

أثر هيكل القطاع المالي (بنوك مقابل أسواق) على النمو الاقتصادي:  
دراسة قياسية لعينة من 85 دولة للفترة (1990-2020)

**Impact of financial structure (Banks & Markets based) and economic growth:  
An Econometric Study for a sample of 85 countries over the Period (1990-2020)**

نورة بيبي<sup>1</sup> \*، عبد القادر دبوش<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد، جامعة 8 ماي 1945 قالمة- الجزائر، Amel.prof@gmail.com  
<sup>2</sup> مخبر التنمية الذاتية والحكم الراشد، جامعة 8 ماي 1945 قالمة- الجزائر، Kader.prof@gmail.com

النشر: 2023/06/30

القبول: 2023/06/28

الاستلام: 2023/02/19

ملخص:

قدم العديد من الاقتصاديين وصانعي السياسات حجج مختلفة فيما يتعلق بأهمية الهيكل المالي القائم على البنوك مقابل القائم على الأسواق في تفسير النمو الاقتصادي. تهدف هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين التمويل والنمو بناء على فئات هيكل القطاع المالي. ولتقدير أثر هيكل القطاع المالي (المعتمد على البنوك والأسواق) على النمو الاقتصادي في 85 دولة خلال الفترة من 1990 إلى 2020، تستخدم الدراسة بيانات تقاطعية.

تؤكد نتائج الدراسة على عدم وجود أثر لهيكل المالي القائم على البنوك أو السوق على معدل النمو. كذلك، أوضحت الدراسة أن توفير الخدمات المالية (مزيج من البنوك والأسواق المالية) له أثر موجب على النمو الاقتصادي.  
الكلمات المفتاحية: هيكل القطاع المالي، بنوك، أسواق مالية، خدمات مالية، نمو.

رموز JEL: G10، G21، O16، O40.

**Abstract:**

Various arguments have been advanced by policymakers and economists concerning the relevance of bank-based and market-based structure in explaining the economic growth. The aim of this study is examine the finance-growth nexus, based on structure categories .To estimate the impact of financial structure (bank-based and market-based) on economic growth in 85 countries during the period from 1990 to 2020, the paper uses a Cross-country data .

The results of the study confirm that there is no effect for the bank-based or market-based views financial structure on economic growth. Rather the study opined that it is the provision of financial services (combination of banks and financial markets) has a positive impact on the economic growth.

**Keywords:** Financial structure, bank, financial market, financial services, growth.

**(JEL) Classification :** G10, G21 ·O16, O40.

## 1. مقدمة:

سعى Goldsmith منذ 50 عاما تقريبا، إلى توثيق العلاقة بين المالية والنمو. ومنذ ذلك الحين شهدت الأدبيات النظرية والدراسات التجريبية تقدما كبيرا في هذا المجال خصوصا مع بداية تسعينيات القرن الماضي. حيث سلطت الضوء في مجملها على وجود علاقة إيجابية وقوية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي. وتظهر الدراسات من الاقتصاديات المتقدمة في العالم، أن هيكل القطاع المالي مهم في تفسير النمو الاقتصادي. نتائج هذه الدراسات لم تعتبر نقطة مرجعية للدول الأخرى خصوصا النامية، وذلك لأسباب عدة أهمها القضايا المتعلقة بالاختلافات الهيكلية في مستوى التنمية والهيكل الاقتصادي. وعلى العكس من ذلك، كشفت الدراسات الشاملة أن هيكل القطاع المالي لا علاقة له بتفسير معدل النمو الاقتصادي. أي أنه لا هيكل القطاع المالي القائم على البنوك ولا هيكل القطاع المالي القائم على الأسواق المالية يمكنه تفسير النمو الاقتصادي. وبدلا من ذلك، أوضحت الدراسات أن توفير الخدمات المالية بشكل عام (مزيج من البنوك والأسواق المالية) هو المهم.

## 1.1. إشكالية الدراسة:

تبعاً للعرض السابق، ندرج مشكلة الدراسة في السؤال التالي:

هل يوجد أثر لهيكل القطاع المالي (القائم على البنوك أو القائم على السوق) على النمو الاقتصادي في عينة من 85 دولة للفترة 1990-2020؟

## 1.2. فرضية الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة، ندرج الفرضية التالية:

لا يوجد أثر لهيكل القطاع المالي (القائم على البنوك أو القائم على السوق) على النمو الاقتصادي في عينة من 85 دولة للفترة 1990-2020؟

## 3.1. أهمية الدراسة:

يعتبر تطوير القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية من السبل التي يمكن من خلالها دعم النمو من خلال توفير السيولة لتمويل الشركات. ومن ثم فإن إنشاء مساهمة لمعرفة دور هيكل القطاع المالي في الأداء الاقتصادي له أهمية حاسمة لواضعي السياسات والمسؤولين الحكوميين يسمح لهم باتخاذ التدابير الفاعلة في تطوير القطاع المالي.

## 4.1. أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى:

- عرض للإطار النظري المتعلق بهيكل القطاع المالي فيما إن كان قائم على البنوك أو قائم على الأسواق المالية.

- استكشاف العلاقة بين هيكل القطاع المالي -الدرجة التي يعتمد عليها النظام المالي للبلد على البنوك أو الأسواق المالية- والأداء الاقتصادي.

- تحديد أدلة تجريبية من خلال بناء نموذج يسمح بالتمييز بين النظريات المتنافسة لهيكل القطاع المالي وأثرها على النمو، وتساعد صانعي السياسات في تصميم استراتيجيات مناسبة لتطوير القطاع المالي.

### 5.1. منهج الدراسة:

اعتمدنا في دراستنا على منهجين: أولهما، المنهج الوصفي الذي يسمح لنا بعرض مختلف الأدبيات الاقتصادية ذات الصلة بمتغير الدراسة وهو هيكل القطاع المالي. وثانيهما، المنهج الاستقرائي من خلال تكوين نموذج انحدار خطي متعدد يعتمد على بيانات تقاطعية لعينة من 85 دولة للفترة 1990-2020، يسمح لنا بالكشف عن الأثر المحتمل لهيكل القطاع المالي (قائم على البنوك أو الأسواق المالية) على معدل النمو الاقتصادي، وذلك باستخدام أساليب القياس الاقتصادي.

### 2. الإطار النظري

#### 1.2 تمهيد

تاريخياً، كان هناك جدل بين الاقتصاديين حول دور هيكل القطاع المالي في النمو الاقتصادي. على وجه التحديد، يدور النقاش حول الأهمية النسبية للقطاع المالي القائمة على البنوك والقائم على السوق في تحفيز النمو الاقتصادي.

#### 2.2 تعريف هيكل القطاع المالي

لفهم العلاقة بين هيكل القطاع المالي Financial structure والأداء الاقتصادي، نحتاج أولاً إلى فهم كيفية هيكل النظام المالي الحالي عبر البلدان. لقد تطورت الأنظمة المالية على طول مسارات مختلفة في البلدان على مدى فترة طويلة جداً. بالتالي، هناك اختلافات جوهرية في الهيكل المالي للدول. تتبع الأدبيات في هذا الصدد نهجاً ثنائياً في تصنيف الهيكل المالي، وغالباً ما تركز على الحجم النسبي للبنوك وأسواق الأسهم في البلدان. باستخدام طريقة التصنيف هذه، يتم تعريف الهيكل المالي على أنه إما قائم على البنوك Bank-based أو قائم على السوق Market-based. من الناحية العملية، يجمع الهيكل المالي بينهما في نفس الوقت. (Allen,

Gu, & Kowalewski, 2017, p. 14)

وقد عرف Goldsmith سنة 1969، الهيكل المالي على أنه: "مزيج من الأدوات المالية والأسواق والمؤسسات المالية العاملة في دولة، ومدى ارتباطها في الطبيعة، الشكل أو النطاق". (Liu, Fan, Xie, & Wang, 2022, p. 26)

ويمكن تعريف الهيكل المالي على أنه: "المؤسسات، التكنولوجيا والقواعد التي تحكم تنظيم التبادل الزمني للمدفوعات في وقت معين". في هذا الإطار، قدم كل من Schmidt سنة 1999 و Hackethal سنة 2000، مناقشة حول الأنظمة الفرعية للنظام المالي، مع التأكيد على أن التفاعلات بين المؤسسات والتكنولوجيا وقواعد اللعبة يجب أن تسمح للهيكل المالي بتشكيل نظام متماسك. وخلصا إلى أن السياسة الهيكلية التي تهدف إلى تعديل أجزاء فقط من الهيكل المالي قد تعرقل عمله بشكل عام. (Thiel, 2001, p. 27)

ويعرف الهيكل المالي للدولة كذلك على أنه: "المؤسسات، التكنولوجيا المالية وقواعد اللعبة التي تحدد كيفية تنظيم النشاط المالي في وقت ما". يمكن تشبيه الهيكل المالي بالنسبة للنظام المالي كأساس المنزل. حيث أنه يمكن بناء العديد من المنازل المختلفة على نفس الأساس. ومع ذلك، من المستحيل بناء بعض أنواع المنازل. مثلا، إذا تم تصميم الأساس لمنزل من طابق واحد، فلا يمكن استخدامه لبناء ناطحة سحاب. (Stulz, 2001, pp. 146-147)

كما يعرف هيكل القطاع المالي على نطاق واسع بأنه: "مزيج من المؤسسات المالية والأسواق المالية والأدوات المالية". (Guei, 2018, p. 2)

### 3.2 خصائص هيكل القطاع المالي

#### 1.3.2 خصائص هيكل القطاع المالي القائم على البنوك

في اقتصاد قائم على البنوك أو اقتصاد الدين (أو التمويل غير المباشر)، يتم تمويل جزء صغير من احتياجات الشركات عن طريق إصدار الأوراق المالية. يتم ضمان متطلبات التمويل لقطاعات الاقتصاد بشكل أساسي من خلال الوسطاء الماليين، أي عن طريق الائتمان المصرفي. وبالتالي، فإن الشركات تكون متقلبة بالديون اتجاه البنوك التي بدورها تعيد تمويل نفسها من البنك المركزي. يتميز هذا الهيكل بخمس خصائص رئيسية هي: (Aka, 2005، الصفحات 79-80)

أ- أسواق رأس المال متخلفة ودرجة التكامل بين الأقسام منخفضة. على عكس اقتصاد سوق رأس المال، فإن قائمة الأصول المالية ليست كبيرة بما يكفي، وتنوع اللاعبين منخفض وتقل سيولة الأسواق لضمان مرور سهل بين المدى القصير والمدى الطويل.

- ب- للخبزينة دائرتها الخاصة، مما يعني أن مديونيتها لا تترجم إلى إصدارات مرتبطة بالأوراق المالية للجمهور .
- ج- يختلف هيكل الميزانية العمومية للبنوك، التي تسود في هذا الاقتصاد، عن اقتصاد أسواق رأس المال. من ناحية، تكون هناك حصة صغيرة من الأوراق المالية في الأصول، مع غلبة القروض المصرفية للشركات. من ناحية أخرى، يضاف إلى الودائع في الخصوم إعادة التمويل الهيكلي مع البنك المركزي.
- د- سعر الفائدة ليس سعر السوق الحقيقي. يعتمد هذا المعدل على سلوك تعظيم الربح التشغيلي (الفائدة المستلمة مطروحا منها الفائدة المدفوعة مطروحا منها تكاليف التشغيل). يعتمد سعر الفائدة على معدل إعادة التمويل وتكلفة الموارد المدفوعة وتكاليف تشغيل الوحدة. وبالتالي، فإن أسعار الفائدة على الإقراض تعتمد في المقام الأول على ما يشكل تكلفة الائتمان للبنك وبشكل هامشي فقط على التغيرات في الطلب على الأموال.
- هـ- البنك المركزي هو العامل الأول المكون لاقتصاديات الدين. إنه يضمن احتياجات إعادة التمويل للبنوك ، وما هو أبعد من ذلك، للاقتصاد ككل.

### 2.3.2 خصائص هيكل القطاع المالي القائم على الأسواق المالية

- في الاقتصاد القائم على السوق المالية (أو التمويل المباشر)، تتم تغطية معظم احتياجات التمويل من خلال إصدار الشركات للأوراق المالية (الأسهم والسندات والأوراق التجارية) التي يكتب بها المستثمرون. يتسم هذا الهيكل بأربع خصائص رئيسية مترابطة ويصعب فصلها وهي: (Aka, 2005, pp. 77-78)
- أ- تكامل الأجزاء المختلفة لأسواق المال قوي للغاية. توجد قائمة أصول بدرجة عالية من قابلية الاستبدال بالنظر إلى السيولة العالية في الأسواق؛ مما يجعل من الممكن الانتقال من المدى القصير إلى المدى الطويل، بدون أجل وبدون صعوبة.
- ب- أسعار الفائدة هي أسعار السوق الحقيقية. تشير درجة التكامل بين الأقسام إلى أن معدل الفائدة الإجمالي يمثل بحد ذاته المواجهة بين القدرة والحاجة إلى تمويل الاقتصاد بأكمله.
- ج- تتميز اقتصاديات سوق رأس المال بوجود عجز كبير في ميزانية الدولة. لا يمكن للخبزينة العامة أن تغطي عجزها إلا بإصدار أوراق مالية للجمهور. وبالتالي، فإن شكل مديونية الخبزينة يضمن سيولة السوق من خلال الحجم الكبير للغاية للأوراق المالية الحكومية المتداولة.
- د- تتمتع البنوك بمكانة بارزة في هذا النوع من الاقتصاد كشركاء لوكلاء غير ماليين: تحويل آجال الاستحقاق (قروض قصيرة وقروض طويلة). يظهر هيكل الميزانيات العمومية للبنوك مكانا كبيرا للأوراق المالية على جانب الأصول والودائع على جانب الخصوم.

## 4.2 هيكل القطاع المالي والنمو الاقتصادي

منذ القرن التاسع عشر، جادل العديد من الاقتصاديين بأن الأنظمة القائمة على البنوك أفضل في تعبئة المدخرات، وتحديد الاستثمارات الجيدة، وممارسة الرقابة السليمة على الشركات، لا سيما خلال المراحل الأولى من التنمية الاقتصادية وفي البيئات المؤسسية الضعيفة. ومع ذلك، يؤكد آخرون على مزايا الأسواق في تخصيص رأس المال، وتوفير أدوات إدارة المخاطر، وتخفيف المشكلات المرتبطة بالبنوك ذات القوة المفرطة. لقد بنى الاقتصاديون عددا كبيرا من الأفكار النظرية حول المزايا النسبية للأنظمة المالية القائمة على البنوك مقابل الأنظمة القائمة على السوق. (Levine, 2002, pp. 398-399)

يوفر كل من القطاع المصرفي والأسواق المالية خدمات مالية ملائمة. ومع ذلك، هناك فرق كبير في الخدمات المقدمة من حيث النوع والجودة والكمية. تولد هذه الاختلافات احتكاكا كبيرا بين البنوك والأسواق المالية وتولي مزيدا من الاهتمام لمسألة هيكل القطاع المالي في عملية النمو. (Alghantari, 2018, p. 50)

تشير القراءة المتقاطعة للأدبيات إلى أنه يمكن فحص دور هيكل القطاع المالي في النمو الاقتصادي على أساس النظريات التالية:

### 1.4.2 وجهة نظر هيكل القطاع المالي القائم على البنوك

تؤكد وجهة نظر هيكل القطاع المالي القائم على البنوك، على مزايا البنوك ودورها الأساسي في النمو الاقتصادي بشكل أكثر فعالية من الأسواق، والتي تختلف باختلاف مستوى التنمية الاقتصادية للبلد. كما تؤكد على ملاءمة تعبئة رأس المال واختيار المشاريع الجيدة التي سيتم تنفيذها. يجادل مؤيدو وجهة النظر أيضا بأن تطور السوق المالي يشكل حاجزا أمام المشاريع المبتكرة. تتعامل البنوك مع هذه المشكلة من خلال تبني علاقة طويلة الأمد مع الشركات وتقوم بإخفاء المعلومات عن الجمهور مقارنة بالنظام القائم على السوق الذي يكشف المعلومات للجمهور. لذلك يتم تقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات في هيكل القطاع المالي القائم على البنوك. فهي تعمل بشكل وثيق مع الشركات وتختار رواد الأعمال الواعدين. وهذا يعني أنه يمكن تحسين حوكمة الشركات وتخصيص الموارد في هذا الهيكل. (Guei, 2018, pp. 3-4)

يعتبر Gerschenkron سنة 1962، من أوائل رواد هذا الفكر، حيث أرجع تطور إنتاج الحديد في فرنسا إلى تقدم الصناعة المصرفية. وأشار إلى دور البنوك في تشييد البنية التحتية وتطوير المدن. يجادل بعض الاقتصاديين بأن هيكل القطاع المالي القائم على البنوك أفضل من القائم على السوق. على سبيل المثال، أكد Goldsmith سنة 1969، على أن هيكل القطاع المالي القائم على البنوك في ألمانيا حسن العلاقة بين البنوك

والشركات في الاقتصاد. ذكر Porter سنة 1992، كذلك بأن الارتباط الوثيق بين البنوك والشركات في اليابان يزيد من الأموال القابلة للإقراض للشركات وبالتالي يعزز النمو. كما يؤكد Soskice و Hall سنة 2001، بأن الهيكل المالي القائم على البنوك هو أكثر بروزا في حوكمة الشركات من الهيكل المالي القائم على السوق المالي. ويرى Sawyer سنة 2014، أنه ليس من السهل توقع وجود نظام مالي بدون وجود قطاع مصرفي كمقدم للائتمان، ومع ذلك، ليس من الصعب توقع نظام مالي بدون سوق مالي. (Alghantari, 2018, pp. 51-52)

وجهة النظر القائمة على البنوك تسلط الضوء أيضا على الدور الإيجابي للبنوك في: (أ) الحصول على معلومات عن الشركات والمديرين وبالتالي تحسين تخصيص رأس المال وحوكمة الشركات. (ب) إدارة المخاطر الشاملة، والعبارة للأوقات، ومخاطر السيولة، وبالتالي تعزيز كفاءة الاستثمار والنمو الاقتصادي. و (ج) تعبئة رأس المال لاستغلال وفورات الحجم. كذلك، يؤكد Boot و Thakor سنة 1997، بأن البنوك - بصفتها تحالفات منسقة بين المستثمرين - أفضل من الأسواق المالية غير المنسقة في مراقبة الشركات وتقليل المخاطر المعنوية Moral hazard اللاحقة للإقراض (استبدال الأصول). يؤكد مؤيدو وجهة النظر القائمة على البنوك أيضا أن الأسواق السائلة تخلق مناخا قصير النظر للمستثمر. في الأسواق السائلة، يمكن للمستثمرين بيع أسهمهم بتكلفة زهيدة، بحيث يكون لديهم حوافز أقل لممارسة سيطرة صارمة على الشركات. وبالتالي، وفقا لوجهة النظر القائمة على البنوك، قد تؤدي زيادة تطوير السوق إلى إعاقة سيطرة الشركات والنمو الاقتصادي. علاوة على ذلك، يؤكد Gerschenkron سنة 1962، و Rajan و Zingales سنة 1998، على أن البنوك القوية يمكن أن تجبر الشركات بشكل أكثر فاعلية على سداد ديونها مقارنة بالأسواق، خاصة في البلدان ذات القدرات الضعيفة لإنفاذ العقود. وبدون وجود بنوك قوية لفرض السداد، قد يحجم المستثمرون الخارجيون عن تمويل التوسع الصناعي في البلدان ذات المؤسسات المتخلفة. وبالتالي، فإن وجهة النظر هذه، ترى أن البنوك - التي لا تتأثر بالقيود التنظيمية على أنشطتها - يمكنها استغلال وفورات الحجم في معالجة المعلومات، وتخفيف المخاطر المعنوية من خلال المراقبة الفعالة، وإقامة علاقات طويلة الأمد مع الشركات لتخفيف تشوه المعلومات غير المتكافئة، وبالتالي تعزيز النمو الاقتصادي. (Levine, 2002, pp. 399-400)

وقدم Chakraborty و Ray سنة 2006، دراسة للنظم المالية القائمة على البنوك مقابل النظم المالية القائمة على الأسواق المالية، حيث خلصت الدراسة إلى أن تفوق النظام المالي القائم على البنوك على النظام المالي

القائم على الأسواق من خلال العديد من الأبعاد، فالاستثمار ونصيب الفرد من الدخل يكون أعلى، عدم المساواة في الدخل أقل، وكذا ملاءمة هذا النوع للتصنيع. (Chakraborty & Ray, 2006, p. 329)

في نفس السياق، أكد Amable و Chatelain سنة 1995، أنه في ظل شروط محددة (مردودية المشاريع، نسبة كفاءة رجال الأعمال، شكل دالة التكلفة)، فإن الهيكل المالي المركز (المعتمد على البنوك) أكثر تشجيع لإنشاء المشاريع طويلة المدى، وبالتالي فهي تحفز النمو بدرجة أعلى من الهيكل المالي غير المركز (الذي يحوي عدد كبير من المقرضين الصغار). (Amable & Chatelain, 1995, p. 827)

#### 2.4.2 وجهة نظر هيكل القطاع المالي القائم على الأسواق المالية

تم فحص النهج النظري لوجهة نظر هيكل القطاع المالي القائم على السوق المالي من قبل العديد من الاقتصاديين خصوصاً بعد موجة التحرير المالي. فقد وجد Greenwood و Smith سنة 1997، أن معدل النمو في وجود البورصة أعلى مما تحقق مع القطاع المصرفي. ومع ذلك، فإن معدلي النمو هذين أعلى مما تم الحصول عليه في حالة الاكتفاء المالي. تعتمد هذه النتيجة على درجة نفور الأفراد من المخاطرة. في الواقع، يساهم سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي أكثر من القطاع المصرفي إذا كان الوكلاء لديهم نفور كبير من المخاطرة؛ في هذه الحالة، تخصص البنوك جزءاً كبيراً من محفظتها للاحتياطات للتعامل مع عمليات سحب السيولة. هذه الاحتياطات (القانونية أو الإلزامية) غير المواتية للوساطة المالية والنمو الاقتصادي غائبة في أسواق الأوراق المالية. ومع ذلك، فإن هذه الاحتياطات لها ميزة تعزيز استقرار النظام المصرفي وبالتالي تحسين رفاهية الوكلاء الاقتصاديين. (Eggho, 2010, p. 67)

وتبرز وجهة النظر القائمة على السوق الدور المعزز لنمو الأسواق التي تعمل بشكل جيد في: (أ) تعزيز حوافز أكبر للبحث على الشركات، حيث أنه من الأسهل الاستفادة من هذه المعلومات من خلال التداول في الأسواق الكبيرة والسائلة. (ب) تعزيز حوكمة الشركات من خلال تسهيل عمليات الاستحواذ وتسهيل ربط التعويض الإداري بأداء الشركة. و(ج) تسهيل إدارة المخاطر. علاوة على ذلك، فإن وجهة النظر القائمة على السوق تؤكد على المشاكل مع البنوك. على وجه التحديد، يمكن للبنوك القوية أن تعرقل الابتكار عن طريق حماية الشركات القائمة التي تربطها علاقات وثيقة معها من المنافسة. كذلك، قد تتواطأ البنوك القوية ذات القيود التنظيمية القليلة على أنشطتها مع مديري الشركات ضد الدائنين الآخرين وتعيق الحوكمة الفعالة للشركات. في المقابل، تلعب أسواق رأس المال التنافسية دوراً إيجابياً في تجميع إشارات المعلومات المنتشرة ونقل هذه المعلومات بشكل فعال إلى المستثمرين، مع ما يترتب على ذلك من آثار مفيدة على تمويل الشركات والأداء



الاقتصادي. وبالتالي، يؤكد مؤيدو وجهة النظر القائمة على السوق أن الأسواق ستقلل من أوجه القصور المتأصلة المرتبطة بالبنوك وتعزز النمو الاقتصادي. (Levine, 2002, p. 400)

ويفترض المدافعون عن الهيكل المالي القائم على السوق، أن مخصصات السوق المالية تقلل من مخاطر السيولة، وتيسر نفاذ المعلومات واتخاذ القرارات، وتسمح بتنوع أفضل في المحفظة. يرى Diamond سنة 1984، أن الأسواق المالية أفضل من البنوك من حيث نشر المعلومات المالية. وقد شدد Stiglitz سنة 1985، على أن الأسواق المالية المتقدمة تميل إلى الكشف عن المعلومات بسرعة أكبر، مما يقلل من حوافز المستثمرين للحصول على المعلومات. علاوة على ذلك، في ظل وجود تنوع في الآراء بين المستثمرين، فإن الهيكل القائم على السوق المالية أفضل من الهيكل القائم على البنوك في توفير الأموال للاستثمار. (Alghantari, 2018, p. 53)

انتقاد آخر لكفاءة النظام المصرفي يشمل حوكمة الشركات. أولاً، يعمل المصرفيون لمصالحهم الخاصة. ثم يمكن للشركات الاستيلاء على البنوك أو التواطؤ معها ضد دائنين آخرين. وبالتالي، يمكن للبنوك ذات النفوذ الكبير أن تمنع الخارجيين من طرد المديرين غير الأكفاء إذا كان هؤلاء كرماء بشكل خاص مع المصرفيين. (Aka, 2005, صفحة 85)

تدعي النظرية أيضاً أن هيكل القطاع المالي لبلد ما يتغير من هيكل مالي قائم على البنوك إلى هيكل مالي قائم على سوق على في المراحل المختلفة للتنمية. الأسواق عالية السيولة وذات الأداء الجيد تعمل على تشجيع النمو من خلال حوافز الريح. وبالتالي، تجادل النظرية بأن الأسواق ستقلل من أوجه القصور المرتبطة بالهيكل المالي القائم على البنوك. (Guei, 2018, p. 4)

هناك نقطة اختلاف مهمة موجودة في الهيكل المالي القائم على الأسواق المالية مقارنة بالقائم على البنوك، وهو حجم المعلومات المتاحة حول الشركات. في الأسواق المالية، هناك عدد كبير من الشركات مسعرة في البورصة وبالتالي يجب عليها أن تنشر حساباتها، وأن توفر بانتظام معلومات حول كفاءتها. وهذا ما يجعل وجود كمية كبيرة من المعلومات المتاحة، وهو الأمر الذي يساعد على جمع الاستثمارات، لأن الشركات يمكنها أن تتخذ قرارات استثمارية جيدة. (Kpodar, 2008, p. 98)

### 3.4.2 وجهة نظر الخدمات المالية

البعض الآخر من الكتاب يرفضون فكرة التفرقة بين الهيكل المالي القائم على البنوك مقابل الهيكل المالي القائم على أسواق المال، ويفضلون اعتبارها مسألة تطور القطاع المالي بشكل عام، لاسيما الترتيبات المؤسسية

التي توفر الخدمات المالية للاقتصاد - تكاليف المعلومات، المعاملات، وإنفاذ العقود تؤدي إلى حوافز لظهور الوسطاء والأسواق المالية-. في المقابل، فإن هذه المكونات للنظام المالي تعمل على توفير الوظائف المالية: فهي تقيم المشروع، وممارسة الرقابة على الشركات، وتسهيل إدارة المخاطر، وسهولة تعبئة المدخرات، وتيسير تبادل. وبالتالي، فإن "مقاربة الوظائف المالية" ترفض أولوية تمييز النظم المالية المستندة إلى البنك أو المستندة إلى السوق. ووفقا لهذا الرأي، فإن القضية الحاسمة للنمو هو ما إذا كان الاقتصاد لديه حق الوصول إلى قطاع مالي جيد، أما تركيبة القطاع المالي فهي ذات أهمية ثانوية. (Levine, 2004, p. 34)

انتقاد آخر وجه لأهمية الهيكل المالي بالنسبة للنمو يركز على فرضية التكامل بين القطاع البنكي وقطاع الأسواق المالية. فقد أثبت Demirgüç-Kunt و Maksimovic سنة 1995، أن تطور سوق الأوراق المالية في الدول النامية يؤدي إلى فرص لتقاسم المخاطر وتجميع المعلومات التي تسمح للشركات بزيادة الاعتماد على الاقتراض من القطاع المصرفي. (Demirgüç-Kunt & Maksimovic, 1995, p. 20)

كما وصف Sylla سنة 1998، في عرضه للبنوك والأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية في أواخر الفترة 1790-1840، بأن البنوك والأسواق المالية يكمل كل منهما الآخر. (Sylla, 1998, p. 94)

ولقد أكد Peia و Roszbach سنة 2015، إلى أنه عندما تكون البنوك وسوق الأوراق المالية غير فعالين، لا يمكن ضمان التأثير الإيجابي للتمويل على الاقتصاد. نظرا لأن البنوك والأسواق تقدم مكونات مختلفة للنظام المالي، فإنها لا تتنافس، بل تعزز النظام المالي. تقترح هذه النظرية أنه يجب التركيز على بناء هيكل مالي يعمل على تحسين البنوك والأسواق المالية معا. (Peia & Roszbach, 2015, p. 107)

وبحسب وجهة النظر هذه، فإن القضية الرئيسية ليست البنوك أو الأسواق. القضية هي خلق بيئة يقدم فيها الوسطاء والأسواق خدمات مالية سليمة. من الناحية المفاهيمية، تتوافق وجهة نظر الخدمات المالية تماما مع وجهات النظر القائمة على البنوك والقائمة على السوق. ومع ذلك، فإن وجهة نظر الخدمات المالية تسلط الضوء التحليلي على كيفية إنشاء بنوك وأسواق تعمل بشكل أفضل. (Levine, 2002, p. 401)

### 3. الدراسة التطبيقية

#### 1.3 تمهيد

بعد التطرق في الإطار النظري لمختلف وجهات النظر المتعلقة بأهمية هيكل القطاع المالي في تعزيز معدل النمو الاقتصادي. نحاول في هذا الجزء من الدراسة استكشاف مدى مساهمة هيكل القطاع المالي في النمو في عينة الدراسة.

## 2.3 تعيين النموذج

## 1.2.3 تحديد النموذج

انطلاقاً من النموذج المقترح من طرف (Levine, 2002)، يمكن تمثيل وجهات النظر المتعلقة بالهيكل المالي القائم على البنوك مقابل الهيكل المالي القائم على السوق، وكذا وجهة نظر الخدمات المالية في معادلة النمو القياسية. هذه المعادلة تمثل نموذج قياسي لمعدل النمو الاقتصادي كدالة لعدد من محددات النمو نعرضها في ثلاث صور كما يلي:

ثلاث صور كما يلي:

$$EGp_i = \alpha_0 + \alpha_1 FS_i + \alpha_2 X_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$EGp_i = \beta_0 + \beta_1 FD_i + \beta_2 X_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

$$EGp_i = \gamma_0 + \gamma_1 FS_i + \gamma_2 FD_i + \gamma_3 X_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

بحيث: EGp: تمثل معدل النمو، FS: تمثل هيكل القطاع المالي، FD: تمثل هيكل القطاع المالي X: تمثل المتغيرات المرابطة،  $\alpha, \beta, \gamma$ : معاملات، أ البلد.

فيما يتعلق بالتوقعات القبلية للمعاملات، تشير الفرضيات المختلفة المتعلقة بالهيكل المالي والنمو إلى توقعات مختلفة حول قيم المعاملات في الانحدارات المحددة في المعادلات (1)، (2) و (3) كما يلي:

- وجهة نظر القائمة على البنوك: تؤكد وجهة النظر هذه، على أن البنوك تعتبر محرك مهم للنمو الاقتصادي. لهذا فإننا نتوقع أن تكون إشارة المعاملات المقدرّة على النحو التالي:  $\alpha_1 < 0, \beta_1 > 0, \gamma_1 < 0, \gamma_2 > 0$

- وجهة نظر القائمة على الأسواق المالية: تعتبر وجهة نظر الهيكل المالي القائم على الأسواق المالية أن هذه الأخيرة لها دور إيجابي في زيادة معدل النمو الاقتصادي، وهذا ما يدفع إلى توقع أن تكون إشارة المعاملات المقدرّة على النحو التالي:  $\alpha_1 > 0, \beta_1 > 0, \gamma_1 > 0, \gamma_2 > 0$

- وجهة نظر الخدمات المالية: إن الخدمات المالية المقدمة للاقتصاد سواء من طرف البنوك أو الأسواق المالية تعزز معدل النمو الاقتصادي، لهذا فغن وجهة نظر الخدمات المالية تتوقع أن تكون إشارة المعاملات المقدرّة على النحو التالي:  $\beta_1 > 0, \gamma_2 > 0$

## 2.2.3 تحديد متغيرات النموذج

بالنسبة للمتغير التابع EGp، تستخدم الدراسة الحالية معدل النمو السنوي لنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للنمو الاقتصادي. يستخدم معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للفرد كمؤشر لقياس درجة الأنشطة الاقتصادية.

وبالنسبة للمتغيرات المستقلة، فإننا اعتمدنا على ثلاث مؤشرات مختلفة تشمل النشاط، الحجم والكفاءة لقياس أمثل وواسع لهيكل القطاع المالي FS وهي:

- **هيكل القطاع المالي، النشاط SA:** يمثل هذا المؤشر مقياس لنشاط قطاع الأسواق المالية نسبة إلى نشاط قطاع البنوك. ويساوي هذا المؤشر النسبة التالية باللوغارتم: (القيمة الإجمالية لجميع الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)/(القروض الممنوحة من طرف بنوك الإيداع كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي). كلما زادت قيم هذا المؤشر، فإن ذلك يشير إلى أن النظام المالي يعتمد على الأسواق المالية بشكل أكبر.

- **هيكل القطاع المالي، الحجم SS:** هذا المؤشر يعتبر مقياس لحجم قطاع الأسواق المالية نسبة إلى حجم قطاع البنوك. ويساوي هذا المؤشر النسبة التالية باللوغارتم: (رسملة البورصة كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي)/(القروض الممنوحة من طرف بنوك الإيداع كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي). كلما زادت قيم هذا المؤشر، فإن ذلك يشير إلى أن النظام المالي يعتمد على الأسواق المالية بشكل أكبر.

- **هيكل القطاع المالي، الكفاءة SE:** هذا المؤشر يعتبر مقياس لكفاءة قطاع الأسواق المالية نسبة إلى كفاءة قطاع البنوك. ويساوي هذا المؤشر النسبة التالية باللوغارتم: (معدل دوران السوق المالي بالنسبة المئوية)/(التكاليف العامة للبنك من إجمالي الأصول بالنسبة المئوية). تشير القيم الأكبر لكفاءة هيكل القطاع المالي، إلى نظام مالي يعتمد على الأسواق المالية بشكل أكبر.

أما الخدمات المالية فقد اعتمدنا لقياسها على أربعة مؤشرات هي:

- **مؤشر القروض المحلية الممنوحة للقطاع الخاص DCPS:** يشمل هذا المؤشر الموارد المالية المقدمة للقطاع الخاص. ويتم احتساب هذا المؤشر بقسمة الائتمان المحلي للقطاع الخاص على إجمالي الناتج المحلي باللوغاريتم.

- **مؤشر قيم التبادلات في البورصة TVT:** يشمل هذا المؤشر القيمة الإجمالية لجميع الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي باللوغاريتم.

- مؤشر رسملة البورصة MC: يتمثل في القيمة الإجمالية لجميع الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية كنسبة مئوية من إجمالي الناتج المحلي باللوغاريتم.
- مؤشر معدل دوران الأسهم TUR: يتمثل في إجمالي قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسوما على متوسط رسملة السوق لهذه الفترة باللوغاريتم.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات المراقبة، فقد تم إدراج عدد منها لمراقبة محددات النمو المختلفة، وهي:
- إجمالي الناتج المحلي للفرد الحقيقي الابتدائي GDPpci: يساوي هذا المؤشر لوغاريتم إجمالي الناتج المحلي الفردي في سنة 1990 مقيمة بالدولار الأمريكي بالأسعار الثابتة لسنة 2015.
- معدل التضخم INF: يتمثل في المؤشر السنوي لأسعار المستهلك باللوغاريتم.
- الإنفاق الاستهلاكي النهائي للحكومة GGFC: ويشمل جميع النفقات الحكومية لشراء السلع والخدمات ومعظم النفقات على الدفاع والأمن نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي باللوغاريتم.
- الانفتاح التجاري TRA: يقيس مدى انفتاح الدولة على القطاع الخارجي ويحسب بقسمة مجموع الصادرات والواردات نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي باللوغاريتم.
- معدل التعليم في المرحلة الثانوية SEN: يقيس هذا المتغير مستوى التنمية البشرية في البلد، ويحسب بقسمة عدد التلاميذ المسجلين في الثانوية بغض النظر إلى العمر على عدد السكان في نفس الفئة العمرية التي تتوافق مع مستوى التعليم باللوغاريتم.

### 3.2.3 العينة وفترة الدراسة

لفحص العلاقة بين الهيكل المالي والنمو، يحتاج المرء إلى مقياس للهيكل المالي. ويشير (Levine, 2002) أنه لسوء الحظ، لا يوجد تعريف مقبول بشكل موحد للهيكل المالي القائم على البنوك أو السوق. لهذا يعتبر تحديد مقياس مقبول ومرضي لقياس هيكل القطاع المالي خطوة مهمة. بناء على ذلك، تتضمن عينة الدراسة بيانات تقاطعية لـ 85 دولة خلال الفترة 1990-2020. تم تكوين هذه العينة بناء على توفر المعلومات المتعلقة بمختلف المتغيرات الداخلة في بناء النموذج، وهي أكبر عينة أمكن الحصول عليها، خصوصا أن الدول النامية لم تتطور فيها الأسواق المالية بشكل كافي خلال فترة الدراسة.

بيانات الدراسة تم جمعها من قاعدة بيانات البنك الدولي WDI بالنسبة للمتغير التابع والمتغيرات المراقبة. ومن قاعدة بيانات التطور المالي GFDD بالنسبة للمتغيرات المستقلة.

ونعرض في الجدول رقم (1) مختلف الدول المعتمدة في هذه الدراسة مصنفة حسب الدخل والمنطقة.

## الجدول رقم (01): الدول المعتمدة في عينة الدراسة

الدولة	المنطقة	الدخل
Australia, Hong Kong, Japan, Korea, Rep., New Zealand, Singapore.	شرق آسيا والباسيفيك	مرتفعة
Austria, Belgium, Croatia, Cyprus, Czechia, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, Ireland, Italy, Luxembourg, Netherlands, Norway, Poland, Portugal, Romania, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Sweden.	أوروبا وآسيا الوسطى	مرتفعة
Barbados, Chile, Panama.	أمريكا اللاتينية والكاريببي	الدخل
Bahrain, Kuwait, Malta, Oman, Qatar, Saudi Arabia, United Arab Emirates	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	مرتفعة
Canada, United States.	أمريكا الشمالية	مرتفعة
China, Malaysia, Thailand.	شرق آسيا والباسيفيك	متوسطة
Bulgaria, Kazakhstan, Russian Federation, Serbia, Turkiye.	أوروبا وآسيا الوسطى	متوسطة
Argentina, Brazil, Colombia, Costa Rica, Jamaica, Mexico, Peru, Venezuela, RB	أمريكا اللاتينية والكاريببي	الدخل
Jordan	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	أعلى
Mauritius, Namibia, South Africa.	إفريقيا جنوب الصحراء	أعلى
Indonesia, Papua New Guinea, Philippines, Vietnam.	شرق آسيا والباسيفيك	متوسطة
Ukraine	أوروبا وآسيا الوسطى	متوسطة
Algeria, Egypt, Arab Rep., Iran, Islamic Rep., Lebanon, Morocco, Tunisia, West Bank and Gaza	الشرق الأوسط وشمال إفريقيا	الدخل
Bangladesh, India, Pakistan, Sri Lanka.	جنوب آسيا	أدنى
Cote d'Ivoire, Eswatini, Ghana, Kenya, Nigeria, Zimbabwe.	إفريقيا جنوب الصحراء	أدنى

دول مرتفعة الدخل: دخلها أكبر من 13205 دولار، دول متوسطة الدخل أعلى: دخلها محصور بين 4256 و13205 دولار، دول متوسطة الدخل أدنى: دخلها محصور بين 1086 و4255 دولار. يعتمد التصنيف على بيانات الدخل الفردي لإجمالي الدخل الوطني لسنة 2021.

المصدر: من إعداد الباحثين

يظهر لنا الجدول رقم (1)، أن الدول المعتمدة في هذه الدراسة والتي عددها 85 دولة توفرت بياناتها تنقسم إلى: 43 دولة مرتفعة الدخل، 20 دولة متوسطة الدخل أعلى و22 دولة متوسطة الدخل أدنى. وهي تشمل مختلف مناطق العالم السبعة حسب تصنيف البنك الدولي كما يلي: 13 دولة من منطقة شرق آسيا والباسيفيك، 31 دولة من منطقة أوروبا وآسيا الوسطى، 11 دولة من منطقة أمريكا اللاتينية والكاريببي، 15 دولة من منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، 2 دول من منطقة شمال أمريكا، 4 دول من منطقة جنوب آسيا و9 دول من

منطقة إفريقيا جنوب الصحراء. تشير لنا هذه المعلومات أن عينة الدراسة يمكنها أن تمثل المجتمع خصوصا أنها تتنوع بين مستويات مختلفة للدخل (نلاحظ هنا أننا حذف الدول التي تنتمي إلى فئة الدخل الأدنى لأن) وكذلك مختلف مناطق العالم.

### 3.3 الإحصاءات الوصفية

نعرض بيانات وصفية تقاطعية لكل دولة كمتوسط حسابي خلال الفترة 1990-2020 لمتغير الهيكل المالي، وهذا لمعرفة طبيعة الهيكل المالي السائد في العينة. هذه الإحصاءات نعرضها في الجدول رقم (2).

الجدول رقم (02): إحصاءات وصفية تقاطعية لمتغير الهيكل المالي خلال الفترة 1990-2020

CountryName	SA	SS	SE	CountryName	SA	SS	SE
1 Algeria		-4,461	44	Malaysia	-1,079	0,262	3,176
2 Argentina	-1,173	-0,081	1,708	45 Malta	-4,391	-0,801	0,598
3 Australia	-0,502	-0,077	3,869	46 Mauritius	-3,253	-0,297	0,657
4 Austria	-2,239	-1,349	3,686	47 Mexico	-0,864	0,393	2,035
5 Bahrain	-2,742	0,517	1,204	48 Morocco	-1,946	0,102	1,078
6 Bangladesh	-2,455	-0,564	2,120	49 Namibia	-4,922	-1,723	3,597
7 Barbados	-4,644	-0,100	-0,275	50 Netherlands	-0,372	-0,161	4,391
8 Belgium	-1,267	-0,049	3,354	51 New Zealand	-2,664	-1,082	2,929
9 Brazil	-0,683	-0,020	2,599	52 Nigeria	-2,163	0,245	0,211
10 Bulgaria	-3,389	-1,381	2,209	53 Norway	-1,022	-0,644	4,026
11 Canada	-0,403	0,229	3,226	54 Oman	-1,868	-0,228	2,168
12 Chile	-1,687	0,388	1,580	55 Pakistan	0,456	-0,012	4,253
13 China	-0,309	-0,759	5,171	56 Panama	-4,574	-1,057	0,315
14 Colombia	-2,138	0,292	0,878	57 Papua N. G.	-4,290	1,409	-1,752
15 Costa Rica	-5,120	-1,792	-0,346	58 Peru	-2,052	0,398	0,729
16 Cote d'Ivoire	-3,588	-0,143	-0,603	59 Philippines	-1,084	0,566	1,904
17 Croatia	-3,574	-0,464	0,764	60 Poland	-1,425	-0,333	2,576
18 Cyprus	-2,527	-1,583	1,133	61 Portugal	-1,620	-1,074	3,774
19 Czechia	-1,623	-1,024	3,195	62 Qatar	-0,934	0,633	2,992
20 Denmark	-2,005	-1,364	3,785	63 Romania	-3,394	-1,036	1,155
21 Egypt	-0,704	-0,036	3,338	64 Russian	-0,449	0,038	1,127
22 Eswatini	-1,445	-0,490	1,879	65 Saudi Arabia	1,069	1,189	3,920
23 Finland	-0,402	-1,151	6,110	66 Serbia	-3,025	-0,254	0,476
24 France	-0,679	-0,330	4,467	67 Singapore	-0,137	0,600	4,039
25 Germany	-0,723	-0,807	4,395	68 Slovak Republic	-3,277	-2,155	2,827
26 Ghana	-3,325	0,000	-0,385	69 Slovenia	-3,203	-0,955	1,591
27 Greece	-1,326	-0,660	3,203	70 South Africa	-0,228	1,164	2,005
28 Hong Kong	0,734	1,386	3,242	71 Spain	-0,440	-0,588	4,282
29 Hungary	-1,122	-0,664	2,662	72 Sri Lanka	-2,344	-0,346	1,687
30 India	0,355	0,693	3,681	73 Sweden	-0,464	-0,175	3,985
31 Indonesia	-1,173	0,040	2,367	74 Switzerland	-0,169	0,222	3,652
32 Iran	-1,190	0,130	2,452	75 Thailand	-0,777	-0,462	3,658
33 Ireland	-1,982	-0,479	3,188	76 Tunisia	-3,396	-1,153	1,455

34	Italy	-0,617	-0,890	4,110	77	Turkiye	0,079	-0,293	3,949
35	Jamaica	-2,500	0,459	-0,026	78	Ukraine	-4,497	-1,082	-0,949
36	Japan	-0,596	-0,475	4,693	79	United A. E.	-1,291	-0,010	3,117
37	Jordan	-0,825	0,258	2,445	80	United King	-0,585	-0,126	3,682
38	Kazakhstan	-2,889	-0,343	0,822	81	United States	1,199	0,869	3,869
39	Kenya	-2,962	-0,074	-0,192	82	Venezuela, RB	-2,313	-0,599	1,075
40	Korea, Rep.	0,137	-0,332	4,632	83	Vietnam	-1,657	-0,902	3,428
41	Kuwait	-0,535	0,362	3,616	84	West Bank & G.	-1,846	-0,126	1,677
42	Lebanon	-3,596	-1,267	1,803	85	Zimbabwe	-1,189	1,308	-0,028

المصدر: من إعداد الباحثين

توضح لنا البيانات الواردة في الجدول رقم (2) المتعلقة بالمؤشرات المختلفة المعتمدة لقياس هيكل القطاع المالي في دول الدراسة. بالنسبة للمؤشر الأول وهو النشاط، تشير البيانات أن الولايات المتحدة الأمريكية تصدر هذا المؤشر تليها كل من: السعودية، هونغ كونغ، باكستان، الهند، كوريا الجنوبية وتركيا. هذه الدول تعتمد بشكل كبير على الأسواق المالية بسبب أسواقها النشطة. مجموعة أخرى من الدول أيضا تعتمد على الأسواق المالية في نشاطها ولكن بدرجة أقل من المجموعة الأولى على غرار سويسرا، جنوب إفريقيا، الصين وهولندا.

وتشير البيانات المتعلقة بمؤشر الحجم المعتمد لقياس هيكل القطاع المالي، أن بابوا غينيا الجديدة، زيمبابوي تتمتع بقطاع مالي يعتمد بدرجة كبيرة على السوق، حيث جاءت في صدارة هذه المؤشر بالنسبة لدول العينة. نجد كذلك دول عديدة أخرى تتمتع بدرجة كبيرة في هذا المؤشر مثل: جامايكا، البيرو وكولومبيا. غير أن القيم المرتفعة لهذا المؤشر بالنسبة لهذه الدول ترجع إلى أنظمتها المصرفية الصغيرة والمتخلفة نسبيا، وليس لتطور الأسواق المالية فيها. يصنف مقياس الحجم أيضا الإمارات العربية المتحدة المتحددة، مصر وبولندا على أنهم يعتمدون على البنوك بدرجة عالية، على الرغم من أن نسب القروض الممنوحة من طرف بنوك الإيداع لديهم أقل من متوسط العينة الذي يبلغ 61.407%، بينما تبلغ هذه النسبة للدول الثلاث 50.750%، 35.169% و35.493 على الترتيب. يشير مقياس الحجم أيضا إلى أن البحرين ولوكسمبورغ يعتمدان على السوق بشكل كبير على الرغم من أن أيا من الدولتين ليس لهما سوق نشط للغاية. يتمتع كلا البلدين برأس مال سوقي كبير مع تداول قليل نسبيا. ونشير هنا إلى أن العديد من الدراسات السابقة ذات الصلة، تعتبر أن معيار الحجم يعتبر مؤشر يتخلله الكثير من المشاكل.

وتحدد البيانات المتعلقة بكفاءة هيكل القطاع المالي، أن فنلندا، الشيلي واليابان على أنها أكبر القطاعات المالية القائمة على السوق. كما يشير إلى أن الأرجنتين واسواتيني (سوازيلاند) لديهما سوق فعال نسبيا.



والملاحظ هنا هو أنهما لا يتمتعان بقيمة عالية من الكفاءة لأن لديها تكاليف مصرفية كبيرة جدا. وبالمثل، تبرز أوكرانيا، غانا وبابوا غينيا الجديدة على أنها هياكل مالية قائمة على القطاع المصرفي وفقا لهذا المقياس، وهذا لأن أسواق الأوراق المالية لديها غير فعالة للغاية، وليس لأن لديها بنوكا فعالة.

### 4.3 نتائج التقدير

نعتمد في تقدير نماذج انحدار النمو على طريقة OLS. نتائج التقدير نعرضها في الجدول رقم (3).

الجدول رقم (03): نتائج التقدير أثر الهيكل المالي (بنوك مقابل أسواق) على النمو

Indep Var	Income			
	All	High income	Upper Middle income	Lower Middle income
SA	0.237 (0.280)	-0.115 (0.706)	0.352 (0.349)	-0.913** (0.098)
SS	-0.067 (0.819)	-0.071 (0.840)	-1.506** (0.020)	0.850* (0.098)
SE	0.499** 0.010	0.292 (0.343)	0.058 0.861	1.100*** (0.009)
GDPpci	-0.987*** (0.000)	-1.147*** (0.000)	-3.316*** (0.000)	-1.269** (0.011)
INF	-0.068 (0.0.565)	0.110 (0.538)	-0.336 (0.154)	-0.321* (0.098)
GGFC	-1.124*** (0.007)	-1.308** (0.043)	-2.893** (0.012)	-1.400** (0.024)
TRA	0.702*** (0.006)	0.673** (0.017)	-0.549 (0.321)	1.453** (0.019)
SEN	1.619*** (0.005)	2.101* (0.092)	5.969** (0.033)	1.138** (0.047)
Constant	2.026 (0.322)	2.784 (0.951)	14.669 0.169	1.399 (0.691)
N of obs	84	43	20	21
R <sup>2</sup>	0.5401	0.5799	0.8654	0.8839
F	11.01*** (0.0000)	5.87*** (0.0001)	8.84*** (0.0008)	11.42*** (0.0002)
Jarque-Bera	13.71 (0.0011)	1.63 (0.4432)	0.69 (0.7100)	2.75 (0.2527)
D-W	1.902	2.021	1.881	1.362
Breusch-Pagan	6.34 (0.0118)	0.08 (0.7773)	2.61 (0.1064)	0.56 (0.4529)

\*: معنوية عند 10%، \*\*: معنوية عند 5%، \*\*\*: معنوية عند 1%. القيم بين قوسين ( ) تمثل مستوى معنوية الاختبار P-Value

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برمجية Stata

توضح نتائج تقدير نموذج أثر هيكل القطاع المالي على معدل النمو الاقتصادي في عينة الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لكل من المؤشرين المتعلقين بالنشاط والحجم، بينما المؤشر المتعلق بالكفاءة جاءت معلمته موجبة ومعنوية عند مستوى معنوية قدره 1%. في المرحلة الثانية نقوم بانحدار لنموذج النمو بعد تقسيم العينة حسب الدخل (مستوى التنمية الاقتصادية للدول). وذلك لمعرفة إن كان هذا الأخير يلعب دوراً في تحديد هذا الأثر. بمعنى آخر. نحاول أن نكتشف إن كان هيكل القطاع المالي له أثر على النمو الاقتصادي تحت توفر شرط محدد وهو مستوى التنمية الاقتصادية للدول. نتائج التقدير بالنسبة للدول مرتفعة الدخل جاءت معلماتها المتعلقة بمؤشرات هيكل القطاع المالي الثلاث: النشاط، الحجم والكفاءة غير معنوية إحصائية. في الدول متوسطة الدخل أعلى جاءت المعلمة المتعلقة بالنشاط والكفاءة غير معنويتين إحصائياً بينما المعلمة المتعلقة بالحجم جاءت بإشارة سالبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى معنوية قدره 5%. في حين نجد أن نتائج التقدير المتعلقة بالدول متوسطة الدخل أدنى تشير إلى وجود أثر لهيكل القطاع المالي على النمو حيث أن كل معلماتها المتعلقة بمؤشراته معنوية إحصائياً، غير أن إشارة تلك المعلمات متناقضة، حيث يشير مؤشر النشاط إلى وجود دور لهيكل القطاع المالي القائم على البنوك، بينما يشير مؤشري الحجم والكفاءة إلى وجود دور لهيكل القطاع المالي القائم على الأسواق المالية. تؤكد هذه النتائج على أن هيكل القطاع المالي لا يعتبر محدد للنمو الاقتصادي.

المتغيرات المراقبة المعتمدة في النموذج المقترح لقياس هيكل القطاع المالي على النمو الاقتصادي، جاءت أغلبها ذات معنوية إحصائية وإشارات متوافقة مع النظرية الاقتصادية. وفيما يتعلق بالمعنوية الكلية للنموذج، فإن اختبار Fisher يؤكد على قبول الشكل الرياضي المختار للنموذج، وذلك لأن مستوى معنوية هذا الاختبار جاء أقل من القيمة الحرجة 5% بالنسبة لجميع المعادلات المقدره. معامل التحديد يشير إلى أن المتغيرات المفسرة استطاعت أن تفسر ما مقداره 54.01% من التغير في معدل النمو الاقتصادي للعينة ككل. لترتفع هذه النسبة إلى أكثر من 80% في المعادلتين المقدرتين باستخدام الدول متوسطة الدخل أعلى وكذلك الدول متوسطة الدخل أدنى.

الاختبارات القياسية المعتمدة لمعرفة توفر الشروط اللازمة لاستخدام طريقة المربعات الصغرى للتقدير، أو ما يصطلح عليه باختبارات الدرجة الثانية تشير إلى أن نتائج تقدير المعادلة الأولى تعاني من مشكلة عدم توزيع البواقي بشكل طبيعي. فقد جاء مستوى معنوية إحصائية Jarque-Bera بمقدار 0.0011 وهو أقل من القيمة

الدرجة للاختبار المقدر بـ 5%. وعند تقسيم العينة حسب مستوى الدخل، نلاحظ عدم وجود هذه المشكلة وبالتالي فإن الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي في المعادلات الثلاث المقدر؛ للدول مرتفعة الدخل، متوسطة الدخل أعلى ومتوسطة الدخل أدنى. إحصائية D-W تشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء للمعادلات المقدر، وذلك لأن قيمة هذه الإحصائية يقع في منطقة القبول للاختبار. الاختبار القياسي الثالث متعلق بالكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين بين الأخطاء، حيث اعتمدنا على اختبار Breusch-Pagan للكشف عن هذه المشكلة. نتائج الاختبار تشير إلى أن المعادلة الأولى المتعلقة بالعينة الإجمالية تعاني من مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء، وذلك لأن مستوى معنوية الاختبار المقدر بـ 0.0118 جاء أقل من القيمة الحرجة 5%. بينما المعاملات الثلاث المتبقية لا تعاني من هذه المشكلة.

ولمعرفة مدى اتساق وجهة نظر الخدمات المالية، نورد الجدول رقم (4) الذي يحتوي على نتائج تقدير النموذج المتعلق بأثر الخدمات المالية (بنوك وأسواق مالية) على النمو الاقتصادي.

الجدول رقم (04): نتائج تقدير أثر الهيكل المالي (الخدمات المالية) على النمو

Indep Var	(1)	(2)	(3)
DCPS	0.616** (0.025)	0.795*** (0.005)	0.601** (0.018)
TVT	0.093 (0.325)		
MC		-0.067 (0.644)	
TUR			0.257** (0.019)
GDPpci	-1.101*** (0.000)	-1.073*** (0.000)	-1.073*** (0.000)
INF	-0.105 (0.398)	-0.129 (0.280)	-0.079 (0.506)
GGFC	-0.894** (0.035)	-1.020** (0.018)	-0.993** (0.015)
TRA	0.587** (0.024)	0.488** (0.038)	0.737*** (0.004)
SEN	1.781*** (0.003)	1.820*** (0.002)	1.646*** (0.004)
Constant	1.207 (0.541)	1.274 (0.524)	0.538 (0.781)
N of obs	84	85	84
R <sup>2</sup>	0.4886	0.4856	0.5186
F	10.37***	10.38***	11.70***

	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)
Jarque-Bera	11.95 (0.0025)	13.35 (0.0013)	11.48 (0.0032)
D-W	2.014	1.993	1.922
Breusch-Pagan	12.66 (0.0004)	12.61 (0.0004)	8.67 (0.0032)

\*: معنوية عند 10%، \*\*: معنوية عند 5%، \*\*\*: معنوية عند 1% . القيم بين قوسين ( ) تمثل مستوى معنوية الاختبار P-Value

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برمجية Stata

تظهر النتائج الواردة في الجدول رقم (4) وجود أثر موجب ومعنوي للخدمات المالية المقدمة للاقتصاد على معدل النمو. المعادلة (1) توضح أن المؤشر المعتمد لقياس مستوى القطاع المصرفي وهو القروض المحلية الممنوحة للقطاع الخاص جاءت معلمته موجبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى معنوية 5%، في حين أن المؤشر الأول المعتمد لقياس مستوى نشاط الأسواق المالية وهو قيم التبادلات في البورصة جاءت معلمته غير معنوية إحصائياً. في المعادلة (2) تم تغيير المؤشر المعتمد لقياس الأسواق المالية إلى مؤشر متعلق بالحجم وهو رسملة البورصة، نتائج التقدير جاءت مماثلة للمعادلة لنتائج المعادلة (1) بحيث أشارت إلى أثر موجب ومعنوي للقطاع المصرفي عند مستوى معنوية قدره 1% وعدم وجود أثر معنوية لقطاع الأسواق المالية على النمو. بينما في المعادلة (3)، وعند استخدام مؤشر الكفاءة للأسواق المالية نلاحظ أن النتائج تشير إلى وجود أثر موجب ومعنوي للقطاع المصرفي وقطاع الأسواق المالية على النمو، كما أن معنوية المعلمتين المقدرتين لكلي المؤشرين جاءت أقل من القيمة الحرجة وهي 5%.

فيما يتعلق بالمتغيرات المراقبة للنموذج، جاء أغلبها ذو معنوية إحصائية وإشارات متوافقة مع النظرية الاقتصادية. المعنوية الكلية للنموذج مقبولة، حيث أن اختبار Fisher يؤكد سلامة الشكل الرياضي الخطي المختار. ومعامل التحديد يشير إلى أن المتغيرات المعتمدة لتفسير النمو استطاعت أن تفسر حوالي 50% منه. وفيما يتعلق بالاختبارات القياسية لنتائج التقدير، تشير النتائج إلى وجود مشكلتي عدم اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي وعدم ثبات التباين بالنسبة للمعادلات المقدره الثلاث. حيث أن مستوى معنوية اختبار Jarque-Bera واختبار Breusch-Pagan جاءت كلها أقل من القيمة الحرجة 5%. بينما لا تعاني النماذج المقدره من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، لأن إحصائية D-W وقعت في منطقة قبول الفرض الذي ينص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

## 4. الخاتمة

لا شك أن الاقتصاديات القائمة على البنوك والاقتصاديات القائمة على الأسواق المالية لها هياكل مالية مختلفة. لهذا، فإن التمييز بينها يطرح مدى تأثير هيكل القطاع المالي على النمو الاقتصادي. ولقد قمنا خلال هذه الدراسة بعرض للأدبيات الاقتصادية التي اهتمت بموضوع هيكل القطاع المالي والنمو. فوجهة نظر القطاع المالي القائم على البنوك ترى أن هذا القطاع أفضل في تعزيز معدلات النمو الاقتصادي. في المقابل، تؤكد وجهة النظر القائمة على السوق أن الأسواق المالية توفر الخدمات المالية الرئيسية التي تحفز النمو. بخلاف وجهتين النظر السابقتين، تؤكد وجهة نظر الخدمات المالية على دور البنوك والأسواق معا في عملية التنمية.

ولقد أكدت الدراسة في جانبها التطبيقي على جملة من النتائج نوردتها فيما يلي:

- تشير النتائج إلى أن التمييز بين البلدان على أساس قطاعاتها المالية القائمة على البنوك أو الأسواق المالية ليس له أي أثر على معدل النمو الاقتصادي.

- تؤكد النتائج على أن هيكل القطاع المالي القائم على البنوك له تأثير سلبي على النمو الاقتصادي في الدول متوسطة الدخل أدنى. يمكن أن تعزى هذه النتيجة إلى وجود عيوب في ائتمان القطاع المصرفي.

- تشير العلاقة الإيجابية بين الخدمات المالية المقدمة للاقتصاد والنمو الاقتصادي إلى أن الأداء القوي للقطاع المالي يمكن أن يسهم إلى حد كبير في النمو الاقتصادي المرتفع. وهذا ما يؤكد على دور القطاع المالي في النمو، بحيث لا يهمل القطاع الذي يقدم هذه الخدمة سواء كان قطاع مصرفي أو قطاع أسواق المال.

- هناك أدلة على أن كفاءة السوق المالي في تقديم الخدمات المالية لها دور في النمو الاقتصادي، بخلاف مستوى نشاط السوق المالي أو حجمه. وهذا ما يفسر بعض الملاحظات المسجلة عند إعطاء الإحصاءات الوصفية المتعلقة بقطاع الأسواق المالية. فالمهم في هذا القطاع ليس حجمه أو مدى نشاطه بل كفاءته.

على ضوء النتائج المتوصل إليها، فإن الدراسة تقترح ما يلي:

- تعزيز الائتمان المصرفي المقدم للقطاع الخاص لما يلعبه من دور موجب على معدلات النمو الاقتصادي خصوصا في الدول متوسطة الدخل أدنى.

- السماح للقطاع المصرفي بأن يقدم الخدمات التي يطلبها العملاء بجودة وبأقل تكلفة.

- الاهتمام بكفاءة الأسواق المالية للسماح لها بلعب دورها الموجب على معدلات النمو الاقتصادي، خصوصا في الدول متوسطة الدخل التي تعتمد العديد منها على القطاع المصرفي في تمويل الاقتصاد.

- حيث أن هيكل القطاع المالي لا يعتبر ذي صلة بمعدلات النمو الاقتصادي، فإنه يجب توفير الخدمة المالية للاقتصاد سواء من القطاع المصرفي أو من قطاع أسواق المالي بكفاءة.

### 5. المراجع:

- Alghantari, M. F. (2018). financial development and economic growth: evidence from g20 countries. *Doctoral thesis*. University of Huddersfield, United Kingdom.
- Allen, F., Gu, X., & Kowalewski, O. (2017). *Financial Structure, Economic Growth and Development*. Working Paper Series 2017-ACF-04, IÉSEG School of Management.
- Amable, B., & Chatelain, J.-B. (1995). Systèmes Financiers et Croissance: les Effets du "court-termisme". *Revue Economique*, 46 (3), 827-836.
- Asli Demirgüç-Kunt و Vojislav Maksimovic. (1995). *Stock Market Development and Firm Financing Choices*. Policy Research Working Paper N° 1461 °World Bank.
- Brou Emmanuel Aka. (2005). *Le Role des marchés de capitaux dans la croissance et le développement économique*. *These doctorat*. Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand I, France.
- Chakraborty, S., & Ray, T. (2006). Bank-Based Versus Market-Based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis. *Journal of Monetary Economics*, 53 (2), 329-350.
- Guei, K. M. (2018). *Does financial structure matter for economic growth: An evidence from South Africa*. MPRA Paper No. 92823.
- Jude Eggoh. (2010). *Croissance Economique et Développement Financier: Eléments d'analyse théorique et empirique*. Editions universitaires europeennes.
- Kpodar, K. (2008). *Développement financier, instabilité financière et croissance économique : implications pour la réduction de la pauvreté*. France: edilivre.
- Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation* (11), 398-428.
- Levine, R. (2004). *Finance and Growth: Theory and Evidence*. NBER Working Papers 10766.
- Liu, C., Fan, Y., Xie, Q., & Wang, C. (2022). Market-based versus bank-based financial structure in China. *Structural Change and Economic Dynamics* (62), 24-39.
- Peia, O., & Roszbach, K. (2015). Finance and growth: time series evidence on causality. *Journal of Financial Stability*, 19, 105-118.
- Richard Sylla. (1998). U.S. securities markets and the banking system, 1790-1840. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 80, 83-98.
- Stulz, R. (2001). Does Financial Structure Matter for Economic Growth? A Corporate Finance Perspective. In A. Demirgüç-Kunt, & R. Levine, *Financial Structure and Economic Growth* (pp. 143-188). USA: The MIT Press.
- Thiel, M. (2001). *Finance and economic growth – a review of theory and the available evidence*. ECONOMIC PAPER N° 158, European Communities.