

أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي

دراسة قياسية للمملكة العربية السعودية باستخدام نموذج ARDL للفترة (1990-2020)

The impact of financial development on economic growth in the Kingdom of Saudi Arabia
using the ARDL model during the period

(1990-2020)

¹ جهرة شنافة

¹ جامعة سطيف 1 (الجزائر)، dj.chenafa@gmail.com

تاريخ التسليم: 10-03-2022 تاريخ المراجعة: 10-03-2022 تاريخ القبول: 17-05-2022

Abstract

This study aims to investigate the impact of financial development on economic growth in the Kingdom of Saudi Arabia using the annual data for the period (1990-2020); The indicators of financial development included the loans directed to the private sector to the GDP, the liquidity indicator as a proxy for the ratio of money mass to the GDP, the size of the financial market represented by the stock market capitalization to the GDP, and the financial market liquidity represented by the trade rate, in addition to using the real GDP growth rate as a proxy of economic growth.

The results of the unit root test (ADF) showed that the study variables are stationary at the level and first difference, which required the use of an autoregressive distributed lag (ARDL) model; Where the results of the model tests showed the existence of a co-integration relationship through the (Bound Test); The results also showed a positive and significant effect of the cash liquidity index relative to the GDP in the long term on economic growth and the absence of an impact in the short term. The study also showed a negative impact of the index of loans directed to the private sector relative to GDP on the growth rate. The economic growth rate was not significant in the short and long term, while the statistical relationship between the Tadawul Stock Exchange indicators and the economic growth rate was not significant in the short and long term. The results also showed the absence of a causal relationship between the indicators of financial development and the economic growth rate.

Keywords: financial system, financial development, economic growth Kingdom of Saudi Arabia, ARDL model.

المخلص

تهدف الدراسة إلى اختبار أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية اعتمادا على بيانات سنوية للفترة (1990-2020)؛ اشتملت مؤشرات التطور المالي على القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، السيولة النقدية ممثلة في نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي، حجم السوق المالية ممثلة في الرسمة البورصية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، سيولة السوق المالية ممثلة في معدل التداول، بالإضافة إلى استخدام معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كممثل للنمو الاقتصادي.

بينت نتائج اختبارات جذر الوحدة (ADF) أن متغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى و الفرق الأول، ما استدعى إعداد نموذج الانحدار الذاتي لفترت الإبطاء الموزعة (ARDL)؛ حيث أظهرت نتائج اختبارات النموذج وجود علاقة تكامل مشترك من خلال اختبار (Bound Test)؛ كما بينت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة معنوية لمؤشر السيولة النقدية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأجل الطويل على النمو الاقتصادي وعدم وجود أثر في الأجل القصير، كما بينت الدراسة وجود أثر سلبي لمؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي على معدل النمو الاقتصادي في الأجلين القصير والطويل، في حين أن العلاقة الإحصائية بين مؤشرات بورصة تداول ومعدل النمو الاقتصادي فلم تكن معنوية في الأجلين القصير والطويل، كما بينت النتائج أيضا عدم وجود علاقة سببية بين مؤشرات التطور المالي ومعدل النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: النظام المالي، التطور المالي، النمو الاقتصادي،

المملكة العربية السعودية، نموذج ARDL

1. تمهيد:

يقوم النظام المالي بدور مهم في النمو الاقتصادي من خلال قدرته على تحريك رؤوس الأموال من المدخرين أصحاب الفائض المالي إلى المستثمرين أصحاب العجز المالي، إما عن طريق التمويل المباشر من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق المالية فيما يعرف باقتصاد الأسواق المالية، أو عن طريق الوساطة المالية أي التمويل غير المباشر فيما يعرف باقتصاد الاستدانة، وبما يؤدي إلى الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة لأغراض إنتاجية هدفها تحقيق النمو الاقتصادي .

تلعب البنوك والأسواق المالية دورا مهما في توجيه التمويل من المدخرين إلى المستثمرين، حيث يؤدي النظام المالي وظائفه الأساسية بفضل ما يوفره من خدمات وأدوات مالية تدعم اقتصاد البلد، وفي ذلك يرى (Gurley 1960) & Shaw أن النظام المالي المتطور يسمح بالتخصيص الكفاء للموارد المالية مما يؤدي إلى النمو الاقتصادي، وقد اقترح ثلاث أنواع للأنظمة المالية (P. Plau, 1996, pp. 177-180) الأول يمثل نظام مالي متخلف يعتمد على التمويل الذاتي، مما يؤدي إلى انخفاض الادخار والاستثمار وبالتالي انخفاض النمو الاقتصادي؛ الثاني يمثل نظاما للتمويل المباشر من خلال السوق المالية والذي يؤثر ايجابيا على الادخار والاستثمار؛ أما الثالث يتميز بتعدد الأصول المالية وتنوعها، حيث يبرز دور الوساطة المالية التي تسمح بتتبع المحافظ المالية من جهة والتوجيه الكفاء للادخار نحو الاستثمار من جهة أخرى.

كما يؤكد كلا من Goldsmith (1969) و Hicks (1969) أن تنمية النظام المالي يعتبر عاملا مهما في تحفيز النمو الاقتصادي، باعتبار أن الأنظمة المالية الأقل نموا تؤدي إلى كبح النمو الاقتصادي (ذنون و رغد أسامة، 2013، صفحة 36)، وقد ساند هذا التوجه العديد من الاقتصاديين مؤكدين على أهمية النظام المالي في الوصول إلى المتطابقة الحسابية المتعلقة بالادخار والاستثمار، وكيفية تحفيز المدخرات وإعادة تخصيصها على الوحدات الاقتصادية، وبالتالي تحقيق زيادة في الإنتاج التي تؤدي بدورها إلى زيادة الدخل القومي (ذنون و رغد أسامة، 2013، صفحة 155) وتعتبر المملكة العربية السعودية من أكبر اقتصاديات الشرق الأوسط والاقتصاد الأهم في دول مجلس التعاون الخليجي، وهو ما يؤكد تقرير البنك المركزي السعودي والذي يشير إلى أن القطاع المالي والنقدي يمثل بأنشطته المصرفية والتأمينية أحد أهم القطاعات الرئيسية في الاقتصاد السعودي، غير أنه ورغم ما تمتلكه المملكة العربية السعودية من ثروات مادية وبشرية، إلا أن مؤشرات الكلية شهدت تذبذبات، كما تأثرت بشكل مباشر بالأزمات الاقتصادية والمالية وبتراجع أسعار النفط لاسيما في عامي 1999 و 2009 و في عام 2020، بسبب الظروف الاستثنائية التي شهدتها العالم و على جميع الأصعدة ومنها الصعيدين الاقتصادي والمالي، حيث ألفت جائحة كوفيد 19 بظلالها على الاقتصاد السعودي، مما أدى إلى انكماش اقتصاد المملكة العربية السعودية نهاية عام 2020 بنسبة - 4.1% مقارنة بنسبة انتعاش قدرت ب 0.3% في عام 2019 و بنسبة انتعاش قدرت ب 2.5% في عام 2018، ويرجع ذلك بشكل رئيسي إلى انكماش القطاع النفطي بسبب تراجع الطلب العالمي على منتجات الطاقة، الناتج عن اغلاق الاقتصاد العالمي واجراءات الحظر المرافقة لذلك، إضافة إلى تزامن ذلك مع التزام المملكة باتفاقية (أوبك+) لخفض الانتاج استجابة لتراجع الطلب على النفط، كما تأثر أيضا ناتج القطاع غير النفطي في عام 2020 نتيجة لظروف الاغلاق الكلي والجزئي التي أدت إلى انخفاض كبير لناتج العديد من القطاعات الاقتصادية .

1.1 إشكالية البحث: على الرغم من ميل الاقتصاديين منذ عقد التسعينات من القرن العشرين لإعطاء أهمية كبيرة في تحديد طبيعة العلاقة بين التطور المالي و النمو الاقتصادي، إلا أن الجدل لايزال قائماً حول أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي، وكذا نوع العلاقة التي من الممكن أن تربط القطاع المالي بالقطاع الحقيقي، مع محاولة تحديد اتجاه علاقة السببية فيما إذا كان النمو الاقتصادي يقود التطور المالي أم العكس، ذلك أن اتجاه العلاقة السببية يلعب دوراً مهماً في اختيار استراتيجية التنمية، فإذا كان التطور المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي فإن ذلك يستلزم الاهتمام بالقطاع المالي وتحريره، أما إذا كان النمو الاقتصادي هو الذي يحفز التطور المالي فإن الأمر يستلزم التركيز على السياسات التي تعزز النمو الاقتصادي.

من خلال ما سبق حاولنا بدورنا إثراء النقاش بإسقاط الدراسة على التطور المالي في المملكة العربية السعودية وأثره على النمو الاقتصادي من خلال طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (1990-

2020)

ويندرج ضمن الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي:

✓ هل توجد علاقة توازنية بين بعض مؤشرات التطور المالي، ممثلة في مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر السيولة النقدية ممثلاً في نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر معدل الرسملة البورصية، مؤشر سيولة السوق المالية ممثلاً في معدل التداول والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية ؟

✓ هل يوجد أثر ذو دلالة معنوية لبعض مؤشرات التطور المالي، ممثلة في مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر السيولة النقدية ممثلاً في نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر معدل الرسملة البورصية، مؤشر سيولة السوق المالية ممثلاً في معدل التداول والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية ؟

✓ هل توجد علاقة سببية بين بعض مؤشرات التطور المالي السابقة والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية؟

✓ ما مدى استجابة النمو الاقتصادي للتغيرات التي تحدث في بعض مؤشرات التطور المالي السابقة في المملكة العربية السعودية ؟

2.1 فرضيات البحث: تحقيقاً لأهداف البحث وعلى ضوء المفاهيم النظرية والتجريبية السابقة، اعتمدنا في معالجة التساؤلات المطروحة على الاختبار القياسي لمدى صحة الفرضيات، والتي صيغت على النحو التالي:

✓ توجد علاقة توازنية بين بعض مؤشرات التطور المالي ممثلة في مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر السيولة النقدية ممثلاً في نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر معدل الرسملة البورصية، مؤشر سيولة السوق المالية ممثلاً في معدل التداول والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية في الأجل الطويل؛

✓ يوجد أثر ذو دلالة معنوية لبعض مؤشرات التطور المالي ممثلة في مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر السيولة النقدية ممثلاً في نسبة الكتلة النقدية M2 إلى الناتج المحلي الإجمالي، مؤشر معدل الرسملة البورصية، مؤشر سيولة السوق المالية ممثلاً في معدل التداول والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية في الأجلين الطويل والقصير؛

✓ توجد علاقة سببية بين بعض مؤشرات التطور المالي السابقة والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية.

3.1 أهداف البحث: استناداً إلى الخلاف القائم بين الدراسات النظرية والدراسات التطبيقية حول طبيعة أثر التطور المالي في النمو الاقتصادي واتجاهه، فإن دراستنا تهدف إلى محاولة أثناء النقاش حول تحديد أثر واتجاه العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، بمعنى تحديد العلاقة التي تربط القطاع المالي السعودي والقطاع الحقيقي، استناداً إلى الدراسات الاقتصادية النظرية والتجريبية.

4.1 أهمية البحث: تتبع أهمية البحث من أهمية الدور الذي يلعبه النظام المالي في تنمية القطاع الحقيقي، وذلك بتوفير بيئة مناسبة لجذب وتشجيع الاستثمار، كما تكمن أهميتها في مراجعة الأدبيات النظرية المتعلقة بالتطور المالي و النمو الاقتصادي.

5.1 منهج البحث: وصولاً لأهداف البحث اعتمدنا المنهج الوصفي والتحليلي باعتباره الأنسب لموضوع البحث، من خلال تحليل وتوظيف الإطار النظري للنظام المالي، وعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي على ضوء الدراسات النظرية والتجريبية السابقة، كما سيتم اعتماد الأساليب الرياضية والإحصائية للاقتصاد القياسي، بناء على تقدير نموذج قياسي يتمثل في نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL، حيث تم الاعتماد على معطيات سلاسل زمنية تمتد على طول الفترة (1990-2020)، ليتم الحصول على ما قيمته 31 مشاهدة في المجموع وبالتطبيق على برنامج Eviews10.

6.1 محاور البحث: جاءت محاور البحث على النحو التالي:

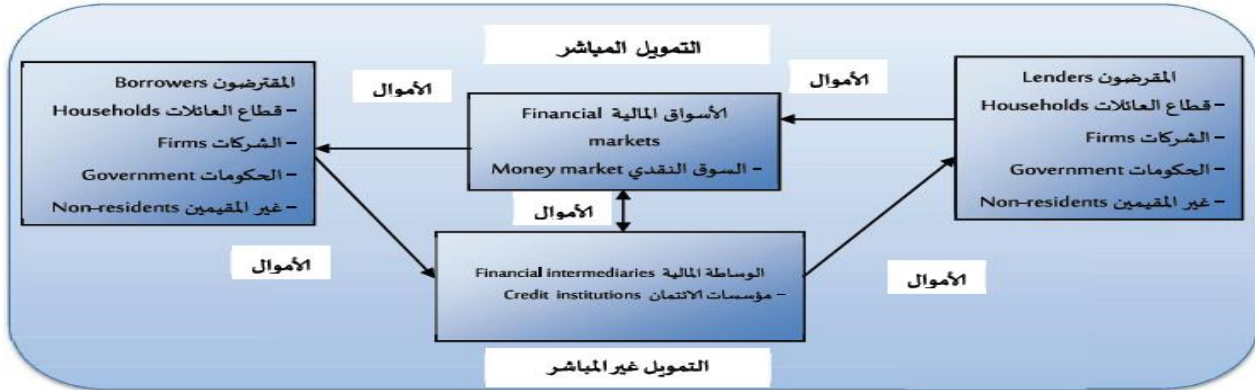
- النظام المالي؛
- التطور المالي والنمو الاقتصادي؛
- علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي على ضوء الدراسات النظرية والتجريبية؛
- النمذجة القياسية لأثر التطور المالي في المملكة العربية السعودية على النمو الاقتصادي خلال الفترة (1990-2020).

2. النظام المالي:

تتصدر مشكلة التراكم الرأسمالي قائمة المشاكل الاقتصادية في معظم الاقتصاديات النامية، وبالتالي فإن النجاح في تعبئة المدخرات بمختلف أحجامها وتوجيهها نحو النشاط الاقتصادي بوجه عام وإلى الاستثمار بوجه خاص، يعد من الآليات التي يتطلبها النمو الاقتصادي، وهنا تظهر أهمية النظام المالي الذي يشمل مختلف المؤسسات المالية التي تتعامل في قضايا التمويل والاستثمار والادخار والإقراض، في تعبئة الادخار وتحفيز الاستثمار وتسوية المدفوعات وتسهيلها ومحاولة تقليل المخاطر وإدارتها، علاوة على تقليل تكاليف المعاملات وتوفير البيانات .

ويقوم النظام المالي بوظيفته إما عن طريق التمويل المباشر وذلك من خلال الاقتراض مباشرة عن طريق بيع الأوراق المالية المصدرة أو عن طريق التمويل غير المباشر (التمويل البنكي)، وبالتالي فهو يقوم بدور هام في النشاط الاقتصادي من خلال قدرته على تحريك الاموال من المدخرين أصحاب الفائض المالي إلى المستثمرين أصحاب العجز المالي كما يتضح من خلال الشكل التالي: (زيطاري ، 2004، صفحة 21)

الشكل رقم (1): طرق التمويل



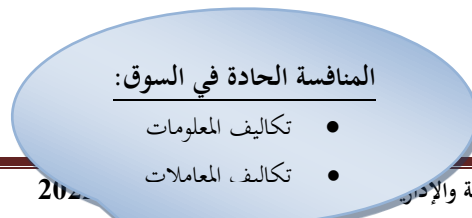
المصدر: سامي مباركي، تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، الجزائر، 2015، ص: 21.

يهدف النظام المالي المتطور إلى النقل من تكلفة المعاملات ومشكل عدم تماثل المعلومات، التي تحد من فعالية وكفاءة الخدمات المالية التي تمثل عبئا على الأعوان الاقتصاديين، بهدف ضمان التخصيص الأمثل للمدخرات المالية وتعزيز النمو في المدى الطويل؛

كما يعمل النظام المالي على توفير تشكيلة واسعة من الأدوات المالية لتلبية متطلبات المقرضين والمقرضين، وبالتالي فهو يلعب دورا مهما في تعبئة المدخرات وضمان التوزيع والتخصيص الأمثل لها نحو القطاعات الإنتاجية. وقد أشار تقرير الأمم المتحدة وصندوق النقد الدولي والبنك الدولي إلى أن أحد العوامل المؤثرة في تذبذب النمو الاقتصادي في الدول النامية هو عدم كفاءة أنظمتها المالية (القطاع المالي المصرفي والأسواق المالية)، إلى جانب وجود اختناقات في مصادر تعبئة الادخار، الأمر الذي يعيق توزيع الموارد المالية نحو الاستثمارات، كما يعيق عمل الوساطة المالية في تحويل تلك الموارد نحو القطاعات الإنتاجية.

وحسب (Levine 1997) فإن النظام المالي المتطور يعمل على التخفيف من معوقات السوق (تكلفة المعاملات ومشكل عدم تماثل المعلومات)، وذلك بهدف ضمان تدفق الأموال نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية وذات العوائد الأعلى، بهدف التخصيص الأمثل للمدخرات المالية وتعزيز النمو في المدى الطويل، وقد قدم (Levine 1997) تحليلا يوضح من خلاله وظائف النظام المالي، مبرزا قنوات تأثيره على النمو الاقتصادي كما يوضحها الشكل التالي: (Levine, 1997, p. 691).

الشكل رقم (2): وظائف النظام المالي وقنوات تأثيره في النمو الاقتصادي



Source: R. Levine, **Financial development & economic growth: Views & agenda**, Journal of Economic Literature, vol 35, 2, 1997, p: 691.

حيث يقوم النظام المالي بأهم وظيفة تتمثل في الربط بين المدخرين و المستثمرين، وذلك بنقل الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز، بالإضافة إلى تحسين عوائد وكفاءة الاستثمار، كما أن النظام المالي يؤدي يقوم بتوفير التمويل للمشاريع الجديدة من خلال الأدوات الائتمانية والمالية، مما يترتب عليه إضافة جديدة تنعكس على الاقتصاد القومي من خلال زيادة صافي الاستثمار الذي يؤدي بدوره إلى زيادة النمو الاقتصادي عبر العديد من القنوات منها ما يتعلق بالقطاع المصرفي وأخرى تتعلق بالأسواق المالية، والتي نوضحها كما يلي: (ذنون و رغد أسامة، 2013، الصفحات 25-26) (زيطاري ، 2004، الصفحات 218-219) (بن دعاس، 2016، الصفحات 25-26)، (مجاهد، 2016، الصفحات 218-219).

أولاً: قنوات تأثير القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي: يؤكد (1911) J. Schumpeter على الدور الإيجابي للوساطة المالية في عملية النمو في كتابه نظرية التطور الاقتصادي، موضحاً أهمية الوساطة المالية في توجيه المدخرات إلى أفضل الاستخدامات، من خلال إبراز أهمية الجهاز البنكي في توفير التمويل للشركات التي تتمتع بالعوائد الأعلى. والتي يكون لها تأثير مباشر على الإنتاجية؛ يؤثر القطاع المصرفي على النمو الاقتصادي عبر العديد من القنوات أهمها: قناة العرض النقدي، قناة تعبئة المدخرات، قناة تخصيص الموارد.

• **قناة العرض النقدي:** تبنى الفكرة الكنزيون وأتبعهم في ذلك المعاصرون عند توضيحهم لأهمية النقود في الأنشطة الحقيقية، من خلال توفير وتسهيل عمليات التبادل الداخلي، وقد أثبتوا تأثيرها على القطاع الحقيقي انطلاقاً من تأثيرها على القرارات الاستثمارية، بمعنى أن أثر المؤسسات المالية البنكية يتضح من خلال دورها في التمويل عن طريق الآليات النقدية.

• **قناة تعبئة المدخرات:** إن تعبئة المدخرات من وحدات الفائض وإعادة استثمارها في وحدات العجز المالي، من أهم الوظائف التي يؤديها النظام المصرفي.

• **قناة تخصيص الموارد:** إذا كانت تعبئة المدخرات من أهم وظائف مؤسسات الوساطة المالية، فإن تخصيصها نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية هي الوظيفة الأهم لها، وذلك للأثر الذي تمارسه على الناتج الوطني وبالتالي النمو الاقتصادي.

ثانياً: قنوات تأثير السوق المالية في النمو الاقتصادي: يمكن للأسواق المالية التأثير في معدلات النمو الاقتصادي من خلال أربعة قنوات وهي: السيولة، تبيع المخاطر، تخصيص الموارد، حوكمة الشركات.

• **قناة السيولة:** ترتبط السيولة ارتباطاً مباشراً بتكلفة التداول، وبالنسبة للمستثمرين فإن السيولة تعكس قدرتهم على تحويل أصولهم إلى نقد، وبالتالي فهي جزء من القرار الاستثماري، فسيولة الأسواق المالية تسمح بتلبية رغبات المدخرين والمستثمرين، مما يجعل الاستثمار أقل عرضة للمخاطر.

• **قناة التنوع:** تسمح سياسات التنوع بالانتقال نحو المشاريع ذات العوائد المرتفعة، ونجاحها يعتمد على مدى قدرة السوق المالية على الاندماج إقليمياً أو دولياً، بما يسمح للمدخرات بالانتقال نحو الاستثمارات مرتفعة العوائد.

• **قناة تخصيص الموارد:** يتوقف ذلك على كفاءة الأسواق المالية ودرجة سيولتها، بالإضافة إلى الحوافز التي تمنحها هذه الأسواق للمستثمرين.

• **قناة حوكمة الشركات:** تمارس الأسواق المالية أثارها على النمو الاقتصادي من خلال تحسين آلية الحوكمة في المؤسسات، باعتبار أن الأسواق المالية من أهم أليات التقييم الفعال للمؤسسات، والحكم على كفاءة المديرين في رسم وتنفيذ الخطط الاستثمارية بالإضافة إلى اليات الرقابة التي تفرضها الأسواق فيما يخص الشفافية والافصاح عن المعلومات.

3. التطور المالي والنمو الاقتصادي:

1.3. التطور المالي: يعرف (Levine R.(2004) التطور المالي بأنه "زيادة كفاءة الخدمات المالية المقدمة من طرف النظام المالي (البنكي وأسواق مالية) لتخفيض تكلفة المبادلات ومخاطر المعلومات، وذلك بتجميعها وتداولها في الاقتصاد القومي، بما ينتج أثاراً إيجابية على قرار الادخار والاستثمار وبالتالي النمو الاقتصادي .

وفي تعريف لصالح مفتاح فإن التطور المالي هو "درجة نماء وتطور القطاع المالي من خلال المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية بما في ذلك تطور وتنوع أشكال مؤسساته وأسواقه (زيطاري ، 2004، صفحة 143)

إن التطور المالي يشير إلى مجموعة العوامل التي تؤدي إلى وجود نظام مالي فعال يقدم خدمات مالية عميقة وواسعة، بما يضمن كفاءة تنويع المخاطر والتوزيع الأمثل لرأس المال، كما يسمح بتوفير عوائد تنافسية للمدخرين، مما يرفع من مستوى مدخراتهم المالية وتوفير المزيد من السيولة التي يتم توظيفها في المشاريع الأكثر إنتاجية.

وما تجدر الإشارة إليه أن التطور المالي مفهوم متعدد الأوجه لا يقتصر على المجاميع النقدية فقط، وإنما يتعداه ليشمل التنظيم والرقابة والانفتاح والمؤسسية وتنويع الأسواق والأدوات المالية التي تحدد الهيكل المالي للاقتصاد، وتبعاً لذلك تتعدد المؤشرات المستخدمة في قياس التطور المالي، منها ما يتعلق بحجم و عمق القطاع المالي ومنها ما يتعلق بقدرته على المنافسة والاستقرار وعلى الانفتاح على العالم الخارجي.

2.3 مؤشرات التطور المالي: لا يوجد اتفاق من الباحثين حول المؤشرات التي تقيس نوعية وكمية الخدمات المقدمة من طرف النظام المالي، أي تقييم مستوى التطور في القطاع المالي، وبالتالي تمثل مقاييس التطور المالي محل جدل عن أهم المؤشرات التي تمثل وتقدر على اعطاء درجة كفاءة وفعالية النظام المالي في تقديم الخدمات المالية، والتي تتعكس ايجاباً على معدلات النمو الاقتصادي.

1.2.3 مؤشرات تطور الوساطة المالية (النظام البنكي): هناك العديد من المؤشرات نذكر منها: (ذنون و رغد أسامة، 2013، صفحة 186)، (زيطاري ، 2004، الصفحات 25-26)، (زيطاري ، 2004، صفحة 73) (مباركي ، 2015، الصفحات 218-219) (بن دعاس، 2016، صفحة 186) ، (مجاهد ، 2016، الصفحات 25-26)

• **معيار حجم النظام المصرفي:** يمثل إجمالي أصول البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية نسبة للناتج المحلي الإجمالي، ارتفاعه يدل على زيادة حجم وقدرة النظام المصرفي على القيام بوظائفه.

• **مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي:** يقيس حجم الوساطة المالية يعكس مدى مساهمة القطاع المصرفي في تمويل القطاع الخاص، يشير ارتفاعه إلى زيادة الاعتماد على القطاع المصرفي في التمويل وبالتالي زيادة عمق النظام المالي.

• **مؤشر مجموع أصول الجهاز المصرفي إلى الناتج المحلي الإجمالي:** يمثل نسبة موجودات البنوك الى الناتج المحلي الاجمالي ،يقيس هذا المؤشر حجم الحصة التي تساهم بها البنوك التجارية من مجموع المدخرات المالية، أي قدرة الجهاز المصرفي على تعبئة المدخرات المالية.

• **مؤشر العمق المالي M3/GDP :** يتم قياسه من خلال نسبة المجمع النقدي الموسع إلى الناتج المحلي الإجمالي ، حيث كلما ارتفعت النسبة زادت درجة العمق المالي.

• **نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي M2/PIB (مؤشر السيولة):** يمثل عرض النقد بالمفهوم الواسع إلى الناتج المحلي الإجمالي، تعكس النسبة أهمية الوساطة المالية في النمو، يقيس هذا المؤشر حجم وسائل الدفع المستخدمة من طرف الوحدة الاقتصادية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بمعنى يقيس حجم الوساطة المالية M2/GDP، كلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على أن الاقتصاد يعاني من كبح مالي، يعتبر بمثابة مؤشر للتطور النقدي والوساطة المالية، حيث أن المستوى المرتفع لهذا المؤشر مرتبط بتطور الخدمات المالية.

• **هامش سعر الفائدة:** يقيس هذا المؤشر ربحية القطاع المصرفي، يمثل الفرق بين اسعار الفائدة على القروض والودائع المقدمة من طرف البنوك، كما يشير هذا المقياس إلى مستوى تنافسية وكفاءة القطاع المصرفي، كما يستدل منه على انخفاض علاوة المخاطرة على الائتمان ومن ثم تحسين الثقة بين البنوك والمستثمرين، يسمح هذا المؤشر بقياس فعالية نشاط الوساطة المالية، حيث كلما كانت قيمة المؤشر ضعيفة كلما كانت فعالية الوساطة المالية كبيرة، بمعنى أن البنوك تقدم خدمات مالية بأقل تكلفة ممكنة والعكس.

2.2.3 مؤشرات تطور السوق المالية: هناك العديد من المؤشرات نذكر منها: (الدسوقي، 2000، صفحة 186)، (مزهديّة، 2014-2015، الصفحات 25-26)، (زيطاري، 2004، صفحة 73).

✓ **مؤشر حجم السوق:** يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الايجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات، التي بدورها تعكس درجة التطور والنضج للسوق، يتمثل الأثر الايجابي لاتساع حجم السوق في القدرة على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر، ويقاس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما:

أ - **معدل الرسملة:** يطلق على القيمة السوقية برسملة السوق أو الرسملة البورصية، تمثل قيمة أسهم الشركات فيما يتعلق بالسعر الحالي للسوق، وتعد مقياساً جيداً لقياس حجم السوق، وتعتبر الرسملة مؤشراً جيداً لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند أخذها كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، أي أن هذه النسبة تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد، وهي بذلك تعكس مدى مساهمة السوق المالية في الناتج المحلي الإجمالي، وتعرف نسبة الرسملة إلى الناتج المحلي الإجمالي بمعدل الرسملة، وتعني القيمة السوقية للأسهم المدرجة خلال فترة ما نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي لنفس الفترة بحسب كما يلي:

$$\text{معدل الرسملة} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}} \times 100$$

يعكس هذا المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة الموارد المالية (المدخرات) وتوجيهها نحو الاستثمار.

ب - **عدد الشركات المسجلة بالبورصة:** وتشمل جميع الشركات سواء كانت شركات محلية أو أجنبية، كما تتضمن مجموع صناديق الاستثمار، وشركات السمسرة والوساطة المرخصة، يؤدي زيادة عدد الشركات المدرجة إلى اتساع حجم السوق وتوسع القاعدة الاستثمارية وزيادة تنشيط التعامل بالأوراق المالية، وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمارات بالتبعية، بمعنى زيادة نسبة النمو في رأس المال السوقي والذي بدوره ينعكس على النمو الاقتصادي، كما يسمح بتنويع الفرص الاستثمارية والتقليل من مخاطر الاستثمار، بتكوين محافظ استثمارية كفوة.

✓ **مؤشر سيولة السوق:** تعد السيولة من أهم المؤشرات الدالة على تطور سوق الأوراق المالية، وتعكس السيولة سهولة بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبدون تكلفة مرتفعة من شأنها إحداث تغير كبير في القيمة السوقية لهذه الأصول من صفقة لأخرى، حيث تزداد سيولة السوق كلما زادت أوامر البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية، وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل بين العرض والطلب، كما أن ارتفاع درجة السيولة تشير إلى زيادة قدرة السوق على إتاحة الفرصة للمستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الاستثمارات طويلة الأجل، وتقاس سيولة البورصة من خلال مؤشرين هما:

أ. معدل التداول: يعكس دور البورصة في توفير السيولة للاستثمارات، بمعنى تحديد دور البورصة في الاقتصاد، يشير ارتفاعه إلى إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وانخفاض تكلفة المعاملات، كما أن انخفاض هذا المؤشر يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفض.
يحسب كما يلي:

$$\text{معدل التداول} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة}}{\text{النتاج المحلي الإجمالي}} \times 100$$

ب. معدل الدوران: يستعمل لتوضيح درجة نشاط السوق (قياس نشاط التداول في البورصة)، يكمل هذا المؤشر معدل التداول، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة، تدل على ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول (R (Levine R. , 1996, p. 7)
وفيما يقيس معدل التداول السيولة التي توفرها السوق المالية في الاقتصاد ككل، يقيس معدل الدوران قيمة التداول منسوبة إلى القيمة السوقية أي السيولة الموجودة في السوق نفسه، وبالتالي يعد معدل الدوران أكثر دقة في التعبير عن السيولة. تدل القيمة المرتفعة لمعدل الدوران على ارتفاع السيولة واقتراب أسعار الأسهم من القيمة العادلة و انخفاض تكاليف المعاملات، كما قد تدل على زيادة نشاط المضاربة في السوق (اندراس، مرجع سبق ذكره، صفحة 97)،
يحسب معدل الدوران كالتالي:

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المتداولة}}{\text{رسملة السوق}} \times 100$$

✓ **مؤشر درجة التركيز:** يقصد به عدد الشركات التي يتم التداول في أسهمها في معظم الأحيان مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق، تقاس بحساب حصة أكبر عشر شركات في رسملة السوق أوفي قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو مدى هيمنة الشركات الكبرى على رسملة السوق، وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات في قيم أوراق تلك الشركات، تعد درجة التركيز المرتفعة أمراً غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على سيولة السوق. (الدعيمي، صفحة 126).

3.3 النمو الاقتصادي: هناك العديد من التعريفات الخاصة بالنمو الاقتصادي نذكر منها:

يعرف النمو الاقتصادي بأنه "الزيادة المستمرة في كمية السلع والخدمات المنتجة من طرف الفرد في اقتصاد معين (J. Arrous , 1999,p9).

وفي تعريف آخر فإن النمو الاقتصادي هو "الزيادة في الناتج القومي الحقيقي من فترة إلى أخرى، يعكس التغيرات الكمية في الطاقة الإنتاجية ومدى استغلال هذه الطاقة، فكلما ارتفعت نسبة استغلال الطاقة الإنتاجية المتاحة لجميع القطاعات، ازدادت معدلات نمو الناتج القومي والعكس صحيح (عبد الوهاب الأمين، 2002، ص371). كما عرف أيضا بأنه "عبارة عن ظاهرة كمية تمثل الزيادة المستمرة في نصيب الفرد من الناتج الوطني" (Maré Nouchi, 1990,p44).

وفي تعريف آخر هو "حدوث زيادة في الناتج المحلي الإجمالي أو الدخل الوطني الإجمالي والذي يؤدي إلى زيادة مستمرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي" (محمد عبد العزيز عجمية، 2005، ص51)، ويتضمن هذا المفهوم ثلاث شروط أساسية وهي:

✓ أن زيادة الناتج المحلي الإجمالي يجب أن تكون مصحوبة بزيادة نصيب الفرد منه، والذي يتطلب أن تكون الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي أو الزيادة في الدخل الوطني الإجمالي يفوق معدل النمو السكاني، حيث غالبا ما يعوق هذا الأخير النمو الاقتصادي.

✓ يجب أن تكون الزيادة في دخل الفرد حقيقية وليست نقدية فقط، بمعنى أن تفوق الزيادة النقدية في الدخل الفردي الزيادة في المؤشر العام للأسعار (التضخم).

✓ يجب أن تكون الزيادة المحققة في الدخل الحقيقي الفردي، أو في متوسط نصيب الفرد من الدخل الوطني الإجمالي مستمرة في الأجل الطويل وليست آنية تزول بزوال مسبباته.

ويفرق الاقتصاديون في الأجل القصير والمتوسط بين الراج Expansion الذي يعبر عن مرحلة نمو في الدورة الاقتصادية. بمعنى ارتفاع الإنتاج في الأجل القصير، وهي ظاهرة ظرفية تؤدي في الاتجاه المعاكس إلى الانكماش Récession، حيث يعتبر نمو ولكن بوتيرة متناقصة (تراجع الإنتاج في الأجل القصير)، وبين الركود Dépression الذي يعني تراجع الإنتاج وبالتالي يصبح النمو الاقتصادي سالباً (بختاش راضية، 2015، ص25).

كما يفرق الاقتصاديون بين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية، فالتنمية الاقتصادية تمثل مجموعة من التحولات الاجتماعية، الثقافية، الديمغرافية، والتقنية المرافقة للنمو، فهي عملية ديناميكية متتابعة (محمد عبد العزيز عجمية، 2003، ص63)؛ وقد تتضمن بالإضافة إلى زيادة الإنتاج وزيادة عناصر الإنتاج وكفاءتها إجراء تغييرات في هيكل الإنتاج، الأمر الذي يتطلب إعادة توزيع عناصر الإنتاج على مختلف القطاعات الاقتصادية، وهو ما ذهب إليه W. Nafziger حيث يرى أن التنمية الاقتصادية تتطلب أن يصاحب النمو الاقتصادي تحسن في توزيع الدخل وتركيبه النشاط الاقتصادي (W. Nafziger, 2006, 15).

4. علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي على ضوء الدراسات النظرية والتجريبية:

يرى بعض الاقتصاديين أن التطور المالي يرفع من معدل تراكم رأس المال مما يؤدي إلى تحقيق النمو الاقتصادي، في حين يرى البعض الآخر أن النمو الاقتصادي هو الذي يؤدي إلى حدوث التطور المالي، وأمام هذا التضارب أصبح هناك ضرورة في تحديد اتجاه علاقة السببية لما لها من دور مهم في اختيار استراتيجية التنمية، فإذا كان التطور المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي فإن ذلك يستلزم الاهتمام بالقطاع المالي وتحريره، أما في حالة ما إذا كان النمو الاقتصادي هو الذي يحفز التطور المالي فإن الأمر يستلزم التركيز على السياسات التي تعزز النمو الاقتصادي.

تعتبر الدراسة التي قدمها (Schumpeter 1912) من بين أولى الدراسات التي تناولت علاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي، وقد توصل فيها إلى أن القطاع المصرفي (الوساطة المالية) يساعد في عملية التطور الاقتصادي عن طريق المساهمة في زيادة عرض النقد بواسطة خلق الائتمان، الذي يؤدي إلى التوسع الاقتصادي من خلال زيادة الاستثمارات وتكوين رأس المال، فالمؤسسات المالية (البنكية) من وجهة نظره هي مصدر لحشد المدخرات وتقييم المشروعات وإدارة المخاطر وتسهيل المعاملات، كل ذلك يعتبر ضرورياً للتراكم الرأسمالي، مما يكون له انعكاساً إيجابياً على النمو الاقتصادي؛ ثم توالت بعدها الدراسات الخاصة بعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي ومن بينها ما يلي:

دراسة (Robinson 1952) التي أقر فيها بأن التطور المالي هو نتاج للتطورات الحادثة في القطاع الحقيقي، وبذلك ترى أن العلاقة السببية تتجه من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي وليس العكس، فالتمتية حسب رأيها هي التي تخلق الطلب على ترتيبات تمويل تناسبها، والنظام المالي سوف يستجيب تلقائياً لذلك الطلب (Robinson, 1952, pp. 67-142)

وفي دراسة Rymond Goldsmith (1969)، التي ركزت على أهمية المؤسسات المالية في حشد المدخرات التي يحتاجها النمو، حيث قام بجمع بيانات 35 بلد وباستخدام طريقة المربعات الصغرى والتحليل البياني، حيث توصل إلى أن التمويل من خلال البنوك وأسواق الأسهم في الاقتصاد له أثاره الإيجابية على النمو الاقتصادي سيما في المدى طويل الأجل، كما بين (R. Goldsmith 1969) أن الفترات التي يرتفع بها النمو الاقتصادي تزامنت مع فترات التطور المالي المرتفع، غير أنه لم يظهر علاقة سببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

أما دراسة Patrick (1966) التي وضح فيها علاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، أولها يتعلق بالعرض القائد وذلك باعتبار التطور المالي يقود النمو الاقتصادي والثاني فرضية الطلب التابع أي أن التطور المالي يتبع النمو الاقتصادي (Patrick, 1966, pp. 174-189)، وقد وضح أن اتجاه السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يختلف باختلاف مراحل التنمية التي يمر بها البلد، فالنمو الاقتصادي يحث التوسع في النظام المالي والذي ينعكس إيجاباً على كفاءة تخصيص رأس المال، مما يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للقطاع الحقيقي، وبالنتيجة فإن توسع النظام المالي يحفز الطلب على الخدمات المالية، بمعنى أنه وفي المراحل اللاحقة من التطور الاقتصادي فإن النظام المالي هو الذي يحفز النمو الاقتصادي، وذلك عندما تتوفر الخدمات المالية بشكل معتبر في الاقتصاد.

كما وضع Shaw & McKinnon.(1973) أن سياسة الكبح المالي التي اتبعتها معظم الدول النامية بعد الحرب العالمية الثانية، لم تؤدي إلى تحسين تراكم رأس المال ولا إلى النمو الاقتصادي، وعليه قدم الباحثان انتقادهما لسياسة الكبح المالي المطبقة في تلك الدول والتي خلفت أثارا سلبية على التطور المالي والنمو الاقتصادي بها، وقد اعتبر كلا من Shaw & McKinnon أن التخلي عن سياسة الكبح المالي وتطبيق سياسة التحرير المالي في الدول النامية، هو الحل الأمثل لهذه الدول لتحسين قدرة أنظمتها المالية على جلب الموارد المالية بالقدر الكافي، والذي يؤدي إلى تحقيق معدلات نمو اقتصادي موجبة (Shaw & McKinnon ,1973,pp120-148)

في حين ركز Harrod-Domar في نموذجها على أن:

- الاستثمار عامل ضروري لتحقيق النمو الاقتصادي، كما وضحا أهمية الادخار في زيادة تراكم رأس المال، ذلك أن تراكم راس المال يعتبر قناة للتأثير الايجابي على النمو الاقتصادي؛
- أن النمو الاقتصادي يعتمد على مجموعة من المتغيرات أهمها ما يقدمه القطاع المالي من استثمارات، والتي تعتبر عاملا مستقلا وتابعا للنمو الاقتصادي، فحجم الاستثمار يتأثر بحجم الادخار ،باعتباره المصدر الرئيسي لتمويل المشاريع الاستثمارية ،كما أن الادخار يتأثر بدوره بحجم الدخل القومي؛
- وقد حاول Jung(1986) من خلال دراسته للدور الذي يلعبه التطور المالي في النمو الاقتصادي، وذلك على عينة مكونة من 56 دولة، وقد توصل إلى أن تنمية النشاط المالي يؤثر ايجابيا على النمو الاقتصادي في بداية مراحل التنمية الاقتصادية، ثم تأخذ العلاقة اتجاه عكسي بعد تحقيق قدرة من التقدم، أين يصبح النمو الاقتصادي يؤدي إلى تحسين النشاط المالي، وهذا ما يدل على وجود سببية مباشرة في الاتجاهين.(Jung, 1986, pp. 154-179)
- كما توصل Greenwood & Jovanovich (1990) في دراستهما إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فمن ناحية فإن عملية النمو تسهل إنشاء وتوسيع المؤسسات المالية، ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات المالية من خلال جمع وتحليل المعلومات، تؤدي إلى رفع كفاءة إنتاجية الاستثمارات والنمو في الأجل الطويل، وهكذا يؤدي النظام المالي إلى رفع معدل النمو من خلال التخصيص الكفاء للموارد المالية (Gregorio, 1995, p. 435)

وقد ساند هذا التوجه كلا من (Rajan & Zingales (1998)، (Arestis, Demetrides & Luintel (2001) حيث توصلوا إلى أن العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي تسير في الاتجاهين على المدى الطويل. كما وضع Pagano(1993) الآليات الرئيسية التي يتم من خلالها تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي على النحو التالي: (Pagano, 1993, pp. 613-622)

- التطور المالي يرفع من حجم وكمية المدخرات الموجهة لتمويل الاستثمارات؛
- التطور المالي يؤثر على التغيير في معدلات الادخار وبالتالي التأثير على حجم الاستثمار؛
- التطور المالي يرفع من كفاءة وفعالية تخصيص رأس المال.

افترض Pagano أن المدخرات ستتحول الى استثمارات في حالة وجود وساطة مالية كفئة في ظل اقتصاد مغلق، حيث يمكن للمؤسسات أن تؤثر في الانتاج الوطني والنمو الاقتصادي بالتقليل قدر الامكان من التسرب بين اللادخار والاستثمار والذي من شأنه أن يرفع من مستوى الانتاجية

أما دراسة (R. Atje & B. Javanovic (1993) التي جاءت بغرض تحليل الأثر الذي تمارسه أسواق الأسهم على الأداء الاقتصادي، حيث اختبر الباحثان فرضية أن سوق الأسهم له أثرا ايجابيا على الأداء الاقتصادي في 94 بلد، وقد توصل الباحثين إلى أن سوق الأسهم (قيمة الإصدارات) لها تأثير كبير على النمو الاقتصادي، كما أثبتت أن العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي ايجابية، فأصدار الأسهم يعتبر عاملا مهما للنمو الاقتصادي (Eggoh, 2010, pp. 4-10)، كما وضحت النتائج المتوصل إليها أهمية سيولة البورصة بسبب الارتباط المعنوي بين قيمة التداول والنمو الاقتصادي، وقد تبين أن أسواق الأسهم تؤثر على النمو من خلال السيولة وتنويع المخاطر، الحصول على المعلومات حول الشركات، حوكمة الشركات وتعبئة المدخرات (مباركي، مرجع سبق ذكره، صفحة 11).

في حين هدفت دراسة (Robert G King & Ross Levine (93 إلى ابراز أهمية حجم القطاع المالي وسيولته مع ابراز التكامل بين السوق المالي والبنوك، اعتمد الباحثان على عينة من 80 دولة، توصلت نتائج الدراسة إلى أن ثلث الاختلافات في معدلات النمو بين الدول يمكن التخلص منها عبر زيادة حجم القطاع المالي، كما أن المهام التي يقوم بها الوسطاء الماليين عبر تنويع المخاطر، تقييم المشاريع الاستثمارية، تعبئة المدخرات وتمويل الأنشطة المبتكرة ذات الإنتاجية العالية، كلها عوامل تؤدي الى تعزيز النمو الاقتصادي في المدى الطويل. (Levine R. G., 1993).

وقد أكدت نتائج دراسة (Hussein, 1996) أنه في الدول المتقدمة فإن نصيب سوق الأوراق المالية في تمويل المشروعات الاستثمارية يعتبر ضئيلا مقارنة بنصيب القطاع المصرفي، وكانت من أهم الاستنتاجات التي توصلت لها الدراسة أن المضاربة الناتجة عن السيولة المرتفعة في السوق، تؤدي إلى تبذير الموارد المالية التي توجه إلى الأنشطة غير المنتجة، بدلا من توجيهها إلى المشروعات الاستثمارية، وهو ما يمثل عائقا أمام الاستثمارات، خاصة إذا أدى نشاط المضاربة إلى ارتفاع سعر الفائدة، مما يجعل الاقتصاد أكثر عرضة للأزمات المالية.

في حين استخدمت دراسة (Liang, 2007) متغيرات عن النظام البنكي وسوق رأس المال لاختبار مدى أهميتهما في تحفيز النمو الاقتصادي، وقد خلصت الدراسة إلى أن اتجاه علاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي يختلف حسب مرحلة التنمية التي يمر بها الاقتصاد، ففي المراحل الأولى من النمو وجد أن علاقة السببية تتجه من النمو الاقتصادي نحو الأسواق المالية وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع، ومن جهة أخرى فإنه وعندما يتحقق النمو فإن اتجاه السببية سوف ينعكس ويأخذ دور ما يسمى بالعرض القائد، وفي هذه المرحلة فإن تحقق الكفاءة سوف يعمل على تسهيل النمو الاقتصادي وزيادته نتيجة لانخفاض تكاليف المعاملات، كما بينت الدراسة أن القطاع البنكي لا يزال يلعب الدور الرئيسي في اقتصاديات الأسواق النامية، في حين توجه الاهتمام في الدول المتطورة إلى أسواق رأس المال.

أما الدراسات المتعلقة بأثر سيولة سوق الأوراق المالية على النمو الاقتصادي فتعددت واختلفت فيها الآراء، فمنهم من يرى أن للسيولة أثرا ايجابيا على النمو الاقتصادي ومنهم من يرى عكس ذلك، ففي دراسة (Bencivenga, Smith & Starr, 1996) بينت نتائجها أن سيولة سوق الأوراق المالية مقاسة بمعدل دوران السهم مهمة للنمو الاقتصادي

(سامية، 2004، صفحة 75). وفي دراسة قامت بها (Levine & Zervos, 1996) شملت 38 دولة من أجل اختبار علاقة السيولة بالنمو الاقتصادي، وذلك باستعمال مؤشر قيم الأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي (معدل دوران السهم)، والذي سمح بتصنيف الدول إلى 4 مجموعات حسب الدرجة السيولة : غير سائلة تماما، ضعيفة السيولة، سائلة، عالية السيولة، وقد بينت نتائج الدراسة أن الدول التي تمتلك سوق أوراق مالية عالية السيولة حققت معدلات نمو أعلى من الدول الأخرى، ذلك أن توفر حرية الدخول والخروج من وإلى السوق تؤثر إيجابيا على قرارات المستثمرين، وبالتالي زيادة معدل التراكم الرأسمالي لانخفاض خطر السيولة. (Levine R. , Mais 1996, p. 8)

وعلى الجانب الآخر يرى (Demirguc & Levine, 1996) أن السيولة المتزايدة تعتبر عائقا للنمو الاقتصادي، وحجتها في ذلك أن الارتفاع في عوائد الاستثمار الناتج عن السيولة المرتفعة للسوق، قد يؤدي إلى انخفاض في معدلات الادخار من خلال أثر الدخل أو الإحلال، وهذا ما قد يؤدي إلى كبح وتيرة النمو الاقتصادي (زيطاري، المرجع نفسه، صفحة 77)، كما أن السوق عالية السيولة تسمح للمستثمرين ببيع أسهمهم بسرعة، مما قد يضعف تعهدات المستثمرين ويضعف اهتمامهم بمراقبة إدارة الشركات، عن طريق مراقبة المسيرين وتتبع إمكانيات وأداء المؤسسات، وعليه فالسيولة الزائدة قد تؤثر سلبا على النمو الاقتصادي.

وفي دراسة أخرى ل (Ross Levine & Sara Zervos, 1998) والتي هدفت إلى اختبار أثر الأسواق المالية والبنوك على النمو الاقتصادي في 42 دولة خلال الفترة (1976-1993)، وباستعمال مؤشرات تعكس تطور الأسواق المالية ممثلة في معدل الرسملة، معدل الدوران ومعدل التداول، بالإضافة إلى مؤشرات عن تطور الجهاز البنكي ممثلة في نسبة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن درجة سيولة الأسواق المالية والجهاز البنكي، مرتبطة إيجابيا ومعنويا بمعدل النمو الاقتصادي، كما بينت الدراسة أن مؤشرات البنوك والأسواق المالية لها تأثيرا معنويا على النمو الاقتصادي، وأن سوق الأوراق المالية والنظام البنكي يكملان بعضهما البعض. (Zervos R. L., 1998)

وفي دراسة لـ (Al-Timimi Deb & al, 2003) بين خلالها وجود علاقة سببية وباتجاه واحد بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، فقد تبين أنه في المدى الطويل الأجل يكون للقطاع المالي تأثيرا معنويا موجبا على الناتج المحلي الإجمالي، ولكنه في الأجل القصير لم يستدل على وجود اتجاه واضح لطبيعة التأثير (حمزة، مرجع سبق ذكره، صفحة 159).

وفي دراسة لـ (Coporal, Howells & Soliman, 2005) لاختبار علاقة تطور سوق الأوراق المالية وتأثيرها على النمو الاقتصادي في إطار نماذج النمو الداخلي، وذلك لاختبار فرضية أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال الرفع من إنتاجية رأس المال، فقد جاءت النتائج تدعم فرضية أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال قناة إنتاجية الاستثمارات (Soliman, 2005, pp. 166 - 176)، كما أن تأثير السببية يتجه من تطور الأسواق المالية إلى النمو الاقتصادي، وأن تطور السوق المالية يسرع من النمو الاقتصادي، وذلك بزيادة تخصيص الموارد ورفع كفاءة الاستثمار (ذنون، مرجع سبق ذكره، صفحة 37).

كما استخدمت دراسة (Liang Reichert & al, 2007) متغيرات عن النظام البنكي وسوق رأس المال لاختبار مدى أهميتهما في تحفيز النمو الاقتصادي، وقد خلصت الدراسة إلى أن اتجاه علاقة السببية بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي يختلف حسب مرحلة التنمية التي يمر بها الاقتصاد، ففي المراحل الأولى من النمو وجد أن علاقة السببية تتجه من النمو الاقتصادي نحو الأسواق المالية وبالتالي تحقق فرضية الطلب التابع، ومن جهة أخرى فإنه وعندما يتحقق النمو فإن اتجاه السببية سوف يعكس ويأخذ دور ما يسمى بالعرض القائد، وفي هذه المرحلة فإن تحقق الكفاءة سوف يعمل على تسهيل النمو الاقتصادي وزيادته نتيجة لانخفاض تكاليف المعاملات، كما بينت الدراسة أن القطاع البنكي لا يزال يلعب الدور الرئيسي في اقتصاديات الأسواق الصاعدة والنامية في حين توجه الاهتمام في الدول المتطورة إلى أسواق رأس المال. (Reichert, 2007)

وجاءت دراسة (Ang, 2008) تقرر بأن التطور في القطاع المالي يؤثر على النمو الاقتصادي من خلال مساهمته في تكوين رأس المال، بمعنى تحويل الأرصدة المالية إلى استثمار حقيقي، ذلك أن النظام المالي المتطور له القدرة على التخفيض من مشكلة عدم تماثل المعلومات، بما يضمن توجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات المنتجة؛ وفي دراسة ل (دينا أحمد عمر، 2009) التي تناولت أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي وذلك لـ 11 دولة عربية، فقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن العلاقة بين النمو الاقتصادي والسوق المالية ضعيفة بناء على معطيات يتسم بها الاقتصاد العربي، واعتبارات أخرى ذات علاقة بالنظام المالي (عمر، 2006، الصفحات 55-67)

أما دراسة ل (أحمد محمد مشعل و زكية أحمد مشعل، 2012) التي هدفت إلى فحص العلاقة بين النمو الاقتصادي وتنمية القطاع المالي في الاقتصاد الأردني، توصلت نتائجها إلى أن التنمية المالية تعمل على تحفيز النمو الاقتصادي في الأجل القصير (مشعل، 2012، الصفحات 81-96).

كما قام (سامي مباركي، 2015) بتحليل بيانات أحد عشرة دولة من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة (1998-2012)، وذلك باستخدام نماذج Data Panel اعتماداً على ستة متغيرات مالية (الرسمة البورصية، قيمة التداول، معدل الدوران، الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص، الائتمان المحلي من القطاع المصرفي والمعروض النقدي)، ولقياس النمو الاقتصادي تم استخدام معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومعدل إنتاجية عوامل الإنتاج وإجمالي تكوين رأس المال الثابت؛ جاءت نتائج الدراسة تؤيد الدور الإيجابي لسوق الأوراق المالية في زيادة معدل نمو نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي وفي الاستثمار وغياب هذا التأثير على معدل إنتاجية عوامل الإنتاج، كما توصلت نتائج الدراسة إلى التأثير الإيجابي لمتغيرات القطاع المصرفي على إجمالي تكوين رأس المال الثابت، فيما كان التأثير سلبياً على حصة نصيب الفرد من الناتج المحلي وعلى الإنتاجية (سامي، 2015).

5. النمذجة القياسية لأثر التطور المالي في المملكة العربية السعودية على النمو الاقتصادي خلال الفترة (1990-2020).

5.1 تحديد المتغيرات: يتم تعيين النموذج من خلال تحديد الهيكل الذي تقوم عليه الدراسة، ابتداء من المتغير التابع المعبر عن الظاهرة محل الدراسة والمتغيرات المفسرة التي تفسره، وطبيعة العلاقة التي تربطهم بصيغة رياضية مناسبة، وتم تحديد متغيرات النموذج كما يلي:

● **المتغير التابع:** معدل النمو الاقتصادي TGDP؛

● **المتغيرات المفسرة:** بعض مؤشرات التطور المالي ممثلة في مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (PRIV/GDP)، مؤشر السيولة النقدية ممثلاً في نسبة الكتلة النقدية إلى الناتج المحلي الإجمالي (M2/GDP)، مؤشر حجم السوق المالية رسملة السوق أو الرسملة البورصية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (MC/GDP)، مؤشر سيولة السوق المالية ممثلاً في معدل التداول قيمة التداولات نسبة إلى الرسملة البورصية (TRAD/MC).

5.2 مصادر البيانات: تم استخدام بيانات سنوية تغطي الفترة (1990-2020)، بالاعتماد على التقارير السنوية للبنك المركزي السعودي المعروف سابقاً بمؤسسة النقد العربي السعودي، والتقارير السنوية لبورصة تداول المتاحة على الموقع الرسمي للبنك المركزي والبورصة، وبالتطبيق على برنامج Eviews10 في معالجة المعطيات.

5.3 صياغة النموذج: لقد تم استخدام الاقتصاد القياسي لتقدير العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، كما تم الاستعانة بمجموعة من الأدوات والأساليب الإحصائية والقياسية وذلك لبناء نموذج ARDL . وقد اعتمدنا الصيغة النهائية للنموذج المراد تقديره وفق المعادلة التالية:

$$TGDP = C + B_1 M2 + B_2 PRIV + B_3 TRAD + B_4 MC + \varepsilon_t$$

حيث:

C: الحد ثابت؛

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: معاملات المتغيرات المفسرة؛

(TGDP) : متغيراً تابعاً يمثل معدل النمو الاقتصادي بالأسعار الثابتة ؛

(TRAD) : متغيراً مفسراً يمثل معدل التداول ؛

(MC) : متغيراً مفسراً يمثل معدل الرسملة البورصية؛

(M2) : متغيراً مفسراً يمثل السيولة النقدية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

(PRIV) : متغيراً مفسراً يمثل القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.

5.4 نتائج الدراسة القياسية:

1.4.5 تحليل وصفي للمتغيرات: سيتم في هذه الخطوة حساب مختلف الإحصائيات الوصفية للمعطيات (القيمة

العظمى، القيمة الدنيا، القيمة الوسطية، القيمة المتوسطة) لمتغيرات الدراسة، والتي تسمح بتكوين فكرة عن كيفية تطور مختلف قيم هذه المعطيات أثناء فترة الدراسة، وقد كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (1): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

	TGDP	M2	PRIV	MC	TRAD
Mean	0.034143	0.333980	0.257119	0.542204	0.745665
Median	0.026993	0.248824	0.184798	0.480421	0.468462

Maximum	0.151935	0.677525	0.564295	3.416053	4.291885
Minimum	-0.037633	0.128417	0.054355	0.088004	0.031439
Std. Dev.	0.046975	0.199958	0.180906	0.625970	0.864875
Skewness	0.942481	0.491696	0.402692	3.270185	2.412042
Kurtosis	3.564558	1.620984	1.570787	15.52932	10.17153
Jarque-Bera	5.001089	3.705464	3.476254	258.0236	96.49084
Probability	0.082040	0.156808	0.175849	0.000000	0.000000
Sum	1.058432	10.35339	7.970687	16.80832	23.11562
Sum Sq. Dev.	0.066199	1.199495	0.981813	11.75516	22.44026
Observations	31	31	31	31	31

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews 10.

من الجدول أعلاه نلاحظ:

- من بين 31 مشاهدة لسلسلة معدل النمو الاقتصادي، بلغ متوسطها الحسابي 0.026993 بانحراف معياري مقداره 0.046975 في حين بلغت أعلى وأدنى نسبة للمتغير 0.151935 و -0.037633 على الترتيب؛
- بلغ المتوسط الحسابي لسلسلة السيولة النقدية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي حوالي 0.248824 بانحراف معياري قدره 0.199958، بلغت أعلى وأدنى قيمة 0.677525 و 0.128417 على الترتيب؛
- بلغ المتوسط الحسابي لسلسلة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي حوالي 0.184798 بانحراف معياري قدره 0.180906، بلغت أعلى وأدنى قيمة للمتغير 0.564295 و 0.054355؛
- بلغ المتوسط الحسابي لسلسلة معدل الرسملة البورصية 0.480421 بانحراف معياري قدره 0.625970، بلغت أعلى وأدنى نسبة للمتغير 3.416053 و 0.088004 على الترتيب؛
- بلغ المتوسط الحسابي لمعدل التداول 0.468462 بانحراف معياري قدره 0.864875، بلغت أعلى وأدنى نسبة 4.291885 و 0.031439 على الترتيب.

2.4.5 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: قبل البدء في بناء النموذج لابد أولاً من دراسة استقرارية السلاسل

الزمنية، من خلال استخدام اختبارات جذر الوحدة Unit Root tests، التي تهدف إلى فحص خصائص السلاسل الزمنية للمتغيرات قيد الدراسة، والتأكد من مدى استقرارها وتحديد رتبة تكامل كل متغير لوحده وكذلك تحديد رتبة الفروقات التي يحتاجها، ومن أجل تحقيق ذلك نستخدم اختبار Augmente Dickey-Fuller واختبار فرضية احتواء المتغيرات على جذر الوحدة Unit Root في المستوى (level) والفرق الأول (First Difference) باستخدام الحد الثابت (Intercept)، القاطع والاتجاه العام (Intercept & Trend) وبدونهما (None)، وتطبيق الاختبار على السلاسل الزمنية حصلنا على النتائج الملخصة بالجدول رقم (2) التالي:

الجدول رقم (2): اختبار Augmente Dickey-Fuller لاستقرارية السلاسل الزمنية استخدام النماذج الثلاثة

المتغيرات	النماذج	في المستوى I(0)	عند الفرق الأول I(1)
-----------	---------	--------------------	-------------------------

		IADF لإحصائية للجذر الأحادي	5%level الإحصائية الجدولية	Prob	IADF لإحصائية للجذر الأحادي	5%level الإحصائية الجدولية	Prob
TGDP	A	-4.337672	-2.963972	0.0019	-6.837546	-2.967767	0.0000
	B	-4.386408	-3.568379	0.0081	-6.856436	-3.574244	0.0000
	C	-3.136228	-1.952473	0.0028	-6.895026	-1.953381	0.0000
TRAD	A	-2.860155	-2.963972	0.0621	-9.072181	-2.967767	0.0000
	B	-2.846108	-3.568379	0.1931	-9.070999	-3.574244	0.0000
	C	-1.136330	-1.952473	0.2267	-9.238094	-1.952910	0.0000
MC	A	-0.184240	-2.963972	0.9302	-3.409381	-2.967767	0.0189
	B	-1.929119	-3.568379	0.6146	-3.448336	-3.574244	0.0445
	C	0.768413	-1.952473	0.8744	-3.295651	-1.952910	0.0018
M2	A	-1.639943	-2.963972	0.4482	-3.562074	-2.967767	0.0132
	B	-2.160731	-3.568379	0.4894	-3.916534	-3.574244	0.0242
	C	4.937797	-1.952473	1.0000	-0.400492	-1.955020	0.0291
PRIV	A	1.367706	-2.963972	0.9984	-3.551005	-2.967767	0.0136
	B	-2.047133	-3.568379	0.5522	-3.680741	-3.574244	0.0401
	C	2.117934	-1.952473	0.9900	-2.196203	-1.952910	0.0293

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برنامج Eviews 10.

A: باستخدام الحد الثابت.

B: باستخدام القاطع والاتجاه العام.

C: بدونهما.

من خلال النماذج الثلاثة نلاحظ استقرار السلسلة الزمنية لـ (TGDP) في المستوى، حيث أن قيمة (t) المحسوبة أكبر من مثلثتها الجدولية عند مستوى معنوية (5%)، في حين أن باقي السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى، إذ أن القيمة المطلقة (t) المحسوبة أصغر من القيمة المطلقة (t) الجدولية، وهي غير معنوية عند مستوى معنوية 5%، كما أن الاحتمال (Prob) أكبر من 5%، إلا أنها حققت استقراراً عند مستوى معنوية 5% في الفرق الأول، وبالتالي فإنه بإمكاننا استخدام نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL، وذلك لدراسة الظاهرة وعلاقة المتغيرات المفسرة بالمتغير التابع في الأجلين القصير والطويل.

3.4.5 اختبار السببية: يتم من خلال اختبار السببية تتبع العلاقة بين مختلف المتغيرات الاقتصادية المكونة للنموذج في الأجل القصير، وذلك من خلال تحديد علاقة الأسببية بين هذه المتغيرات استناداً إلى معيار القدرة التنبؤية، فإذا كانت الاحتمال أقل من 5% دل على وجود سببية، أما إذا كان الاحتمال أكبر من 5% دل ذلك على عدم وجود سببية، وبالتطبيق على نموذج دراستنا كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (3): نتائج اختبار السببية

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/13/22 Time: 19:04

Sample: 1990 2020

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DM2 does not Granger Cause DTGDP	28	1.13821	0.3378
DTGDP does not Granger Cause DM2		0.19540	0.8239
DPRIV does not Granger Cause DTGDP	28	0.68031	0.5164
DTGDP does not Granger Cause DPRIV		1.17330	0.3272
DMC does not Granger Cause DTGDP	28	1.72358	0.2007
DTGDP does not Granger Cause DMC		0.42552	0.6585
DTRAD does not Granger Cause DTGDP	28	1.06237	0.3620
DTGDP does not Granger Cause DTRAD		0.41476	0.6653

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 10.

من خلال نتائج الجدول أعلاه، وبما أن $(0.05 < Prob)$ ، أي أنه لا توجد علاقة سببية تتجه من مؤشرات التطور المالي نحو معدل النمو الاقتصادي TGDGP عند مستوى معنوية 5%، كما يتم رفض الفرض البديل في الحالة الثانية $(0.05 < Prob)$ ، ونقول أنه لا توجد علاقة سببية تتجه من معدل النمو الاقتصادي TGDGP نحو مؤشرات التطور المالي .

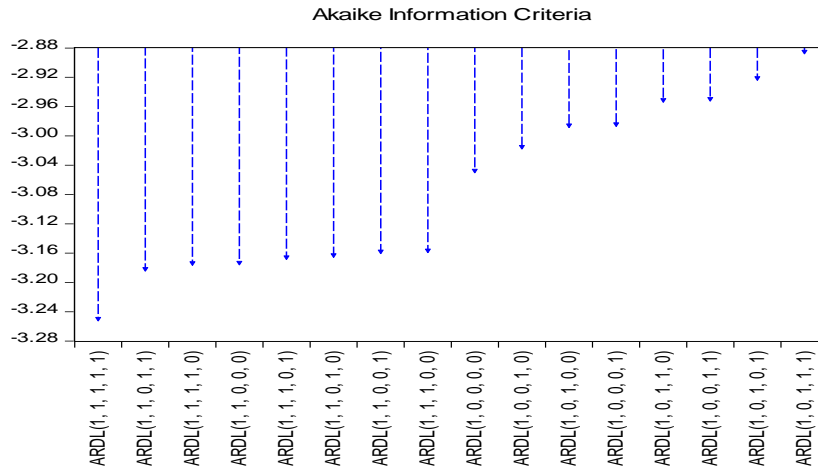
4.4.5 اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات باستخدام منهج الحدود (ARDL BOUNDS TEST)

لقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على منهج الحدود المتكامل المشترك المستندة على نموذج الانحدار الذاتي للمتباطئات الزمنية الموزعة ARDL، الذي وضعه وطوره كل من Pesaran & Shin (1995) ثم Pesaran (1997)، بهدف تحديد اتجاهات العلاقات السببية بين المتغيرات قيد الدراسة، حيث أن هذا النموذج لا يشترط درجة تكامل نفسها للمتغيرات، أي أنه يمكن إجراء الاختبارات بغض النظر عما إذا كانت السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى $I(0)$ أو مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$ أو مزيج من الاثنين معا. (محمد، صفحة 125).

قبل تقدير النموذج ينبغي اختبار فترة التباطؤ (Lag Length) لضمان خلو الحد العشوائي من الارتباط الذاتي بالاعتماد على أهم معيارين هما : معيار AIC : Criterion Information Akaike ومعيار Criterion Information Schwarz: SC لفترات الإبطاء المثلى حيث أن نموذج ARDL شديد الحساسية بالنسبة لفترات الإبطاء، وفي هذه الحالة نستعين ببرنامج Eviews10 الذي يقوم تلقائياً بتحديد فترات الإبطاء الزمني على فترة زمنية واحدة لكل المتغيرات ، وبالتالي يصبح النموذج من الشكل

$ARDL(1, 1, 1, 1, 1)$ ، وهو ما يوضحه الشكل رقم 03 الموالي:

الشكل رقم (3): التفوق النسبي لنموذج ARDL



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

للتحقق من وجود تكامل مشترك أو علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، نلجأ إلى استخدام منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك، حيث نلجأ للحصول على قيمة إحصائية (F) ونقارنها مع قيم الحدود العليا والدنيا Pesaran، فإذا كانت إحصائية (F) أكبر من الحدود العليا دل ذلك على وجود علاقة طويلة الأجل أو تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، أما إذا كانت إحصائية (F) أقل من الحدود العليا فلا وجود لتكامل مشترك أو علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وإذا كانت إحصائية (F) تقع بين الحدود العليا والدنيا Pesaran فالنتائج تكون غير محسومة.

الجدول رقم (4): نتائج اختبار الحدود BOUND STEST

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	5.980775	10%	2.2	3.09
k	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37
Finite Sample: n=30				
Actual Sample Size	30	10%	2.525	3.56
		5%	3.058	4.223
		1%	4.28	5.84

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

يوضح الجدول (4) نتائج اختبار الحدود ويتبين أن قيمة (F) 5.980775 أكبر من الحدود العليا Pesaran عند مستوى معنوية (1%)، مما يؤكد التكامل المشترك أو العلاقة طويلة الأجل بين معدل النمو الاقتصادي ومؤشرات التطور المالي.

5.4.5 تقدير علاقة المدى الطويل (نموذج انحدار التكامل): مادام هناك تكامل مشترك بين متغيرات النموذج سوف نقوم بتقدير العلاقة في المدى الطويل، وفي هذا الإطار فإن النموذج الأمثل يعطي أدنى قيمة لمعيار (AIC) هو النموذج $ARDL(1, 1, 1, 1, 1)$ وبالتالي تم اختيار هذا النموذج لتقدير علاقة التوازن في الأجل الطويل كما يوضح الجدول (5) الموالي:

الجدول رقم (5): نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل باستعمال نموذج الـ ARDL

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
M2	2.723597	0.861758	3.160513	0.0049
PRIV	-3.311204	1.040075	-3.183619	0.0047
MC	0.207585	0.111749	1.857600	0.0780
TRAD	0.025300	0.028823	0.877771	0.3905
C	-0.108613	0.049750	-2.183193	0.0411

EC = TGDP - (2.7236*M2 - 3.3112*PRIV + 0.2076*MC + 0.0253*TRAD - 0.1086)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

يلاحظ من الجدول (5) أن هناك علاقة طويلة الأجل طردية بين معدل النمو الاقتصادي و مؤشر السيولة النقدية نسبة إلى الناتج المحلي الاجمالي،، حيث أن المعامل يساوي 2.723597، أي أنّ زيادة السيولة النقدية بنسبة 1% سيؤدي إلى ارتفاع معدل النمو الاقتصادي بمقدار 2.723597 %، كما توجد هناك علاقة عكسية بين مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ومعدل النمو الاقتصادي، أي أنّ زيادة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% سيؤدي إلى انخفاض معدل النمو الاقتصادي بمقدار - 3.311204 %، والذي أرجعه العديد من الباحثين الى عدة تفسيرات، حيث أشار الباحثان Loayza & Ranciere (2006) أن تفسير العلاقة السلبية بين متغيرات الجهاز المصرفي والنمو الاقتصادي يرجع إلى عدة أسباب فمنهم من يرى أن ذلك يرجع إلى الآثار السلبية لسياسة التحرير المالي نتيجة لغياب الأطر القانونية و البيئة المناسبة لنجاحها، كما يفسر العلاقة السلبية (Arcand & al (2015) بمشكل عدم التخصيص الأمثل للموارد المالية نحو الاستثمارات الانتاجية وتوجيهها نحو مشاريع المضاربة ، وقد أيده في ذلك (Rousseau & Wachtel (2011) معتبرين أن العلاقة السببية ترجع إلى سوء توزيع القروض في الاقتصاد، بحيث لا تستخدم القروض لتمويل الاستثمار في الأصول الانتاجية وإنما تستعمل من أجل المضاربة، مما يدل على عدم قدرة الجهاز المصرفي على أداء الدور المنوط به في المملكة العربية السعودية، كما فسر العديد من الباحثين الأثر السلبي لمتغيرات الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي إلى

العلاقة غير الخطية بين المتغيرين، حيث أن معظم الدراسات السابقة التي قامت باختبار العلاقة غير الخطية توصلت الى نتيجة مفادها أن مستوى التطور المالي عامل جيد بالنسبة الى النمو حتى مستوى معين، وبعد ذلك يصبح التأثير سلبى مما يعني أن المزيد من التمويل ليس دائماً جيد للاقتصاد (Aizenman & al (2015)، كما أشار Kaminsky & Reinhart (1999) أن الأثر السلبى للتطور المالي على النمو الاقتصادي يرجع إلى أن النمو السريع للائتمان يمكن أن يزيد من تقلبات الاقتصاد الكلى أو يؤدي إلى نشوب الأزمات المالية والمصرفية، كما يمكن تفسير الأثر السلبى بنسب الائتمان المنخفض المقدم للقطاع الخاص، وذلك ليس بسبب عدم كفاية الأموال في المصارف بل لتفضيلها ابقاء جزء مهم من الودائع في موجودات سائلة في حين أن العلاقة الإحصائية بين باقي مؤشرات البورصة ومعدل النمو الاقتصادي فلم تكن معنوية.

6.4.5 الاختبارات التشخيصية: للتأكد من جودة النموذج المدروس سنلجأ إلى بعض الاختبارات التشخيصية للتأكد من خلوها من المشاكل القياسية المعروفة (عدم ثبات تباين الأخطاء: Heteroskedasticity، الارتباط المتسلسل للأخطاء Serial correlation والتوزيع الطبيعي للأخطاء Normal Distribution).

6.4.5 1. اختبار عدم ثبات تباين الأخطاء: إن التباين المختلف هو نمط ممنهج (Systematic Pattern) للأخطاء حيث يكون التباين في الأخطاء غير ثابت، حيث توضح نتائج اختبار ARCH إلى ثبات تباين حد الخطأ من خلال القيمة الاحتمالية ل χ^2 -square التي بلغت 0.845615 وهي أكبر من 0.05، حيث قدرت باحتمال 0.3578، مما يجعلنا نقبل فرضية عدم القائل بتجانس البواقي وعدم احتوائها على مشكلة عدم تجانس التباين، كما هو موضح في الجدول (6) الموالي:

الجدول رقم (6) : نتائج اختبار ARCH لعدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.810943 Prob. F(1,27)	0.3758
Obs*R-squared	0.845615 Prob. Chi-Square(1)	0.3578

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

6.4.5 2. اختبار الارتباط المتسلسل للأخطاء: من الجدول (7) تُظهر نتائج اختبار Lagrange Multiplier أن القيمة الاحتمالية ل χ^2 -square التي بلغت 4.042950 وهي أكبر من 0.05 باحتمال قدره 0.1325، مما يجعلنا نقبل فرضية عدم التي تص على أن البواقي ليست مرتبطة ارتباطاً ذاتياً.

الجدول رقم (7) : نتائج اختبار للارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

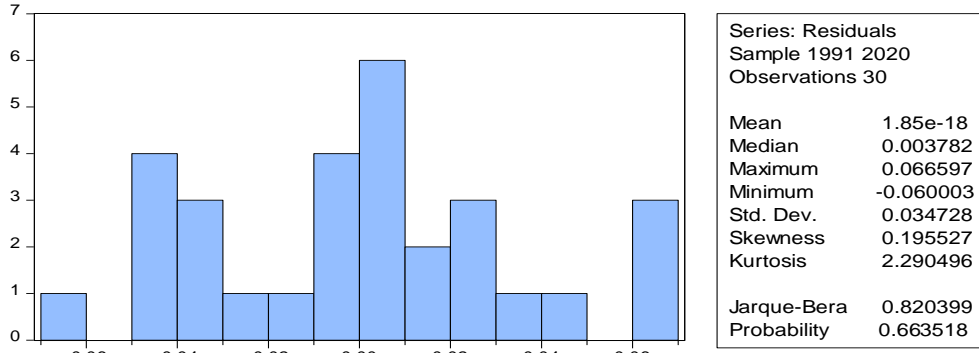
F-statistic	1.401798 Prob. F(2,18)	0.2718
Obs*R-squared	4.042950 Prob. Chi-Square(2)	0.1325

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10.

3. 6.4.5 التوزيع الطبيعي للأخطاء Normal Distrubition

من الشكل رقم (4) الموالي يظهر جليا أن البواقي موزعة توزيعا طبيعيا نجد أن القيمة الاحتمالية لاختبار (Jarque –Bera) قد بلغت (0.663518) وهي أكبر من (0.05)، وعليه لا يمكننا رفض فرضية العدم التي تؤكد عدم احتواء البواقي على مشكلة التوزيع الطبيعي.

الشكل رقم (4) :التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج Histogram–Normality Test

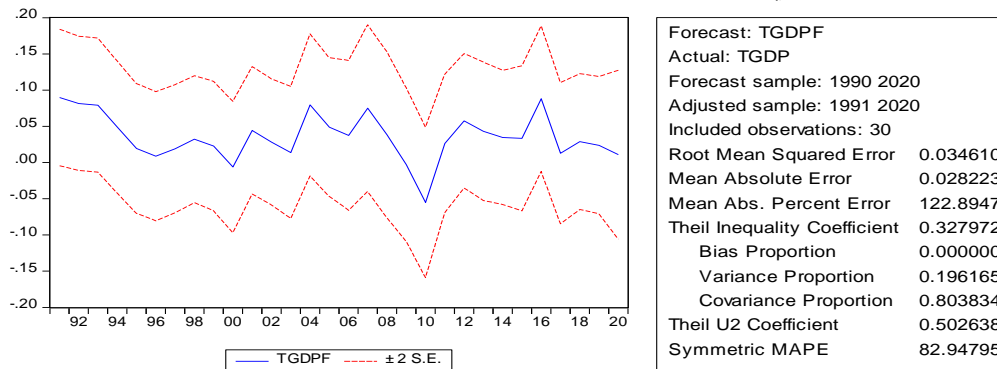


المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

7.4.5 اختبار الأداء التنبئي لنموذج تصحيح الخطأ غير المقيد المقدر: ويتم ذلك من خلال مقارنة القيم

الحقيقية بالقيم المقدرة باستخدام النموذج من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (5) : اختبار الأداء التنبئي لنموذج تصحيح الخطأ غير المقيد المقدر:



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

من خلال الشكل أعلاه يلاحظ تقارب القيم المقدرة بالقيم الحقيقية مما يشير لجودة النموذج المقدر، لذا يمكن

الاعتماد عليه في تحليل النتائج.

8.4.5 تقدير علاقات نموذج تصحيح الخطأ في الأجل القصير: تتمثل المرحلة الأخيرة في تحليل ARDL في

تقدير نموذج تصحيح الخطأ المقيد Restricted ECM في الأجل القصير باستخدام نموذج $ARDL(1, 1, 1, 1, 1)$ والذي تم فيه بناء نموذج متجه تصحيح الخطأ في المدى القصير أو التذبذب قصير المدى حول اتجاه العلاقة في المدى البعيد، بحيث يتم تقدير العلاقة في المدى القصير بإدخال البواقي المقدر في انحدار المدى الطويل كمتغير مستقل مؤخر بفترة واحدة، والذي يؤمن الربط الديناميكي بين المتغيرات قصيرة الأجل والطويلة الأجل لمتغيرات النموذج أثناء عملية التعديل للوصول إلى التوازن طويل الأجل وقد كانت النتائج كما بينها الجدول (8) الموالي:

الجدول رقم(8): نتائج تقدير علاقات نموذج تصحيح الخطأ في الأجل القصير

المصدر: مخرجات		ARDL Error Correction Regression				
Eviews10		Dependent Variable: D(TGDP)				
يظهر من		Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1, 1)				
الجدول		Case 2: Restricted Constant and No Trend				
تعديل		Date: 02/13/22 Time: 18:01				
أو حد		Sample: 1990 2020				
معنوي، كما هو		Included observations: 30				
ارتفاع		ECM Regression				
يعني أن		Case 2: Restricted Constant and No Trend				
الاقتصادي		Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
التوازنية		D(M2)	0.139246	0.416870	0.334028	0.7418
بنسبة		D(PRIV)	-1.919633	0.512201	-3.747814	0.0013
أنه عندما		D(MC)	0.018465	0.014141	1.305833	0.2064
الاقتصادي		D(TRAD)	-0.002879	0.009078	-0.317190	0.7544
T_ الفترة		CointEq(-1)*	-0.930919	0.138996	-6.697448	0.0000
فإنه		R-squared	0.662505	Mean dependent var		0.000279
		Adjusted R-squared	0.608505	S.D. dependent var		0.059779
		S.E. of regression	0.037404	Akaike info criterion		-3.583086
		Sum squared resid	0.034976	Schwarz criterion		-3.349553
		Log likelihood	58.74629	Hannan-Quinn criter.		-3.508377
		Durbin-Watson stat	1.533863			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

يتصحح بنسبة 93.09% من هذا الانحراف في الفترة T، مما يدل على أن معدل النمو الاقتصادي يستغرق وقتاً ليصل إلى قيمته التوازنية يقدر ب 0.930919/1 أي خلال 1 سنة و 1 شهر تقريباً، وهذا يزيد من دقة وصحة العلاقة التوازنية في المدى الطويل، كما تشير نتائج الجدول من ناحية أخرى إلى العلاقة الموجودة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، حيث تبين نتائج اختبار تصحيح الخطأ المقيد للمدى القصير أن النتائج لا تختلف عن تقدير النموذج في المدى الطويل ، حيث يظهر لنا أن مؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي ذو تأثير سالب ومعنوي على معدل النمو الاقتصادي كما في الاجل الطويل ، اذ كان المعامل يساوي - 1.919633 أي أن زيادة القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 1% ستؤدي إلى انخفاض معدل النمو

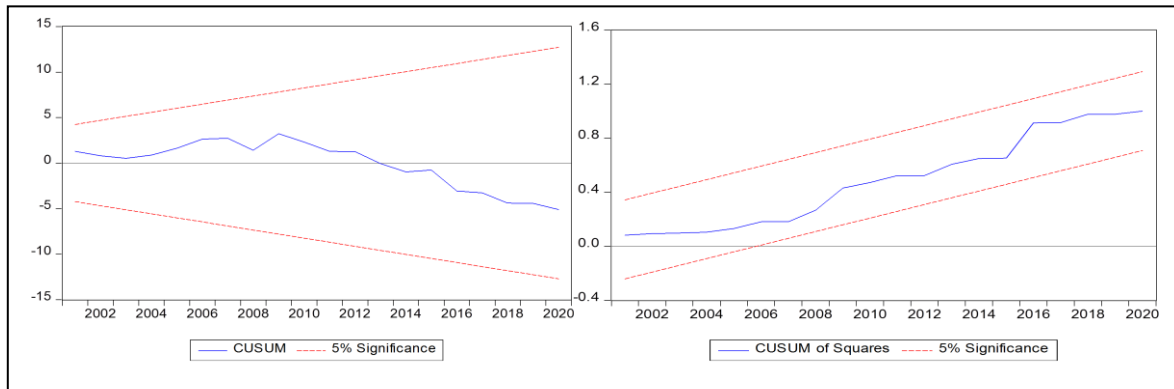
الاقتصادي بمقدار -1.919633% ، وفيما يخص أثر السيولة النقدية ومؤشرات تطور بورصة تداول على النمو الاقتصادي فقد كانت غير معنوية .

ومن الواضح أن الدراسة القياسية في الأجلين القصير والطويل، أظهرت تأثيراً سلبياً للجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي .

9.4.5 اختبار الاستقرار الهيكلية لمعاملات النموذج: يتمثل الاستقرار الهيكلي لمعاملات الأجلين القصير والطويل في خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها عبر الزمن، ولتحقيق ذلك سيتم استخدام اختبارين هما: اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة (CUSUM) واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة (CUSUMSQ).

ويتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدر بصيغة CUSUM وCUSUMSQ لنموذج ARDL إذا وقع الشكل البياني داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وتكون المعاملات غير مستقرة إذا كان الشكل البياني خارج الحدود. والشكل (6) الموالى يوضح نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة CUSUM ونتائج اختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة CUSUMSQ.

الشكل رقم (6) : نتائج اختبار المجموع التراكمي للبواقي المتابعة والمجموع التراكمي لمربعات البواقي المتابعة



المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

يتضح من خلال الشكل أن المعاملات المقدر للنموذج المستخدم مستقرة هيكلياً خلال فترة الدراسة، مما يؤكد وجود استقرار بين متغيرات الدراسة، وانسجام في النموذج بين نتائج تصحيح الخطأ في المدى القصير والطويل.

10.4.5 اختبار مدى ملائمة تحديد النموذج من حيث الشكل الدالي (Ramsey RESET Test): يساعد هذا الاختبار في التعرف على مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج القياسي من حيث نوع الشكل الدالي، من خلال رفض أو قبول فرضية عدم القائلة بأن النموذج لا يعاني مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي وعدم التحديد، وبالتطبيق على برنامج Eviews10 كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (9) : Ramsey RESET Test

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Specification: TGDP TGDP(-1) M2 M2(-1) PRIV PRIV(-1) MC MC(-1) TRAD

TRAD(-1) C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.329663	19	0.1994
F-statistic	1.768003	(1, 19)	0.1994

المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

يتبين لنا من خلال الجدول أعلاه أنّ إحصائية (F) غير معنوية عند 5% وتبلغ 1.768003 باحتمال 0.1994 وهو أكبر من 0.05، وهذا يعني أن النموذج لا يعاني من عدم التحديد ويؤكد صحة الشكل الدالي للنموذج.

6. خاتمة:

1.6 اختبار الفرضيات :

- أظهرت نتائج اختبار نموذج تصحيح الخطأ المقيّد (ECM) أن قيمة معلمة تصحيح الخطأ $cointEq(-1)$ سالبة ومعنوية، مما يؤكد وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، وبالتالي تم **إثبات الفرضية الأولى**؛
- أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة معنوية لمؤشر السيولة النقدية نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي على معدل النمو الاقتصادي في الأجل الطويل وعدم وجود أي أثر للمؤشر في الأجل القصير، كما بينت نتائج الاختبارات وجود أثر سلبي لمؤشر القروض الموجهة إلى القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي على النمو الاقتصادي في الأجل القصير والطويل كذلك، وبالتالي تم **إثبات الفرضية الثانية**.
- أظهرت النتائج عدم وجود أثر ذو دلالة معنوية لبورصة تداول على معدل النمو الاقتصادي، مما يدل على عدم التخصيص الجيد للموارد المالية نحو الاستثمارات الانتاجية وانما توجه نحو مشاريع المضاربة.
- أظهرت النتائج عدم وجود علاقة سببية بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، وبالتالي تم **نفي الفرضية الثالثة**.

2.6 تحليل النتائج :

أظهرت النتائج ما يلي :

- سرعة تعديل النموذج حول التوازن معتبرة جدا، حيث يتم خلال سنة وشهر تقريبا تعديل الاختلال الحادث في المدى القصير، ويهتم العودة إلى وضع التوازن من جديد.
- سوء توزيع القروض في الاقتصاد وضعف البيئة المؤسسية التي تهئ المناخ المناسب ليمارس من أجل قدرة التطور المالي على ممارسة تأثيرات إيجابية على النمو الاقتصادي.
- القطاع المصرفي وبورصة تداول لا يقومان بدور كافي في تعزيز النمو الاقتصادي بالمملكة العربية السعودية .

• زيادة نشاط المضاربة في بورصة تداول والذي ينعكس سلباً على النمو الاقتصادي ، حيث أن المضاربة الناتجة عن السيولة المرتفعة في السوق تؤدي إلى تبذير الموارد المالية التي توجه إلى الأنشطة الاستثمارية غير المنتجة ، خاصة إذا أدى نشاط المضاربة إلى ارتفاع سعر الفائدة.

6.3 الاقتراحات :

على ضوء النتائج المستخلصة، توصي الدراسة بما يأتي:

- تهيئة البيئة المؤسسية من خلال تشديد الدور الرقابي للموارد المالية، إلى جانب العمل على زيادة تحسين بيئة الأعمال كونها تمثل أحد سبل تحقيق التنمية المالية.
- تنويع الخدمات المالية لضمان خيارات أوسع للمستثمر.
- تحقيق الاستقرار المالي من خلال تطوير النظام المالي للتأقلم مع مختلف الأزمات المالية والبنكية.
- تحسين كفاءة بورصة تداول بجعلها أكثر سيولة مما يسمح بتنفيذ الصفقات بسرعة وبسعر مناسب، ولما لهذه الكفاءة من أهمية في توجيه الادخار إلى مجالات الاستثمار المختلفة، كما أنها تقدم فرصاً للاستثمار الأجنبي والمحلي.
- القيام ببرامج توعوية تساهم في تسويق البيئة الاستثمارية الجاذبة في بورصة تداول، تستهدف الشركات الاستثمارية في الداخل والخارج.
- العمل على زيادة تفعيل دور بورصة تداول في القطاع الحقيقي ،من خلال زيادة تقديم أدوات وخدمات مالية أكثر تساعد في تعبئة المدخرات، وهو ما يساعد في عملية التخصيص الكفاء للموارد وتسهيل التعاملات.
- تعميق الوعي الادخاري والاستثماري وذلك بتشجيع صغار المستثمرين على الاستثمار.

7.المصادر والمراجع:

1.7 المراجع باللغة العربية :

أحمد محمد مشعل و زكية احمد مشعل. (2012). القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي، متاح على الموقع الإلكتروني:

دراسات العلوم الإدارية، المجلد 39، العدد 1:

<https://journals.ju.edu.jo/DirasatAdm/article/download/2978/6275>

أندراوس. (2005). السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق.

ايهاب الدسوقي. (2000). اقتصادات كفاءة البورصة، المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة. القاهرة، مصر: دار النهضة العربية.

بن دعاس زهير، الاندماج المالي الاقليمي وانعكاساته على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية، حالة البلدان العربية(دراسة مقارنة)،أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 2015-2016.

بن دعاس زهير، الاندماج المالي الاقليمي وانعكاساته على التنمية الاقتصادية في البلدان النامية،حالة البلدان العربية(دراسة مقارنة)،أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، 2015-2016.

حسن كريم حمزة. (2011). العولمة المالية والنمو الاقتصادي، 2011. عمان، الأردن: دار صفاء للنشر، ط 1.

حفوظ جبار. (2011). أسواق رؤوس الأموال، الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات. عين مليلة، الجزائر: دار الهدى للنشر، ط 1، ج 2.

دينا أحمد عمر. (2006). اثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي. الموصل، العراق: مجلة تنمية الرافدين، المجلد 31، العدد 96.

رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون. (2013). قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL للفترة (1960-2010). مجلة تنمية الرافدين، ملحق العدد 114، المجلد 35 .

رغد أسامة جار الله، مروان عبد المالك ذنون. مرجع سبق ذكره.

رفيق مزاهدية. (2014 - 2015). الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري. الجزائر : أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة باتنة، زيطاري سامية. (2004). ديناميكية أسواق الأوراق المالية الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية. الجزائر: أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر .

سامي مباركي. (2015). تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الترابط بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي. الجزائر: أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة.

عاطف وليد اندراوس. (2005). السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق. الإسكندرية مصر: مؤسسة شباب الجامعة.

عبد الكريم قندوز. (2010). أساسيات المشتقات المالية، الخيارات، العقود الآجلة والمستقبلية، المقايضات. دار نور للنشر .

مجاهد كنزة، تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال Panel Data Analysis ، اطروحة دكتوراه، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان ، الجزائر، 2015-2016 .

مجاهد كنزة، تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال Panel Data Analysis ، اطروحة دكتوراه، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان ، الجزائر، 2015-2016 .

مشعل أحمد محمد مشعل وزكية أحمد. (2012). القطاع المالي في الأردن والنمو الاقتصادي: بيئة إضافية، دراسات العلوم الإدارية. المجلد 86، العدد 6.

2.7 المراجع باللغة الأجنبية :

A. &.al (2001). Financial development & Economic Growth: The Role of Stock Markets. Journal of Money, Credit & Banking, vol 33, n1,.

EGGOH, J. C. (2010). Developpement Financier, instabilité Financier & Croissance Economique : Un Reexamen de la Relation n° 32. Laboratoire d'Economie d'Orléans (LEO), Université d'Orléans.

- Ghirmay, T. (2006). Financial Development, Investment, Productivity & Economic Growth in the US South western Economic Review.
- Gregorio, P. G. (1995). Financial Development & Economic Growth. World Development, vol 23, n° 3.
- H. Patrick .(1966) .Financial development & Economic Growth in Underdeveloped Countries, Economic Development & Cultural Change14 .
- Hemeci, P. C. (2002). Gestion Financière de l'entreprise. Paris, France: Edition Dunaud, 2emeedition.
- Hussein, D. &. (1996). Does Financial Development cause economic growth? Time Series Evidence From Sixteen Countries. Journal of Development Economic, vol 51.
- Levine, R. (Mais 1996). Les Marchés Boursiers Stimulent la Croissance, les reforme monétaires. Finance & Développement.
- Levine, R. G. (1993). Finance & Growth: Schumpeter Might Be Right ,the quarterly Journal of Economics.
- Levine. (1997). Financial developement & Economic Growth . Views & agenda, Journal of Economic Literature, vol,35,2.
- Liang & Reichert .(2007) .Economic Growth & Financial Sector Development .The International Journal of Business & Finance Research, Vol 1.
- Liang, &. R. (2007). Economic Growth & Financial Sector Development. The International Journal of Business & Finance Research, Vol 1.
- P. Guidotti & J.Gregorio .(1995) .Financial Development & Economic Growth .World Development, vol 23, n.3 °
- P.Llau. (1996). Economie Financière Publique. presses universitaire de France, 1ère édition.
- Pagano, M. (1993). Financial Markets & Growth. An overview "European Economic Review 37.
- R. Levine, S. Z. (1996). Stok Market Development & Long Run Growth. Washington, D. C: world Bank, working paper, n1582.
- Reichert, L. &. (2007). Economic Growth & Financial Sector Development. The International Journal of Business & Finance Research, Vol 1.
- Reichert, L. &. (2007). Economic Growth & Financial Sector Development. The International Journal of Business & Finance Research, Vol 1.
- Robinson, J. (1952). The Generalization of the general theory in the rate of interest and other essays. McMillan, London.
- Ross, I. &. (1998). Stock Markets, Banks & Economic Growth. American Economic Review, 88.
- Siong Hook, M. F. (2013). the effect offinancial development on economic growth in the MENA region. journal of Economic coperation & development .
- Soliman, C. H. (2005). Endogenous growth models & Stock Market development, Evidence from four countries. Review of Development Economics, vol 9.

Zervos, R. L. (1998). Stock Markets, Banks & Economic Growth. American Economic Review, 88.

Zervos, R. L. (1998). Stock Markets, Banks & Economic Growth. American Economic Review, 88.

Zervos, R. L. (1998). Stock Markets,Banks& Economic Growth . American Economic Review 88.