

النظام المالي والنمو الاقتصادي

■ تُسم العلاقة النظرية بين التحرر المالي (Financial Liberalization)، الأسواق المالية والنمو الاقتصادي بعدم الأكمال. الإصلاح ينصب على ما يسمى في هذه الأدبيات بتحرير القطاع المالي (Liberalization) من كافة القيود والضوابط غير السوقية والمفروضة عليه. وهذه المسألة ليست خالية من نقاش وتقد.

■ ليس لدينا فهم مكتمل لظهور وتطور النتائج الاقتصادية لمختلف الهياكل المالية (العقود، والأسواق، والمؤسسات). حيث تختلف هذه الهياكل المالية باختلاف البلدان كما تختلف من وقت إلى آخر، كما تختلف حسب اختلاف مراحل التنمية. وهناك من يعتقد بأن سبب الاختلاف قد يعود لاختلاف الأنظمة القانونية، والتفاوت في الهبات والموارد الطبيعية التي تؤدي إلى اختلافات في البنية المؤسسية والأنظمة السياسية.

■ ولعل من المسائل المهمة في هذا المجال هي مسألة السببية (Causality)، واتجاه هذه السببية أي: هل النمو الاقتصادي يؤدي إلى تطور النظام المالي أم أن النظام المالي يؤدي إلى نمو اقتصادي؟ أم أن السببية ثنائية من النمو الاقتصادي (Bi-Causality) إلى النظام المالي وبالعكس وهذا يعني أن النظام المالي والنمو الاقتصادي كلاهما ينشأ بشكل مشترك. فما هو (هي) العامل (العوامل) X ؟

Economic growth



■ اختلف الاقتصاديون بخصوص أهمية دور القطاع المالي في التنمية والنمو الاقتصادي. حيث يعتقد (1873) Walter Bagehot و (1969) John Hicks (جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1972) بأن النظام المالي لعب دور "مهما" في إشعال فتيل الثورة الصناعية في المملكة المتحدة وذلك بتوفير رؤوس الأموال ويوضح الاقتصادي النمساوي (1912) Schumpeter بأن أي نظام مصرفي فعال يستطيع أن يخلق التطور التقني من خلال تشخيص وتمويل المستثمرين الذين لديهم فرص محتملة للنجاح.

■ ومن ناحية أخرى يقترح بعض الاقتصاديين مثل (1952) Joan Robinson (p.86) بأن المشاريع والمنشآت تسبب نشوء القطاع المالي حيث تبدأ المشروعات والمنشآت أولاً ثم يتبعها النظام المالي لاحقاً.

■ أما (1988 p.6) Robert Lucas (جائزة نوبل في الاقتصاد عام 1995) فيعتقد بأن الاقتصاديين يبالغون بأهمية دور القطاع المالي في التنمية الاقتصادية.

■ يعتمد منطق النظرية المستخدمة لتبرير الانفتاح المالي على ضرورة تحرير الأسواق المالية وفسح المجال لنظام السوق الحر بهدف توزيع الائتمان على القطاعات المختلفة. بما في ذلك سعر الفائدة الحقيقي (Real Interest Rate) الذي يتحرك بحرية لغرض أن يجد طريقة إلى التوازن، حيث تموت الاستثمارات ذات العوائد الضئيلة موتاً "طبيعياً" وبذلك ترتفع الكفاءة الاستثمارية بشكل عام.

■ وبارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية، ترتفع الادخارات وعروض الائتمان مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات والنمو الاقتصادي. وتعتمد هذه النظرية على عدة فرضيات أهمها: المعلومات الكاملة (Perfect Information)، والمنافسة الكاملة (Perfect Competition) في القطاع المصرفي.

- وبالإضافة إلى ذلك، فهناك عدد متزايد من البحوث التي توضح دور النظام المالي والتنمية المالية في المؤسسات المالية وفي عملية النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.
- كما أن هناك نتائج تطبيقية معقولة ودقيقة تؤيد دور التنمية المالية في التنبؤ بمستقبل النمو الاقتصادي، ونمو رأس المال والتطوير التقني.
- وهناك أيضا حالات دراسية مقطعية (Cross Sectional) على مستوى البلدان، أو على مستوى المنشأة التي تربط التنمية المالية للقطاعات المالية بالتنمية الاقتصادية الشاملة والنمو الاقتصادي.

■ تفترض بعض النماذج الاقتصادية، كما أشرنا سابقاً، أن هناك تكلفة ثابتة للمشاركة في المؤسسات المالية الوسيطة، وأن من شأن النمو الاقتصادي الإجمالي أن يخفض من هذه التكاليف. لذا يزداد عدد الناس المشاركين في هذه المؤسسات. في هذه الحالة تتجه السببية من النمو الاقتصادي إلى الانظمة المالية!

■ ومن ناحية أخرى فإن الانظمة المالية تساهم في تسريع عملية تراكم رؤوس الاموال وتطور من عملية توزيع الموارد، وتشجع الابتكار والتغير التقني، وهي العوامل الأساسية للنمو الاقتصادي. في هذه الحالة فإن السببية تتجه من النظام المالي إلى النمو الاقتصادي.

■ وقد تكون هناك طرق أخرى يؤثر فيها النمو الاقتصادي على النمو المالي، والتي لم تتم نمذجتها اقتصادياً لحد الآن. على سبيل المثال، فإن المهارات والكلف التي تحتاجها لتقييم التقنية الإنتاجية ومراقبة المدراء قد تختلف من القطاع صناعي إلى القطاع خدمي.

البراهين والمقاييس (Evidence and Measurements)

- ثبت العديد من البحوث المتنامية بأن هناك علاقة طردية قوية بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي، وبالتالي مع التنمية الاقتصادية. ويستخدم (Goldsmith, 1969) في هذا المجال قيمة موجودات الأنظمة المالية الوسيطة إلى الناتج القومي الإجمالي لدراسة أو اختبار التنمية الاقتصادية تحت فرضية أن حجم النظام المالي له علاقة ارتباط طردية مع نوعية الخدمات المالية.

- وقد استخدم (Goldsmith, 1969) بيانات إحصائية لـ (35) دولة خلال الفترة الزمنية من 1860-1963، ضمن نموذج بسيط حيث إن حجم القطاع التمويلي أخذ كمقياس للقطاع التمويلي. وتوصل النموذج إلى أنه: (1) هناك موازنة وليس تطابق واضح بين التنمية الاقتصادية والمالية، في حالة استخدام سلسلة زمنية لعقود طويلة. (2) هناك مؤشرات - في بعض البلدان التي تتوفر عنها بيانات - بأن فترات التطور الاقتصادي والمالي متزامنة. **الفترات ذات النمو الاقتصادي يصاحبها تطور في التنمية المالية مجد يفوق المعدل.**

■ ولا بد من الملاحظة بأن الاستنتاج الذي توصل إليه Goldsmith ليس دليلاً على السببية. فكما أشرنا سابقاً فإن الدليل عن السببية ليس بالشيء السهل والخالي من الجدل في أدبيات الاقتصاد القياسي والإحصاء. وتعاني دراسة Goldsmith من عدد من المشاكل، منها أن العينة المتكوّنة من (35) بلداً تعتبر صغيرة، كما لم تشمل الدراسة العناصر الأخرى التي تؤثر على النمو الاقتصادي وهو الأمر الذي يسبب مشاكل إحصائية كثيرة ليس هنا مجال الخوض بها في هذا البرنامج. بالإضافة إلى أنه لم يدرس علاقة الأنظمة المالية بتراكم رؤوس الأموال والكفاءة الإنتاجية. **ولا بد من الإشارة بأن حجم النظام المالي ليس بالضرورة مقياس ملائم للتنمية المالية.**

■ وتوفر حاليا العديد من البحوث والدراسات المطورة. فقد استخدمت دراسة (King and Levine, 1993c: Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence) عينة من (169) بلدا خلال الفترة من 1960-1989 في إطار نموذج نمو داخلي وأخذوا بنظر الاعتبار عوامل أخرى كثيرة تؤثر على النمو الاقتصادي في المدى البعيد. وقد اختبروا العلاقة ما بين التنمية المالية وتراكم رؤوس الأموال والابتكار والكفاءة الإنتاجية. وفيما يتعلق بقياس التنمية المالية فقد استخدموا مقاييس متعددة:

✓ **Depth** المطلوبات السائلة للنظام المالي مقسومة على الناتج القومي الإجمالي، وفي حالة كون هذا المقياس ذو قيمة عالية فمعنى ذلك أن البلد المعني في وضع مالي متطور.

■ وربما تجدر الإشارة هنا إلى موضوع مهم أن الاقتصاديين اليوم يتفقون بأن الدلائل متينة على حيادية النقود سواء كانت العملة المطروحة للتداول أم حسابات جارية . . الخ بالنسبة للنمو الاقتصادي . في المدى البعيد، وهو المدى الذي نعنيه عندما نتكلم عن النمو، ليست هناك علاقة بين كمية النقود وبين الناتج القومي . إذا موضوع تأثير النظام التمويلي على النمو الاقتصادي باستخدام (Depth) كعامل لتفسير ذلك يبدو غير صحيحا .

✓ المقياس الثاني هو **Bank**، ويقاس حجم الائتمان المصرفي المحلي مقسوماً على حجم الائتمان الإجمالي (للمصارف والبنك المركزي)

وترتفع هذه النسبة في الاقتصاد المتطور. ويعاني هذا المقياس من ضعف من حيث عدم أخذه بنظر الاعتبار للقروض الممنوحة من غير البنوك كشركات الاستثمار الخ..

✓ المقياس الثالث هو **Private** ويقاس نسبة الائتمان أو القروض الممنوحة لشركات القطاع الخاص إلى إجمالي الائتمانات أو القروض المحلية (ما عدا الائتمانات أو القروض الممنوحة للبنوك).

✓ المقياس الرابع هو **Priv/y**، ويقاس نسبة القروض والائتمانات للقطاع الخاص إلى الناتج القومي الإجمالي.

نتائج نموذج المربعات الصغرى ذوات الثلاث مراحل

Dependent variable	<i>LLY</i> ^b	<i>BANK</i> ^b	<i>PRIVATE</i> ^b	<i>PRIV/Y</i> ^b
<i>GYP</i>	0.035 ^c (0.006) [0.001]	0.036 ^c (0.011) [0.001]	0.014 (0.010) [0.184]	0.035 ^c (0.009) [0.001]
<i>R</i> ²	0.47	0.39	0.33	0.54
<i>GK</i>	0.027 (0.005) [0.001]	0.034 (0.009) [0.001]	0.011 (0.008) [0.187]	0.032 ^c (0.008) [0.001]
<i>R</i> ²	0.48	0.54	0.42	0.51
<i>INV</i>	0.064 ^c (0.018) [0.001]	0.010 ^c (0.031) [0.002]	0.055 ^d (0.026) [0.044]	0.060 ^d (0.028) [0.035]
<i>R</i> ²	0.27	0.18	0.24	0.32
<i>PROD</i>	0.030 ^c (0.007) [0.001]	0.035 ^c (0.011) [0.003]	0.005 (0.010) [0.660]	0.028 ^d (0.011) [0.012]
<i>R</i> ²	0.39	0.40	0.22	0.47
Observations	169			

- ^a *GYP* = Real per capita GDP growth rate,
GK = Real capital stock per capita growth rate,
INV = Ratio of investment to GDP,
PROD = *GYP* - (0.3)**GK*,
DEPTH = Ratio of liquid liabilities to GDP,
BANK = Deposit bank domestic credit divided by deposit bank domestic credit plus central bank domestic credit,
PRIVATE = Ratio of claims on nonfinancial private sector to domestic credit,
PRIV/Y = Gross claims on the private sector to GDP.

Other explanatory variables: Log of initial income, log of initial secondary school enrollment rate, ratio of government expenditures to GDP, inflation rate, and ratio of exports plus imports to GDP.

Instruments: Decade dummy variables, log of initial income, log of initial secondary school enrollment rate, initial ratio of government expenditures to GDP, initial inflation rate, initial ratio of exports plus imports to GDP, and the initial value of the financial indicator.

^bStandard errors in parentheses, *p*-values in brackets.

^cSignificant at 0.01 level. ^dSignificant at 0.05 level.

■ تبين النتائج أن كل هذه المتغيرات ذات مغزى إحصائي وتؤثر إيجاباً على مختلف متغيرات النمو.

■ وتجسد الفرضية وراء هذه المقاييس في أن المؤسسات المالية التي تخصص المزيد من الائتمان للشركات الخاصة **تعتبر أكثر اهتماماً بالبحث عن الشركات، والسيطرة عليها، وإدارة المخاطر، وتعبئة الادخارات، وتسهيل مهمات التبادل بدلاً من تسريب الأموال والائتمانات إلى القطاع العام والحكومة.**

خصائص القطاع المالي قبل وبعد الافتتاح المالي

Country	BANK	PRIVATE	PRIV/Y	DEPTH	CURRENCY	REAL-RATE
Argentina						
1974-76	0.41	0.41	0.17	0.22	0.45	-44.70
1978-80	0.81	0.59	0.16	0.21	0.26	-14.13
Chile						
1970-73	—	—	0.08	0.18	0.31	<0
1977-81	0.45	0.64	0.28	0.17	0.19	8.80
Indonesia						
1978-82	0.53	0.40	0.09	0.15	0.38	-3.61
1984-89	0.63	0.51	0.18	0.19	0.22	8.97
Korea						
1978-80	0.75	0.70	0.29	0.30	0.13	-0.94
1983-85	0.80	0.74	0.43	0.36	0.07	6.58
Philippines						
1975-79	0.77	0.72	0.22	0.22	0.13	-2.09
1981-84	0.72	0.65	0.29	0.26	0.12	-3.03 ^a

^aIf 1984 value of -19.40 is omitted, the average annual real deposit interest rate over the 1981-83 period is 2.33.

■ فيمكن الإشارة إلى دراسات Haber (1991, 1996) التي تقارن التنمية الصناعية والرأسمالية في البرازيل، المكسيك، والولايات المتحدة الأمريكية بين عام 1830 إلى 1930. حيث تبين أن تنمية سوق رأس المال تؤثر على التركيبة الصناعية والأداء الاقتصادي. وحينما البرازيل تبني سياسات شاملة لتحرير السوق المالية في 1889 قامت المكسيك (1877-1911) بانتهاج سياسات أقل شمولية لتحرير الأسواق المالية. وترتب على ذلك انتشار الصناعة في البرازيل وارتفاع معدل نموها الاقتصادي قياسا بالمكسيك. واستنتج Harber (1991, 1996) بأن تنمية أسواق رأس المال لها تأثير مهم على النمو الاقتصادي.

- كما قام (1973) McKinnon في كتابه الكلاسيكي عن العلاقة بين النظام المالي والتنمية الاقتصادية بدراسة حالات الأرجنتين، والبرازيل، وشيلي، والمانيا، وكوريا، وإندونيسيا وتايوان بعد الحرب العالمية الثانية.
- وقد أشار McKinnon ، اعتمادا على هذه الحالات الدراسية، بأن كفاءة النظام المالي تساعد على سرعة النمو الاقتصادي، وبذلك لاحظ أن الاقتصاديين لم يتكلموا عن السببية، وذلك لعدم وجود طريقة لاختبار ذلك. وذلك لأن الطرق المتوفرة لدينا، مثل طريقة Granger-Causality والتي وضعها Clive Granger (الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد) لم تصمم لاختبار السببية بل تمكنا من القول من أن هذه المتغيرات أو تلك لديها قدرة على التنبؤ بمستقبل متغير آخر.

■ إلا أن (Levine and Zervos 1996) قاما باختبار العلاقة بين سيولة الأسهم، والنمو الاقتصادي، وتراكم رؤوس الأموال، والتطور التقني. حيث استخدموا مقياسين: **قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم / الناتج القومي الإجمالي، ونسبة الدوران (Turnover Ratio)** المتمثلة في إجمالي قيم الأسهم المتداولة في سوق الأسهم / القيمة الرأسمالية للسوق، والتي تجسد بدورها في قيمة الأسهم الكلية في سوق الاستثمار. وتم استخدام عينة من (49) بلداً خلال الفترة 1976-1993. علماً بأن هذه المقاييس تتغير بشكل كبير من بلد إلى آخر. وينظر إلى هذه النوعية من النماذج على أنها نماذج نظرية تهدف لتفسير العلاقة بين هذه المتغيرات والنمو الاقتصادي.

- بعد ذلك قام المؤلفان (Levine and Vervos (1998) بحساب معاملات الارتباط بين تلك المقاييس والنمو الاقتصادي، ومعدل تراكم رأس المال، والكفاءة الإنتاجية أخذين بنظر الاعتبار العوامل الأخرى التي تؤثر على النمو الاقتصادي. ووجدوا أن سيولة سوق الأسهم في بداية الفترة تحت الدراسة مرتبطة بعلاقة طردية مع النمو الاقتصادي، والتي قد تدل على أن درجة سيولة أسواق الأسهم فيها معلومات عن مستقبل النمو الاقتصادي .
- ولا بد من الملاحظة أن سوق الأسهم هو أحد المؤسسات التي توفر السيولة النقدية. في حين أن هناك أسواق مالية أخرى كسوق السندات، البنوك، بنوك الاستثمار. الخ والتي تقوم أيضا بتوفير السيولة النقدية. لذا فإن اعتبار سوق الأسهم لوحده كمقياس للسيولة النقدية ربما يحد من فهمنا للموضوع.

■ بالإضافة إلى ذلك، فإن موقع سوق الأسهم لأي بلد لا يعتبر بالضرورة مهماً. فقد لا يتوفر لبلد معين سوق الأسهم إلا أنه باستطاعة الناس بيع وشراء الأسهم في أسواق عالمية أخرى. حيث ساهم الانفتاح العالمي بتغيير المفاهيم المالية والاقتصادية. فأغلب بلدان العالم ترغب في الوصول إلى أسواق رأس المال والسيولة النقدية (تذكر أن بإمكان أي شخص أن يصل إلى ادخارات طبيب الأسنان البلجيكي أو ربة البيت اليابانية بهدف استخدامها للاستثمار في بلد آخر)... إذا سمحت قوانين وضوابط بلده بالطبع.

■ وإلى جانب السيولة النقدية يمكن أن تقوم، الأسواق المالية، وهذا الأهم، بتوفير الميكانيكية للتحوط أو التغطية، والمتاجرة بالمخاطر. حيث توجد اليوم، أدوات مالية، تساعد المستثمر على توفير آليات للتحوط والاتجار بالمخاطرة. فعلى سبيل المثال، في حال وجود مخاطر مالية معينة ذات مردود مالي معين، يمكنك أن تشتري ذلك القدر من المخاطرة من خلال بنوك استثمارية متخصصة في هذا المجال. علما بأن الأدبيات المتاحة عن دراسة العلاقة ما بين المخاطر المالية والنمو هي دراسات قليلة ونادرة.

■ وتعاني هذه الأدبيات العديد من نقاط الضعف الشائعة مثل التركيز على سوق الأسهم. فمن الممكن جداً أن يكون هناك بلد (A) حيث كلفة تكوين وسيط مالي عالية جداً. إلا أن عملية شراء وبيع الأسهم غير مكلفة. ومع بلد (B) يظهر العكس. البلد (A) يوفر سيولة نقدية وخدمات تجميع للمخاطر المالية من خلال سوق الأسهم، بينما تتوفر في البلد (B) نفس الخدمات ولكن من خلال البنوك أو الوسطاء الماليين الآخرين. لذلك يوصف (وربما ليس صحيحاً) البلد (A) على أنه يوفر خدمات سيولة نقدية متطورة وخدمات لتجميع وإدارة المخاطر المالية. في حين يوصف البلد (B)، من الجهة الأخرى، بأنه غير متطور مالياً !!

■ من الصعب جدا القياس فيما إذا كان النظام المالي لبلد ما أفضل نسبيا في مجال تخفيض كلفة المعلومات. إلا أن دراسة (Schiantarelli 1995) توفر لنا دلائل، على مستوى الشركة أو المنشأة، (أكثر دقة من الدلائل التي نحصل عليها من دراسة الاقتصاد الكلي) بأن النظام المالي قد يخفف من وطأة المعلومات غير المتطابقة أو غير المتماثلة. وتشير الدراسة بأنه إذا زادت كلفة الحصول على المعلومات للمستثمرين الخارجيين أو الممولين الخارجيين فإن قرارات الشركة الاستثمارية تصبح مقيدة بإطار وارداتها، وأرباحها، والتدفق النقدي. وعندما يجد المستثمرون الخارجيون بأن تقييم شركة ما صعب ومكلف، تجد الشركة صعوبة في تحويل استثماراتها خارجيا، وتعتمد بدلا من ذلك على التمويل الداخلي (أي باستخدام أرباحها).

■ وتوجد دلائل أيضا، من بلدان مختلفة عن شركات تحتفظ بعلاقة قريبة وارتباطات تجارية مع الوسطاء الماليين (البنوك)، وبالتالي تقلل من كلف المعلومات. وتدفع هذه الشركات أسعار فائدة أقل من السوق، وتتمتع بامتيازات، مع احتمال أن لا تقدم ضمانات أو رهانات، انظر على

سبيل المثال، Hoshi and Scharfstein (1990), Schiantarelli and Sembenelli (1996), and Rajan (1994).

■ وتشير دلائل ودراسات ميدانية عن أسعار الأسهم بأن البنوك تصدر معلومات قيمة عن المقترضين. ويبدو أن توقيع العقود الإقراضية مع البنوك يؤثر على سعر الأسهم مباشرة. (انظر James, 1987, Lummer and McConnell, 1989).

■ وبين (1993) Sushka and Polonchek بأن البنوك غير القادرة عن الإيفاء بديونها (المعسرة) تؤثر سلبيا على أسعار الأسهم للشركات التي تتعامل معها. وتلائم هذه الدلائل مع وجهة النظر التي تؤكد على أهمية العلاقة بين الشركات والبنوك المقرضة ذات السمعة المالية الجيدة.

■ وتشير الأدلة أعلاه، بشكل غير مباشر، إلى البلدان التي تتمتع بأنظمة مالية فعالة في إزالة العوائق في الحصول على المعلومات، تنمو بسرعة من خلال استثمارات أكبر حجما، مقارنة بالبلدان التي تفتقر إلى الأنظمة المالية غير القادرة على توفير المعلومات بين المقرضين والقارضين.

تختلف الأنظمة المالية من بلد إلى آخر:

■ لاحظ (Levine, 1993) بأن البيانات تشير بأنه عندما تتحول البلدان إلى بلدان أكثر غنى أو عندما تتحول من بلد فقير إلى آخر غني، فإن:

1. الوسطاء الماليون يصبحون أكبر حجماً (باعتماد على مقياس نسبة إجمالي الموجودات والمطلوبات / الناتج القومي الإجمالي).
2. البنوك تنمو بالقياس للبنك المركزي من حيث توزيع الائتمانات.
3. تنمو غير البنوك مثل شركات التأمين، وبنوك الاستثمار، والمؤسسات المالية . . . بمعدل أكبر.
4. سوق الأسهم يتجه نحو التوسع (درجة رأس المال / الناتج القومي الإجمالي، وكذلك أكثر سيولة كما قسناها بالتبادلات التجارية / الناتج القومي الإجمالي).

■ ورقة عبد موله وبن جليلي (2012) أعادت النظر في العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي من خلال تبني منهجية العتبة (Threshold approach) باستعمال بيانات لـ 144 دولة خلال الفترة 1985-2009 وباخذ مدى الاشتغال المالي (Access to Finance) كمتغير عتبة (Threshold Variable) حسب النموذج التالي:

$$g_i - g_{us} = \beta_0 + \left(\beta_F h(z_i, \pi) + \beta_y (y_i - y_{us}) + \beta_x X_i \right) 1_{(T_i \leq f)} + \left(\alpha_F h(z_i, \pi) + \alpha_y (y_i - y_{us}) + \alpha_x X_i \right) 1_{(T_i > f)} + v_i$$

- وقد تم اختبار أثر القطاع المالي (متمثلاً في حجم النقود كنسبة من الناتج وحجم القروض كنسبة من الناتج وحجم القروض للقطاع الخاص كنسبة من الناتج والقيمة السوقية كنسبة من الناتج على التوالي) بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المتغيرات الاقتصادية الكلية.

← تبين النتائج أن العلاقة بين تنمية القطاع المالي والنمو الاقتصادي غير خطية.

- مدى الاشتغال المالي (مقدّر بعدد الفروع البنكية لكل 100000 بالغ) يمثل متغير عتبة في هذه العلاقة.

- الدول ذات الاشتغال المالي الضعيف تعول على القطاع البنكي بينما تعول الدول ذات الاشتغال المالي العالي أكثر على الأسواق المالية.

Table1: Variables Description

<i>Variable</i>	<i>Description</i>
	<i>Dependent Variable</i>
	the difference between the GDP per capita average growth rate over 1985-2009 of the country <i>i</i> and the United States
	<i>Explanatory Variables</i>
$\text{Log}(F_i/100)$	log of the average level of financial depth measured consecutively by M2 over GDP, Domestic credit provided by banking sector over GDP, Domestic credit to private sector over GDP and Market capitalization over GDP
GDPpci - GDPpc usa 1985	the difference between the log GDP per capita 1985 of the country <i>i</i> and the United States
$\text{Log}(n_i + 0.05)$	log of the average growth rate of population + 0.05 which reflects the advancement of knowledge following Mankiw et al. (1992)
$\text{Log}(\text{Inv.}/100)$	log of the average investment to GDP ratio
$\text{Log}(\text{Gov}/\text{GDP})$	log of the average government expenditure over GDP
$\text{Log}(\text{School}/100)$	log of the average secondary school rate
$\text{Log}(\text{Trade}/100)$	log of the average trade openness as measured by exports + imports over GDP
Inflation	the average annual growth rate of CPI
	threshold variable is the number of banking branches per 100,000 adults in 2009

Table2: GMM results using M2/GDP

	Whole sample			First regime (<threshold)			Second regime (>threshold)		
	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.
M2 over GDP (log)	-0.517	1.613	-0.320	9.568	3.744	2.556	0.314	1.064	0.295
GDPpci - GDPpc usa 1985	0.107	0.463	0.231	-1.707	1.079	-1.583	-0.035	0.450	-0.078
log(ni+g+d)	-4.950	1.234	-4.012	-3.441	2.091	-1.646	-2.773	1.016	-2.730
Inv over GDP (log)	10.908	2.256	4.836	10.923	5.599	1.951	5.807	1.510	3.844
School (log)	-1.758	1.030	-1.707	-4.848	1.863	-2.602	-0.870	1.009	-0.862
Gov. exp. Over GDP (log)	-1.715	1.143	-1.501	-6.287	2.270	-2.770	-1.051	1.102	-0.954
Trade over GDP (log)	-0.024	0.637	-0.038	5.117	2.802	1.826	0.198	0.520	0.381
Inflation	-0.002	0.001	-1.959	-0.0004	0.0008	-0.482	0.001	0.001	0.991

Threshold Estimate: 4.933

Confidence Interval -Uncorrected: 4.903 5.333

Confidence Interval -Het Corrected Quad: 4.903 5.333

Confidence Interval -Het Corrected NP: 4.903 5.333

Obs. Number	144	39	105
-------------	-----	----	-----

Table3: GMM results using Domestic Credit provided by banking sector/GDP

	Whole sample			First regime (<threshold)			Second regime (>threshold)		
	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.
DCPBS over GDP (log)	0.325	1.930	0.168	7.507	3.546	2.117	1.655	1.845	0.897
GDPpci - GDPpc usa 1985	-0.049	0.520	-0.095	-2.406	1.058	-2.273	-0.267	0.594	-0.449
log(ni+g+d)	-4.589	1.377	-3.333	-4.592	2.184	-2.103	-1.801	1.383	-1.302
Inv over GDP (log)	10.266	2.395	4.287	16.531	3.586	4.610	4.557	2.012	2.264
School (log)	-1.778	1.116	-1.593	-6.357	3.060	-2.077	-0.886	1.148	-0.772
Gov. exp. Over GDP (log)	-1.831	1.173	-1.561	-5.862	2.833	-2.069	-1.605	1.141	-1.406
Trade over GDP (log)	0.011	0.759	0.014	6.067	4.834	1.255	0.664	0.733	0.906
Inflation	-0.0012	0.0007	-1.709	-0.0006	0.0009	-0.672	0.002	0.0018	1.250

Threshold Estimate: 4.933

Confidence Interval -Uncorrected: 4.903 5.333

Confidence Interval -Het Corrected Quad: 4.903 5.529

Confidence Interval -Het Corrected NP: 4.903 5.333

Obs. Number	142	38	104
-------------	-----	----	-----

Table 4: GMM results using Domestic Credit to private sector/GDP

	Whole sample			First regime (<threshold)			Second regime (>threshold)		
	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.
DCPS over GDP (log)	0.607	1.858	0.326	4.689	3.405	1.377	1.216	1.560	0.779
GDPpci - GDPpc usa 1985	-0.175	0.683	-0.257	-2.576	0.832	-3.098	-0.231	0.593	-0.389
log(ni+g+d)	-4.414	1.481	-2.980	-1.964	2.135	-0.920	-2.233	1.152	-1.938
Inv over GDP (log)	9.902	2.695	3.675	11.089	5.653	1.961	5.227	1.585	3.298
School (log)	-1.758	1.052	-1.671	-3.333	1.887	-1.766	-0.986	1.013	-0.973
Gov. exp. Over GDP (log)	-1.830	1.157	-1.582	-4.626	1.951	-2.371	-1.608	1.213	-1.326
Trade over GDP (log)	-0.028	0.646	-0.043	3.415	2.429	1.406	0.380	0.543	0.700
Inflation	-0.0012	0.0007	-1.520	-0.0008	0.0007	-1.150	0.0018	0.0014	1.303

Threshold Estimate: 5.333

Confidence Interval -Uncorrected: 4.903 5.333

Confidence Interval -Het Corrected Quad: 4.903 6.198

Confidence Interval -Het Corrected NP: 4.903 5.333

Obs. Number

142

40

102

Table5: GMM results using Market capitalization/GDP

	Whole sample			First regime (<threshold)			Second regime (>threshold)		
	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.	coef.	S.E.	T. Stat.
Market Cap. over GDP (log)	0.265	0.553	0.479	0.514	0.547	0.939	2.451	1.179	2.080
GDPpci - GDPpc usa 1985	-0.212	0.373	-0.567	-0.325	0.404	-0.803	-0.551	1.204	-0.458
log(ni+g+d)	-2.955	1.312	-2.252	-1.376	1.721	-0.799	-5.651	2.182	-2.590
Inv over GDP (log)	7.452	1.943	3.836	7.463	2.594	2.877	6.140	2.592	2.369
School (log)	-0.603	0.871	-0.692	0.094	0.811	0.116	-8.531	4.002	-2.132
Gov. exp. Over GDP (log)	-2.126	1.257	-1.691	-4.384	1.213	-3.615	3.180	2.087	1.524
Trade over GDP (log)	-0.331	0.620	-0.533	-0.543	0.734	-0.740	0.014	0.680	0.021
Inflation	-0.002	0.0006	-2.994	-0.0017	0.0007	-2.462	0.010	0.008	1.283

Threshold Estimate: 14.953

Confidence Interval -Uncorrected: 12.585 18.503

Confidence Interval -Het Corrected Quad: 12.585 18.503

Confidence Interval -Het Corrected NP: 14.953 18.456

Obs. Number

107

53

54

سبل النهوض بالقطاع المالي

- أولاً:** تبنى سياسات نقدية أكثر اتساقاً مع أسعار الفائدة الحقيقية ورفع تنافسية القطاع التمويلي وتحرير سوق الفائدة من خلال:
- خلق أسواق أسهم من شأنها إحلال التمويل المباشر ولو جزئياً للشركات والحكومة
 - محل الوساطة التقليدية للمؤسسات البنكية.
 - تنوع مجموعة الخدمات المالية المتاحة.
 - زيادة العمق التمويلي للقطاع عن طريق تعظيم التدفقات المالية وكذلك زيادة العمق التمويلي للنشاط المصرفي الخاص تجاه القطاع الخاص والحد من هيمنة البنوك الحكومية.
 - توصيل الخدمات المالية إلى أكبر عدد من المواطنين خارج القطاع المالي الرسمي.
- ثانياً:** تطوير البيئة التمويلية من خلال توفير المعلومات حول شركات الأعمال لتسهيل عمليات التعاقد وتعزيز البيئة القانونية والمحاسبية لتعزيز حقوق الدائنين وتنفيذ حكم القانون والتقاليد المحاسبية في مجال التعاقد لتحسين البيئة التمويلية.