

التحرير المالي والنمو الاقتصادي في الدول العربية.

رتيبة محمد¹.

الملخص:

عرف موضوع التحرير المالي اهتمام متزايد من قبل البلدان العربية خلال العقود الأخيرة، انطلاقاً من الدور المهم الذي يلعبه القطاع المالي في تعزيز النمو الاقتصادي المتوازن والمستدام، فقد أثبتت تجارب الإصلاحات الكلية والهيكلية بان قدرة الاقتصاد على تجاوز الأوضاع الاقتصادية السلبية يرتبط بدرجة كبيرة بحجم الإصلاحات وسياسات التحرير المالي نظراً لمساهمة القطاع المالي في رفع كفاءة الاقتصاد وتحقيق الاستقرار. فالإصلاحات الكلية التي تتضمن إصلاح واستقرار الأسعار، وإصلاح أوضاع المالية العامة ونظم الصرف والتجارة، وإعادة هيكلة الأنشطة الاقتصادية تنطوي أساساً على إعادة تخصيص الموارد الرأسمالية وإعادة توجيه المدخرات المحلية وحشدها في شكل ائتمانات وأدوات استثمارية، ومن ثم توجيهها نحو القطاعات ولأنشطة الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، كما يعمل هذا القطاع على جذب الاستثمارات الأجنبية واستقطابها لتوفير موارد تمويلية إضافية تساهم في تغطية التنمية المحلية. وانسجاماً مع التوجه العالمي قامت معظم الدول النامية والدول التي كانت تتبع المنظومة الاشتراكية بتحرير قطاعها المالي، ومن ثم التحول إلى ماسمي بالانفتاح المالي، وهكذا قامت هذه الدول بمد جسور متنوعة بين أسواقها المالية المحلية والأسواق المالية الخارجية، الأمر الذي ساعد بقوة على عولمة الأسواق المالية المحلية، وعلى تعزيز ترابطها مع العالم الخارجي .

1. التحرير المالي وسياساته.

1-1 مفهوم وأهداف التحرير المالي:

يتحدد مفهوم التحرير المالي "بالمعنى الشامل" بمجموعة الأساليب والإجراءات التي تتخذها الدولة لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي، بهدف تعزيز مستوى كفاءته وإصلاحه كلياً. فيما يتحدد مفهوم التحرير المالي " بالمعنى الضيق" بتحرير عمليات السوق المالية من القيود المفروضة عليها، والتي تعيق عملية تداول الأوراق المالية ضمن المستويين المحلي والدولي.²

وهناك عدة أهداف تستهدفها سياسات التحرير المالي، من أبرزها :

1-1-1. تحقيق فعالية أعلى وكفاءة أكبر لعمل الأسواق المالية بهدف تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية والاستفادة منها في تمويل اقتصادياتها وزيادة معدلات الاستثمار فيها.³

1-1-2. تتزامن سياسات التحرير المالي مع النزعة الشديدة نحو تحرير التجارة الدولية، وإضفاء الطابع الدولي للمعاملات المالية.

¹ أستاذ مساعد بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بالمدينة.

² عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، ط 1، بيت الحكمة، بغداد، 2002، ص 148.

³ مانويل غينيان، دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي والتصحيح الهيكلي، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 1994، ص 14.

3-1-1. تعزيز درجة المنافسة فيما بين الأسواق المالية للحصول على أكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال الدولية⁴.

2-1. مستويات التحرر المالي :

تتضمن سياسات التحرر المالي مستويين أساسيين، هما:

1-2-1. المستوى الأول: التحرر المالي على المستوى المحلي:

تشتمل سياسات التحرر المالي على المستوى المحلي على عدد من الإجراءات يمكن عرضها بالآتي:

1-1-2-1. العمل على تخفيف الرقابة، وذلك باستخدام الأدوات الكمية (غير المباشرة) للسياسة النقدية بدلا من الأدوات النوعية (المباشرة) التي تكون عادة معيقة لإستراتيجية التحرر.⁵³

1-2-2-1. إعطاء حرية أوسع لتحديد أسعار الفائدة والاتجاه نحو السوق المالية لتحديدها.

1-2-2-3. تخفيف القيود المفروضة على السوق المالية والتي من شأنها أن تعمل على زيادة كفاءة السوق المالية وذلك من

خلال إلغاء الحواجز أو تقليلها أمام انضمام المستثمرين والشركات المساهمة في السوق أو الانسحاب منها.

1-2-2-4. إلغاء السقوف الائتمانية المفروضة على البنوك التجارية وإعطاء الأخيرة الحرية في تحديد هيكل أسعار الفائدة المفروضة على الودائع أو على القروض.

1-2-2-5. العمل على تحسين البنية الأساسية لتطوير الأسواق المالية، مثل إنشاء شبكة للتعامل مع السماسرة والوسطاء في السوق المالية.⁶

1-2-2. المستوى الثاني: التحرر المالي على المستوى الدولي.

تتضمن سياسات التحرر المالي على المستوى الدولي العديد من الإجراءات التي يمكن عرضها بالآتي:

1-2-2-1. إلغاء ضوابط الصرف، وذلك باعتماد سعر صرف متغير يتحدد وفق تغيرات قوى السوق، إذ أن سعر صرف العملة المحلية يعكس المستويات الحقيقية لأسعار مختلف الموجودات المحلية.¹⁰

1-2-2-2. تحرير معاملات حساب رأس المال، ويعني ذلك حرية انتقال الأموال من وإلى الاقتصاد، وبالتحديد من وإلى الأسواق المالية. ويتخذ تحرير تلك المعاملات عدة أشكال.

1-2-2-3. تحرير أسعار الفائدة، ويتم ذلك بتخفيف القيود المفروضة على تحديد هيكل أسعار الفائدة.

1-2-2-4. السماح للشركات الأجنبية الدخول في السوق المالية وفسح المجال لها، وإصدار الأوراق المالية المختلفة وذلك لتعزيز حالة المنافسة في القطاع المالي.⁶

2- التحرير المالي والنمو الاقتصادي (الدراسات التجريبية)

⁴ تشارلز فريلاندر، المتطلبات اللازمة لتحديث القطاعات المالية في البلدان العربية وتطويرها، صندوق النقد العربي و الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي، أبو ظبي، 2001، ص 123.

⁵ ناصر السعيد، أسواق رأس المال الدولية والتنمية الاقتصادية في البلدان العربية الحاجة إلى ثورة هادئة، مجلّة المصارف العربية، العدد 199، 17، 1997، ص 71

⁶ هناء عبد الغفار السامرائي، الأزمات المالية العالمية وأثرها على أسواق المال العربية، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لتقسيم الدراسات الاقتصادية بعنوان: الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية والدولية، تحرير: د. هناء عبد الغفار السامرائي و د. عماد عبد اللطيف سالم، ط 1، بيت الحكمة، بغداد، ص 330

على مدى العقود القليلة الماضية، حظيت العلاقة بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي بقدر كبير من الاهتمام في الأدبيات الاقتصادية. على الرغم مما حققته الدراسات النظرية والعملية الهامة من تقدم في فهم العلاقة بين المال والنمو، فإنها لم تسفر عن توافق واسع في الآراء بشأن عدد من الجوانب الرئيسية للدور الذي تلعبه الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية. ويتركز أحد الجدل الدائر حول اتجاه العلاقة السببية بين المال والنمو وي طرح سؤالاً عما إذا كانت التنمية المالية هي أحد المحددات الرئيسية للنمو أو أنها تتبع فحسب التنمية الاقتصادية.

وعموماً، تستشهد أدبيات التنمية المالية بغولد سميث كأحد رواد البحث العملي بشأن العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي الذي قد وثق وجود ارتباط إيجابي هام بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي. غير أن علماء الاقتصاد لم يسعوا إلى إلقاء الضوء على اتجاه العلاقة السببية حتى نشأت نظرية النمو الداخلي في مطلع التسعينيات. ومنذ ذلك الحين، حاول عدد كبير من الدراسات العملية تقدير التأثير النوعي والكمي للتنمية المالية على النمو الاقتصادي باستخدام أنواع مختلفة من نهج الاقتصاد القياسي وتشكيلة من المؤشرات لقياس التنمية المالية.

وفي دراسة رئيسية، قام كنج وليفاين (1993) بتحليل بيانات قطرية شملت 77 بلداً على امتداد الفترة 1960-1989 واستخدما ثلاثة مؤشرات مختلفة لقياس التنمية المالية: مقدار الالتزامات السائلة مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي، الائتمان المقدم إلى المؤسسات الخاصة مقسوماً على مجمل الائتمانات المصرفية بالإضافة إلى الأصول المحلية لدى البنك المركزي. ومع التحكم في المتغيرات الأخرى التي تمس النمو في الأجل الطويل.

رأى كنج وليفاين وجود علاقة قوية إيجابية بين كل مؤشر من المؤشرات المالية والنمو الاقتصادي. وفي حين بين كنج وليفاين أيضاً أن المستوى الأولي للعمق المالي، إشارة جيدة تنبئ بالمعدلات التالية للنمو الاقتصادي حتى بعد التحكم في العوامل المعززة للنمو، فإنهما لم يتناولوا رسمياً مسألة العلاقة السببية.

أما ليفاين وزرفوس (1998) فإنهما قدما تحليلات عملية بإدراج مقاييس عديدة لتنمية أسواق الأوراق المالية. وقد وجدوا أن كلا من المستوى الأولي للسيولة في سوق الأوراق المالية (الذي يقاس بمعدل رقم الأعمال) والمستوى الأولي للتنمية المالية (الذي يقاس حسب الائتمان المصرفي المقدم إلى القطاع الخاص كحصة من الناتج المحلي الإجمالي) مرتبطان ارتباطاً وثيقاً بالنمو الاقتصادي في المستقبل وفي المقابل، لم يبين حجم أسواق الأوراق المالية (الذي يقاس برسمة السوق مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي) وجود أي ارتباط كبير بالنمو الاقتصادي.

ومرة أخرى، لم يتناول المؤلفان صراحة مسألة العلاقة السببية. ولسد هذه الفجوة، قام ليفاين ولويازا وبيك (Lovin وLoayzo وBeck (2000 بتقدير معادلة أسلوب اللحظات المعمم بالإضافة إلى البيانات التجميعية، وذلك باستخدام مقاييس ذات أصول قانونية كمتغيرات بديلة للتنمية المالية. وفيما يتعلق بالتنمية المالية، قدموا المؤشر الجديد "الائتمان الخاص"، الذي يعرف بأنه قيمة الائتمانات التي يقدمها الوسطاء الماليون إلى القطاع الخاص مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي. ويشمل الوسطاء الماليون كلا من مصارف إيداع الأموال والمؤسسات المالية الأخرى. كما وجدوا (2000) دليلاً على أن هناك صلة قوية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي.

3. المنهجية والنموذج:

على خلاف الدراسات التي قام بها (1997) R. Levine (1997) و (1992) Levine, King. الذين أجرو عملهم باستعمال معطيات عرضية. فالقياس الاقتصادي لمعطيات بانيل (panel data) يظهر لنا طريق ملائم للبحث من أجل تقدير معلمات النمو الاقتصادي. إذن استعمال معطيات فردية وزمنية يسمح بضبط مختلف العوامل المؤثرة في تفسير النمو.

3-1. متغيرات الدراسة.

بناء على النظريات والأبحاث التجريبية التي درست موضوع التحرر المالي. سوف يتم التطرق إلى أهم العوامل والمحددات المالية التي لها تأثير على النمو الاقتصادي. النظرية الاقتصادية تميز بين فئتين من المتغيرات المحددة. متغيرات المراقبة ومؤشرات التحرير المالي.

3-1-1. المتغيرات الداخلية:

• معدل النمو السنوي لمتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ($GDppcg_{i,t}$): لقياس معدل النمو الاقتصادي ومدى تأثره بالتحرير المالي، يقوم الاقتصاديون باستخدام مؤشرات مختلفة، كنسبة التراكم الرأسمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي، أو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، إلا أن هذا الأخير لا يتم استخدامه عادة عند استخدام أسلوب المقطع العرضي للسلاسل الزمنية، بسبب الفوارق في طرق حساب هذا المؤشر من دولة إلى أخرى، بالإضافة إلى العديد من المؤشرات الأخرى، وفي هذه الدراسة سوف يتم استخدام (بأسعار سنة 2000م) للدلالة على معدل النمو الاقتصادي.

3-1-2. المتغيرات الخارجية:

3-1-2-1. مؤشرات التحرير المالي: من أجل قياس مستوى الانفتاح المالي المحلي اتفق أغلب الاقتصاديين على مؤشرين هامين اللذان يقدران مستوى التنمية المالية غير المباشرة عبر درجة قنوات السيولة للقطاع الخاص وفعالية الوساطة المالية:

* القروض المقدمة للقطاع الخاص بالنسبة للناتج الداخلي الخام. وتم الحصول على هذا المتغير بقسمة القروض

الموجهة للقطاع الخاص على الناتج المحلي الإجمالي $Dcpr$.

* النقود بالمعنى العام بالنسبة للناتج الداخلي الخام (M_2).

فيما يخص مؤشرات التحرير المالي الخارجي، سنتطرق إلى متغيرين يستهدفان الحالة الصحية للمالية المباشرة و قدرة الدولة على جذب المستثمرين الأجانب: الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالنسبة للناتج الداخلي الخام، ورسملة السوق بالنسبة للناتج الداخلي الخام.

3-2-1-3. الناتج الداخلي الخام الأولي للفرد مؤخر بفترة واحدة: $GDppc_{i,t-1}$: في إطار النظرية النيوكلاسيكية مرونة معدل النمو للناتج الداخلي الخام الحقيقي بالنسبة للناتج الداخلي الخام الأولي للفرد تقيس درجة تقارب البلدان نحو حالة التوازن أي أن المعدل بالنسبة للبلدان الفقيرة يستدرك (يتقارب نحو معدل البلدان الغنية). وهنا نتكلم عن (β convergence) التقارب. إذا وفقط إذا كانت المرونة إحصائياً سالبة $(\partial GDP / \partial GDP_i < 0)$.

3-2-1-3. متغيرات المراقبة: فيما يخص متغيرات المراقبة، هناك خمسة مؤشرات تؤخذ بعين الاعتبار، وذلك لما لها

من أهمية في القدرة على التنبؤ وللأثر المباشر على النمو الاقتصادي. معظم هذه المتغيرات اختيرت تقليدياً في أدبيات النمو الداخلي من أجل تفسير وتقدير التغيرات في معدل النمو الاقتصادي الحقيقي للفرد.

■ لوغاريتم الاستثمار المحلي الإجمالي ($LINV$) (إجمالي تكوين رأس المال الثابت زائد التغير في المخزون) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

■ درجة الانفتاح التجاري للاقتصاد ($open$): يقدر عن طريق مجموع الصادرات والواردات بالنسبة للناتج الداخلي الخام $(\partial GDP / \partial open > 0)$ الانفتاح التجاري.

- الإنفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (*gov*) وهو يمثل حجم الحكومة أو القطاع العام، وتم الأخذ في هذه الدراسة بالإنفاق الاستهلاكي النهائي الحكومي العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
- لوغاريتم معدل نمو السكان ($POPG_{i,t}$): في إطار نماذج النمو الخارجي على غرار نموذج سولو، فإن معدل النمو المرتفع للسكان له أثر تفقيري ($\partial GDP / \partial POP < 0$).
- معدل التضخم (*inf*): وهو معدل التغير السنوي في مؤشر أسعار المستهلكين، وتم إدخال معدل التضخم كمتغير تفسيري للنمو الاقتصادي بناء على مفهوم الكبح المالي المنتشر في الدول النامية.

2-3. النموذج.

نستعمل في تحليلنا التجريبي معطيات سنوية لعينة مكون من ثلاثة عشر دولة من البلدان العربية وهي: الجزائر، البحرين، مصر، الأردن، موريتانيا، المغرب، عمان، قطر، السعودية والسودان وسوريا وتونس والإمارات العربية المتحدة، خلال الفترة الممتدة من 1980 إلى غاية 2008. حيث النموذج يصاغ على الشكل التالي:

$$croissance = f(ILF, VC) + U_{it}$$

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_i ILF + \mu_i VC + \varepsilon_{it}$$

$(T \times 1) \quad (T \times 1) \quad (K \times 1) \quad (T \times K) \quad (M \times 1) \quad (T \times M) \quad (T \times 1)$

حيث Y_{it} : معدل النمو الاقتصادي. ILF : أحد مؤشرات التحرير المالي VC : متغيرات المراقبة و ε_{it} : الخطأ

$$\left\{ \begin{array}{l} E(\varepsilon_{it}) = 0, E(\varepsilon_{it}^2) = \sigma_{\varepsilon}^2, E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{js}) = \sigma_{is} + s\sigma_{ij}\sigma^2 \\ \sigma_{it} = 1 \quad si \quad i = t \quad et \quad 0 \quad \text{sin on} \\ \sigma_{is} = 1 \quad si \quad t = s \quad et \quad 0 \quad \text{sin on} \end{array} \right. \quad \text{العشوائي. علما أن:}$$

ويهدف هذا الجزء من الدراسة إلى تحليل النتائج التجريبية لتقدير بعض النماذج لبيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث نقوم أولاً باختبار التجانس أو عدم التجانس⁷ (*Test de spécification ou test d'Homogénéité*)، للنموذج المستخدم في عملية التقدير، ثم نقدم نتائج التقدير مع التحليل و التفسير.

▪ اختبار التجانس للنموذج المستخدم (*Test d'Homogénéité*).

إن أول ما يجب القيام به عند استخدام نماذج بانيل، هو التحقق من خاصية التجانس أو عدم التجانس للنموذج المستخدم أو المدروس، فعلى المستوى القياسي يعني هذا الاختبار تساوي معاملات النموذج المدروس على مستوى الأفراد (الدول المعنية ككل)، أي تساوي معاملات المتغيرات المستقلة، وتساوي الحد الثابت بين كل الدول، أما على المستوى الاقتصادي فهذا الاختبار وتحت فرضية التجانس يعني أن النموذج المدروس هو نموذج مشترك بين كل الأفراد (الدول المعنية ككل)، وبالتالي تصبح النتائج التي يتم الحصول عليها نتائج عامة تنطبق على كافة الدول محل الدراسة. و تبعاً لإستراتيجية اختبار التجانس المقترح من طرف (*HSIAO 1986*)، قمنا أولاً باختبار فرضية التجانس التام (H_0) حيث كل من الحد الثابت و معاملات المتغيرات المستقلة عوامل ثابتة بين دول العينة، و تأخذ الفرضية (H_0) الصيغة التالية:

$$H_0 : \alpha_i = \alpha, B_i = B \dots \forall i \in [1, N]$$

و يتم قبول أو رفض هذه الفرضية بمقارنة قيمتي فيشر المحسوبة F_c و الجدولة F_1 ، و باستخدام برنامج Eviews تحصلنا على قيمة فيشر المحسوبة F_1 و التي تساوي 0.42 باحتمال هو $Pvalue F_1 = 0.999$ ، و بما أن: $Pvalue F_1 < 0.05$ ، فهذا يعني قبول الفرضية (H_0)، و عليه النموذج المستخدم هو نموذج متجانس تماماً (*modèle totalement homogène*).

3- christophe hurlin, « l'économétrie des données de panel, Modèles linéaire simple », Ecole Doctorale Edocif, séminaire méthodologique, 2004 ; pp8-17.

3-3. نتائج التقدير.

تم تقدير معاملات النموذج بالاستعانة ببرنامج Eviews ، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) باعتبارها من أفضل أساليب التقدير لبيانات السلاسل الزمنية مع البيانات المقطعية (Pooled, data)، ويؤدي استخدام هذه الطريقة إلى تلاشي مشكلة الازدواج الخطي، واختلاف التباين، والحصول على أفضل النتائج الممكنة باستخدام أكبر عدد متاح من المشاهدات عن متغيرات النموذج. ويقدم الجدول رقم (01) نتائج الانحدارات التجميعية حيث المتغيرة التابعة هي معدل نمو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي .

الجدول رقم (01): نتائج الانحدارات التجميعية لعينة من البلدان العربية.

	النموذج 1	النموذج 2	النموذج 3	النموذج 4	النموذج 5	النموذج 6	النموذج 7
C	6.247** (2.22)	6.582** (2.331)	6.358** (2.271)	6.634** (2.344)	10.28*** (4.908)	10.65*** (4.99)	5.55** (1.931)
LGDPPCP	-0.783** (-2.502)	- 0.796*** (-2.651)	- 0.812** * (-2.619)	-0.766** (-2.475)	- 0.881*** (-2.836)	- 0.847*** (-2.31)	- 0.676** (-2.18)
m2	0.008 (1.106)		0.0048 (0.656)		0.0048 (0.638)		
ilf	-0.0106 (-1.398)			-0.0068 (-0.861)		-0.0058 (-0.755)	-0.0049 (-0.606)
LINV	1.23** (2.12)	1.222** (2.113)	1.199** (2.060)	1.223** (2.095)			1.489** (2.516)
gov	-0.099** (-2.026)	- 0.1085** (-2.289)	- 0.103** (-2.12)	-0.107** (-2.263)	-0.093** (-1.969)	-0.098** (-2.116)	- 0.088** (-2.21)
open	0.011 (1.326)	0.0095 (1.177)	0.0099 (1.21)	0.0104 (1.267)	0.0127 (1.569)	0.013* (1.63)	
Lpopg	-1.92*** (-3.148)	- 1.793*** (-3.020)	- 1.81*** (-3.016)	- 1.852*** (-3.116)	- 1.774*** (-2.938)	-1.79*** (-2.99)	- 1.87*** (-3.128)
inf	-0.031** (-2.252)	-0.030** (-2.378)	- 0.028** (-2.139)	-0.032** (-2.451)	-0.030** (-2.253)	-0.035** (-2.53)	- 0.034** * (-2.66)
R ²	0.203	0.2036	0.2013	0.2009	0.1908	0.189	0.2034
stat prob(F)	10.53 0.000	14.10 0.000	11.88 0.000	11.85 0.000	13.008 0.000	12.91 0.000	14.08 0.000
DW	1.80	1.794	1.80	1.796	1.80	1.797	1.786

المصدر: من إعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج Eviews.

- (***)، (**)، (*)، معالم معنوية إحصائية عند مستوى معنوية: 1%، 5%، 10% على التوالي.

- القيم بين قوسين ، قيم t ستبونت

الجدول رقم (02): نتائج الانحدارات التجميعية للبلدان العربية.

المتغيرة التابعة هي معدل نمو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ($GDppcg_{i,t}$)

طرق التقدير	OLS	WITHIN	EC
<i>m2</i>	-0.017 (0.000)	-0.020 (0.000)	-0.020 (0.000)
<i>ilf</i>	-0.0082 (-1.05)	-0.0068 (-0.891)	-0.0026 (-0.253)
<i>LINV</i>	0.066 (0.000)	0.062 (0.000)	0.063 (0.000)
<i>open</i>	-0.050 (0.078)	-0.014 (0.047)	-0.093 (0.020)
<i>Lpopg</i>	-0.021 (0.042)	-0.011 (0.340)	-0.14 (0.202)
<i>inf</i>	-0.020 (0.000)	-0.054 (0.000)	-0.045 (0.000)
R^2	0.33	0.44	0.32
<i>Fstat prob(F)</i>		5.57 (0.000)	
<i>hausman</i>			0.21

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

3-3-3. تحليل وتفسير النتائج.

يتضح من خلال نتائج تقدير نماذج بانيل للبلدان العربية والمدرجة في الجدول أعلاه ما يلي:

- تشير قيمة إحصائية اختبار فيشر "F" في كل النماذج المستخدمة إلى وجود معنوية إحصائية لكل نموذج من هذه النماذج.
- فشلت جميع الانحدارات السابقة في إيجاد ارتباط هام بين التحرير المالي ممثلاً في المؤشرين ($m2r$ و DQr) والنمو الاقتصادي ممثلاً في معدل النمو السنوي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

فبالنسبة للمتغيرة ($m2r$) فهي ذات أثر موجب على معدل النمو الاقتصادي وهذا في كل الانحدارات السابقة، مما يعني أن الزيادة في نسبة النقود إلى الناتج ($m2r$) تعزز النمو الاقتصادي لكن هذه الأخيرة لم تكن إحصائية في كل الانحدارات المدرجة في الجدول، حيث لم تكن الإحصاءات (t) كبيرة المغزى حتى عند مستوى معنوية 10%، وعلاوة على ذلك كانت ذات معاملات صغيرة جداً.

وبخصوص المؤشر الثاني للتحريك المالي أي نسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي ($DCpr$)، فكانت ذات معاملات صغيرة جدا في كل الانحدارات الموجودة و غير معنوية إحصائية أيضا، وهذه المتغيرة تمارس أثر سلبى على النمو الاقتصادي ، وهي نتيجة لا تتفق مع معظم الدراسات التطبيقية التي توصلت إلى أن لتطور نسبة القروض إلى الناتج المحلي الإجمالي أثر موجب على النمو الاقتصادي.⁸ وعموما تتفق هذه النتيجة مع الدراسات العملية الأخرى التي استخدمت بيانات تجميعية لبحث واختبار طبيعة العلاقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي.

ففي حين أن غالبية الدراسات التجميعية التي تغطي عينة واسعة من البلدان متقدمة النمو والبلدان النامية، كذلك التي أجراها *Levine and loayza and Beck (2000)* وكذلك كل من *Beck and levine (2004)* ، وجدت دليلا على الصلة القوية بين التحرر المالي والنمو الاقتصادي. لم يكن الحال كذلك في الدراسات التي شملت البلدان العربية ، وبالتالي يمكن القول أن التحسن الذي طرأ على القطاع المالي خلال السنوات القليلة الماضية، لم يكن مرتبطا بارتفاع معدلات النمو الاقتصادي، بالإضافة إلى أن البلدان التي تكون عند حد أدنى من التطور المالي لا تستفيد بصفة كبيرة من التحسنات الصغيرة في الوساطة المالية بها. وبالنظر إلى الدور المهيمن للمؤسسات العامة في تخصيص الائتمان في الكثير من الدول العربية، أدى ذلك إلى محدودية وضعف تأثير القروض الموجهة للقطاع الخاص على النمو الاقتصادي . كما أدت أوجه الضعف المؤسسي وزيادة عدم الاستقرار في المنطقة، إلى عدم كفاءة تخصيص الموارد وبالتالي إعاقة النمو الاقتصادي.

أما بشأن محددات النمو الأخرى الواردة في الانحدارات السابقة، فقد اتخذ أغلبها الاتجاه المتوقع لها من الدراسات النظرية والتطبيقية، وفي هذا السياق نجد مايلي:

● المعامل السلبى والمعنوي لنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي المتغير $LGDPPC(-1)$ عند مستوى معنوية إحصائية 1%، يظهر أن مختلف البلدان تتقارب نحو نفس الحالة المستقرة، (*Converge vers un même état stationnaire*) ، وهو ما يعكس ملائمة هذه النماذج للبيانات المستخدمة.

● وجود إشارات متوقعة نظريا لمعاملات المتغيرات التالية: الانفتاح التجاري (*open*) والإنفاق الحكومي (*gov*)، فالمتغيرة (*gov*) ذات تأثير سلبى على النمو الاقتصادي وهي ذات معنوية إحصائية عند مستوى 5% في أغلب النماذج الموجودة، وهذه النتيجة تؤيد استنتاجات الدراسات التي تؤكد على أن القطاعات العامة الكبيرة جدا تعتبر من أحد الأسباب الرئيسية لضعف أداء النمو الاقتصادي ، وذلك من خلال تقييد الاستثمار العام وإعاقة تراكم رأس المال ومن ثم انخفاض النمو الاقتصادي.

بينما المتغيرة (*open*) فهي ذات أثر إيجابى على النمو الاقتصادي وغير معنوية إحصائية في كل الانحدارات السابقة حتى عند مستوى معنوية 10%، وهذا مرده إلى انخفاض درجة الانفتاح التجاري في الدول المكونة للعينة محل الدراسة، وهو ما يوحى إلى أن الانفتاح التجاري لم يكن محمدا رئيسيا للنمو الاقتصادي.

● وجود أثر سالب ومعنوي لمعدل نمو السكان على النمو الاقتصادي، ويعني هذا أن الزيادة في معدل نمو السكان سوف تؤدي إلى نقص معدل النمو الاقتصادي، وهو ما يتفق مع نمط النمو النيوكلاسيكي أين يرتبط الناتج المحلي الإجمالي للفرد ارتباطا سلبيا مع نمو السكان.⁹

⁸ - Amira Bouzid, « libéralisation financière et croissance économique, Approche en données de panel », 20^{ème} Journées Internationales d'économies monétaire et financier, Birmingham, 5,6 juin 2003, p11.

- سوزان كرين وآخرون، "تطوير القطاع المالي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، مرجع سابق، ص120.⁹

• معاملات المتغيرتين الاستثمار المحلي الإجمالي (*LINV*) ومعدل التضخم (*Inf*) أخذت الإشارات المتوقعة لها نظرياً، فالاستثمار المحلي الإجمالي ذو أثر موجب على النمو الاقتصادي بدول المنطقة، وهو معنوي في كل الانحدارات السابقة عند مستوى 5%، وبالتالي يعتبر الاستثمار المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي، بينما معدل التضخم فهو ذو أثر سالب ومعنوي عند مستوى 5% على النمو الاقتصادي، وفي كل الانحدارات المدرجة في الجدول أعلاه، وهو ما يعني أن الاستقرار الاقتصادي الكلي أو سياسات التثبيت كان لها دور مهم في التأثير على النمو الاقتصادي في الدول محل الدراسة، وهذا يتناسب مع مختلف التحليل النظرية التي اعتبرت معدل التضخم كعامل مضر بالنمو الاقتصادي.

4. سياسات التحرر المالي في البلدان العربية

بدأت معظم البلدان العربية منذ منتصف عقد الثمانينيات بانتهاج سياسات التحرر المالي، وشكلت تلك السياسات جانباً مهماً من برامج واسعة لتحرير الاقتصاد، تضمنت سياسات وإجراءات للإصلاح الاقتصادي والتكييف الهيكلي، ولا تزال سياسات التحرر المالي في البلدان العربية في مراحل مبكرة رغم التطور النسبي الذي أحدثته في الجانب التشريعي، و جهود البلدان العربية مستمرة في تعزيز الإصلاح وذلك من خلال اعتماد وتعميم المعايير الدولية المطلوبة بإلزام الشركات المساهمة العامة المدرجة عند نشر بياناتها المالية، الإعلان عن نتائج أعمالها والتطورات والمستجدات المتعلقة بأنشطتها بشكل دوري. وقد أقدمت غالبية الأسواق المالية العربية على وضع تعليمات للإفصاح ومعايير للمحاسبة والتدقيق تتفق مع المعايير الدولية، وذلك تعزيزاً لمبدأ الشفافية وحماية المستثمرين وزيادة مصداقيتها.¹⁰

وقد تم إخضاع العديد من القوانين والأنظمة إلى تعديلات وإصلاحات استهدفت تحسين البنية التشريعية والتنظيمية للأسواق المالية، وتحقيق المزيد من الكفاءة والشفافية والوضوح وسلامة وعدالة التعامل في هذه الأسواق، وفي هذا السياق تم الاعتماد في قطر خلال عام 2003 على لائحة داخلية جديدة للسوق تتضمن تعديلات شاملة وإضافات جديدة تغطي مختلف الجوانب.

كما ان أداء الأسواق المالية العربية شهد تراجعاً كبيراً بنهاية عام 2008 جراء تداعيات الأزمة المالية العالمية التي أدت إلى شح في السيولة وفي حجم الإئتمان المصرفي، وانخفاض قيمة الأصول والاستثمارات العربية في الخارج، وخروج رؤوس أموال أجنبية من الأسواق المحلية، وتراجع أداء الشركات المدرجة في الأسواق.

وتشير التقديرات إلى أن إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية بلغ في نهاية العام نحو 806 مليار دولار، مسجلاً بذلك نسبة انخفاض بلغت نحو 40 في المائة عن قيمتها في عام 2007. وانخفضت مؤشرات الأسواق العربية بنسب مرتفعة فاقت انخفاض مؤشرات معظم الأسواق العالمية الرئيسية. وقد بدأت تداعيات الأزمة المالية العالمية تنعكس بشكل واضح على الأسواق العربية منذ مطلع الربع الأخير من عام 2008.

وتحول الفائض الكلي في عدة دول عربية إلى عجز مالي كلي بينما تفاقم العجز الكلي في بعض منها. وفيما يتعلق بالديونية الداخلية، فقد ارتفع الرصيد القائم للدين العام الداخلي بنسبة 11.2 في المائة في عام 2009 وارتفعت نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي من 25.2 في المائة في عام 2008 إلى 30.1 في المائة في عام 2009. تركت الأزمة المالية الحادة التي

¹⁰ التقرير الاقتصادي العربي الموحد، 2004، ص 131.

أعقبت انهيار بنك ليمان براذرز في سبتمبر 2008 أثرا سلبيا ملحوظا على الاقتصاد العالمي، حيث تراجع الناتج العالمي بواقع 0.5% في عام 2009.

وكانت الاقتصادات المتقدمة هي الأكثر تضررا، حيث تعرضت لضائقة ائتمانية خطيرة وتدهورت ميزانيتها العمومية وتزايدت معدلات البطالة فيها. وانخفض الناتج في هذه البلدان بواقع 3.25% في عام 2009. وقد انتقلت الأزمة بسرعة إلى مختلف أنحاء العالم عبر عدد من القنوات - منها انهيار في التجارة، ونضوب التدفقات الرأسمالية، والهبوط في تحويلات المغتربين. وبعد أن هدأت الأوضاع، اتضح أن هناك العديد من الأسواق الصاعدة والبلدان منخفضة الدخل قد تضررت بشدة من الأزمة العالمية التي تعد الأسوأ منذ أكثر من 60 عاما¹¹.

وقد تحرك صناع السياسات لمواجهة هذه الأزمة بتنفيذ مجموعة من التدابير الشجاعة والجرئية في مناخ من التعاون غير المسبوق. ففي مجال السياسة النقدية، خفضت البلدان المختلفة أسعار الفائدة وصولا إلى سعر الفائدة الصفري وشرعت في اتخاذ تدابير غير تقليدية. كذلك تعاونت البنوك المركزية فيما بينها من خلال التخفيضات المنسقة لأسعار الفائدة وخطوط تبادل النقد الأجنبي. وفي مجال السياسة المالية العامة، اعتمدت البلدان موقفا مضادا لاتجاهات الدورة الاقتصادية، فاستوعبت زيادة العجز الناجمة عن الركود وقامت بتكتملتها بدفعة تنشيطية من المالية العامة. وفي الجمل، قامت كبرى الاقتصادات المتقدمة والأسواق الصاعدة بتوفير دفعة تنشيطية مالية بنسبة 2% من إجمالي الناتج المحلي في 2009، ويرجع الجانب الأكبر من المكا سب المحرزة لهذا العمل التعاوني. ووضعت البلدان كذلك تدابير لدعم النظام المالي، بما في ذلك عمليات شراء الأصول وضح رؤوس الأموال ومختلف أنواع الضمانات. وقد أثمرت هذه التدابير نتائج طيبة، وبدأت علامات التعافي تظهر في النصف الثاني من 2009. وقد اكتسب التعافي مزيدا من القوة في أوائل 2010، على الرغم من أن زيادة تقلبات السوق المالية في ماي 2010 قد أثارَت مجددا التساؤلات حول قدرة التعافي على الاستمرار. ورغم أن التعافي يتواصل بسرعات متفاوتة، متباطئا في كثير من الاقتصادات المتقدمة وأكثر قوة في سواها، فمن المتوقع أن يصل النمو العالمي إلى 4.5% في عام 2010 و 4.25% في 2011 وبالنسبة للاقتصادات المتقدمة، تحقق الولايات المتحدة نموا أسرع من أوروبا أو اليابان. أما في الاقتصادات الصاعدة والبلدان منخفضة الدخل، فلا تزال بلدان آسيا الصاعدة تقود مسيرة التعافي الاقتصادي، بينما تأخر عن الركب كثير من اقتصادات أوروبا الصاعدة ودول الكومنولث المستقلة. وبينما يُنتظر أن تحقق الاقتصادات المتقدمة نموا قدره 2.5% في 2010 و 2011، فإن النمو السنوي في الأسواق الصاعدة والبلدان النامية يتوقع أن يبلغ 6.75% في 2010 و 6.5% في 2011، بعد أن سجل معدلا متواضعا قدره 2.5% في عام 2009.

ومع تراجع الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية في عام 2009، فقد ارتفعت نسبة الإنفاق العام في الدول العربية كمجموعة إلى الناتج المحلي الإجمالي من 29.8 في المائة في عام 2008 إلى 34.7 في المائة في عام 2009. كما ازدادت نسبة كل من الإنفاق الجاري وبدرجة أقل الإنفاق الرأسمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي في عام 2009 لتبلغ 25.6 في المائة و 9 في المائة على التوالي. أما صافي الإقراض الحكومي فقد ارتفعت نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 0.2 في المائة¹².

كما قامت العديد من أسواق المال العربية، كالأردن والبحرين وقطر، بوضع تعليمات جديدة في مجال أنشطة الوساطة المالية، تهدف إلى المحافظة على الملاءة المالية لشركات الوساطة، وتعمل على تنظيم نوعية وطبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها من قبل الوسطاء.

¹¹ صندوق النقد الدولي التقرير السنوي 2010 ص16.

¹² التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2009 ص127.

وفي مجال الاستثمار الأجنبي،¹³ فقد فتحت بلدان عربية عديدة أسواقها المالية أمام الاستثمار الأجنبي بدرجة كاملة كما في (الأردن، مصر، المغرب، لبنان، وسلطنة عمان)، فأجازت قوانين الاستثمار في تلك البلدان للأجانب بالتملك بنسبة 100% من رأس مال الشركات والمشاريع، فيما سمحت قوانين الاستثمار في بلدان عربية أخرى بانفتاح جزئي لأسواقها المالية أمام الاستثمار الأجنبي كما في (الجزائر، وتونس، وسوريا، والسعودية، والسودان، وقطر، وفلسطين، والكويت، والإمارات، وفلسطين).

وعلى الرغم من هذه التطورات فما تزال سياسات التحرر المالي في البلدان العربية تعاني عدة أوجه قصور وضعف مما يستوجب على البلدان العربية مواصلة الجهود وتعزيز النهج المتبع لتحرير أسواقها المالية.

الخلاصة:

على الرغم من هذه التطورات فما تزال سياسات التحرر المالي في البلدان العربية تعاني عدة أوجه قصور وضعف مما يستوجب على البلدان العربية مواصلة الجهود وتعزيز النهج المتبع لتحرير أسواقها المالية.

إن سياسات التحرر المالي في البلدان العربية لا تزال في مراحل مبكرة، ولم تستطع الأسواق المالية العربية من الاندماج في الاقتصاد العالمي ومواكبة التغييرات الحديثة. وهي تعاني من صغر أحجامها ومحدودية الأدوات المالية المتداولة مقارنة مع الأسواق المالية العالمية والأسواق الناشئة المتمثلة في محدودية أحجام التداول والقيمة السوقية وقلة عدد الشركات المدرجة فيها، وضعف مجالات الاستثمار فيها، كما تعاني من قصور نسبي في القوانين التي تنظم عمليات الإصدار والتداول فيها.

إضافة إلى عدم كفاية المعلومات المنشورة عن الكشوفات والمعلومات المحاسبية، مما يساهم في عدم الوضوح بالنسبة للمستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. و قصور الوعي الاستثماري لدى الأفراد والمؤسسات في البلدان العربية وتفضيلهم أساليب الاستثمار الأخرى.

و باستخدام بيانات السلاسل الزمنية عن النمو الاقتصادي ومؤشرات التحرير المالي بالإضافة إلى بعض المتغيرات الأخرى المفسرة للنمو الاقتصادي، فإن النماذج المتوصل إليها فشلت في إيجاد ارتباط هام بين التحرير المالي والنمو الاقتصادي. وهي نتيجة منسجمة مع نتائج البحث الحديث بشأن هذا الموضوع.

وأهم التوصيات المقترحة في هذا السياق هي:

- العمل على تعزيز مبدأ الشفافية والإفصاح المالي في نشر البيانات والمعلومات، لتوفير الثقة بمصداقية هذه الأسواق.

¹³. هناء عبد الغفار السامرائي، مصدر سبق ذكره، ص 326.

- تقديم خدمات وأدوات مالية جديدة ومتنوعة تغطي كافة الرغبات التي ينشدها المستثمرون على الصعيدين المحلي والعالمي.

- تعزيز التعاون الإقليمي كخطوة أولى باتجاه التحرر التام للأسواق المالية العربية، وإصدار تشريعات مشتركة تنظم عمل تلك الأسواق.

المراجع:

1. أحمد محيي الدين احمد ، سلبيات أسواق الأوراق المالية القائمة في الدول العربية ، مجلة المصارف العربية ، العدد 146 ، المجلد 13 ، 1993.
2. إبراهيم احمد جركس ، تفعيل أداء الأسواق والمؤسسات المالية في العراق عامل مهم في مواجهة تحديات العولمة ، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية "الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية والدولية" ، ط1 ، 2002.
3. تشارلز فريلاندر ، المتطلبات اللازمة لتحديث القطاعات المالية في البلدان العربية وتطويرها ، صندوق النقد العربي و الصندوق العربي للإئتماء الاقتصادي والاجتماعي ، ابو ظبي ، 2001.
4. مانويل غينيان ، دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي والتصحيح الهيكلي ، بحث مقدم إلى ندوة السياسات المالية وأسواق المال العربية ، تحرير : د. سعيد النجار ، صندوق النقد العربي ، أبو ظبي ، 1994.
5. ناصر السعيد ، أسواق راس المال الدولية والتنمية الاقتصادية في البلدان العربية الحاجة إلى ثورة هادئة ، مجلة المصارف العربية ، العدد 199 ، المجلد 17 ، 1997.
6. عماد محمد علي العاني ، اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي ، ط 1 ، بيت الحكمة ، بغداد ، 2002
7. عمر إبراهيم حسين ، وآخرون ، أسواق الأوراق المالية العربية : الأداء والتحديات ، صندوق النقد العربي ، بحث مقدم إلى ندوة " دور القطاع الخاص في الاقتصادات العربية ، الكويت ، 1999.
8. هناء عبد الغفار السامرائي ، الأزمات المالية العالمية وأثرها على أسواق المال العربية ، بحوث ومناقشات المؤتمر العلمي الثالث لقسم الدراسات الاقتصادية بعنوان :الاقتصاد العراقي ومتغيرات البيئة العربية والدولية ، تحرير : د. هناء عبد الغفار السامرائي و د. عماد عبد اللطيف سالم ، ط 1 ، بيت الحكمة ، بغداد.

المصادر والتقارير:

- 9— التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2000.
- 10— التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2002.
- 11— التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2003.
- 12— التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2004.
- 13— التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، 2009.

باللغة الاجنبية:

- 1- According to A. Darrat, "Are financial deepening and economic growth causally related? Another look at the evidence" *International Economic Journal*, vol. 13,1999, the terms "supply-leading hypothesis" and "demand-following hypothesis" were coined by Patrick in 1966.
- 2- R. Levine, *Finance and Growth: Theory and Evidence* 1974.
- 3- A. N. Berger and L. J. Mester, *Efficiency and Productivity Change in the U.S. Commercial Banking Industry: A Comparison of the 1980s and 1990s* (Federal Reserve Bank of Philadelphia, 1997).
- 4- Arturo Galindo & Fabio Schiantarelli & Andrew Weiss, "Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Investment? Micro Evidence from Developing Countries," Boston College Working Papers in Economics 503, 2003.
- 5- ¹ Luc Laeven , " Does Financial Liberalization Relax financing constraint on Firm s?", Policy Research working paper , The World Bank Financial Sector Strategy and Policy Department, 2000.
- 6- -Amira Bouzid, « libéralisation financière et croissance économique, Approche en données de panel », 20^{ème} Journées Internationales d'économies monétaire et financier, Birmingham, 5,6 juin 2003
- 7- 3- christophe hurlin, « l'économétrie des données de panel, Modèles linéaire simple », Ecole Doctorale Edocif, séminaire méthodologique, 2004 .