .

i : عدد الوحدات المقطعية.

يعتمد تقدير المعلمات للنموذج المبين في المعادلة رقم (3.3) على نوع بيانات بانل

المستخدمة.¹

1.3.2. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model):

يعتبر نموذج الانحدار التجميعي من أبسط نماذج بيانات بانل تكون فيه المعلمات α_i و β_k متجانسة بالنسبة لجميع الوحدات المقطعية وثابتة لجميع الفترات الزمنية (إهمال أي تأثير للزمن)، حيث تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقدير معلمات النموذج، وفي هذه الحالة تعطي طريقة (OLS) مقدرات متنسقة وكفؤة لمعلمات النموذج.

بإعادة كتابة النموذج المبين في المعادلة رقم (3.3) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي

حسب الصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=1}^k \beta_k X_{k(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots (3.4)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

2.3.2. نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model):

يستخدم نموذج التأثيرات الثابتة في حالة تماثل شعاع معلمات المتغيرات المستقلة β_i لجميع المفردات في حين يسمح بوجود قواطع تتفاوت بشكل ثابت حسب كل مفردة أو حسب كل فترة زمنية أو كلاهما، ويتيح استخدام نموذج التأثيرات الثابتة احتواء الآثار غير الملحوظة، سواء كانت ذات بعد

¹ To see:

- Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007). Applied Econometrics: a modern approach, revised edition. Hampshire: Palgrave Macmillan, p. 345.

- William Green, Econometric Analysis, 5th edition, New Jersey, Prentice Hall, Apper Saddle River, 2003, p. 285.

مقطعي أو زمني أو كلاهما، لذلك تعتبر المعلمة α_i مجهولة يجب تقديرها،¹ ويعتمد نموذج الآثار الثابتة على افتراض مفاده أن هذه الآثار الخاصة بالأفراد، أو تلك الخاصة بالزمن مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية أو على الأقل بإحداها.

إن القيم المقدرة لمعلمت نموذج التأثيرات الثابتة الناتجة عن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) سوف تعطي نتائج متحيزة نتيجة عدم التجانس بين الحدود الفردية، ومن أجل التخلص من هذه المشكلة يتم استخدام المتغيرات الصورية (الوهمية) بعدد (i-1) لتمثيل مقاطع المفردات و (t-1) لتمثيل الفترات الزمنية، ويتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير نموذج التأثيرات الثابتة الذي أضيفت له المتغيرات الصورية.²

3.3.2. نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model):

يصف البروفيسور (2003) William H. Greene نموذج التأثيرات العشوائية بأنه انحدار يكون فيه الحد الثابت الذي يمثل الأثر الفردي عبارة عن متغير عشوائي، بمعنى أن هذا النموذج يعتبر الآثار المقطعية والزمنية بأنها معالم عشوائية يتم إضافتها كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي W_{it} للنموذج على عكس نماذج التأثيرات الثابتة التي تفترض بأن كل فرد أو كل فترة زمنية تأخذ قاطعا مختلفا.

في هذه الحالة يكون الأثر الفردي مرتبطا مع المتغيرات المستقلة ويحسب الاختلاف داخل كل مجموعة بأخذ انحراف مشاهدات السلسلة الزمنية للوحدة (i) عن متوسطها ويتم إدراج الاختلاف لكل وحدة في النموذج، في حين أن نموذج التأثيرات العشوائية يفترض بأن كل فرد أو كل فترة زمنية تختلف في حدها العشوائي، فهو يجمع بين الاختلاف داخل كل وحدة (Within Units) عبر الفترات الزمنية، بالإضافة إلى الاختلاف بين الوحدات (Between Units)، ويعرف نموذج التأثيرات العشوائية الذي يتضمن وجود كل من الآثار المقطعية والزمنية بأنه نموذج مكونات الخطأ (Error components model) أو مكونات التباين.

¹ To see :

- Greene, W. H. (2003). Econometric analysis, Op. Cit., p. 287.

- Yaffee, R. (2003). A primer for panel data analysis. Retrieved from Connect: Information Technology, p. 5.

² Yaffee, R. (2003), Op. Cit., p. 4.

4.3.2. اختبار (1978) Hausman :

يعتبر اختبار التحديد (1978) Hausman اختبارا عاما يمكن تطبيقه على العديد من مشاكل التحديد في الاقتصاد القياسي، غير أن تطبيقه الأكثر انتشارا يتمثل في استخدامه لاختيار النموذج الملائم بين نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية لبيانات بانل، وهو عبارة عن اختبار توصيف يسمح بتحديد إمكانية وجود اختلاف معنوي من الجانب الإحصائي بين معاملات النموذجين، وهو المدى الذي ترتبط فيه الآثار الثابتة للمفردات بالمتغيرات المستقلة، وتأخذ صيغة فرضيات هذا الاختبار الشكل التالي:¹

$$H_0: E(\alpha_i/X_i) = 0$$

$$H_0: E(\alpha_i/X_i) \neq 0$$

تنص فرضية العدم لاختبار (1978) Hausman على عدم وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للمفردات والمتغيرات المستقلة في النموذج النظري المدروس، بمعنى عدم وجود آثار ثابتة خاصة بكل فرد، وبالتالي فإن مقدرات معاملات المتغيرات المستقلة في نموذج الآثار العشوائية ستكون متنسقة وأكثر كفاءة، وفي هذه الحالة يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) ويكون النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية، أما الفرضية البديلة فتتص على وجود ارتباط بين الآثار الثابتة للمفردات والمتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج النظري محل الدراسة، حيث أن مقدرات معاملات المتغيرات المستقلة في نموذج الآثار الثابتة ستكون متنسقة وأكثر كفاءة، وفي هذه الحالة يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ويكون النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة، ويأخذ اختبار (1978) Hausman الصيغة التالية:

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})^T [Var(\hat{\beta}_{FE}) - Var(\hat{\beta}_{RE})]^{-1} (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) \sim X^2(k)$$

حيث:

$\hat{\beta}_{FE}$: تمثل مقدرات معالم نموذج التأثيرات الفردية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

$\hat{\beta}_{RE}$: تمثل مقدرات معالم نموذج التأثيرات العشوائية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة.

¹ To see :

- Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007). Op. Cit., p. 349.
 - Hurlin, C. (2012). Op. Cit., pp. 49-51.
 - Baltagi, B. H. (2008). Econometrics. Op. Cit., pp. 310-311.

$Var(\hat{\beta}_{FE})$: يمثل مصفوفة التباين المشترك لمقدرات نموذج التأثيرات الثابتة.

$Var(\hat{\beta}_{RE})$: يمثل مصفوفة التباين المشترك لمقدرات نموذج التأثيرات العشوائية.

في إطار فرضية العدم، تتبع إحصائية الاختبار (H) توزيع كاي مربع بدرجة حرية (k-1)، ويمكن تلخيص نتائج اختبار Hausman (1978) على النحو التالي:

إذا كانت قيمة إحصائية اختبار Hausman (1978) أكبر من كاي مربع عند مستوى معنوية $\alpha\%$ يتم رفض فرضية العدم H_0 وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة.

4.2. اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل (Panel Unit Root Test):

تزايدت في السنوات الأخيرة اهتمامات الباحثين في مجال الاقتصاد القياسي بتحليل بيانات بانل غير المستقرة، وتعود هذه الأبحاث إلى أعمال (Levine & Lin (1992)، وهي دراسات طورت بالاستخدام للقواعد البيانية الخاصة بالاقتصاد الكلي والمتضمنة بعد زمني معتبر.

تتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل على اختبارات جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية الفردية نظراً لأنها تتضمن المحتوى المعلوماتي المقطعي والزمني معاً، الأمر الذي يقود إلى نتائج أكثر دقة،¹ فقد تواجه السلاسل الزمنية الفردية مشكلة الانقطاع الهيكلية* في حالة زيادة عدد المشاهدات، وهذا ما أدى إلى البحث عن طريقة بديلة لزيادة المعطيات بإضافة البعد الفردي إلى البعد الزمني، ومن ثم دراسة عينة بعدد قليل من السنوات وزيادة المعطيات في البعد الفردي والحد من إمكانية حدوث الانقطاع الهيكلية، ويخضع استخدام اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل إلى وجود مشاكل عديدة نظراً للأسباب التالية:²

¹ عابد العبدلي، مرجع سبق ذكره، ص ص 1-48.

* يحدث الانقطاع الهيكلية عند وجود سلسلة زمنية لمعطيات تتضمن مرحلتين مختلفتين من حيث الظروف الاقتصادية أو السياسية أو الاجتماعية.

² Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel. Economie prevision (3), 253-294.

- معلمات نماذج بيانات بانل تكون في أغلب الحالات مختلفة بين الوحدات بسبب وجود قدر كبير من عدم التجانس غير الملاحظ، فمعطيات بانل تتميز بوجود حركية متغير على عدد من الأفراد باختلاف بيانات السلاسل الزمنية حيث يتم اختبار جذر الوحدة في حركية متغير لفرد واحد معطى.
- تختص بيانات بانل بوجود مشكل الارتباط بين الوحدات (Inter-individual) والذي أصبح اليوم أساسيا في أدبيات اختبار جذر الوحدة، والسؤال المطروح فيما إذا كان يمكن السماح بوجود الارتباط بين بواقي الوحدات.

من أجل الحد من هذه الصعوبات قام الباحثين في الاقتصاد القياسي بتطوير مجموعة من اختبارات جذر الوحدة على بيانات بانل لجعلها قادرة على السماح بوجود الاعتماد بين الوحدات المختلفة، وبذلك تم التمييز بين جيلين من اختبارات جذور الوحدة على بيانات بانل، كل جيل يضم عددا من الاختبارات بهدف الوصول إلى اختبارات أكثر دقة، وهي مفصلة حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (1.3): اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل

اختبارات الجيل الأول: الاستقلال بين الوحدات	
اختبار (Levin & Lin (1992-1993)	نوعية التجانس لجذر الانحدار الذاتي (Autoregressive) في ظل الفرضية التعااقبية H_1 :
اختبار (Hanis & Tzavalis (1999)	
اختبار (Levin, Lin & Chu (2002)	
اختبار (Im, Pesaran & Shin (1997, 2002, 2003)	نوعية عدم التجانس لجذر الانحدار الذاتي (Autoregressive)
اختبار (Wu & Maddala (1999)	
اختبار (Choi (1999, 2001)	
اختبار (Hadri (2000)	
اختبار (Henin, Jolivaldt & Nguyen (2001)	اختبار تسلسلي أو تعاقي
اختبارات الجيل الأول: الارتباط بين الوحدات	
اختبار (Bai & Ng (2001)	اختبارات معمقة مبنية على أساس نماذج عاملية
اختبار (Choi (2002)	
اختبار (Pesaran (2003)	
اختبار (Phillips & Sul (2003)	
اختبار (Moon & Perron (2004)	
اختبار (O'connell (1998)	مقاربات وطرق أخرى
اختبار (Chang (2002, 2004)	

Source : Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). Op. Ctt, p. 257.

1.4.2. اختبارات الجيل الأول: الاستقلال بين الوحدات

تقوم اختبارات الجيل الأول لجذر الوحدة لبيانات بانل على فرضية عدم التجانس الفردي وعلى الأشكال الديناميكية الفردية أي عدم تجانس معاملات النموذج، ويمكن تلخيص أهم اختبارات جذر الوحدة الخاصة بالجيل الأول حسب الآتي:

1.1.4.2. اختبار (Levin, Lin & Chu (2002):

تعود نقطة البداية لدراسة بيانات البانل غير المستقرة إلى أعمال (Levin & Lin (1992)، حيث تم تقديم الاختبار في الأصل من خلال ورقة عمل من قبل الكاتبان، إلا أن أعمالهم تم نشرها سنة 2002 بمشاركة Chu، ويعرف الاختبار اختصاراً بـ LLC وهي الأحرف الأولى للمؤلفين Levin، Lin و Chu.¹

تعتبر أعمال الباحثين امتداداً لاختبار جذر الوحدة في السلاسل الزمنية Dickey Fuller (1979)، ويأخذ اختبار جذر الوحدة الصيغة التالية:²

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \rho Y_{i,t-1} + \sum_{k=1}^n \phi_k \Delta Y_{i,t-k} + \delta_i t + \theta_t + u_{i,t} \dots \dots (3.5)$$

يأخذ هذا النموذج بعين الاعتبار التأثيرات الثابتة المقطعية والزمنية (Two-way fixed effects) من خلال المعلمتين α_i و θ_t ، ويختبر النموذج فرضية وجود جذر وحدة مشترك، وبالتالي يفترض أن معلمة المتغير المبطاً لفترة واحدة ρ تكون متجانسة عبر الوحدات، وتصبح فرضية عدم بوجود جذر وحدة مشترك ($H_0: \rho = 0$) مقابل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر وحدة مشترك ($H_1: \rho < 0$)، إلا أن السلبية في اختبار LLC تكمن في أنه يقيد ρ حيث تكون متجانسة عبر الوحدات.

2.1.4.2. اختبار (Im, Pesaran & Shin (1997, 2002, 2003):

تعتبر فرضية تجانس معلمة المتغير المبطاً عبر الوحدات قيد رئيسي بالنسبة لاختبار LLC، لذلك قام (Im, Pesaran & Shin (1997, 2002, 2003) بتوسيع اختبار LLC، حيث قدموا اختباراً يعرف اختصاراً بـ IPS، ليسمح بتفاوت معلمة المتغير المبطاً $Y_{i,t-1}$ عبر الدول، ويتم إجراء انحدارات فردية منفصلة لكل وحدة (i)، مما يسمح بتفاوت قيم المعلمات وتباينات البواقي وطول فترات الإبطاء، ويأخذ اختبار IPS الصيغة التالية:³

¹ Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007). Op. Cit., p. 367.

² Ibid, pp. 367-368.

³ Ibid, p. 368.

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i + \rho_i Y_{i,t-1} + \sum_{k=1}^n \phi_k \Delta Y_{i,t-k} + \delta_i t + u_{i,t} \dots \dots \dots (3.6)$$

وبالتالي تصبح فرضية العدم هي أن كل المتغيرات مستقرة، والفرضية البديلة هي أنه يوجد على الأقل متغير واحد مستقر على النحو التالي:

$$H_0: \rho_i = 0$$

$$H_1: \rho < 0$$

وضع الباحثون اختبار IPS تبعاً للافتراض المقيد بأن يكون عدد المشاهدات الزمنية (T) متساوي لكل الدول، وبالتالي يتطلب الاختبار بيانات بانل متوازنة لتسمح بحساب قيمة إحصائية (t)، ويتم الحصول على متوسط إحصائية (t) من الانحدارات الفردية (ADF) المنفصلة لكل وحدة (i) على النحو التالي:

$$\bar{t} = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N t_{\rho_i}$$

تمثل الإحصائية الفردية (t) المرتبطة بفرضية العدم $H_0: \rho_t = 0$ المنفصلة بالنسبة لكل وحدة (i)، حيث أظهر (Im, Pesaran & Shin (1997, 2002, 2003) بأنه في ظل افتراضات محددة يمكن أن تتحول الإحصائية t_{ρ_i} إلى t_{ρ_T} والتي لديها أيضاً متوسط وتباين محددان حسب الآتي:

$$E[t_{iT}/\rho_i = 1]$$

$$VAR[t_{iT}/\rho_i = 1]$$

حيث أن الإحصائية t_{ρ_T} منفصلة بالنسبة لكل وحدة (i)، وبناء على ذلك قاموا بتعريف إحصائية IPS لاختبار جذر الوحدة على بيانات بانل على النحو التالي:

$$t_{IPS} = \frac{\sqrt{N}(\bar{t} - 1/N \sum_{i=1}^N E[t_{iT}/\rho_i = 0])}{\sqrt{VAR[t_{iT}/\rho_i = 0]}}$$

يشير IPS إلى أن الإحصائية المتوسطة تتبع قانون التوزيع الطبيعي في حالة $T, N \rightarrow \infty$ وأن قيم المتوسط والتباين تحسب باستخدام محاكاة العديد من قيم البعد الزمني T ودرجة الانحدار ρ_i^2 .

3.1.4.2. اختبار (Maddala & Wu (1999):

حاول Maddala and Wu (1999) تحسين عيوب جميع الاختبارات السابقة إلى حد ما من خلال اقتراح نموذج يمكن تقديره باستخدام بيانات بانل غير المتوازنة، وبشكل أساسي يتفق اختبار Maddala & Wu مع اختبار IPS، حيث أنه لم يهمل الفرضية البديلة لجذر الوحدة، ويسمح بتفاوت معلمة المتغير المبطل $Y_{i,t-1}$ عبر الدول، لكنهما يختلفان بشأن استخدام الإحصائية المتوسطة لـ ADF من خلال القول بأنها ليست الطريقة الأكثر فاعلية لتقييم السكون.

يأخذ اختبار (Maddala and Wu (1999) الصيغة التالية:

$$\Pi = -2 \sum_{i=1}^N \ln(\pi_i)$$

تمثل π_i قيمة الاحتمال لاختبار جذر الوحدة لـ ADF لكل وحدة منفصلة (i)، حيث أنه في ظل فرضية استقلالية الإحصائيات الفردية تتبع إحصائية اختبار (Maddala & Wu (1999) توزيع كاي تربيع بدرجة حرية $2N$ في حالة $T \rightarrow \infty$ بالنسبة لـ N محددة، فإذا كانت أكبر من قيمة كاي تربيع بدرجة حرية $2N$ عند مستوى معنوية $\alpha\%$ ، يتم رفض فرضية العدم لجذر الوحدة بالنسبة لمجموع الأفراد.

2.4.2. اختبارات الجيل الثاني: الارتباط بين الوحدات

اهتمت اختبارات الجيل الثاني لجذر الوحدة مقارنة باختبارات الجيل الأول بإعادة النظر في فرضية الاستقلال بين الوحدات، وبشكل أكثر تحديدا فإن هذه التوجه يركز على التطرق إلى الخصوصيات الأكثر عمومية بقدر الإمكان لتشمل حالات متعددة للارتباط بين الوحدات.

1.2.4.2. اختبار (Bai & Ng (2004):

اقترح (Bai & Ng (2004) أول اختبار لفرضية جذر الوحدة الصفرية مع الأخذ بعين الاعتبار احتمال وجود ارتباط بين الوحدات، وفي هذا السياق حاول الكاتبان تحديد شكل معين لهذا الارتباط. تبنى (Bai & Ng (2004) مقارنة بسيطة تمثلت في استخدام نموذج عاملي حسب الصيغة التالية:¹

$$y_{i,t} = D_{i,t} + \lambda_i' F_t + e_{i,t} \dots \dots \dots (3.7)$$

حيث:

$D_{i,t}$: تمثل دالة كثير الحدود للزمن بدرجة (t).

F_t : يمثل شعاع العوامل المشتركة ذات البعد (1, r).

λ_i' : تمثل شعاع المعلمات.

تتجزأ السلسلة الفردية $y_{i,t}$ حسب المعادلة رقم (3.7) إلى مركبة محددة غير متجانسة $D_{i,t}$ ، مركب مشترك $\lambda_i' F_t$ و حد الخطأ $e_{i,t}$ بدون وجود ارتباط ذاتي فردي وبدون بعد فردي أو زمني.

في هذه الحالة، يعتبر المتغير $y_{i,t}$ غير ساكن انطلاقاً من أنه على الأقل أحد العوامل المشتركة للشعاع F_t يكون غير ساكن و/أو حد الخطأ غير ساكن، وبدلاً من اختبار عدم سكون المتغير $y_{i,t}$ اقترح الكاتبان طريقة أخرى تتمثل في اختبار وجود جذر الوحدة للمكونات المشتركة أو الفردية بشكل منفصل وأطلقا عليها تسمية (Panel Analysis of Non stationarity in the Idiosyncratic and Common Components والمعروفة اختصاراً بتسمية PANIC).

يفترض الكاتبان بأنه في حالة وجود المركبة المحددة غير المتجانسة $D_{i,t}$ بدرجة واحدة فإن النموذج المبين في المعادلة رقم (3.7) يكتب على النحو التالي:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_{it} + \lambda_i' F_t + e_{i,t} \dots \dots \dots (3.8)$$

$$t = 1, \dots, T$$

¹ Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). Op. Cit., p. 275.

$$F_{m,t} = \tau_m F_{m,t-1} + v_{m,t} \quad (m = 1, \dots, r) \dots \dots (3.9)$$

$$e_{i,t} = \rho_i e_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (i = 1, \dots, N) \dots \dots (3.10)$$

انطلاقاً من المعادلتين (3.9) و (3.10) يكون العامل المشترك (m) وحد الخطأ (i) مستقران إذا كانت على التوالي $(\tau_m < 1)$ و $(\rho_i < 1)$ ، حيث أن الهدف من ذلك هو اختبار مدى سكون $F_{m,t}$ و $e_{i,t}$ ، مع العلم أن هذه المكونات لا يمكن ملاحظتها ويجب تقديرها.

وتعتمد صلاحية PANIC على أساس إمكانية الحصول على مقدرات $F_{m,t}$ و $e_{i,t}$ مع الحفاظ على درجة التكامل بين هذه المكونات، ولهذا الغرض اعتمد الكاتبان على إجراء تحليل للمكونات الرئيسية من البيانات المختلفة مع افتراض أن عدد العوامل المشتركة (r) محدد.

ويكتب النموذج بدون مركبة الاتجاه من خلال الفروقات من الدرجة الأولى على النحو التالي:

$$\Delta y_{i,t} = \lambda_i f_t + z_{i,t} \dots \dots (3.11)$$

يمكن بعد ذلك إجراء الاختبار على خطوتين، في الخطوة الأولى يتم تقدير $f_t = \Delta F_t$ و λ_i باستخدام النموذج المبين في المعادلة رقم (3.11) عن طريق تحليل المكونات الرئيسية، وفي الخطوة الثانية يتم تحديد المتغيرات التراكمية حسب الآتي:

$$\hat{F}_{m,t} = \sum_{s=2}^t \Delta \hat{F}_{m,s} = \sum_{s=2}^t \Delta \hat{F}_{m,s} \dots \dots (3.12) \quad \hat{e}_{i,t} = \sum_{s=2}^t \hat{Z}_{i,s} \dots \dots (3.13)$$

بعد ذلك، وباستخدام المعادلتين (3.12) و (3.13) يمكن اختبار فرضية العدم لوجود جذر الوحدة في كلا المركبتين، بالإضافة إلى ذلك ولاختبار عدم سكون حد الخطأ $e_{i,t}$ ، اقترح الكاتبان استخدام الإحصائية الفردية (t) لاختبار ADF بوجود الثابت للانحدار التالي:

$$\Delta \hat{F}_{1,t} = c + \gamma_{i,0} \hat{F}_{i,t-1} + \gamma_{i,1} \Delta \hat{F}_{1,t-1} + \dots + \gamma_{i,p} \Delta \hat{F}_{1,t-p} + v_{i,t} \dots \dots (3.14)$$

2.2.4.2. اختبار Phillips & Sul (2003) and Moon & Perron (2004):

قدم كل من Phillips & Sul (2003) و Moon & Perron (2004) اختباراً لوجود جذر الوحدة مباشرة انطلاقاً من السلسلة الملحوظة $y_{i,t}$ وليست منفصلة عن المكونات الفردية والمشاركة

عكس (Bai & Ng (2001)، وإلى جانب هذا الاختلاف الأساسي هناك بعض أوجه التشابه بين المنهجين اللذين يعتمدان على استخدام نموذج عاملي.¹

تتمثل الفكرة العامة في استبعاد المركبات المشتركة للسلسلة $y_{i,t}$ وإزالة العوامل المشتركة لاختبار فرضية جذر الوحدة، ويسمح ذلك بالتخلص من الارتباط بين الوحدات وإيجاد إحصائيات تتبع قانون التوزيع الطبيعي.

5.2. نموذج بانل الديناميكي المستخدم في التحليل:

تقدم نماذج بانل الديناميكية العديد من الايجابيات، فهي تسمح بتقدير التأثيرات في الأجل القصير والطويل، وتتميز بكونها تتطلب ضرورة الأخذ بعين الاعتبار قوة وأهمية عدم تجانس الفردي غير الملاحظ، وتعتمد نماذج بانل الديناميكية بشكل أساسي على نماذج الانحدار الذاتي، حيث أنها تأخذ بعين الاعتبار إدراج المتغير الداخلي وإدخاله بزمن مؤخر ضمن المتغيرات الخارجية للنموذج، وتأخذ نماذج بانل الديناميكية الصيغة التالية:²

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i' X_{i,t} + \gamma Y_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.15)$$

حيث:

γ : ثابت (scalar) ويمثل معلمة المتغير الداخلي المبطئ زمنياً.

β_i' : تمثل متجه معلمات المتغيرات التفسيرية $X_{i,t}$.

إن تقدير المعلمات الخاصة بالنماذج الديناميكية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) يؤثر بشكل كبير على الخصائص الإحصائية للمقدرات المستخدمة (التحيز وعدم التقارب) بالنسبة للمعلمات المقدر، وتعود هذه النتائج بشكل أساسي إلى الارتباط بين المتغيرات الداخلية وبصفة خاصة بين المتغير المبطئ وحد الخطأ.³

نتيجة لذلك استخدم الباحثون طرق بديلة تأخذ بعين الاعتبار هذه الخصائص من أجل الحصول على مقدرات متقاربة للمعلمات، حيث قام (Anderson & Hsiao (1981, 1982)

¹ Ibid, pp. 277-281.

² Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007). Op. Cit., p. 356.

³ Ibid, p. 356.

و(1991) Arellano & Bond باقتراح ما يسمى بطريقة العزوم المعممة Generalized method of moments والمعروفة اختصاراً بـ GMM، حيث أن هذه الطريقة تعتمد على المتغيرات المساعدة.¹

إلا أن طريقة العزوم المعممة (GMM) تعرضت إلى العديد من الانتقادات، أهمها يخص إهمال جانب عدم تجانس معلمات النموذج، حيث أشار كل من (1995) Pesaran & Smith، (1997) Lee, Pesaran & Smith إلى أنه لا يوجد مقدرات متقاربة لمعلمات المتغيرات المساعدة، لذلك فإن افتراض تجانس المعلمات دون التحقق من ذلك يمكن أن يؤدي إلى وجود تحيز كبير في المقدرات خاصة في الحالة التي تكون فيها المشاهدات خاصة بمجموعة من البلدان حيث تبدو فرضية عدم التجانس معقولة بالنظر إلى أن خصائصها قد تختلف اختلافاً كبيراً.²

لذلك قدم خبراء الاقتصاد القياسي أساليب تقدير جديدة تجمع بين خصائص السلاسل الزمنية وبيانات بانل، حيث تأخذ هذه الطرق بعين الاعتبار عدم التجانس للمسار العام للبيانات، وتستند على وجود عينة كبيرة (عدد كبير من الوحدات N وفترة زمنية T طويلة).

في هذا السياق قدم (1995) Pesaran & Smith طريقة للتعامل مع التحيز الناتج عن الميول غير المتجانسة في نماذج بانل الديناميكية وهي مقدر وسط المجموعة (Mean Group Estimator) المعروفة اختصاراً بـ MG،³ هذه الطريقة تعطي تقديرات متسقة لوسط معالم النموذج، وتسمح بتفاوت معلمات المدى القصير والطويل وتباينات حد الخطأ وحدود تصحيح الخطأ حسب كل دولة، أي أنها تأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس في كل من المدى القصير والطويل، كما قدم (1999) Pesaran, Shin & Smith مقدر وسط المجموعة المدمجة (Pooled Mean Group Estimator) المعروفة اختصاراً بتسمية (PMG)⁴ وتفرض هذه الطريقة قيد التجانس على معلمات المدى الطويل لكل الوحدات وتسمح لمعلمات المدى القصير وتباينات حد الخطأ وحدود تصحيح

¹ Ibid, p. 357.

² Rivard, P. (2014). Un modèle hétérogène de la croissance économique. Maîtrise dissertation, Université d'Ottawa, p. 6.

³ Pesaran, M. H., & Smith, R. (1995). Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of econometrics*, 68 (1), 79-113

⁴ Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association*, 94 (446), 621-634.

الخطأ بالتفاوت حسب كل وحدة، كما قدم (1981) Nickell طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE والتي تشير إلى تجانس العلاقة في كل من المدى القصير والطويل بالنسبة لكل الوحدات.

1.5.2. التحيز الناتج عن الميول غير المتجانسة:

تقوم نماذج بانل على افتراض أن بعض المعلمات متماثلة لجميع الوحدات المقطعية ويطلق على ذلك باسم نموذج الانحدار التجميعي، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في تقدير معلمات النموذج، وفي هذه الحالة تعطي طريقة (OLS) مقدرات متسقة وكفاءة لمعاملات النموذج، غير أن ذلك يمكن أن يولد تعقيدات إذا كان هذا الافتراض غير صحيح، وهذا يعني ببساطة أن بعض المعلمات تختلف فعلياً عبر الوحدات المقطعية، لذلك فإن افتراض تجانس المعلمات دون التحقق من ذلك يمكن أن يؤدي إلى تقديرات متحيزة.¹

إن افتراض تجانس المعلمات لجميع الوحدات المقطعية يأخذ الشكل التالي:²

$$Y_{i,t} = \mu_i + \beta_i' X_i + u_{i,t} \dots \dots \dots (3.16)$$

تبدو فرضية عدم التجانس منطقية بالنظر إلى أن خصائص الوحدات المقطعية قد تختلف اختلافاً كبيراً مثل البلدان التي تمر بمراحل اقتصادية مختلفة أو وجود مؤسسات قد تختلف فيما بينها، وانطلاقاً من النموذج رقم (3.16) يفترض (2007) Asteriou & Hall وجود متغير مفسر واحد X_{it} وأن المعلمة β_i غير متجانسة وتأخذ الشكل التالي:

$$\beta_i = \beta + v_i \dots \dots \dots (3.17)$$

في هذه الحالة، أكد (1995) Pesaran & Smith بأن استخدام نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية يقود إلى تقديرات متحيزة وغير متسقة.

فكر (2007) Asteriou & Hall في إيجاد حل لذلك عن طريق صياغة نموذج ديناميكي للانحدار الذاتي للفجوات المبطنة الموزعة (ARDL) حسب الصيغة التالية:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \gamma_i Y_{i,t-1} + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.18)$$

¹ Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007). Op. Cit., p. 358.

² Ibid, p. 358.

يسمح النموذج المبين في المعادلة رقم (3.18) لجميع المعلمات بالتباين عبر الوحدات المقطعية، حيث يقترح الكاتبان حلولا لتحيز نتائج التقدير على المدى الطويل حسب الآتي:

$$\theta_i = \frac{\beta_i}{1 - \gamma_i}$$

باستخدام معامل المدى الطويل للمتغير المفسر $X_{i,t}$ لكل وحدة مقطعية (i)، يعتقد الكاتبان بأنه يمكن إعادة كتابة النموذج المبين في المعادلة رقم (3.17) على النحو التالي:

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i - (1 - \gamma_i)(Y_{i,t-1} - \theta_i X_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3.19)$$

يمكن استبدال $(1 - \gamma_i)$ بالرمز ϑ_i ، حيث تصبح المعادلة رقم (3.18) حسب الآتي:

$$\Delta Y_{i,t} = \alpha_i - \vartheta_i(Y_{i,t-1} - \theta_i X_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3.20)$$

عند الأخذ بعين الاعتبار نموذج المعامل العشوائي فإن:

$$\vartheta_i = \vartheta + v_i$$

$$\theta_i = \theta + w_i$$

إذا كانت w_i و v_i عبارة عن حد الخطأ العشوائي والذي يفترض أن يكون موزعا عبر الوحدات (i) والفترات الزمنية (t) بشكل متماثل ومستقل، فإن معاملات النموذج المبين في المعادلة رقم (3.18) تصبح على النحو التالي:

$$\beta_i = \theta_i \vartheta_i = \theta \vartheta + \vartheta w_i + \theta v_i + w_i v_i$$

باعتبار أن $(\gamma = 1 - \vartheta)$ ، $(\beta = \theta \vartheta)$ ، ومن خلال استبدال هذه القيم في المعادلة رقم (3.18) نحصل على المعادلتين:

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \gamma_i Y_{i,t-1} + \beta_i X_{i,t} + U_{i,t} \dots \dots (3.21)$$

$$U_{i,t} = \varepsilon_{i,t} - v_i Y_{i,t-1} + (\vartheta w_i + \theta v_i + w_i v_i) X_{i,t} \dots \dots (3.22)$$

انطلاقا مما سبق، يتضح بأن $U_{i,t}$ و $Y_{i,t-1}$ مترابطان، وبالتالي فإن مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية غير متسقة حتى في حالة وجود عينة كبيرة.

2.5.2. نموذج الانحدار الذاتي للفجوات المبطنة الموزعة لبيانات بانل غير المتجانسة:

تعتبر طريقة مقدر وسط المجموعة MG ووسط المجموعة المدمجة PMG من الطرق الحديثة والشائعة في نماذج بيانات بانل الديناميكية، لاسيما في حالة العينات ذات البيانات المقطعية والزمنية الكبيرة، وتتميز الطريقتين بخاصية التكيف مع العلاقة التوازنية على المدى الطويل وكذلك مع عملية التعديل الديناميكية غير المتجانسة، ويكون من المفيد تتبعا عرض أهم الإسهامات النظرية لهذه الأدبيات.

1.2.5.2. مقدر وسط المجموعة (The mean group estimator):

قدم Pesaran & Smith (1995) طريقة للتعامل مع التحيز الناتج عن الميول غير المتجانسة في نماذج بانل الديناميكية وهي مقدر وسط المجموعة MG، حيث تستمد هذه الطريقة معلمات المدى الطويل من متوسط معلمات المدى الطويل لنموذج ARDL الخاص بالسلاسل الزمنية الفردية، وتأخذ طريقة MG بعين الاعتبار عدم التجانس في كل من المدى القصير والطويل.

إن استخدام أسلوب MG يأخذ بعين الاعتبار حساب المعلمات المقدرة للمتغيرات المستقلة لكل وحدة على حدة، ثم يقوم بحساب متوسط تلك المعلمات في المدى الطويل، بينما يكون لكل وحدة فردية معلماتها المقدرة في الأجل القريب إلى حد تصحيح الخطأ وقاطع مختلف عن الأخرى.

من أجل الحصول على مقدرات طريقة MG يتم تقدير نموذج ARDL بشكل منفصل لكل وحدة (i) ومن ثم أخذ متوسط المعلمات المقدرة.

في البداية يتم تقدير نموذج ARDL على النحو الآتي:¹

$$Y_{i,t} = \alpha_i + \gamma_i Y_{i,t-1} + \beta_i X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3.23)$$

تعطى معلمة المدى الطويل θ_i لكل وحدة (i) حسب الصيغة التالية:

$$\theta_i = \frac{\beta_i}{1 - \gamma_i}$$

¹ Ibid, p. 359.

ومنه يتم الحصول على مقدرات وسط المجموعة MG لبيانات بانل عن طريق أخذ متوسط المعلمات المقدره كما يلي:

$$\hat{\theta} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \theta_i \quad \hat{\alpha} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \alpha_i$$

وقد أكد Pesaran, Shin & Smith (1999) بأن طريقة وسط المجموعة MG التي تأخذ بعين الاعتبار إدراج المتغير التابع المبطاً لفترة زمنية كمتغير مفسر إلى جانب المتغيرات المفسرة الأخرى في النموذج تعطي تقديرات متسقة لوسط معالم النموذج في حالة العينات الكبيرة، إلا أن مقدرات MG قد تقود إلى نتائج متحيزة عندما يكون حجم العينة صغير (الفترة الزمنية T قصيرة أو عدد الوحدات N صغير)¹، كما يعاب على طريقة MG أنها لا تأخذ في الحسبان إمكانية تجانس بعض معلمات النموذج عبر الوحدات.

2.2.5.2. مقدر وسط المجموعة المدمجة (The pooled mean group estimator):

قدم Pesaran, Shin & Smith (1999) طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG وهي طريقة تجمع بين طريقة وسط المجموعة MG التي تسمح بتفاوت كل معالم النموذج وطريقة التقدير التقليدية المتمثلة في نموذج التأثيرات الثابتة التي تقيد ميول النموذج وتسمح بتفاوت القاطع لكل وحدة، فنجد أن طريقة PMG في الأمد القريب تسمح للمعلمات المقدره للمتغيرات المستقلة، الحد الثابت وحد تصحيح الخطأ بأن تتباين بين الوحدات الفردية إلا أنه في الأجل البعيد تكون المعلمات المقدره للمتغيرات المستقلة متطابقة بين الوحدات الفردية.

لتقدير نماذج بانل الديناميكية باستخدام طريقة PMG²، يتم في البداية صياغة النموذج في إطار نموذج ARDL (p,q,q.....,q) على النحو التالي:³

$$Y_{i,t} = \sum_{j=1}^p \gamma_{ij} Y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^q \delta'_{i,j} X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3.24)$$

¹ Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Op. Cit., p. 623.

² Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007), Op. Cit., p. 360.

³ Ibid, p. 360.

حيث:

$X_{i,t-j}$: تمثل مصفوفة المتغيرات المستقلة للوحدة (i).

γ_{ij} : عبارة عن ثوابت (Scalars) وتمثل معلمة المتغير التابع المبطل زمنياً.

δ_{ij} : تمثل متجه المتغيرات المفسرة $X_{i,t}$.

$\varepsilon_{i,t}$: تمثل حد الخطأ العشوائي والذي يفترض أن يكون موزعاً عبر الوحدات (i) والفترات الزمنية (t) بشكل متماثل ومستقل.

μ_i : تمثل الآثار الثابتة لاحتواء الاختلافات بين الوحدات.

p, q : تمثل فترات الإبطاء التي يمكن أن تختلف بين الوحدات.

ويمكن إعادة صياغة نموذج تصحيح الخطأ (VECM) حسب الآتي:¹

$$\Delta Y_{i,t} = \theta_i (Y_{i,t-1} - \beta_i' X_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta Y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta X_{i,t-j} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.25)$$

حيث:

θ_i : تمثل معاملات تصحيح الخطأ أو سرعة التعديل انحراف المتغير التابع نحو علاقته التوازنية.

β_i : تمثل معاملات المدى الطويل.

δ_i : تمثل متجه معاملات العلاقة الديناميكية في المدى القصير.

تتلخص طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG في أنها تقترض قيد التجانس على معاملات المدى الطويل β_i ، بينما تسمح بتفاوت معاملات المدى القصير δ_i وحدود تصحيح الخطأ θ_i ، وتحت قيد تجانس معاملات المدى الطويل يصبح النموذج (3.24) حسب الآتي:²

$$\Delta Y_{i,t} = \theta_i (Y_{i,t-1} - \beta_i X_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_{ij}^* \Delta Y_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.26)$$

¹ Ibid, p. 361.

² Ibid, p. 361.

حيث:

$$i = 1, 2, \dots, N \text{ و } t = 1, 2, \dots, T \text{ و } j = 1, 2, \dots, p - 1$$

للحصول على مقدرات وسط المجموعة المدمجة PMG يتم تقدير النموذج (3.26) وحساب المقدرات على الشكل التالي:

$$\hat{\theta}_{PMG} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \hat{\theta}_i \quad \hat{\delta}_{PMG}^* = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \delta_{ij}^*$$

$$\hat{Y}_{PMG}^* = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N Y_{ij}^* \quad \hat{\beta}_{PMG} = \hat{\beta}$$

3.2.5.2. اختبار Hausman للمفاضلة بين مقدر MG و PMG:

من أجل المفاضلة بين مقدرات طريقة وسط المجموعة MG ووسط المجموعة المدمجة PMG استخدم (1999) Pesaran, Shin & Smith اختبار (1978) Hausman ، حيث يعتمد هذا الاختبار على فحص خصوصية التجانس لمعاملات المدى الطويل، ويشير Pesaran, Shin & Smith (1999) إلى أن مقدرات طريقة MG تعطي تقديرات متسقة لمتوسط معاملات المدى الطويل، ويتحقق ذلك في ظل عدم تجانس المعلمات في المدى الطويل، وفي ظل افتراض تجانس معاملات المدى الطويل فإن مقدرات طريقة PMG تكون متسقة،¹ ويمكن صياغة هذا الاختبار حسب الآتي:²

$$H = \hat{q}' [var(\hat{q})]^{-1} \hat{q} \sim \chi_k^2$$

حيث:

\hat{q} : متجه الفرق بين تقديرات وسط المجموعة MG ووسط المجموعة المدمجة PMG.

$var(\hat{q})$: يمثل مصفوفة التباين المقابلة.

يمكن حساب مصفوفة التباين عن طريق إيجاد الفرق بين مصفوفات التباين لمتجه معاملات MG و PMG، فإذا كان افتراض تجانس شعاع المعلمات غير صحيح، فإن طريقة وسط المجموعة PMG تعطي تقديرات غير متسقة.

¹ Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Op. Cit., p. 627.

² Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007), Op. Cit., pp. 361-362.

4.2.5.2. مقدر طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية (The Dynamic fixed effect estimator)

بالإضافة إلى كل من طريقة PMG و MG تستخدم طريقة التأثيرات الديناميكية الثابتة DFE أيضا لتقدير متجه التكامل المشترك، حيث تتحكم خصائص طريقة DFE في التأثيرات الخاصة بكل بلد والتي يتم تقديرها من خلال طريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية (LSDV) أو طريقة العزوم المعممة (GMM).

تعتمد طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية على تجميع المقاطع العرضية وهي تشبه مقدر طريقة PMG من خلال تقييد معامل متجه التكامل المشترك ليكون متساويا في جميع العينة على المدى الطويل، حيث تشير طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية إلى تجانس العلاقة في كل من المدى القصير والطويل بالنسبة لكل العينة.¹

3. منهجية الدراسة القياسية والنموذج المستخدم:

1.3. منهجية الدراسة القياسية:

تستخدم الدراسة المنهج القياسي لاختبار وجود أثر لسياسة التحرير المالي على الوساطة المالية في عينة من الدول النامية باستخدام تحليل بيانات بانل، وعلى الرغم من أن هذه الدول تنتمي لفئة الدول متوسطة الدخل إلا أنها قد تختلف من حيث المستوى والخصائص الاقتصادية مما تطلب استخدام نماذج بانل الديناميكية، وهي إحدى طرق الاقتصاد القياسي التي تأخذ في الحسبان خاصية عدم التجانس الفردي غير الملاحظ، وتستند نماذج بانل الديناميكية بشكل خاص على نماذج الانحدار الذاتي التي تتميز بإضافة متغير داخلي أو أكثر بزمن مؤخر كمتغير خارجي إلى جانب المتغيرات المفسرة الأخرى للنموذج، وذلك من أجل تقييم تأثير القيم السابقة للمتغير التابع على قيمه الحالية.

انطلاقا مما سبق، فإن الخطوة الأولى تتمثل في تقديم عرض للإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، وبعدها ننتقل إلى فحص خصوصية التجانس أو عدم التجانس للمسار

¹ Mehmood, B., Raza, S. H., Rana, M., Sohaib, H., & Khan, M. A. (2014). Triangular relationship between energy consumption, price index and national income in Asian countries: A pooled mean group approach in presence of structural breaks. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 4(4), 610-620.

العام للبيانات بالاعتماد على اختبارات التجانس لـ (1986) Hsiao التي تم عرضها سابقا وذلك للتحقق مما إذا كان النموذج النظري متطابقا بالنسبة لكل الدول أو خلافا لذلك إذا كانت هناك خصوصية لكل دولة، ثم نقوم بإجراء مختلف الاختبارات القياسية بداية بدراسة استقرارية بيانات بانل، ثم تقدير نموذج بانل الديناميكي بطريقة طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG، وسط المجموعة MG وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE.

2.3. نموذج الدراسة القياسية:

تستند الدراسة في تحديد النموذج القياسي على مطالعة لأدبيات الدراسات التجريبية السابقة التي تم عرضها آنفا، حيث يمثل تحديد النموذج واختيار المتغيرات اللبنة الأولى في إعداد الدراسة القياسية، وشكلت دراسة (2015) Samouel Beji المرجعية الأساسية في شأن هذه المتغيرات وما يمكن أن تكون عليه طبيعة العلاقات فيما بينها، مع إدراج متغير شامل يخص سياسة التحرير المالي بكافة جوانبها الداخلية والخارجية.

انطلاقا مما سبق، سنقوم بدراسة أثر التحرير المالي على الوساطة المالية باستخدام نموذج بانل الديناميكي وعلى هذا الأساس تم استخدام دالة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$FI_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 FL_{i,t} + \beta_2 RGDP_{i,t} + \beta_3 TO_{i,t} + \beta_4 INF_{i,t} + \beta_5 INST_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3.27)$$

بشكل مختصر يمكن كتابة النموذج (3.27) بصيغته العامة على النحو الآتي:

$$FI_{i,t} = \sum_{j=1}^p \lambda_{ij} FI_{i,t-j} + \sum_{j=1}^q \delta'_{ij} X_{i,t-j} + \mu_i + \gamma_t + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.28)$$

$FI_{i,t}$: المتغير الممثل لتطور الوساطة المالية للدولة i في الفترة الزمنية t ، ويشمل جانبيين، الجانب الأول يتمثل في العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة ($FID_{i,t}$) والجانب الثاني يتمثل في كفاءة الوساطة المالية ($FIE_{i,t}$).

$FI_{i,t-1}$: المتغير الممثل لتطور الوساطة المالية للبلد i في الفترة $(t - 1)$ والذي يعتبر متغير داخلي بزمان مؤخر تم إضافته للنموذج كمتغير مفسر إلى جانب المتغيرات المفسرة الأخرى، ويشير إلى أن الوساطة المالية تفسرها القيم السابقة وتتأثر بها.

$X_{i,t}$: تمثل متجه محددات الوساطة المالية للدولة i في الفترة الزمنية t ، وتشمل كل من مؤشر التحرير المالي $(FL_{i,t})$ ، معدل النمو الاقتصادي $(RGDPP_{i,t})$ ، معدل التضخم $(INF_{i,t})$ ، معدل الانفتاح التجاري $(TO_{i,t})$ ومؤشر يقيس نوعية المؤسسات $(INST_{i,t})$.

λ_{ij} : عبارة عن ثوابت (Scalars) وتمثل معلمة المتغير التابع المبطأ زمنياً.

$\delta_{i,j}$: تمثل متجه معاملات المتغيرات المستقلة $X_{i,t}$.

$\varepsilon_{i,t}$: تمثل حد الخطأ العشوائي والذي يفترض أن يكون موزعاً عبر الوحدات (i) والفترات الزمنية (t) بشكل متماثل ومستقل $(\varepsilon_{it} \sim \text{IID}(0, \sigma_\varepsilon^2))$.

μ_i : تمثل الآثار الثابتة لاحتواء الاختلافات بين الوحدات.

p, q : تمثل فترات الإبطاء التي يمكن أن تختلف بين الوحدات.

يمكن إعادة صياغة نموذج تصحيح الخطأ (VECM) حسب الآتي:

$$\Delta FI_{it} = \theta_i (FI_{i,t-1} - \beta_i' X_{i,t-1}) + \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij}^* \Delta FI_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{q-1} \delta_{ij}^* \Delta X_{i,t-j} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3.29)$$

حيث:

θ_i : معاملات تصحيح الخطأ أو سرعة التعديل انحراف الوساطة المالية نحو علاقتها التوازنية.

β_i : معاملات المدى الطويل.

δ_i^* : معاملات العلاقة الديناميكية في المدى القصير.

3.3. عينة الدراسة ومصادر البيانات:

تتكون عينة الدراسة من مجموعة الدول النامية التي تنتمي لفئة الدخل المتوسط وقد تم اختيارها طبقاً لمعيار مدى توفر البيانات للمتغيرات محل الدراسة، بالإضافة إلى أنها تعتبر من أهم الدول التي

شهدت موجة من الإصلاحات في القطاع المالي خلال فترة الدراسة، وقد تم اختيار العينة بالاعتماد على تقسيمات صندوق النقد الدولي لسنة 2019¹ (Word Economic Outlook Database)، ومن ثم فإن الدراسة استخدمت بيانات مقطعية زمنية متوازنة، وتتكون عينة الدراسة من 22 دولة نامية للفترة الممتدة بين 1995 و 2017 لكل دولة (23 سنة)، وبالتالي يكون عدد المشاهدات المستخدمة في التحليل هو 506 مشاهدة.

وقد تنوعت مصادر البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة القياسية، حيث تم جمع البيانات واقتباسها من مصادر متعددة وهي قاعدة بيانات البنك الدولي - مؤشرات التنمية العالمية² (WDI) وصندوق النقد الدولي - مؤشرات التطور المالي³ (FD Index Database)، أما مؤشر التحرير المالي فقد تم الحصول عليه من قاعدة بيانات مؤسسة التراث الأمريكية* (Heritage)⁴ Foundation وبالنسبة للبيانات الخاصة بمؤشر نوعية المؤسسات فقد تم جمعها من قاعدة بيانات الدليل الدولي للمخاطر القطرية⁵ (ICRG).

¹<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weoselgr.aspx> (Accessed 12/06/2019).

²<https://data.worldbank.org/> (Accessed 12/06/2019).

³<https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B> (Accessed 12/06/2019).

* مؤسسة التراث الأمريكية مؤسسة بحثية وتعليمية ومنظمة غير ربحية تأسست في العام 1973 في واشنطن وهدفها صوغ السياسات العامة المحافظة وتعزيزها بالاستناد على مبادئ الشراكة الحرة والحكم المحدود والحرية الفردية والأمن الوطني القوي، تسعى مؤسسة التراث إلى فهرسة بلدان العالم في مؤشر للحريات أطلقت على تسميته مؤشر البلدان الحرة اقتصادياً، يتجدد هذا المؤشر كل سنة والغرض منه بيان فوائد الحرية الاقتصادية، أصبح للمؤسسة تأثير بارز في صنع السياسة العامة الأمريكية واعتُبرت واحدة من منظمات البحث المحافظة الأكثر تأثيراً في الولايات المتحدة.

⁴<https://www.heritage.org/index/financial-freedom> (Accessed 12/06/2019).

⁵<https://dataverse.harvard.edu/dataset.xhtml?persistentId=hdl:1902.1/21446> (Accessed 12/06/2019)

الجدول رقم (2.3): متغيرات الدراسة القياسية ومصادر البيانات

المصدر	تعريف المتغير	رمز المتغير	المؤشرات
IMF	مؤشر العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة	FID	مؤشرات تطور
IMF	مؤشر كفاءة الوساطة المالية	FIE	الوساطة المالية
Heritage Foundation	مؤشر الحرية المالية	FL	مؤشر التحرير المالي
WDI	نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي	RGDPP	مؤشرات الاقتصاد الكلي
WDI	معدل الانفتاح التجاري	TO	
WDI	معدل التضخم السنوي	INF	
ICRG	مؤشر مركب يشمل سيادة القانون والنظام، مكافحة الفساد، نوعية الأطر التنظيمية وفعالية الحكومة	INST	مؤشر نوعية المؤسسات

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على متغيرات الدراسة

4.3. وصف المتغيرات المستخدمة في الدراسة:

بعد وضع نموذج الدراسة بمختلف المتغيرات المحددة للوساطة المالية، يكون من المفيد تتبعها فيما يلي شرح التفاصيل الخاصة بكل متغير من المتغيرات المستخدمة في النموذج القياسي.

• مؤشرات تطور الوساطة المالية:

اتساقا مع الأدبيات النظرية والتجريبية التي تم التطرق إليها في الفصل الأول والثاني، سيتم قياس الوساطة المالية من خلال الاستعانة بمؤشرين من المؤشرات الفرعية التي تم طرحها من قبل صندوق النقد الدولي، وتمثل هذه المؤشرات إحدى الأبعاد الثلاثة التي تقيس تطور الوساطة المالية، وقد تم تطوير هذه المؤشرات من خلال أبحاث خبراء الهيئة المالية الدولية في ورقة عمل مقدمة سنة 2016 بعنوان "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets" حيث تم إنشاء المؤشرات الفرعية التي تخص الجوانب المختلفة لتطور الوساطة المالية لعينة مكونة من 183 دولة نامية ومتطورة من سنة 1980 إلى 2013 ويتم تحديث هذه المؤشرات سنويا من طرف صندوق النقد الدولي، وتشمل المؤسسات المالية الوسيطة كل من

البنوك، مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة¹، وقد تم اختيار هذه المؤشرات باعتبار أن هناك عدد قليل من الدراسات التجريبية التي استخدمتها، حيث يتم في كل مرة استخدام مؤشر للحصول على القيم المقدرّة للوساطة المالية، وتتمثل المؤشرات الفرعية فيما يلي:

أولاً: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة

استخدم صندوق النقد الدولي مجموعة من النسب لقياس مؤشر العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة وهي عمق القطاع المصرفي (الائتمان المحلي المقدم من القطاع المصرفي للقطاع الخاص كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي) وعمق المؤسسات المالية غير المصرفية (أصول مؤسسات التأمين، صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي)²، ويمثل هذا المؤشر المتوسط المرجح لهذه النسب، ويرمز لهذا المؤشر بالرمز FID.

ثانياً: كفاءة الوساطة المالية

تتمثل كفاءة الوساطة المالية بقدرة مؤسسات الوساطة المالية على تقديم خدمات جيدة وبأقل قدر من التكاليف ويشمل هذا المؤشر الفرعي كل من (i) هامش أسعار الفائدة أو الاختلاف بين متوسط أسعار الفائدة على الائتمان وتلك الخاصة بالودائع، (ii) الكفاءة في الوساطة بين الادخار والاستثمار والتي تم قياسها بهامش صافي الفائدة (القيمة المحاسبية لصافي إيرادات الفائدة للبنك كحصة من متوسط موجوداتها التي تحمل فوائد)، (iii) مقاييس الربحية مثل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

تم حساب كفاءة الوساطة المالية باستخدام المتوسط المرجح لهذه المؤشرات الفرعية، ونظرياً يمكن النظر إلى هامش سعر الفائدة على أنه تكلفة الوساطة المالية، التي تعكس بشكل رئيسي الكفاءة التي تتمكن مؤسسات الوساطة المالية بموجبها من حل مشاكل عدم تماثل المعلومات³، ويرمز لهذا المؤشر بالرمز FIE.

¹ Svirydzenka. K. (2016). Introducing a new broad-based index of financial development. International Monetary Fund, p. 5.

² Svirydzenka. K. (2016), Op. Cit., p. 7.

³ Ibid, p. 5

• مؤشر التحرير المالي:

يتمثل في مؤشر الحرية المالية الذي تصدره مؤسسة التراث الأمريكية (Heritage Foundation) وهو مقياس للكفاءة المصرفية والاستقلال عن سيطرة الحكومة والتدخل في القطاع المالي، حيث أن ملكية الدولة للبنوك والمؤسسات المالية الأخرى مثل شركات التأمين وأسواق رأس المال تقلل من المنافسة وتخفف بشكل عام من مستوى الخدمات المالية المتاحة، ويشمل مؤشر الحرية المالية خمسة مجالات وهي:¹

1. درجة التنظيم الحكومي للخدمات المالية.
2. درجة تدخل الدولة في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من خلال الملكية المباشرة وغير المباشرة.
3. درجة التطور المالي وتطور أسواق رأس المال.
4. مدى نفوذ وتدخل الدولة في تخصيص الائتمان.
5. درجة الانفتاح على المنافسة الأجنبية.

وتتراوح قيم هذا المؤشر بين (0%) و (100%)، بحيث تم تقسيم هذا المؤشر إلى مجموعات معينة تعطى لكل مجموعة نسبة 10% من درجة الكبح أو التحرير المالي كما يلي:

- 100% تدخل حكومي ضئيل.
- 90% تدخل حكومي في حده الأدنى.
- 80% تدخل حكومي اسمي.
- 70% تدخل حكومي محدود.
- 60% تدخل حكومي هام.
- 50% تدخل حكومي كبير.
- 40% تدخل حكومي قوي.
- 30% تدخل حكومي مكثف.
- 20% تدخل حكومي ثقيل.

¹ <https://www.heritage.org/index/financial-freedom> (Accessed 12/06/2019).

- 10% شبه تقييد.
- 0% تقييد كلي.

استخدم هذا المؤشر العديد من الدراسات التجريبية لقياس درجة التحرير المالي من بينها Chortareas et al (2013)، ويفترض أن يكون لهذا المؤشر تأثير إيجابي على مؤشرات الوساطة المالية، وسيتم لهذا المؤشر في الدراسة بالرمز FL.

• المؤشرات الأخرى المفسرة للوساطة المالية:

تشير الأدبيات النظرية والتجريبية الخاصة بتطور النظام المالي والمصرفي إلى وجود مجموعة واسعة من محددات تطور الوساطة المالية، وسنستعين بأهم المتغيرات التي استخدمتها دراسة Samouel Beji (2015) لكونها تعتبر المتغيرات الأكثر استعمالاً من قبل الباحثين في الدراسات التجريبية السابقة وهي معدل النمو الاقتصادي، معدل الانفتاح التجاري، معدل التضخم ومؤشر نوعية المؤسسات، وقد تم جمع قيم هذه المؤشرات من قاعدة بيانات البنك الدولي (WDI) والدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG).

أولاً: معدل النمو الاقتصادي

لقد بينت الأدبيات النظرية وجود علاقة قوية وإيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وأكدت الشواهد التطبيقية المتنوعة أن مستوى التنمية المالية مرتبط بالتنمية الاقتصادية، ووفقاً لهذه النظرة فإن النمو الاقتصادي يستدعي نمواً في الطلب على الأدوات المالية والتمويل والذي بدوره يجبر المؤسسات المالية تلقائياً على الاستجابة لهذا الطلب، وهي الفكرة التي ارتبطت بالاقتصادي (1952) Robinson في بداية الخمسينيات¹، كما يتساءل (1993) Stiglitz حول أهمية النظام المالي في تحقيق النمو الاقتصادي ويرى بأنه يتولد عن التطور الاقتصادي طلب إضافي على الخدمات المالية مما يؤدي إلى قطاع مالي ومصرفي أكثر تطوراً..

استخدمت الدراسة مؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الذي يعبر عن قدرة الفرد في الحصول على السلع والخدمات الاستهلاكية ويعتبر من مؤشرات الرفاهية، ويستخدم عادة

¹ العمر إبراهيم بن صالح، الدور التموي للمصارف والوسطاء الماليين: مراجعة للفكر الاقتصادي، MPRA Paper، رقم 18798، 2009، ص 3.

للمقارنة بين دولة وأخرى، حيث أن الارتفاع في معدل هذا المؤشر يشير إلى أن الاقتصاد يتجه للنمو، ويفترض أن يؤثر هذا المؤشر بشكل إيجابي على مؤشرات الوساطة المالية، وسيتم له في هذه الدراسة بالرمز RGDP.

ثانياً: معدل الانفتاح التجاري

أكدت العديد من الأدبيات التجريبية السابقة بأن الانفتاح التجاري يعتبر محدد مهم لتطور قطاع الوساطة المالية، حيث أن زيادة الاندماج في الاقتصاد العالمي من خلال الروابط التجارية يؤدي إلى زيادة فرص جذب التدفقات المالية وإنعاش الأوضاع الاقتصادية، كل هذه العوامل يرجح أن تعزز نشاط المؤسسات المالية الوسيطة، ويقاس معدل الانفتاح التجاري بمجموع الصادرات والواردات إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض أن يكون لهذا المؤشر تأثير إيجابي على مؤشرات الوساطة المالية ويرمز له بالرمز TO.

ثالثاً: معدل التضخم

تم استخدام هذا المؤشر كمقياس لاستقرار الاقتصاد الكلي، وتشير الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية السابقة إلى أن معدل التضخم المرتفع يؤدي إلى تآكل الأصول المالية وزيادة الحوافز بعيداً عن الادخار في القطاع المالي واتجاه متزايد نحو الاستثمار الحقيقي، ولقياس معدل التضخم استخدمت الدراسة معدل التغير السنوي لأسعار المستهلكين، ويفترض أن يكون لهذا المؤشر تأثير سلبي على مؤشرات الوساطة المالية وسيتم الإشارة إلى هذا المتغير بالرمز INF.

رابعاً: مؤشر نوعية المؤسسات

تزايد اهتمام الباحثين في السنوات الأخيرة بأهمية البيئة المؤسسية والقانونية باعتبارها من أهم العوامل المحددة لأنواع الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية ومدى جودتها، وقد استخدمت مجموعة واسعة من الدراسات التجريبية مؤشرات نوعية المؤسسات، وأوضحت أهمية هذه العوامل في تفسير التفاوت الملاحظ بين الدول فيما يتعلق بتطور نظمها المالية، ويقدم الدليل الدولي للمخاطر

القطرية (ICRG) مجموعة من المؤشرات* والمجموعة من قبل خدمات المخاطر السياسية (PRS) والتي تعطي فكرة عن نوعية المؤسسات في الاقتصاد، وقد تم اختيار هذه المؤشرات تبعاً لدراسات كل من (Law & Habibullah (2009)، (Baltagi, Demetriades & Law (2009) ودراسة (Ben Naceur, Cherif & Kandil (2014) وتتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:¹

1. سيادة القانون (Rule and Law): يصف هذا المؤشر مدى احترام سيادة القانون والسلطات التي تقوم بصياغته وتنفيذه وعدم اللجوء إلى وسائل لتجاوز القانون، كما يقيس هذا المؤشر مدى قدرة السلطة السياسية على ممارسة سلطاتها ومدى استقلالية السلطتين التشريعية والقضائية عن السلطة التنفيذية، وتتراوح قيمته ما بين 0 إلى 6 نقاط، حيث تشير النقطة 6 إلى أن المخاطر منخفضة جداً والنقطة 0 إلى أن المخاطر عالية جداً.
2. مكافحة الفساد (Control of corruption): يندرج المؤشر الفرعي للدليل الدولي للمخاطر القطرية الذي يعني بقياس الفساد ضمن المجموعة الفرعية للمخاطر السياسية، وتتراوح قيمته بين 0 و6 نقاط، ويقيس درجة الفساد الإداري في أوساط صناع القرار كما تعكسها العمولات والرشاوى التي ينبغي تقديمها لصانع القرار ليقوم بواجباته الرسمية، تمثل القيمة صفر من المؤشر حالة تفش واسع للفساد الإداري، مما يعني وجود مخاطر مرتفعة للاستثمار، أما القيمة 6 فتعكس حالة انعدام الفساد الإداري، مما يعني أن مخاطر الاستثمار متدنية.
3. نوعية الأطر التنظيمية (Regulatory Quality): يأخذ هذا المؤشر قيم تتراوح بين 0 و12، ويقيس العوامل المؤثرة على مخاطر الاستثمار وهي جدوى العقد، نزع الملكية، إعادة تقسيم الأرباح وتأخير الدفع، وتدل القيم العالية لهذا المؤشر على مستويات منخفضة من المخاطر.

* يقوم الدليل الدولي للمخاطر القطرية (ICRG) بجمع بيانات شهرية منذ سنة 1982 حول مجموعة من المؤشرات السياسية والمالية والاقتصادية وذلك بغرض احتساب مؤشرات مركبة للمخاطرة، وتعطى لمختلف هذه المؤشرات درجة تقع في فترة محددة ويتم الحصول على هذا المؤشر المركب من خلال احتساب وسط مرجح للمؤشرات المالية والاقتصادية.

¹ للمزيد أنظر إلى:

- علي عبد القادر علي، مؤشرات قياس الفساد الإداري، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 70، 2008، ص 4.

- عماد الإمام، المؤسسات والتنمية، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 42، 2005، ص 1-10.

4. فعالية الحكومة (Government Effectiveness): يقيس هذا المؤشر نوعية البيروقراطية ويأخذ قيم تتراوح بين 0 و 4، حيث تشير النقطة العالية إلى الدول التي تكون فيها البيروقراطية قوية ومتأصلة دون وجود تغييرات في السياسة أو انقطاع في الخدمات عندما تتغير الحكومات.

ومن أجل الحصول على مؤشر واحد لنوعية المؤسسات تم جمع قيم المؤشرات الأربعة، وبالتالي يأخذ مؤشر نوعية المؤسسات المتحصل عليه قيم تتراوح بين 0 و 28، حيث تدل القيم العالية لهذا المؤشر على مستويات جيدة من التطور المؤسسي، ويفترض أن يكون لهذا المؤشر تأثير إيجابي على مؤشرات الوساطة المالية، وسيتم له بالرمز INST.

4. خطوات تقدير النموذج وعرض النتائج:

يقدم هذا القسم من الدراسة خطوات تقدير نماذج بانل الديناميكية لعينة مكونة من 22 دولة نامية خلال الفترة الممتدة بين 1995 إلى 2017، وتتمثل الخطوة الأولى في اختبار التجانس لعينة الدراسة، حيث أن هذه المرحلة ضرورية من أجل تحديد جودة النموذج ومعرفة الطرق المناسبة للتقدير، ثم يتم دراسة استقرارية متغيرات النموذج، وفي الأخير نقوم بتقدير مختلف نماذج بانل مع عرض وتفسير النتائج.

في البداية سنقوم بتقديم اختبارات تعتبر ضرورية لإثبات صحة نموذج الدراسة والمتمثلة في اختبارات الإحصاء الوصفي والارتباط بين المتغيرات المفسرة.

1.4. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

في البداية يتم إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية على المتغيرات المفسرة، حيث تظهر نتائج هذه الاختبارات من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (3.3): الإحصاء الوصفي لمتغيرات النموذج

Variables	Observation	Mean	Standard deviation	Minimum	Maximum
FID	506	0.2910788	0.2092406	0.0292472	0.8837072
FIE	506	0.6558644	0.1495793	0.1077641	0.875704
FL	506	49.56522	15.03161	10	70
RGDPP	506	4923.833	3450.257	445.9189	15059.53
TO	506	68.639	37.36267	15.63559	220.4074
INF	506	7.585705	10.58018	-1.401474	89.11332
INST	506	16.0443	2.944337	7.541667	24

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.1

يعرض الجدول رقم (3.3) نتائج الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستخدمة في التحليل الاقتصادي القياسي، حيث تشير النتائج إلى أن القيمة العظمى لمؤشر العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة ($FID_{i,t}$) وصلت إلى نسبة 0,8837072 في جنوب إفريقيا سنة 2014، أما القيمة الدنيا فسجلت بالجزائر بقيمة 0,0292472 سنة 1997 وتدل هذه النسبة على مدى تواضع جهود جهاز الوساطة المالية في الجزائر في تقديم الائتمان إلى القطاع الخاص، والسبب هو أن النظام المصرفي في الجزائر لا يوفر إطارا عمليا ملائما لتعبئة الفوائض المالية الناتجة عن الإيرادات النفطية المعدة لأغراض الاستثمار، حيث يمثل الائتمان المقدم للقطاع الخاص مساهمة البنوك في نشاط القطاع الخاص عن طريق الوساطة المالية، وهناك نوعان من العوامل التي تكمن وراء هذه المساهمة، العامل الأول يتمثل في الدرجة التي يخلق من خلالها النشاط الاقتصادي حوافز خاصة للطلب على الائتمان، والعامل الثاني يتمثل في قرارات البنوك بشأن إدارة السيولة وتخصيص الأصول وتحقيق التوازن بين المخاطر والعائد، وفي هذا السياق قد تؤدي الهيمنة المالية إلى تقليص الائتمان للقطاع الخاص عن طريق تقليل حجم الموارد وبالتالي انخفاض مستوى الإقراض للقطاع الخاص.

وبالنسبة لمؤشر كفاءة الوساطة المالية ($FIE_{i,t}$) فقد كانت أعلى قيمة له في الصين سنة 2009 بنسبة 0.875704، أما أدنى قيمة له فسجلت بتركيا بنسبة 0.1077641 سنة 1998.

يوضح الجدول رقم (3.3) أبعاد التنمية المالية المستخدمة في الدراسة من منظور المؤسسات المالية الوسيطة، ويؤشر الجدول على متانة القطاع المصرفي في الوساطة المالية في الصين وجنوب إفريقيا، في حين أن الجزائر وتركيا سجلت ضمن فئة الأضعف بالنسبة لعمق وكفاءة الوساطة المالية.

أما بالنسبة لمؤشر التحرير المالي ($FL_{i,t}$) فقد وصلت القيمة العظمى لهذا المؤشر إلى 70 بكل من بوليفيا، الشيلي، كولومبيا، مصر، جامايكا، الأردن، جنوب إفريقيا، تايلاند، تونس، تركيا، الأوروغواي وبوتسوانا، ويدل ذلك على أن نصف هذه الدول قامت بخطوات كبيرة لتحرير قطاعاتها المالية، وحسب مؤشر Heritage Foundation فإن هذه الدول تتميز بتدخل حكومي محدود في القطاع المالي، وسجلت القيمة الدنيا لمؤشر التحرير المالي بدرجة 10 في بنغلاديش سنة 2005.

2.4. الارتباط بين متغيرات النموذج:

قبل تقدير النموذج القياسي لابد من القيام بإجراء ضروري يخص حساب معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة، والغرض الأساسي لذلك يتمثل في تجنب ظهور المشاكل القياسية كالارتباط الذاتي بين بواقي التقدير وحتى لا يتم الحصول على نتائج زائفة، حيث تم استخدام مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة من أجل التحقق من ذلك، ويؤشر الجدول رقم (4.3) على نتائج مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة كما يلي:

الجدول رقم (4.3): مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج

Variables	FID	FIE	FL	RGDPP	INF	TO	INST
FID	1.0000						
FIE	0.2780	1.0000					
FL	0.2809	-0.1875	1.0000				
RGDPP	0.4818	-0.1747	0.2971	1.0000			
TO	0.4383	0.4295	0.1600	0.0581	1.0000		
INF	-0.2587	0.4989	0.1004	0.0690	-0.1944	1.0000	
INST	-0.2147	0.1665	-0.0325	-0.1081	0.0415	0.0214	1.0000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.1

تشير النتائج المبينة في الجدول رقم (4.3) إلى عدم وجود مشاكل تتعلق بارتباط قوي بين المتغيرات المفسرة.

3.4. اختبارات التجانس (Hsiao 1986):

تعتبر مشكلة عدم التجانس مسألة مثيرة للقلق، وبالتحديد آثار التحرير المالي على الوساطة المالية من المتوقع أن تختلف مع مرور الزمن وعبر الدول، كما أن الدراسات التي لا تختبر عدم التجانس في العينات الخاصة تثير المخاوف بشأن النتائج المتوصل إليها.

تتلخص الخطوة الأولى للتحليل في التحقق من خاصية التجانس أو عدم التجانس للنماذج المستخدمة، ويعني هذا الاختبار تحت فرضية التجانس تساوي معاملات النموذج، أي أن النموذج المدروس مشترك بين كل الوحدات، وبالتالي تصبح النتائج التي يتم الحصول عليها نتائج عامة تطبق على كافة الدول محل الدراسة، ويتم ذلك من خلال ثلاثة مراحل:

المرحلة الأولى: اختبار التجانس الكلي

في البداية يتم اختبار فرضية بنية التجانس التام (الثوابت والمعاملات متطابقة)، حيث تأخذ فرضيات هذا الاختبار الصيغة التالية:

$$H_0^1: \beta_i = \beta \quad \alpha_i = \alpha \quad \forall i \in [1, N]$$

$$H_2^1: \exists (i, j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta_j, \alpha_i \neq \alpha$$

تستخدم إحصائية فيشر (F_1) لاختبار $(N - 1)(K + 1)$ كقيد خطي، مع افتراض أن البواقي مستقلة ومتماثلة التوزيع في البعدين الزمني (t) والمقطعي (i)، وتتبع التوزيع الطبيعي بتوقع معدوم وتباين محدد δ_i^2 ، وتأخذ إحصائية فيشر الصيغة التالية:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1)[(N - 1)(K + 1)]}{SCR_1/[NT - N(K + 1)]}$$

حيث:

$SCR_{1,c}$: تمثل مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد حسب الآتي:

$$y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3.30)$$

SCR_1 : تمثل مجموع مربعات بواقي النموذج غير المقيد وهو مجموع مربع البواقي الناتجة عن تقدير المعادلات الفردية حسب الآتي:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \beta_i'X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3.31)$$

يمكن حساب إحصائية فيشر كما يلي:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1)[(N - 1)(K + 1)]}{SCR_1/[NT - N(K + 1)]}$$

تظهر نتيجة هذا الاختبار حسب الآتي:

أولاً: نموذج العمق المالي:

$$F_1^{FID} \approx 199.20 > F_{(126,374)}^{0.05} \approx 1.242$$

ثانياً: نموذج كفاءة الوساطة المالية:

$$F_1^{FIE} \approx 39.98 > F_{(126,374)}^{0.05} \approx 1.242$$

أشارت النتائج إلى رفض فرض عدم H_0^1 القائل بالتماثل التام لسلوكيات الوحدات الفردية بالنسبة لكلا النموذجين، حيث أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5%.

المرحلة الثانية: اختبار تجانس معاملات المتغيرات المستقلة

في المرحلة الثانية يتم التوجه نحو الفرع الأيسر من مخطط (1986) Hsiao من أجل اختبار تجانس المعلمات حسب الفرضيتين كما يلي:

$$H_0^2: \beta_i = \beta \forall_i \in [1, N]$$

$$H_a^2: \exists (i, j) \in [1, N] / \beta_i \neq \beta_j$$

تستخدم إحصائية فيشر (F_2) لاختبار تجانس معاملات المتغيرات المستقلة كما يلي:

$$F_2 = \frac{(SCR_{2,c} - SCR_1)(N - 1)K}{SCR_1/[NT - N(K + 1)]}$$

حيث أن $SCR_{2,c}$ تمثل مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد تحت الفرضية H_0^2 من خلال تقدير نموذج التأثيرات الثابتة، وتظهر نتيجة هذا الاختبار بالنسبة لكلا النموذجين كما يلي:

أولاً: العمق المالي:

$$F_2^{FID} \approx 11.90 > F_{(105,374)}^{0.05} \approx 1.283$$

ثانياً: كفاءة الوساطة المالية:

$$F_2^{FIE} \approx 6.60 > F_{(105,374)}^{0.05} \approx 1.283$$

أظهرت النتائج رفض فرض عدم H_0^2 الذي ينص على تجانس معاملات المتغيرات المستقلة بين الدول، حيث أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر F_2 أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5% بالنسبة لكلا النموذجين. الجدول رقم (5.3) والجدول رقم (6.3) يؤشران على نتائج اختبارات التجانس لمخطط Hsiao (1986) بصورة مختصرة كما يلي:

الجدول رقم (5.3): نتائج اختبار التجانس لمخطط Hsiao (1986)

(المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)

النتيجة	الإحصائية الجدولية	الإحصائية المحسوبة	الاختبار
رفض H_0^1	$F_{(126,374)}^{0.05} \approx 1.242$	199.20	F_1
رفض H_0^2	$F_{(105,374)}^{0.05} \approx 1.283$	11.90	F_2

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

الجدول رقم (6.3): نتائج اختبار التجانس لمخطط Hsiao (1986)

(المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

النتيجة	الإحصائية الجدولية	الإحصائية المحسوبة	الاختبار
رفض H_0^1	$F_{(126,374)}^{0.05} \approx 1.242$	39.98	F_1
رفض H_0^2	$F_{(105,374)}^{0.05} \approx 1.283$	6.60	F_2

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

أظهرت نتائج اختبارات التجانس وجود اختلافات كلية في الميول والقواطع، وبالتالي هناك اختلاف في تأثير سياسة التحرير المالي على الوساطة المالية من دولة لأخرى نتيجة لاختلاف مستوى

ودرجة التحرير المالي، بالإضافة إلى الاختلاف في حجم وفعالية قطاع الوساطة المالية، إلا أن هذا الاختبار لا يبين إن كان التجانس أو عدم التجانس في المدى القصير أو الطويل.

بناءً على النتائج المتوصل إليها يمكن القول بأن نماذج بانل التقليدية غير صالحة وفي هذه الحالة نستعمل نماذج بانل الديناميكية وكخطوة أولى يتم دراسة استقرارية بيانات بانل.

4.4. دراسة استقرارية بيانات بانل:

إن تقدير العلاقة الديناميكية لبيانات بانل يقتضي أولاً دراسة استقرارية السلاسل الزمنية المقطعية من أجل فحص خصائص المتغيرات المستخدمة في الدراسة، حيث ظهر حديثاً عدد من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات بانل والتي تم عرضها سابقاً، وسنستعين في هذه الدراسة بالاختبارات الأكثر استخداماً وشيوعاً وهي اختبار (IPS) Levin, Im, Pesaran and Shin test، و (LLC) Lin and Chu test، و (ADF) Fisher test، وتتفوق اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل على اختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية نظراً لأنها تحتوي على بعد معلوماتي مقطعي وزمني معاً، هذه الخاصية تؤدي إلى الحصول على نتائج أكثر دقة.

الجدول رقم (7.3): نتائج اختبارات جذر الوحدة لمستوى متغيرات بيانات بانل

ADF-Fisher		IPS		LLC		المتغيرات
قاطع واتجاه عام	قاطع	قاطع واتجاه عام	قاطع	قاطع واتجاه عام	قاطع	
38.7844 (0.6942)	20.4071 (0.9991)	0.66100 (0.7457)	3.24552 (0.9994)	-0.28814 (0.3866)	0.77673 (0.7813)	FID
63.8164 (0.0269)**	63.7257 (0.0274)**	-1.72458 (0.0423)**	-2.00252 (0.022)**	-2.18533 (0.0144)**	-3.27697 (0.000)***	FIE
31.4218 (0.8837)	40.2770 (0.5468)	0.64534 (0.7406)	-0.31153 (0.3777)	2.18977 (0.9857)	0.05215 (0.5208)	FL
42.2211 (0.5481)	18.0036 (0.9998)	1.76153 (0.9609)	8.35568 (1.000)	-0.91544 (0.1800)	4.18725 (1.0000)	RGDPP
45.8518 (0.3953)	47.2772 (0.3403)	0.62053 (0.7325)	-1.17432 (0.1201)	-0.11089 (0.4559)	-2.18600 (0.0144)**	TO
113.830 (0.000)***	149.956 (0.000)***	-5.39772 (0.000)***	-7.48586 (0.000)***	-1.63340 (0.0512)*	-3.41103 (0.000)***	INF
110.739 (0.000)***	107.741 (0.000)***	-5.82474 (0.000)***	-5.33025 (0.000)***	-7.29985 (0.000)***	-6.01991 (0.000)***	INST

***، **، * معنوية عند مستوى 1%، 5% و 10% على التوالي

تمثل القيم الأولى الإحصائية (Statistic)، والقيم بين قوسين تعبر على قيمة الاحتمال لكل إحصائية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

يتضح من خلال الجدول أعلاه بأن النتائج المتحصل عليها بعد تطبيق الاختبارات الثلاثة تشير إلى استقرار معدل التضخم (INF) مؤشر كفاءة الوساطة المالية (FIE) ومؤشر نوعية المؤسسات (INST) في مستواها الأصلي (Level) بين الاختبارات الثلاثة، وهذا ما يدل على رفض فرضية العدم لوجود جذر الوحدة، أما بالنسبة لباقي المتغيرات فقد أظهرت النتائج وجود تفاوت بين الاختبارات الثلاثة لبعض المتغيرات ووجود تطابق لبعض المتغيرات الأخرى في وجود جذر الوحدة في مستواها الأصلي (Level) عند مستويات معنوية مختلفة 1%، 5% و 10%، وهو ما استدعى القيام بالفروق من الدرجة الأولى.

الجدول رقم (8.3): نتائج اختبارات جذر الوحدة للفروق الأول لمتغيرات بيانات بانل

ADF-Fisher		IPS		LLC		المتغيرات
قاطع واتجاه عام	قاطع	قاطع واتجاه عام	قاطع	قاطع واتجاه عام	قاطع	
135.677 (0.000)***	156.253 (0.000)***	-6.98948 (0.000)***	-8.30837 (0.000)***	-6.29656 (0.000)***	-7.21246 (0.000)***	FID
130.386 (0.000)***	112.788 (0.000)***	-7.73065 (0.000)***	-8.39548 (0.000)***	-5.15159 (0.000)***	-3.74396 (0.000)***	FL
93.0848 (0.000)***	76.8988 (0.001)***	-4.26854 (0.000)***	-2.92415 (0.001)***	-3.89647 (0.000)***	-1.75279 (0.039)**	RGDPP
135.059 (0.000)***	171.994 (0.000)***	-7.38058 (0.000)***	-9.31627 (0.000)***	-7.93127 (0.000)***	-9.06889 (0.000)***	TO

***، **، * معنوية عند مستوى 1%، 5% و 10% على التوالي

تمثل القيم الأولى الإحصائية (Statistic)، والقيم بين قوسين تعبر على قيمة الاحتمال لكل إحصائية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10

تشير نتائج الجدول أعلاه بوضوح إلى تطابق نتائج الاختبارات الثلاثة، حيث أصبحت جميع المتغيرات مستقرة بعد أخذ الفروقات من الدرجة الأولى (First different)، وهذا ما يدل على رفض فرضية العدم بوجود جذر الوحدة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فقد بينت نتائج اختبارات جذر الوحدة بأن بيانات بانل غير مستقرة من نفس الدرجة I(0) و I(1).

إن اختبار إمكانية وجود مسار مشترك بين المتغيرات لا يكون إلا بين المتغيرات المتكاملة من نفس الدرجة والتي تنمو بنفس وتيرة الاتجاه في المدى الطويل مع تصحيح في المدى القصير، حيث

أن النتائج المتحصل عليها تشير إلى أن السلاسل الزمنية المقطعية غير المستقرة عند نفس المستوى، وبالتالي لا يمكن إجراء اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة في هذه الحالة.

5.4. تقدير نماذج بانل الديناميكية Panel ARDL:

على ضوء النتائج المتحصل عليها من خلال اختبارات (1986) Hsiao والتي بينت وجود عدم تجانس كلي لمعاملات الانحدار لنموذج العمق المالي ونموذج كفاءة الوساطة المالية، بالإضافة إلى التوصل إلى عدم استقرارية بيانات بانل في نفس المستوى $I(0)$ و $I(1)$ فإنه لا يمكن الاعتماد على تقديرات نماذج الآثار الثابتة والعشوائية لاسيما في إطار النماذج الحركية، حيث أنها تفترض تساوي معالم ميل النموذج.

وبالتالي فإن ذلك يقودنا في الخطوة التالية إلى تطبيق منهجية التقدير المقدمة من طرف (1999) Pesaran, Shin & Smith وهي نماذج بانل الديناميكية Panel ARDL باستخدام طريقة وسط المجموعة المدمجة، طريقة وسط المجموعة وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية.

1.5.4. تقدير نموذج العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة:

يقدم الجدول رقم (9.3) نتائج تقدير نموذج تطور مستوى العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة باستخدام طريقة مقدرات وسط المجموعة المدمجة PMG، تقديرات وسط المجموعة MG وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE.

تظهر النتائج أن معاملات المتغيرات المفسرة للوساطة المالية معنوية وإشارتها متوافقة مع النظرية الاقتصادية، وهذا ما يؤكد على أن النموذج قادر على تفسير التغيرات في مستوى العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة وقدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

الجدول رقم (9.3): نتائج تقدير Panel ARDL لنموذج الوساطة المالية باستخدام PMG،
 (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة) DFE، MG

Variables	PMG	MG	DFE
	Coefficient	Coefficient	Coefficient
Long-run coefficient			
FL	-0.0015921 (0.003)***	0.0000233 (0.986)	0.0002846 (0.738)
RGDPP	0.0000206 (0.000)***	0.0000106 (0.654)	0.0000392 (0.000)***
TO	0.0012534 (0.000)***	0.0002554 (0.729)	0.000216 (0.975)
INF	-0.0040839 (0.000)***	-0.0031549 (0.381)	-0.0030454 (0.016)**
INST	0.0247908 (0.000)***	0.0108228 (0.108)	-0.0002465 (0.963)
Coefficient of Error Correction			
ECT	-0.1287563 (0.008)***	-0.4671273 (0.000)***	-0.1180808 (0.000)***
Short-run coefficient			
ΔFL	0.0000285 (0.870)	0.000233 (0.522)	-0.0000958 (0.497)
ΔRGDPP	0.00000703 (0.655)	-0.0000255 (0.086)*	-0.0000198 (0.000)***
ΔTO	-0.0001199 (0.708)	0.0001517 (0.597)	-0.000033 (0.815)
ΔINF	-0.0003919 (0.565)	-0.0001363 (0.696)	0.0001523 (0.357)
ΔINST	-0.003274 (0.016)**	-0.0026509 (0.062)*	-0.0001031 (0.908)
Constant	0.0345583 (0.035)**	0.072228 (0.047)**	0.0204752 (0.153)

***، **، * معنوية عند مستوى 1%، 5% و 10% على التوالي

ARDL (1, 1, 1, 1, 1)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.1

يوضح الجدول رقم (9.3) نتائج تقدير نموذج العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة في عينة الدول النامية، حيث يعرض العمود الأول من الجدول المتغيرات التفسيرية في المدى القصير والطويل وحد تصحيح الخطأ (ECT)، ويعرض العمود الثاني نتائج التقدير بطريقة PMG، ويظهر العمود الثالث نتائج تقدير بطريقة MG، أما العمود الرابع فيشير إلى نتائج التقدير بطريقة DFE.

وللمقارنة بين تقديرات الأجل الطويل المحسوبة بطريقة PMG والمحسوبة بطريقة MG من جهة، وبين تقديرات الأجل الطويل المحسوبة بطريقة MG والمحسوبة بطريقة PMG من جهة أخرى تم استخدام اختبار Hausman المبين في الجدول رقم (10.3).

الجدول رقم (10.3): نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG وبين DFE و MG (المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)

الاحتمال	الإحصائية	النماذج
chi2 = 2.62	Prob > chi2 = 0.7583	PMG vs MG
chi2 = 0.00	Prob > chi2 = 1.0000	DFE vs MG

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.1

تبعاً لنتائج تقدير نموذج Panel ARDL، يتضح أن مقدرات وسط المجموعة المدمجة PMG تظهر متسقة وأكثر كفاءة من مقدرات وسط المجموعة MG لنموذج العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة، حيث فشل اختبار Hausman في رفض فرض العدم القائل بتجانس معاملات المدى الطويل في كل العينة عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن تقديرات المدى الطويل للدول متجانسة، بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتتفاوت من دولة لأخرى، ويمكن التعبير عنها بمتوسط التقديرات، كما بينت نتائج اختبار Hausman بأن مقدرات طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE تظهر متسقة وأكثر كفاءة من مقدرات وسط المجموعة MG عند مستوى معنوية 5%.

وبالتالي تصبح طريقة PMG هي الأفضل في تقدير نموذج العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة، حيث تتفوق مقدرات طريقة PMG على طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE لأنها تسمح بعدم التجانس في المدى القصير وتتيح لمعاملات النموذج بالتفاوت حسب كل دولة وتجانس العلاقة في المدى الطويل، كما أن جميع معاملات طريقة PMG معنوية عكس طريقة DFE، وسيتم التركيز في بقية التحليل على مقدرات PMG.

2.5.4. تقدير نموذج كفاءة الوساطة المالية:

يقدم الجدول رقم (11.3) نتائج تقدير نموذج كفاءة الوساطة المالية باستخدام طريقة مقدرات وسط المجموعة المدمجة، تقديرات وسط المجموعة و طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية.

تظهر النتائج أن معلمات المتغيرات المفسرة للوساطة المالية معنوية وإشارتها متوافقة مع النظرية الاقتصادية باستثناء مؤشر نوعية المؤسسات، وهذا ما يؤكد أن النموذج قادر على تفسير التغيرات في كفاءة الوساطة المالية وقدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع.

الجدول رقم (11.3): نتائج تقدير Panel ARDL لنموذج الوساطة المالية باستخدام PMG، DFE، MG (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

Variables	PMG	MG	DFE
	Coefficient	Coefficient	Coefficient
Long-run coefficient			
FL	-0.0009363 (0.000)**	0.0015286 (0.404)	-0.0015683 (0.019)**
RGDPP	0.00000493 (0.153)	0.0001097 (0.137)	0.00000902 (0.121)
TO	0.0015124 (0.000)***	0.0037275 (0.092)*	0.0006796 (0.190)
INF	-0.0029722 (0.000)***	-0.005004 (0.194)	-0.0048263 (0.000)***
INST	-0.0154359 (0.000)***	-0.0055052 (0.319)	-0.0065453 (0.0116)
Error Correction Coefficient			
ECT	-0.4429202 (0.000)***	-0.9347405 (0.000)***	-0.3877622 (0.000)***
coefficient of Short-run			
ΔFL	0.0003956 (0.138)	-0.0000462 (0.949)	0.0000702 (0.848)
ΔRGDPP	0.0000931 (0.176)	-0.0009696 (0.273)	-0.0000574 (0.000)***
ΔTO	0.0006844 (0.459)	-0.0000835 (0.945)	-0.0002478 (0.502)
ΔINF	0.0003406 (0.608)	-0.0003693 (0.733)	-0.0003741 (0.408)
ΔINST	-0.0002413 (0.882)	0.0060649 (0.121)	-0.0015013 (0.520)
Constant	0.3676522 (0.000)***	-0.0060649 (0.121)	0.2993971 (0.000)***

***، **، * معنوية عند مستوى 1%، 5% و 10% على التوالي

ARDL (1, 1, 1, 1, 1)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.1

يوضح الجدول رقم (11.3) نتائج تقدير نموذج كفاءة الوساطة المالية في عينة الدول النامية، حيث يعرض العمود الأول من الجدول المتغيرات التفسيرية في المدى القصير والطويل وحد تصحيح الخطأ (ECT)، ويعرض العمود الثاني نتائج التقدير بطريقة PMG، ويظهر العمود الثالث نتائج تقدير بطريقة MG، أما بالنسبة للعمود الرابع فتظهر من خلاله نتائج التقدير بطريقة DFE.

وللمقارنة بين تقديرات الأجل الطويل المحسوبة بطريقة PMG والمحسوبة بطريقة MG من جهة، وبين تقديرات الأجل الطويل المحسوبة بطريقة MG والمحسوبة بطريقة PMG من جهة أخرى تم استخدام اختبار Hausman المبين في الجدول رقم (12.3).

الجدول رقم (12.3): نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG وبين DFE و MG (المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

الاحتمال	الإحصائية	النماذج
chi2 = 1.37	Prob > chi2 = 0.9271	PMG vs MG
chi2 = 0.00	Prob > chi2 = 1.0000	DFE vs MG

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata 15.1

تبعاً لنتائج تقدير نموذج Panel ARDL، يتضح أن مقدرات وسط المجموعة المدمجة PMG تظهر متسقة وأكثر كفاءة من مقدرات وسط المجموعة MG لنموذج كفاءة الوساطة المالية، حيث فشل اختبار Hausman في رفض فرض العدم القائل بتجانس معاملات المدى الطويل في كل العينة عند مستوى معنوية 5%، إضافة إلى عدم معنوية مقدرات وسط المجموعة ما عدا معلمة حد تصحيح الخطأ المقدر، مما يعني أن تقديرات المدى الطويل للدول متجانسة، بينما تقديرات المدى القصير وتصحيح الخطأ غير متجانسة وتتفاوت من دولة لأخرى ويمكن التعبير عنها بمتوسط التقديرات.

كما بينت نتائج اختبار Hausman بأن مقدرات طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE تظهر متسقة وأكثر كفاءة من مقدرات وسط المجموعة MG عند مستوى معنوية 5%.

وبالتالي تصبح طريقة PMG هي الأفضل في تقدير نموذج كفاءة الوساطة المالية، حيث تتفوق مقدرات طريقة PMG على طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE لأنها تسمح بعدم التجانس في المدى القصير وتتيح لمعاملات النموذج بالتفاوت حسب كل دولة وتجانس العلاقة في المدى

الطويل، كما تظهر معلمات طريقة PMG معنوية عكس طريقة DFE، وسيتم التركيز في بقية التحليل على مقدرات طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG.

6.4. تحليل النتائج:

أظهرت النتائج بأن معامل حد تصحيح الخطأ معنوي عند مستوى 1% وبالإشارة السالبة المتوقعة بالنسبة لكلا النموذجين، مما يدل على أن هذه النماذج تتضمن آلية تعديل أو تصحيح خطأ التوازن.

• أولاً: بالنسبة لنموذج العمق المالي:

بينت نتائج التقدير بأن متوسط معلمة متغير الإطار المؤسسي معنوية وسالبة عند مستوى معنوية 5% في المدى القصير، أما باقي المتغيرات فقد أظهرت النتائج بأنها غير معنوية ولا تؤثر على عمق الوساطة المالية في المدى القصير، أما في المدى الطويل فتشير النتائج إلى أن معلمة معدل النمو الاقتصادي معنوية وموجبة عند مستوى معنوية 1%، حيث أن الزيادة في معدل النمو الاقتصادي بنسبة 1% تميل إلى زيادة مستوى العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة بنسبة 0.00002%.

كما أظهرت النتائج بأن معلمة مؤشر التحرير المالي تظهر معنوية وسالبة عند مستوى معنوية 1% في المدى الطويل، حيث أن الزيادة في تحرير القطاع المالي بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض مستويات العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة بنسبة 0.0015%، وعلى الرغم من أن هذه النسبة ضعيفة، إلا أنها تعكس تأثير مستوى العمق المالي في قطاع الوساطة المالية في هذه الدول بشكل سلبي بسياسة التحرير والانفتاح المالي خلافاً (McKinnon & Shaw (1973).

كما أظهرت النتائج بأن معلمة معدل التضخم معنوية وسالبة عند مستوى معنوية 1%، حيث أن الزيادة في معدل التضخم بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض مستوى العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة بنسبة 0.004% في المدى الطويل.

وبالنسبة لمؤشر نوعية المؤسسات، فقد أظهرت النتائج بأنه معنوي وموجب عند احتمال 1%، حيث أن التحسن في مستوى الإطار المؤسسي في المدى الطويل بنسبة 1% يؤدي إلى زيادة مستوى العمق المالي بنسبة 0.024% وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية.

أما بالنسبة للمتغير الخاص بمعدل الانفتاح التجاري، فقد بينت النتائج بأنه معنوي وموجب عند احتمال 1%، وهذا ما يؤشر على أن زيادة معدل الانفتاح التجاري بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة عمق الوساطة المالية بنسبة 0.0012% في المدى الطويل وهو ما يتوافق مع النتائج النظرية السابقة.

• ثانياً: بالنسبة لنموذج كفاءة الوساطة المالية:

بينت نتائج التقدير عدم معنوية جميع المتغيرات في المدى القصير، أما في المدى الطويل فتشير النتائج إلى أن معلمة معدل النمو الاقتصادي تظهر غير معنوية ولا تؤثر على كفاءة الوساطة المالية.

كما أظهرت النتائج بأن معلمة مؤشر التحرير المالي تظهر معنوية وسالبة عند مستوى معنوية 5%، حيث أن الزيادة في تحرير القطاع المالي بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض كفاءة الوساطة المالية بنسبة 0.00093% في المدى الطويل خلافاً لنظرية (McKinnon & Shaw (1973).

كما أظهرت النتائج بأن معلمة معدل التضخم معنوية وسالبة عند مستوى معنوية 1%، حيث أن الزيادة في معدل التضخم بنسبة 1% في المدى الطويل تؤدي إلى انخفاض كفاءة الوساطة المالية بنسبة 0.0029% وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية.

وبالنسبة لمؤشر نوعية المؤسسات، فقد أظهرت النتائج بأنه معنوي وسالب عند احتمال 1% في المدى الطويل خلافاً للنظرية الاقتصادية، وهو ما يؤشر على أن التحسن في مستوى الإطار المؤسسي لم ينعكس بشكل إيجابي على كفاءة الوساطة المالية.

أما بالنسبة لمعدل الانفتاح التجاري فقد جاءت النتائج متوافقة مع النظرية الاقتصادية، حيث أظهرت النتائج بأنه معنوي وموجب عند مستوى معنوية 1%، حيث أن الزيادة في معدل الانفتاح التجاري بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة كفاءة الوساطة المالية بنسبة 0.0015% في المدى الطويل.

النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث تعكس في البعض منها النتائج النظرية، خصوصا فيما يتعلق بمعدل النمو الاقتصادي، التضخم ومعدل الانفتاح التجاري، فزيادة الأول يكون له تأثير إيجابي على عمق الوساطة المالية، وهذا يعني أن نشوء التطورات في الوساطة المالية هي استمرار منطقي لعملية رفد التنمية الاقتصادية وهو ما أطلق عليه¹ Patrick (1966) الطلب التابع* (demand following)، حيث أن ارتفاع الدخل يؤدي إلى زيادة تجميع المدخرات والتي يمكن توجيهها إلى الاستخدام المنتج، وبالنسبة للأثر السلبي لمعدل التضخم فهي نتيجة منطوية لأن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى تآكل الأصول المالية وزيادة الحوافز بعيدا عن الادخار في القطاع المالي واتجاه متزايد نحو الاستثمار الحقيقي، كما أن الضغوط التضخمية تعيق تدفق رأس المال وتؤدي إلى تقليص الحوافز بالنسبة للاستثمارات الخاصة وانخفاض الطلب على الائتمان، ونفس الشيء فإن المعروض من الائتمان قد يتأثر بشكل سلبي بتقلص المدخرات المالية بسبب التضخم، ويؤدي ذلك بالأعوان إلى البحث عن التنوع بعيدا عن الأصول السائلة لتجنب خطر ضريبة التضخم، هذه النتائج تدل على عدم توفر شرط أساسي من شروط نجاح سياسة التحرير المالي، وهو عدم الاستقرار الاقتصادي الكلي.

إن الأثر الإيجابي لمعدل الانفتاح التجاري على عمق وكفاءة الوساطة المالية - رغم أن هذه العلاقة ضعيفة - إلا أن ذلك يمكن تفسيره بأن زيادة الاندماج في الاقتصاد العالمي من خلال الروابط التجارية يؤدي إلى زيادة فرص جذب التدفقات المالية، كما أن الفرص الاستثمارية الجديدة الناتجة عن الانفتاح التجاري قد تؤدي إلى تحقيق أرباح جديدة تفوق آثارها الإيجابية الآثار السلبية للمنافسة المتزايدة، كل هذه العوامل يرجح أن تعزز عمق وكفاءة الوساطة المالية.

ورغم الأثر الإيجابي لنوعية المؤسسات على مؤشر العمق المالي إلا أن ذلك يبقى غير كاف، حيث كان لمؤشر الإطار المؤسسي تأثير سلبي على كفاءة الوساطة المالية، ويمكن تفسير ذلك بأن الإطار القانوني والتنظيمي يفنقر إلى إطار شامل ويعاني من تناثر أحكامه والتي تمثل حالة معظم

¹ Patrick, H. T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. Economic development and Cultural change , 14 (2), 174-189.

* الطلب التابع (Demand-following) يقصد به Patrick (1966) خلق الأصول والخصوم من قبل المؤسسات المالية المرتبطة بخدماتها المالية كونها مسؤولة عن طلب المستثمرين والمدخرين لخدماتها في الاقتصاد، وفي هذه الحالة نشوء التطورات في النظام المالي هي استمرار منطقي لعملية رفد التنمية الاقتصادية.

الدول النامية، مما يؤدي إلى الغموض والالتباس بشأن الكثير من الجوانب أبرزها غياب التحديد الواضح للتسوية النهائية وسلطات الإشراف والرقابة من قبل البنك المركزي، بالإضافة إلى انتشار الفساد وعدم الاستقرار السياسي، مما يؤدي إلى تدني كفاءة الوساطة في هذه الدول، ومن المنطقي أن يكون ضعف فرص الحصول على الخدمات المالية والائتمان بصفة خاصة عاملاً أساسياً في تفسير هذا الوضع، وتشير هذه النتائج أيضاً إلى عدم توفر بيئة مؤسسية مناسبة كشرط من شروط نجاح سياسة التحرير المالي.

وفيما يتعلق بسياسة التحرير المالي، فإن النتائج جاءت مخالفة للفكر النظري السائد لدى الكثير من الاقتصاديين، حيث كان الغرض من سياسات التحرير المالي إزالة القيود والحد من تدخل الدولة في القطاع المالي من أجل تعزيز المنافسة وتحسين كفاءة تخصيص الموارد، بينما أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية توافقا مع بعض الدراسات النظرية والتجريبية التي توصلت إلى وجود تأثير سلبي للتحرير المالي على العمق المالي لقطاع الوساطة المالية وعلى كفاءة الوساطة المالية، وطبقاً لنتائج الدراسة فإن ذلك يمكن تفسيره بحقيقة ارتفاع درجة الكبح المالي في القطاع المصرفي في الدول النامية بالرغم من الإصلاحات التي قامت بها هذه الدول من خلال تحرير قطاع الوساطة المالية ورفع القيود التي تعيق عمله، إلا أنه في الواقع لا يزال القطاع المصرفي في أغلب الدول النامية تسيطر عليه البنوك العمومية التي تتميز بتدخل الحكومة في تخصيص وتوجيه الائتمان نحو الاستثمارات والقطاعات التي تراها ذات أولوية، يصاحب ذلك السيطرة الكاملة لهذه البنوك على إدارة وعمليات المصارف، حيث أن ذلك أثر بشكل واضح على استراتيجيات وعمليات المؤسسات المصرفية، ويبرز ذلك من خلال انخفاض الائتمان الموجه للقطاع الخاص، بالإضافة إلى انخفاض حجم الودائع المستقطبة من الجمهور بسبب غياب المنافسة بين تلك المؤسسات، كما أن هذه البنوك يتم استغلالها من طرف الطبقة السياسية سواء من خلال الاستيلاء على أموالها واستغلالها للقيام بمشاريع لصالحهم أو من خلال منح قروض إلى مقترضين مؤيدين لسياساتهم دون مراعاة الضمانات المطلوبة وقدرة هؤلاء المقترضين على سداد ديونهم، وبالتالي أدى التدخل السياسي في نشاط توجيه الموارد بشكل غير فعال إلى انخفاض الكفاءة في قطاع الوساطة المالية، كما أن هذه البنوك يشوبها كم من القصور في بنيتها التحتية ومنتجاتها المالية وسلوكها الاستثماري وقواعد الرأسمالية، وهو نفس ما توصلت إليه

دراسة (Han Yu & Pei-Tha Gan (2010)، بالإضافة إلى مشكلة ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي أدت إلى سوء تخصيص الموارد المالية وزيادة حالات عدم الاستقرار المالي.

ويمكن ربط هذه النتائج أيضا بالعوائق التي تحول أمام دخول بنوك جديدة في القطاع المصرفي سواء كانت محلية أو أجنبية، مما أثر سلبا على عمل البنوك وثبّطت المنافسة في هذا القطاع، وهو نفس ما ذهبت إليه دراسة (Fries & Taci (2002)، بالإضافة إلى ضعف الإشراف والرقابة على العمليات المالية والمصرفية في هذه الدول، حيث أن هذا الأمر يمثل أحد العوامل الرئيسية التي تسببت في انخفاض الطلب على القروض وانخفاض قدرة المصارف على تحصيل المدخرات بشكل فعال.

ومن ناحية أخرى أدى غياب التنسيق بين التحرير المالي الداخلي والخارجي إلى خلق اختلالات وحوافز لحركات رؤوس الأموال بشكل غير مرغوب فيه، وبالتالي ارتفاع حالة عدم استقرار تحركات رؤوس الأموال وفي نفس الوقت عدم الاستفادة من زيادة القدرة التنافسية لقطاع الوساطة المالية وتعزيز الوسطاء الماليين بآخرين أجانب.

كما أن عدم استقرار الاقتصاد الكلي وارتفاع معدلات التضخم يؤثر من ناحية على البنوك نتيجة لزيادة تكلفة الاحتفاظ بالأموال ومن ناحية أخرى يؤثر على الفرص الاستثمارية طويلة الأجل نتيجة لارتفاع درجة عدم التأكد فيما يخص التوقعات حول عوائد المشاريع التي يرغب المستثمرون في الاقتراض من أجلها، بالمقابل حرمان البنوك من عوائد الوساطة المالية بسبب عزوف الأفراد عن إيداع مدخراتهم على شكل ودائع أو شراء أصول مالية من البنوك بسبب انخفاض معدلات الفائدة على الودائع أو الأصول المطروحة في ظل تزايد معدلات التضخم.

وفي نفس الاتجاه أشارت الدراسات المقدمة من قبل (Khalaf & Sanhita (2009)، (Karikari (2010)، (Sabri (2014)، (Beji (2015) إلى أن غياب الإطار القانوني وانخفاض مستوى التطور المؤسسي يعتبر من أهم الأسباب الرئيسية التي أدت إلى تراجع الوساطة المالية، حيث تتميز أغلب الدول النامية بوجود بنية مؤسساتية ضعيفة يطبع عليها في الغالب الارتهان الناجم عن الفساد الإداري والمالي، بالإضافة إلى ضعف حماية حقوق الملكية وضعف القدرة على فرض القانون لصالح خفض الديون المتعثرة وتكاليفها، مما أدى إلى تراجع دور المصارف التجارية في مجال الوساطة المالية.

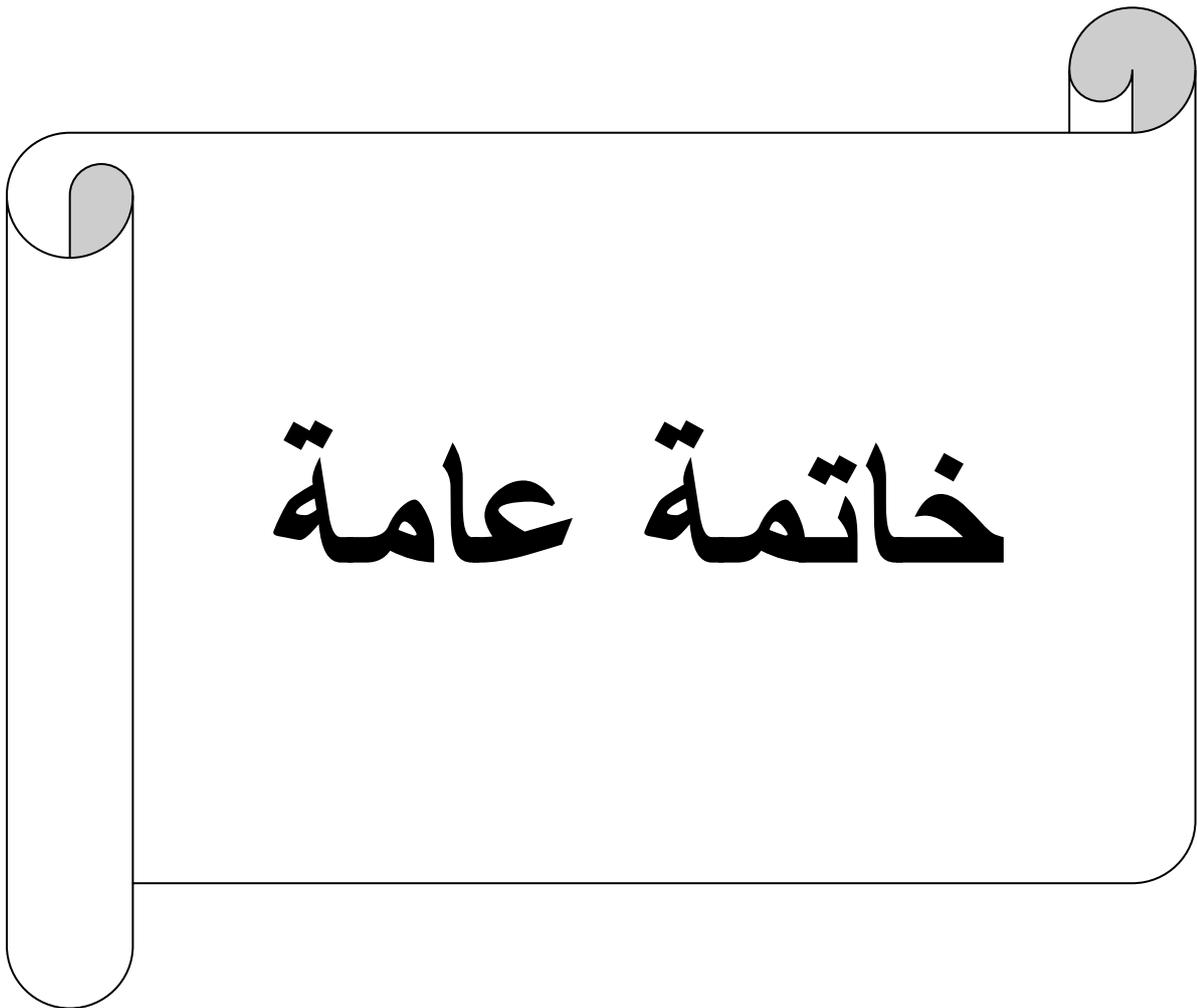
وكما يرى (North 1990) بأن الإجراءات المؤسساتية يجب أن تميز بين اللاعبين الأساسيين ضمن قواعد اللعبة من منظمات وأفراد، وإذا كان الأمر يختص بالمؤسسات المالية فإن المصارف المركزية ووفق إجراءاتها التنظيمية يجب أن تكون في موقف الحكم الذي يدير اللعبة بعيدا عن التدخل والتحيز لطرف ما، وهذا ما نشاهده في العديد من البلدان النامية من تدخلات في الأنظمة المالية التي غالبا ما تقول إلى فشل النظام المالي ومؤسساته عبر هياكلها وأدواتها وعملياتها الناتجة عن فشل المناخ المؤسسي المرتبط بالجوانب القانونية وبالتالي عزوف المستثمرين عن الاستثمار، كما أن جمود الأنظمة القانونية يمكن أن يعد عائق أمام تطور قطاع الوساطة المالية ومجاراته للابتكارات المالية في الأدوات المالية التي تحتاج إلى تعديلات في القوانين الحالية، وتعد المعايير المحاسبية من أهم التحديات بوصفها مؤشرات توّشر قنوات تطور الوساطة المالية.

خاتمة الفصل:

نتيجة للجدل القائم حول طبيعة العلاقة بين سياسة التحرير المالي والوساطة المالية، قدم العديد من الباحثين في السنوات الأخيرة مجموعة من الدراسات تناولت موضوع العلاقة، وبالرغم من اختلاف وتضارب النتائج المتوصل إليها إلا أن أغلب هذه الدراسات أجمعت على أهمية سياسات التحرير المالي في تعزيز كفاءة الوساطة المالية ودعم التنظيم المالي وزيادة تعبئة المدخرات وتحسين نوعية حافظات الاستثمار، وقد حاولنا من خلال هذا الفصل تقديم مساهمة علمية عن طريق إجراء دراسة قياسية بهدف إعادة اختبار أثر التحرير المالي على الوساطة المالية، وقد استخدمت الدراسة بيانات لعينة مكونة من 22 دولة نامية، حيث تم إجراء الدراسة القياسية على نموذج ديناميكي المبني على نموذج تصحيح الخطأ باستعمال طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG، وسط المجموعة MG وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE في التقدير بهدف ضبط الأثر في المدى القصير والطويل، وتتقضي هذه النماذج أولاً إجراء اختبارات التجانس واختبارات جذر الوحدة.

استخدمت الدراسة مؤشر العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة ومؤشر كفاءة الوساطة المالية لقياس تطور الوساطة المالية ومؤشر الحرية المالية الصادر عن مؤسسة التراث الأمريكية (Heritage Foundation) لقياس مستوى التحرير المالي، كما تضمن تحليل الانحدار مجموعة من متغيرات التحكم الأساسية المحددة للوساطة المالية، وأظهرت النتائج بأن طريقة وسط المجموعة المدمجة تظهر متسقة وأكثر كفاءة من طريقة وسط المجموعة وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية، وبينت نتائج طريقة وسط المجموعة المدمجة وجود تأثير سلبي للتحرير المالي على العمق المالي لقطاع الوساطة المالية وعلى كفاءة الوساطة المالية في المدى الطويل في هذه الدول، وجاءت النتائج غير متوافقة مع العديد من الدراسات التي توصلت إلى أن التحرير المالي يمارس تأثير إيجابي على الوساطة المالية، وتوافقاً مع بعض الدراسات النظرية والتجريبية التي توصلت إلى وجود تأثيرات سلبية للتحرير المالي على الوساطة المالية، هذه النتائج قد تكون بسبب عدد من العوامل بما في ذلك ضعف الإشراف على القطاع المالي، بالإضافة إلى تخلف الأنظمة المالية والأجهزة المصرفية في هذه الدول، كما أن الإقراض المصرفي يتركز بشكل كبير في البحث عن توظيف الأموال في القروض السيادية على حساب حرمان نشاط القطاع الخاص من الائتمان، هذه النتائج جاءت متوافقة مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات التجريبية السابقة أهمها تلك المقدمة من قبل (Fries & Taci 2002)

و(Han Yu & Pei-Tha Gan (2010)، كما أظهرت النتائج بأن غياب الإطار القانوني وعدم وجود بيئة مؤسسية سليمة ومعدلات التضخم المرتفعة هي أهم الأسباب الرئيسية التي أدت إلى تراجع الوساطة المالية، حيث أن أي برنامج للإصلاح المالي يتطلب تخطيطاً دقيقاً ويجب أن يكون في تسلسل مع إصلاحات أخرى ولا يجب دفعه إلى الأمام قبل ضمان وجود الترتيبات المؤسسية اللازمة بشكل راسخ، وتدعم هذه النتائج ما توصلت إليه مجموعة من الدراسات التجريبية الأخرى المقدمة من قبل (Khalaf & Sanhita (2009)، (Karikari (2010)، (Sabri (2014) و (Beji (2015) والتي وجدت بأن توفر إطار مؤسسي سليم واستقرار الاقتصاد الكلي تعتبر شروطاً ضرورية لتطور الوساطة المالية.



خاتمة عامة

خاتمة عامة:

ألفت الدراسة المقدمة على بساط النقاش والتقييم عبر فصولها المختلفة تحليلاً لأثر سياسة التحرير المالي على الوساطة المالية، وعلى الرغم من العديد من الدراسات النظرية والتجريبية التي ناقشت هذا الموضوع إلا أنها لم تصل إلى إجماع حول طبيعة هذه العلاقة، حيث لا تزال المبادئ التي يركز عليها التحرير المالي محل الجدل والنقاش بين مختلف الباحثين الاقتصاديين من معارضين ومؤيدين، وذلك حول مدى صحة مساهمة تطبيق هذه الإجراءات في تحسين فعالية الأنظمة المالية والأجهزة المصرفية للدول النامية ورفع كفاءتها في حشد المدخرات والتخصيص الأمثل للموارد المالية المتاحة، بل والقضية الرئيسية حسبهم هي ما تحتاجه النظم المالية لتستفيد أكثر من التحرير المالي.

هذه النتائج جعلت هذه العلاقة محط أنظار واهتمام العديد من الباحثين في السنوات الأخيرة، وهو ما دفعنا إلى اختيار هذا الموضوع في محاولة منا لتقديم مساهمة قد تفيد الباحثين في مجال التمويل.

وقد حاولنا من خلال هذه الدراسة الإحاطة بمختلف جوانب الإشكالية، والتي تضمن محتواها محاولة معرفة مدى وجود تأثير لسياسة التحرير المالي على الوساطة المالية في الدول النامية والتأكد من صحة الفرضيات، وذلك من خلال التطرق لكل ما تعلق بالجانب النظري للعلاقة بين سياسة التحرير المالي والوساطة المالية في الفصل الأول، الأمر الذي أتاح لنا الحصول على مجموعة من الاستنتاجات يمكن أن نوجزها فيما يلي:

- انقسمت الأدبيات النظرية حول تأثير التحرير المالي على الوساطة المالية إلى مجموعتين، المجموعة الأولى ترى بأن التدخلات الحكومية في القطاع المالي قد يكون لها ما يبررها من تصحيح بعض جوانب عدم الفعالية في الأسواق المالية، كما يمكن أن تؤدي التدخلات الحكومية بصفة مبدئية إلى رفع كفاءة هذه الأسواق، أما المجموعة الثانية فترى بأن هذه التدخلات كثيراً ما تفضي إلى نتائج عكسية كما حدث في عدد كبير من البلدان النامية مما يحد من كفاءة الأسواق المالية، فقد يؤدي التدخل لتوجيه القروض وغيره من أساليب التدخل الحكومي في صنع القرارات المتعلقة بالإقراض

حسبهم إلى إضعاف قدرة البنوك على تقييم المخاطر الائتمانية، فضلا عن ذلك فقد ينتج عن هذا التدخل تأخير وضع نظم فعالة في مجالات المحاسبة والإشراف والرقابة والمعلومات.

- رغم أن التحرير المالي يعني إزالة كافة مظاهر الكبح المالي، إلا أن ذلك لا يعني غياب التدخل الحكومي في الأسواق المالية، إذ تظل هناك دائما درجة من التدخل الحكومي يتعين تواجدها نتيجة لوجود بعض مظاهر فشل السوق من أهمها مشكلة عدم تماثل المعلومات.

- يمكن لسياسة التحرير المالي أن تؤدي من خلال سلسلة التحسينات إلى قطاع وساطة مالية حديث، متنوع وبالعمق الكافي، ولكن ذلك مرهون بإجراء إصلاحات جذرية في مجال الاقتصاد الكلي لتخفيض درجة عدم الاستقرار الاقتصادي، بالإضافة إلى الرقابة التنظيمية والإشراف والقدرة على فرض القانون واللوائح التنظيمية، حيث يعتبر المناخ القانوني والسياسي الملائم الذي يعمل في إطاره النظام المالي من الشروط الأساسية لنجاح سياسة التحرير المالي ومن المحددات المهمة لأنواع الخدمات المالية التي يمكن أن تقدمها المؤسسات المالية الوسيطة ومدى جودتها.

- يتضح من خلال هذه الدراسة بأن النظام المالي يوفر الآلية الضرورية لخلق وتبادل الأصول المالية بين المدخرين والمقترضين والتي يتحقق من خلالها تراكم الأصول الحقيقية وينخفض بدونها حجم الاستثمارات في الاقتصاد، كما أن وجود الوسطاء الماليين في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه بشكل أو بآخر تحقيق وفورات اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي الذي يحدث في حالة عدم وجودها، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الاستثمار وتهيئ لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يوائموها بين السيولة والرغبة.

- إن الوضع في البلدان النامية في ظل سياسة الكبح المالي لم يكن مواتيا، حيث أصبحت المؤسسات المالية قاصرة بشكل متزايد عن تحقيق الوساطة الكفء في المدخرات الضخمة والمتنامية، واكتسبت مشكلات الخطر المعنوي القائمة في كافة النظم المالية أبعادا ضخمة، ونظرا لأن أسواق المال والقواعد المنظمة لها والتي منعت

أصحاب المدخرات المحلية من الاستثمار في الخارج لم تحقق تقدماً كافياً في هذا المجال، فقد اضطلعت البنوك بدور قيادي في مجال الوساطة المالية.

أما الفصل الثاني فقد تضمن مختلف الدراسات التجريبية السابقة حول أثر سياسات التحرير المالي على الوساطة المالية ونتائجها الرئيسية، كما تناول منهجية ونتائج الدراسات التطبيقية في ضوء تحليل وتفسير نتائج النماذج المستخدمة، وقد أيدت أغلب هذه الدراسات فرضية أن التحرير الاقتصادي والإصلاح المالي والاتجاه نحو اقتصاد السوق يلعب دوراً رئيسياً في تحقيق التطور في الوساطة المالية، بينما ساند البعض فرضية أن التحرير المالي يؤثر بشكل سلبي على تطور قطاع الوساطة المالية ويزيد من حالات عدم الاستقرار المالي ويؤدي إلى حدوث أزمات نظامية، وخلصت هذه الدراسات إلى أن هذه الصعوبات ترجع بالأساس إلى هشاشة اقتصاديات الدول النامية وضعف أنظمتها المالية وأجهزتها المصرفية - لاسيما غياب التنظيم والإشراف بالقطاع المالي.

كما وجدت دراسات أخرى بأن التحرير الناجح للأنظمة المالية الذي يؤدي إلى تحسين تخصيص الموارد لا يتحقق إلا من خلال تلبية بعض الشروط المسبقة مثل الإصلاحات المالية والضريبية والتنظيمية دون إهمال الرقابة على الأنظمة المصرفية فضلاً عن تحقيق الاستقرار في البيئة الاقتصادية الكلية، فقد أكدت هذه الدراسات فرضية (La Porta et al. (1998 بأن جودة المؤسسات القانونية تعتبر كشرط أساسي من شروط نجاح سياسة التحرير المالي وترفع من مستويات التنمية المالية.

وفي الأخير قمنا في الفصل الثالث بإجراء دراسة قياسية لاختبار وجود أثر لسياسة التحرير المالي على الوساطة المالية، حيث استخدمت الدراسة مؤشر العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة ومؤشر كفاءة الوساطة المالية لقياس تطور الوساطة المالية ومؤشر الحرية المالية الصادر عن مؤسسة التراث الأمريكية (Heritage Foundation) الذي يقيس مستوى التحرير المالي، كما تضمن تحليل الانحدار متغيرات المراقبة المفسرة للوساطة المالية، وقبل المرور إلى نتائج الدراسة القياسية تم تقديم عرض مفصل للإطار القياسي المتبع في التحليل، ثم منهجية الدراسة القياسية والنموذج المستخدم، وبعدها تم المرور إلى عملية التقدير والاختبار، وقد حاولنا - في سبيل بلوغ هذا المسعى -

الالتزام قدر الإمكان بمنهجية القياس الاقتصادي عموماً بداية بجمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة، ليتم معالجتها باستخدام الأدوات الإحصائية المناسبة.

وقد تم الاعتماد على طرق حديثة في الاقتصاد القياسي من خلال الاستعانة ببيانات بانل بهدف الوصول إلى نتيجة تكون مساهمة في توضيح أثر سياسة التحرير المالي على الوساطة المالية، حيث تم إجراء الدراسة القياسية على نموذج ديناميكي المبني على نموذج تصحيح الخطأ باستعمال طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG، طريقة وسط المجموعة MG وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE في التقدير بهدف ضبط الأثر في المدى القصير والطويل، وتقضي هذه النماذج أولاً إجراء اختبارات التجانس واختبارات جذر الوحدة، وشملت عينة الدراسة 22 دولة نامية خلال الفترة من 1995 إلى 2017، حيث ارتبط اختيار هذه الفترة بمدى توفر البيانات حول المؤشرات المستخدمة في الدراسة لعينة الدول النامية المعنية.

بينت النتائج بأن مقدرات طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG تظهر متسقة وأكثر كفاءة من طريقة وسط المجموعة MG وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE، وأظهرت النتائج وجود تأثيرات سلبية متجانسة للتحرير المالي على العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة وعلى كفاءة الوساطة المالية في المدى الطويل في هذه الدول خلافاً لنظرية (McKinnon & Shaw (1973)، وتتوافق نتائج هذه الدراسة مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات النظرية والتجريبية السابقة أهمها دراسة (Park & Sehart (2001)، (Fries & Taci (2002)، (Khalaf & Sanhita (2009)، (Han Yu & Pei-Tha Gan (2010)، (Karikari (2010)، (Sabri (2014)، (Beji (2015) والتي أشارت إلى أن التحرير المالي يزيد من حالات عدم الاستقرار المالي ويؤدي إلى حدوث أزمات نظامية، وقد أرجع معظم الباحثين هذا التأثير السلبي إلى بعض الأسباب منها غياب الإطار القانوني والبيئة المناسبة لنجاح سياسة التحرير المالي وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، كما نتج عن التدخل الحكومي تأخير وضع نظم فعالة في مجالات المحاسبة والإشراف والرقابة والمعلومات، بالإضافة إلى مشكلة ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي أدت إلى سوء تخصيص الموارد المالية، وهكذا أطررت ظروف التخلف المالية والمؤسسية أجهزة الوساطة المالية وأضحى عدم تطور البيئة المصرفية حلقة من حلقات التخلف الاقتصادي.

لذا ينبغي أن تسبق سياسات الإصلاح المالي تدابير الاستقرار الكلي وأن تتوافق بدورها بخلق بيئة هيكلية تجعل تطور الوساطة المالية ممكناً، بما في ذلك تدخل حكومي أقل في تخصيص الائتمان وجودة مؤسسية معززة لاسيما في النظام القانوني.

نتائج اختبار الفرضيات:

يعتبر اختبار الفرضيات التي بنيت هذه الدراسة على أساسها والتي وضعت في بداية البحث كإجابة مؤقتة ونتائج مسبقة عن الإشكالية المطروحة، وبعد اختبار هذه الفرضيات يمكن الإجابة على إشكالية الدراسة كما يلي:

- بالنسبة للفرضية الأولى التي تنص على أنه يمكن لسياسات التحرير المالي أن تنعكس بشكل إيجابي على تطور الوساطة المالية في الدول النامية، فقد بينت النتائج عدم صحة هذه الفرضية، حيث توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للتحرير المالي على عمق المؤسسات المالية الوسيطة وعلى كفاءة الوساطة المالية في دول العينة، ويمكن إيعاز هذه النتائج إلى التدخل المفرط للحكومات في عمل القطاع المصرفي في معظم هذه الدول وسيطرة البنوك العمومية على هذا القطاع، مما يجعل الموارد المالية المتاحة عرضة لسوء الاستخدام، بالإضافة إلى ضعف الإشراف والرقابة على القطاع المصرفي في هذه الدول.
- بالنسبة للفرضية الثانية التي تنص على أن نجاح سياسة التحرير المالي في تحقيق أثر موجب على الوساطة المالية يعتمد على توفر إطار مؤسسي ملائم وبيئة اقتصادية مستقرة، بينت النتائج صحة هذه الفرضية، فقد توصلت الدراسة إلى أن انخفاض مستوى التطور المؤسسي والبيئة الاقتصادية الكلية غير المستقرة (ارتفاع معدل التضخم) ساهمت بشكل كبير في التأثير السلبي للتحرير المالي على الوساطة المالية، وسيكون من المفضل الامتناع عن أي سياسة خاصة بالانفتاح والتحرير المالي طالما لم يتم تحقيق هذه الشروط، حيث أن الوضع الحالي للتنمية المؤسسية والبيئة الاقتصادية الكلية لا تجعل من الممكن تحسين نشاط وكفاءة النظم المالية، وبالتالي يعتبر تحسين

جودة البيئة والمؤسسات السياسية واستقرار الاقتصاد الكلي شرطان مسبقان ضروريان جنبا إلى جنب مع تحديث النظام المالي.

من خلال الدراسة النظرية والتجريبية التي قمنا بها لاختبار أثر التحرير المالي على الوساطة المالية في عينة من الدول النامية، حاولنا إتباع الخطوات ومنهجية البحث العلمي خلال مختلف مراحل إعداد هذه الأطروحة، إلا أن النتائج المتوصل إليها تبقى نتائج فردية ومحدودة على دول العينة وفترة الدراسة والنموذج المستخدم وطرق التقدير المتبعة بالإضافة إلى مصادر البيانات التي تم الاعتماد عليها، هذه الأسباب لا تسمح بتعميم هذه النتائج، وفي الأخير يمكن أن نقترح على الباحثين ما يلي:

- تمديد هذه الدراسة لتشمل دول أخرى، أو دراسة مقارنة بين الدول النامية والدول المتقدمة.
- الاعتماد على مؤشرات أخرى لقياس تطور الوساطة المالية والتحرير المالي.



قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً- المراجع باللغة العربية:

1. Paul Prokopenko و Vassili Holden Vassili Holden، التنمية المالية والحد من الفقر: قضايا ومدلولات السياسات بشأن البلدان النامية وتلك السائرة على طريق التحول لاقتصاد السوق، ورقة صادرة عن صندوق النقد الدولي، 2001.
2. إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية: أسباب وحلول من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، 2009.
3. إبراهيم بن صالح العمر، الدور التنموي للمصارف والوسطاء الماليين: مراجعة للفكر الاقتصادي، MPRA Paper رقم 18798، 2009.
4. إبراهيم عبد موسى السعبري، على حسين هادي، أثر البنود خارج الميزانية (الضمانات) على الأزمة المالية وأهمية المحاسبة عنها: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف الخاصة المنضوية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 14، العدد 3، 2012.
5. أحمد الرشيد، عمليات التوريق وتطبيقاتها الاقتصادية في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
6. أشرف وجدي دسوقي، النظام المالي الإسلامي: المبادئ والممارسات، ترجمة لطفي عامر بن جديدة، وآخرون، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، الرياض، 2014.
7. السيد بدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق والمؤسسات المالية - نظرة معاصرة، دار الفكر العربي، القاهرة، 1999.
8. الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2010.
9. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، دراسة في طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع إشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، الجزائر، 2005.
10. أمين عبد الله خالد، إبراهيم الطرد إسماعيل، إدارة العمليات المصرفية، دار وائل للنشر، عمان، 2006.

11. بباس منيرة، فالي نبيلة، الصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تنامي ظاهرة اللاوساطة المالية: دراسة تجريبية المصارف الإسلامية في سوق خرطوم للأوراق المالية، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 3، 2018.
12. بريك فريد، بوعتروس عبد الحق، دور الوساطة المالية الحديثة في أزمة الرهن العقاري، مجلة العلوم الإنسانية أ، العدد 45، 2016.
13. بن بوزيان محمد، بن لدغم فتحي، التحرير المالي والبنكي والتنمية الاقتصادية: دراسة حالة الجزائر، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي حول السياسات الاقتصادية في الجزائر: الواقع والآفاق، ، 29-30 ديسمبر 2004 جامعة تلمسان، الجزائر.
14. بن بوزيان محمد، شكوري سيدي محمد، التحرير المالي وأثره على النمو الاقتصادي - دراسة حالة الجزائر، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل التحولات القانونية والاقتصادية، جامعة بشار، 2006.
15. بن بوزيان محمد، عبد اللطيف مصيطفي، أساسيات النظام المالي واقتصاديات الأسواق المالية. مكتبة حسن العصرية، بيروت، 2015.
16. بن دحمان أمنة، التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية، دراسة قياسية باستخدام بيانات بانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2016.
17. بن سليمان بن محمد آل سليمان مبارك، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار كنوز إشبيليا، الطبعة الأولى، الرياض، 2005.
18. جاسر محمد سعيد الخليل، أثر سياسة البنوك التجارية الائتمانية على الاستثمار الخاص في فلسطين، رسالة ماجستير في إدارة السياسات الاقتصادية، جامعة نابلس، فلسطين، 2004..
19. جمال الجويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
20. حسن كريم حمزة، الدور التمويلي للمصارف العراقية في تحقيق النمو الاقتصادي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9، العدد 32، 2015.
21. حسن كريم حمزة، العولمة المالية والنمو الاقتصادي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2011.

22. خالد بن حمد عبد الله القدير، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 18 العدد 1، 2014.
23. رمزي فؤاد أبو غزالة، أثر مؤسسات الوساطة المالية على النمو الاقتصادي: الأردن حالة تطبيقية للفترة (1968-1988)، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 1991.
24. رونالد ماكينون، النهج الأمثل لتحرير الاقتصاد: إحكام السيطرة المالية عند التحول إلى اقتصاديات السوق، ترجمة: صليب بطرس و سعاد الطنبولي، الجمعية المصرية لنشر المعرفة والثقافة العالمية، الطبعة العربية الأولى والإنجليزية الثانية، القاهرة، 1996.
25. زهرة حسن عباس التميمي، خديجة حميد عدنان، منهج تحليل متجه الارتباط الذاتي (VAR) وتصحيح الخطأ (VEC) للبيانات اللوحية (Panel Data) مع حالة تطبيقية: الحسابات القومية لدول مجلس التعاون الخليجي للمدة (1970-2012)، مجلة الاقتصادي الخليجي، المجلد 32، العدد 30، 2016.
26. شافعي محمد زكي، مقدمة في النقود والبنوك، دار النهضة العربية، الطبعة السابعة، بيروت، 2000.
27. شاكركزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1989.
28. شذا جمال خطيب، صغفق الركبيبي، العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طابا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2002.
29. صادق راشد الشمري، إدارة العمليات المصرفية: مداخل وتطبيقات، دار اليازوري العلمية، عمان، 2014.
30. صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار اليازوري العلمية الطبعة الأولى، عمان، 2012.
31. صبحي حسون السعدي، مؤشرات قياس العمق المالي: دراسة تحليلية في عينة من الدول المختارة للمدة (1980-2008)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 17، العدد 63، 2011.
32. صبيحة برزان فرهود، عدم تماثل المعلومات المحاسبية: الأسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 22، العدد 87، 2016.

33. صديقي مليكة، بوكروخ بهية، العولمة المالية والاستقرار المالي، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 7، 2016.
34. ضياء مجيد الموسوي، النظرية الاقتصادية - التحليل الاقتصادي الكلي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1994.
35. عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البائل، دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد 1، العدد 16، 2010 ص ص 1-50.
36. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2008.
37. عبد العزيز الدخيل، فارس غصوب، سوق الأسهم السعودي قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل، دار الفارابي، الطبعة الأولى، بيروت، 2010.
38. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
39. عبد القادر بحيح، الشامل لتقنيات أعمال البنوك، دراسة تحليلية لتقنيات النظام المصرفي الجزائري مع إشارة إلى الاقتصاد البنكي الإسلامي كبديل للنظام البنكي الكلاسيكي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
40. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، عمان، 2004.
41. علي أحمد البلبل وآخرون، التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي، أوراق صندوق النقد العربي، العدد 9، 2004.
42. علي أحمد بريهي، قطاع المال في العالم تغير المؤسسات والأسواق المالية والسياق الجديد للائتمان المصرفي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 13، 2009.
43. علي عبد القادر علي، مؤشرات قياس الفساد الإداري، مجلة جسر التنمية، العدد 70، 2008.
44. عماد الإمام، المؤسسات والتنمية، مجلة جسر التنمية، العدد 42، 2005.
45. قدي عبد المجيد، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية - دراسة تحليلية تقييمية، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2005.

46. كمال يوسف الدويني، إعادة هيكلة القطاع المصرفي العربي، العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، 2017.
47. لطفي عبد الله غالم، العولمة المالية وآثارها على الأنظمة المصرفية العربية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014.
48. ماجدة أحمد شلبي، الرقابة المصرفية في ظل التحولات الاقتصادية العالمية ومعايير لجنة بازل، مؤتمر تشريعات عمليات البنوك بين النظرية والتطبيق، كلية القانون بالتعاون مع كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2002.
49. مايج شبيب هدهود، القطاع المالي والمصرفي بين إشكاليات الواقع وآفاق الإصلاح، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 10، العدد 2، 2008.
50. محمد أحمد جلال، إدارة الأزمات المالية، دار خالد اللحياني للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
51. محمد رمضان أبو هديروس مصطفى، أثر الوساطة المالية على الناتج المحلي الإجمالي، دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2015.
52. محمد شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر (العوائد والمخاطر)، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، 2018.
53. محمد شاهين، دور البنوك الإسلامية في التنمية الاقتصادية، دار حميثرا للنشر والترجمة، الطبعة الأولى. القاهرة، 2017.
54. محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية، البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
55. محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
56. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق، القاهرة، 2005.
57. مصطفى رشدي شبيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1985.

58. مصطفى رشدي شيحة، النقود والمصارف والائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999.
59. مصيطفى عبد اللطيف، تمويل التنمية في بلدان العالم الثالث بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية: دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر، أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008.
60. مصيطفى عبد اللطيف، محمد زرقون، أثر التحرير المالي على القطاع المالي غير الرسمي - دراسة حالة الدول النامية، مجلة آفاق علمية، العدد 9، 2014.
61. ميشيل تودارو، التنمية الاقتصادية، ترجمة محمود حامد ومحمود حسن حسني، دار المريخ للنشر، الطبعة الأولى، الرياض، 2009.
62. ناظم محمد نوري الشمري، النقود والمصارف، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، 1998.
63. نسرين مصطفى شرفاني، مفيد ذنون يونس، الإصلاحات السياسية ودورها في تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على عينة من دول الشرق الأوسط وآسيا الوسطى، مجلة جامعة زاخو، المجلد 3، العدد 1، 2015.
64. وفاء أحمد محمد، الوساطة المالية في المصارف الإسلامية: بحث تطبيقي في المصرف العراقي الإسلامي للاستثمار والتنمية، مجلة الأستاذ، العدد 201، 2012.
65. وليد العايب و لولو بوخاري، اقتصاديات البنوك والتقنيات البنكية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 2013.

ثانيا - المراجع باللغات الأجنبية:

1. Abubakar, A., & Kassim, S. (2018). Institutional and macroeconomic determinants of financial development in the OIC countries. *Global Business and Economics Review* , 20 (4), 410-424.
2. Açıkgöz, S., Mehmet, B., & Saracoglu, B. (2009). Openness and financial development: time series evidence from Turkey. *Anadolu International Conference in Economics*. Eskisehir.
3. Aiboud, K. (2017). l'impact de le libéralisation financière sur l'efficience de l'intermédiation bancaire : le cas d l'Algérie. 160.

- Algérie: Thèse de doctorat, Faculté des sciences économique, commerciales et gestion, Université d'Oran 2.
4. Akerlof, G. A. (1978). The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism. *Uncertainty in Economics* , 235-251.
 5. Al-Fayoumi, N., & Abuzayed, B. (2014). Does openness enhance financial sector development? The experience of the Arab world. *EuroMed Journal of Business* , 9 (3), 318-332.
 6. Aluko, O. A., Fapetu, O., & Ibitoye, J. O. (2019). Do Openness and Democracy Deepen Banking Sector in Sub-Saharan Africa? *Global Business Review* , 1-11.
Available at the following URL:
<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0972150918822422>
 7. Amable, B., & Chatelain, J. B. (1995). Efficacité des systèmes financiers et développement économique. *Économie internationale* , 61 (1), 99-130.
 8. Andries, A. M., & Capraru, B. (2013). Impact of financial liberalization on banking sectors performance from central and eastern European countries. *PloS one* , 8 (3), 1-9.
 9. Ang, J. B. (2008). Are financial sector policies effective in deepening the Malaysian financial system? *Contemporary economic policy* , 26 (4) .
 10. Ang, J. B., & McKibbin, W. J. (2007). Financial liberalization, financial sector development and growth: evidence from Malaysia. *Journal of development economics* , 84 (1), 215-233.
 11. Ang, J. (2009). Financial liberalization or repression? MPRA Paper No. 14497 , 1-22.
 12. Arestis, P., Demetriades, P., Fattou, B., & Mouratidis, K. (2002). The impact of financial liberalization policies on financial development: evidence from developing economies. *International journal of finance and economics* , 7 (2), 109–121.
 13. Arif, I., & Rawat, A. S. (2019). Trade & financial openness and their impact on financial development: Evidence from South Asian economies. *South Asian Journal of Business Studies* .
 14. Ashraf, B. N. (2017). Trade and financial openness: impact on bank development of emerging economies. *Research in International Business and Finance*.
Available at the following URL:
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917301101>
 15. Ashraf, B. N. (2018). Do trade and financial openness matter for financial development? Bank-level evidence from emerging market

- economies. *Research in International Business and Finance* , 44, 434-458.
16. Asongu, S. (2012). Bank efficiency and openness in Africa: do income levels matter? *Review of Finance and Banking* , 4 (2), 115-122.
 17. Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007). *Applied Econometrics: a modern approach Hampshire (revised edition ed.)*. Palgrave Macmillan International Higher Education.
 18. Ayaydin, H., Karakaya, A., & Fahrettin, P. A. (2015). Trade openness, financial openness, and financial development in Euro zone: Evidence from dynamic panel data. *Global Journal of Economics and Business Studies* , 7 (14), 1-17.
 19. Bakang, M. L. (2015). Effects of financial deepening on economic growth in Kenya. *International Journal of Business and Commerce* , 4 (7), 01-50.
 20. Baltagi, B. (2005). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
 21. Baltagi, B. H. (2008). *Econometrics 2008 (4th edition ed.)*. Springer.
 22. Baltagi, B. H., & Giles, M. D. (1998). *Panel data methods (Vol. 155)*. Statistics Textbooks and Monographs.
 23. Baltagi, B. H., Demetriades, P. O., & Law, S. H. (2009). Financial development and openness: Evidence from panel data. *Journal of development economics* , 89 (2), 285-296.
 24. Bayar, Y., Akyuz, F., & Erem, I. (2017). Openness and Financial Development in Central and Eastern European Countries. *Studies in Business and Economics* , 12 (3), 5-16.
 25. Beckerman, P. (1988). The consequences of upward financial repression. *International review of applied economics* , 2 (2), 233-249.
 26. Beji, S. (2007). Financial Openness and Financial Development in the South Mediterranean Sea Countries: Institutional Approach and Calculation of Development Thresholds. *European Research Studies*, 10(3), 107-127.
 27. Beji, S. (2015). L'approche institutionnelle du développement financier: cas des pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord. *Mondes en développement* (3), 117-134.
 28. Bentahar, N. (2005). Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek. Thèse de doctorat, Université d'Auvergne Clermont Ferrand I.

29. Bester, H. (1985). Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information. *The American Economic Review* , 75 (4), 850-855.
30. Bhetuwal, K. R. (2007). Financial liberalization and financial development in Nepal. *Economic Review* , 19, 23-41.
31. Bialès, C. (2006). *l'intermédiation financière*. Available at the following URL:<https://christian-biales.fr/wp-content/uploads/2018/03/Intermediati.pdf>
32. Boukari, M. (2014). *La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne*. Thèse de doctorat, Université de Bordeaux.
33. Bousrih, L., & Trabelsi, M. (2005). Libéralisation financière, développement financier et crises bancaires : Le rôle du capital social. *Revue d'économie financière* (81), 83.
34. Brealey, R., Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The journal of Finance* , 32 (2), 371-387.
35. Buffie, E. F. (1984). Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economies. *Journal of Development Economics* , 14 (3), 305-322.
36. Burkett, P., & Dutt, A. K. (1991). Interest rate policy, effective demand, and growth in LDCs. *International Review of Applied Economics* , 5 (2), 127-153.
37. Cakan, E. (2017). *Impact of Financial and Trade Openness on Financial Development in Emerging Market Economies: The Case of Turkey*. *American Journal of Economics and Business Administration* , 9 (4), 71-80.
38. Calderón, C., & Kubota, M. (2009). *Does financial openness lead to deeper domestic financial markets?* . The World Bank.
39. Chang, D., & Jung, W. S. (1984). *Unorganized Money Markets in LDCs: The McKinnon-Shaw Hypothesis versus the van Wijnbergen Hypothesis*. Vanderbilt University, Department of Economics, Working Paper , 84-121.
40. Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of development economics*, 81(1), 163-192.

41. Chortareas, G. E., Girardone, C., & Ventouri, A. (2013). Financial freedom and bank efficiency: Evidence from the European Union. *Journal of Banking & Finance* , 37 (4), 1223-1231.
42. Chouchane-Verdier, A. (2004). Une analyse empirique de l'impact de la libéralisation financière en Afrique subsaharienne sur la période 1983-1996. *Revue Tiers Monde* (3), 617-641.
43. David, M. A., Mlachila, M. M., & Moheput, A. (2014). Does openness matter for financial development in Africa? (No. 14-94). International Monetary Fund.
44. De Boyer, J. (1998). Production de crédit et offre de monnaie. *Revue française d'économie* , 12 (2), 272-283.
45. De Coussergués, S., & Gautier, B. (2013). *Gestion de la banque, du diagnostic à la stratégie* (éd. 6e édition). Dunod.
46. De Lima, P. (2012). *Economie bancaire et croissance économique: Cour*. Paris, France: Dunod.
47. De Melo, J., & Tybout, J. (1986). The Effects of Financial Liberalization on Savings and Investment in Uruguay. *Economic Development and Cultural Change* , 34 (3), 561-587.
48. De Moraes, C. O., Antunes, J. A., & Rodrigues, A. (2019). Financial Intermediation Analysis from Financial Flows. *Journal of Economic Studies* , 46 (3), 727-747.
49. Delaplace, M. (2013). *Monnaie et financement de l'économie* (éd. 4e édition). Paris, France: Dunod.
50. Demerchi, F. (2017). Le rôle de la taxe financière implicite dans la détermination du niveau de l'intermédiation bancaire : cas de L'Algérie. *Revue internationale des affaires et des stratégies économique* , 6, 115-120.
51. Demetriades, P. O., & Luintel, K. B. (1996). Financial development, economic growth and banking sector controls: evidence from India. *The Economic Journal* , 106 (435), 359-374.
52. Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. (2003). Regulations, market structure, institutions, and the cost of financial intermediation. (No. w9890) . National Bureau of Economic Research.
53. Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., & Levine, R. (2003). The impact of bank regulations, concentration, and institutions on bank margins. The World Bank.

54. Denizer, C., Desai, R. M., & Gueorgu, N. (1998). The political economy of financial repression in transition economies. Washington, DC: World Bank.
55. Detragiache, M. E., & Demirgüç-Kunt, A. (1998). Financial liberalization and financial fragility. International Monetary Fund.
56. Diamond, D. W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies* , 51 (3), 393-414.
57. Diamond, D. W. (1996). Financial intermediation as delegated monitoring: A simple example. *Federal reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* , 82 (3), 51-66.
58. Diamond, D. W., & Dybvig, P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of political economy* , 91 (3), 401-419.
59. Diatkine, S. (1996). *Institutions et mécanismes monétaires* (éd. 2e édition). Paris, France: Armand colin éditeur.
60. Diatkine, S. (1993). Néoinstitutionnalisme et théorie contemporaine de l'intermédiation financière. *Revue française d'économie* , 8 (3), 205-238.
61. Diaz-Alejandro, C. (1985). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of development Economics* , 19 (1-2), 1-24.
62. Dielman, T. E. (1983). Pooled cross-sectional and time series data: A survey of current statistical methodology. *The American Statistician* , 37 (2), 111-122.
63. Dogga, S. M., Patra, S. K., & Kuruva, M. B. (2017). Determinants of banking sector development in India: ARDL bound testing approach. *Asian journal of research in banking and finance* , 7 (9), 133-149.
64. Dumas, A. (s.d.). Les relations bancaires de long terme des PME. Available at the following URL: https://ufr-segmi.parisnanterre.fr/medias/fichier/4_1109021777439.pdf
65. Dutt, A. K. (1990). Interest rate policy in LDCs: a post Keynesian view. *Journal of Post Keynesian Economics* , 13 (2), 210-232.
66. Eichengreen, B., & Leblang, D. (2002). Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahatir Right? NBER. Working Paper (No. 9427).
67. El-Erian, M. (1988). Currency substitution in Egypt and the Yemen Arab Republic: A comparative quantitative analysis. *Staff Papers* , 35 (1), 85-103.

68. Elkhuizen, L., Hermes, N., Jacobs, J., & Meester, A. (2018). Financial development, financial liberalization and social capital. *Applied Economics* , 50 (11), 1268-1288.
69. Enowbi-Batuo, M., & Kupukile, M. (2010). How can economic and political liberalisation improve financial development in African countries? *Journal of Financial Economic Policy* , 2 (1), 35-59.
70. Ferrandier, R., & Koen, V. (1997). *Marchés de Capitaux et Techniques Financières* (éd. 4e édition). Paris, France: Economica.
71. Fries, S. M., & Taci, A. (2002). Banking reform and development in transition economies . *European Bank for Reconstruction and Development* , 1-33.
72. Fry, M. J. (1982). Models of financially repressed developing economies. *World development* , 10 (9), 731-750.
73. Fry, M. J. (1980). Money and Capital or Financial Deepening in Economic Developments? *Money and Monetary Policy in Less Developed Countries* , 107-113.
74. Galbis, V. (1977). Financial intermediation and economic growth in less-developed countries: A theoretical approach. *The Journal of Development Studies* , 13 (2), 58-72.
75. Gazdar, K., & Cherif, M. (2014). The quality of institutions and financial development in mena countries: An empirical investigation. *Risk governance & control: financial markets & institutions* , 4 (4-1), 65-80.
76. Goldstein, M. (1998). *The Asian financial crisis: Causes, cures, and systemic implications* (Vol. 55). Peterson Institute.
77. Gorton, G., & Winton, A. (2003). Financial intermediation. *Handbook of the Economics of Finance* , 1, 431-552.
78. Goux, J. F. (1994). La taxinomie des systèmes financiers: Le renouvellement des typologies fondées sur le mode de financement des entreprises. *Revue d'économie financière* (29), 211-212.
79. Goux, J. F. (1990). Les fondements de l'économie de découvert A propos de la théorie de la liquidité de Hicks. *Revue économique* , 669-686.
80. Goux, J. F. (2011). *Macroéconomie monétaire et financière, théories, institutions, politique* (éd. 6e édition). Paris, France: Economica.
81. Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis* (5th edition ed.). New Jersey: Prentice Hall.
82. Gurley, J. G., & Shaw, E. S. (1960). *Money in a Theory of Finance*. (Washington, DC: Brookings Institution).

83. Gurley, J. G., Shaw, E. S., & Lafay, J. F. (1974). *La monnaie dans une théorie des actifs financiers*. Paris, France: Editions Cujas.
84. Hachicha, N. (2005). Banking sector controls and financial deepening: A structural error correction model for tunisia. *The Developing Economies* , 43 (2), 265-284.
85. Hamad Khalaf, A. (2019). The Determinates of Financial Development in Iraq. *Iranian Economic Review* , 23 (1), 63-86.
86. Hanh, P. T. (2010). Financial development, financial openness and trade openness: new evidence. (No. 60). FIW working paper.
87. Hoff, K., Braverman, A., & Stiglitz, J. E. (1993). *The economics of rural organisations: theory, practice and policy*, chapter 2, *Imperfect Information and Rural Credit Markets: Puzzles and Policy perspectives*. World Bank, Oxford university press.
88. Hosseininasab, E., Yavari, E., Abarguee, A., & Basakha, M. (2012). Effects of trade and financial liberalization on financial development (Case study: MENA Countries). *International Economic Studies* , 40 (1), 57-66.
89. Hsiao, C. (2014). *Analysis of panel data*. Cambridge university press. No. 54.
90. Hubner, G., Joliet, R., & Mélotte, V. (s.d.). *Introduction à la gestion bancaire*.
91. Hurlin, C. (2012). *L'économétrie des données de panel: modèles linéaires simples*. 10-19. École Doctorale Edocif.
92. Hurlin, C., & Mignon, V. (2005). Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de panel. *Economie prevision* (3), 253-294.
93. Joumady, O. (2000). *Déréglementation du marché des capitaux et efficiences de l'intermédiation bancaire au Maroc: une analyse micro-économétrique* (Thèse de Doctorat, Lyon 2), p. 38.
94. Kapur, B. K. (1976). Alternative stabilization policies for less-developed economies. *Journal of Political Economy* , 84 (4, Part 1), 777-795.
95. Kapur, B. K. (1992). Formal and informal financial markets, and the neo-structuralist critique of the financial liberalization strategy in less developed countries. *Journal of Development Economics* , 38 (1), 63-77.
96. Kapur, B. K. (1983). Optimal financial and foreign-exchange liberalization of less developed economies. *The Quarterly Journal of Economics* , 98 (1), 41-62.

97. Karikari, J. A. (November. 2010). Governance, Financial Liberalization, and Financial Development in Sub-Saharan Africa. African Economic Conference, (pp. 1-35).
98. Karimu, A., & Marbuah, G. (2017). Re-examining the financial development-openness nexus: nonparametric evidence for developing countries. *Journal of applied economics* , 20 (2), 373-394.
99. Kaufman, G. G. (1999). Central banks, asset bubbles, and financial stability. *Central Banking, Monetary Policies, and the Implications for Transition Economies* Springer, Boston MA , 143-183.
100. Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment interest and money*. London Macmillan & Co Ltd.
101. Khalaf, A., & Sanhita, A. (2009). Financial liberalization and financial development in Iraq. *Savings and Development* , 33 (4), 377-404.
102. Khatun, R. (2019). Openness in Financial Services Trade and Financial Development: Evidence from the BRICS Economies. *South Asian Survey* , 26 (1), 55-69.
103. Killick, T. (1993). *The adaptive economy: adjustment policies in small, low-income countries*. The World Bank.
104. Klein, M. W., & Olivei, G. P. (1999). Capital account liberalization, financial depth and economic growth. (no. 7384) . NBER Working Paper.
105. Klein, M. W., & Olivei, G. P. (2008). Capital account liberalization, financial depth and economic growth. *Journal of International Money and Finance* , 27 (6), 861-875.
106. Lajili, O. (2015). *Libéralisation financière, ouverture politique et croissance économique dans les pays en voie de développement*. Thèse de doctorat, Université de Toulon.
107. Laurenceson, J., & Chai, J. C. (1998). Financial liberalization and financial depth in China. *Savings and Development* , 22 (4), 393-413.
108. Law, S. H., & Habibullah, M. S. (2009). The determinants of financial development: Institutions, openness and financial liberalisation. *South African Journal of Economics* , 77 (1), 45-58.
109. Law, S.-H., & Demetriades, P. (2006). Openness, institutions and financial development. Working Paper No. WEF 0012.
110. Lesueur, J.-Y., & Plane, P. (1997). L'efficience technique: quelques repères méthodologiques. *Revue d'économie du développement* , 5 (3), 9-31.

111. Llau, P. (1996). *Economie financière publique* (éd. 1er Edition). Paris, France: Presse universitaire de France.
112. Low, S.-W., Ghazali, N. A., Ramlee, S., & Said, R. M. (2010). Economic freedom and banking development: the experiences of selected East Asian Countries. *Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management)* , 31, 71-81.
113. Maddala, G. S. (1987). Limited dependent variable models using panel data. *Journal of Human resources* , 307-338.
114. Mathieson, D. J. (1979). Financial reform and capital flows in a developing economy. *Staff Papers* , 26 (3), 450-489.
115. Mathieson, D. J. (1980). Financial reform and stabilization policy in a developing economy. *Journal of development economics* , 7 (3), 359-395.
116. McDonald, M. C., & Schumacher, M. L. (2007). Financial Deepening in Sub-Saharan Africa: Empirical Evidence on the Role of Creditor Rights Protection and Information Sharing. (No. 7-203). International Monetary Fund.
117. McKinnon, R. I. (1989). Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America. *Oxford Review of Economic Policy* , 5 (4), 29-54.
118. McKinnon, R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington, D.C, Brookings Institution.
119. McKinnon, R. I. (1993). *The order of economic liberalization: Financial control in the transition to a market economy*. JHU Press.
120. Mehmood, B., Raza, S. H., Rana, M., Sohaib, H., & Khan, M. A. (2014). Triangular relationship between energy consumption, price index and national income in Asian countries: A pooled mean group approach in presence of structural breaks. *International Journal of Energy Economics and Policy* , 4 (4), 610-620.
121. Mishkin, F. (2010). *Monnaie, banque et marchés financiers* (éd. 9e édition). Paris, France: Pearson Education.
122. Mohieldin, M. (1995). Causes, measures and impact of state intervention in the financial sector: The Egyptian example. Cairo, Egypt: Working paper series/Economic Research Forum; 9507.
123. Mohieldin, M. S., & Wright, P. W. (2000). Formal and informal credit markets in Egypt. *Economic development and cultural change* , 48 (3), 657-670.

124. Molho, L. E. (1986). Interest rates, saving, and investment in developing countries: A re-examination of the McKinnon-Shaw hypotheses. *Staff Papers* , 33 (1), 90-116.
125. Naceur, S. B., Cherif, M., & Kandil, M. (2014). What drives the development of the MENA financial sector? *Borsa Istanbul Review* , 14 (4), 212-223.
126. North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge : Cambridge university press.
127. Obadeyi, J. A. (2014). The Effect of financial reforms on banking performance in an emerging market: Nigerian experience. *Research Journal of Finance and Accounting* , 5 (23), 57-66.
128. Ottavj, C. (2014). *Monnaie et financement de l'économie* (éd. 5e édition). Paris, France: Hachette supérieur.
129. Owusu-Antwi, G. (2009). Impact of financial reforms on the banking system in Ghana. *International Business & Economics Research Journal* , 8 (3), 77-100.
130. Park, A., & Sehart, K. (2001). Tests of financial intermediation and banking reform in China. *Journal of Comparative Economics* , 29 (4), 608-644.
131. Patat, J.-P. (1982). *Monnaie, institution financière et politique monétaire*. Paris, France: Economica.
132. Patrick, H. T. (1966). Financial development and economic growth in underdeveloped countries. *Economic development and Cultural change* , 14 (2), 174-189.
133. Pentecost, E. J., & Moore, T. (2006). Financial liberalization in India and a new test of the complementarity hypothesis. *Economic Development and Cultural Change* , 54 (2), 487-502.
134. Pesaran, M. H., & Smith, R. (1995). Estimating long-run relationships from dynamic heterogeneous panels. *Journal of econometrics* , 68 (1), 79-113.
135. Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. P. (1999). Pooled mean group estimation of dynamic heterogeneous panels. *Journal of the American Statistical Association* , 94 (446), 621-634.
136. Porta, R. L., Lopez- de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy* , 106 (6), 1113-1155.

137. Pyle, D. H. (1971). On the theory of financial intermediation. *The Journal of Finance* , 26 (3), 737-747.
138. Rivard, P. (2014). Un modèle hétérogène de la croissance économique. 6. Maîtrise dissertation, Université d'Ottawa.
139. Rother, P. C. (1999). Explaining the behavior of financial intermediation: Evidence from transition economies. International Monetary Fund.
140. Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1995). A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression. *Journal of Monetary Economics* , 35 (2), 275-301.
141. Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1992). Financial repression and economic growth. *Journal of development economics* , 39 (1), 5-30.
142. Sabri, M. H. (2014). banking reform and financial intermediation of some selected deposit money banks in Nigeria. 14th International conference on business, sociology and applied sciences, (pp. 10-15). Kuala Lumpur.
143. Schmukler, M. S., & Kaminsky, G. L. (2003). Short-run pain, long-run gain: The effects of financial liberalization. (No. 3-34) . International Monetary Fund.
144. Scholes, M., Benston, G. J., & Smith Jr, C. W. (1976). A transactions cost approach to the theory of financial intermediation. *The Journal of finance* , 31 (2), 215-231.
145. Scholtens, B., & Van Wensveen, D. (2003). The theory of financial intermediation: an essay on what it does (not) explain. *SUERF Studies* (2003/1), 7-8.
146. Sevestre, P. (2002). *Econométrie des données de panel*. Paris: Dunod.
147. Shahbaz, M., Aamir, N., & Shabir, M. S. (2011). Financial development, openness relation and the role of financial institutions: a case of Pakistan. *Asia Pacific Business Review* , 7 (1), 33-49.
148. Shaw, E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. Oxford University Press.
149. Spiegel, H. W. (1991). *The growth of economic thought*. Duke University Press.
150. Stiglitz, J. E. (1989). Markets, market failures, and development. *The American Economic Review* , 79 (2), 197-203.
151. Stiglitz, J. E. (1993). The role of the state in financial markets. *The World Bank Economic Review* , 7 (suppl_1), 19-52.

152. Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review* , 71 (3), 393-410.
153. Svirydzenka, K. (2016). Introducing a new broad-based index of financial development. 5. International Monetary Fund.
154. Taylor, L. (1983). *Structuralist macroeconomics: Applicable models for the third world*. New York: Basic Books.
155. Touny, M. A. (2014). Macroeconomic determinants of banking sector development: A comparison study between Egypt and Saudi Arabia. *Advances in management and applied economics* , 4 (3), 139-156.
156. Trabelsi, M., & Cherif, M. (2017). Capital account liberalization and financial deepening: Does the private sector matter? *The Quarterly Review of Economics and Finance* , 64, 141-151.
157. Tressel, T., & Detragiache, E. (2008). Do financial sector reforms lead to financial development? Evidence from a new dataset. (No. 2008-2265) . International Monetary Fund.
158. Trognon, A. (2003). L'économétrie des panels en perspective. *Revue d'économie politique* , 113 (6), 727-748.
159. Van Wijnbergen, S. (1983). Interest rate management in LDCs. *Journal of Monetary Economics* , 12 (3), 433-452.
160. Venet, B. (2004). *les approches théoriques de la libéralisation financière*. Université Paris IX. Dauphine.
161. Venet, B. (1994). *Libéralisation financière et développement économique: une revue critique de la littérature*. *Revue d'économie financière* (29), 87-111.
162. Williamson, S. D. (1986). Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing. *Journal of Monetary Economics* , 18 (2), 159-179.
163. Yaffee, R. (2003). *A primer for panel data analysis*. Retrieved from Connect: Information Technology, p. 1-11.
164. Yao, S. P., & Eugène, K. (2018). Interest Rate Liberalization and Credit Supply to the Private Sector in WAEMU: Evidence from Pooled Mean Group Estimation. *Journal of Finance* , 6 (1), 11-18.
165. Yu, H., & Gan, P.-T. (2010). The determinants of banking sector development: Malaysian experience. *International research journal of finance and economics* (35), 29-45.

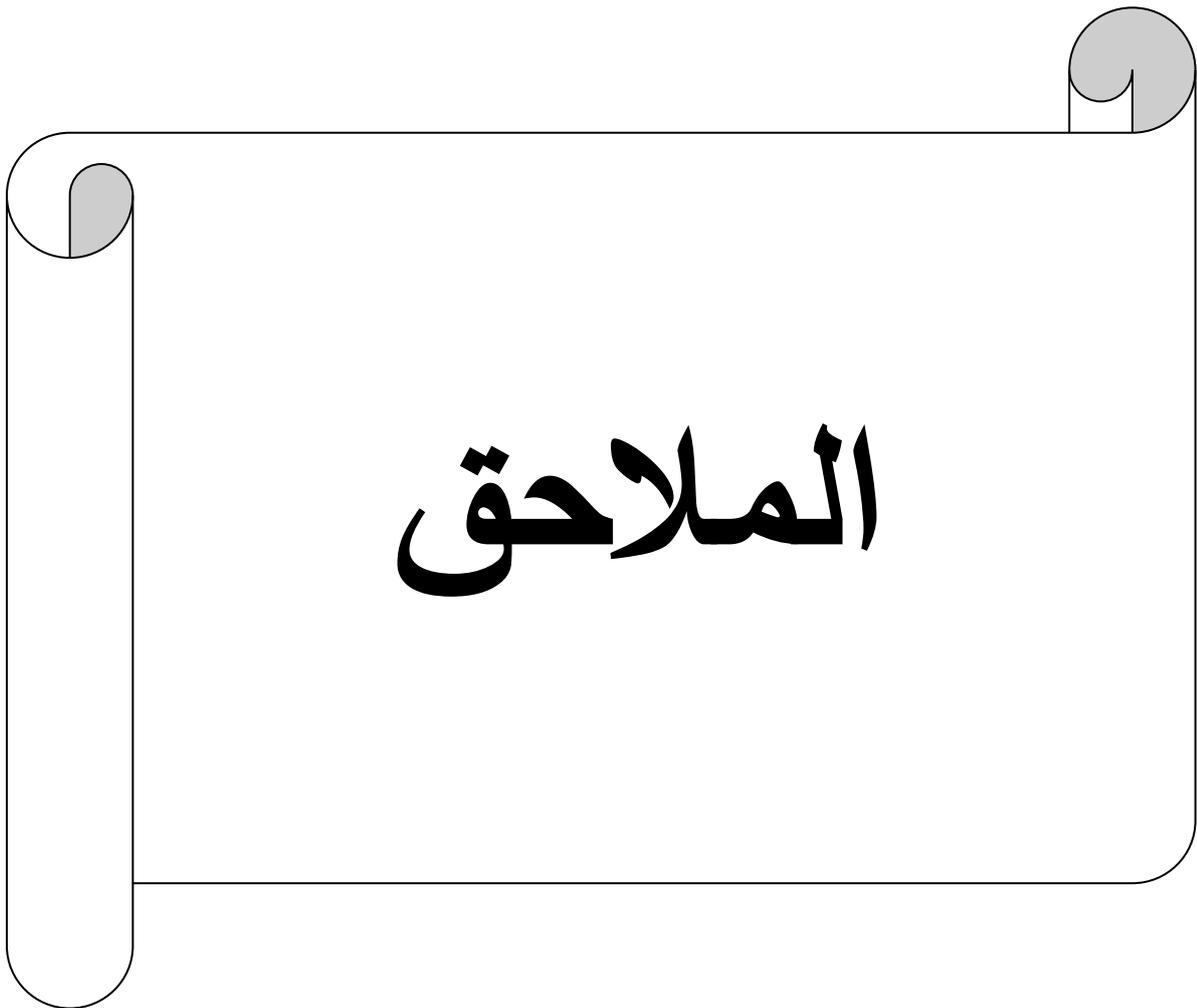
166. Zhang, C., Zhu, Y., & Lu, Z. (2015). Trade openness, financial openness, and financial development in China. *Journal of International Money and Finance* , 59, 287-309.

ثالثا - التقارير:

1. صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، 2000.
2. منظمة الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، تقرير أقل البلدان نموا 2006.

رابعا - المواقع الإلكترونية:

1. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/weoselgr.aspx>
2. <https://data.worldbank.org/>
3. <https://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>
4. <https://www.heritage.org/index/financial-freedom>



الملاحق

الملحق رقم (01): قائمة دول العينة

الدول النامية	الدول النامية
12. بوتسوانا	1. الأردن
13. بوليفيا	2. الأوروغواي
14. تايلاند	3. البرازيل
15. تركيا	4. الجزائر
16. تونس	5. الشيلي
17. جمايكا	6. الصين
18. جنوب إفريقيا	7. الفلبين
19. كولومبيا	8. المغرب
20. ماليزيا	9. الهند
21. مصر	10. إندونيسيا
22. نيجيريا	11. بنغلاديش

المصدر: تصنيفات صندوق النقد الدولي لسنة 2019

الملاحق

الملحق رقم (02): نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة PMG

(المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)

Pooled Mean Group Regression						
(Estimate results saved as pmg)						
Panel Variable (i): idc	Number of obs	=	484			
Time Variable (t): Year	Number of groups	=	22			
	Obs per group: min	=	22			
	avg	=	22.0			
	max	=	22			
	Log Likelihood	=	1535.39			
D.FID	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
ECT						
FL	-.0015921	.0005405	-2.95	0.003	-.0026514	-.0005328
RGDPP	.0000206	3.56e-06	5.79	0.000	.0000136	.0000276
TO	.0012534	.0002739	4.58	0.000	.0007167	.0017902
INF	-.0040839	.0011086	-3.68	0.000	-.0062567	-.001911
INST	.0247909	.0029061	8.53	0.000	.0190951	.0304866
SR						
ECT	-.1287563	.0486582	-2.65	0.008	-.2241247	-.0333879
FL						
D1.	.0000285	.0001743	0.16	0.870	-.0003132	.0003702
RGDPP						
D1.	7.03e-06	.0000157	0.45	0.655	-.0000238	.0000379
TO						
D1.	-.0001199	.0003203	-0.37	0.708	-.0007476	.0005078
INF						
D1.	-.0003919	.0006817	-0.57	0.565	-.0017281	.0009442
INST						
D1.	-.003274	.0013578	-2.41	0.016	-.0059353	-.0006127
cons	-.0133779	.0105822	-1.26	0.206	-.0341187	.0073629

الملاحق

الملحق رقم (03): نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة MG
(المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)

Mean Group Estimation: Error Correction Form (Estimate results saved as mg)						
D.FID	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
ECT						
FL	.0000233	.0013638	0.02	0.986	-.0026497	.0026964
RGDPP	.0000106	.0000237	0.45	0.654	-.0000358	.000057
TO	.0002554	.0007379	0.35	0.729	-.001191	.0017017
INF	-.0031549	.0035987	-0.88	0.381	-.0102081	.0038984
INST	.0108228	.0067429	1.61	0.108	-.0023931	.0240388
SR						
ECT	-.4671273	.0837733	-5.58	0.000	-.6313199	-.3029346
FL D1.	.000233	.0003641	0.64	0.522	-.0004806	.0009466
RGDPP D1.	-.0000255	.0000149	-1.72	0.086	-.0000547	3.59e-06
TO D1.	.0001517	.000287	0.53	0.597	-.0004107	.0007142
INF D1.	-.0001363	.0003493	-0.39	0.696	-.0008209	.0005484
INST D1.	-.0026509	.001421	-1.87	0.062	-.005436	.0001341
_cons	.072228	.0363293	1.99	0.047	.0010239	.143432

الملاحق

الملحق رقم (04): نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة DFE
(المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)

Dynamic Fixed Effects Regression: Estimated Error Correction Form (Estimate results saved as DFE)						
		Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]
ECT						
	FL	.0002846	.0008494	0.34	0.738	-.0013801 .0019494
	RGDPP	.0000392	7.28e-06	5.38	0.000	.0000249 .0000534
	TO	.0000216	.0006792	0.03	0.975	-.0013096 .0013528
	INF	-.0030454	.0012613	-2.41	0.016	-.0055174 -.0005734
	INST	-.0002465	.0052541	-0.05	0.963	-.0105443 .0100514
SR						
	ECT	-.1180808	.0230067	-5.13	0.000	-.1631731 -.0729886
	FL					
	D1.	-.0000958	.000141	-0.68	0.497	-.0003721 .0001804
	RGDPP					
	D1.	-.0000198	5.10e-06	-3.88	0.000	-.0000297 -9.77e-06
	TO					
	D1.	-.0000033	.0001407	-0.23	0.815	-.0003087 .0002428
	INF					
	D1.	.0001523	.0001652	0.92	0.357	-.0001715 .0004762
	INST					
	D1.	-.0001031	.0008931	-0.12	0.908	-.0018534 .0016473
	_cons	.0204752	.0143353	1.43	0.153	-.0076215 .048572

الملحق رقم (05): نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG
(المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)

```
. hausman mg pmg, sigmamore
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) mg	(B) pmg		
FL	.0000233	-.0015921	.0016154	.0026697
RGDPP	.0000106	.0000206	-9.98e-06	.0000472
TO	.0002554	.0012534	-.0009981	.0014482
INF	-.0031549	-.0040839	.000929	.0071013
INST	.0108228	.0247909	-.013968	.0131499

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtpmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtpmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
= 2.62
Prob>chi2 = 0.7583

الملحق رقم (06): نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين DFE و MG
(المتغير التابع: العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة)

```
. hausman mg DFE, sigmamore
```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) mg	(B) DFE		
FL	.0000233	.0002846	-.0002613	.4926942
RGDPP	.0000106	.0000392	-.0000285	.0085533
TO	.0002554	.0000216	.0002337	.2665892
INF	-.0031549	-.0030454	-.0001095	1.300065
INST	.0108228	-.0002465	.0110693	2.435968

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtpmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtpmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
= 0.00
Prob>chi2 = 1.0000

الملحق رقم (07): نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة PMG

(المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

Pooled Mean Group Regression (Estimate results saved as pmg)						
Panel Variable (i): idc		Number of obs		=	484	
Time Variable (t): Year		Number of groups		=	22	
		Obs per group: min		=	22	
		avg		=	22.0	
		max		=	22	
		Log Likelihood		=	1051.182	
D.FIE	Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]	
ECT						
FL	-.0009363	.0004227	-2.21	0.027	-.0017648	-.0001077
RGDPP	4.93e-06	3.45e-06	1.43	0.153	-1.84e-06	.0000117
TO	.0015124	.0001953	7.74	0.000	.0011295	.0018952
INF	-.0029722	.000556	-5.35	0.000	-.0040619	-.0018825
INST	-.0154359	.0023742	-6.50	0.000	-.0200892	-.0107825
SR						
ECT	-.4429202	.0615538	-7.20	0.000	-.5635633	-.322277
FL						
D1.	.0003956	.0002669	1.48	0.138	-.0001274	.0009186
RGDPP						
D1.	.0000931	.0000688	1.35	0.176	-.0000418	.000228
TO						
D1.	.0006844	.0009238	0.74	0.459	-.0011262	.002495
INF						
D1.	.0003406	.0006636	0.51	0.608	-.00096	.0016411
INST						
D1.	-.0002413	.0016293	-0.15	0.882	-.0034347	.0029522
_cons	.3676522	.0549199	6.69	0.000	.2600111	.4752932

الملحق رقم (08): نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة MG

(المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

Mean Group Estimation: Error Correction Form (Estimate results saved as mg)						
D.FIE		Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]
ECT						
	FL	.0015286	.001832	0.83	0.404	-.0020621 .0051193
	RGDPP	.0001097	.0000738	1.49	0.137	-.0000349 .0002544
	TO	.0037275	.0022108	1.69	0.092	-.0006055 .0080605
	INF	-.0050004	.0038481	-1.30	0.194	-.0125427 .0025418
	INST	-.0055052	.0055235	-1.00	0.319	-.0163311 .0053207
SR						
	ECT	-.9347405	.1101548	-8.49	0.000	-1.15064 -.718841
	FL					
	D1.	-.0000462	.0007262	-0.06	0.949	-.0014696 .0013771
	RGDPP					
	D1.	-.0009696	.000885	-1.10	0.273	-.0027041 .0007649
	TO					
	D1.	-.0000835	.0012078	-0.07	0.945	-.0024508 .0022838
	INF					
	D1.	.0003693	.0010809	0.34	0.733	-.0017493 .0024879
	INST					
	D1.	.0060649	.0039061	1.55	0.121	-.0015909 .0137207
	_cons	.4273019	.170968	2.50	0.012	.0922108 .7623929

الملحق رقم (09): نتائج تقدير Panel ARDL بطريقة DFE
(المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

Dynamic Fixed Effects Regression: Estimated Error Correction Form (Estimate results saved as DFE)						
		Coef.	Std. Err.	z	P>|z|	[95% Conf. Interval]
ECT						
	FL	-.0015683	.0006664	-2.35	0.019	-.0028744 - .0002622
	RGDPP	9.02e-06	5.83e-06	1.55	0.121	-2.40e-06 .0000204
	TO	.0006796	.0005185	1.31	0.190	-.0003367 .0016959
	INF	-.0048263	.000885	-5.45	0.000	-.0065609 -.0030917
	INST	-.0065453	.0041608	-1.57	0.116	-.0147003 .0016098
SR						
	ECT	-.3877622	.0357363	-10.85	0.000	-.457804 -.3177204
	FL					
	D1.	-.0000702	.0003664	-0.19	0.848	-.0007883 .0006479
	RGDPP					
	D1.	.0000574	.0000132	4.34	0.000	.0000315 .0000833
	TO					
	D1.	-.0002478	.000369	-0.67	0.502	-.0009711 .0004755
	INF					
	D1.	-.0003741	.0004524	-0.83	0.408	-.0012608 .0005126
	INST					
	D1.	-.0015013	.0023357	-0.64	0.520	-.0060792 .0030765
	_cons	.2993971	.0451533	6.63	0.000	.2108982 .387896

الملحق رقم (10): نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين PMG و MG

(المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

```
. hausman mg pmg, sigmamore
```

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) mg	(B) pmg		
FL	.0015286	-.0009363	.0024649	.0037961
RGDPP	.0001097	4.93e-06	.0001048	.0001539
TO	.0037275	.0015124	.0022151	.0046051
INF	-.0050004	-.0029722	-.0020282	.0080037
INST	-.0055052	-.0154359	.0099307	.0112686

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtpmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtpmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
= 1.37
Prob>chi2 = 0.9271

الملحق رقم (11): نتائج اختبار Hausman للمقارنة بين DFE و MG

(المتغير التابع: كفاءة الوساطة المالية)

```
. hausman mg DFE, sigmamore
```

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) mg	(B) DFE		
FL	.0015286	-.0015683	.0030969	.1687338
RGDPP	.0001097	9.02e-06	.0001007	.0067989
TO	.0037275	.0006796	.0030478	.203619
INF	-.0050004	-.0048263	-.0001741	.3544291
INST	-.0055052	-.0065453	.0010401	.5087228

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtpmg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtpmg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
= 0.00
Prob>chi2 = 1.0000



فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات

I	إهداءات:	.....
II	تشكرات:	.....
IV	قائمة المحتويات:	.....
VI	قائمة الجداول:	.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية:	.....
X	قائمة الملاحق:	.....
1	الفصل التمهيدي: الإطار العام للدراسة.	.....
1	1. مقدمة عامة:	.....
6	2. إشكالية الدراسة:	.....
7	3. فرضيات البحث:	.....
7	4. أهمية الدراسة:	.....
8	5. أهداف الدراسة:	.....
8	6. مبررات اختيار الموضوع:	.....
9	7. منهجية البحث:	.....
9	8. حدود الدراسة:	.....
9	9. البنية العامة للدراسة:	.....
12	الفصل الأول: الإطار النظري للتحرير المالي والوساطة المالية.	.....
12	مقدمة الفصل:	.....
14	1. القطاع المالي في الدول النامية بين الكبح والتحرير المالي:	.....
15	1.1. سلبيات كبح القطاع المالي في الدول النامية ودواعي التحرير:	.....
15	1.1.1. مفهوم الكبح المالي:	.....
19	2.1.1. خلفيات كبح القطاع المالي في الدول النامية:	.....
19	1.2.1.1. أوضاع القطاعات المالية في الدول النامية بعد استقلالها:	.....
20	2.2.1.1. أثر قوانين الربا:	.....

فهرس المحتويات

- 1.3.2.1. تأثير السياسة الاقتصادية في الخمسينيات والستينيات بالآراء الكينزية: 20
- 4.2.1.1. الحاجة إلى تمويل عجز الموازنة العامة والمشروعات الكبرى للدولة بتكلفة منخفضة: 21
- 3.1.1. نتائج تطبيق سياسة الكبح المالي في الدول النامية: 21
- 2.1. الدول النامية من الكبح إلى التحرير المالي: 24
- 1.2.1. مفهوم التحرير المالي: 24
- 2.2.1. أساليب التحرير المالي: 26
- 1.3.2. دوافع التحرير المالي: 27
- 4.2.1. مظاهر التحرير المالي: 27
- 1.4.2.1. تحرير النظم الهيكلية (التحرير الهيكلي): 28
- 1.1.4.2.1. التمويل بدون وساطة بنكية (التمويل المباشر): 28
- 2.1.4.2.1. استبعاد القيود التنظيمية لممارسة النشاط البنكي (اللاتنظيم): 28
- 3.1.4.2.1. إزالة الحواجز وفتح الحدود: 29
- 2.4.2.1. تحرير النظم الإشرافية: 29
- 3.1. الأعمال المؤسسة لنظرية التحرير المالي: 30
- 1.3.1. المنهج النيوكلاسيكي للتحرير المالي (McKinnon & Shaw Model (1973): 30
- 1.1.3.1. نموذج Ronald McKinnon (1973) (الاقتصاد المجزأ وتكاملية النقود ورأس المال): 32
- 2.1.3.1. نموذج Edward Shaw (1973) (الانفتاح والتعمق المالي): 38
- 2.3.1. الأعمال المؤيدة لمنهج McKinnon و Shaw في التحرير المالي: 44
- 1.2.3.1. تحليل (Kapur (1976): 45
- 2.2.3.1. تحليل (Vogel and Buser (1976): 46
- 3.2.3.1. تحليل (Galbis (1977): 48
- 4.2.3.1. تحليل (Mathieson (1980): 51
- 5.2.3.1. تحليل (Roubini and Sala-i-Martin (1992): 57
- 4.1. التحرير المالي من النظرية إلى محيط التطبيق: 62
- 1.4.1. الأعمال المنتقدة لمنهج McKinnon و Shaw في التحرير المالي: 63
- 1.1.4.1. أعمال الهيكليين الجدد (The New Structuralists): 63

فهرس المحتويات

- 631.1.1.4.1. إهمال دور القطاع المالي غير الرسمي:
- 682.1.1.4.1. ضرورة التدخل الحكومي في القطاع المالي:
- 692.1.4.1. أعمال ما بعد الكينزيين (The Post-Keynesian):
- 701.2.1.4.1. تحليل (Burkett and Dutt (1991):
- 732.2.1.4.1. انتقادات أخرى مستوحاة من الأفكار الكينزية:
- 773.1.4.1. أعمال الكينزيين الجدد (The New Keynesian):
- 832.4.1. شروط نجاح سياسة التحرير المالي:
- 831.2.4.1. استقرار الاقتصاد الكلي:
- 882.2.4.1. جودة ونوعية الإطار المؤسسي:
- 913.2.4.1. التدرج في تنفيذ برنامج التحرير المالي:
- 932. الأسس النظرية للوساطة المالية:
- 941.2. أساليب تدفق الأموال داخل النظام المالي:
- 951.1.2. التمويل الداخلي:
- 962.1.2. التمويل الخارجي:
- 991.2.1.2. التمويل المباشر:
- 100.....1.1.2.1.2. التمويل المباشر للمؤسسات الاقتصادية:
- 101.....2.1.2.1.2. التمويل المباشر للأفراد:
- 101.....3.1.2.1.2. التمويل المباشر للحكومات:
- 102.....2.2.1.2. التمويل غير المباشر (الوساطة المالية):
- 106.....2.2. النظام المالي بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاديات الأسواق المالية:
- 106.....1.2.2. التمويل في نظام اقتصاديات الاستدانة:
- 108.....2.2.2. التمويل في نظام اقتصاديات الأسواق المالية:
- 111.....3.2.2. الانتقال من اقتصاديات الاستدانة إلى اقتصاديات الأسواق المالية:
- 113.....3.2. مفاهيم أساسية حول الوساطة المالية:
- 113.....1.3.2. مفهوم الوساطة المالية:
- 115.....2.3.2. نشأة الوساطة المالية وتطورها عبر التاريخ:

فهرس المحتويات

118.....	3.3.2. أنواع الوساطة المالية:
119.....	1.3.3.2. الوساطة السوقية (Intermédiation de Marché):
119.....	2.3.3.2. الوساطة الميزانية (Intermédiation de Bilan):
120.....	1.2.3.3.2. الوساطة المالية النقدية (الوساطة البنكية):
120.....	2.2.3.3.2. الوساطة المالية غير النقدية:
121.....	4.3.2. مؤشرات قياس تطور الوساطة المالية (الوساطة الميزانية):
122.....	1.4.3.2. عمق وحجم قطاع الوساطة المالية:
123.....	2.4.3.2. كفاءة الوساطة المالية:
123.....	3.4.3.2. إمكانية النفاذ والوصول إلى خدمات مؤسسات الوساطة المالية:
123.....	5.3.2. مؤسسات الوساطة المالية (الوساطة الميزانية):
124.....	1.5.3.2. مؤسسات الوساطة المالية النقدية:
124.....	1.1.5.3.2. البنوك التجارية (Commercial Banks):
125.....	2.1.5.3.2. بنوك الادخار المشتركة (Mutual Saving Banks):
125.....	3.1.5.3.2. مصارف الادخار والإقراض (Saving and Loan Associations):
126.....	4.1.5.3.2. الاتحادات الائتمانية (Credit Unions):
126.....	2.5.3.2. مؤسسات الوساطة المالية غير النقدية:
126.....	1.2.5.3.2. شركات التأمين (Insurance Companies):
128.....	2.2.5.3.2. صناديق التقاعد (Pension funds):
128.....	3.2.5.3.2. شركات الاستثمار (شركات صناديق الاستثمار المشترك):
129.....	4.2.5.3.2. صناديق الاستثمار في سوق النقود:
129.....	5.2.5.3.2. شركات التمويل:
130.....	4.2. الأسس النظرية للوساطة المالية:
132.....	1.4.2. النظرية التقليدية للوساطة المالية (منهج الاقتصاد الكلي):
132.....	1.1.4.2. تحليل Gurley & Shaw:
135.....	2.1.4.2. الانتقادات الموجهة لنموذج Gurley & Shaw:
136.....	2.4.2. النظرية الحديثة للوساطة المالية (منهج الاقتصاد الجزئي):

فهرس المحتويات

137.....	1.2.4.2. الوساطة المالية وتخفيض تكاليف المعاملات في الأصول المالية:
139.....	2.2.4.2. الوساطة المالية وظاهرة عدم تماثل المعلومات:
142.....	1.2.2.4.2. الوساطة المالية ومشكلة الاختيار العكسي:
142.....	1.1.2.2.4.2. نموذج (Leland & Pyle (1977):
143.....	2.1.2.2.4.2. نموذج (Stiglitz & Weiss (1981):
145.....	3.1.2.2.4.2. نموذج (Bester (1985):
146.....	2.2.2.4.2. الوساطة المالية ومشكلة المخاطر الأخلاقية:
147.....	1.2.2.2.4.2. نموذج (Diamond (1984):
147.....	2.2.2.2.4.2. نموذج (Diamond (1996):
148.....	3.2.4.2. الوساطة المالية وتخفيض المخاطر:
150.....	4.2.4.2. الوساطة المالية وتوفير السيولة:
151.....	1.4.2.4.2. نموذج (Diamond-Dybvig (1983):
152.....	3. قراءة نظرية حول العلاقة القائمة بين التحرير المالي والوساطة المالية:
154.....	1.3. الكبح المالي والوساطة المالية:
154.....	2.3. التحرير المالي والوساطة المالية:
157.....	1.2.3. إدارة المحافظ المالية للبنوك التجارية في ظل سياسة التحرير المالي:
159.....	1.1.2.3. أثر تحرير سعر الفائدة على القروض على تركيبة محفظة أصول البنك:
160.....	2.2.3. منهج الصناعة البنكية (نموذج Klein-Monti):
162.....	3.3. تراجع دور الوساطة المالية التقليدية والاتجاهات الحديثة:
163.....	1.3.3. التمويل بدون وساطة مالية (لا وساطة مالية):
163.....	2.3.3. تطوير عمليات خارج الميزانية:
165.....	خاتمة الفصل:
167.....	الفصل الثاني: الدراسات التجريبية السابقة.
167.....	مقدمة الفصل:
169.....	1. الدراسات التجريبية السابقة التي أثبتت الأثر الإيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية:
169.....	1.1. دراسة (De Melo & Taybout (1986):

فهرس المحتويات

- 170.....:Demetriades & Luintel (1996) دراسة .2.1
- 171.....:Laurenceson & Chai (1998) دراسة .3.1
- 172.....:Klein & Olivei (1999, 2008) دراسة .4.1
- 174.....: Arestis et al (2002) دراسة .5.1
- 175.....: Demirgüç-Kunt et al (2003) دراسة .6.1
- 176.....:Hachicha, Nejb (2005) دراسة .7.1
- 178.....: Bhetuwal (2007) دراسة .8.1
- 179.....:McDonald & Schumacher (2007) دراسة .9.1
- 179.....:Tressel & Detragiache (2008) دراسة .10.1
- 180.....:Law & Habibullah (2009) دراسة .11.1
- 181.....:Owusu-Antwi (2009) دراسة .12.1
- 182.....: Hanh (2010) دراسة .13.1
- 184.....: Low et al (2010) دراسة .14.1
- 185.....:Enowbi-Batuo & Kupukile (2010) دراسة .15.1
- 186.....: Chortareas et al (2013) دراسة .16.1
- 186.....:Obadeyi, J. A (2014) دراسة .17.1
- 188.....:Ben Naceur et al (2014) دراسة .18.1
- 189.....: Touny (2014) دراسة .19.1
- 191.....:Gazdar & Cherif (2014) دراسة .20.1
- 193.....:Trabelsi & Cherif (2016) دراسة .21.1
- 195.....:Dermechi (2017) دراسة .22.1
- 196.....:Dogga et al (2017) دراسة .23.1
- 197.....:Bayar et al (2017) دراسة .24.1
- 198.....:Cakan (2017) دراسة .25.1
- 199.....:Yao & Eugène (2018) دراسة .26.1
- 199.....:Abubakar & Kassim (2018) دراسة .27.1

فهرس المحتويات

- 200.....:Khatun (2019) دراسة 28.1
- 201.....:De Moraes et al (2019) دراسة 29.1
204. الدراسات التجريبية السابقة التي نفت فرضية الأثر الإيجابي للتحرير المالي على الوساطة المالية: 2.
- 204.....:Rother (1999) دراسة 1.2
- 205.....:Park & Sehrt (2001) دراسة 2.2
- 206.....:Fries & Taci (2002) دراسة 3.2
- 206.....:Ang (2008, 2009) دراسة 4.2
- 208.....:Khalaf & Sanhita (2009) دراسة 5.2
- 209.....:Han Yu & Pei-Tha Gan (2010) دراسة 6.2
- 210.....:Asongu (2012) دراسة 7.2
- 211.....: David et al (2014) دراسة 8.2
- 212.....: Sabri (2014) دراسة 9.2
- 213.....:Ashraf (2017, 2018) دراسة 10.2
- 215.....:Hamad Khalaf (2019) دراسة 11.2
3. الدراسات التجريبية السابقة التي أدرجت شروط نجاح سياسة التحرير المالي كمتغير شرطي في العلاقة بين التحرير والوساطة المالية: 217.....
- 217.....:مستوى التطور المؤسسي كمتغير شرطي: 1.3
- 217.....:Beji (2007) دراسة 1.1.3
- 218.....:Calderón & Kubota (2009) دراسة 2.1.3
- 220.....:Karikari (2010) دراسة 3.1.3
- 220.....:Beji (2015) دراسة 4.1.3
- 222.....:الانفتاح التجاري كمتغير شرطي: 2.3
- 222.....:Law & Demetriades (2006) دراسة 1.2.3
- 223.....:Baltagi et al (2009) دراسة 2.2.3
- 224.....: Açıkgoz et al (2009) دراسة 3.2.3
- 225.....:Hosseininasab et al (2012) دراسة 4.2.3

227.....	:Al-Fayoumi & Abuzayed (2014) دراسة	5.2.3
229.....	: Shahbaz et al (2014) دراسة	6.2.3
229.....	: Zhang et al (2015) دراسة	7.2.3
232.....	:Karimu & Marbuah (2017) دراسة	8.2.3
233.....	:Aluko & Ajayi (2017) دراسة	9.2.3
234.....	:Ayaydin et al (2018) دراسة	10.2.3
235.....	:Aluko et al (2019) دراسة	11.2.3
237.....	: Arif & Rawat (2019) دراسة	12.2.3
239.....	خاتمة الفصل:	
242.....	الفصل الثالث: دراسة قياسية لعينة من الدول النامية باستخدام بيانات بانل	
242.....	مقدمة الفصل:	
244.....	1. الإطار العام للدراسة القياسية وأهدافها:	
244.....	2. الإطار القياسي المتبع في التحليل:	
245.....	1.2. مدخل نظري لبيانات بانل:	
245.....	1.1.2. تعريف بيانات بانل:	
246.....	2.1.2. أهمية استخدام بيانات البانل:	
247.....	2.2. اختبارات التحديد:	
248.....	1.2.2. اختبارات التجانس (Hsiao (1986):	
250.....	1.2.2.2. اختبار بنية التجانس العام:	
251.....	2.2.2.2. اختبار تجانس شعاع المعلمات:	
252.....	3.2.2.2. اختبار تجانس الحدود الثابتة الفردية:	
253.....	3.2. النماذج التقليدية لبيانات بانل (التحليل الساكن):	
254.....	1.3.2. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model):	
254.....	2.3.2. نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model):	
255.....	3.3.2. نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model):	
256.....	4.3.2. اختبار Hausman (1978):	

257.....	4.2. اختبارات جذر الوحدة لبيانات بانل (Panel Unit Root Test):
259.....	1.4.2. اختبارات الجيل الأول: الاستقلال بين الوحدات.....
260.....	1.1.4.2. اختبار Levin, Lin & Chu (2002):
260.....	2.1.4.2. اختبار Im, Pesaran & Shin (1997, 2002, 2003):
262.....	3.1.4.2. اختبار Maddala & Wu (1999):
262.....	2.4.2. اختبارات الجيل الثاني: الارتباط بين الوحدات.....
263.....	1.2.4.2. اختبار Bai & Ng (2004):
264.....	2.2.4.2. اختبار Phillips & Sul (2003) and Moon & Perron (2004):
265.....	5.2. نموذج بانل الديناميكي المستخدم في التحليل:
267.....	1.5.2. التحيز الناتج عن الميل غير المتجانسة:
269.....	2.5.2. نموذج الانحدار الذاتي للفجوات المبطنة الموزعة لبيانات بانل غير المتجانسة:
269.....	1.2.5.2. مقدر وسط المجموعة (The mean group estimator):
270.....	2.2.5.2. مقدر وسط المجموعة المدمجة (The pooled mean group estimator):
272.....	3.2.5.2. اختبار Hausman للمفاضلة بين مقدر MG و PMG:
273.....	4.2.5.2. مقدر طريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية (The Dynamic fixed effect estimator):
273.....	3. منهجية الدراسة القياسية والنموذج المستخدم:
273.....	1.3. منهجية الدراسة القياسية:
274.....	2.3. نموذج الدراسة القياسية:
275.....	3.3. عينة الدراسة ومصادر البيانات:
277.....	4.3. وصف المتغيرات المستخدمة في الدراسة:
283.....	4. خطوات تقدير النموذج وعرض النتائج:
283.....	1.4. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:
285.....	2.4. الارتباط بين متغيرات النموذج:
286.....	3.4. اختبارات التجانس Hsiao (1986):
289.....	4.4. دراسة استقرارية بيانات بانل:
291.....	5.4. تقدير نماذج بانل الديناميكية Panel ARDL:

فهرس المحتويات

291.....	1.5.4. تقدير نموذج العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة:
293.....	2.5.4. تقدير نموذج كفاءة الوساطة المالية:
296.....	6.4. تحليل النتائج:
302.....	خاتمة الفصل
305.....	خاتمة عامة:
312.....	قائمة المصادر والمراجع
332.....	قائمة الملاحق:

المخلص:

تهدف هذه الأطروحة إلى دراسة تأثير سياسات التحرير المالي على الوساطة المالية في الدول النامية يتم من خلالها عرض مختلف الأدبيات النظرية والتجريبية لسياسات التحرير المالي والوساطة المالية وانعكاسات تأثير هذه السياسات على الوساطة المالية، تتبعها الدراسة القياسية لاختبار هذه الانعكاسات إحصائياً، استخدمت الدراسة مؤشر العمق المالي للمؤسسات المالية الوسيطة ومؤشر كفاءة الوساطة المالية لقياس تطور الوساطة المالية ومؤشر الحرية المالية لقياس مستوى التحرير المالي كما تضمن تحليل الانحدار متغيرات التحكم المفسرة للوساطة المالية، ولتحقيق أهداف الأطروحة استخدمت الدراسة طريقة تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية غير المستقرة (Panel Data)، وقد تم إجراء الدراسة القياسية على نموذج ديناميكي المبنى على نموذج تصحيح الخطأ باستعمال طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG، طريقة وسط المجموعة MG وطريقة التأثيرات الثابتة الديناميكية DFE في التقدير بهدف ضبط الأثر في المدى القصير والطويل، ويقضي هذا النوع من النماذج أولاً إجراء اختبارات التجانس واختبارات جذر الوحدة، وشملت عينة الدراسة 22 دولة نامية خلال الفترة من 1995 إلى 2017 بالاعتماد على البيانات المنشورة من طرف البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، الدليل الدول للمخاطر القطرية ومؤسسة التراث الأمريكية، وقد بينت نتائج التقدير بأن مقدرات طريقة وسط المجموعة المدمجة PMG تظهر متسقة وأكثر كفاءة، ومن جانب آخر أظهرت النتائج وجود أثر سلبي للتحرير المالي على العمق المالي وعلى كفاءة الوساطة المالية في المدى الطويل، وقد أرجع معظم الباحثين هذا التأثير السلبي إلى بعض العوامل بما في ذلك ضعف الإشراف والرقابة على القطاع المصرفي، تخلف الأنظمة المالية والأجهزة المصرفية وغياب الإطار القانوني والبيئة المناسبة لنجاح سياسة التحرير المالي وعدم الاستقرار الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: التحرير المالي، الوساطة المالية، الدول النامية، بيانات بانل.

Résumé :

L'objectif de cette thèse est d'examiner l'impact des politiques de libéralisation financière sur l'intermédiation financière dans les pays en voie de développement, à travers laquelle sont présentés les divers littérature théoriques et empiriques sur la libéralisation financière et l'intermédiation financière, ainsi que l'implications de l'impact de ces politiques sur l'intermédiation financière, suivi par une étude économétrique permettant de tester ces implications statistiquement. L'étude a utilisé l'indice de la profondeur des institutions financières et l'indice de l'efficacité de l'intermédiation financière pour mesurer le développement de l'intermédiation financière, ainsi que l'indice de liberté financière pour mesurer le niveau de la libéralisation financière, l'analyse des régressions incluait également des variables de contrôle considérées comme des variables explicatives de l'intermédiation financière. Et pour réaliser l'objectif de cette thèse, l'étude a utilisé l'analyse de données de panel non stationnaire à travers d'un modèle dynamique basé sur le modèle de correction d'erreur ont utilisons les méthodes de la Moyenne de Groupe Agrégée (PMG), la Moyenne de groupe (MG) et l'effet fixe dynamique (DFE) pour estimer le modèle de Panel ARDL afin d'ajuster l'impact à court et à long terme. Ce type de modèles nécessite d'abord effectuer des tests d'homogénéité et des tests de racine unitaire. L'échantillon de l'étude comprenait de 22 pays en voie de développement entre 1995 et 2017 sur la base des données publiées par la Banque mondiale, le Fonds monétaire international (FMI), le Guide internationale des risques pays (ICRG) et le la fondation d'héritage américaine. Les résultats ont montré que les estimateurs PMG sont cohérents et plus efficaces. D'autre part, les résultats ont montré que la libéralisation financière avait un impact négatif sur la profondeur des institutions financières et l'efficacité de l'intermédiation financière à long terme. Selon la plupart des chercheurs, cet effet négatif est dû à certains facteurs, notamment la faiblesse de la supervision et du contrôle du secteur bancaire, le sous-développement des systèmes financiers et bancaires et l'absence d'un cadre juridique et d'un environnement propices au succès de la politique de libéralisation financière et de l'instabilité économique.

Mots clés : Libéralisation financière, intermédiation financière, pays en voie de développement, données de panel.

Abstract:

This thesis aims to examine the impact of financial liberalization policies on the financial intermediation in developing countries, through which are presented the various theoretical and empirical literature on financial liberalization and financial intermediation as well as the implications of these impact of these policies on financial intermediation, followed by an econometric study to test these implications statistically. The study used the financial institutions depth index and the financial intermediation efficiency index to measure the development of financial intermediation, and the financial freedom index to measure the level of financial liberalization, also regressions analysis included control variables viewed as explanatory variables for financial intermediation. In addition to achieve the objective of this thesis, the study used the non-stationary panel data analysis, through a dynamic model based on error correction model using the Pooled mean group (PMG), the Mean group (MG) and the dynamic fixed effect (DFE) to estimate Panel ARDL model in order to adjust the impact in the short and long run. This type of model requires first to conducting homogeneity tests and unit root tests. The study sample included 22 developing countries during the period from 1995 to 2017 based on the data published by the World Bank, the International Monetary Fund (IMF), the International Country Risk Guide (ICRG) and Heritage Foundation. The results showed that the PMG estimators are consistent and more efficient. On the other hand, the results showed that there is a negative impact of financial liberalization on financial institutions depth and the financial intermediation efficiency in the long-run. This negative effect, according to most researchers, is due to some factors including weak supervision and control of the banking sector, underdevelopment of financial and banking systems and the absence of a legal framework and environment for the success of financial liberalization policy and economic instability.

Key words: Financial liberalization, financial intermediation, developing countries, panel data.