مجلة تنمية الرافدين

اسم المقال: أثر عجز الموازنة العامة في تعزيز تنمية القطاع المالي: دول مجلس التعاون الخليجي أنموذجاً
اسم الكاتب: نوار كنعان الدباغ، بشار أحمد العراقي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3699
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 00:23 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Journal of
TANMIYAT AL-RAFIDAIN
(TANRA)
A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 40, No. 130
June 2021

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retains the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: AL-Dabbgh, Nawar, AL-Iragi , Bashar A (2021). "The impact of the public budget deficit in promoting the development of the financial sector-Gulf Cooperation Council countries as a model". ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 40 (*130*), 51 -76, https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.168685

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

Research Paper

The impact of the public budget deficit in promoting the development of the financial sector Gulf Cooperation Council countries as a model

Nawar K. AL-Dabbagh [1]Bashar A. AL-Iragi [2]
University of Mosul, College of Business and Economics, Department of Banking and Financial Sciences

Corresponding author: Nawar K. AL-Dabbagh, University of Mosul, College of Business and Economics, Department of Banking and Financial Sciences

Nawarkanaan2019@gmail.com

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.168685

Article History: *Received*: 12/8/2020; *Revised*: 31/8/2020; *Accepted*: 16/9/2020; *Published*: 1/6/2021.

Abstract

The research aims to provide a deep and comprehensive picture of the theoretical frameworks and empirical studies that dealt with the analysis and interpretation of the mechanism and channels of the impact that can be exercised by high levels of public budget deficit in strengthening and developing the financial sector, in addition to foreseeing an objective quantitative model that can diagnose the nature, size, and direction of this impact. And the interpretation of its transmission mechanism and channels, by adopting the methodology of aggregate regression models (PRM), static effect (FEM), and random effect (REM) that are based on the balanced longitudinal data (Balanced Panel Data) for the Gulf Cooperation Council countries for the period (2005-2017). The results of the assessment revealed the contribution of the public budget deficit variable in its negative impact on the financial sector development indicators, (BC) which expresses the bank credit granted to the private sector as a percentage of GDP, and (TD) which refers to the bank credit granted as a percentage Of total bank deposits, while its negative impact was shared in the two financial sector development indicators, (SMC), which expresses the ratio of market value to the gross domestic product, and (SMT), which reflects the stock market turnover and the economic growth variable (GRO) also influenced Negative in both (BC) and (TD).

Keywords

Financial Sector, Financial Development, Public Budget Deficit, Economic Growth, Inflation, Balanced Panel Data Methodology.

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.

المجلد (٤٠)، العدد (١٣٠)، حزيران ٢٠٢١

© جامعة الموصل | كلية الإدارة والاقتصاد، الموصل، العراق.

تحتفظ (TANRA) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: الدباغ، نوار ، العراقي ، بشار احمد (٢٠٢١). "أثر عجز الموازنة العامة في تعزيز تنمية القطاع المالي-دول مجلس التعاون الخليجي أنموذجاً". ***تنمية الرافدين***، ٤٠ (١٣٠)، ٥١-76،
https://doi.org/10.33899/tanra.2021.168685

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.mosuljournals.com

ورقة بحثية

أثر عجز الموازنة العامة في تعزيز تنمية القطاع المالي دول مجلس التعاون الخليجي أنموذجاً

نوار كنعان الدباغ[١]؛ بشار أحمد العراقي[٢]

[١] جامعة الموصل، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية

المؤلف المراسل: نوار كنعان الدباغ، جامعة الموصل، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية nawarkanaan2019@gmail.com.

DOI: https://doi.org/ 10.33899/tanra.2021.168685

تاريخ المقالة: *الاستلام*: ٢٠٢٠/٨/١٢؛ *التعديل والتنقيح*: ٢٠٢٠/٨/٣١؛ *القبول*: ٢٠٢٠/٩/١٦؛ *النشر*: ٢٠٢١/٦/١.

المستخلص

يهدف البحث إلى تقديم صورة عميقة وشاملة عن الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي تناولت تحليل وتفسير آلية وقنوات انتقال التأثير الذي يمكن أن يمارسه ارتفاع مستويات عجز الموازنة العامة في تعزيز وتنمية القطاع المالي، علاوة على استشراف أنموذج كمي موضوعي يمتلك القدرة على تشخيص طبيعة التأثير وحجمه واتجاهه وتفسير آلية وقنوات انتقاله، من خلال اعتماد منهجية نماذج الانحدار التجميعي (PRM) والأثر الثابت (FEM) والأثر العشوائي (REM) التي تستند إلى البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) لدول مجلس التعاون الخليجي وللمدة (2005-2017). وقد أفصحت نتائج التقدير عن اشتراك متغير عجز الموازنة العامة في تأثيره السلبي في مؤشري تنمية القطاع المالي ، (BC) الذي يعبر عن الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، و(TD) الذي يشير إلى الائتمان المصرفي الممنوح كنسبة من إجمالي الودائع المصرفية، في حين اشترك بتأثيره السلبي في مؤشري تنمية القطاع المالي، (SMC) الذي يعبر عن نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي، و(SMT) الذي يعكس معدل دوران سوق الأسهم، كما مارس متغير النمو الاقتصادي (GRO) تأثيراً سلبياً في كل من (BC) و(TD) .

الكلمات المفتاحية

القطاع المالي، التنمية المالية، عجز الموازنة العامة، النمو الاقتصادي، التضخم، منهجية البيانات المزدوجة المتوازنة (Blanced panel Data)

المقدمة

يؤدي القطاع المالي المتطور والكفوء وبحسب ما تجمع عليه معظم الادبيات المالية والاقتصادية[1]، ومن خلال قدرته على تعبئة المدخرات وإعادة توجيهها من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي نحو الوحدات ذات العجز المالي بما يضمن التخصيص الأمثل للموارد، وإدارة وتوزيع المخاطر، وتيسير قنوات الوصول لتسوية المدفوعات وتقليل حالات اللاتماثل المعلوماتي، دوراً بالغ الأهمية في تعزيز النمو الاقتصادي للبلدان المتقدمة منها والنامية على المدى الطويل. علاوة على تحفيز الوحدات الاقتصادية في كافة القطاعات، والدفع بها نحو تحقيق مستويات عالية ومرغوبة من التطور والتنمية. عبر الأداء الكفوء والمتميز للمؤسسات المالية وتوفيرها لقنوات الوصول إلى أدوات وخدمات مالية متنوعة بسهولة وبتكلفة متدنية، كما يمكن للقطاع المالي، وفي ظل ظاهرة عدم اكتمال سوق رأس المال (Capital Market Imperfection) وانعدام قدرته على تجزئة الاستثمار في رأس المال المادي أو البشري، أن يقلل من مستويات الفقر والتفاوت وعدم المساواة في توزيع الدخل بين أفراد المجتمع من خلال تخفيف قيود الائتمان الممنوح لذوي الدخول المنخفضة. وفي ضوء ما تقدم فان القطاع المالي يمثل حجر الزاوية للتطور الاقتصادي، الأمر الذي ولد حافزا قوياً لدى الفكر المالي والاقتصادي لدراسة العوامل التي يمكن أن تؤدي دوراً مهما وفاعلاً في دفع القطاع المالي نحو التنمية والتطور، والوصول إلى أطر نظرية وتجريبية قادرة على تشخيص وبنظرة عامة وشاملة تلك العوامل، التي تعد سبب عجز الموازنة العامة، ووفقا لما أجمعت عليه معظم الدراسات المالية والاقتصادية، إلا أن طبيعة وحجم واتجاه وآلية تأثير عجز الموازنة العامة على تطور وتنمية القطاع المالي مع تباين واختلاف المجتمعات في درجة تطورها الاقتصادي لم يحسم ذلك بصورة مطلقة، ما ولد حاجة متزايدة وملحة للبحث والتحليل.

لقد اتجهت معظم الادبيات الاقتصادية والمالية في تفسيرها لآلية انتقال تأثير عجز الموازنة العامة والناتج عن تجاوز الانفاق الحكومي مستويات إيراداتها والمغطى من خلال الاقتراض المباشر من الجهاز المصرفي عن طريق اصدار السندات الحكومية واذونات الخزانة على القطاع المصرفي، الذي افترضته في غالبيتها سالباً، عبر قناتين تتمثل الأولى باستباق أو سحب المدخرات المحلية من أمام القطاع المصرفي، في حين تتمثل الثانية باحتفاظ الجهاز المصرفي بجزء من تلك الاصدارات الحكومية، وفي كلا الحالتين ستعمل ووفقا لفرضية المزاحمة[2] (Crowding-Out Hypothesis) و/أو فرضية البنك الكسول[3] (lazy

1. Christopoulos & Tsionas (2004),King & Levine (1993), Levine, Loayza & Beck (2000), Calderon & Liu (2003), Bayar, Gündüz & Sezgin (2019)

٢. فرضية المزاحمة وهي حالة يؤدي فيها الارتفاع في إنفاق القطاع العام إلى خفض إنفاق القطاع الخاص أو حتى القضاء عليه ومن أكثر اشكال المزاحمة شيوعا هو زيادة الاقتراض التي تقوم بها الحكومات والتي لها عظيم الأثر في رفع أسعار الفائدة الحقيقية، ويترجم ذلك بانخفاض الإنفاق الاستثماري الخاص .

(Shetta & Kamaly,2014,251-279) (Hauner,2009,171-183) banking Hypothesis) على تقويض جزء من كفاءة وإمكانية الجهاز المصرفي على منح الائتمان إلى القطاع الخاص الذي يعد أحد المؤشرات المهمة لتنمية القطاع المالي. من هنا فان الارتفاع في مستويات عجز الموازنة سيعيق من نمو القطاع المصرفي الذي يعد جزءاً أساسياً من هيكل النظام المالي (Ismihan,2010,2)، (Ayadi et al.,2013,4)، (Andrés et al.,2016,1)، (İlgün,2016,284) (Janda & Kravtsov,2017,10).

في مقابل ذلك يشير Kutivadze (2011), Kumhof & Tanner (2005) إلى أن الأدوات الحكومية من سندات واذونات خزانة والتي يطلق عليها عادة بالموجودات الآمنة (Safe Asset) ونتيجة لتمتع أسواقها بالاستقرار النسبي وقدرتها على تسهيل عمل الوساطة المالية يمكن أن تسهم وبفاعلية في تطوير وتنمية الاسواق المالية وبالتالي القطاع المالي.

وعلى النقيض من ذلك يرى Hauner (2009) و(Ismihana & Ozkan(2012، أن في ظل هيمنة الحكومة كمقترض رئيس في سوق الأوراق المالية المحلية، واستمرارية عجز الموازنة العامة وارتفاع مستوياته، يبدأ التأثير السلبي لارتفاع الدين العام والذي يمثل مقياساً رئيساً للتنمية المالية نتيجة لما يولده ذلك من مزاحمة القطاع الخاص في الوصول إلى الأموال المتاحة والذي يستكمل بدوره بآثار أخرى سلبية الأثر على النشاط الاقتصادي.

وفي اتجاه آخر لتحليل آلية التأثير غير المباشر لعجز الموازنة العامة على تطور القطاع المالي وتنميته، ومن الناحية النظرية وبحسب ما عرضته الادبيات المالية ووفقاً للسياسة الكينزية، من المتوقع أن المستويات المرتفعة من الانفاق الحكومي، وعبر التغيرات الجوهرية في أسعار الفائدة وأسعار السلع النهائية والوسيطة علاوة على رفع معدلات تعبئة المدخرات وزيادة حجم السيولة المالية، تزيد من معدلات النشاط الاقتصادي، وعلى الضد من ذلك يرى(Ismihana & Ozkan(2012 أن آثار التوسع في الانفاق الحكومي قد تكون انكماشية ، لأن الذي يحدد تلك الاثار هو مستوى تطور سوق الدين والجمهور وهيكل سوق العمل، ففي البلدان ذات العمق المالي المحدود تكون آثار ذلك التوسع على الأغلب انكماشية، يدعم ذلك القول Christensen(2005) و Caballero and Krishnamurthy (2004) أن زيادة الانفاق الحكومي في مثل هكذا اقتصادات يزاحم استثمار القطاع الخاص عبر تبني سياسة مالية توسعية تؤدي إلى انخفاض قيمة وجودة الاوراق الحكومية بسبب انخفاض السيولة لدى الدولة.

---

٣. أنموذج البنك الكسول هو إمكانية خلق خطر اخلاقي ناجم عن ارتفاع درجة الإقراض للحكومة بما يؤدي بالتالي إلى التثبيط من إقراض البنوك للقطاع الخاص المحفوف بالمخاطر، وخنق الحافز لديهم للبحث عن فرص استثمارية مربحة جديدة في القطاع الخاص.

٤. يُعرَّف العمق المالي بأنه حجم الأموال المتاحة للتمويل الحكومي والقطاع الخاص

- **أهمية البحث**

في ضوء ما تقدم، ونظراً لما يمكن أن يحدثه عجز الموازنة العامة، بعدِّه أحد متغيرات مصفوفة العوامل المؤثرة في القطاع المالي ومؤشراته، من دعم وتعزيز تطوره وتنميته، ومن حيث انعكاس ذلك على باقي القطاعات الاقتصادية ودفعها نحو رفع مستويات نموها وتقدمها، فقد اختبرت وحللت العديد من البحوث والدراسات التجريبية أثر عجز الموازنة العامة في تنمية القطاع المالي.

- **مشكلة البحث**

تخضع مستويات تطور القطاع المالي في بلدان العالم ولا سيما النامية منها لتأثير عجز الموازنة العامة الذي يمارس دورا جوهرياً وبارزا في تحديد تلك المستويات. من هنا يحاول البحث أن يجيب على السؤالين الآتيين: ما طبيعة واتجاه تأثير عجز الموازنة العامة على تطور القطاع المالي في بلدان مجلس التعاون الخليجي؟ وما حجم وآلية ذلك التأثير على تطور القطاع المالي؟

- **هدف البحث**

لقد سعت الدراسة إلى تقديم صورة واضحة وشاملة عن الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي تناولت تحليل وتفسير آلية وقنوات التأثير الذي يمكن أن تمارسه المستويات المرتفعة من عجز الموازنة العامة في تعزيز وتنمية القطاع المالي، علاوة على استشراف أنموذج كمي قادر على تشخيص طبيعة ذلك التأثير وقيمته واتجاهه لدول مجلس التعاون الخليجي وللمدة (2005-2017).

- **فرضية البحث**

انطلق البحث من فرضية أساسية مفادها خضوع التطور المالي لتأثير عجز الموازنة العامة في مستوياته، ويتباين في طبيعة وحجم واتجاه ذلك التأثير.

- **منهجية البحث**

بغية بلوغ أهداف البحث واختبار فرضياته تم اعتماد المنهجية المستندة إلى الربط بين اتجاهين رئيسين، اتجاه وصفي قائم على النظريات والدراسات التجريبية الاقتصادية والمالية التي تناولت موضوع البحث بهدف تحديد ورصد وتشخيص أثر عجز الموازنة العامة في تعزيز وتنمية القطاع المالي، واتجاه ثاني يتبنى الاستعانة بأساليب الاقتصاد القياسي الحديثة المتمثلة بمنهجية الانحدار التجميعي (PRM) والأثر الثابت (FEM) والأثر العشوائي (REM) المستندة إلى البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) لغرض تقدير واختبار أثر عجز الموازنة العامة في تعزيز وتنمية القطاع المالي في دول مجلس التعاون الخليجي.

- **حدود البحث**

١. الحدود المكانية

لقد اتخذ البحث، وللابتعاد عما طرحته الدراسات التجريبية السابقة، من دول مجلس التعاون الخليجي عينة لتطبيقاته، باعتبارها مكوناً اقتصادياً متقارباً ولحد بعيد من حيث خصائصه الاقتصادية والسياسية والاجتماعية

٢. الحدود الزمانية

غطت فترة زمنية شهدت العديد من التغيرات السياسية والاقتصادية ورافقت الازمة المالية العالمية ٢٠٠٨ وما تبعها من تباطؤ نمو الاقتصاد العالمي إلى الانهيار الحاد في أسعار النفط الداعم لعجز الموازنة العامة.

١. مراجعة الأدبيات ذات العلاقة

لم يكن تشخيص أثر عجز الموازنة العامة في تنمية وتطور القطاع المالي والوقوف على طبيعة واتجاه هذا التأثير، بعيدة عن اهتمام الأطر النظرية والدراسات الأكاديمية والتجريبية للفكر المالي والاقتصادي الحديث، كما لم تغب عن برامج ومناقشات المؤسسات الدولية كالبنك الدولي وصندوق النقد الدولي. فقد أجريت العديد من البحوث الدراسات التي تناولت ذلك الأثر ولعينات ودول مختلفة، يمكن استعراض أهمها وعلى النحو الآتي:

تناقش دراسة Kumhof and Tanner (2005) سلوك البنوك المحلية في اختيارها الإفراط في الاقراض الحكومي، والمنطلق من كونها تعتبر أن الإقراض الخاص هو البديل الأكثر خطورة في ظل العيوب القانونية والمؤسسية القائمة. ما ينعكس في جعل البنوك والمقترضين عرضة لآثار سياسة الدين الحكومية. باستخدام منهجية VAR للتكامل المشترك في باكستان للفترة (2000-1964)، وأظهرت النتائج الأثر الكبير للاستثمار الحكومي على الاستثمار الخاص، ومن ثم تؤدي هذه الاستثمارات دورًا حيويًا في تعزيز النمو الاقتصادي.

أجرت دراسة Ardagna et al. (2007) مسحاً لستة عشر دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD وباستخدام vector autoregression (VAR) للمدة (2000-1960)، أظهرت النتائج أن ازدياد الدين الحكومي من البنوك قد أدى إلى رفع سعر الفائدة في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، أما في المدى الطويل فهذا الارتفاع في سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص الذي يعد بمثابة جوهر النمو الاقتصادي لتلك الدول. وذلك بسبب لجوء الحكومة عندما تواجه عجزًا في الايرادات إلى الاقتراض، مما يخلق مشكلة مزاحمة المستثمرين من القطاع الخاص الذين يرغبون في الاقتراض من القطاع المصرفي. وهذا ما يحدث عادة في البلدان النامية.

في دراسة Rehman et al. (2009) حول محددات الاستثمار الخاص في غانا، وباستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) للمدة (2005-1972)، أظهرت النتائج وجود

علاقة طويلة الاجل، فضلا عن إلى العلاقة قصيرة الاجل بين الاستثمار الخاص والانفاق الحكومي، كما تظهر النتائج أيضاً أهمية العديد من العوامل غير التقليدية كالحوكمة، وجودة المؤسسات، ومهارات تنظيم المشاريع في رفع حجم الاستثمار الخاص. مقابل هامشية وانحسار تأثير العوامل التقليدية الذي قد يصل إلى الصفر.

اهتمت دراسة Nejad (2010) بمحددات التنمية المالية وتقييم آثار السياسات المالية القمعية على عملية التنمية المالية في ايران للمدة ١٩٦٥-٢٠٠٦، باستخدام تقنية (Johansen Cointegration analysis) لبيانات السلسلة الزمنية. وأكدت نتائج العمل التجريبي على أن كلاً من الانفتاح التجاري والادخار والنمو الاقتصادي تمارس تأثيرا إيجابياً على تنمية القطاع المالي في حالة إيران، وعلى عكس مؤشر القمع المالي ونسبة متطلبات الاحتياطي التي أظهرت تأثيرا سلبيا في التنمية المالية. ويضيف إلى ذلك بالقول إن النتيجة المثيرة للاهتمام هي الأثر الايجابي للتضخم على التنمية المالية في حالة إيران، وهو ما جاء مناقضا للمنطق الاقتصادي، إلا أنه يتماشى مع الرأي القائل بوجود معدل تضخم حرج، يمكن أن يشجع النشاط الحقيقي ويعزز التنمية المالية بدلاً من عرقلتها.

في دراسة Takyi & Obeng (2013) حول محددات التنمية المالية في غانا وباستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وباعتماد البيانات الفصلية للمدة 1988-2010، كشفت النتائج عن وجود علاقة تكاملية معنوية بين الانفتاح التجاري، والتضخم، ودخل الفرد، ومتطلبات الاحتياطي والاقتراض الحكومي، علاوة على الدور المهم الذي يمكن أن يؤديه الانفتاح التجاري ودخل الفرد في تحديد مستوى التنمية المالية في غانا. فبينما كان للتضخم ومعدل الفائدة ومتطلبات الاحتياطي آثار سلبية وذات دلالة إحصائية على التنمية المالية في المدى القصير والطويل، فشل الإقراض الحكومي في تأكيد تأثير على التنمية المالية في ذات المديين، مما يشير إلى أن ارتفاع نسب الاقتراض الحكومي من القطاع المصرفي لن يكون له أي تأثير كبير على الائتمان الخاص أو حتى في تحشيد الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص.

تناولت دراسة Ali, et al. (2016) تأثير الاقتراض الحكومي من البنك المركزي والبنوك التجارية على التنمية المالية. باستخدام الاقتراض الحكومي كديون محلية عامة في حين استخدم الائتمان المقدم إلى القطاع الخاص (الاقتراض الخاص) كمؤشر للتنمية المالية. وباستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) وباعتماد بيانات السلسلة الزمنية للمدة 1972-2015، في باكستان، كشفت النتائج عن أن ارتفاع الاقتراض الحكومي من البنوك يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص في تقليل المبالغ المتاحة للاقتراض، ما ينعكس في انخفاض حجم استثمار القطاع الخاص، علاوة على وجود بعض العوامل الأخرى المؤثرة أيضا على حجم اقتراض القطاع الخاص مثل الضرائب والمدخرات والتضخم.

حللت دراسة Hussain et al. (2009) بالعلاقة طويلة الأجل بين استثمار القطاع الخاص والإنفاق الحكومي (السياسة المالية) في باكستان، للمدة 1975-2008، باستخدام تقنية (Johansen

Cointegration analysis) لبيانات السلسلة الزمنية. وأكدت نتائج العمل التجريبي على أن هناك ارتباطًا طويل الأجل بين متغيرات الدراسة.

تناولت دراسة Raymond Alenoghena (2018) آثار تمويل العجز المالي من المصادر المحلية على تنمية الأسواق المالية في نيجيريا، وتحديد ماهية وأهمية العلاقة بين خيارات تمويل العجز المالي وتطوير الأسواق المالية للبلاد على المديين القصير والطويل. بالإضافة إلى تشخيص أثر الدين المحلي من حيث إذا كان مزاحماً أم محفزاً لاستثمارات القطاع الخاص في نيجيريا للفترة 1981– 2014، باستخدام أنموذج الانحدار الزمني للفجوات الموزعةARDL لتقدير وتشخيص العلاقة التجريبية بين تمويل العجز المالي وتنمية الأسواق المالية.. وأظهرت النتائج وجود ارتباط طويل الأمد يتجه من العجز المالي إلى تطوير الأسواق المالية. وبشكل أكثر تحديدًا، يؤثر عجز الموازنة والديون المحلية والإنفاق الحكومي بشكل كبير وسلبي على تطوير الأسواق المالية النيجيرية. علاوة على الأثر السلبي لعجز الموازنة العامة للدولة على تنمية القطاع المالي على المدى الطويل. ويضيف إلى ذلك بالقول إن النتيجة المثيرة للاهتمام هي الأثر الكبير والسلبي للدين المحلي على اعتماد إقراض استثمارات القطاع الخاص في نيجيريا، وهو ما جاء مواقفاً للمنطق الاقتصادي القائل بأن الدين العام المحلي يزاحم استثمارات القطاع الخاص. وتشير نتائج الدراسة إلى أن السياسة المالية في نيجيريا لها دور قوي في استقرار الاقتصاد الكلي. ويُنصح الحكومة بتقليص العجز الهائل والمستمر في الميزانية. إذ لابد من أن تؤدي السياسات المالية دوراً أكثر حيادية في تحفيز الاستثمار وريادة الأعمال في القطاع الخاص في الاقتصاد النيجيري.

ويحاول الجدول (١) استعراض بعض نتائج الدراسات التي اهتمت بأثر عجز الموازنة العامة على تطور وتنمية القطاع المالي.

الجدول ١: ملخص لتأثير الانفتاح التجاري على القطاع المالي ووفقا لبعض الأدبيات السابقة

ت	الباحثون والسنة	نوع التأثير
١	Kumhof and Tanner (2005)	سلبي
٢	Ardagna et al. (2007)	سلبي
٣	Rehman et al. (2009)	إيجابي
٤	Nejad (2010)	سلبي
٥	Takyi & Obeng (2013)	ليس له تأثير
٦	Ali, et al.(2016)	سلبي
٧	Hussain et al. (2009)	ارتباط طويل الاجل
٨	Raymond Alenoghena (2018)	سلبي

الجدول من عمل الباحثة بالاعتماد على الدراسات السابقة

٣. المنهجية التجريبية (Empirical Methodology)

في ضوء ما تقدم من دراسات سابقة للباحثين الاقتصاديين والماليين، واستنادا إلى الأطر النظرية والتجريبية التي تضمنتها، ولمواصلة ما بدأه الاخرون، ولتأكيد فرضيات البحث الرئيسة والوصول إلى أهدافه الأساسية، وبهدف تصميم أنموذج كمي لأثر واتجاه علاقة مصفوفة متغيرات الدراسة (المتغيرات التوضيحية المتمثلة: بعجز الموازنة العامة، والنمو الاقتصادي، والتضخم) في تنمية القطاع المالي ومؤشراته (المتغير المعتمد)، تم استخدام ما يعرف بأسلوب البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) لدول مجلس التعاون الخليجي وللفترة (2005–2017) وبواقع عدد مشاهدات السلسلة الزمنية (٧٨) مشاهدة

١. مصادر البيانات

بهدف توحيد مصادر البيانات وتجنب تباينها واختلافها، اشتملت مصادر البيانات لدول مجلس التعاون الخليجي (عينة الدراسة) على ثلاثة أجزاء، الأول مأخوذ من قاعدة بيانات التنمية المالية العالمية (Global Financial Development Database) الصادرة عن البنك الدولي (World Bank) والخاص ببيانات مؤشرات التنمية المالية. في حين يستند الثاني والثالث على التوالي إلى قاعدة بيانات البنك الدولي والمعنية بمؤشرات التنمية العالمية (World Development Indicators)، وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي الخاصة بالإحصاءات المالية الدولية (International Financial Statistics) للوصول إلى بيانات المتغيرات التفسيرية (عجز الموازنة العامة، والنمو الاقتصادي، والتضخم)

٢. متغيرات الأنموذج

أ. المتغيرات المعتمدة

انطلاقاً من البحوث والدراسات التجريبية مثل Gupta & Mahakud (2019)، Svirydzenka (2016)، Čihák et al. (2012) والمستندة لآراء خبراء البنك الدولي وصندوق النقد الدولي في تمييز مؤشرات تنمية القطاع المالي، تم اعتماد مؤشرين للتعبير عن تنمية الأسواق المالية، ومؤشرين للتعبير عن تنمية القطاع المصرفي، والتي عدت أكثرها شيوعًا واستخدامًا من قبل تلك الدراسات وعلى النحو الآتي:

١. مؤشرات القطاع المصرفي

- الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي (BC): ويعد من أكثر مؤشرات قياس تنمية القطاع المالي (المصرفي على وجه الخوص) شيوعًا واستخدامًا في الدراسات الاقتصادية والمالية، نظرا لقدرته على التعبير عن حجم الوساطة المالية ومستوى كفاءة تخصيص الموارد التي يمكن أن يمارسها القطاع المالي من الاقتصاد وبشكل خاص في البلدان النامية ذات المستويات غير المتدنية من تشوهات السوق (Asiama & Mobolaji,2011,5)، فارتفاع قيمته عادة ما تدلل على تمتع القطاع المالي بمستويات عالية من الفاعلية والتطور (Asiama & Mobolaji,2011,5). (Ross et al., 2000,31-77) .

- إجمالي ودائع القطاع المالي بوصفه نسبة من الناتج المحلي الإجمالي (TD): وتشكل الودائع تحت الطلب، والودائع لأجل، والودائع الادخارية في المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، أحد أكثر المؤشرات المالية واقعية ودقة لقياس مدى تطور القطاع المالي بعد تنسيبه إلى الناتج المحلي الإجمالي وخاصة في البلدان النامية التي تتميز بارتفاع مستويات العملة المتداولة إلى إجمالي عرض النقد. والتي تعكس الحجم الحقيقي للقطاع المالي (2018) Aluko & Ajayi ، (2000) Xu ، Ghali (1999), Ardicad & Damar Demetriades & Hussein (1996) (2006)، بعدها تعبيرا عن ميل الوحدات الاقتصادية باتجاه التعامل مع الودائع المصرفية من جانب، ورغبة وقدرة المؤسسات المالية في تعبئة الموارد المالية وإعادة تخصصيها بين الوحدات الاقتصادية من جانب آخر، فارتفاع نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، إنما يعكس مستوى تطور وتنوع وكفاءة تلك المؤسسات المالية، وبالتالي القطاع المالي الذي تنتمي إليه (Khan & Senhadji,2003,89-110) ، (Gregorio & Guidotti,1995,433-448).

٢. مؤشرات الأسواق المالية

- نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (SMC): والذي يعبر عن مستوى العمق المالي الذي تتمتع به أسواق الأوراق المالية (Levine & Zervos ,1998, 537-558) ويشير بصورة خاصة إلى حجم السيولة التي تمتلكها تلك الأسواق(Nazir,Nawaz & Gilani,2010,3473-3479). فارتفاع قيمة المؤشر وما يعكسه من ارتفاع سيولة أسواق الأوراق المالية عادة ما يفسر على أنه انخفاض في تكاليف المعاملات وتدنٍ في مستويات المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الاستثمارات المتنوعة وجاذبية اكبر لوحدات الفائض المالي لاستبدال مدخراتهم النقدية إلى موجودات مالية قادرة على توليد عوائد مستقبلية، طالما ليس هناك ما يمنع من استعادة تلك المدخرات بوقت وتكاليف مناسبة أو إعادة تكوين وتنويع محافظهم الاستثمارية، والذي يفسر بمجموعه على أنه ارتفاع في مستويات تطور وتنمية أسواق الأوراق المالية (Arestis & Demetriades ,1997,785) ،(Demirguc-Kunt & Levine,1996,229) Ognaligui ،(Ake & ,2017,83).
- معدل دوران سوق الأسهم (الأسهم المتداولة إلى الرسملة) (SMT): يعبر هذا المؤشر عادة عن مستوى الكفاءة التي تتمتع بها أسواق الأوراق المالية، فارتفاع معدل دوران الأسهم إنما يعكس دخول السوق في حالة من النشاط الكثيف في حركة الأسهم المتداولة، ينتج عنها ارتفاع في معدلات السيولة تقود إلى زيادة مستويات كفاءة السوق (Arestis & Demetriades ،1997,785) ،(Balogu, Asso & Hassan,2016,40).

ب. المتغيرات التوضيحية (المستقلة)[٤]: لتوضيح أثر عجز الموازنة العامة في تنمية القطاع المالي تجريبيا وبناء على الأطر النظرية والدراسات الاقتصادية والمالية التي حاولت تشخيص ذلك، فقد اعتمدت متغير:

عجز الموازنة العامة (BUD): تم التعبير عن عجز الموازنة العامة بنسبة العجز في الموازنة العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي، باعتباره المؤشر الأكثر شيوعا واستخداما في غالبية الدراسات التجريبية. (Ismihan,2010,2) Kutivadze (2011), Kumhof & Tanner (2005) أضيف إليه متغيران اقتصاديان آخران ضابطان[٥] (Control Variables) وبحسب الدراسات الاقتصادية والمالية يعدان من العوامل الرئيسة المؤثرة في تنمية القطاع المالي بشكل مستقل من جانب، ومن خلال تأثيرهما على إمكانية استجابة تنمية القطاع المالي للتغيرات الحاصلة في عجز الموازنة العامة من جانب *آخر (Huang,2010,165) ، (Ho & Bernard,2018,6)، (Suen et al.,2007,10)* ، وهما:

أ. النمو الاقتصادي (GDP): ويعبر عنه بمعدل التغير في حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي بالدولار الامريكي، الذي من المتوقع، ووفقا للعديد من الدراسات الاقتصادية والمالية Zang & Kim (2007) Arestis & Demetriades (1996), Baltagi et al. (2009), Law & Habibullah (2009), Odhiambo (2012),Gozgor (2015),Peia & Roszbach (2015)، أن يحدث أثراً إيجابيا في تطور وتنمية القطاع المالية.

ب. التضخم (INF): تم التعبير عنه بالتغير السنوي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك، والذي وثقت معظم الدراسات التجريبية Boyd et al. (2001), Odhiambo (2012), Bittencourt (2008), Ben & Kandil (2014)، الآثار السلبية لارتفاع معدلاته على تنمية القطاع المالي وتطوره.

تأسيساً على ما تقدم يمكن صياغة نماذج التقدير على شكل أربعة دوال رياضية يُستند عليها في بناء أربع معادلات قياسية، تختلف في متغيرها المعتمد، وتتماثل في متغيراتها المستقلة (التوضيحية)، حيث تعكس المعادلة الأولى أثر عجز الموازنة العامة والنمو الاقتصادي والتضخم في مؤشر تنمية القطاع المالي المعبر عنه بالائتمان المصرفي الممنوح إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (BC)، في حين تبنى المعادلة الثانية لتبين أثر تلك المتغيرات التوضيحية في مؤشر تنمية القطاع المالي المتمثل بالائتمان المصرفي الممنوح كنسبة من إجمالي الودائع المصرفية (TD) بينما يؤشر الأنموذج الثالث أثر المتغيرات التوضيحية الثلاثة في مؤشر تنمية القطاع المالي المتمثل بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي

---

٤. حول مؤشرات المتغيرات التفسيرية المعتمدة، والدراسات التجريبية التي اعتمدتها. راجع الملحق (١)

٥. تسهم المتغيرات الضابطة (Control Variables) الداخلة في الأنموذج، وعبر تقليلها لنسب الأخطاء العشوائية ومحاولة تقريبها إلى الواقع الفعلي، في ضبط تأثير المتغيرات التفسيرية (المستقلة) في المتغيرات المفسرة (التابعة)، ورفع مستوى دقة ووضوح الأنموذج.

الإجمالي (SMC) وأخيراً توضح المعادلة الرابعة أثر المتغيرات التوضيحية المعتمدة في النماذج السابقة في مؤشر تنمية القطاع المالي المعبر عنه بمعدل دوران سوق الأسهم (SMT)، وكما يأتي:

$$(1) BC = F\{BUD, GRO, INF\}$$
$$(2) TD = F\{BUD, GRO, INF\}$$
$$(3) SMC = F\{BUD, GRO, INF\}$$
$$(4) SMT = F\{BUD, GRO, INF\}$$
$$(1) BC = \beta_0 + \beta_1 BUD + \beta_2 GRO + \beta_3 INF + \varepsilon_i$$
$$(2) TD = \beta_0 + \beta_1 BUD + \beta_2 GRO + \beta_3 INF + \varepsilon_i$$
$$(3) SMC = \beta_0 + \beta_1 BUD + \beta_2 GRO + \beta_3 INF + \varepsilon_i$$
$$(4) SMT = \beta_0 + \beta_1 BUD + \beta_2 GRO + \beta_3 INF + \varepsilon_i$$

٣. منهجية تقدير الأنموذج.

تكتسب البيانات المزدوجة (Panel Data) اهتماماً بالغاً في الآونة الاخيرة وبشكل خاص في الدراسات الاقتصادية والمالية، لما تتسم به من قدرة على الدمج بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في الوقت ذاته، كونها تتعامل مع ديناميكية الزمن ولمفردات متعددة (Gujarati, 2004,636) علاوة على معالجتها لمشكلة عدم التجانس أو التباين غير الواضح لمفردات العينة المقطعية، ومن ثم الابتعاد عن الوقوع في تقديرات متحيزة وغير متسقة (Reyna, 2007, 2). ويتم التعامل مع البيانات المزدوجة ووفقا لـ Green (2002) بثلاثة مناهج انحدار أساسية هي:

أ. أنموذج الانحدار التجميعي (PRM) (Pooled Regression Model)

يعد أنموذج (PRM) من أبسط نماذج تحليل البيانات المزدوجة (panel Data) ، حيث يستند على افتراض ثبات جميع معلمات الأنموذج $B_{0(i)}$ و B_i عبر الزمن، وهو بذلك يهمل تأثير الزمن وتأثير اختلاف الخصائص الفردية في الأنموذج، بتجاهل طبيعة البيانات المزدوجة والتعامل معها كسلاسل زمنية (Time Series)، حيث يعمل على ترتيب قيم المتغيرات المستقلة والمتغير المعتمد بشكل متسلسل، بدءًا من أول مجموعة بيانات مقطعية وهكذا، فتتكون سلسلة زمنية بحجم مشاهدات مقداره (N * T) حيث يفترض الأنموذج تساوي القيمة المتوقعة للخطأ العشوائي بالصفر $E(\varepsilon_{it}) = 0$ وإن تباين حد الخطأ العشوائي ثابت $ar(\varepsilon_{it}) = \sigma^2$ ، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS للتقدير، يمكن الحصول على تقديرات تتصف بالاتساق (Consistent) والكفاءة (Efficient) شرط ثبات الأثر الفردي لجميع الوحدات وعبر الزمن (AL-Omary &Hyt, 2016, 883) (Gil-García & Puron-Cid,2013,205-206)

ويتخذ أنموذج الانحدار التجميعي الصيغة الآتية :

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2,\dots\dots,N \quad t = 1,2,\dots\dots\dots,T \quad (2)$$

ب. أنموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) (FEM)

يستند أنموذج الأثر الثابت (FEM) على افتراض وجود اختلافات غير مشاهدة وغير متجانسة سواء المقطعية (بين البلدان، الاشخاص، الشركات) أو الزمنية (السلاسل الزمنية)، ويتعامل معها كقواطع أو ثوابت (Constant)، أي يتقبل الأنموذج وجود ثوابت تتفاوت بحسب كل بلد (Cross Sectional) أو بحسب كل فترة زمنية (Time series) بهدف استكشاف الاثار غير المشاهدة والمؤثرة في المتغير المعتمد، ولتقدير هذه الثوابت تستخدم طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least-Squares (LSDV) (Dummy Variable Model والتي تحتوي على متغيرات وهمية بعدد (n-1) لتمثيل الدول و(t-1) لتمثيل السنوات، وفي ضوء ما سبق فإن هذا الأنموذج يعكس الاختلافات والفروق بين الوحدات المقطعية للعينة. وتظهر الصيغة الرياضية للأنموذج وعلى النحو الآتي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \qquad i = 1,2,\dots..,N \quad t = 1,2,\dots\dots,T \ (3)$$

$$\alpha_i = \alpha_0 + u_i$$

حيث تتوزع الاخطاء العشوائية طبيعيا حول الوسط بمتوسط صفر، وتباين ثابت $\varepsilon_{it\sim N(0,\sigma^2)}$ (AL-Iraqi, 2018, 84-85) (Clark et al.,2010,7-8).

ت. أنموذج الأثر العشوائي(REF) (Random Effect Model)

على خلاف أنموذج الأثر الثابت (FEM)، يتعامل أنموذج الأثر العشوائي (REF) مع الاثار المقطعية والزمنية على انها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، اي يستند هذا الأنموذج إلى افتراض أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط مساوٍ إلى الصفر وبتباين محدد، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ، وبالتالي يستند هذا الأنموذج إلى افتراض أساسي، وهو غياب الارتباط بين الاثار العشوائية ومتغيرات الأنموذج التفسيرية، وبعبارة أخرى يفترض هذا الأنموذج أن كل دولة أو كل سنة تتباين في حدها العشوائي، وفي حالة احتواء الأنموذج على كل من الاثار المقطعية والزمنية، يطلق عليه أحياناً أنموذج مكونات الخطأ (Error Component Model)، او مكونات التباين، نظراً لتضمين الاثار العشوائية داخل الخطأ العشوائي وبالتالي احتوائه على مركبين للخطأ، وبذلك يتخذ أنموذج الأثر العشوائي (REM) الصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{i=1}^{k} B_j X_{j(it)} + \epsilon_{it} \qquad i = 1,2,\dots..,N \qquad t = 1,2,\dots..,T \ (4)$$

$$\epsilon_{it} = u_i + \varepsilon_{it}$$

بافتراض أن حد الخطأ المركب ϵ_{it} يمتلك خصائص الأخطاء العشوائية الأخرى نفسها من حيث أن قيمته المتوقعة مساوية للصفر $(\epsilon_{it} = 0)$ وبتباين ثابت $(Var(\epsilon_{it}) = \sigma^2)$

وفي ضوء ما سبق، من تغير الخطأ العشوائي إلى خطا مركب في عملية تقدير معلمات الأنموذج، لا تصلح طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) في تقدير معلمات أنموذج التأثيرات العشوائي، لذا عادة ما يستعان بطريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized Least Squares) (GLS) لغرض تقدير معلمات أنموذج الأثر العشوائي بالشكل الصحيح (Gujarati,2004,647-649) (AL-Iraqi, 2018, 85)

ولاختيار الأنموذج الأكثر ملاءمة من ضمن نماذج البيانات المزدوجة (Panel Data) الثلاثة السابقة، يتم إجراء اختبارين احصائيين تشخيصيين يتمان عبر مرحلتين:

يستخدم في المرحلة الاولى اختبار Fisher للمفاضلة بين أنموذج الانحدار التجميعي (PRM) وأنموذج الأثر الثابت (FEM) في التقدير. فاذا اشارات النتائج إلى أفضلية وملاءمة أنموذج الانحدار التجميعي (PRM) للبيانات نتوقف عند هذه المرحلة ونعتبره الأكثر ملاءمة، ومن ثم يتم تقدير الانموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، أما في حال اشارت النتائج إلى أفضلية وملاءمة نموذج الأثر الثابت (FEM)، ننتقل إلى المرحلة الثانية من التشخيص والخاصة بالمقارنة بين أنموذجي التأثيرات الثابتة (FEM) والتأثيرات العشوائية(REM) بتطبيق اختبار Hausman (1978) (Clark et al.,2010,25-27).

٤. تقدير النماذج

للوصول إلى نتائج وتقديرات لأثر عجز الموازنة العامة على تنمية القطاع المالي في بلدان مجلس التعاون الخليجي للفترة (٢٠٠٥-٢٠١٧) تتمتع بخلوها من امكانية أن تكون بعض قيمها زائفة أو مضللة عبر اختبار استقرارية البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة[٦] وبصيغتها الخطية، والتي وضحتها الرسوم البيانية في الملحق (٢)، وليس لديها جذر الوحدة، تم اعتماد اختبار لـ(LLC) Levin-Lin-Chu (2002)[٧] الذي تم ادراج نتائجه في الملحق (٣)، والتي أكدت على استقرارية متغيرات الدراسة في المستوى، باستثناء متغيري الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (BC)، وإجمالي ودائع القطاع المالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (TD)، الذين اثبتا استقراريتهما عند أخذ الفرق الأول لهما.

بناءً على ما تقدم من معطيات، وباعتماد نتائج اختبار Chow-Test (1960) التي عرضت في الجدول (٢)، تبين ضرورة قبول فرضية العدم والتي اظهرت أفضلية وملاءمة أنموذج الأثر الثابت (FEM) مقارنة بأنموذج الانحدار التجميعي (PRM) في تحليل البيانات المزدوجة (Panel Data) للنماذج الاربعة.

---

٦. للاطلاع على الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة من حيث الوسط الحسابي، والوسيط، الانحراف المعياري، ومعامل الالتواء واختبارات التجانس يمكن الرجوع إلى الملحق (٢).

7 . Levin, A., Lin, C.F., Chu, C. (2002) .Unit root tests in panel data: Asymptotic and Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*,108:1-24.

الجدول ٢: اختبار Chow-Test للنماذج الاربعة

Redundant Fixed Effects Tests **Equation: Untitled** **Test cross-section fixed effects**			
BC للأنموذج الاول Chow-Testاختبار			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.445768	(5,70)	0.0000
Cross-section Chi-square	49.611029	5	0.0000
TD للأنموذج الثاني Chow-Testاختبار			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	32.420919	(5,70)	0.0000
Cross-section Chi-square	93.498043	5	0.0000
IS للأنموذج الثالث Chow-Testاختبار			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.912926	(5,71)	0.0000
Cross-section Chi-square	50.447952	5	0.0000
SPV للأنموذج الرابع Chow-Testاختبار			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	24.302382	(5,71)	0.0000
Cross-section Chi-square	77.803296	5	0.0000

الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

وباعتماد اختبار Hausman للمفاضلة بين نتائج التقدير المستندة إلى أنموذج (FEM) مع نتائج أنموذج (REM) للنماذج الاربعة، والمثبتة نتائجه في الجدول (3)، تبين قبول الفرضية البديلة وما تفترضه من عدم اتساق النتائج المقدرة وفقا لمنهجية (FEM)، الأمر الذي يدفع باتجاه تبني منهجية (REM) وللنماذج الاربعة.

الجدول ٣: اختبار Hausman للنماذج الاربعة

Correlated Random Effects - Hausman Test **Equation: Untitled** **Test cross-section random effects**			
للأنموذج الاولHausmanاختبار			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0.307521	2	0.8575
للأنموذج الثاني Hausman اختبار			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0.714982	2	0.6994
للأنموذج الثالث Hausman اختبار			

Correlated Random Effects - Hausman Test Equation: Untitled Test cross-section random effects			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0.163519	1	0.6859
للأنموذج الرابع Hausman اختبار			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	0.694833	1	0.4045

الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

بناء على ما تقدم من معطيات، وباعتماد منهجية الأثر العشوائي (REM) في تقدير أثر عجز الموازنة العامة (BUD) والمتغيرات الضابطة التضخم (INF) والنمو الاقتصادي (GDP) في مؤشرات التنمية المالية المعبر عنها في الأنموذج الأول بالائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (BC)، وفي الأنموذج الثاني بالائتمان المصرفي الممنوح كنسبة من إجمالي الودائع المصرفية (TD) وفي الأنموذج الثالث بنسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي (SMC) وفي الأنموذج الرابع بمعدل دوران سوق الأسهم (SMT) والمدرجة نتائجها في الجدول (٤).

الجدول ٤: أثر عجز الموازنة العامة والمتغيرات الضابطة في مؤشر التنمية المالية

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects) **Sample: 2005 2017** **Periods included: 13** **Cross-sections included: 6** **Total panel (balanced) observations: 78** **Swamy and Arora estimator of component variances**				
الأنموذج الاول **أثر عجز الموازنة العامة والمتغيرات الضابطة في مؤشر التنمية المالية (BC)**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
BUD	-80.75528	13.17235	-6.130666	0.0000
GRO	-1.233333	0.263095	-4.687785	0.0000
C	63.08515	5.125528	12.30803	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.514208	F-statistic		39.69359
Adjusted R-squared	0.501254	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	0.919551			
الأنموذج الثاني **أثر عجز الموازنة العامة والمتغيرات الضابطة في مؤشر التنمية المالية (TD)**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
BUD	-72.26684	13.34117	-5.416831	0.0000
GRO	-1.337881	0.266865	-5.013324	0.0000

C	59.90579	7.891725	7.590962	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	**0.493570**	**F-statistic**		**36.54781**
Adjusted R-squared	0.480066	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	0.857077			
الأنموذج الثالث **أثر عجز الموازنة العامة والمتغيرات الضابطة في مؤشر التنمية المالية (SMC)**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
BUD	161.1897	50.19612	3.211198	0.0019
C	33.88023	17.65443	1.919078	0.0587
Weighted Statistics				
R-squared	**0.120641**	**F-statistic**		**10.42655**
Adjusted R-squared	0.109070	Prob. (F-statistic)		0.001835
Durbin-Watson stat	0.572352			
الأنموذج الرابع **أثر عجز الموازنة العامة والمتغيرات الضابطة في مؤشر التنمية المالية (SMT)**				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
BUD	158.4789	36.88642	4.296401	0.0001
C	41.30723	16.87979	2.447141	0.0167
Weighted Statistics				
R-squared	0.196052	F-statistic		18.53348
Adjusted R-squared	0.185474	Prob. (F-statistic)		0.000049
Durbin-Watson stat	0.836424			

الجدول من عمل الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

* معنوية عند مستوى ١٠%

يمكن تشخيص ما يأتي:

- أكدت النماذج الأربعة على وجود تأثير معنوي لمتغير عجز الموازنة العامة (BUD) في مؤشرات التنمية المالية الاربعة (SMC), (TD), (BC)، (SMT).
- توافق تأثير متغير عجز الموازنة العامة (BUD) في مؤشري التنمية المالية (BC)،(TD) مع المنطق الاقتصادي والدراسات التجريبية التي أطرت لهذه العلاقات، وبمعاملين بلغا (80.75528-)، (72.26684-) على التوالي، وهو ما جاء متوافقا مع الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي اكدت على أن انخفاض عجز الموازنة العامة يعمل على تعزيز التنمية المالية.
- جاء الأثر الايجابي لمتغير عجز الموازنة العامة (BUD) في مؤشري التنمية المالية (SMC)، (SMT) مناقضاً للمنطق الاقتصادي، والذي يشير إلى زيادة مستويات عجز الموازنة العامة يعمل على رفع مستويات تنمية القطاع المالي وبمعاملين بلغا (161.1897)، (158.4789) على التوالي، وربما يعود ذلك إلى ان الادوات الحكومية من سندات واذونات خزانة والتي يطلق عليها عادة بالموجودات الامنة (Safe Asset) ونتيجة لتمتع اسواقها بالاستقرار النسبي وقدرتها على تسهيل عمل

الوساطة المالية يمكن ان تساهم وبفاعلية في تطوير وتنمية الاسواق المالية وبالتالي القطاع المالي بدلاً من عرقلتها.Kutivadze (2011), Kumhof & Tanner (2005)

- يظهر الأثر السلبي للمتغير الضابط النمو الاقتصادي (GRO) في مؤشري التنمية المالية (BC) ،(TD) مناقضاً للمنطق الاقتصادي، والذي يشير إلى أن انخفاض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يعمل على رفع مستويات تنمية القطاع المالي وبمعاملي (1.233333-)، (1.337881-) على التوالي، وربما يعود ذلك نتيجة الافتقار إلى سياسات الاقتصاد الكلي السليمة والتشريعات القانونية المؤاتية لجعل البيئة الاقتصادية داعمة للتأثير الايجابي لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي على تنمية القطاع المالي. (Benyah, 2010, 19) Huang(2006) .
- استطاع متغير عجز الموازنة العامة (BUD) والمتغير الضابط (Control Variables) المرافق له النمو اقتصادي (GDP)، تفسير ما مقداره 51.4208% ,49.3570% من التغيرات في الحاصلة في مؤشري التنمية المالية (BC), (TD) على التوالي متخلياً للمتغيرات التوضيحية الاخرى غير الداخلة في الأنموذجين لإكمال بقية الـ ١٠٠%.
- كما استطاع متغير عجز الموازنة العامة (BUD) تفسير ما مقداره12.0641% ,19.6052% من التغيرات في الحاصلة في مؤشري التنمية المالية (SMC), (SMT) على التوالي.
- فشل المتغير الضابط التضخم (INF) في إثبات تأثيره المعنوي في النماذج الاربعة لمؤشرات التنمية المالية (BC)، (TD)،(SMC), (SMT) على التوالي في بلدان مجلس التعاون الخليجي، وربما يعود ذلك في جزء كبير منه إلى افتقار البلدان النامية إلى السمات التي تجعلها مناسبة لتطبيق النظرية الاقتصادية السائدة، والناجم عن الطبيعة الخاصة لبيئتها السياسية والاقتصادية والاجتماعية (العادات والتقاليد) والدينية (كالمبادئ الدينية الإسلامية التي تؤكد على تجنب المحرمات وشبهاتها) لبلدان العينة مقارنة ببلدان العالم الأخرى. ففي ظل سيادة مثل هكذا عوامل عشوائية غير قابلة للقياس قد تؤدي إلى فقدان بعض المتغيرات الاقتصادية تأثيرها الايجابي الذي من المقرر وبحسب المنطق الاقتصادي ان تمارسه في تنمية القطاع المالي.
- كما فشل متغير النمو الاقتصادي (GRO) في اثبات تأثيره المعنوي في مؤشري التنمية المالية (SMC), (SMT) للأنموذجين الثالث والرابع في بلدان مجلس التعاون الخليجي، وربما جاء ذلك نتيجة لفقدان العلاقة المباشرة بينه وبين تنمية القطاع المالي، فالمستويات المرتفعة منه يمكن ان تمارس تأثيرها في مؤشرات التنمية المالية من خلال تأثيرها في متغيرات أخرى تسهم في التأثير على تنمية القطاع المالي مثل مستويات البنية التحتية الاقتصادية والمالية والمؤسساتية وغيرها.

٥. الخاتمة Conclusion

شكلت دراسة الآثار التي يمكن أن يتركها عجز الموازنة العامة في تنمية القطاع المالي الهدف الرئيس لهذا البحث، متخذاً من القطاع المالي بشقيه المصرفي والاسواق المالية في دول مجلس التعاون

الخليجي للفترة (٢٠٠٥-٢٠١٧) كأنموذج لإثبات ذلك، مستعرضاً اهم الطروحات النظرية والدراسات التجريبية التي تناولت تلك الاثار، ومستخدماً أدوات القياس الاقتصادي الحديثة المتمثلة بمنهجية البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، والتي اكدت نتائجها على تباين تأثير عجز الموازنة العامة بين الايجابي والسلبي في مؤشرات التنمية المالية، وبذلك يتعين على الحكومة عند اعتماد صيغ تمويل عجز الموازنة العامة مراعاة خصوصية أنموذجي القطاع المالي من حيث كونه قطاعاً مصرفياً أو قطاع الاسواق المالية، من خلال دعم منتجات مالية أو أوعية مالية تسهم وبفاعلية في تنمية الاسواق المالية، حيث تشير النتائج إلى أن استخدام الادوات الحكومية من سندات وأذونات خزانة والتي يطلق عليها عادة بالموجودات الامنة (Safe Asset) ونتيجة لتمتع أسواقها بالاستقرار النسبي وقدرتها على تسهيل عمل الوساطة المالية يمكن ان تسهم وبفاعلية في تطوير وتنمية الاسواق المالية، وبالتالي القطاع المالي بدلاً من عرقلتها، وهذا يستدعي وجود اطار تشريعي لتسعير وإدارة المخاطر محفزاً لتنمية أسواق الدين في دول العينة. كما تظهر النتائج تعدد العوامل المؤثرة في تنمية القطاع المالي، وتباين طبيعة واتجاه وحجم ذلك التأثير، وفي هذا الاتجاه مارس متغير النمو الاقتصادي دوراً سلبي التأثير في مؤشرات التنمية المالية، الامر الذي يقتضي السعي لتوفير البيئة الداعمة للتأثير الايجابي له والتي تقع مهمتها وبشكل كبير على الحكومة ومتخذي القرارات النقدية والمالية، وبذلك تصبح المهمة أكثر تعقيداً وتكلفة، وتحتاج سياسات وبرامج طويلة الامد تقوم بتنفيذها الحكومة بدعم ومساعدة المنظمات الدولية في الجوانب الفنية والمالية. ومن جانب آخر، ينبغي إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث حول العوامل الرئيسة المؤثرة في تنمية الاسواق المالية، سواء بصوره منفردة أو مجموعة لتلك العوامل، من اجل تغطية عدد من الجوانب التي مازالت بحاجة لمزيد من الفحص والتدقيق ومنها السياسية، والقانونية، والمؤسساتية، والاجتماعية.

الملحق ١: التوصيف الاحصائي لمتغيرات الدراسة

	BC	BUD	GRO	INF	SMC	SMT	TD
Mean	56.72679	0.004600	4.854231	3.624359	34.62170	42.03623	53.07897
Median	55.83000	-0.014500	4.360000	2.900000	13.74441	25.95231	51.18000
Maximum	105.1900	0.298000	26.17000	15.10000	331.2711	287.6240	100.0700
Minimum	30.65000	-0.213100	-7.080000	-4.900000	0.709515	0.856967	16.38000
Std. Dev.	17.61857	0.098766	5.126712	3.569757	55.63128	50.53253	21.07920
Skewness	0.528400	0.391658	1.325172	1.283942	3.446600	2.594597	0.214690
Kurtosis	2.588478	3.341725	7.057323	4.961194	16.22363	11.10328	2.304043
Jarque-Bera	4.180075	2.373669	76.33014	33.93101	722.7369	300.9205	2.173351
Probability	0.123683	0.305186	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.337336
Sum	4424.690	0.358800	378.6300	282.7000	2700.493	3278.826	4140.160
Sum Sq. Dev.	23901.88	0.751114	2023.804	981.2237	238302.6	196622.3	34213.61
Observations	78	78	78	78	78	78	78

الجدول من عمل الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامجEviews10

الملحق ٢: الرسوم البيانية للبيانات المزدوجة لمتغيرات الدراسة



الشكل من إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 9

الملحق٣: نتائج اختبار Levin-Lin-Chu,2002 لاستقرارية بيانات الـ Panel Data لمتغيرات الدراسة بصيغتها الخطية

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
BUD Prob.	-1.65527 0.0489	-197068 0.0244	-3.80474 0.0001			
GRO Prob.	-3.34875 0.0004	-4.53562 0.0000	-7.31091 0.0000			
INF Prob.	-2.95095 0.0016	-2.57692 0.0050	-4.02401 0.0000			
BC Prob.	2.69380 0.9965	-5.62908 0.2646	-1.66411 0.0480	-5.75349 0.0000	-4.20746 0.0000	-1.95565 0.0253
SMC Prob.	-2.52617 0.0058	-5.85078 0.0000	-4.55139 0.0000			

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
SMT Prob.	-4.99317 0.0000	-3.81313 0.0001	-5.45476 0.0000			
TD Prob.	2.80634 0.9975	0.17560 0.5697	-2.92798 0.0017	-5.95292 0.0000	-5.08505 0.0000	-4.50441 0.0000

- الجدول من عمل الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 10
- القيم في الجدول تمثل قيم Statistict.
- تم اعتماد فترة الابطاء بالاستناد إلى Automatic selection of maximum lags ضمن برنامج Eviews 10

Refrence

AL-Omary, Muhammad Walid, Al-Hayt, Nahil Ismail Saqf, 2016, The Impact of Technical Efficiency and Exports on the Profitability of the Jordanian Pharmaceutical Industry Enterprises, The Jordanian Journal of Business Administration, (12) 4, 877-898.

Al-Iraqi, Bashar, 2018, Factors Determining the Revenues of Monetary Issue in the Arab Countries, Journal of Development and Economic Policies, (20) 1, 71-104.

Al-Iraqi, Bashar, 2017, The Impact of Money Supply Fluctuations on Stock Prices: Developing a Model for Financial Markets in the Gulf Cooperation Council Countries, (24) 3, 445-474, Arab Journal of Management Sciences.

Ismihan, Mustafa, & Ozkan, F. Gulcin (2010). Public Debt and Financial Development: A Theoretical Exploration., Discussion Papers in Economics No.14, University of York, Heslington.

Hauner, David, 2009. Public debt and financial development. Journal of Development Economics 88 (1), 171–183

Caballero , Ricardo J. & Krishnamurthy, Arvind Krishnamurthy, 2004, Fiscal policy and financial depth. NBER Working Paper, No. 10532.

Christensen, JAKOB, 2005. Domestic debt markets in Sub-Saharan Africa. IMF Staff Papers 52 (3), 518–538.

Ali, Amjad , Ahmad, Farooq and Ur- Rahman, Fazal, 2016, Impact of Government Borrowing on Financial Development (A case study of Pakistan), MPRA Paper No. 78100.

Hussain , Adnan, Mohammad ,Sulaiman D., Akram ,Kamran& Lal, Irfan, 2009, Effectiveness of Government Expenditure Crowding-In or Crowding-Out: Empirical Evidence in Case of Pakistan, European Journal of Economics, Finance And Administrative Sciences - Issue 16,124-149.

Rehman, Hafeez-ur, Khan, Sajawal, and Khan, M. Arshad (2009). What determines private investment? The case of Pakistan. South Asian Studies A Research Journal of South Asian Studies, 24(1), 52-68.

Ardagna, Silvia, Caselli, Francesco, and Lane, Timothy, (2007). Fiscal discipline and the cost of public debt service: some estimates for OECD countries., European Central Bank, WORKING PAPER SERIES NO. 411

Naqvi, Naveed, H. (2002). Crowding-in or Crowding-out? Modelling the relationship between public and private fixed capital formation using co-integration analysis: the case of Pakistan 1964-2000. The Pakistan Development Review, 255-275.

Takyi Paul Owusu & Obeng, Camara Kwesi, 2013, Determinants of financial development in Ghana, International Journal of Development and Sustainability, Volume 2 Number 4,1-13.

Alenoghena ,Raymond, 2018, Financial Market Development and Fiscal Deficit Financing In Nigeria, the Biennial Conference of the Economic Society of South Africa: University of Cape Town.

Hauner, David (2009). Public Debt and Financial Development. Journal of Development Economics, 88, 171-183.

Shetta, Samah & Kamaly Ahmed (2014), Does the Budget Deficit Crowd-Out Private Credit From the Banking Sector? The Case of Egypt, Topics in Middle E astern and African Economies,16(2):251-279. Ayadi ,Rym , de Groen, Willem Pieter , Chmelar Ales & Pyykkö, Elina, 2013, Banking and Insurance in the GCC Countries: Is there Regulatory Convergence with the EU?,NR.4.

Ismihan, Mustafa, & Ozkan, F. Gulcin (2010). Public Debt and Financial Development: A Theoretical Exploration., Discussion Papers in Economics No.14, University of York, Heslington.

Janda, Karel & Kravtsov, Oleg, 2017, Time-varying Effects of Public Debt on the Financial and Banking Development in the Central and Eastern Europe, MPRA Paper No. 77325.

İlgün ,Miraç Fatih, 2016, Financial Development and Domestic Public Debt in Emerging Economies: A Panel Cointegration Analysis, Journal of Applied Economics and Business Research JAEBR, 6(4): 284-296 .

Andrés,Javier, Arce, ”scar& Thomas ,Carlos ,2016, When Fiscal Consolidation Meets Private Deleveraging, Social Science Research Network, Rochester, NY.

Kutivadze ,Natia,2011,Public Debt and Financial Development , Working Paper n. 2011-13

Svirydzenka ,Katsiaryna,2016,Strategy, Policy, and Review Department Introducing a New Broad-based Index of Financial Development, International Monetary Fund WP/16/5 IMF Working Paper

Gupta, Gaurav & Mahakud, Jitendram,2019, Alternative measure of financial development and investment-cash flow sensitivity: evidence from an emerging Economy, Financial Innovation, vol. 5, Article No. 1:P.9

Čihák, Martin et al.,2012, Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010, NBER Working Paper No. 18946, Cambridge.

Asiama, Johnson P& Mobolaji, Hakeem,2011, Trade and Financial Openness, Institutional Quality, and Financial Development in Sub-Sahara Africa (SSA), Nigeria.

Aluko, Olufemi A. & Ajayi, Michael Adebayo 2018,Determinants of banking sector development: Evidence from Sub-Saharan African countries, Borsa - Istanbul Review , 18(2),122-139

Xu, Zhenhui, 2000, Financial development, investment, and economic growth, Economic Inpoury,38(2).331-344.

Demetriades, Panicos O. & Hussein, Khaled A. ,1996, Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries, Journal of Development Economics.51(2): 387-411

Ardicad, Oya Pinar & Damar, H. Evren,2006, Financial Sector Deepening and Economic Growth: Evidence From Turkey, MPRA Paper 4077,University Library of Munich, Germany.

Ghali, Khalifa H. ,1999, Financial Development and Economic Growth: The Tunisian Experience, Review of Development Economics,3(3): 310-322.

Khan ,Mohsin S. & Senhadji ,Abdelhak S. ,2003, Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence, Journal of African Economies, (12)2, 89-110

Gregorio, Jose De & Guidotti, Pablo E.,1995, Financial development and economic growth, World Development, 23(3):433-448.

Levine, Ross & Zervos, Sara (1998). Stock Markets, Banks, and Growth. American Economic Review, 88(3):537-558

Nazir ,Mian Sajid , Nawaz ,Muhammad Musarat & Gilani ,Usman Javed ,2010, Relationship between economic growth and stock market development, African Journal of Business Management Vol. 4(16), pp. 3473-3479.

Arestis,Philip & Demetriades, Panicos,1997, Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence, Wiley, The Economic Journal, Vol. 107, No. 442 (May, 1997), pp. 783-799.

Demirguc-Kunt , Asli & Levine, Ross,1996, Stock market development and financial intermediaries: stylized facts, World Bank Economic Review, 10(2): 291-321.

Ake ,Boubakari Ake& Ognaligui ,Rachelle Wouono, 2010, Financial Stock Market and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in Cameroon, International Journal of Business and Management Vol. 5, No. 5,82-88.

Balogun ,Wakilat Olabisi , Asso ,Jauhari. B.& Hassan,Sallahuddin B. ,2016, Long Term Effect of Liquidity on Stock Market Development,Journal of Economics and Sustainable Development Vol.7, No.4.

Zang, Hyoungsoo & Kim, Young Chul (2007). Does financial development precede growth? Robinson and Lucas might be right. Applied Economics Letters, 14(1), 15-19

Baltagi, Badi H., Demetriades, Panicos O., & Law, Siong H. (2009). Financial development and openness: Evidence from panel data. Journal of Development Economics, 89(2), 285-296

Law, Siong Hook & Habibullah, Muzafar Shah (2009). The determinants of financial development: Institutions, openness and financial liberalisation. South African Journal of Economics, 77(1), 45-58

Odhiambo ,Nicholas M ,2012,The Impact Of Inflation On Financial Sector Development: Experience From Zambia, Journal of Applied Business Research 28(6):1497-1508

Gozgor, Giray (2015). Causal relation between economic growth and domestic credit in the economic globalization: Evidence from the Hatemi-J's test. The Journal of International Trade and Economic Development, 24(3), 395-408.

Peia, Oana & Roszbach, Kasper (2015). Finance and growth: time series evidence on causality. Journal of Financial Stability, 19, 105-118.

Boyd,John H., Levine,Ross& Smith,Bruce D.,2001,The impact of inflation on financial sector performance,Journal of Monetary Economics,Volume 47, Issue 2, Pages 221-248.

Bittencourt, Manoel,2008, Inflation and Financial Development: Evidence from Brazil, United Nation University –WIDER, Research Paper No.14

Ben Naceur ,Sami, Cherif, Mondher & Kandil, Magda ,2014 What drives the development of the MENA financial sector?,Borsa _Istanbul Review 14-4,212-223.

Gujarati, Damodar N., 2004, Basic Econometrics, Fourth Edition, The McGraw−Hill Companies

Torres-Reyna, Oscar, 2007, Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata (v. 4.2)

Gil-García, J. Ramón & Puron-Cid, y Gabriel Puron-Cid, 2013, Using Panel Data Techniques for Social Science Research: an Illustrative Case and Some Guidelines, C I E N C I A e r g o -s um , (21)3, 203-216.

Clark , Paul, Crawford, Claire, Steele, Fiona & Vignoles, Anna, 2010, The Choice Between Fixed and Random Effects Models: Some Considerations For Educational Research, Centre for Market and Public Organisation Bristol Institute of Public Affairs University of Bristol, Working Paper No. 10/240.