

تأثير التحرير المالي على التطور المالي في الجزائر : باستعمال نموذج ARDL The Impact of Financial Liberalization on Financial Development in Algeria: using ARDL methodology.

أ. غربي ناصر صلاح الدين

جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر

sgherbi@yahoo.fr

د. بوغرة بومدين

جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر

boughraraboumediene@gmail.com

تاريخ القبول: 2019/09/27

تاريخ الاستلام: 2018/12/14

الملخص: تهدف هذه الدراسة الى اختبار تأثير سياسة التحرير المالي على تطوير النظام المالي مع ادخال نوعية المؤسسات ضمن هذه العلاقة، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة الممتدة من 1990-2016، باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة الذي قدمه (Pesaran, et al. (2001، وكشفت النتائج التجريبية عن أن تفاعل بين سياسة تحرير المالي و الاطار المؤسساتي يؤثر سلبا على نشاط الوساطة المالية، و هذا يدل على أن سياسة التحرير المالي المتبعة لم تساهم في تطوير النظام المالي بالإضافة الى ضعف الاطار المؤسساتي الذي ينشط به القطاع المالي .
الكلمات المفتاحية: التحرير المالي، التطور المالي، الوساطة المالية، البيئة المؤسساتية، نموذج ARDL.

Abstract: This study attempts to examine the impact of financial liberalization on financial development and show the role of institutional quality in this relationship Algeria case study during the period 1990 to 2011, This analysis is based on the bound testing approach or the autoregressive distributed lag (ARDL) given by Pesaran, et al. (2001). The empirical results show that the interaction between financial liberalization and institutional environment have a negatif impact on financial development, this result insist about more financial and institutional reforms aim to contribute in development of financial system.

Key Words: Financial liberalization, Financial development, Financial intermediation Institutional environment, ARDL model.

JEL Classification : E43, O4, O11.

*مرسل المقال: بوغرة بومدين (boughraraboumediene@gmail.com)

المقدمة :

يعتبر التطور المالي من محددات النمو الاقتصادي ، و بهدف تحقيق مستويات أعلى من التطور المالي شرعت العديد من الدول خاصة النامية بتطبيق مجموعة من الإصلاحات المالية و التي تمثلت في سياسة التحرير المالي والتي تعود أساسا الى أعمال كل من (Shaw, 1973) و (McKinnon, 1973)، واللذان ركزا في نموذجها على تعويم أسعار الفائدة ، و تركها تتحدد عند مستوى التوازن كحل لمشكلة الادخارات و الاستثمارات في الدول النامية ، إلا أن هذه السياسة تعرضت الى مجموعة من الانتقادات من أهمها مشكلة عدم تماثل المعلومات و تكلفة المعاملات التي تحد من فعالية الإصلاحات المالية (Weiss and Stiglitz, 1981) ، بالإضافة الى أن فترة الإصلاحات المالية تزامنت مع حدوث أزمات مالية (Demirguç Kunt and Detragiache , 1998) أدى الى اختلاف كبير فيما يتعلق بتأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي ، و هو ما يسمح بالتساؤل لماذا الإصلاح المالي ينتهي بالنجاح في دولة و بالفشل في أخرى ؟ لماذا في بعض الدول التطور المالي يحفز النمو الاقتصادي، و في البعض الآخر لا يلعب أي دور في عملية التنمية الاقتصادية؟، وبالتالي فإن تطور النظام المالي لا يكون نتيجة تطبيق سياسة التحرير المالي لوحدها إنما هو تفاعل بين مجموعة من العوامل ، وفي هذا السياق ،العديد من أعمال البحث أظهرت بأن الإصلاحات المالية تستلزم اطار مؤسسي سليم بمعنى آخر الإصلاحات المالية ليست كافية اذا لم تكن مصحوبة بإصلاحات مؤسسية مناسبة (Arestis et al, 2002) ، (Mishkin, 2009)، وهذا ما يؤكد البحوث الحديثة في ظل اقتصاد الجديد للمؤسسات على أن دراسة العلاقة بين التطور المالي و التحرير المالي يجب أخذ بعين الاعتبار البيئة المؤسسية لأن النظام المالي لا ينشط في فراغ إنما ضمن مجموعة من المؤسسات . وبالتالي من خلال هذه الدراسة سنحاول دراسة أثر كل من سياسة التحرير المالي و الإطار المؤسسي و التفاعل (Interaction) بينهما على تطوير النظام المالي .

اشكالية الدراسة : " مامدى مساهمة سياسة التحرير المالي في تطور نشاط الوساطة المالية للمنظومة المصرفية الجزائرية".
فرضية الدراسة : " إن سياسة التحرير المالي لها أثر ايجابي على تطوير النظام المالي الجزائري في الأجل القصير والطويل".
 وسوف تناول في هذه الورقة البحثية النقاط التالية: التعرض للإطار النظري حول العلاقة بين التطور المالي والتحرير المالي من جهة و من جهة أخرى ادخال نوعية المؤسسات ضمن هذه العلاقة ،الدراسات التجريبية حول هذه العلاقة، اهم الإصلاحات المالية التي مست النظام البنكي الجزائري، تقييم النظام البنكي بعد الإصلاحات المالية سنة 1990، و أخيرا اختبار أثر سياسة التحرير المالي و الاطار المؤسسي على تطوير النظام المالي ذلك خلال الفترة الممتدة من 1990 - 2016 باستعمال المتغيرات الممثلة لتطور الجهاز البنكي و التحرير المالي و البيئة المؤسسية ، و باستخدام نموذج ARDL.

1. الاطار النظري للدراسة :

يعود الاطار النظري حول العلاقة بين التطور المالي و التحرير المالي الى أعمال كل من (Shaw,1973) و (McKinnon,1973) ، الى أن سياسة الحرير المالي بشقيها الداخلي و الخارجي تؤدي الى تطوير النظام المالي، داخليا من خلال تعويم أسعار الفائدة بهدف تحقيق أسعار فائدة موجبة التي تعكس التكلفة الحقيقية لرأس المال و التي تعتبر المحدد الأساسي لرأس المال، تساهم في جلب الموارد المالية و توزيعها على استثمارات أكثر انتاجية ، بالإضافة الى تخفيض معدل الاحتياطات الاجبارية من طرف البنك المركزي الذي يمنح للبنوك فرصة في التوسع في منح الائتمان بسبب زيادة الموارد المالية المتاحة و أيضا الغاء سياسة توجيه القروض بهدف تدعيم القطاع الخاص والتي يكون لها أثر مباشر على نوعية الاستثمارات، فتح السوق المصرفية المحلية أمام الخواص سواء محليين أو أجنيين بهدف تشجيع المنافسة التي تنعكس ايجابا على أداء و فعالة على الخدمات المقدمة من طرف القطاع المالي ، أما خارجيا من خلال تحرير حسابات رأس المال التي تسهم في تدفق رؤوس الاموال أي سد فجوة الموارد المحلية كل هذا يسهم في تطوير و زيادة فعالية النظام المالي.

ابتداء من سنوات التسعينات ، مدفوعة من طرف المؤسسات المالية الدولية (البنك العالمي و صندوق النقد الدولي)، شرعت أغلبية الدول النامية في برنامج واسع من الإصلاحات المالية (تطبيق لسياسة التحرير المالي) ، ولكن في أوقات الأزمات ظهر اختلاف كبير فيما يتعلق بتأثير هذه الأخيرة على التطور المالي و التنمية الاقتصادية ، و هو ما يسمح بالتساؤل لماذا الاصلاح المالي ينتهي بالنجاح في دولة و بالفشل في أخرى ؟ وفي هذا السياق ، العديد من أعمال البحث أظهرت بأن الاصلاحات المالية تستلزم إطار مؤسسي سليم (Philip Arestis et al, 2002) بمعنى آخر هذه الاصلاحات ليست كافية إذا لم تكن مصحوبة بإصلاحات مؤسسية مناسبة (Baltagi, 2007 Demetriades et Law) ، هذا ما تؤكدته الدراسات الحديثة على وجود بيئة مؤسسية سليمة (l'environnement institutionnelle sain) من اجل قدرة التطور المالي على تحفيز معدلات النمو الاقتصادي، أي التأكيد على نوعية المؤسسات (Institutions quality) التي ينشط فيها النظام المالي في إطار الاقتصاد الجديد للمؤسسات (la nouvelle économie institutionnelle Douglas North).

2. تحليل وضعية الوساطة المالية للبنوك الجزائرية من 1990-2015

تميزت الوساطة المالية للبنوك الجزائرية من 1965 الى 1989 (في ظل الاقتصاد المخطط) بأنه مجرد وسيط بين الخزينة العمومية و المؤسسات العامة ، لم يلعب دوره الأساسي الذي يتمثل في جمع المدخرات وتوزيعها على الاستثمارات حسب أهميتها ، رغم ما مسه من الاصلاحات مالية (1971 ، 1986 و 1988) ، التي كانت دافعا أمام اتخاذ اصلاحات جديدة سنة 1990 والتي تمثلت في قانون النقد و القرض 90-10 ، والتي تعتبر البداية الحقيقية لسياسة التحرير المالي في الجزائر (التحول نحو اقتصاد السوق) بهدف تطوير الجهاز المصرفي من خلال التخفيف من القيود المفروضة عليه ، و بموجب هذا القانون استرجع البنك المركزي استقلاله و صلاحياته التقليدية الخاصة بالبنوك المركزية ، تمكين الوساطة المالية من القيام بدورها ، وهذا بإبعاد الخزينة العمومية عند التدخل في تمويل الاقتصاد (الفصل بين دائرة الميزانية و دائرة القرض) ، حيث أصبحت البنوك بموجب قانون 10/90 تقوم بدورها

الرئيسي كوسيط مالي من خلال جمع الودائع ومنح القروض، و السماح بإنشاء بنوك و مؤسسات مالية أجنبية و خاصة من أجل تنشيط المنافسة ما بين البنوك التي تنعكس ايجابا على ادائها . ثم تدعمت القوانين المنظمة لعمل الجهاز المصرفي، خاصة مع توقيع اتفاقية مع صندوق النقد الدولي في أفريل 1994 التي تمثلت في برنامج الاصلاح الهيكلي 1994-1998 متضمنا اجراءات تدعيمية لسياسة التحرير المالي (1990) وكان الهدف من خلال هذا البرنامج تخفيض عجز الميزانية و تحقيق أسعار فائدة حقيقية ايجابية عن طريق تحرير أسعار الفائدة المدينة ورفع معدلات الفائدة على الودائع قصد جمع أكبر قدر من الموارد المالية لتمويل الاستثمارات، بالإضافة الى الشروع في خصخصة البنوك العمومية. وشهدت سنوات 2003 و 2004 صدور مجموعة من القوانين، والتي لا تترك حرية كبيرة للبنوك في التصرف، بسبب أزمة بنك الخليفة كبنك خاص، بالإضافة الى التأكيد على قوة تدخل الدولة في المنظومة المصرفية، رفع الحد الأدنى لرأسمال البنوك و المؤسسات المالية التي تنشط داخل الجزائر، تحديد معدل الاحتياطي الاجباري بين 0 % 15 % كحد أقصى، خلق نظام جديد يخص ضمان الودائع المصرفية أي التعويض للمودعين في حالة عدم قدرتهم على الحصول على ودائعهم من بنوكهم. و فيما يلي سوف يتم تقييم الوساطة المالية للبنوك الجزائرية من خلال قناتين رئيسيتين أي الدور الرئيسي الذي تقوم به الوساطة المالية و التي تتمثل في الموارد المالية المجمعة، والقروض الممنوحة الى الاقتصاد خلال الفترة من 1990 الى غاية 2015 كما يلي :

1.2. قناة الادخار : يتم تحليل قناة الادخار من خلال الودائع تحت الطلب و الودائع لأجل كما في الجدول :

وحدة:مليار دينار جزائري

الجدول 01 : تطور هيكل الموارد المالية المجمعة

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
D V	106.55	133.11	140.84	188.93	196.46	210.78	234.03	254.8	334.5	352.7	460.27
نسبتها %	59.1	59.6	49.1	51.1	44.3	43.1	48.8	38.3	41.4	37.9	42.7
D T	72.92	90.28	146.11	180.52	246.67	178.17	325.9	409.9	474.1	578.6	617.87
نسبتها %	40.9	40.4	50.9	48.9	55.7	56.9	58.2	61.7	58.6	62.1	57.3
مجموع	178.47	223.39	287.02	369.45	443.32	488.95	559.93	664.7	808.6	391.3	1088.1
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DV	554.9	642.2	718.9	1127.9	1224.41	1750.4	2560.8	2946.9	2502.9	2870.7	3495.8
نسبتها %	31	30.2	29.4	41.7	41.3	49.8	56.7	57.1	55.8	49.3	51.9
DT	123.5	1485.2	1724.1	1544.5	1736.2	1766.1	1956.5	2787.5	2524.3	2228.9	1991.0
نسبتها %	69	96.8	70.6	58.3	58.7	50.2	43.3	42.9	42.2	50.7	48.1
مجموع	1789.9	2127.4	2443.0	2705.4	2960.6	3516.5	4517.3	5161.8	5146.5	5819.1	6733.0
السنوات	2012	2013	2014	2015							
D V	3356,8	3537,5	4434,8	3891,7							
نسبتها %	50,18	48,93	52,06	46,69							
D T	3331,5	3691,7	4083,7	4443,3							
نسبتها %	49,81	51,07	47,94	53,31							
مجموع	6688,3	7229,2	8518,5	8335,0							

المصدر : بيانات بنك الجزائر.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن هناك تطور كبير في حشد و جمع الموارد المالية من طرف الوساطة المالية للبنوك الجزائرية بحيث كانت تقدر ب 178.47 مليار دينار جزائري سنة 1990 و أصبحت تقدر ب 8335.0 مليار دينار جزائري سنة 2015. تنقسم الموارد المالية المعبئة الى ودائع تحت الطلب و ودائع لأجل ، بحيث ابتداء من سنة 1992 هناك ارتفاع في الودائع لأجل على حساب الودائع تحت الطلب ، قدرت سنة 2004 ب 58.7 % و بعدها أصبحت في انخفاضات لكنها طييفة و قدرت ب 53.31 % في سنة 2015.

2.2. قناة القروض : سوف يتم تحليل هذه القناة من عرض تطورات القروض الموزعة من 1990 الى غاية 2015:

أ . القروض الموزعة حسب القطاعات :

وحدة: مليار دينار جزائري

الجدول 02: تطور هيكل القروض الممنوحة

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
CPRIV	21.1	54.5	76.0	77.1	96.7	102.4	128.7	108.2	169.1	214.5	284.1
نسبتها %	8.6	16.7	18.4	35	31.6	18.1	16.6	14.6	18.7	18.6	28.6
CPUB	225.6	271.3	336.2	134.0	209.0	463.1	648.0	632.9	736.7	935.6	708.7
نسبتها %	91.4	83.3	81.6	65	68.4	81.3	83.4	85.4	81.3	81.4	71.4
مجموع	246.9	325.8	412.2	220.2	305.8	565.6	776.8	741.2	905.8	1150.1	993.0
السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
CPRIV	337.2	550.2	587.7	674.7	881.6	1057.0	1216.0	1413.3	1600.6	1806.7	1984.2
نسبتها %	31.3	43.4	42.6	43.9	49.6	55.5	55.1	55	51.8	55.3	53.2
CPUB	740.4	715.8	791.6	859.6	895.8	848.4	989.2	1202.2	1485.9	1461.4	1742.3
نسبتها %	68.7	56.6	57.4	56.1	50.4	44.5	44.9	45	48.2	44.7	46.8
مجموع	1077.6	1266.0	1379.4	1534.3	1777.4	1905.4	2205.2	2615.5	3086.5	3268.1	3726.5
السنوات	2012	2013	2014	2015							
CPRIV	2245,0	2720,2	3120,0	3586,6							
نسبتها %	52,25	52,77	47,98	49,30							
CPUB	2051,4	2434,3	3382,9	3689,0							
نسبتها %	47,75	47,23	52,02	50,70							
مجموع	4296,4	5154,5	6502,9	7275,6							

المصدر : بيانات بنك الجزائر

من الجدول اعلاه نلتمس تطور كبير في حجم القروض الموجهة الى الاقتصاد التي قدرت ب 246.9 مليار دينار جزائري سنة 1990 و أصبحت سنة 2015 ب 7275.6 مليار دينار جزائري .

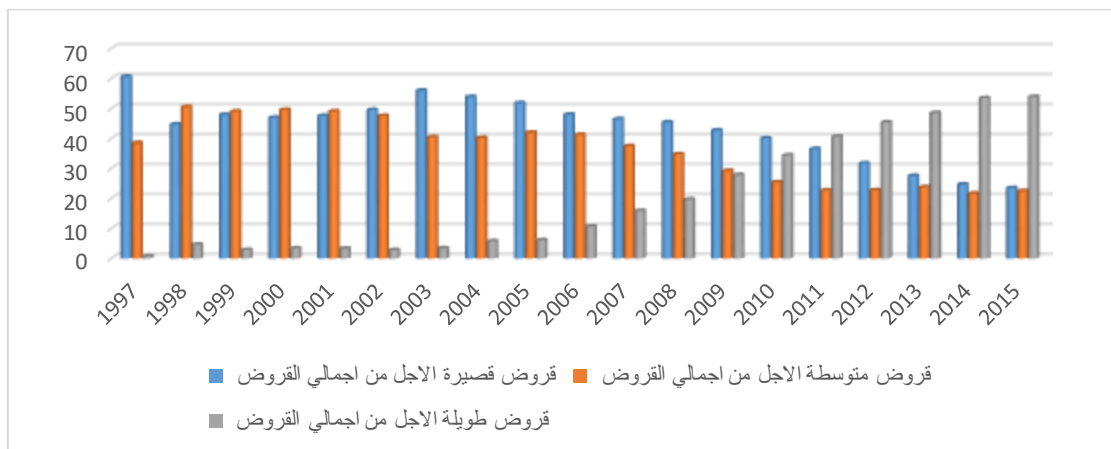
تنقسم القروض الموجهة الى الاقتصاد الى قسمين : قروض موجهة الى القطاع الخاص و قروض موجهة الى القطاع العام ، و من خلال الجدول أعلاه نقوم بتقسيم الى فترتين :

- من 1990 الى 2005 : تقريبا يحمل القروض كانت مقدمة الى القطاع العام، و هذا يدل على ضعف الوساطة المالية للبنك في تمويل التنمية الاقتصادية من خلال تمويل القطاع العام على حساب القطاع الخاص ، كانت في سنة 1990 ب 91.4 % و في سنة 2005 ب 50.4 % للقطاع العام أي النسبة الأكبر الى القطاع العام .

- من 2006 الى 2013 : النسبة الاكبر من القروض هي من نصيب القطاع الخاص ، في سنة 2006 ب55.5 ، وفي سنة 2011 قدرت ب52.77%. وشهدت سنتي 2014 و 2015 النسبة الاكبر من القروض للقطاع العام .

ب. القروض الموزعة حسب المدة :

الشكل 01 : تطور هيكل القروض من حيث الآجال.



المصدر : بيانات بنك الجزائر .

اعتمادا على الشكل أعلاه يمكن التقسيم الى فترتين ، الفترة من 1997 الى غاية 2010 التي شهدت ان النسبة الاعلى يحتلها القروض قصيرة الاجل على حساب المتوسطة و طويلة الاجل و باقي الفترة النسبة الاكبر كانت من نصيب القروض طويلة الاجل.

3.2. مؤشرات مرتبطة بكلا القناتين :

أ. أسعار الفائدة:

الجدول 03 : تطور هيكل اسعار الفائدة .

السنوات	معدل الفائدة على الودائع (%)	معدل الفائدة على القروض (%)	هامش سعر الفائدة (سعر الإقراض مطروحاً منه سعر الإيداع، %)	معدل الفائدة الحقيقي (%)
1994	12	16	4	-10,1316
1995	16,583	18,41667	1,83	-7,90217
1996	14,5	19	4,5	-4,04921
1997	12,60417	15,70833	3,104167	8,136645
1998	9,125	11,5	2,375	15,10401
1999	8,25	10,75	2,5	-0,09599
2000	7,5	10	2,5	-10,334
2001	6,25	9,5	3,25	10,02046
2002	5,333	8,5833	3,25	7,168249
2003	5,25	8,125	2,875	-0,18991

-3,78416	4,354167	8	3,64583	2004
-6,99706	6,0625	8	1,9375	2005
-2,30373	6,25	8	1,75	2006
1,508201	6,25	8	1,75	2007
-6,3399	6,25	8	1,75	2008
21,56906	6,25	8	1,75	2009
-6,99275	6,25	8	1,75	2010
-8,65109	6,25	8	1,75	2011
0,509646	6,25	8	1,75	2012
8,121396	6,25	8	1,75	2013
8,446893	6,25	8	1,75	2014

المصدر: باعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي.

نلاحظ أن أسعار الفائدة على القروض و الودائع شهدت مستويات مرتفعة ابتداء من سنة 1994 نتيجة ازالة السقوف المفروضة عليها و تركها تتحدد لقوى العرض و الطلب ، لكن بعد 1996 بدأت أسعار الفائدة في الانخفاض تدريجيا الى أن استقرت أسعار الفائدة على الودائع عند معدل 1.75 % وأسعار الفائدة على القروض عند 8.00 % ، و هذا ما أدى الى ارتفاع و استقرار هامش الربح للبنوك عند مستوى 6.25 % و هو يفوق هامش الربح المحقق في سنوات 1994 الى غاية 2005 أما فيما يخص معدلات الفائدة الحقيقية فقد سجلت نسبا سلبية في أغلب السنوات نتيجة ارتفاع معدلات التضخم (عدم استقرار الاقتصاد الكلي) و التي تؤثر سلبا على تطور الجهاز المصرفي. ب. مؤشر (حجم الودائع لأجل/ حجم القروض): يعكس مؤشر (حجم الودائع لأجل/ حجم القروض) مدى قدرة البنوك على الاعتماد على الودائع لأجل و خصوصا المتوسطة والطويلة منها لتمويل نشاطها الائتماني، أي يقيس مدى قدرة الودائع الآجلة في تغطية نشاطها الاقراضي ، يتبن من خلال الجدول رقم (4) أن هذا المؤشر عرف قيما أقل من 1 في أغلب السنوات ما عدا سنوات 2001 ، 2002 ، 2003، و 2004 و هذا يدل على لجوء البنوك الى الودائع الجارية في منح الائتمان أي ضعف الوساطة المالية في جلب الودائع لأجل.

الجدول 04: تطور مؤشر حجم الودائع لأجل/ حجم القروض خلال الفترة 1990-2015

السنوات	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
مؤشر حجم الودائع لأجل/ حجم القروض	0.30	0.28	0.35	0.82	0.81	0.32	0.42	0.55	0.52	0.50	0.06	1.15	1.17
السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
مؤشر حجم الودائع لأجل/ حجم القروض	1.25	1.01	0.98	0.93	0.89	0.68	0.82	0.68	0.53	0.77	0.71	0.63	0.61

المصدر: باعتماد على بيانات بنك الجزائر.

2. الدراسة التطبيقية :

تهدف من خلال هذه الدراسة الى اختبار أثر سياسة التحرير المالي على تطوير النظام المصرفي الجزائري، بالإضافة الى اختبار أثر تفاعل التحرير المالي مع الاطار المؤسساتي على تطوير النظام المالي ، و باعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين سياسة التحرير المالي و التطور المالي مع ابراز دور نوعية المؤسسات ضمن هذه العلاقة سوف يكون نموذج الدراسة كالتالي:

$$financial\ development = f(financial\ liberalization)$$

$$FD_t = f(FL_t, X_t) \dots \dots \dots (1)$$

$$FD_t = f(FL_t, IQ_t * FL_t, INF_t, GDPG_t, TR_t, FDI_t) \dots \dots \dots (2)$$

FD_t : يمثل المتغير التابع مؤشر التطور المالي معظم الدراسات السابقة قامت ببناء مؤشر التطور المالي من خلال دمج مجموعة من المتغيرات في مؤشر واحد ، لكن مؤخرًا تم حساب هذا المؤشر في قاعدة مخصص له من طرف صندوق النقد الدولي (IMF.org) ، و الذي لا يكفي باستخدام مؤشرات كمية تقيس عمق النظام المصرفي ، انما تتعدى ذلك لتشمل ايضا مؤشرات تقيس فعالية و نشاط الوساطة المالية .

FL_t مؤشر التحرير المالي : يمثل المتغير المستقل باعتماد على قاعدة البيانات (Abiad, et al. (2008) تم تكوين مؤشر التحرير المالي الذي يحتوي على من مجموعة جوانب التحرير المالي سياسة التحرير المالي تتمثل في ازالة القيود و الحواجز المفروضة على الأنظمة المالية و المصرفية بهدف الرفع من مستويات تطور و عمق المؤسسات والأسواق المالية ، وان تطبيق سياسات التحرير المالي تكون بشقيها المحلي و الخارجي الا بحثنا نركز على جوانب تحرير القطاع المالي الداخلي ، ومن اجل بناء مؤشر التحرير المالي نأخذ سنوات تحرير النظام من مجموعة من القيود بحيث يأخذ كل جانب قيمة 1 اذا كان مقيد ، نصف مقيد يأخذ قيمة 1، نصف محرر يأخذ قيمة 2 و محرر كلياً يأخذ قيمة 3 ، و بهدف الحصول على مؤشر التحرير المالي نقوم بجمع القيم الممثلة لمختلف الجوانب و من اهم جوانب التحرير المالي مايلي : تحرير اسعار الفائدة؛ ازالة قيود الدخول؛ خفض معدل الاحتياط الاجباري؛ تأطير القروض؛ تطبيق قواعد الاحترازية؛ تحرير حساب راس المال؛ تحرير السوق.

• IQ_t : مؤشر نوعية المؤسسات باستخدام طريقة (PCA (Principles Component Analysis

البيئة المؤسساتية: يتمثل هذا المؤشر في مجموع 6 مقاييس للنوعية المؤسسات التي تشتمل على القانون والنظام ، والفساد، والصراعات الخارجية ، والظروف الاجتماعية و الاقتصادية ، لمحبة الاستثمار و المساءلة الديمقراطية ، و بهدف تركيب المؤشر اعتمدنا على طريقة تحليل المكونات الأساسية و التي تعمل على تحليل المتغيرات المتعددة وهي تهدف لتحويل المتغيرات الأصلية إلى متغيرات جديدة غير مرتبطة تسمى بالمكونات الرئيسة ترتب حسب أهميتها من خلال مساهمتها في مقدار التباين الكلي. فهي تهدف كذلك إلى استنتاج مجموعة من المتغيرات الجديدة تكون أقل عدداً من المتغيرات الأصلية حيث تستخدم هذه المتغيرات الجديدة في دراسة وتحليل هيكل العلاقة بين المتغيرات الأصلية في الدراسة مع العلم أن فكرة المكونات الرئيسة هي الحصول على مجموعة من المتغيرات الجديدة المستقلة عن بعضها البعض.

- $IQ_t * FL_t$: يمثل هذا المؤشر التفاعل (interaction) بين البيئة المؤسسية و سياسة التحرير المالي.
- X_t المتغيرات المساعدة: هي مجموعة من المتغيرات المفسرة للتطور المالي و ذلك باعتماد على الدراسات السابقة، وتم الحصول عليها من قاعدة البيانات للبنك العالمي (World Development Indicators)، و من بين هذه المتغيرات مايلي:
- TR_t : مؤشر الانفتاح التجاري Trade Openness يتمثل في مجموع صادرات و واردات السلع والخدمات كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي. تعتبر من أحد المحددات التطور المالي و الذي يساهم في تطوير النظام المالي، الانفتاح التجاري هو مصدر للتطور المالي ((Rajan and Zingales (2003). Baltagi et al (2007).
- GDP_t : GDP a growth rate معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي ، و الذي يكون ممثل للنمو الاقتصادي والذي يكون من محددات التطور المالي ، أي أن النمو الاقتصادي هو الذي يحفز على التوسع في النظام المالي ، لهذا ان ضعف النظام المالي هو انعكاس لقلة الطلب على الخدمات المالية ، ولكن عندما الجانب الحقيقي من الاقتصاد يتطور فان الطلب على الخدمات المالية سوف يزداد و يتم توفيره من قبل المؤسسات المالية الوسيطة ، ومن هنا يلاحظ أن النمو الاقتصادي هو الذي يحفز التطور المالي (Robinson, 1952).
- INF_t : معدل التضخم. Inflation ، تشير الدراسات السابقة الى أن معدلات التضخم لها تأثيرات سلبية على تطوير النظام المالي و ذلك أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي الى تسجيل أسعار فائدة حقيقة سالبة الأمر الذي لا يشجع على تعبئة المدخرات.
- FDI_t : الاستثمار الاجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي ، استنادا الى الدراسات السابقة فان الاستثمار الاجنبي يساهم في زيادة الطلب على الخدمات المالية الذي ينعكس ايجابا على تطوير القطاع المالي . سوف نستخدم في هذه الدراسة نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) أو منهجية اختبار الحدود التي اقترحها (Pesaran et al. (2001: وضع (Pesaran et al. (2001) منهجية ARDL للتكامل المشترك، ودمج فيها نماذج الانحدار الذاتي (Autoregressive Models) ونماذج فترات إبطاء الموزعة (Distributed Lag Models)، وفي هذه المنهجية تكون السلسلة الزمنية دالة في إبطاء قيمها، وقيم المتغيرات التفسيرية الحالية وإبطائها بفترة واحدة أو أكثر. وتمتاز منهجية (ARDL) للتكامل المشترك عن أساليب التكامل المشترك الأخرى، مثل: (Engle and Granger, 1987) و (Johansen, 1988) و (Johansen-Juselius, 1990)، بإمكانية تطبيق منهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك (ARDL Bounds Testing Approach to Cointegration) بغض النظر عما إذا كانت المتغيرات المستقلة $I(0)$ أو $I(1)$ ، ومع ذلك، يتطلب أن يكون المتغير التابع ساكناً في المستوى؛ أي $I(0)$ ، وليس أياً من المتغيرات التفسيرية $I(2)$ أو رتبة أعلى. وتستخدم هذه الدراسة اختبار التكامل المشترك في إطار نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية (الإبطاء) الموزعة (ARDL) أو منهجية اختبار الحدود (Bound Testing Approach) التي يمكن تطبيقها على عينات صغيرة الحجم، وتقدير علاقات المدى الطويل والمدى القصير للعلاقة بين تحرير المالي و البيئة المؤسسية على تطوير النظام المالي. وكذلك

امكانية تمييز المتغيرات التابعة والمتغيرات التفسيرية في النموذج، والسماح باختبار العلاقة بين المتغيرات الأصلية (في المستوى Level) بغض النظر فيما إذا كانت المتغيرات المستقلة هي $I(0)$ أو $I(1)$ أو مزيج منهما. وبالاعتماد على Pesaran and Pesaran (1997) و Pesaran et al (2001) تم صياغة نموذج ARDL كالتالي:

$$\Delta FDI_t = \beta_0 + \beta_1 FDI_{t-1} + \beta_2 FL_{t-1} + \beta_3 IQ_{t-1} + \beta_4 IQ * FL_{t-1} + \beta_5 GDPG_{t-1} + \beta_6 TR_{t-1} + \beta_7 FDI_{t-1} + \sum_{i=1}^p \gamma_1 \Delta FDI_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_2 \Delta FL_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_3 \Delta IQ_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_4 \Delta IQ * FL_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_5 \Delta GDPG_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_6 \Delta TR_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_7 \Delta FDI_{t-i} + \varepsilon_t$$

حيث أن Δ هي الفرق الأول، و ε حد الخطأ. و تكون معلمة المتغير التابع المبطلأ لفترة واحدة على يسار المعادلة، تمثل β معلمات العلاقة طويلة الأجل، بينما تعبر معلمات الفروق الأولى (γ) معلمات الفترة القصيرة. و يتضمن اختبار نموذج ARDL في الأول اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج، و اذا تأكدنا من وجود هذه العلاقة تنتقل الى تقدير معلمات الأجل الطويل و معلمات المتغيرات المستقلة في الأجل القصير، و لأجل ذلك نقوم بحساب احصائية (F) من خلال اختبار (wald test)، حيث يتم اختبار فرضية العدم القائلة بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج، مقابل الفرض البديل بعدم وجود تكامل مشترك في الاجل الطويل. وبعد حساب (F) من خلال اجراء اختبار wald test، نقوم بمقارنة احصائية (F) مع القيم الجدولية التي وضعها كل من Pesaran et al 2001، حيث نجد بهذه الجداول القيم الحرجة للحدود العليا و الحدود الدنيا عند مستوى معنوية لاختبار امكانية وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدارسة في الأجل الطويل، فإذا كانت قيم F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى المقترح للقيم الحرجة، فإننا نرفض فرضية عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات في الأجل الطويل، و نقبل الفرض البديل بوجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج في الأجل الطويل، أما اذا كانت القيمة المحسوبة أقل من الحد الأدنى للقيم الحرجة، فإننا نقبل الفرض البديل أي عدم وجود علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل، وإذا وقعت قيمة F المحسوبة بين الحدين الأعلى والأدنى فتكون النتائج غير حاسمة. ومن بين أهم المراحل في الدراسة هو اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمعرفة مسار المتغيرات، والذي يتضح ان السلاسل الزمنية مستقرة بعد أخذ الفروق الأولى ما عدا مؤشر التطور المالي الذي يتسم باستقرارية عند المستوى.

الجدول 05: اختبار جذر الوحدة باستخدام ADF Test

السلسلة الزمنية	القرار	المستوى Level	الفروق الأولى First Difference
		ثابت فقط	ثابت واتجاه
FLI	I(1)	-1.205621(2)	-2.336803(0)
GDPG	I(1)	-2.304723(2)	-2.652027(0)
TR	I(1)	-1.185556(5)	-2.221888(3)
INF	I(1)	-1.200403(2)	-1.857322(0)
IQ	I(1)	-1.696281(1)	-1.663490(0)
FDI	I(1)	-1.422453(11)	-3.468015(4)
FD	I(0)	-4.83236	-15.75669(20)***
		(0)***	

المصدر: باعتماد على برنامج Eviews10

الجدول 06: نتائج تقدير نموذج ARDL

Dependent Variable: FI				
Method: ARDL				
Date: 12/31/18 Time: 12:17				
Sample (adjusted): 1992 2016				
Included observations: 25 after adjustments				
Maximum dependent lags: 2 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (2 lags, automatic): FLI FLIIQI GDPG INF TR FDI				
Fixed regressors: C				
Number of models evaluated: 1458				
Selected Model: ARDL(1, 0, 0, 2, 2, 2, 1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
FI(-1)	-0.687558	0.190980	-3.600147	0.0048
FLI	-0.008998	0.002168	-4.149834	0.0020
FLIIQI	-0.000759	0.000203	-3.733830	0.0039
GDPG	0.003499	0.000993	3.524684	0.0055
GDPG(-1)	-4.93E-05	0.001115	-0.044232	0.9656
GDPG(-2)	-0.003376	0.001018	-3.315996	0.0078
INF	0.000365	0.000430	0.848931	0.4158
INF(-1)	-0.001975	0.000409	-4.824870	0.0007
INF(-2)	0.000350	0.000379	0.922534	0.3780
TR	0.001329	0.000584	2.276123	0.0461
TR(-1)	-0.000149	0.000617	-0.241825	0.8138
TR(-2)	0.002214	0.000681	3.250616	0.0087
FDI	-0.004183	0.004523	-0.924858	0.3768
FDI(-1)	-0.030448	0.005849	-5.205569	0.0004
C	0.389831	0.079654	4.894058	0.0006
R-squared	0.922897	Mean dependent var		0.277886
Adjusted R-squared	0.814953	S.D. dependent var		0.014288
S.E. of regression	0.006146	Akaike info criterion		-7.062201
Sum squared resid	0.000378	Schwarz criterion		-6.330875
Log likelihood	103.2775	Hannan-Quinn criter.		-6.859362
F-statistic	8.549768	Durbin-Watson stat		1.739560
Prob(F-statistic)	0.000847			

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

تبين النتائج ان النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي باستخدام احصائية Durbin-Watson stat و التي تساوي قيمتها 1.739560 و التي تقترب من 2 و التي تشير الى عدم وجود ارتباط متسلسل لبواقي معادلة الانحدار.

الاستعانة بمنهجية اختبار الحدود للتكامل المشترك الموضح في الجدول التالي حيث يظهر ان قيمة F-Statistic المحسوبة تساوي 13.82898 أكبر من قيمة الجدولية الأعلى 3.9 عند مستوى دلالة 5 %، مما يعني رفض فرضية عدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك اي وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج.

الجدول 07: نتائج اختبار حدود التكامل المشترك و نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FLI	-0.005332	0.001254	-4.252966	0.0017
FLIIQI	-0.000450	0.000122	-3.694446	0.0041
GDPG	4.32E-05	0.001078	0.040105	0.9688
INF	-0.000747	0.000251	-2.976934	0.0139
TR	0.002011	0.000534	3.766508	0.0037
FDI	-0.020522	0.004788	-4.286538	0.0016
C	0.231003	0.034686	6.659876	0.0001
EC = FI - (-0.0053*FLI - 0.0004*FLIIQI + 0.0000*GDPG - 0.0007*INF + 0.0020				
*TR - 0.0205*FDI + 0.2310)				
F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	13.82898	10%	1.99	2.94
K	6	5%	2.27	3.28
		2.5%	2.55	3.61
		1%	2.88	3.99
			Finite Sample: n=30	
Actual Sample Size	25			
		10%	2.334	3.515
		5%	2.794	4.148
		1%	3.976	5.691

المصدر : باعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

- تقدير معاملات الاجل الطويل وفقا لمنهجية **ARDL**: يتضح من خلال تقدير علاقة طويلة الأجل ما يلي :
- مؤشر التحرير المالي له تأثير سلبي ومعنوي عند مستوى 1% ، و بالتالي التحرير المالي يؤثر سلبا على التطوير المالي في الجزائر أي أن سياسة التحرير المالي في الجزائر لم تساهم في الرفع من فعالية وكفاءة الوساطة المالية للبنوك الجزائرية كهدف أساسي من اجل تطبيقها و هذا ربما الى غياب بعض الشروط من اجل نجاحها ، اما بالنسبة لمؤشر التفاعل بين التحرير المالي و البيئة المؤسساتية له سلبي ومعنوي عند مستوى 1% بهدف توضيح دور البيئة المؤسساتية ضمن هذه العلاقة كشرط أساسي يجب توافره بصفة جيدة من اجل نجاحها ، و الذي أشار الى انها تؤثر سلبا هذا ما يدل الى ضعف البيئة المؤسساتية في الجزائر، و بالتالي مزال الجهاز البنكي يعاني من التخلف و عدم كفاءته في تمويل التنمية ، و غياب المنافسة ما بين البنوك بسبب احتكار القلة التي حظيت به البنوك العمومية والتي تسيطر على نحو 80 الى 90% ، و هذا ما ينعكس سلبا على أداء الوساطة المالية .
 - متغير الاستثمار الاجنبي المباشر يحمل اشارة سالبة و معنوي عند مستوى 1% ، متغير التضخم يحمل اشارة سالبة و معنوي عند مستوى 5% ، و هذا يتوافق مع الاطار النظري لان ارتفاع معدلات التضخم لا يشجع الادخار ، لان معدلات الایداع تحت الطلب بصيغته دفتر الادخار (2.5 % سنويا) و 1.5 للحسابات الخاصة معدلات غير مرضية لارتفاع التضخم ، مؤشر الانفتاح التجاري يحمل اشارة موجبة و معنوي عند مستوى 1%،

و هذا يتوافق مع الاطار النظري لان زيادة الانفتاح التجاري يساهم في زيادة الطلب على الخدمات المالية من اجل تسوية عمليات الدفع أو التحصيل من الخارج و ايضا يتوافق مع حالة الجزائر لان تعتمد بشكل على الاستيراد و هذا ما يؤدي الى زيادة الطلب على الخدمات المالية من اجل الدفع للخارج ، و ايضا من زيادة الطلب على القروض لتغطية عمليات الاستيراد.

و بالتالي كشفت النتائج التجريبية عن ان سياسة وتحرير المالي تؤثر سلبا على التطوير المالي ، و هذا يدل على أن سياسة التحرير المالي المتبعة لم تساهم في تطوير النظام المالي بالإضافة الى ضعف الاطار المؤسساتي الذي ينشط به القطاع المالي ، و هذا لم يحفز على تطوير النظام المالي وهذا ما يستلزم المزيد من الاصلاحات المالية و المؤسساتية بهدف تطوير النظام المالي ، من خلال الاهتمام بخصخصة البنوك العامة ، بالإضافة الى اصلاح القطاع المالي و المصرفي و تطويره من خلال المتابعة في اجراءات التحرير المالي ، تنوع صيغ التمويل ، أدوات تعبئة الموارد و توفير مناخ مؤسسي سليم و مستقر ، بهدف قيام الوساطة المالية بدورها الرئيسي و الذي يتمثل في جمع الموارد المالية و المعلومات حول المشاريع الاستثمارية و تحليلها بهدف التقليل من مشكلة عدم تماثل المعلومات من أجل التخصيص الأمثل للادخارات المتاحة نحو تحقيق معدلات أعلى من النمو الاقتصادي و الذي يعتبر كهدف أساسي لتطبيق الاصلاحات الاقتصادية.

الخاتمة :

تبحث هذه الدراسة أثر التحرر المالي و الاطار المؤسساتي في تطوير النظام المالي في الجزائر خلال الفترة 1990-2016، واستخدمت منهجية نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL)، وكشفت النتائج التجريبية عن أن سياسة التحرير المالي تأثر سلبا على تطوير النظام المالي، وتفاعل بين التحرير المالي و الاطار المؤسساتي هو الآخر يأثر سلبا على نشاط الوساطة المالية البنوك الجزائرية ، و هذا يدل على أن سياسة التحرير المالي المتبعة لم تساهم في تطوير النظام المالي بالإضافة الى ضعف الاطار المؤسساتي الذي ينشط به القطاع المالي ، و هذا لم يحفز على تطوير النظام المالي وهذا ما يستلزم المزيد من الاصلاحات المالية و المؤسساتية بهدف تطوير النظام المالي .

قائمة المراجع:

- حبار عبد الرزاق (2011) " تطور مؤشرات الأداء و مسار الاصلاحات في القطاع المصرفي الجزائري " أبحاث اقتصادية و إدارية - العدد العاشر ديسمبر 2011 ص 26-44.
- بن بوزيان، محمد، و غربي صلاح الدين. (2009)، أثر تحرير أسعار الفائدة على حجم الادخار: دراسة قياسية لحالة الجزائر. الملتقى الدولي الثاني حول الأزمة المالية الراهنة والبدايل المالية والمصرفية النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً. كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلة ، الجزائر، 5-6 \ 05 \ 2009، ص. 2-24.

- السواعي، خالد محمد "أساسيات القياس الاقتصادي باستخدام Eviews " أريد: دار الكتاب الثقافي، 2011.
- شكوري سيدي محمد و شبيبي عبد الرحيم (2013) " العدالة، التنمية المستدامة و البيئة المؤسساتية في البلدان الغنية بالبتترول دراسة حالة الجزائر " مجلة التنمية و السياسات الاقتصادية، المجلد الخامس عشر – العدد الثاني (ISSN- 0411-1561) ص 7 – 61.

- Abdul Adiad and Ashoka Mody, (2003) "financial reforms: What shakes it? What shapes it? "IMF working paper WP/03/70.
- Badi H Baltagi, Panicos O Demetriades and Siong Hook Law (2007) "financial development, Openness and Institutions: Evidence from Panel data " Working paper series ISSN 1749-8279."
- Berthélemy and Bentahar (2004)" financial reforms and financial development in Arab countries", Journal of development and Economic policies, Volume 7-N°-1,pp 33-69.
- Frederic S Mishkin (2009) "Globalization and financial development"Journal of development Economics 89(2009) 164-169.
- Jbili, Enders , and Treichel (1997)"financial sector reforms in Algeria ,Morocco, and Tunisia : A preliminary Assessment " IMF Working papers 91/81.
- M.Nagy Eltony (2003) "Quantitative Measures of financial sector reform in the Arab countries " Arab Planning Institute Kuwait .
- Meliani Hakim (2003) " The impact of financial reform on development of industry in Algeria "Revue des Sciences Economiques et de Gestion N°2 pp 19-33.
- Pesaran, M.H., Y. Shin., and Smith R. (2001), Bounds testing approaches to the analysis of level relationships, Journal of Applied Econometrics, 16, 289-326.
- Siong Hook Law and W.N.W.Azman –Saini (2008) "the quality of institutions and financial development" MPRA Paper N°.12107, Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/12107/> .
- Thierry Tresselt and Emrica Detragiache (2008) "Do financial sector reforms lead to financial development? Evidence from a new dataset", IMF working paper WP /08/265.
- Yasmina GHANEM « le développement du système bancaire en Algérie : Essai d'évaluation de son Impact sur le secteur privé » colloque international Algérie : Cinquante ans d'expériences de développement Etat – Economie – Société pp1-17.
- <http://data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B>
- <https://databank.worldbank.org/data/source/world-development-indicators> .
- <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/A-New-Database-of-Financial-Reforms-22485>

الملاحق :

ARDL Error Correction Regression
 Dependent Variable: D(FI)
 Selected Model: ARDL(1, 0, 0, 2, 2, 2, 1)
 Case 2: Restricted Constant and No Trend
 Date: 12/31/18 Time: 12:26
 Sample: 1990 2016
 Included observations: 25

ECM Regression
 Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic
D(GDPG)	0.003499	0.000543	6.446038
D(GDPG(-1))	0.003376	0.000620	5.446856
D(INF)	0.000365	0.000213	1.712228
D(INF(-1))	-0.000350	0.000198	-1.769554
D(TR)	0.001329	0.000237	5.606567
D(TR(-1))	-0.002214	0.000315	-7.024377
D(FDI)	-0.004183	0.002069	-2.021597
CointEq(-1)*	-1.687558	0.123054	-13.71401

R-squared	0.937230	Mean dependent var
Adjusted R-squared	0.911383	S.D. dependent var
S.E. of regression	0.004714	Akaike info criterion
Sum squared resid	0.000378	Schwarz criterion
Log likelihood	103.2775	Hannan-Quinn criter.
Durbin-Watson stat	1.739560	

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

F-Bounds Test

Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)
F-statistic	13.82898	10%	1.99
k	6	5%	2.27
		2.5%	2.55
		1%	2.88

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.470543	Prob. F(14,10)	0.9041
Obs*R-squared	9.928506	Prob. Chi-Square(14)	0.7674
Scaled explained SS	0.825584	Prob. Chi-Square(14)	1.0000

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2
 Method: Least Squares
 Date: 12/31/18 Time: 12:42
 Sample: 1992 2016
 Included observations: 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000184	0.000245	0.750622	0.4702

FI(-1)	-0.000557	0.000588	-0.947024	0.3659
FLI	-8.19E-07	6.67E-06	-0.122815	0.9047
FLIQI	-5.73E-08	6.25E-07	-0.091552	0.9289
GDPG	7.09E-07	3.05E-06	0.232125	0.8211
GDPG(-1)	1.76E-06	3.43E-06	0.512904	0.6192
GDPG(-2)	-1.82E-06	3.13E-06	-0.581563	0.5737
INF	1.28E-06	1.32E-06	0.967546	0.3561
INF(-1)	-9.09E-07	1.26E-06	-0.721538	0.4871
INF(-2)	-1.29E-06	1.17E-06	-1.106571	0.2944
TR	-9.22E-07	1.80E-06	-0.513314	0.6189
TR(-1)	-5.07E-07	1.90E-06	-0.266701	0.7951
TR(-2)	1.57E-06	2.10E-06	0.751131	0.4699
FDI	-4.54E-06	1.39E-05	-0.326263	0.7510
FDI(-1)	-3.43E-06	1.80E-05	-0.190428	0.8528

R-squared	0.397140	Mean dependent var	1.51E-05
Adjusted R-squared	-0.446863	S.D. dependent var	1.57E-05
S.E. of regression	1.89E-05	Akaike info criterion	-18.62970
Sum squared resid	3.58E-09	Schwarz criterion	-17.89837
Log likelihood	247.8712	Hannan-Quinn criter.	-18.42686
F-statistic	0.470543	Durbin-Watson stat	2.479625
Prob(F-statistic)	0.904113		

