

التمويل والنمو: شواهد تطبيقية

- تناول في هذه المحاضرة المؤشرات المعاصرة المستخدمة في الأدبيات والدراسات التطبيقية حول تأثير القطاع المالي على النمو، والتي تشمل مؤشرات التطور المالي، ومؤشرات النمو، ومتغيرات التحكم المرتبطة بالنمو.
- من ثم نستعرض بعض الدراسات التطبيقية حول أثر التطور المالي على توزيع الدخل، والنمو والاقتصادي، وبالتالي على الإقلال من الفقر، كما نحاول استكشاف العلاقة السببية بين التطور المالي من جهة والنمو الاقتصادي من جهة أخرى.



التمويل والنمو: شواهد تطبيقية

المؤشرات المعاصرة المستخدمة في الدراسات التطبيقية:

■ مؤشرات النمو الاقتصادي:

- معدل النمو الحقيقي لدخل الفرد .
- معدل نمو مخزون رأس المال للفرد .
- معدل نمو إجمالي الإنتاجية .

■ مؤشرات التطور المالي:

- (العملة + ودائع تحت الطلب) كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
- (ائتمان البنوك) كنسبة من (الائتمان + أصول البنك المركزي)
- (ائتمان القطاع الخاص) كنسبة من (إجمالي الائتمان)
- ائتمان القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

■ عوامل التحكم المرتبطة بالنمو:

■ الدخل الحقيقي للفرد في السنة الابتدائية

■ مؤشر التعليم

■ مؤشر الاستقرار السياسي

■ مؤشر سعر الصرف

■ مؤشر التجارة

■ مؤشرات السياسة المالية والنقدية



■ قام ليفاين وزيفروز (1996) بدراسة ركزت على مؤشرين للسيولة لعينة مقطعية تضم 49 بلدا في الفترة 1976-1993 لتقويم العلاقة بين سيولة سوق الأوراق المالية ومعدلات النمو القومية، ومعدلات التراكم الرأسمالي، ومعدلات التغير التكنولوجي.

جدول (1) : التطور المالي و حصة الفرد الحقيقية من الناتج المحلي الإجمالي لعام 1985

فقير جدا	فقير	غني	غني جدا	التطور المالي
0.26	0.39	0.51	0.67	السيولة كنسبة من الناتج المحلي
0.52	0.57	0.73	0.91	الائتمان المحلي المصرفي مقسوما على (الائتمان المحلي المصرفي + الائتمان المصرفي من البنك المركزي)
0.37	0.47	0.58	0.71	الالتزامات على القطاع الخاص غير المالي مقسوما على إجمالي الائتمان المحلي
0.13	0.20	0.31	0.53	إجمالي الالتزامات على القطاع الخاص مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي
241	754	2,376	10,053	حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي لعام 1985 بأسعار 1987 الثابتة
29	29	29	29	المشاهدات

المصدر: كينغ ولفيني (1993أ).

غني جدا : حصة الفرد الحقيقية من الناتج المحلي الإجمالي < \$4998 ,
 غني : حصة الفرد الحقيقية من الناتج المحلي الإجمالي < 1161 و > 4998
 فقير : حصة الفرد الحقيقية من الناتج المحلي الإجمالي < 391 و > 1161
 فقير جدا : حصة الفرد الحقيقية من الناتج المحلي الإجمالي > 391

■ كما هو واضح من جدول (1) هنالك علاقة ارتباط موجبة بين مؤشرات التطور المالي ومؤشر النمو الاقتصادي المتمثل في حصة الفرد الحقيقية في الناتج الإجمالي، حيث نجد ارتفاع هذه المؤشرات في البلاد التي تتمتع بنمو اقتصادي أعلى وينخفض في البلدان التي تتسم بنمو منخفض.



■ المؤشر الأول للسيولة معدل قيمة التداول، ويساوي القيمة الإجمالية للأسهم المتاجر بها في سوق الأوراق المالية (أي قيمة التداول) للبلد مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي (أي حجم الاقتصاد).

■ المؤشر الثاني معدل الدوران للسهم، ويقاس قيمة التداول بالنسبة لحجم السوق، الذي يساوي إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية للبلد مقسوماً على الرسمة للسوق (أي قيمة الأسهم المسجلة في سوق الأوراق المالية للبلد).

أيضاً هناك اختلافات عبر البلدان في هذا المؤشر، حيث في الأسواق النشطة مثل اليابان والولايات المتحدة نلاحظ أن معدلات الدوران تصل إلى حوالي 50%، بينما في الأسواق الأقل سيولة مثل بنغلاديش وشميلي ومصر نلاحظ أن المعدل يصل إلى 6% أو أقل.

■ معدل الدوران يختلف معدل قيمة التداول لأن أسواق السيولة الصغيرة ربما يكون لها معدل دوران مرتفع ولكن يكون معدل قيمة التداول منخفضا.

■ مثلا الهند لها متوسط دوران حوالي 50% في الفترة تحت الدراسة وهو معدل أكبر من الولايات المتحدة، بينما معدل قيمة التداول هو حوالي 1/10 من المعدل الذي سجلته الولايات المتحدة.

■ هذه المؤشرات هي عبارة عن محاولة لقياس السيولة على مستوى الاقتصادي الكلي، أي قياس الدرجة التي تستطيع بها الوحدة الاقتصادية من التداول بأقل تكلفة وأكبر سرعة وأعلى ثقة للحصول على أكبر نسبة من تكنولوجيا الإنتاج.

■ استخدمت الدراسة بيانات مقطعية للبلدان بمشاهدة واحدة لكل بلد، وذلك لتقدير العلاقة بين مؤشرات السيولة ومؤشرات النمو الثلاثة: النمو الحقيقي لدخل الفرد، وتراكم رأس المال للفرد ونمو إجمالي الإنتاجية.

■ استخدمت متوسطات للفترة 1976-1993 لكل من مؤشرات النمو الاقتصادي وتراكم رأس المال ونمو الانتاجية كمتغيرات معتمدة على معدل قيمة التداول أولاً في الفترة الابتدائية 1976، ثم معتمدة على معدل الدوران ثانياً في الفترة الابتدائية 1976، ثم التحكم في مختلف العوامل المرتبطة بالنمو الاقتصادي (الدخل الابتدائي للفرد، التعليم، الاستقرار السياسي، سعر الصرف، التجارة، السياسة المالية والنقدية)، لمعرفة القدرة التنبؤية لسيولة سوق الأوراق المالية للنمو المتالي.

■ يلخص جدول (2) أدناه نتائج الانحدار حيث نلاحظ أن المستوى الابتدائي لسيولة سوق الأوراق المالية (مقاسة إما بمعدل الدوران أو معدل قيمة التداول) ذو مغزوية إحصائية للنمو الاقتصادية، وتراكم رأس المال ونمو الإنتاجية للسنوات الثماني عشر التالية.

جدول (2): العلاقة بين النمو والسيولة (1976-1993)

المتغيرات المفسرة		المتغير التابع
معدل الدوران	معدل قيمة التداول	
0.027*** (0.006)	0.098*** (0.003)	نمو دخل الفرد الحقيقي من الناتج المحلي
0.34	0.33	معامل التحديد المعدلة
0.022*** (0.023)	0.093*** (0.005)	نمو دخل الفرد الحقيقي من تكوين رأس المال
0.35	0.38	معامل التحديد المعدلة
0.020** (0.030)	0.075*** (0.001)	نمو الإنتاجية
0.21	0.21	معامل التحديد المعدلة

المصدر: ليفين وآخرون (1996)

* مغزوية إحصائية عند مستوى 10%، ** مغزوية إحصائية عند مستوى 5%، *** مغزوية إحصائية عند مستوى 1%.

الأرقام بين الأقواس قيم -P.

■ أيضا يدل حجم المعاملات على وجود علاقة ذات معنى اقتصادي. هذه النتائج متسقة مع وجهة النظر التي تقول بأن خدمات السيولة التي يتيحها سوق الأوراق المالية مهمة للنمو طويل الأجل بالرغم من أن البورصة تتيح خدمات مالية مختلفة عن تلك المقدمة من الوسطاء الماليون. بالإضافة إلى صعوبة تحديد دور للسببية إلى سيولة سوق الأوراق المالية، هناك قصور كبير في قياسها بدقة.

■ تقترح النظرية بأن الاقتصاد يمكن أن ينتفع من المقدرة على تداول ملكية التكنولوجيا المنتجة للاقتصاد بسهولة. فسوق البنوك والسندات أيضا تتيح السيولة. لذلك فقياس سيولة سوق الأوراق المالية وحدها ربما يستبعد روافد أو ترتيبات مالية هامة يمكن أن تتيحها هذه السيولة.

■ بالإضافة إلى مخاطر السيولة يتيح النظام المالي آلية التغطية والتداول للمخاطر غير المألوفة المرتبطة بالمشروعات الفردية، والمنشآت، والصناعات والقطاعات والبلدان. بينما اختبرت كثير من الأدبيات تكلفة المخاطر فلا يوجد سوى القليل من الأدلة التطبيقية للارتباط المباشر بين تنوع مخاطر الخدمات المالية مع النمو الاقتصادي طويل الأجل. بالإضافة إلى أن الدراسة الوحيدة عن العلاقة بين النمو الاقتصادي ومقدرة المستثمرون على تنوع المخاطر عالميا من خلال سوق السهم لم تصل إلى نتائج قاطعة (ليفان وزيفروز 1996).

■ أحد النواقص في الدراسات التطبيقية عن السيولة والمخاطر غير المألوفة والنمو الاقتصادي هو تركيزها على أسواق الأسهم. بالرغم من أن سوق السندات والوساطة المالية تتيح قنوات لتنويع المخاطر.

■ بالطبع إن اختلاف التكنولوجيا والنظم والضرائب عبر البلدان ربما يدل على وجود هياكل مالية مختلفة في تقديم وسائل لتنويع المخاطر وإتاحة السيولة.

■ على سبيل المثال، ربما تكون تكاليف إنشاء وساطة مالية مرتفعة في اقتصاد ما بينما تكون تكاليف عملية معاملات الأسهم منخفضة، والعكس ربما يحدث في اقتصاد آخر. فالاقتصاد الأول ربما يتيح خدمات السيولة وتنوع مخاطر بصورة رئيسية من خلال أسواق الأسهم بينما يقدمها الاقتصاد الثاني من خلال الوساطة المالية.

■ فالاقتصاد الأول له سوق أوراق مالية نشطة، بحيث يصنف بأنه يتيح خدمات سيولة وتنوع مخاطر بصورة كبيرة. وعلى العكس، يصنف الاقتصاد الثاني بأنه غير متطور حالياً. في هذه الحالة، فإن قياس أداء جانب واحد من النظام المالي ربما يخلق مؤشراً مضللاً لوظائف النظام المالي بأكمله.



مستوى التطور المالي والنمو: دراسات مقطعية

- هل بالضرورة أن تكون الفروقات في الهيكل والتطور المالي مرتبطة بالفروقات في معدلات النمو الاقتصادي؟
- لمعرفة طبيعة العلاقة بين التمويل والنمو لا بد من وصف الربط بين وظائف النظام المالي والنمو الاقتصادي وتراكم رأس المال والتغير التكنولوجي.

■ أيضا لا بد من تقييم الشواهد الحالية للربط بين الهيكل المالي (خليط الأسواق المالية والوساطة المالية) ووظائف النظام المالي.

■ هنالك عدد كبير من الأدبيات التي تنمو حاليا أظهرت علاقة قوية وإيجابية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، وهناك شواهد بأن مستوى التنمية المالية متبني جيداً للتنمية الاقتصادية المستقبلية.

■ أهم الدراسات في هذا المجال قام بها كينج وليفين (1993). على أساس عينة من 80 بلدا في الفترة 1960-1989، وقد ضبطت دراستهم بشكل نظامي العوامل الأخرى التي تؤثر على النمو طويل المدى، واختبرت قنوات نمو الإنتاجية وتراكم رأس المال، كما أنشئت مقاييس أخرى تعبر عن مستوى التطور المالي، كما قاموا بتحليل إذا ما كان التطور المالي يمكن من التنبؤ من النمو الاقتصادي طويل المدى، وتراكم رأس المال، ونمو الإنتاجية.

■ استخدمت الدراسة أربعة مقاييس لمستوى التطور المالي، لكي
تعكس بصورة منضبطة وظائف النظام المالي وهي كالتالي:

➤ يقيس المؤشر الأول حجم الوساطة المالية: وهو عبارة عن
المستحقات السائلة للنظام المالي مقسومة على الناتج المحلي
الإجمالي [(العملة + ودائع تحت الطلب + مستحقات ذات فوائد
على البنوك والوسطاء غير البنوك) / كنسبة من الناتج المحلي
الإجمالي].

➤ يقيس المؤشر الثاني درجة تخصيص الائتمان من قبل البنك المركزي والبنوك التجارية: وهو عبارة عن معدل الائتمان على البنوك مقسوما على الائتمان على البنوك زائدا الأصول المحلية للبنك المركزي. والبداهة وراء هذا المؤشر هي أن البنوك أكثر احتمالا في إتاحة (وإعداد) الوظائف المالية. هذا المؤشر يتسم بضعفين:

■ أن البنوك ليست الوسيط المالي الوحيد الذي يقوم بالوظائف المالية. كما أنه بكل بساطة قد تمنح البنوك الائتمان للحكومة أو المشروعات العامة.

■ هذا المؤشر يصل إلى حوالي 90% في أغنى 25% بلداً. وبالمقابل، البنوك التجارية والبنوك المركزية تخصص حوالي نفس الكمية من الائتمان في أفقر 25% بلداً.

➤ يقيس المؤشر الثالث معدل الائتمان المخصص لقطاع الأعمال الخاص مقسوماً على إجمالي الائتمان .

➤ يقيس المؤشر الرابع الائتمان الممنوح لقطاع الأعمال الخاص مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي .

■ المؤشران الثالث والرابع يصبان اهتمامهما جزئياً في تخصيص الائتمان، حيث بُنِيَ على افتراض أن النظام المالي الذي يقوم بتخصيص الائتمان للمنشآت الخاصة ينخرط في استقصاء المعلومات من المنشآت، ويمارس رقابة على الشركات ويقدم خدمات إدارة المخاطر، وتعبئة الموارد، وتسهيل المعاملات، بصورة أكثر من النظام الذي يقوم بتخصيص الائتمان للحكومة أو الأعمال العامة التي تملكها الدولة.



■ في دراسة أخرى قام كينج وليفين (1993) بدراسة تطبيقية لتقييم قوة العلاقة بين كل من المؤشرات الأربعة السابقة، التي تعكس مستوى التطور المالي، بإيجاد متوسطها في الفترة 1960-1989 ، وبين ثلاثة مؤشرات للنمو أيضا تم إيجاد (متوسطها) لنفس الفترة ، وهي:



- متوسط معدل النمو الحقيقي لدخل الفرد .
- متوسط معدل نمو مخزون رأس المال للفرد .
- نمو إجمالي الإنتاجية ويعرف بأنه عبارة عن معدل النمو الحقيقي للفرد ناقصا (0.3) مضروبا في معدل نمو مخزن رأس المال للفرد .

■ وجدت الدراسة أن هناك علاقة موجبة بين كل من المؤشرات الأربعة للتطور المالي وكل من مؤشرات النمو الثلاثة (معدل النمو الحقيقي للفرد على المدى الطويل، تراكم رأس المال، ونمو الإنتاجية) في الدول الأقل نمواً وفي الدول الأكثر نمواً كما هو موضح في الجدول (3).

جدول (3): النمو ومؤشرات التطور المالي (1960-1989)

المتغيرات المفسرة : مؤشرات التطور المالي				المتغير التابع
معدل الدوران	معدل قيمة التداول	معدل الدوران	معدل قيمة التداول	
0.032*** (0.002)	0.034*** (0.002)	0.032*** (0.005)	0.024*** (0.007)	نمو دخل الفرد الحقيقي من الناتج المحلي
0.520	0.520	0.500	0.500	معامل التحديد المعدلة
0.025*** (0.001)	0.020** (0.011)	0.022*** (0.012)	0.022*** (0.001)	نمو دخل الفرد الحقيقي من تكوين رأس المال
0.640	0.620	0.620	0.650	معامل التحديد المعدلة
0.025*** (0.006)	0.027*** (0.003)	0.026** (0.010)	0.018** (0.026)	نمو الإنتاجية
0.440	0.450	0.430	0.420	معامل التحديد المعدلة

المصدر: ليفين وكينج (1993)

* مغزوية احصائية عند مستوى 10% ، ** مغزوية احصائية عند مستوى 5% ، *** مغزوية احصائية عند مستوى 1% .

الأرقام بين الأقواس قيم P – (القيم الاحتمالية المغزوية)

■ في الجدول رقم (3) أعلاه يلخص نتائج معاملات مؤشرات التطور المالي في الدول الأقل نمواً والدول الأكثر نمواً. وهنا نلاحظ أن كل معاملات التطور المالي ذات مغزوية إحصائية. كما أن تأثير الوساطة المالية على النمو الاقتصادي أكبر في الدول الأكثر نمواً مقارنة بالدول الأقل نمواً.



هل النمو يتبع التطور المالي ؟

- لمعرفة ما إذا كان النمو يتبع التمويل، قام كينج و ليفين (1993) بدراسة ما إذا كان العمق المالي في عام 1960 يمكن أن يتنبأ بمعدل النمو الاقتصادي، وتراكم رأس المال، وتحسن الإنتاجية عبر ثلاثين عاماً (1960-1989). ويلخص الجدول رقم (4) بعض النتائج .

جدول (4): النمو والعمق المالي (1960-1989)

المتغير التابع			المتغيرات المفسرة
نمو إنتاجية الفرد	نمو دخل الفرد الحقيقي من تكوين رأس المال	نمو دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي	
0.034*** (0.002)	0.032*** (0.005)	0.035*** (0.001)	ثابت التقدير
0.520	0.500	-0.016 (0.001)	لوغار يتم دخل الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في عام 1960
0.020** (0.011)	0.022*** (0.012)	0.013*** (0.001)	لوغار يتم الالتحاق بالمرحلة الثانوية عام 1960
0.620	0.620	0.0510 (0.037)	الاستهلاك الحكومي / الناتج المحلي الإجمالي عام 1960
0.027*** (0.003)	0.026** (0.010)	0.037 (0.230)	التضخم عام 1960
-0.003 (0.600)	-0.001 (0.760)	-0.003 (0.600)	(الصادرات + الواردات) / الناتج المحلي الإجمالي في عام 1960
0.022*** (0.001)	0.019*** (0.001)	0.028*** (0.001)	سيولة الأصول في عام 1960
0.580	0.630	0.610	معامل التحديد المعدلة

المصدر: ليفين وكينج (1993)

* مغزوية احصائية عند مستوى 10 %، ** مغزوية احصائية عند مستوى 5 %، *** مغزوية احصائية عند مستوى 1 %.

الأرقام بين الأقواس قيم -P (القيم الاحتمالية المغزوية)

■ نلاحظ من معادلات الانحدار الثلاثة في الجدول (4) أن المتغير التابع في كل معادلة عبارة عن معدل نمو دخل الفرد من الناتج المحلي، ومعدل نمو دخل الفرد من مخزون رأس المال ومعدل نمو الإنتاجية على التوالي، عبر الفترة 1960 إلى 1989. وأن المؤشر المالي في كل معادلة هو القيمة الابتدائية للعمق المالي في عام 1960.

■ توضح نتائج الانحدار أن العمق المالي ذو علاقة مغزوية مع كل من متوسطات النمو الثلاث عبر الفترة تحت الدراسة.

■ تدل نتائج الدراسة على أن المستوى الابتدائي للتطور المالي متنبئ جيد لمعدلات النمو الاقتصادي، وتراكم رأس المال، وتحسن الكفاءة الاقتصادية على مدى فترة الدراسة حتى بعد أن يتم التحكم على العوامل المرتبطة بالنمو مثل الدخل، التعليم، الاستقرار السياسي، المقاييس النقدية، التجارة والسياسة المالية.



■ قدم راجان 1996 دراسة بخصوص العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي. وبافتراض أن السوق المالي للولايات المتحدة قليل المشاكل، يمكن اتخاذه كمرجع لقياس طلب الصناعات على التمويل الخارجي.



■ بعد ذلك قام راجان باختيار الصناعات عبر عينة من البلدان باختبار إذا ما كانت الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي (داخلى أمريكيا) تنمو بصورة أسرع من البلدان التي كانت في بداية فترة الدراسة لها سوق مالي ضعيف.



■ وقد وجد أن الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي تنمو بصورة أسرع في البلدان ذات الوساطة المتطورة وسوق بورصة متطور (مقاس برسملة البورصة) من تلك البلدان التي كانت في بداية الفترة ذات نظام مالي ضعيف.

■ أيضا ودراسة آسلي ديمر وآخرون 1996 على مستوى المنشأة التي تتيح لها سوق أوراق المالية متطورة. وجدت أن المنشأة التي تستطيع الوصول لهذا السوق تنمو بصورة أسرع من تلك التي لم تستطع الوصول إلى السوق المتطورة.

■ إذن سواء كان على مستوى الصناعات أو المنشأة فإن البيانات المقطعية في الأدبيات التطبيقية تقدم أدلة متسقة مع وجهة النظر التي تقول بان مستوى التطور المالي يؤثر على معدل وهيكل التطور الاقتصادي.

■ يمكن القول بكل بساطة أن التطور المالي متبئ جيد للنمو بسبب أن التطور المالي يسبق النمو الاقتصادي المستقبلي.

■ مهما يكن من الأمر، فإن حجم الأدلة التطبيقية يميل بدفع الشكوكين نحو وجهة النظر القائلة بأن الرابطة بين التمويل والنمو هي علاقة من الدرجة الأولى، وأن الفرق في التطور المالي يمكن أن يعدل من النمو الاقتصادي عبر أفق زمني كبير.