

قياس تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المغرب
- دراسة تجريبية باعتماد نموذج ARDL للفترة (1988-2014) -

Measuring the Impact of Financial Development on Economic Growth in Morocco
- An Empirical Study Using the ARDL Model During the Period (1988- 2014) -

لمياء عماني (*)

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
محمد زكريا بن معزو (**)

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
جامعة باجي مختار، عنابة - الجزائر

Lamia AMANI (*)

Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences
Kasdi MERBAH University, Ouargla; Algeria
Mohamed Zakaria BENMAZOU (**)

Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences
Badji MOKHTAR University, Annaba; Algeria

Received: 21.03.2017 & Accepted: 15.09.2017

تقدم للنشر في: 2017.03.21 & قبل للنشر في: 2017.09.15

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة التجريبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المغرب خلال الفترة 1988-2014. لأجل ذلك قمنا باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع ARDL، حيث تم اعتماد حجم القروض الموجهة للقطاع الخاص من قبل المصارف وحجم التداولات في سوق المال كمؤشرين للتطور المالي. أظهرت النتائج التجريبية أن زيادة في حجم القروض الموجهة من المصارف نحو القطاع الخاص بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة في النمو الحقيقي بقرابة 0.4% على المدى الطويل. بالمقابل، خلصت الدراسة إلى غياب دور فاعل لسوق الدار البيضاء المالي على النمو، ويعود جانب من ذلك إلى أثر المزامنة الذي تحدّثه المصارف على نشاط البورصة. وعليه، فإن المغرب مطالب بتسريع وتيرة خصخصة المصارف، ومواصلة الإصلاحات لسوق المال للمساهمة في جذب المدخرات ودعم النمو على المدى الطويل.

الكلمات المفتاح: نمو اقتصادي، تطور مالي، قروض موجهة للقطاع الخاص، نسبة التداولات، بورصة الدار البيضاء، نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع.

تصنيف JEL: O16، G2.

Abstract : This study aims to test the empirical relationship between financial development and economic growth in Morocco during the period 1988-2014. For this reason, we used the Autoregressive Distributed Lag model (ARDL). We took the domestic credit to private sector by banks and the value of stocks traded as indicators of the financial development.

The empirical results showed that an increase in the volume of domestic credit to private sector by banks by 1% leads to an increase in real growth by about 0.4% in the long run. On the other hand, the study concluded that there is no relationship between the Casablanca stock market and growth, this may be due in part to the impact of the eviction effect of banks on the stock market. Accordingly, Morocco is required to accelerate the privatization of banks, as well as to pursue the financial reforms of the stock market in order to contribute to mobilize savings and promote long run economic growth.

Keywords : Economic Growth, Financial Development, Domestic credit to private sector, value traded ratio, Casablanca Stock Exchange, Autoregressive Distributed Lag Model .

Jel Classification Codes : O16, G2.

I. تمهيد:

تعتبر العلاقة بين "المالية" والنمو الاقتصادي واحدة من العلاقات الجدلية التي تحمل الكثير من الاختلاف بين التيارات الفكرية الاقتصادية من ناحية؛ والكثير من النتائج المتباينة بين الدراسات التطبيقية التي تهتم بتلك العلاقة السببية من ناحية أخرى. لقد أعادت الأزمة المالية 2008 النقاش حول الاختلالات الهيكلية التي تحدث ضمن الرأسمالية بحد ذاتها، وهي انتقادات من داخل الرأسمالية، فقد عاد الحديث عن نظرية عدم الاستقرار المالي، التي تشير إلى مسألة تضخيم الدورات الاقتصادية وتقلباتها.

فالمالية التي ترسل إشارات قوية عبر أسواق المال إلى كل نواحي الحياة الاجتماعية والسياسية والاقتصادية أصبحت أكثر من أي وقت محرّكا لحالة من عدم الاستقرار بدلا من دعم النمو، لقد تراجع النمو الاقتصادي في العالم ككل. والتحسين الملحوظ على فترات متقطعة لم يكن من شأنه أن يُخرج الاقتصاد العالمي من حالة الركود، وظل في إطار ما اصطلح عليه من قبل المؤسسات المالية الدولية بحالة "التعافي المريض" أو "الانتعاش الفاتر" أو "البراعم الخضراء" التي تعثر نموها في استمرار انخفاض معدلات الفائدة دون فعالية¹.

eMail : (*) Lamitta.ame2001@yahoo.fr & (**) Zakariaeconomie@yahoo.fr

هناك الكثير من الدراسات والبحوث التي تهتم بدراسة العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، سواء الدراسات النظرية التي تحلل وتناقش الأفكار عبر مختلف مدارس الفكر الاقتصادي، أو الدراسات التطبيقية التي تعمل على نمذجة وقياس تلك العلاقة. يمكن أن نصنف تلك الدراسات وبشكل عام في مجموعتين أساسيتين :

- الأولى تركز على الآثار السلبية للتوسع المفرط في التحرير المالي وصعود الأسواق المالية حيث ينتهي الوضع بدخول الاقتصاديات في أزمة مالية، التي بفعل المخاطر النظامية تزعزع استقرار النظام المالي الدولي، وتؤدي إلى تراجع معدلات النمو الاقتصادي.

- الثانية تستمر في التأسيس لدور مركزي تلعبه المالية، أو التطور المالي تحديدا، في دعم النمو الاقتصادي. وسنحاول فيما يلي، وبشكل مختصر عرض وجهتي النظر المشار إليهما سابقا.

1. عدم الاستقرار المالي:

من أهم الأعمال التي تعرضت إلى نمذجة عدم الاستقرار، مقالة لـ *Minsky*² نشرتها جامعة *Pittsburgh* الأمريكية سنة 1974، أي في وقت مبكر حتى قبيل موجات الانفتاح والتحرير الماليين والصعود القوي للأسواق المالية خلال الثمانينيات. حيث حاول نمذجة السياق الذي يجعل الاقتصاد ينتقل من نموذج نمو مستقر إلى حالة من الانفجار أو الفقاعة المتضخمة، التي ترند لاحقا إلى حالة من عدم الاستقرار ودخول الاقتصاد في حالة من الفوضى والارتباك.

يمكن رصد أعمال ذات أهمية وانتشار واسع في هذا المجال كتلك الخاصة بـ *Kindelberger* 1978³ أو *Stiglitz* والتي تدور في مجملها حول فكرة الربط بين الأزمة المالية وعمليات التحرير المالي، بدلا من الدفع نحو النمو الاقتصادي.

حسب هذا التوجه فإن المالية لم تعد تدعم النمو الاقتصادي، سواء على مستوى جزئي أو كلي:

*** على صعيد المؤسسات:** لم تعد أمواله الاستراتيجية (*Financialization*) في المؤسسة تدعم عمليات النمو والتوسع، بل تشجع على خلق القيمة ذات الطبيعة المالية، وهي القيمة التي يكون مصدرها أسواق المال. هذه الأخيرة تثنى القرارات التي تهدف إلى خلق القيمة للمساهم، وهو الأمر الذي يدفع المؤسسة إلى تبني الاستراتيجيات المالية أو إلى إضفاء الطابع المالي على بقية الاستراتيجيات، والانخراط في عمليات التركيب المالي المعقدة للاستفادة من الرافعة المالية والجانبية⁴.

*** على صعيد الاقتصاد الكلي:** لقد أظهرت المالية الشاملة أو مالية الأسواق مع كل الأزمات المالية التي حدثت جوانبها السلبية، بحيث أصبحت الأسواق المالية مصدرا للاضطرابات المالية. أما على صعيد المالية العامة، فإن تمويل النمو من خلال الاستدانة أصبح سياسة محدودة النتائج، خاصة في ظل معدلات الفائدة المتدنية. وتشير بعض الدراسات إلى أن الإصلاحات الاقتصادية القائمة على خفض معدلات الفائدة في أعقاب الأزمة صارت أدوات قاتلة للدخار ومهددة لشركات التأمين وطاردة لرأس المال المستثمر.

لقد أدت سياسات البنك المركزي الأوروبي بعد الأزمة المالية لسنة 2008 والتي اعتمدت على تخفيض معدلات الفائدة إلى وضع المثلث المكون من "المصارف، الحكومات، والمصارف المركزية" في حلقة مفرغة. فقد فقدت المصارف المركزية قدرتها على التحكم في أية أزمة في ظل معدل فائدة متدن، أدى إلى تشجيع تراكم السندات والديون، دون التأثير الإيجابي المنتظر على الاقتصاد الحقيقي، التشغيل، والائتمان المصرفي. لقد سمحت هذه السياسات للدول، المهتدة بأزمة نظامية، بالاستدانة بمعدلات متدنية بشكل مفرط، مما ينبؤ بأزمة دين داخلي معمة مستقبلا.

وتم تقييم السياسة على أنها تجميع لجميع أموال المدخرين لزيادة ربحية المصارف والسماح للحكومات بمزيد من الاستدانة، غير أن سياسة الاستدانة لدعم النمو لم تعد مجدية⁵. حسب *Boyer* (2004) فقد تحولت "المالية" عن دورها في دعم النمو، وأصبحت تساهم في خلق الأزمة المالية من خلال⁶:

- تحويل الثروة: يمكن أن يحفز الاستثمارات، ولكنه يؤدي إلى تجميع الثروات وتركيزها؛
- إدارة المخاطر: دور المشتقات المالية هو التغطية من المخاطر، ولكنها تؤدي أيضا إلى تشتيتها؛
- تراكم رأس المال: يعمل التراكم على تخصيص أفضل للموارد، ولكن سيولة السوق تتسبب في تشكل الفقاعات وفي تخصيص سيء للموارد؛
- إتاحة المعلومات: تقلل من حالة عدم اليقين، ولكنها تزيد الذعر في أوساط المستثمرين خلال الأزمة، وتكون سببا في عدوى السلوك حتى لو كان سلوكا عقلانيا؛
- تنظيم وتسوية المدفوعات: كان يتم في ظل نظام بنكي يتميز بالكفاءة ويشجع على النمو، صار مكمنا للأزمات.

إذن المالية، وبشكل متزامن، تعد مكونا ضروريا للنمو ولكنها مصدر كامن للأزمات.

2. العلاقة بين التطور المالي و النمو الاقتصادي:

ربما تكون الأعمال الرائدة لـ *Bagehot* (1878) و *Schumpeter* (1911) قد مهدت الطريق لبحوث أخرى تعمقت في دراسة الروابط السببية في العلاقة "مالية - نمو اقتصادي" كتلك الخاصة بـ *Gurley et Shaw* (1955)، *Cameron* (1967)، و *Goldsmith* (1996) وآخرون، وهذا بعد أن هيمنت الأفكار الكينزية لفترة معتبرة، بحيث لم تول اهتمامها الأول لدور التطور المالي، فالأدبيات قبل 1960 أفردت مساحة للتنظيرات التي تدعم العلاقة "نمو اقتصادي-

تطور مالي"، حيث يتحقق النمو الاقتصادي أولاً. لتعود سنوات السبعينيات الأفكار الليبرالية على الساحة من جديد، داعية إلى الاهتمام بمسألة التطور المالي من خلال سياسات التحرير، وهو النهج الذي تبنته المؤسسات المالية الدولية⁷. عموماً تنقسم الدراسات في هذا المجال والتي ترى أن العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي هي علاقة إيجابية إلى ثلاث مجموعات:

- 1- وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، بحيث يدعم التمويل عبر المصارف وأسواق المال سيرورة النمو الاقتصادي ((Goldsmith (1996), Mackinnon (1973), Gurley et Shaw (1955)).
- 2- وجود علاقة إيجابية في الاتجاه الآخر، بحيث يدعم النمو الاقتصادي تطور الخدمات المالية والقطاع المالي ((Robinson (1952), Patrick (1965)).
- 3- محدودية العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث لا يجب المبالغة في اعتبار التطور المالي محدداً أساسياً من محددات النمو الاقتصادي⁸ (Lucas (1988)).

المجموعة الأولى بدورها تنقسم بين:

- المدرسة الهيكلية: تهتم بتوسيع هيكل النظام المالي من حيث عدد المؤسسات المالية ومجموعة الخدمات.
- الليبراليون الجدد: الذين يدعمون استراتيجيات التحرير المالي وتحرير أسعار الفائدة، لأن سياسة الكبح المالي من خلال تدخل الدولة في تعديل الأنظمة المالية، بالتحديد المركزي لمعدلات الفائدة وتوجيه الائتمان، من شأنها إضعاف النمو. فالتدخل المبني على مساندة التمويل للنمو ستكون له آثار عكسية من خلال إضعاف الجهاز المصرفي والتأثير السلبي على الادخار والاستثمار⁹.

يرى هذا التيار من خلال Gurley et Shaw (1955) أن النظريات التقليدية للتنمية الاقتصادية قد ربطت النمو بمسألة الرفاه وزيادة الدخل والإنتاج والتشغيل، في حين إذا نظرنا إلى سيرورة التطور الاقتصادي نلاحظ أن النمو يدفع نحو زيادة الدخل الفردي، وهذا الأخير يعمل على زيادة نمو الأصول المالية بشكل أسرع من زيادة الثروة والإنتاج. إن محددات التطور المالي بالنسبة لهما هي تقسيم العمل والتقنيات التي يتم من خلالها تحويل الادخار إلى استثمار، حيث يكتسب هذان المتغيران الطابع المؤسسي¹⁰.

من الأعمال المميزة في المجموعة الثانية نجد ما طرحه¹¹ Patrick (1966) عن فكرة العرض القائد "Supply lending" والطلب التابع "Demand following"، إن هذا السياق التحليلي يجد منطقه في تقسيم التطور المالي إلى مرحلتين:

- مرحلة أولى يستحث فيها التطور المالي في جانب العرض النمو الاقتصادي من خلال زيادة عدد المؤسسات المالية ومجموعة الخدمات المالية المقدمة، وحينها تتطور الوساطة المالية من خلال تعبئة الادخار والتوسع في منح الائتمان. كذلك تزيد فرص وإمكانيات توجيه الادخار من المدخرين الصغار إلى المستثمرين المؤسسيين لتنشيط الأسواق المالية. إن التطور المصرفي من خلال منح الائتمان والتطور في الأسواق المالية من خلال زيادة المبادلات المالية من شأنهما دعم أعمال المقاولات؛
- مرحلة ثانية يصبح فيها النمو الاقتصادي داعماً للتطور المالي في جانب الطلب، فالتقدم في قطاع الاقتصاد الحقيقي سوف يحفز الطلب على الخدمات المالية وهذا نتيجة طبيعية للتوسع ولإصباح الطابع التجاري على قطاعات أخرى.

3 - الدراسات السابقة:

◀ دراسة¹² (Eggoh, J.C. (2010)): هناك علاقة إيجابية على المديين القصير والطويل بين درجة التطور المالي والنمو الاقتصادي، بحث لا يوجد تأثير لعدم الاستقرار المالي على كل من التطور المالي والنمو الاقتصادي في المدى الطويل، في حين نجد تأثيراً سلبياً على التقدم الاقتصادي في المدى القصير. استخدمت الدراسة نماذج Panel على 71 من الاقتصاديات النامية والمتقدمة وتم استخدام مؤشرات: موجودات المصارف التجارية مقارنة بالبنك المركزي، الخصوم السائلة كنسبة من GDP، موجودات المصارف التجارية كنسبة من GDP، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص من قبل المصارف كنسبة من GDP (الوساطة المالية)، وهي محددات التطور المالي؛ ومعدل التغير في GDP لقياس النمو الاقتصادي.

◀ دراسة (رغد أسامة جبار الله و مروان عبد الملك ذنون (2013))¹³: هناك قناتين متكاملتين تنشأ من خلالهما العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، هما تراكم رأس المال ونمو إنتاجية العوامل الكلية. القناة الأولى كمية، نرصد فيها تراكم الديون وزيادة الوساطة المالية لتغطية طلب القطاع الخاص على القروض من خلال تعبئة الادخار؛ أما القناة الثانية فنوعية من خلال دور الابتكار المالي وتدفق المعلومات وإدارة المخاطر في تحسين الخدمات المالية لكامل القطاع المالي بمكوناته المصرفية. الدراسة استخدمت نموذج ARDL على عينة من الدول النامية الآسيوية ذات الدخل المتوسط للفترة (1960-2010) لاختبار العلاقة على المديين القصير والطويل بين مؤشرات التطور المالي والنمو الاقتصادي، حيث دلّ اختبار التكامل المشترك على وجود علاقة معنوية موجبة بين معامل الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، في حين نفس العلاقة تكون سالبة على المدى القصير.

دراسة ¹⁴ (Soltani, H. Ochi, A. Said, Y (2013)): هناك نتائج لا تتوافق مع المرجعية النظرية للعلاقة بين المالية والنمو، بحيث توصلت الدراسة إلى عدم أهمية التطور المالي بالنسبة للنمو الاقتصادي، بل قد يكون ذو أثر سلبي أحيانا على النمو، وذلك على عينة مكونة من 11 بلدا من منطقة شمال إفريقيا والشرق الأوسط للفترة 1995-2011. تم اعتماد محددين للتطور المالي هما تطور الأسواق المالية (الرسملة السوقية كنسبة من GDP الحقيقي للفرد) والتطور المصرفي (القرض الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من GDP)، بالإضافة إلى متغيرات أخرى كالتمتع بمعدل الانفتاح التجاري، مع إضافة متغيرات رقابية كالتحرير المالي، الاستقرار السياسي، والفساد؛ في حين تم قياس النمو الاقتصادي من خلال GDP الحقيقي للفرد، وذلك باستخدام *GMM Panel dynamique*. وفي تفسير هذه النتائج تم الإشارة إلى طبيعة الأنظمة المالية غير المتطورة في المنطقة، وعدم استقرار معدلات نمو GDP الحقيقي، وهو الأمر الذي من شأنه أن يؤثر على جودة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي.

دراسة (مجاهد كنزة (2016/2015))¹⁵: هناك أثر سالب معنوي ومتجانس للتطور المصرفي على النمو في الدول النامية والمتقدمة؛ وأثر موجب ومتجانس للتطور في الأسواق المالية على النمو في الدول النامية، لكنه سالب ومعنوي على النمو في الدول المتقدمة على المدى الطويل. الدراسة شملت 24 بلدا متقدما و 38 بلدا ناميا خلال الفترة 1989-2012، أما المؤشرات المعتمدة لقياس التطور المالي فكانت الوساطة المالية (الإلتزام الممنوح للقطاع الخاص، موجودات المصارف، والكتلة النقدية) ونمو الأسواق المالية (الرسملة السوقية، حجم التداول، ومعدل الدوران)؛ في حين تم قياس النمو الاقتصادي من خلال GDP الحقيقي. تعزى هذه النتائج حسب الدراسة (في الدول النامية تحديدا) إلى عدم التخصيص الجيد لرؤوس الأموال، الآثار السلبية لتحرير قطاع مالي غير منطوق، وضعف البنية المؤسساتية.

دراسة ¹⁶ (Béji, S(2009)): هناك وصف للبيئة القانونية بأنها "رديئة"، تعيق تطور النظام المالي وتزيد من درجة تعرضه للمخاطر الكامنة في حالة الانفتاح المالي المتسرع، وذلك في عينة من 10 دول في شمال إفريقيا والشرق الأوسط للفترة 1980-2005، وبالتالي لابد من الاهتمام بالبيئة القانونية والمؤسسية لبناء أساس سليم للتطور المالي. الدراسة عملت على اختبار طبيعة العلاقة القائمة بين التنظيم المصرفي، التطور المصرفي، والنمو الاقتصادي باستخدام *GMM Panel dynamique*، أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي معنوي للنمو الاقتصادي على التطور المصرفي، مع وجود أثر إيجابي معنوي لسياسة الضبط على التطور المصرفي، بينما لا توجد علاقة معنوية بين التطور المؤسساتي والتطور المصرفي.

يمكننا القول أن الدراسات التطبيقية والقياسية تجد صعوبة في تحديد المتغيرات المستقلة المفسرة للتطور المالي والتي تكون مستقلة عن درجة التقدم الاقتصادي، لأن مجمل المتغيرات تتأثر تلقائيا بالنمو الاقتصادي. مما يعيدنا إلى طرح Robinson 1952 بأن التطور المالي هو نتيجة للتنمية الاقتصادية (التي تحدث لأسباب تقنية)، ومن هنا تنشأ مشكلة *Endogénéité* (المتغيرات المستقلة تصبح تابعة). وهذا ما قد يفسر عدم توافق نتائج الدراسات القياسية فيما بينها، أو عدم انسجامها مع المرجعية النظرية للعلاقة "مالية- نمو"¹⁷.

أما عن مفهوم التطور المالي، فيمكن الرجوع إلى ¹⁸ (Levine, R. (2004)) الذي عرفه بطريقة بسيطة وسلسلة، من خلال : أولا، وصف بيئة الأعمال التي تتميز تاريخيا بتطور أنواع وتشكيلات من المعلومات، طرق تنفيذ العقود، والمعاملات المالية، وذلك في ظل أسواق مختلفة من حيث درجة التنظيم، الضبط، والسياسات الجبائية. هذا التقاطع بين الأدوات والأنظمة تنشأ عنه عقود مالية، أسواق مالية، ووسطاء ماليون، تميز أنظمة مالية عن غيرها.

ثانيا، تأثير طبيعة الأنظمة المالية على كيفية الاستفادة من مزايا "السوق" من خلال تخصيص الموارد، وعلى هذا المستوى تلعب المصارف دورا مهما من خلال المعرفة والمعلومات وأصول المهنة، التي تؤهلها للعب دور الوساطة المالية؛ وكذلك الأمر بالنسبة للأسواق المالية من خلال العقود المالية، المعلومات، وسيولة الأصول المالية، وهي عوامل تزيد من عنصر الثقة وتعمل على تعبئة الادخار.

تتوقف درجة تطور النظام المالي على كيفية أدائه لمهامه الأساسية الخمس:

- تخصيص رأس المال من خلال تجميع المعلومات بشكل مسبق؛
- توفير التمويل، ومتابعته من خلال الرقابة والحوكمة؛
- تسهيل التداول، التنوع، وإدارة المخاطر؛
- تعبئة الادخار عبر مختلف القنوات؛
- تسهيل المبادلات التجارية.

يحدث التطور المالي عندما تتمكن الأدوات المالية، الأسواق المالية، والوساطة المالية المصرفية من تحسين عمل "السوق" وتسمح للنظام المالي بأداء وظائفه المالية السابقة بشكل جيد دون الحاجة إلى إلغاء تام لتكلفة المعاملات وأثر المعلومات.

وعلى هذا الأساس هناك محددين أساسيين للتطور المالي، تندرج تحتها العديد من المؤشرات البسيطة والمركبة، هما التطور المصرفي وتطور الأسواق المالية.

4 - الاقتصاد المغربي:

سنة 2007 كان النظام المالي المغربي يُعد الأكبر والأكثر تنوعاً في المنطقة، حيث يعادل إجمالي الأصول نحو 155 % من GDP، ويتسم بقوة المصارف التجارية، نمو قطاع التأمينات، تزايد عدد مؤسسات الأوراق المالية وشركات الإيجار، وسوق مالي نشيط. وللمصارف، التي تمثل نحو 60 % من إجمالي أصول النظام المالي، دورٌ مركزي من خلال الحجم النسبي وعلاقاتها مع جهات الوساطة المالية الأخرى كشركات التأمين والصناديق المشتركة.

تنقسم الصناعة المصرفية بشكل عام إلى ثلاث قطاعات: المصارف التجارية، والمصارف المتخصصة المملوكة للقطاع العام، والمصارف الخارجية؛ أما صناعة التأمين فتتمثل 16 % من أصول النظام المالي، كما تزدهر صناعة صناديق المعاشات التي تمثل ما يقرب من 10 % من أصول النظام المالي. كما تُعد بورصة الدار البيضاء واحدة من أكبر الأسواق في شمال أفريقيا.

يشرف بنك المغرب (البنك المركزي) على جميع المؤسسات المشتركة في النشاطات المصرفية، بما في ذلك المصارف الخارجية، ومؤسسات المالية الصغيرة، وتشرف وزارة المالية على مجالات التأمين وصناديق المعاشات، ويشرف المجلس الأخلاقي للقيم المنقولة على سوق الأوراق المالية وغيرها من أجزاء النظام المالي¹⁹.

سنة 2014 كان الاقتصاد المغربي يمر بظروف تميزت بارتفاع حاجيات التمويل وتراجع السيولة المصرفية في ظل تدهور التوازنات الداخلية والخارجية، وكانت هناك حاجة لتعبئة الموارد المالية لتمكين القطاع المالي من لعب دوره في دعم القطاعات المحفزة للنمو الاقتصادي. إن خفض معدلات الفائدة إلى مستوى 3 % والسيولة التي ضخها البنك المركزي لم تنعكس على الوضع المالي، بحيث استمر تراجع الائتمان الممنوح للاقتصاد ككل، وللمقاولات بشكل خاص بسبب ضعف تعبئة الودائع وارتفاع التكلفة²⁰.

مع سنة 2016 كان يسري اعتقاد أن القطاع المالي في المغرب يلعب دوراً حاسماً في عملية تراكم رأس المال وتحسن الإنتاجية فقد ساهم منذ سنة 2000 في دعم النمو الاقتصادي وخلق فرص العمل، مع تباطؤ ملحوظ منذ سنة 2009. فالقيمة المضافة لقطاع الأنشطة المالية والتأمين قد حققت نمواً سنوياً متوسطاً وصل إلى 4.9 % للفترة 2009-2014 مقابل 5.9 % للفترة 2004-2008. إلا أنه يمكن القول أن الارتفاع الكبير في احتياجات التمويل للاستثمارات طويلة الأجل، وتسهيل الحصول على التمويل من قبل المؤسسات المالية، وكذلك ارتفاع حجم الودائع، كل ذلك لم يسمح بسد فجوة الائتمان.

على مستوى السوق المالي، لم تتمكن أدوات التمويل في السوق الأولي للأسهم وسوق رأس المال الاستثمار من تغطية الاحتياجات التمويلية، رغم المساهمة المعتبرة للإصدارات السندية²¹. ومع ذلك يمكن أن نشير إلى زيادة الرسملة السوقية من 484 مليار درهم مغربي سنة 2014 إلى 583 مليار سنة 2016، وكذلك حجم المعاملات المالية الذي ارتفع من 50 مليار درهم إلى 73 مليار خلال نفس الفترة²².

وفي دراسة مقارنة للاقتصاديات المغربية للفترة (1990 - 2013) مقسمة لثلاث فترات جزئية، يتبين تفوق الاقتصاد المغربي على اقتصاديات المنطقة بمعايير محدّدت التطور المالي الخمسة التالية: العمق المالي (من خلال نسبة الكتلة النقدية بالمعنى الواسع إلى GDP)، نسبة السيولة النقدية، نسبة الودائع إلى GDP، الوساطة المالية (من خلال نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى GDP)، تطور الأسواق المالية (نسبة الأسهم المتداولة والرسملة السوقية إلى GDP)²³.

في ظل هذه الوضعية المالية والاقتصادية يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير التطور المالي في المغرب بمحددتيه: المصرفية والمتعلقة بالسوق المالي، على النمو الاقتصادي خلال الفترة 1988 - 2014 ؟

وعلى هذا الأساس، وبناء على طبيعة الاقتصاديات النامية، ذات الأنظمة المالية غير المتطورة، والتي تعتمد عموماً على الوساطة المالية في عملية التمويل، في ظل دور مركزي للبنوك، تم صياغة فرضيتين جزئيتين متعلقتين بمحددتي التطور المالي كما يلي:

- الفرضية الأولى: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية على المدى الطويل بين التطور المصرفي والنمو الاقتصادي.
- الفرضية الثانية: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية على المدى الطويل بين تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي.

II. الطريقة والأدوات المستخدمة:

جرت العادة في الأدبيات التي تعالج مسألة العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، على اعتماد إجمالي الناتج المحلي كمقياس للنمو الاقتصادي مقارنة بتراكم رأس المال ونمو الإنتاجية. تم الاعتماد في نموذج الدراسة التي بين أيدينا على حصة الفرد من إجمالي الناتج الحقيقي (Real per capita GDP : *RPGDP*) كمؤشر للنمو الاقتصادي.

تتم العملية التمويلية والاستثمارية من خلال تفاعل مجموعة من الأنشطة والمؤسسات والأدوات، وعليه فإنه من غير الممكن رصد هذه العملية من خلال محدد واحد. تم في هذه الدراسة اعتماد محددين للتطور المالي: أحدهما وُجّه لرصد دور النظام المصرفي في الاقتصاد المغربي، وخصص الآخر لقياس نشاط السوق المالي لبورصة الدار البيضاء (Casablanca Stock Exchange).

لقياس دور النظام المصرفي في الاقتصاد، إتمدنا حجم القروض الموجهة للقطاع الخاص (CPB : Domestic credit to private sector by banks). يعبر هذا المتغير على الموارد المالية الموجهة للقطاع الخاص مثل القروض، إصدار شهادات دين (non-equity securities)، وغيرها من الموارد. تعتبر القروض الخاصة مقياسا ملائما لمدى تطور الوساطة المالية، المتمثلة أساسا في تجميع كفاء للمدخرات وتخصيصها نحو الاستثمارات، الأمر الذي يمنح فرصا للمؤسسات حديثة النشأة والمقاولات الصغيرة والمتوسطة. هذا المؤشر يرصد تخصيص القروض، والذي يمثل الوظيفة الأكثر أهمية بالنسبة للوسطاء الماليين (Beck et al., 2009).²⁴ وعليه قمنا في هذه الدراسة باعتماد حجم القروض الموجهة للقطاع الخاص من قبل المصارف (CPB) إلى إجمالي الناتج المحلي كمؤشر على مدى تطور القطاع المصرفي المغربي.

بالعادة يتم قياس مدى تطور السوق المالي من خلال نسبة حجم التداولات (value traded ratio) أو نسبة دوران السهم (turnover ratio) أو الرسملة السوقية (market capitalization). تقيس نسبة حجم التداولات القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق المالي لبلد ما نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي. وفقا لـ Demirgüç-Kunt and Levine (2001)²⁵، يقوم هذا المؤشر برصد نشاط السوق المالي. إن القدرة على تداول الأسهم تمثل مؤشر أداء للاقتصاد، وعليه قمنا في هذه الدراسة باعتماد حجم الأسهم المتداولة في السوق المالي للدار البيضاء (ST : Stocks traded) إلى إجمالي الناتج المحلي كمؤشر على مدى تطور السوق المالي المغربي.

إن إدراج هذه المتغيرات في النموذج المقدر يسمح لنا برصد تأثير التطور المالي بشقيه: التطور المصرفي وتطور السوق المالي على النمو الاقتصادي.

المنهجية القياسية

لرصد العلاقة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، نستخدم مقاربة الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) التي تم تقديمها من طرف Pesaran et al. (2001)²⁶ للتغلب على أوجه القصور التي تعاني منها الطرق المقترحة من قبل Engle and Granger (1987)²⁷ and Johansen (1991)²⁸. تتمثل الميزة الأكثر أهمية لهذه الطريقة في أنه يمكن تطبيقها بغض النظر عما إذا كانت السلاسل الزمنية في الدراسة متكاملة من الدرجة I(0) أو من الدرجة I(1) أو أنها كانت مزيجا من الاثنين. لكن الشرط الوحيد هو ألا تكون هناك سلاسل زمنية متكاملة من درجة أعلى من I(1).

1. تقدير نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)

تم الحصول على بيانات الدراسة المستخدمة في تقدير نموذج (ARDL) من قاعدة بيانات البنك الدولي الموسومة بمؤشرات التنمية العالمية (WDI : World Development Indicators)²⁹. يميز نموذج (ARDL) بين المتغيرات على أساس كونها مستقلة أو تابعة. وعليه يكتب النموذج وفقا للصيغة التالية:

$$\Delta \ln(RPGDP)_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta \ln(RPGDP)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta \ln(ST)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_3 \Delta \ln(CPB)_{t-i} + \delta_1 \ln(RPGDP)_{t-1} + \delta_2 \ln(ST)_{t-1} + \delta_3 \ln(CPB)_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots (1)$$

حيث أن:

Δ : الفرق الأول (First difference)؛

$\ln(RPGDP)$: حصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي الحقيقي؛

$\ln(ST)$: حجم الأسهم المتداولة نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي؛

$\ln(CPB)$: حجم القروض المحلية الممنوحة للقطاع الخاص من قبل المصارف نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي؛

ε_t : حد الخطأ.

ننتقل من تقدير المعادلة رقم (1) باعتماد طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، ثم نجري اختبار (Wald) للتحقق من قيمة المعلمات في النموذج المقدر، وهذا لاختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة (علاقة توازنية طويلة الأجل). للقيام بذلك نقوم باختبار الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة:

$H_0: \delta_1 = \delta_2 = \delta_3 = 0$ والتي تتنافس مع الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين

متغيرات الدراسة: $H_A: \delta_1 \neq \delta_2 \neq \delta_3 \neq 0$.

نستخرج من اختبار (Wald) قيمة إحصائية فيشر (F-statistic) المحسوبة، والتي تتم مقارنتها مع قيم جدولية

وضعها Narayan. (2005)³⁰.

هنا تكون لدينا قيمتان (واحدة دنيا والأخرى عليا). إذا كانت قيمة (F-statistic) تقع أعلى من القيمة الجدولية العليا عند مستوى معنوية محدد، فإن الاستنتاج يكون بأنه توجد علاقة طويلة الأجل مع المتغير التابع (أي رفض الفرضية الصفرية). أما إذا وقعت قيمة (F-statistic) بين القيمتين العليا والدنيا فإن نتيجة الاختبار تكون غير حاسمة (the result is inconclusive). أما إذا كانت قيمة (F-statistic) تقع في مستوى أدنى من القيمة الجدولية الدنيا عند مستوى معنوية محدد، فإن الاستنتاج يكون بأنه لا توجد علاقة طويلة الأجل مع المتغير التابع (أي قبول الفرضية الصفرية).

إذا تم التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، فإننا نستطيع مواصلة التحليل لقياس العلاقة قصيرة الأجل وطويلة الأجل بين المتغيرات.

نقوم بداية بتقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، حيث تكتب هذه المعادلة كما يلي:

$$\ln(RPGDP)_t = \alpha + \beta \ln(ST)_t + \gamma \ln(CPB)_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (2)$$

تقيس معلمات النموذج درجة حساسية المتغيرات للنمو الاقتصادي. يتوقع أن تكون المعلمة β (حجم الأسهم المتداولة) موجبة، كما يتوقع أن تكون γ (مرونة القروض الموجهة للقطاع الخاص) موجبة كذلك. تم التعبير عن كافة المتغيرات باللوغاريتم الطبيعي. من المعادلة رقم (2) نستخرج قيمة حد الخطأ ε الذي يمثل حد تصحيح الخطأ (ECT : Error Correction Term) الذي يعتمد في تقدير المعادلة الخاصة بالفترة القصيرة وهذا باعتماد معيار (AIC : Akaike info criterion) لتحديد العدد الأمثل من التأخرات الزمنية، والتي تكتب وفقاً للصيغة التالية:

$$\Delta \ln(RPGDP)_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta \ln(RPGDP)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_2 \Delta \ln(ST)_{t-i} + \sum_{i=1}^p \beta_3 \Delta \ln(CPB)_{t-i} + \theta(ECT)_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن:

$(\beta_1, \beta_2, \beta_3)$: معاملات الفترة القصيرة؛

ECT: حد تصحيح الخطأ؛

θ : معلمة حد تصحيح الخطأ؛

u : حد الخطأ.

2. اختبار جذر الوحدة:

كما تم ذكره سلفاً، وحتى يتم تطبيق نموذج $ARDL$ بشكل صحيح يجب أن تكون متغيرات الدراسة متكاملة من الرتبة $I(0)$ أو $I(1)$ ، أي عدم وجود متغيرات من رتب أعلى. وعليه اعتمدنا على اختبار "ديكي- فولر الموسع" (ADF : Augmented Dickey-Fuller test) للكشف عن درجة تكامل المتغيرات الداخلة في الدراسة. وقد أظهرت نتائج الاختبار أن كافة المتغيرات ($\ln RPGDP$, $\ln ST$ and $\ln CPB$) مستقرة من الرتبة $I(1)$ أي بعد أخذ الفرق الأول (أنظر الجدول رقم 1: الملاحق). وبالتالي، بعد التأكد من غياب متغيرات متكاملة من الرتبة $I(2)$ يمكن أن نشرع الآن في تقدير نموذج $ARDL$.

3. اختبار التكامل المشترك:

حتى نختبر التكامل المشترك (إمكانية وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة) لابد لنا من تقدير نموذج $ARDL$. تم اعتماد معيار (AIC) لتحديد العدد الأمثل من التأخرات الزمنية ($lags$) وقد خلص المعيار إلى أن العدد الأمثل لهذه التأخرات والذي يخلص النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي للبقايا هو إثنان (2). نقوم الآن بتقدير نموذج $ARDL$ (أنظر الجدول رقم 2: الملاحق).

نخضع النموذج المقدر ($ARDL$) إلى اختبار ($Breusch-Godfrey$) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي للبقايا ($Gujarati, 2012$)³¹. يقوم الاختبار على الفرضية الصفرية القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي بين البقايا وذلك بالنظر في القيمة الاحتمالية لفشير ($Prob. F$). تظهر نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية لفشير تقدر بـ (0.1469) وهي تفوق 0.05 وعليه فإننا نقبل الفرضية الصفرية القائلة بخلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي (أنظر الجدول رقم 3: الملاحق).

بعد التأكد من خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي، نشرع في اختبار علاقة التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة باعتماد اختبار ($Wald$). تظهر النتائج (أنظر الجدول رقم 4: الملاحق) أن قيمة (F -statistic) المحسوبة تساوي (5.757527) وهي أعلى من القيم الجدولية العليا وهي (3.210 and 3.937) عند مستويات المعنوية 5% و 10% على التوالي (أنظر الجدول رقم 5: الملاحق)، مما يعني رفض الفرضية الصفرية، والتأكيد على وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة. بعد التحقق من توفر خاصية التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة ننقل الآن لتقدير المعلمات في الأجلين الطويل والقصير.

III. النتائج ومناقشتها :

1. تقدير العلاقة في الأجل الطويل:

تظهر النتائج التجريبية للعلاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة أن للقطاع المصرفي تأثير إيجابي وقوي على النمو الاقتصادي في المغرب (ذو دلالة إحصائية عند 1% و 5%) في الأجل الطويل (أنظر الجدول رقم 6: الملاحق). حيث أن زيادة في حجم القروض الممنوحة من قبل النظام المصرفي للقطاع الخاص بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة في النمو الاقتصادي في المغرب بنسبة 0.4%. تتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه كل من: ³² Goldsmith (1969)، ³³ Rajan and Zingales (1998)، ³⁴ Abu-Bader and Abu-Qarn (2008)، ³⁵ Lartey (2010)، ³⁶ Eggoh (2010)، حيث توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين التطور المالي وحصة الفرد من إجمالي الناتج المحلي.

أما بالنسبة لتطور السوق المالي فقد أظهرت الدراسة التي بين أيدينا أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين التطور الحاصل في السوق المالي المغربي والنمو الاقتصادي، حيث أن مرونة حجم الأسهم المتداولة في البورصة أخذت قيمة سالبة عكس ما كان متوقعا، كما أنها لم تكن دالة إحصائيا؛ تتفق هذه النتيجة مع ما ذهب إليه ³⁷ *Rioja and Valev* (2004) حيث أكدوا أن للأسواق المالية أثرا غير مؤكد على النمو في البلدان ذات المستوى الضعيف من التطور المالي. في دراستنا، يعكس الضعف والعلاقة العكسية بين تطور السوق المالي والنمو الاقتصادي في المغرب عدم الكفاءة في آلية تخصيص الموارد التي تعاني منها أسواق المال الناشئة.

كذلك يمكن إرجاع غياب دور السوق المالي المغربي إلى أثر المزاحمة (*eviction effect*) الذي يحدثه القطاع المصرفي على السوق المالي، حيث أن المصارف تشجع الحاجة التمويلية للاقتصاد بحيث لا تكون الحاجة ملحة إلى اللجوء للسوق المالي. كما أن النمو الاقتصادي في المغرب قد لا يكون قويا كفاية حتى يحفز تطور سوق المال. في الحقيقة، تتجه أسواق المال لأن تكون أكثر نشاطا وكفاءة مقارنة بالمصارف في الدول المتقدمة والغنية (*Demirgüç-Kunt&Levine, 2001*).

2. تقدير العلاقة في الأجل القصير:

تظهر النتائج التجريبية للعلاقة في الأجل القصير (أنظر الجدول رقم 7: الملاحق) أن النموذج يفسر ما نسبته 96.10% من التغيرات في النمو خلال الفترة القصيرة. كما أن احتمال فيشر قدر بـ (0.0027) وهو أقل من 0.05 ، مما يعني أن النموذج معنوي ككل. كما أن الإشارة السالبة لمعامل تصحيح الخطأ (ECT) كانت سالبة وقدرت بـ (-0.1413) وهو ما يؤكد على وجود علاقة توازن طويلة بين متغيرات الدراسة وهي دالة إحصائيا. وعليه، كانت سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل 14.13% سنويا³⁸. يظهر اختبار (*Breusch-Godfrey*) أن نموذج الفترة القصيرة لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي (أنظر الجدول رقم 8: الملاحق).

بعد هذا نتأكد من استقرار النموذج على المديين القصير والطويل باعتماد اختبارين هما: المجموع التراكمي للبواقي (*CUSUM: Cumulative Sum of recursive residuals*) ومجموع المربعات التراكمي للبواقي (*CUSUM-squared*) والذي تم اقتراحه من قبل ³⁹ *Brown et al. (1975)*. أظهرت نتائج الاختبارين (أنظر الشكلين رقم 1 و 2: الملاحق) أنه لا يوجد تغير هيكلي، فالنموذج مستقر في مجمله حيث أن الرسم البياني لإحصائيات (*CUSUM-squared and CUSUM*) بقي ضمن الحدود الحرجة مما يدل على صحة النموذج المقدر.

فيما يخص معنوية معاملات الفترة القصيرة، نستخدم اختبار (*Wald*) للتحقق من ذلك. وقد أظهرت النتائج أن للقطاع المصرفي فقط تأثيرا معنويا على النمو في المغرب، في حين بقي تأثير السوق المالي غائبا كما هو الحال في الفترة الطويلة (أنظر الجدولين رقم 9 و 10: الملاحق).

IV. الخلاصة :

قامت هذه الدراسة باستكشاف العلاقة التجريبية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي في المغرب خلال الفترة 1988-2014. وهي بمثابة محاولة لإضافة جديدة للأدبيات حول الاقتصاد المغربي. قمنا في هذا العمل باستخدام تقنية قياسية تمثلت في نموذج الانحدار الخطي للإبطاء الموزع (*ARDL*). تمثل هدف الدراسة في اختبار العلاقة طويلة الأجل بين النمو الاقتصادي ممثلا بحصة الفرد من إجمالي الناتج الحقيقي ومؤشرات التطور المالي (تطور السوق المالي وتطور القطاع المصرفي).

أظهرت النتائج توافقا مع الفرضية الجزئية الأولى القائلة بأن التطور المالي ممثلا في حجم القروض الموجهة للقطاع الخاص من قبل المصارف له دور كبير في دعم النمو الاقتصادي على المدى الطويل. إذن هناك تأثير إيجابي للتطور في القطاع المصرفي على معدل النمو الاقتصادي في المغرب.

بالمقابل، أظهرت النتائج غياب دور بورصة الدار البيضاء في دعم النمو الاقتصادي، وهو ما يتوافق مع الفرضية الجزئية الثانية حول عدم تأثير السوق المالي على النمو الاقتصادي، مع ملاحظة تخص تراجع أداء مؤشر البورصة (*MASI: Moroccan All Shares Index*) سنة 2014 (أنظر الشكل رقم 3: الملاحق)، حيث تراجع متوسط حجم التداولات من 100 مليون يورو في العام 2008 إلى 10 مليون يورو في العام 2014. بعد هذا التاريخ شهدت البورصة المغربية نوعا من عودة الانتعاش إلا أنها لازالت بعيدة عن مستوياتها التاريخية التي حققتها في العام 2007 (أنظر الشكل رقم 4: الملاحق).

وباستثناء سوق السندات التي عرفت زيادة كبيرة منذ سنة 2010، لم تستطع أدوات التمويل الأخرى على مستوى السوق الأولي للأسهم وسوق رأس المال للاستثمار أن تواكب حاجيات الاقتصاد الحقيقي، إلا بنسبة ضعيفة. كما يعاني السوق المالي عموما من هيمنة المصارف وشركات القطاع العقاري⁴⁰. أكدت العديد من الدراسات على هذه الحالة، كون أن الأسواق المالية تكون فاعلة أكثر في الاقتصاديات المتقدمة بسبب تطور الأنظمة المالية ووجود بيئة مؤسسية قوية تعزز من دور تلك الأسواق (*Soltani, H. Ochi, A. Said, Y (2013)*).

فضلا عن ذلك، قد يعود سبب غياب دور بورصة الدار البيضاء إلى أثر المزاحمة الذي يحدثه النظام المصرفي على سوق المال، حيث أن المصارف تشجع الحاجة التمويلية للاقتصاد إلى حد ما، وفي قطاعات معينة (العملاء

التقليديون للمصارف). كما أن السوق المالي المغربي يعاني من الضيق، عدم توفر المعلومات والشفافية، وغيرها من العوامل التي تضعف الارتباط بين السوق المالي والاقتصاد الحقيقي، بالرغم من كافة الإجراءات المتخذة لإعادة إنعاش السوق وتوفير موارد ادخارية طويلة الأجل.

على العموم، قد يكون المضي في سياسة التحرير المالي التي انتهجتها البلاد منذ العام 1993 ضروريا لزيادة العمق المالي والوصول إلى نمو مستدام في الأجل الطويل⁴¹. لأجل دعم العلاقة طويلة الأجل بين القطاع المالي وقطاع الاقتصاد الحقيقي، يمكن تحسين كفاءة النظام المالي من خلال سياسة إصلاحات تنظيمية ملائمة كتطبيق أنظمة قانونية وجبائية أكثر كفاءة.

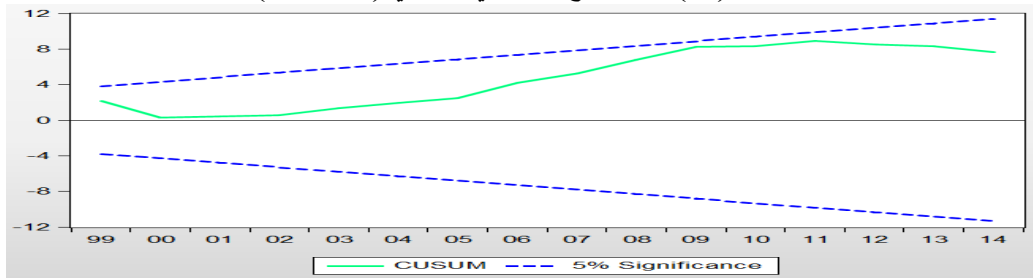
إن الجدل المحوري القائم هو حول أي من السياسات التي يجب انتهاجها: دعم النظام القائم على التمويل المصرفي (*bank based system*) أو تركيز الجهود نحو تطوير سوق المال (*market based system*) عبر تنمية نوعية تدخل المصارف على مستوى هذا السوق.

بالنسبة للخيار الأول، يمكن تطوير أداء المصارف من خلال خوصصة شاملة لهذا القطاع وتكريس استقلالية كاملة للبنك المركزي مع استمرار تدويل نشاط المصارف (وهو الخيار الذي تسير فيه حاليا السياسة الاقتصادية في المغرب).

أما بالنسبة للخيار الثاني، فيكون من خلال إعطاء المغرب الأولوية لإصلاح سوق المال من خلال تعزيز شفافية المعاملات والتنظيمات، لأن هذا السوق يسمح بتنويع أكبر للمخاطر وتخصيص أفضل للموارد. كما أن السماح بمشاركة أكبر للمستثمرين المؤسساتيين (*institutional investors*) والأفراد في سوق المال من شأنه أن يعزز سيولة ونشاط السوق.

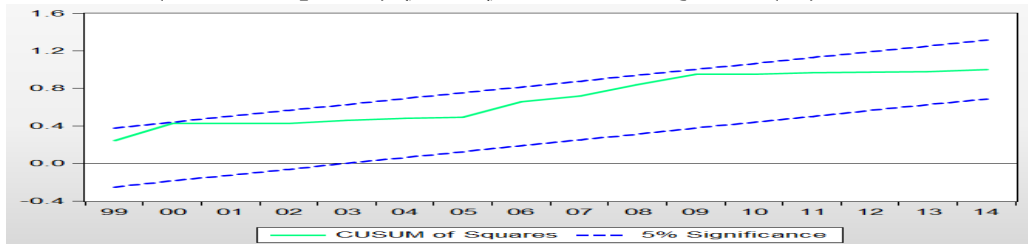
- ملحق الجداول والأشكال البيانية :

الشكل (01): المجموع التراكمي للبقاوي (CUSUM)



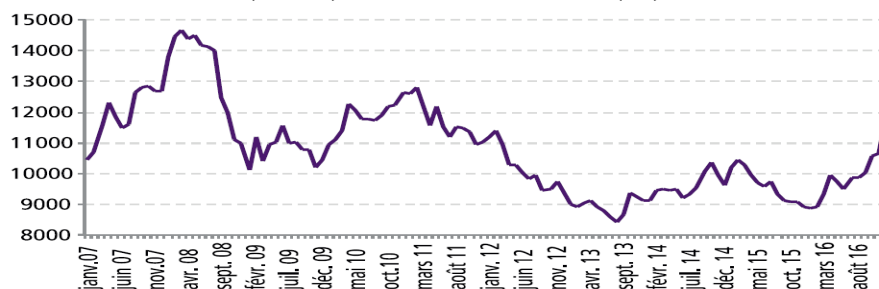
المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الشكل (02): مجموع المربعات التراكمي للبقاوي (CUSUM-squared)



المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الشكل (03): التطور الشهري للمؤشر (MASI) بالنقاط

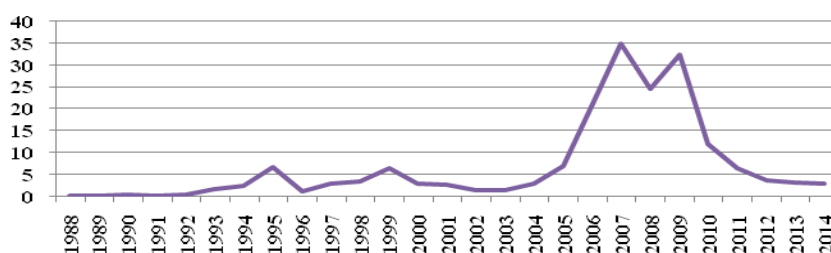


Source : Bank Al-Maghrib, Rapport annuel à SM le Roi, 2016. P. 103

التقرير متوفر على الرابط:

<http://www.bkam.ma/Publications-statistiques-et-recherche/Publications-institutionnelles/Rapport-annuel-presente-a-sm-le-roi>

الشكل (04): حجم الأسهم المتداولة نسبة إلى GDP(%)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات مؤشرات التنمية الصادرة عن البنك الدولي

البيانات متوفرة على الرابط: <https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>

الجدول (01): اختبار ديكي-فولر الموسع (ADF test)

Variable	ADF test (at level) (Intercept)			ADF test (First difference) (Intercept)			Order of cointegration
	Critical value		(Tau)	Critical value		(Tau)	
	1%	5%		1%	5%		
<i>Ln(RPGDP)</i>	-3.752946	-2.998064	0.548517	-3.724070	-2.986225	-10.26875	I(1)
<i>Ln(ST)</i>	-3.711457	-2.981038	-1.942964	-3.724070	-2.986225	-5.237047	I(1)
<i>Ln(CPB)</i>	-3.711457	-2.981038	-1.493387	-3.724070	-2.986225	-5.143042	I(1)

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (02): نموذج ARDL

Dependent Variable: D(LNRPGDP)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1991 2014				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	0.507754	0.443281	1.145445	0.2712
D(LNRPGDP(-1))	-0.749130	0.229847	-3.259263	0.0057
D(LNRPGDP(-2))	-0.539203	0.268557	-2.007779	0.0644
D(LNST(-1))	0.006011	0.010613	0.566380	0.5801
D(LNST(-2))	-0.014090	0.010619	-1.326842	0.2058
D(LNCPB(-1))	-0.025301	0.063818	-0.396458	0.6977
D(LNCPB(-2))	-0.135892	0.063367	-2.144547	0.0500
LNRPGDP(-1)	-0.071984	0.069751	-1.032007	0.3196
LNST(-1)	0.015634	0.009443	1.655559	0.1200
LNCPB(-1)	0.021731	0.040902	0.531291	0.6035
R-squared	0.721392	Meandependent var		0.024567
Adjusted R-squared	0.542288	S.D. dependent var		0.043386
S.E. of regression	0.029353	Akaike info criterion		-3.924526
Sumsquaredresid	0.012062	Schwarz criterion		-3.433670
Log likelihood	57.09431	Hannan-Quinn criter.		-3.794301
F-statistic	4.027765	Durbin-Watson stat		2.276997
Prob(F-statistic)	0.010020			

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (03): اختبار مشكلة الارتباط الذاتي (نموذج ARDL)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	2.259615	Prob. F(2,12)	0.1469
Obs*R-squared	3.565774	Prob. Chi-Square(2)	0.1375
Dependent Variable: RESID			
Method: Least Squares			
Sample: 1991 2014			
Included observations: 24			

Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	0.126667	0.438972	0.288555	0.7778
D(LNRPGDP(-1))	0.508809	0.352833	1.442067	0.1749
D(LNRPGDP(-2))	0.159708	0.306792	0.520573	0.6121
D(LNST(-1))	-0.002164	0.010898	-0.198548	0.8459
D(LNST(-2))	-0.012374	0.011535	-1.072714	0.3045
D(LNCPB(-1))	-0.028277	0.061614	-0.458941	0.6545
D(LNCPB(-2))	0.018360	0.061175	0.300115	0.7692
LNRPGDP(-1)	-0.004849	0.066781	-0.072614	0.9433
LNST(-1)	0.004678	0.009563	0.489179	0.6335
LNCPB(-1)	-0.029617	0.040206	-0.736637	0.4755
RESID(-1)	-0.560486	0.425728	-1.316536	0.2126
RESID(-2)	0.669064	0.394602	1.695542	0.1157
R-squared	0.273574	Meandependent var		-5.85E-17
Adjusted R-squared	-0.392317	S.D. dependent var		0.022901
S.E. of regression	0.027022	Akaike info criterion		-4.077478
Sumsquaredresid	0.008762	Schwarz criterion		-3.488451
Log likelihood	60.92973	Hannan-Quinn criter.		-3.921209
F-statistic	0.410839	Durbin-Watson stat		2.374795
Prob(F-statistic)	0.924259			

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (04): اختبار Wald

Wald Test			
Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.757527	(3, 14)	0.1516
Chi-square	17.27258	3	0.0006
Null Hypothesis: C(8)=C(9)=C(10)=0			
NullHypothesisSummary			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(8)	-0.420249	0.181672	
C(9)	0.044694	0.034525	
C(10)	0.157476	0.055974	

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (05): اختبار الحدود (Bounds test)

F-Statistic	Significancelevel	Critical bounds	
		Critical value	
		I(0)	I(1)
5.757527	1%	5.593	6.333
	5%	3.937	4.523
	10%	3.210	3.730

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

- تم الحصول على القيم الجدولية من مقال: Narayan, P. K. (2005). The saving and investment nexus for China: Evidence from cointegration tests. *Applied Economics*, 37, p. 1987.

الجدول (06): العلاقة طويلة الأجل

Dependent Variable: LNRPGDP				
Method: Least Squares				
Sample: 1988 2014				
Included observations: 27				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	6.042871	0.218217	27.69208	0.0000
LNST	-0.023404	0.020637	-1.134083	0.2680
LNCPB	0.400996	0.063747	6.290418	0.0000
R-squared	0.780120	Meandependent var		7.482175
Adjusted R-squared	0.761797	S.D. dependent var		0.211836

S.E. of regression	0.103389	Akaike info criterion	-1.596198
Sumsquaredresid	0.256543	Schwarz criterion	-1.452216
Log likelihood	24.54867	Hannan-Quinn criter.	-1.553384
F-statistic	42.57532	Durbin-Watson stat	1.620005
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (07): نموذج تصحيح الخطأ (نموذج الفترة القصيرة)

Dependent Variable: D(LNRPGDP)				
Method: Least Squares				
Sample (adjusted): 1991 2014				
Included observations: 24 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	0.035754	0.017972	1.989396	0.1175
D(LNRPGDP(-1))	-0.793330	0.261990	-3.028094	0.0389
D(LNRPGDP(-2))	-0.204987	0.154003	-1.331061	0.2540
D(LNST(-1))	0.010489	0.007069	1.483882	0.2120
D(LNST(-2))	-0.004917	0.006024	-0.816157	0.4602
D(LNCPB(-1))	-0.049821	0.072132	-0.690693	0.5277
D(LNCPB(-2))	-0.150969	0.051973	-2.904754	0.0439
ECT(-1)	-0.141300	0.045058	-3.135931	0.0350
R-squared	0.961024	Meandependent var		0.029049
Adjusted R-squared	0.955121	S.D. dependent var		0.041294
S.E. of regression	0.008748	Akaike info criterion		-6.679171
Sumsquaredresid	0.000306	Schwarz criterion		-5.833605
Log likelihood	87.13129	Hannan-Quinn criter.		-6.495661
F-statistic	27.60255	Durbin-Watson stat		2.908417
Prob(F-statistic)	0.002781			

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (08): اختبار الارتباط الذاتي (النموذج الفترة القصيرة)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test				
F-statistic	0.425803	Prob. F(2,2)		0.7014
Obs*R-squared	0.271456	Prob. Chi-Square(2)		0.5435
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Sample: 1991 2014				
Included observations: 24				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Constant	0.003532	0.043519	0.081156	0.9427
D(LNRPGDP(-1))	-0.071174	0.830646	-0.085686	0.9395
D(LNRPGDP(-2))	0.013775	0.200054	0.068856	0.9514
D(LNST(-1))	-0.001422	0.017667	-0.080481	0.9432
D(LNST(-2))	0.000897	0.013065	0.068693	0.9515
D(LNCPB(-1))	-0.022941	0.201737	-0.113717	0.9198
D(LNCPB(-2))	0.012103	0.116387	0.103986	0.9267
ECT(-1)	-0.009569	0.117501	-0.081434	0.9425
RESID(-1)	-0.636327	0.690445	-0.921619	0.4540
RESID(-2)	-0.567178	2.169745	-0.261403	0.8182
R-squared	0.298641	Meandependent var		-9.27E-18
Adjusted R-squared	-6.013592	S.D. dependent var		0.003912
S.E. of regression	0.010361	Akaike info criterion		-6.843429
Sumsquaredresid	0.000215	Schwarz criterion		-5.898385
Log likelihood	90.85601	Hannan-Quinn criter.		-6.638331
F-statistic	0.047311	Durbin-Watson stat		2.201225
Prob(F-statistic)	0.999981			

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (09): اختبار Wald

Wald Test			
Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	0.509580	(2, 16)	0.6102
Chi-square	1.019159	2	0.6007
NullHypothesis: C(4)=C(5)=0			
NullHypothesisSummary			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(4)	0.008489	0.010417	
C(5)	-0.007028	0.010211	

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الجدول (10): اختبار Wald

Wald Test			
Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	8.366816	(2, 16)	0.0305
Chi-square	41.83408	2	0.0000
NullHypothesis: C(6)=C(7)=0			
NullHypothesisSummary			
Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.	
C(6)	-0.049821	0.072132	
C(7)	-0.150969	0.051973	

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد برمجية EViews 10

الإحالات والمراجع:

- ¹. Delong, B. (2017, Mars). **Un avenir morse : Finances et développement, Le casse-tête de la croissance**, FMI : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/fda.htm>
- ². Minsky, H.P.(1974). "The Modeling of Financial Instability: An Introduction": Hyman P. Minsky Archive, Paper 467. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/467
- ³. Pollin, J-P. (1984). **Sur les crises financières. A propos de : Manias, panics and crashes de Kindleberger. Financial crises de Kindleberger et Laffargue**. In: Revue économique, volume 35, n°2, 1984. pp. 393-400
- ⁴. Batch, L. (2002). **Le capitalisme financier : édition la découverte**, Paris, p68-98
- ⁵. Ugeux, G. (2015). **La finance va – t – elle détruire l'économie ?** Première partie : la BCE à la dérive, 8/11/2015, www.finance.blog.lemonde.fr
- ⁶. Boyer, R. et al (2004). **Les crises financières** : Documentation française, Paris, p 118.
- ⁷. Eggoh, J.C. (2009). **Développement financier et croissance : une synthèse des contributions pionnières**, documents de recherche N° 2009-08, laboratoire d'économie d'Orléon
- ⁸. Lucas, R.E. (1988, Jul). **On the mechanics of economic growth**: journal of monetary economics, vol 22, n 42.
- ⁹. Boukari, M. (2014). **La théorie de la libéralisation financière face aux enjeux du financement du développement en Afrique subsaharienne** : thèse de doctorat, université Bordeaux, p 181
- ¹⁰ Gurley, J.G. and Shaw, E.S. (1955, Sep). **Financial aspects of economic development**: the American economic review, vol 45, n 4, pp 515-538
- ¹¹. Patrick, H. T. (1966, Jan). Economic development and cultural change: Vol. 14, No. 2, pp. 174-189, https://www.jstor.org/stable/1152568?seq=2#page_scan_tab_contents (consulted the 20/10/2017 à 20:51)
- ¹² Eggoh, J.C. (2010). **Développement financier, instabilité financière et croissance économique : un réexamen de la relation : régions et développement**, N 32
- ¹³. رعد أسامة جار الله، مروان عبد الملك ذنون (2013). **قياس أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي في عينة من الدول النامية باستخدام نموذج الاتحاد الذاتي للابطاء الموزع ARDL للفترة 1960-2010**: مجلة تنمية الراقدين، ملحق العدد 114، المجلد 35.
- ¹⁴. Soltani, H. Ochi, A. Said, Y (2013). **Développement financier et croissance économique : cas de la région MENA : international conference on Business, economics, marketing et management**, Volume Book: Economics & Strategic Management of Business Process (ESMB) Copyright _ IPCO 2013, vol2, p40...44

- ¹⁵. مجاهد كنزة (2016). تأثير تطور القطاع المالي على النمو الاقتصادي، دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال **Panel data analysis**، جامعة تلمسان، الجزائر.
- ¹⁶. Beji, S. (2009). Le développement financier pour les pays du sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière : thèse de doctorat en Economies et finances. Université Paris-Nord - Paris XIII, <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00448668>
- ¹⁷. Jacquet, P. et Pollin, J-P. (2012). Systèmes financiers et croissance : Revue d'économie financière, N° 106, pp 77-110, <https://www.cairn.info/revue-d-economie-financiere-2012-2-page-77.htm>
- ¹⁸ Levine, S. (2004, Sep). Finance and growth : theory and evidence: working paper 10766, NBER working paper series, Cambridge, pp 4-7
- ¹⁹. إصلاحات القطاع المالي وآفاق الدمج المالي في بلاد المغرب، ورقة عمل مقدمة من قبل صندوق النقد الدولي، 2007، ص 14
- ²⁰. مشروع قانون المالية لسنة 2014، التقرير الاقتصادي والمالي، وزارة الاقتصاد والمالية، المملكة المغربية، ص 52
- ²¹. مشروع قانون المالية لسنة 2016، التقرير الاقتصادي والمالي، وزارة الاقتصاد والمالية، المملكة المغربية، ص 59، ص 60
- ²². التقرير السنوي 2016، ص 11، http://www.casablanca-bourse.com/BourseWeb/UserFiles/File/rapports_annuels/2016/RAPPORT_ANNUEL_VA_2016_site.pdf
- ²³. بوغزالة أمحمد عبد الكريم (2015). التطور المالي في بلدان المغرب العربي في ظل الانفتاح والتحرير المالي خلال الفترة 1990-2013، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 08
- ²⁴. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2009). **Financial institutions and markets across countries and over time –Data and analysis: Policy Research Working Paper Series (No. 4943)** The World Bank.
- ²⁵. Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). **Financial structure and economic growth**. Cambridge: MIT Press.
- ²⁶. Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). **Bounds testing approaches to the analysis of level relationships**. Journal of Applied Economics, 16, 289–326.
- ²⁷. Engle, R. F., & Granger, C. W. J. (1987). **Co-integration and error correction: Representation, estimation and testing**. Econometrica, 55, 251–276.
- ²⁸ Johansen, S. (1991). **Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models**. Econometrica, 59, 1551–1580.
- ²⁹. بيانات الدراسة متوفرة على الرابط التالي: <https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>
- ³⁰. Narayan, P. K. (2005). **The saving and investment nexus for China: Evidence from cointegration tests**. Applied Economics, 37, 1979–1990.
- ³¹. Gujarati, D. (2012). **Econometrics by Example**, Palgrave Macmillan, UK, p. 102-104.
- ³². Goldsmith, R. (1969). **Financial structure and development**. New Haven: Yale University Press.
- ³³. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). **Financial dependence and growth**. American Economic Review, 88, 559–586.
- ³⁴. Abu-Bader, S., & Abu-Qarn, A. M. (2008). **Financial development and economic growth: Empirical evidence from MENA countries**. Review of Development Economics, 12, 803–817.
- ³⁵. Lartey, E. (2010). **A note on the effect of financial development on economic growth**. Applied Economics Letters, 17, 685–687.
- ³⁶ Eggoh, J.C. (2010). Op cit.
- ³⁷. Rioja, F., & Valev, N. (2004). **Finance and the sources of growth at various stages of economic development**. Economic Inquiry, 42, 127–140.
- ³⁸. مدة الانتقال من الأجل القصير إلى الأجل الطويل هي سبعة (07) سنوات تقريبا، تم التوصل إلى هذا الرقم بقسمة الواحد الصحيح على القيمة المطلقة لمعامل تصحيح الخطأ (ECT)، أي : $7.0771 \text{ years} = (1/0.1413)$.
- ³⁹. Brown, R. L., Durbin, J. & Evans, J. M. (1975). **Techniques for testing the constancy of regression relationships overtime (with Discussion)**. Journal of the Royal Statistical Society, 37, 149–192.
- ⁴⁰. مشروع قانون المالية لسنة 2016، مرجع سابق، ص 59، ص 64
- ⁴¹. العمراني مولاي أحمد (2001)، اقتصاد المغرب من خلال برنامج التقويم الهيكلي، نشر البديع، مراكش (المغرب)، ص. 132-128.