

تحرير حركة رؤوس الأموال وأثره على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول الصاعدة : دراسة قياسية باستخدام معطيات
البائل خلال الفترة 1980-2014

The impact Of Capital Flux Liberalization On Economic Growth in Emerging Countries: Panal Data
During The Period 1980-2014

كمال العقريب^{1*} ، نادية بلوكاريف²،
¹المركز الجامعي مرسلبي عبد الله تيبازة (الجزائر)
²جامعة لونسي علي البليدة (الجزائر)

تاريخ الاستلام : 2018/12/24 ؛ تاريخ المراجعة : 2019/04/16 ؛ تاريخ القبول : 2019/10/29

ملخص : تهدف الورقة البحثية إلى دراسة العلاقة بين تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية والنمو الاقتصادي في مجموعة من الدول الصاعدة باستخدام معطيات البائل الديناميكية ومتوسطات 5 سنوات للفترة 1980-2014. أسفرت نتائج الدراسة القياسية في مرحلة أولى عن وجود أثر سالب وغير معنوي لتحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي في هذه المجموعة. لذا أجرينا في مرحلة ثانية محادثات جديدة في ظل مجموعة من الشروط المسبقة، وتوصلنا إلى أن أثر هذا التحرير يكون موجب عند توفر مجموعة من الشروط المسبقة ممثلة في التطور المالي، الانفتاح التجاري، ونوعية المؤسسات.

الكلمات المفتاح : تحرير مالي ؛ تحرير حركة رؤوس الأموال ؛ نمو اقتصادي ؛ معطيات بانل.

تصنيف JEL : E44 ؛ E52 ؛ O16

Abstract : This study examines the relationship between capital flows liberalization and economic growth in a set of emerging countries during the period 1980-2014 using a panel data framework. The results obtained indicate that the capital flow liberalization has negative and no significant impact on economic growth. However, when estimating the growth model under a set of preconditions, like trade openness, Financial development, the quality of institutions, the impact of capital flow liberalization became positive.

Keywords: Financial liberalization ; capital flow liberalization ; economic growth ; panel data.

Jel Classification Codes : E44 ; E52 ; O16

* Corresponding author, e-mail: lakribkamal@yahoo.fr

I - تمهيد :

شهد الاقتصاد العالمي مع بداية عقد السبعينيات من القرن الماضي تطورات كبيرة في الجانب المالي والنقدي. فمع تراجع مستويات النمو الاقتصادي، وسوء الأوضاع المالية في بعض الدول، أدركت هذه الأخيرة أن سياسات الكبح المالي غير مجدية، وأن التحرير المالي هو الحل الأمثل المطروح أمام تلك الظروف التي عملت على تعطيل عجلة تطور الاقتصاد العالمي. لذا توسعت المطالبة بالتحرير المالي لاسيما من طرف الباحثين والمؤسسات الدولية. واعتبرت إستراتيجية التحرير المالي وعملية رفع القيود أو الحد منها من أهم دوافع التنمية الاقتصادية التي تتطلب مبالغ كبيرة من رؤوس الأموال تزيد على ما يتم تحقيقه من موارد ماله محليه. وإن الكثير من الدول وخصوصا الدول النامية بدأت بصياغة استراتيجيات تنميتها اعتمادا على قدرتها في خلق بيئة اقتصادية جاذبة للاستثمارات الأجنبية بكافة أنواعها وغيرها من حركات رؤوس الأموال. ومع تعميق عولمة الاقتصاد الدولي وزيادة عمليات الخصخصة والانفتاح الاقتصادي والاندماج فيما بين الأسواق المالية ونشوء المزيد من التكتلات الاقتصادية والسياسية والنقدية، أصبحت تلك التدفقات المالية ذات تأثير واضح في اغلب الاقتصاديات النامية، لذا خصصنا هذه الورقة البحثية للإجابة على التساؤل التالي: ما أثر تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية على النمو الاقتصادي في بعض الدول الصاعدة؟ وهل يتطلب توفر شروط مسبقة ليكون هذا الأثر أكثر فعالية؟

للإجابة على هذا التساؤل تطرقنا أولا إلى الدراسات الإحصائية السابقة التي عاجلت كل من مفهوم التحرير المالي وأقسامه، التعريف بتحرير حركة رؤوس الأموال الدولية، وكذا أثرها على النمو الاقتصادي، لنكسر الجزء الأخير للدراسة القياسية لتقصي أثر تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول الصاعدة في شكل معطيات البنائ للفترة 1980-2014، ثم أثر هذا التحرير على النمو الاقتصادي تحت تأثير مجموعة من الشروط المسبقة.

I.1- مفهوم التحرير المالي وأقسامه :

ظهرت نظرية التحرير المالي لأول مرة في كتابات McKinnon (1973) و Shaw (1973)، عقب المناقشات النظرية حول العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، حيث لاحظ الباحثان إلكود الاقتصادي في البلدان النامية وعلاقته بالحالة الجينية لأنظمتها المالية، وحسب رأيهم يعود سبب الركود الذي تعانيه هذه الدول إلى زيادة تدخل الدولة في النظام المالي، أي ما سمي بالكبح المالي¹. وجاءت فكرة التحرير المالي كحل لخلق جو مناسب للاستثمار، وتوجيه أكبر للنظام المالي نحو السوق، وبدأت هذه العملية في نهاية السبعينيات. وعرف الباحثان McKinnon (1973) و Shaw (1973) الكبح المالي على أنه مجموعة من القيود مفروضة من طرف حكومات الدول النامية على النظام المالي، وتتمثل هذه القيود أساسا في²:

- فرض قيود على الدخل في القطاع البنكي، بالإضافة إلى الملكية العامة للبنوك الكبرى؛
- وضع أسقف قانونية على الإقراض المصرفي وأسعار الفائدة على الودائع؛
- فرض قيود كمية على تخصيص الائتمان؛
- ارتفاع نسبة الاحتياطيات الإلزامية على الودائع؛
- القيود على المعاملات الرأسمالية مع الأجانب.

نذكر أيضا دراسة Williamson و Mahar (1998) التي لخص فيها الباحثان خصائص التحرير المالي في ستة أبعاد كانت كالتالي³:

- رفع الرقابة على الائتمان؛
- تحرير أسعار الفائدة؛
- حرية الدخل في القطاع البنكي، ومعنى أوسع صناعة الخدمات المالية؛
- استقلالية القطاع البنكي؛
- خصخصة البنوك؛
- تحرير تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

كما رأَت دراسة Kaminsky و Schmukler (2003) أن التحرير المالي يتمثل في رفع القيود على كل من القطاع المالي المحلي، حساب رأس المال، وسوق الأوراق المالية، عكس ما جاءت به العديد من الدراسات السابقة والتي ركزت على قطاع واحد فقط من قطاعات النظام المالي. وحسبهما تصنف الدولة على أنها محررة مالياً كلياً عندما تمتلك على الأقل قطاعين محررين بالكامل والقطاع الثالث محرر جزئياً⁴. ورأى McKinnon (1991) تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية يجب أن تكون آخر مرحلة من مراحل التحرير المالي⁵، وهذا هو موضوع دراستنا: ماذا نعي بتحرير حركة رؤوس الأموال؟

2.I- تعريف حرية انتقال تدفقات رؤوس الأموال الدولية :

ترجع حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية إلى تحرير حساب رأس المال، والذي يعتبر من أهم جوانب التحرير المالي، ويتمثل تحرير حساب رأس المال في تخفيف القيود على حركة رأس المال عبر حدود البلد⁶، والذي يتمثل أساساً في إلغاء العراقيل التي تحد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى من منح قروض للخارج، وإلغاء الرقابة على الصرف المطبق على التحويلات المتعلقة بحساب رأس المال وتحرير باقي تدفقات رؤوس الأموال، وتعني أيضاً حرية تحويل التدفقات النقدية والمالية العابرة لحدود الدول والخارجة منها في إطار التكامل المالي والاقتصادي العالمي، وعادة ما تكون طويلة الأجل، وهي التي تزيد في فترتها عن عام مثل الاستثمار الأجنبي المباشر والقروض الطويلة الأجل وأقساط سدادها أو قصيرة الأجل والتي تقل فترتها عن عام⁷. ونظراً لصعوبة قياس ضوابط رأس المال أدى ذلك أيضاً إلى صعوبة قياس درجة تحرير حساب رأس المال. وتتلخص أهم المعاملات في حساب رأس المال فيما يلي:

- المعاملات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر: وتشمل التحرير من القيود المفروضة على الاستثمار المباشر الداخل، أو المتجه للخارج، أو على تصفية الاستثمار وتحويلات الأرباح عبر الحدود؛
- المعاملات المتعلقة بالاستثمار في سوق الأوراق المالية (الأسهم والسندات...)
- المعاملات المتعلقة بأصول الثروة العقارية، أي المعاملات الخاصة بشراء أو بيع العقارات التي تتم محلياً بواسطة غير مقيمين، أو شراء العقارات في الخارج بواسطة مقيمين
- المعاملات الخاصة بالائتمان التجاري والمالي والضمانات والكفالات والتسهيلات المالية التي تشمل التدفقات للداخل (الائتمان الممنوح للمقيمين من جانب غير المقيمين) أو على التدفقات للخارج (الائتمان الممنوح من المقيمين لغير المقيمين)؛
- المعاملات المتعلقة بالبنوك، وهي تشمل الودائع غير المقيمة، واقتراض البنوك من الخارج (تدفقات إلى الداخل) وعلى القروض والودائع الأجنبية (تدفقات إلى الخارج)؛
- المعاملات المتعلقة بتحركات رؤوس الأموال الشخصية وتشمل المعاملات الخاصة بالودائع، أو القروض، أو الهدايا، أو المنح، أو الميراث، أو التركات، أو تسوية الديون.

3.I- تحرير حركة رؤوس الأموال وأثره على النمو الاقتصادي : الدراسات السابقة

انقسمت الدراسات السابقة التي عالجَت أثر تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي إلى دراسات مؤيدة لهذا التحرير ودراسات عكس ذلك وفيما يلي نذكر بعضاً منها:

- 1- الدراسات المؤيدة لوجود أثر إيجابي لتحرير حساب رأس المال على النمو: أهم هذه الدراسات نجد دراسة Olivei و Klein (2000) بحيث وجد الباحثان في دراستهما أثر إيجابي لتحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي في الدول الصناعية، ولكن لم يجد نفس الأثر في الدول غير الصناعية. تختلف هذه الدراسة عن باقي الدراسات بحيث ركز الباحثان أولاً على دور تحرير حساب رأس المال في تحقيق التنمية المالية (financial development)، ثم درسوا أثر التنمية المالية على النمو الاقتصادي. قام Olivei و Klein بتحديد مؤشر تحرير حساب رأس المال⁸ وبعض المتغيرات الأخرى على التغير في العمق المالي (the change in financial depth⁹) خلال الفترة 1986 إلى 1995. تحسلاً على أثر معنوي لتحرير حساب رأس المال على التغير في العمق المالي في بيانات مقطعية لـ 82 دولة متقدمة ونامية، والنتيجة المعنوية ناتجة عن وجود دول OCDE في العينة. توصلوا أيضاً إلى أن تحرير حساب رأس المال يؤثر معنوياً على التغير في العمق المالي في عينة من 20 دولة من OCDE، ولكن ليس في عينة من الدول غير العضو في OCDE. كما قدرنا أيضاً نموذجاً للنمو وادخلاً فيه التغير في العمق المالي كمتغير مفسر. بينت نتائجهما أن التنمية المالية هي عبارة عن محدد معنوي لنمو الناتج الفردي، واستنتجنا أن الآثار المفيدة لتحرير حساب رأس المال على الأقل

من أجل تشجيع العمق المالي، تتطلب توفر محيط فيه مجموعة من المؤسسات التي تدعم فكرة تحرير حركة رؤوس الأموال¹⁰. أيضا دراسة Edwards (2001) أجرى Edwards دراسته على 61 دولة، تضم 40 دولة ناشئة و 21 دولة متقدمة، باستخدام بيانات مقطعية. اعتمد الباحث في دراسته على مقياس Quinn عند المستوى، و Quinn Δ ، توصل الباحث إلى أن مقياسي تحرير حساب رأس المال مرتبطان بمعنوية مع نمو الناتج الفردي، إلا أن النتائج غير قوية (not robust) عند استخدامه لنسبة عدد السنوات التي حررت فيها الدولة لحساب رأس المال كمقياس لتحرير حساب رأس المال. قام Edwards بوضع معادلتين، المتغير التابع في المعادلة الأولى هو نمو الناتج الداخلي الحقيقي، أما الثانية فتمثل في الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج. استخدم عدة طرق للتقدير منها طريقة المربعات الصغرى المرجحة، والترجيح يتمثل في الدخل الوطني لسنة 1985. ادخل Edwards في كل معادلة متغيرات تمثل تحرير حساب رأس المال، ومتغير يمثل التفاعل بين انفتاح حساب رأس المال ولوغاريتم الدخل الفردي لسنة 1980، بالإضافة إلى متغيرات أخرى¹¹. تحصل في نتائجه على معلمة سالبة لانفتاح حساب رأس المال، ومعلمة موجبة لتفاعل الانفتاح ولوغاريتم الدخل. وتدل هذه النتائج على أن انفتاح حساب رأس المال ينقص النمو الاقتصادي في الدول ذات الدخل المنخفض، ويشجع النمو في الدول الصناعية¹². أيضا دراسة Quinn و Toyoda (2008) درس الباحثان أثر تحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي باستخدام معطيات البانل لـ 94 دولة للفترة 1955-2004، بالاعتماد على متوسط القيم لـ 5 سنوات. واستخدم مؤشرين للانفتاح المالي الدولي، الذي جاء بهما Quinn (1997)، لكن قاما بتحويل قيم هذين المؤشرين إلى قيم من 0 إلى 100. بدأ الباحثان أولا بتكرار الدراسات السابقة، وتوصلا إلى أن أسباب تضارب النتائج فيها يعود إلى الخطأ في القياس واختلاف فترة الدراسة والتعدد الخطي بين المتغيرات المفسرة. ثم قدرا نموذج جديد للنمو استخدم فيه مجموعة من المتغيرات المفسرة الأخرى بالإضافة إلى المتغيرات الممثلة لتحرير حساب رأس المال خاصة بالاستثمار، معدل نمو السكان، الانفتاح التجاري، ومتغيرات تمثل صدمات أسعار النفط، عدم الاستقرار السياسي، وكلها مؤخرة بفترة زمنية واحدة. تحسلا في دراستهما على أن انفتاح حساب رأس المال باستخدام متوسط 5 سنوات أو أقل له أثر إيجابي على النمو الاقتصادي سواء في الدول المتطورة أو الناشئة. وجدا أن سياسة الإصلاحات المالية لها تأثير على النمو، وأنه لا توجد أي أدلة تدعو للحفاظ على بعض الضوابط رأس المال¹³.

2- الدراسات غير المؤيدة لوجود أثر الإيجابي لتحرير حساب رأس المال على النمو: من بينها نذكر دراسة Milesi و Grilli و Ferretti (1995) وتعتبر من أول الدراسات التي سعت إلى معرفة ما إذا كان تحرير حساب رأس المال يشجع النمو الاقتصادي على الرغم من أن هذا لم يكن التركيز الرئيسي للورقة البحثية. اعتمدا في دراستهما على متوسط نمو الدخل الفردي لخمس سنوات كمتغير تابع، للفترة 1966-1989 لـ 61 دولة. قاما بتحديد معدل النمو على كل من نسبة السنوات التي حررت فيها الدولة لحساب رأس المال (share)، ومقاييس مماثلة تلتقط وجود القيود على الحساب الجاري (CurrAcct)، ونظام سعر الصرف المتعدد (Multax)، المستوحاة من التقرير السنوي لصندوق النقد الدولي (AREAER). ادخل أيضا متغيرات مثل الدخل الأولي، متغيرات سياسية، ومستوى التعليم. توصلوا في دراستهما إلى أن تحرير حساب رأس المال لا يشجع النمو الاقتصادي. كذلك دراسة Rodrik (1998) تعتبر دراسة Rodrik من بين الدراسات التي يستشهد بها، والتي شكك فيها عن حقيقة وجود أثر لتحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي. طبق دراسته على عينة من 100 دولة متقدمة ونامية، باستخدام بيانات مقطعية. توصل إلى عدم وجود أثر معنوي لتحرير حساب رأس المال مقاسا بعدد السنوات التي حررت فيها الدولة لحساب رأس المال (share) على نسبة التغير في الدخل الفردي خلال الفترة 1975 إلى 1989. استخدم كل من الدخل الفردي الأولي، معدل الالتحاق بالتعليم الثانوي الأولي، مؤشر لنوعية المؤسسات الحكومية، ومتغيرات وهمية للمنطقة محل الدراسة كمتغيرات مستقلة. كذلك لم يجد علاقة بين تحرير حساب رأس المال والاستثمار، وتحرير حساب رأس المال و التضخم¹⁴.

II - الطريقة والأدوات :

يهدف هذا الجزء من الدراسة إلى تقدير أثر تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي في 19 دولة صاعدة خلال الفترة 1980-2014، ومن أجل تقييم أثر المدى المتوسط، والآثار الانتقالية لتحرير حركة رؤوس الأموال على نمو الدخل الفردي الحقيقي نقوم بتقدير نموذج ديناميكي للنمو.

باعتبار أن عملية تحرير حركة رؤوس الأموال لا تتم خلال سنة واحدة بل تمتد خلال عدة سنوات، نستخدم في دراستنا متوسط 5 سنوات لقياس آثار تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي، بحيث $t=7$ وهي كالتالي: 1984-1980، 1989-1985، 1994-1990، 1999-1995، 2004-2000، 2009-2005، 2014-2010.

بين Levine و Renelt (1992) أن معظم نماذج النمو الجديدة تستخدم مجموعة المتغيرات المستقلة التالية: الاستثمار، نمو السكان، نصيب الفرد من الناتج الداخلي الحقيقي الأولي، ورأس المال البشري الأولي (تسمى بمتغيرات Solow، أو متغيرات الرقابة). كما استخدمت الدراسات السابقة العديد من المتغيرات الأخرى كمحددات للنمو الاقتصادي، وتسمى أيضا بـ *les variables de choix et d'environnement* مثل معدل الخصوبة، الإنفاق الحكومي، مؤشر لاحترام القانون، التضخم، مؤشر الديمقراطية، بالإضافة إلى العديد من المتغيرات الأخرى. إلا أننا سنضيف في دراستنا هذه الإنفاق الحكومي الذي جاء به Barro (1990)، وباقي المتغيرات نستخدمها لاحقا. جميع المتغيرات موضحة أكثر في الجدول رقم (01). والشكل العام لنموذج النمو محل الدراسة مستوحى من النماذج المستخدمة في دراسة Barro (1997)، ويأخذ الصياغة التالية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 Y_{it-1} + \beta_2 GDP_{i80} + \beta_3 Hum_{i80} + \beta_4 pop_{it} + \beta_5 inves_{it} + \beta_6 GEXP_{it} + \beta_7 Libf_{it} + \beta_8 M_{it} + \beta_9 Libf_{it} * M_{it} + \varepsilon_{it} \dots (01)$$

حيث: α_i معامل يقيس الآثار الثابتة غير الملحوظة الخاصة بالدولة i ، الخطأ العشوائي للدولة i خلال الفترة t . M تمثل مجموعة متغيرات الممثلة للتدفقات رؤوس الأموال الدولية وهي كالأتي: نسبة الاستثمار الأجنبي إلى الناتج الداخلي الخام FDI_{it} ، نسبة الاستثمار المحفظي إلى الناتج الداخلي الخام PRI_{it} .

قبل عرض نتائج التقدير لا بد أن نشرح أولا طريقة التقدير المناسبة لدراستنا. كما نعلم أن نماذج البائل الديناميكية تستند بشكل أساسي على نماذج الانحدار الذاتي، أي الأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير المتغيرة الداخلية (endogenous variable) وإدخالها كمتغير مفسر في النموذج حتى يتسنى تقييم تأثير القيم الماضية للمتغيرة المشروحة على قيمتها الحالية، وفق الشكل التالي:

$$y_{it} = \delta y_{i,t-1} + \beta X_{it} + \alpha_i + u_{it} \dots (02)$$

بحيث تمثل: X_{it} المتغيرات المفسرة، α_i الآثار الفردية الثابتة.¹⁵

من المشاكل التي يمكن أن تنتج عند إدراج المتغير الداخلي المؤخر زمنيا ضمن المتغيرات المفسرة هو ارتباطه مع الآثار الفردية، لأن Y_{it} هي دالة في α_i و Y_{it-1} هي دالة أيضا في α_i ، كذلك $E(y_{it-1}u_{it}) \neq 0$. هذا ما يجعل مقدر OLS متحيز وغير متنسق.¹⁶ يعاني نموذجنا أيضا من مشكلة المنشأ الداخلي لبعض المتغيرات المفسرة وذلك نتيجة وجود أثر معنوي للنمو الاقتصادي على بعض المتغيرات المفسرة، وبالأخص المالية منها. وكذلك وجود متغير داخلي وفي نفس الوقت مفسر Y_{it-1} . بالإضافة إلى العديد من المصادر الأخرى لهذا المشكل تكمن في حذف بعض المتغيرات من النموذج، خطأ القياس... الخ Baltagi (2005). لمعالجة هذه المشاكل نلجأ إلى طريقة العزوم المعممة (Generalized Method Of Moments) وبالتحديد طريقة Arellano و Bover (1995) أو Bond و Blundel (1998). وقد تم اختيار هذه الطريقة لتقدير النماذج لتمتعها بالعديد من المزايا أهمها: معالجة مشاكل التحيز الناتج عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، معالجة مشكلة احتمال أن تكون هذه المتغيرات متغيرات داخلية (Endogeneity Problems)، وأثار جذر الوحدة في اختيار المتغيرات الادواتية.¹⁷

تعتمد طريقة العزوم المعممة على سلسلة من المتغيرات الادواتية والتي يجب أن تكون مرتبطة بالمتغيرات المفسرة، وغير مرتبطة بالحد العشوائي، ولكن تفتقر هذه الطريقة إلى أساس نظري لتحديد المتغيرات الادواتية. قبل طريقة Arellano و Bover (1995) و Bond و Blundel (1998) جاءت طريقة Bond و Arellano (1991) وتسمى هذه الطريقة بـ First-differenced GMM تقوم أولا بحساب الفروقات الأولى للمعادلة محل التقدير للتخلص من الأثر الفردي α_i ثم استخدام المتغيرات مؤخرة بفترة زمنية كمتغيرات أدواتية، ولكن من مساوئ طريقة Bond و Arellano (1991) ضعف ارتباط المتغيرات الادواتية مع متغيرات النموذج وبالتالي عدم قوة نتائج التقدير بهذه الطريقة. كما توجد حالتين أين تصبح هذه الطريقة لا تعطي نتائج تقدير جيدة تتمثل في¹⁸.

- عدم التجانس: عندما يكون الخطأ العشوائي في النموذج غير متجانس تصبح هذه الطريقة غير مجدية، ولحل هذه المشكلة اقترح Windmeijer (2005) تصحيح لطريقة GMM ذات المرحلتين.

- استخدام متغير لا يتغير مع الزمن (time invariant regressors): عندما يكون أحد المتغيرات المستقلة لا يتغير مع الزمن تصبح طريقة Bond و Arellano J First-differenced GMM (1991) غير ناجعة لذا اقترح كل من Arellano و Bover (1995) و Bond و Blundel (1998) طريقة جديدة تسمى بـ System GMM.

قام كل من Arellano و Bover (1995)، Bond و Blundell (1998) بالإضافة إلى حساب الفروقات الأولى للنموذج محل التقدير واستخدام المتغيرات المؤخرة بفترات زمنية عند المستوى (Lagged Levels) كمتغيرات ادواتية مثل Bond و Arellano (1991) بتقدير أيضا النموذج عند المستوى دون فروقات، واستخدام فروقات المتغيرات Δy_{it-s} كمتغيرات ادواتية، أي أنها تقوم هذه الطريقة بتقدير معادلة بالفروق الأولى ومعادلة عند المستوى في آن واحد. والنموذج حسب هذه الطريقة يكتب وفق الصياغة التالية¹⁹:

$$\begin{pmatrix} \Delta y \\ y \end{pmatrix} = \partial \begin{pmatrix} \Delta y_{-1} \\ y_{-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \Delta x \\ x \end{pmatrix} \beta + \begin{pmatrix} \Delta \omega \\ u + \omega \end{pmatrix}$$

ويقدر النموذج في هذه الحالة بطريقة العزوم المعممة GMM، وباستخدام مجموعة المتغيرات الادواتية التالية:

$$Z = \begin{pmatrix} Z_{AB} \\ \tilde{z} \end{pmatrix}$$

بحيث تمثل Z_{AB} مجموعة المتغيرات الادواتية التي استخدمها Arellano و Bond (1991)، \tilde{z} المتغيرات الادواتية الإضافية المتمثلة في الفروقات الأولى

II- النتائج ومناقشتها :

II-1 تفسير نتائج التقدير

قبل البدء في تفسير نتائج التقدير يجب أن نتأكد أولا من صحة المتغيرات الادواتية المستخدمة في تقدير النماذج ولهذا نستخدم اختبار Sargan/Hansen (1958، 1988) أو ما يعرف بـ "test J" والذي يختبر الارتباط بين المتغيرات الادواتية والحد العشوائي ويتبع توزيع كاي مربع Khi-Deux بـ $p-(k+1)$ درجة حرية بحيث تمثل P عدد المتغيرات الادواتية و $k+1$ عدد المعلمات المقدرة ويأخذ هذا الاختبار الصياغة التالية:²⁰

$$Q_s = \epsilon' Z [\hat{V}(Z\epsilon)]^{-1} Z\epsilon$$

وتتمثل الفرضية الصفرية في H_0 : المتغيرات الادواتية غير مرتبطة بالحد العشوائي. وحسب نتائج دراستنا الموضحة في الجدول رقم (02)، تم قبول الفرضية الصفرية لاختبار Sargan أي عدم ارتباط المتغيرات الادواتية مع الحد العشوائي بالنسبة لجميع المعادلات، وبالتالي صحة المتغيرات الادواتية المستخدمة.

أيضا نتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى ومن الدرجة الثانية للأخطاء، والتي توضحها جيدا نتائج التقدير في الجدول رقم (02)، أي عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى والدرجة الثانية في جميع المعادلات.

أولا قمنا بتقدير النموذج (01) بإدخال كل متغيرة من المتغيرات التالية على حد: $Libf_{it}$ ، FDI_{it} ، و PRI_{it} ثم إدخال تفاعل مؤشر تحرير حساب رأس المال مع نسبة صافي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام $Libf_{it} * FDI_{it}$ ، وتفاعل مؤشر تحرير حساب رأس المال مع نسبة صافي استثمار المحفظة إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام $Libf_{it} * PRI_{it}$ ونتائج التقدير موضحة في الجدول رقم (02) وكانت كالتالي:

توضح نتائج اختبار Sargan/Hansen قبول الفرضية الصفرية بالنسبة لجميع معادلات الجدول رقم (03) أي عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرات الادواتية والحد العشوائي عند مستوى معنوية 1%. أيضا عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى والدرجة الثانية لحد الخطأ، مما يعني صلاحية المتغيرات الادواتية المستخدمة في تقدير معادلات النموذج.

فيما يتعلق بمعلمات محددات النمو كانت جميعها موافقة للنظرية الاقتصادية بحيث جاءت معلمة GDP_{i80} سالبة في جميع المعادلات ولكن لم تكن معنوية إلا في المعادلة 1، 2 و 5 مما يؤكد تحقق فرضية التقارب الشرطي في دول العينة، أي كلما كان الدخل الفردي الحقيقي الأولي منخفضا كلما ارتفع معدل النمو الاقتصادي المتوقع في هذه الدول. يأخذ رأس المال البشري دورا رئيسيا في نظريات النمو والتنمية الاقتصادية، وتظهر أهميته سواء عن طريق التأثير الحاسم على الإنتاج من خلال التأثير على إنتاجية العمل (Romer (1990)، Mankiw (1992)، أو عن طريق الزيادة في الميزة التنافسية من خلال الابتكار ونشر التكنولوجيات (Ristorius (2004)، Siggel (2000، 2001)، Horwitz (2005)، وفي دراستنا أخذت معلمة Hum_{i80} قيمة موجبة في جميع المعادلات، ولكن لم تكن معنوية إلا في المعادلة 1، 3، و 5. كذلك جاءت معلمة pop_{it} سالبة ومعنوية بالنسبة لجميع معادلات الجدول رقم (02) عند مستوى معنوية 1%، مما يعني وجود اثر سالب للنمو السكاني على النمو الاقتصادي، وهذا ما تؤكدته كل من دراسة Bongaarts (1996)، Cropper و Griffith (1994)، Yoboah وآخرين (2001) التي تعتبر أن النمو السكاني يشكل ضغطا على الموارد الطبيعية والبيئية، وهذا الضغط يعيق النمو الاقتصادي والتنمية. أيضا أخذت معلمة $inves_{it}$ قيمة موجبة ومعنوية في جميع المعادلات عند مستوى معنوية 1% مما يؤكد أهمية الاستثمار الكلي في رفع معدلات النمو الاقتصادي في الدول الصاعدة، فحسب دراسة Domar (1946) للاستثمار تأثير مزدوج على الاقتصاد، فهو يؤثر على الطلب الكلي عن طريق اثر المضاعف (the multiplier effect) بحيث يحدد الطلب والدخل الكليين، ومن جهة أخرى يؤثر أيضا على العرض الكلي بزيادة الطاقة الإنتاجية. أما معلمة $GEXP_{it}$ فجاءت موجبة ولكن لم تكن معنوية إلا في المعادلة 2 و 3، وفي الواقع لم تعط النظرية الاقتصادية نتائج قوية وواضحة حول اثر الإنفاق الحكومي على النمو الاقتصادي، حيث رأى العديد من الاقتصاديين أن المستوى المتدني للإنفاق الحكومي يشجع أحيانا النمو الاقتصادي والمستوى المرتفع للإنفاق الحكومي يعيق النمو الاقتصادي، كما توجد بعض النفقات الحكومية ضرورية من اجل تحقيق سيادة القانون Mitchell (2005).

جاءت معلمة المتغيرة $Y_{i,t-1}$ سالبة في جميع معادلات الجدول رقم (02) مما يبين تناقص معدلات نمو نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام في الآفاق الزمنية القصيرة، ولكن لم تكن هذه المعلمة معنوية إلا في المعادلة 01 عند مستوى معنوي 10%.

أما فيما يخص نتائج الظاهرة محل الدراسة أي تحرير حركة رؤوس الأموال وأثره على النمو الاقتصادي فكانت كما يلي:

تظهر لنا نتائج المعادلة الأولى في الجدول رقم (02) والتي تم فيها إدخال المتغيرة $Libf_{it}$ كمؤشر لتحرير حركة رؤوس الأموال وجود اثر سالب وغير معنوي، وهي نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة كل من Grilli و Melisi-Ferretti (1995)، Rodrik (1998)، و Kaaray (1998) أي عدم وجود اثر معنوي لتحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي، وربما يعود السبب في ذلك إلى اختلاف مراحل التحرير المالي من دولة إلى أخرى، فنجد دولا باشرت بتحرير حساب رأس المال قبل السوق المالي مثل: كوريا الجنوبية، المكسيك، اندونيسيا، جنوب إفريقيا، سنغافورة، الشيلي، الفلبين، البيرو، ودولا أخرى بدأت بتحرير السوق المالي قبل حساب رأس المال مثل البرازيل، والتايلاند، كولومبيا، أما كل من الهند، تركيا، الأرجنتين، وماليزيا فقد حرروا كل من السوق المالي وحساب رأس المال في نفس الوقت تقريبا. كما انتهجت معظم هذه الدول التحرير المالي المتسرع، وغير المدروس جيدا، كان سببا في ظهور العديد من الأزمات المالية مثل أزمة المكسيك 1994، أزمة جنوب شرق آسيا 1997، أزمة روسيا 1998، البرازيل 1990، تركيا 2001.

تبين نتائج المعادلة 02 من الجدول رقم (02) أين أدخلت نسبة صافي الاستثمار الأجنبي إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام FDI_{it} كأحد تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وجود اثر موجب ومعنوي عند مستوى معنوية 5%، فقد أخذت المعلمة القيمة 0.195 أي ارتفاع نسبة صافي الاستثمار المباشر إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام بانحراف معياري واحد يرفع نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام بـ 0.0167 نقطة مئوية في المتوسط ($SD=0.0855$) ونفس النتائج توصل إليها كل من Hanson (2001)، Lipsy (2002)، كما بين العديد من الباحثين أن اثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي يكون من خلال الآثار غير المباشرة التي تصاحبه، حيث اعتبر Borensgein وآخرين (1998) أن الاستثمار الأجنبي المباشر أهم وسيلة لنقل التكنولوجيا التي ستؤدي بدورها إلى تحفيز النمو الاقتصادي، وأن نسبة مساهمته في النمو الاقتصادي أكثر من تلك التي يحققها الاستثمار المحلي، كما ادخل Romer (1993) مفهوم فجوة المعرفة (idea gaps) بين الدول الغنية والدول الفقيرة، وحسبه الاستثمار الأجنبي هو الذي يسمح بتدارك هذه الفجوة وبالتالي تحفيز النمو الاقتصادي في الدول الفقيرة..

أما في المعادلة 03 فقد أدخلنا نسبة صافي استثمار المحفظة إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام PRI_{it} باعتباره أيضا أحد تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وتحصلنا على اثر موجب ومعنوي عند مستوى معنوية 5%، قدرت قيمة المعلمة بـ 0.294 أي ارتفاع نسبة صافي استثمار المحفظة إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام بانحراف معياري واحد يرفع نصيب الفرد من الناتج الداخلي الخام بـ 0.0434 نقطة مئوية في المتوسط (SD=0.147)،

جاءت معلمة تفاعل $Libf_{it} * FDI_{it}$ موجبة ولكن غير معنوية، أما معلمة $Libf_{it} * PRI_{it}$ فجاءت موجبة ومقبولة إحصائيا عند مستوى معنوية 5% قدرت قيمة هذا التفاعل بـ 0.239، أي انحراف معياري واحد لنسبة استثمار المحفظة إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام الناتج عن تحرير حساب رأس المال يرفع الناتج الداخلي الحقيقي بـ 0.028 نقطة مئوية في المتوسط (SD=0.117).

II-2 اثر تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي تحت تأثير مجموعة من الشروط المسبقة

على الرغم من الكم الهائل للدراسات التي دافعت عن ضرورة التحرير المالي بصفة عامة وتحرير حركة رؤوس الأموال بصفة خاصة، وترك سياسة الرقابة على حركة رؤوس الأموال لكونها تصبح غير فعالة مع مرور الزمن Summers (2000)، إلا أن تطبيق هذا التحرير لم يكن له الأثر والحجم الذي توقعته الدراسات النظرية السابقة. هذا ما دفعنا للبحث عن الأسباب التي لم تسمح لسياسة تحرير حركة رؤوس الأموال بتحقيق الأثر المنتظر.

مع نهاية 1960 تبنت معظم الدول المتقدمة سياسة التحرير التدريجي لحساب رأس المال، ونجاح هذه السياسة دفع العديد من الدول النامية خلال عقد التسعينات من القرن الماضي إلى إتباع نفس المسار ولكن بسرعة أكثر، وسميت بـ «Big Bang» Schneider (2000)، Girera، Gottschalk، و Griffith (2000) رغبة منها في تحقيق بعض فوائد هذا التحرير مثل²¹: التخصيص الفعال للموارد، توفير مصادر إضافية لتمويل المشاريع الاستثمارية المحلية، تنوع المخاطر، تشجيع التنمية المالية، وهذا ما يؤدي في الأخير إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي. لكن سرعان ما برهنت الأزمات المتتالية في هذه الدول عكس ذلك، مثل أزمة المكسيك (1995)، الأزمة الآسيوية (1997)، أزمة روسيا (1998)، أزمة البرازيل (1999)، وأزمة الأرجنتين (2001)، وأحدثت بدورها تغيير كبير في وجهة نظر المؤيدين لفكرة التحرير السريع لحساب رأس المال، حيث اعتبر أغلبية الباحثون أن هذا التسرع هو الخطأ الذي ارتكبه الدول النامية، لأنه كان يفترض بما إتباع سياسة تحرير تدريجية بالإضافة إلى اصطحابها بمجموعة من الإصلاحات تمس الاقتصاد الكلي، والنظام المالي المحلي، وكل القطاعات التي تؤثر وتتأثر بعملية التحرير قبل الشروع فيها لترفع من احتمال نجاحها Singh (2002). لذا جاءت فيما بعد وقرارات تهدف إلى تحديد الشروط الضرورية الواجب توفرها في أي دولة تسعى إلى تبني عملية تحرير حركة رؤوس الأموال.

1 - تحديد الشروط المسبقة لتحرير حركة رؤوس الأموال

بتتبع الدراسات السابقة يمكن ذكر أهم هذه الشروط فيما يلي:

استقرار الاقتصاد الكلي: بينت الكثير من الدراسات ضرورة توفر الاستقرار الاقتصادي قبل تطبيق سياسة تحرير حركة رؤوس الأموال لضمان نجاحها، ومن بين هذه الدراسات نذكر: دراسة McKinnon (1973، 1982)، Edwards (1984)، Johnston (1997)²²، Schneider (2000). بين أيضا Klein و Olivei (1999) أن سياسة الإصلاحات في الدول النامية تحتاج إلى تحرير حساب رأس المال على أن يكون آخر مرحلة، ولا يطبق إلا بعد توفر اقتصاد كلي سليم ومستقر.²³ لذا نستخدم أيضا معدل التضخم كمؤشر للاستقرار الاقتصادي؛

التطور المالي: يرى كل من Shaw و McKinnon أن الآثار الإيجابية لحركة رؤوس الأموال على الاقتصاد مرهونة بمستوى التطور المالي للدولة،²⁴ وأن الأزمات التي مرت بها الدول الناشئة هي في الأصل ناتجة عن ضعف النظام المالي.²⁵ يرى أيضا Carnignami (2008) أن التطور المالي هو أحد القنوات التي يؤثر من خلالها تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي، كما توصل Edison (2002) إلى أن الأثر المرغوب لتحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي لن يتحقق إلا بعد تحقق مستوى مرتفع من التطور المالي. أما Edwards (1999) فقد بين في دراسته أن حساب رأس المال لا يجب أن يجرى إلا بعد تطبيق إصلاحات على النظام المالي.²⁶ لذا وبغية التحقق ما إن كان التطور المالي كأحد الشروط المسبقة لتحرير حركة رؤوس الأموال استخدمنا مؤشرات التالية للتعبير عنه: $Dcredit_{it}$: تتمثل في نسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (Bank credit to the private sector as a percentage of GDP)، تعتبر القروض

الممنوحة إلى القطاع الخاص على المدى القصير والمتوسط والطويل عموماً توجه نحو الاستثمارات المنتجة التي هي المحرك الرئيسي لازدهار الاقتصاد ومن هنا تأتي أهمية هذا المؤشر، إذ انه في سياق ضعف التنظيم قد توجه هذه القروض إلى استثمارات غير منتجة فعلى سبيل المثال كانت العلاقة بين نسبة الائتمان للقطاع الخاص والنمو الاقتصادي عكسية في أمريكا اللاتينية خلال الفترة (1970-1980) وهذا بسبب تحرير قطاعها المالي من دون رقابة كافية وبالتالي استخدمت تلك الأموال في تمويل الاستثمارات غير المنتجة *guidotti* (1995)،²⁷ وبوجه عام يقيس هذا المؤشر مدى مساهمة البنوك المحلية في منح القروض والتسهيلات إلى القطاع الخاص مقارنة بالقطاع العام، وزيادة هذه النسبة دليل على الدور الكبير الذي تلعبه البنوك في عملية النمو الاقتصادي، وهي تعني أيضاً زيادة الخدمات المالية ومن ثمة تحسن الوساطة المالية، وأبرز الدراسات التي استخدمت هذا المؤشر في قياس مستوى الوساطة المالية نجد: *Guidotti* (1995)، *Demetriades* و *Hocin* (1996)، *Levine* و *Zarvos* (1998)، *Beck* و *Levine* (2004). استخدمنا أيضاً مؤشر آخر للتطور المالي يتمثل في *TLLiab_{it}* أي نسبة إجمالي الأصول السائلة (*Total Liquid Liabilities*) إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام، وهو ما يعرف بمؤشر السيولة وتعني به النقود بمفهومها الواسع أي *M₃*، ويساعدنا هذا المؤشر على قياس حجم الوساطة المالية أو العمق المالي (*the size of financial intermediaries*)، من بين الدراسات التي استخدمت هذا المؤشر نجد دراسة *Jung* (1986)، *Levine* و *King* (1993)، *Saci* و *Holden* (1993)، *Darrat* (1999)²⁸؛

الانفتاح التجاري: بين العديد من الباحثين أن الانفتاح التجاري من أهم الشروط المسبقة الواجب توفرها قبل المباشرة في تحرير حساب رأس المال، بل اعتبروه كمرحلة من مراحل تحرير حركة رؤوس الأموال، باعتباره أيضاً أحد القنوات التي يؤثر من خلالها تحرير حساب رأس المال على النمو الاقتصادي *Carnignami* (2008).²⁹ وقد اختلفت آراء الباحثين حول توقيت التحرير التجاري بالنسبة لتحرير حساب رأس المال، فهناك من رأى أنه يجب أن يكونا في نفس الفترة *Mickinnon* (1993)، *Saxena* و *Wong* (1999)، وآخرون رأوا أن تحرير المبادلات التجارية خطوة يجب أن تسبق تحرير حساب رأس المال *Edwards* (1999). أيضاً توصلت دراسة *Chinn* و *Ito* (2006) إلى ضرورة تحرير الحساب الجاري قبل الشروع في تحرير حساب رأس المال، لكن العكس غير صحيح بمعنى أن تحرير الحساب الجاري لا يتطلب تحرير حساب رأس المال،³⁰ ونفس النتائج توصل إليها *Tornell* وآخرون (2004). ولو أخذنا مثلاً عن دولة تتبع سياسة إحلال الواردات، وقامت بتحرير حساب رأس المال، يمكن أن يجذب هذا التحرير رؤوس أموال إلى القطاعات غير المستهدفة وغير منتجة مما يؤثر سلباً على النمو الاقتصادي.³¹ ونستخدم مؤشر إجمالي الصادرات والواردات إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام *open_{it}*؛

نوعية المؤسسات: لعبت نوعية المؤسسات دور مهم في شرح العلاقة السببية بين تحرير حساب رأس المال والنمو الاقتصادي على اعتبار أن عملية التحرير تتطلب بيئة مؤسسية وقانونية ملائمة.³² من الدراسات التي عالجت هذا الموضوع دراسة *Arteta* و *Eichengreen* (2001)، دراسة *Klein* (2005)، ودراسة *Popov* (2011) التي وجدت أن مخاطر وفوائد التحرير المالي على الاقتصاد مشروحة بمدى قوة أو ضعف المؤسسات،³³ أما دراسة *Blackburn* و *Forgues* (2010) فتوصلت إلى أن الأثر الموجب للتحرير المالي على النمو الاقتصادي مشروط بتوفر جودة مؤسسية قوية.

2- تحديد النموذج وتفسيره

وللتأكد فعلاً إن كانت هذه الشروط تحدث تغييراً على تأثير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي نأخذ النموذج التالي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_0 Y_{it-1} + \sum_{k=1}^5 \beta_k X_{kit} + \beta_6 libf_{it} + \beta_7 Condition_{it} + \beta_8 libf_{it} * Condition_{it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث: α_i الآثار الفردية الثابتة للدولة i ، ε_{it} الخطأ العشوائي، $Condition_{it}$ يمثل أحد الشروط المسبقة والتي يتم إدخالها إلى النموذج كلا على حدا وبالترتيب التالي: $inflation_{it}$ معدل التضخم كمؤشر لاستقرار الاقتصاد الكلي، $Dcredit_{it}$ تتمثل في نسبة القروض الموجهة للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي، $TLLiab_{it}$ نسبة إجمالي الأصول السائلة إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام، $open_{it}$ الانفتاح التجاري، $instit_{it}$ نوعية المؤسسات، $libf_{it}$ مؤشر تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية ل *Chinn* و *Ito* (2007). وجاءت نتائج التقدير كالتالي:

أظهرت نتائج تقدير المعادلة (01) في الجدول رقم (03) والتي أدرج فيها معدل التضخم كأحد الشروط المسبقة إشارة سالبة لمعلمة تفاعل التضخم مع مؤشر تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية ولكن غير معنوية، مما يوضح أن الاستقرار الاقتصادي لا يعتبر من أحد الشروط المهمة لنجاح سياسة تحرير حركة رؤوس الأموال؛

عند إدخال متغيرات التنمية المالية (*Financial Development*) إلى النموذج تغيرت إشارة معلمة تحرير حركة رؤوس الأموال وأصبحت موجبة ومعنوية عند مستوى معنوية 1% في كلا المعادلتين (02) و (03) من الجدول رقم (03) اللتان أدرج فيهما المتغيرتين $Dcredit_{it}$

و $TLLiab_{it}$ على التوالي، مما يؤكد فكرة أن التنمية المالية من أهم الشروط المسبقة لضمان نجاح سياسة تحرير حركة رؤوس الأموال في الدول الناشئة، وهو نفس ما وضحه كل من Mckinon و Shaw، Carnignami (2008)، Edison (2002)؛ تحولت أيضا إشارة معلمة مؤشر تحرير حركة رؤوس الأموال $Libf_{it}$ بعد إدخال متغيرة التحرير التجاري $open_{it}$ إلى النموذج وأصبحت موجبة ومعنوية عند مستوى 10% والتي تظهر في المعادلة رقم (04) وأخذت القيمة 0.31، كما جاءت معلمة تفاعل مؤشر تحرير حركة رؤوس الأموال مع الانفتاح التجاري $libf_{it} * open_{it}$ موجبة ومعنوية عند مستوى معنوية 1% مما يعني أن الانفتاح التجاري أيضا من الشروط الواجب توفرها قبل تطبيق سياسة تحرير حركة رؤوس الأموال، أي أن الانفتاح التجاري مرحلة يجب أن تسبق مرحلة تحرير حركة رؤوس الأموال الدولية وهذا نفس ما جاءت به كل من Carnignami (2008)، Edwards (1999)، ودراسة Ito و Chinn (2006)؛ بالنسبة لنوعية المؤسسات والتي تظهر نتائجها في المعادلة رقم 05 من الجدول رقم (03)، فنجد فعلا أن معلمة مؤشر تحرير حركة رؤوس الأموال أخذت قيمة موجبة ومعنوية، ولكن قيمة معلمة تفاعل هذا المؤشر مع متغيرة نوعية المؤسسات أي $libf_{it} * instit_{it}$ لم تكن معنوية وان كانت موجبة، مما يعني أن نوعية المؤسسات يمكن اعتبارها من بين الشروط المسبقة لتطبيق سياسة تحرير حركة رؤوس الأموال في الدول الناشئة، ولكن ليس أهمها.

IV- الخلاصة :

في الأخير يمكن القول أن تدفقات رؤوس الأموال الدولية تعد أهم مصادر التمويل الخارجية التي ساهمت بشكل كبير في انطلاق اقتصاديات العديد من الدول، وكانت بمثابة طوق النجاة للتغلب على ضعف معدلات الادخار المحلي، وبديلا عن القروض الخارجية ذات التكلفة المرتفعة، لكن على الرغم من أهمية تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلا أن هناك العديد من المخاوف تتمثل في تلك المخاطر المصاحبة لتلك التدفقات والتي من بينها القضايا المتعلقة بالاستقلال النقدي، وإمكانية فقدان السياسة النقدية لفعاليتها، بالإضافة إلى الأزمات المالية التي يمكن أن تخلفها تلك التدفقات. لذا جاءت هذه الورقة البحثية لدراسة أثر تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي والذي يعتبر آخر مرحلة من مراحل التحرير المالي في مجموعة من 19 دولة صاعدة باستخدام معطيات البانل الديناميكية، ومتوسطات خمس سنوات للفترة 1980-2014، وطريقة Bond و Blundel (1998) للتقدير، ولكن تطرقنا أولا إلى مفهوم التحرير المالي وأقسامه، وتعريف تدفقات رؤوس الأموال، ثم الدراسات السابقة لأثر تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي، وكانت نتائج الدراسة كالتالي:

جاءت جميع محددات النمو لها الأثر المتوقع على النمو الاقتصادي بحيث نجد أن فرضية التقارب محققة، والتي تظهر من خلال الإشارة السالبة والمعنوية لمعلمة الدخل الفردي الحقيقي الأولي (Y_{i80})، من جهة أخرى كان لمعدل الاستثمار ($INVES_{it}$) ورأس المال البشري الأولي (HUM_{i80}) تأثير إيجابي في المتوسط على النمو الاقتصادي ولكن غير معنوي، أما معدل نمو السكان (POP_{it}) فقد كان له اثر سلبي معنوي في المتوسط على النمو الاقتصادي.

بينت نتائج التقدير باستخدام نموذج البانل الديناميكي وطريقة GMM System للتقدير عن وجود اثر سالب وغير معنوي لتحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي، والذي يظهر من خلال معلمة متغيرة تحرير حركة رؤوس الأموال المتمثلة في مؤشر Chinn و Ito (2007) ذات الإشارة السالبة وغير المعنوية وأنه لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفطي اثر موجب ومعنوي في المتوسط على النمو الاقتصادي، وربما راجع ذلك إلى كثرة الأزمات الناتجة عن هذا التحرير، أو نتيجة تسرع بعض الدول الناشئة إلى تبني سياسة تحرير حركة رؤوس الأموال والتي تعتبر آخر مرحلة من مراحل التحرير المالي وذلك قبل توفير البيئة الاقتصادية، المالية، والمؤسسية المواتية والتي تساعد على نجاح هذه السياسة، ولكن نجد أن أهم أنواع تدفقات رؤوس الأموال الدولية أي الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمار المحفظة كان لهما تأثير موجب ومعنوي على معدل نمو نصيب الفرد من الناتج الداخلي الحقيقي.

بينت النتائج أيضا أن الاستقرار الاقتصادي لا يعتبر من الشروط الضرورية المسبقة الواجب توفرها قبل الشروع في عملية تحرير حركة رؤوس الأموال، على عكس التطور المالي والانفتاح التجاري اللذان يعتبران من أهم الشروط الواجب توفرها قبل المباشرة في عملية تحرير حركة رؤوس الأموال، وكذلك نوعية المؤسسات.

قائمة البلدان المستخدمة في انحدارات النمو: الصين، البرازيل، الهند، كوريا الجنوبية، المكسيك، اندونيسيا، تركيا، الأرجنتين، بولندا، تايلاند، كولومبيا، جنوب إفريقيا، ماليزيا، سنغافورة، الشيلي، الفلبين، البيرو، الفيتنام، هنغاريا.

الجدول 01: قائمة متغيرات الدراسة

نوع المتغير	المقياس	الأثر المتوقع
المتغير التابع	$V_{i,t}$: معدل نمو الدخل الفردي الحقيقي.	
الرئيسية	$Libf_{i,t}$: مقياس Chinn و Ito (2007) والذي جرده للفترة 1970-2013 يأخذ هذا المؤشر قيمة عالية كلما كانت الدولة أكثر انفتاحا، وتراوح قيم هذا المؤشر ما بين 2.603 و -1.767.	$(\partial Y/\partial Libf) > 0$
	$FDI_{i,t}$: نسبة صافي التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج الداخلي الخام، والذي استخدمه كل من Lane و Milesi-Ferretti (2003)، معطيات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial FDI) > 0$
	$PRI_{i,t}$: نسبة صافي استثمارات المحفظة إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام، واستخدم أيضا من طرف Lane و Milesi-Ferretti (2003)، معطيات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial PRI) > 0$
متغيرات Solow	$y_{i,80}$: مستوى الدخل الفردي الحقيقي في السنة 1980، معطيات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial y_{i,80}) < 0$
	$HUM_{i,80}$: مؤشر رأس المال البشري المتمثل في متوسط سنوات الدراسة الفردي لـ (Barro/Lee, 2012).	$(\partial Y/\partial HUM_{i,80}) > 0$
	$POP_{i,t}$: معدل نمو السكان، معطيات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial POP) < 0$
	$INVES_{i,t}$: معدل الاستثمار ممثل في نسبة إجمالي تكوين رأس المال إلى إجمالي الناتج المحلي، معطيات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial INVES) > 0$
متغيرات أخرى	: نسبة الإنفاق الحكومي إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام، معطيات البنك الدولي. $EXPG_{i,t}$	$(\partial Y/\partial EXPG) < 0$
	$inflation_{i,t}$: معدل التضخم مقاسا بمؤشر أسعار المستهلكين (% سنويا)، بيانات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial inf) < 0$
	$open_{i,t}$: الانفتاح التجاري ويمثل نسبة مجموع الصادرات والواردات إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام، بيانات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial open) > 0$
	$Credit_{i,t}$: نسبة الائتمان المحلي المقدم إلى القطاع الخاص إلى إجمالي الناتج المحلي، متغيرة التنمية المالية، بيانات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial credit) > 0$
	$TLLiab_{i,t}$ أي نسبة إجمالي الأصول السائلة (Total Liquid Liabilities) إلى إجمالي الناتج الداخلي الخام، معطيات البنك الدولي.	$(\partial Y/\partial TLLiab) > 0$
	$instit_{i,t}$: مؤشر نوعية المؤسسات يتمثل في متوسط المتغيرات التي تعبر عن نوعية المؤسسات وتمثل هذه المتغيرات في: "الفساد"، "سيادة القانون"، "البيروقراطية" و "المساءلة الديمقراطية" والتي تبدأ معطياتها من 1984.	$(\partial Y/\partial instit) > 0$

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة

الجدول رقم 02: أثر تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي باستخدام GMM system

Vble/Eq	1	2	3	4	5
$Y_{i,t-1}$	-0.122* (-1.669)	-0.098 (-1.193)	-0.066 (-0.891)	-0.0097 (-0.053)	0.016 (0.116)
$Y_{i,80}$	-0.005** (-2.102)	-0.007* (-1.912)	-0.019 (-1.43)	-0.005 (-1.426)	-0.009** (-2.019)
$HUM_{i,80}$	0.084* (1.820)	0.068 (1.523)	0.158*** (3.162)	0.1707 (1.626)	0.123* (1.777)
POP_{it}	-1.505*** (-3.911)	-1.164*** (-3.418)	-1.380*** (-2.647)	-1.661*** (-4.20)	-1.835*** (-3.894)
$INVES_{it}$	0.241*** (9.608)	0.247*** (10.641)	0.293*** (7.953)	0.233*** (3.997)	0.215*** (3.548)
$ExpG_{it}$	0.074 (0.753)	0.1609* (1.799)	0.323* (1.933)	0.056 (0.440)	0.045 (0.371)
$LibF_{it}$	-0.189 (-1.292)			-0.078 (-0.258)	-0.359 (1.6)
FDI_{it}		0.195** (2.280)		0.18 (1.324)	
PRI_{it}			0.294** (1.991)		0.521*** (3.301)
$LibF_{it} * FDI_{it}$				0.007 (0.121)	
$LibF_{it} * PRI_{it}$					0.239** (2.042)
Obs	95	95	95	95	95
Sargan test	13.061 (0.289)	15.133 (0.234)	11.97 (0.365)	7.917 (0.244)	12.928 (0.165)
Autocorrelation d'ordre 1	-0.251 (0.867)	-0.226 (0.634)	-.836 (0.153)	-0.107 (0.156)	-0.180 (0.844)
Autocorrelation d'ordre 2	-0.057 (0.954)	0.1808 (0.856)	-0.018 (0.985)	-0.297 (0.766)	-0.378 (0.706)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات 09 eviews

ملاحظات:

الأرقام ما بين قوسين تحت المعلمات المقدرة هي الإحصائيات t ، بينما تدل تلك الواقعة تحت Hausman test و Sargan test عن القيم p .
***، **، * وتعني أن المتغيرة معنوية عند 1، 5، و 10 في المائة، على التوالي.

الجدول رقم 03: اثر تحرير حركة رؤوس الأموال على النمو الاقتصادي في ظل مجموعة من الشروط المسبقة

Vble/Eq	1	2	3	4	5
Y_{i,t-1}	-0.124 (-0.875)	-0.280*** (-3.306)	-0.210** (-2.118)	-0.171* (-1.77)	-0.098 (-0.747)
Y_{i,80}	-0.009* (-1.977)	-0.004* (-1.766)	-0.0003 (0.074)	-0.009*** (-2.851)	-0.014* (-1.747)
HUM_{1,80}	0.1308 (1.624)	0.0707 (1.483)	0.0026 (0.053)	0.125** (2.016)	0.188* (1.809)
POP_{1,t}	-1.191*** (-2.791)	-1.596*** (-3.709)	-0.341 (-0.443)	-2.315*** (-4.619)	-2.024*** (-2.800)
INVES_{1,t}	0.162*** (4.118)	0.288*** (6.724)	0.269*** (6.11)	0.283*** (10.363)	0.302*** (3.502)
ExpG_{1,t}	0.368*** (3.288)	0.063 (0.878)	0.571* (1.737)	-0.0215 (0.220)	0.225 (0.929)
LibF_{1,t}	-0.648*** (-3.235)	0.753*** (3.992)	0.923*** (7.280)	0.313* (1.955)	3.514** (2.635)
inflation_{1t}	-0.015*** (-2.871)				
Dcredit_{1t}		0.037*** (5.299)			
TLLiab_{1t}			0.028*** (4.809)		
open_{1t}				0.035*** (5.362)	
instit_{1t}					1.130 (1.544)
LibF_{1t} * inflation_{1t}	-0.0046 (-0.961)				
LibF_{1t} * Dcredit_{1t}		0.014*** (4.394)			
LibF_{1t} * TLLiab_{1t}			0.012*** (3.417)		
LibF_{1t} * open_{1t}				0.007** (2.443)	
LibF_{1t} * instit_{1t}					1.140*** (2.443)
Obs	95	95	95	95	95
Sargan test	10.69 (0.381)	14.30 (0.11)	10.04 (0.436)	10.58 (0.305)	9.753 (0.135)
Autocorrelation d'ordre 1	-0.363 (0.52)	0.736 (0.153)	0.804 (0.203)	-0.977 (0.133)	-0.129 (0.444)
Autocorrelation d'ordre 2	-1.253 (0.213)	0.201 (0.840)	-0.197 (0.843)	-0.95 (0.344)	-0.223 (0.823)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات 09 eviews (نفس ملاحظات الجدول السابق).

- ¹ Nawel bentaher (2005), **Les Conditions Préalables au Succès de La Libéralisation Financière : Application aux Pays du Maghreb et du Machrek Arabes**, Thèse présentée pour obtenir le titre de Docteur en sciences économiques, université d'Auvergne, Clermont 1, p 28.
- ² Peter.J.Montiel (1995), **Financial Policies and Economic Growth : Theory, Evidence and Country-Specific Experience From Sub-saharan africa**, research consortium, p 05.
- ³ John Williamson, Molly Mahar (1998), **A Survey of Fncial Liberalisation , International Finance Section**, Princeton University, p 02.
- ⁴ Graciela laura Kaminsky, Sergio L Schmukler (2003), **Short-run Pain, Long- run Pain : The Effects of Financial Liberalisation**, IMF Working Paper, pp 09-38.
- ⁵ Roanl.I Mckinnon (1993), **The Order Of Economic Libezalization, Financial Control in The Transition To a Market Economy**, The Johnus Hopkins University Press, Second Edition p 04.
- إيهان كوزلا وايسوار براساد (2004)، تحرير قيود حساب رأس المال، مجلة التمويل والتنمية، المجلد 41، العدد 03، ص 50⁶
- يوسف عثمان إدريس (2005)، تحرير حساب رأس المال المزايا والمخاطر تجربة الدول النامية، مجلة المصري، العدد 35، ص 7.1
- ⁸ مؤشر تحرير حساب رأس المال المستخدم هو عبارة عن نسبة السنوات التي حررت فيها الدول لحساب رأس المال بالاعتماد على بيانات AREAER استخدم الباحثان الحجم الكلي للوساطة المالية كمتغير يمثل العمق المالي.⁹
- ¹⁰ Hali J. Edison, Michael Klein, and others (2002) ,**Capital account Liberalisation and Economic Performance : Survey and Synthesis** , IMFworking paper.,pp 22-23.
- تتمثل المتغيرات الأخرى في نسبة الاستثمار الكلي، رأس المال البشري، لوغاريم الدخل الفردي لسنة 1965.¹¹
- ¹² Sebastian Edwards (2001) , **capital mobility and economic performance, are emerging economics different ?**, national bureau of economic research, cambirg, pp 07-16.
- ¹³ Dennis Quinn, Maria Toyoda (2008): **does capital account liberalization lead to growth ?**, Oxford university press on behalf of the society, pp 07-35.
- ¹⁴ Danik Rodrik (1998),**who needs capital-account convertibility ?** , essay in international finance, pp 1-11
- a، وبالتالي لا يمكن استخدام نموذج الآثار العشوائية عندما تكون احد المتغيرات المفسرة مرتبطة بالآثار الفردية، لان $y_{i,t-1}$ مرتبطة مع $y_{i,t-1}$ في نموذج البانل الديناميكي المتغيرة نموذج الآثار العشوائية يقوم على افتراض أساسي وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع المتغيرات التفسيرية للنموذج.¹⁵
- ¹⁶ Badi Baltagi(2011),**Econometric Analysis Of Panel Data, Library of congress Cataloging in Publication Data**, 4th edition,p 147.
- ¹⁷ Janvier Nkuruziza, Robert Bates (2003) , **Political Institutions and Economic Growth in Africa**, the centre for the Study of African Economies Working Paper Series, p 12.
- ¹⁸ Marisa Bucheli, Teresa Garcia (2011) ,**Dynamic panel data: A useful technique in experiments**, economics Bulltein , p 05.
- ¹⁹ Stephen Bond, Anke Hoeffler (2001) , **GMM Estimation Of Empirical Growth Models**,p 08.
- ²⁰ Patrick Sevestre (2002) ,**Econométrie des données de panel**, Dunod Paris, p 104.
- ²¹ Adam Honig (2008) ,**Addressing Causality in The Effect Of Capital Account Liberalization On Growth**, Journal of Macroeconomics, p 1604.

²² Tswamuno, Prdee, and Wunnava, (2007): **financial liberalization and economic growth: lessons from the South african experience**, international journal of applied economics, p87.

²³ Klein, Olivei (1999) , **capital account liberalization, Financial Depth, and economic growth**, p 21.
²⁴ التنمية المالية: هي مجموع التحسينات الكمية والتنوع في عمل النظم المالية، ودرجة نماء وتطور القطاع المالي من خلال المؤشرات النقدية والمالية الرئيسية، وكذا من الناحية المؤسسية التي تتضمن تطور حجم وتنوع أشكال مؤسساته وأسواقه.

²⁵ Fatma Kchir Jedidi, Sami Mensi:(2005) , **Ouverture du Compte de Capital et Ordonnancement des Réformes Economiques et Financières**, p03.

²⁶ النظام المالي: هو جزء من مكونات النظام الاقتصادي، واحد المؤثرات الرئيسية في مستوى النشاط من خلال الوظائف التي تؤديها مؤسساته وأسواقه المتنوعة، حيث يعبر النظام المالي عن مجموع الهيئات والآليات التي تسمح لبعض الأعوان خلال فترة زمنية معينة بالحصول على موارد للتمويل وللآخرين باستخدام وتوظيف مدخراتهم، فهو يشمل شبكة المؤسسات المالية والأسواق التي تتوفر على كافة الظروف والآليات المتكيفة في إنتاج وحياسة وتبادل الأصول والأدوات المالية المختلفة.

²⁷ Nelly Adeline Ngonon(2004), **intermédiation bancaire et croissance économique au Cameroun**, mémoire maîtrise, université de Ngaoundéré, p 07.

²⁸ Noureen Adnan: **Measurement of financial development: A fresh approach**, 8th international conference on islamic economics and finance pp 4-10. Disponible sur <http://conference.qfis.edu.qa/app/media/234> visite le 15/10/2016

²⁹ Fabrizio Carmignani (2008) , **Does capital account liberalisation promote economic growth ? evidence from system estimation**, Economics Bulletin, vol 6, N 49, p 05.

³⁰ Chinn, Ito (2006) , **what matters for financial development? Capital controls, institutions and interaction**, journal of development economics, p 182.

³¹ Adem Honig: **addressin causality with effect of capital account liberalization on growth**

³² Hichem Saidi (2014) , **Capital account liberalization, institutions and economic growth**, journal of business studies Quarterly, vol 5, N 3, p 69

³³ Alexander Popov 2001 , **Output growth and fluctuations, the role of financial openness**, European Central Bank, WP, N 1368.

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

كمال العقريب، نادية بلوكاريف (2019)، تحرير حركة رؤوس الأموال وأثره على النمو الاقتصادي في مجموعة من الدول الصاعدة : دراسة قياسية باستخدام معطيات البنابل خلال الفترة 1980-2014، مجلة الباحث، المجلد 19(العدد 01)، الجزائر : جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 31-45.