

هل الإحتياطي الأجنبي المتراكم يحفز النمو الإقتصادي؟: دليل من المملكة العربية السعودية في الأجل الطويل¹

أ.د. منال محمد عفان

أستاذ الاقتصاد والمالية العامة

كلية التجارة - جامعة طنطا

جمهورية مصر العربية

drm.afan@gmail.co

ملخص البحث

اندفعت العديد من دول العالم الى زيادة الاحتياطيات الأجنبية لدوافع تجارية وتحوطية -خاصة بعد الأزمات المالية والاقتصادية العديدة التي تعرض لها الاقتصاد العالمي-على الرغم من صعوبة ادارة تلك الاحتياطيات، لأنها تؤثر بشكل مباشر على العديد من الأهداف الاقتصادية الكلية ويعد النمو الاقتصادي من أهم تلك الأهداف التي تسعى لها دول العالم. وتباين آراء الاقتصاديين بشأن أثر الاحتياطي الأجنبي المتراكم على النمو الاقتصادي، بسبب وجود قنوات عديدة تنقل أثر الاحتياطي الأجنبي المتراكم الى النمو الاقتصادي وهي سعر الصرف، الاستثمار، الصادرات، التضخم، والائتمان. ويرى البعض أن الاحتياطي الأجنبي المتراكم يمكن أن يحفز النمو الاقتصادي، بينما يرى آخرون أن هذا الاحتياطي المتراكم عائق للنمو الاقتصادي وعلى جانب آخر يرى آخرون أن تلك العلاقة غير معنوية. وهكذا يهدف البحث الحالي الى معرفة هل يحفز الاحتياطي الأجنبي المتراكم النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية في الأجل الطويل؟، حيث تعد الدراسات التطبيقية محدودة ومتناقضة في نتائجها في إطار تلك المشكلة. لقد اعتمد الباحث على نموذج كلي ديناميكي يطبق على المملكة العربية السعودية للفترة 1978-2017 ويتضمن قنوات التأثير المختلفة للاحتياطي على النمو الاقتصادي وتقديره باستخدام الانحدار الذاتي واختبار سببية كرانجر لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات المختلفة. ولقد أكدت النتائج على أن الاحتياطي الأجنبي المتراكم لا يحفز النمو الاقتصادي، مما يستوجب ضرورة إعادة النظر في ادارة الاحتياطي الأجنبي.

الكلمات المفتاحية

الاحتياطي الأجنبي - قنوات تأثير الاحتياطي الأجنبي - النمو الاقتصادي - المملكة العربية السعودية - النموذج الديناميكي والانحدار الذاتي.

¹ تم تقديم البحث في 2020/8/17، وتم قبوله للنشر في 2020/11/3.

(1) المقدمة

(1-1) مشكلة الدراسة

مع تكرار الأزمات المالية وزيادة الاندماج المالي والتجاري اندفعت العديد من الدول النامية والناشئة الى زيادة احتياطياتها الأجنبية من مصادر عديدة، لدوافع تجارية وتحوطية. ولاشك أن هذا التراكم للاحتياطيات يصاحبه آثار اقتصادية كلية عديدة مما يتطلب ادارتها بكفاءة لتعظيم الاستفادة منها، خاصة مع زيادة الاختلال الخارجي وعدم الاستقرار الاقتصادي والفقروالمديونية الخارجية واعتماد العديد من الدول العربية خاصة المنتجة للنفط على موارد غير متجددة. ويعد النمو الاقتصادي من أهم الأهداف التي تسعى لها دول العالم خاصة النامية منها، ويتأثر هذا الهدف بالاحتياطي الأجنبي المتراكم بعلاقات متداخلة وهو ما يثير قلق العديد من الاقتصاديين.

ويتباين الأدب الاقتصادي بشأن أثر الاحتياطي الأجنبي المتراكم على النمو الاقتصادي في الدول النامية. فيرى فريق من الاقتصاديين أن تراكم الاحتياطي يحفز النمو الاقتصادي في الأجل الطويل ومن أهم المؤيدين (2014; Shrestha, (Polterovich & Popov, 2003; Ilan & Marion, 2009; Olokoyo et al., 2009; Bentum; 2016). ويرى فريق آخر أن تراكم الاحتياطي يخفض النمو، كما أنه لم يسهم في علاج مشاكل عديدة كال فقر والمديونية، ويؤيد هذا الفكر (Elhiraika and Ndikumana, 2007; Abdullateef, 2010). ويرى قلة أخرى أمثال (Fukuda and Kon, 2008) انعدام العلاقة بين النمو والاحتياطي الأجنبي. وتزداد الحاجة لدراسة أثر الاحتياطي على النمو مع الدول التي تمتلك احتياطي ضخيم كالمملكة العربية السعودية والتي تعد الدراسات عنها محدودة. وهكذا تتلخص مشكلة الدراسة في السؤال الآتي:

ما هو أثر الاحتياطي الأجنبي المتراكم على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية وهل يعد أداة لتحفيز النمو الاقتصادي؟

ويتضمن هذا السؤال أسئلة فرعية هي:

- ما هي العلاقة بين الاحتياطي الأجنبي والنمو الاقتصادي في الأدب الاقتصادي؟
- ما هي القنوات المختلفة لنقل أثر الاحتياطي الأجنبي للنمو الاقتصادي؟
- ما هو أثر الاحتياطي الأجنبي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية؟
- هل توجد علاقة سببية واضحة بين الاحتياطي والنمو وما هو اتجاهها في المملكة العربية السعودية؟
- هل تراكم الاحتياطي يحفز النمو في المملكة العربية السعودية وما هي المقترحات لتلك العلاقة؟

(2-1) أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة الى تحديد أثر الاحتياطي الأجنبي المتراكم على النمو الاقتصادي، بالتطبيق على المملكة العربية السعودية ويتطلب ذلك: استعراض الآثار الاقتصادية الكلية للاحتياطي الأجنبي، تحليل العلاقة بين الاحتياطي الأجنبي والنمو الاقتصادي في إطار الأدب الاقتصادي، ايضاح القنوات المختلفة لأثر الاحتياطي على النمو، بناء نموذج ديناميكي لاختبار أثر الاحتياطي الأجنبي المتراكم على النمو والقنوات المختلفة لنقل هذا

الأثر، اختبار وجود علاقة سببية بين الاحتياطي الأجنبي المتراكم والنمو وتحديد اتجاهها وتقديم المقترحات اللازمة بشأنه.

(3-1) أهمية الدراسة

تتمثل أهمية هذه الدراسة في مايلي:

- من الناحية النظرية يمثل محاولة لسد ثغرة هامة في الأدب الاقتصادي العربي، تتعلق بأثر الاحتياطي الأجنبي على النمو الاقتصادي والتي تتضمن مناقضات عديدة.
- ومن الناحية العملية يوضح أثر الاحتياطي الأجنبي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية والتي تحتل المركز الثالث على المستوى العالمي في استحواذ احتياطي الصرف الأجنبي.
- قلة الدراسات بشأن تلك المشكلة عن المملكة العربية السعودية في اطار زمني طويل الأجل.
- تقديم توصيات لصانعي السياسة الاقتصادية في المملكة العربية السعودية مبنية على نتائج فعلية.

(4-1) منهج الدراسة

تم استخدام المنهج الاستنباطي والاستقرائي، الذي يتضمن إطاراً نظرياً لمشكلة البحث وإطاراً تطبيقياً للمملكة العربية السعودية باستخدام نموذج كلي ديناميكي يُقدر من خلال الانحدار الذاتي، وسببية كرانجر لتحديد اتجاه العلاقة بين الاحتياطي الأجنبي المتراكم والنمو الاقتصادي وجميع القنوات التي تنقل أثر هذا الاحتياطي للنمو الاقتصادي، للوصول إلى نتائج دقيقة ووضع التوصيات المناسبة.

(5-1) مصادر البيانات

تم الاعتماد على التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي، وقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي International Monetary Fund (Year Book) Country Tables.

(6-1) الحدود الزمنية للدراسة وتحديد المفاهيم

تم التركيز على الفترة 1978-2017 والتي تلت الطفرة البترولية الأولى والتي ازداد بعدها التراكم للاحتياطي الأجنبي في المملكة العربية السعودية، كما شهدت زيادة الاندماج المالي والتجاري والعديد من الأزمات المالية، كما تم الاعتماد على عام 1999 كسنة أساس لتمتعه بالاستقرار النسبي. وفي إطار مفاهيم البحث تم التركيز على الآتي:

- احتياطي الصرف الأجنبي فقط، حيث شهدت الأرصدة الذهبية، وحقوق السحب الخاصة، ووضع الدولة لدى صندوق النقد الدولي استقرار نسبي مقارنة باحتياطي الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية.
- سعر الصرف الحقيقي وليس الاسمي، لأن الأول يعكس وضع الدولة التنافسي، كما أن الثاني ثابت منذ عام 1986 داخل المملكة.
- أثر الاحتياطي على النمو الاقتصادي دون دراسة تعارض هدف النمو مع أهداف أخرى
- حالة المملكة العربية السعودية فقط.

(7-1) خطة الدراسة

تتضمن مقدمة موجزة فضلاً على خمسة أقسام أخرى، يختص أولها باستعراض الآثار الاقتصادية الكلية للاحتياطي الأجنبي، وثانيهما علاقة الاحتياطي الأجنبي بالنمو الاقتصادي في الأدب الاقتصادي، وثالثهما النمو الاقتصادي ومؤشرات اقتصادية كلية في المملكة العربية السعودية للفترة 1978-2017، ورابعهما النموذج المقترح ونتائجه العملية، وأخيراً نتائج وتوصيات البحث.

(2) الآثار الاقتصادية الكلية للاحتياطي الأجنبي

يُعرف (IMF 2013) الاحتياطيات الدولية أو الخارجية International or External Reserves (الأصول الاحتياطية Reserve Assets) بأنها الأصول الخارجية المتاحة للسلطات النقدية لتلبية احتياجات تمويل ميزان المدفوعات، أو التدخل في أسواق الصرف الأجنبي للتأثير على سعر الصرف، أو غير ذلك من الأهداف الأخرى. وتشمل الأصول الاحتياطية الأرصدة الذهبية، حقوق السحب الخاصة SDR، وضع الاحتياطي في صندوق النقد الدولي، النقد الأجنبي والودائع في الخارج، والاستثمارات في أوراق مالية بالخارج (صندوق النقد الدولي، 2013). ووفقاً لهذا التعريف تعتبر الأصول الاحتياطية مفهوماً اجمالياً وليس صافياً، حيث لا يشمل الخصوم الخارجية المستحقة على السلطات النقدية. ويُعد احتياطي الصرف الأجنبي (Foreign Exchange Reserves (Forex) من أهم مكونات الاحتياطيات الدولية، ويشمل النقد الأجنبي والودائع بالخارج والاستثمارات في أوراق مالية بالخارج. ويعد البنك المركزي المسؤول الوحيد عن ادارتها (IMF, 2003). وتشكل تلك الاحتياطيات نسبة هامة من الاحتياطيات الدولية تصل الى أكثر من 80% في أغلب دول العالم (Akanni and Bukola, 2016; Chowdhury; Uddin and Islam, 2014; Islam, 2009; Emmauel, 2013).

ولقد ارتفعت احتياطيات الصرف الأجنبي للعالم (كنسبة من الناتج المحلي العالمي-للمزيد انظر: Elhiraika and Ndikumana, 2007; Shrestha, 2016; Kruskovic and Maricic, 2015) من 1.4% في عام 1960 الى 16.3% في عام 2015، كما ازداد نصيب الدول النامية من تلك الاحتياطيات من 1.2 تريليون دولار إلى 7.04 تريليون دولار للفترة من يناير 1995-2015، على الرغم من انخفاض نصيبها من الناتج والتجارة الدولية (Chowdhury, Uddin and Islam, 2014). وقد تنوعت المصادر لتلك الاحتياطيات حيث شملت فوائض بتروولية، عوائد الصادرات، تدفقات أجنبية مباشرة وغير مباشرة، مساعدات خارجية، قروض أجنبية.

وتتعدد دوافع الدول للاحتفاظ باحتياطيات الصرف الأجنبي حيث تشمل دوافع تجارية لمواجهة التقلبات في التجارة الدولية، الإدارة الفعالة لسعر الصرف، تحقيق الاستقرار المالي، تحقيق الاستقرار الاقتصادي للدولة، زيادة الجدارة الائتمانية للدولة وزيادة الاستثمار والحصول على عوائد مناسبة، ويعد هذا الدافع الأخير ضعيف مقارنة بالدوافع الأخرى. (Look in: Greeding et al., 2015; Fukuda and Kon, 2010; Elhiraika and Ndikumana, 2007; Kruskovic and Maricic, 2015; Shrestha, 2016; Bentum, 2014; Islam, 2009; Abbas; Naqvi; Ramzan, and Rizavi, 2011; Obstfeld et al., 2010; Osuji and Ebiringa, 2010)

وتبدو أهمية الإدارة المثلى للاحتياطي الصرف الأجنبي مع تراكم احتياطي الصرف الأجنبي ووجود محددات عديدة له على جانب الطلب أو العرض. ويُعرف صندوق النقد الدولي (2003) إدارة الاحتياطي وفقاً لخطوطه

الإرشادية" بأنها العملية التي تضمن إتاحة الأصول الأجنبية ومراقبتها بسهولة من خلال السلطة النقدية، لمواجهة الأهداف المحددة للدولة". ويؤكد الصندوق على أن الممارسات الضعيفة في إدارة الاحتياطي، قد يترتب عليها تكاليف اقتصادية واجتماعية ضخمة (IMF, 2003). ويؤكد (Akanni, and Bukola, 2016), 2013; Emmanuel; على أن الإدارة غير المثلى للاحتياطي تقلل من فعالية السياسات الاقتصادية المستخدمة، كما أنها يجب أن تراعي التوازن بين قيود السيولة والمخاطرة والعائد (Akanni and Bukola, 2016; Emmanuel, 2013). وتتعدد آراء الاقتصاديين بشأن تحديد المستوى الأمثل للاحتياطي. ومن أهم المعايير شيوعاً تغطية ثلاثة أشهر من الواردات، أو سنة كاملة من الدين الخارجي قصير الأجل أو من العجز الجاري، أو 30% من الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو 10% من الناتج المحلي الإجمالي. (Look in: Sehgal and Sharma, 2008; Kim; Jie; Rajan; Sula. and Willett, 2005; Elhiraika and Ndikumana, 2007; Abbas et al., 2011; Islam, 2009)

ويعد تحديد الآثار الاقتصادية الكلية لاحتياطي الصرف الأجنبي أحد الجوانب الهامة للإدارة المثلى للاحتياطي وفقاً للعديد من الاقتصاديين. ولم ينال موضوع الآثار الكلية لاحتياطي الصرف الأجنبي اهتمام الباحثين في الأدب النظري والتطبيقي قبل عام 1997. ويؤكد (Abiola & Adebayo, 2013) على أن أثر الاحتياطي المتراكم على النمو يعد أحد جوانب الإدارة المثلى للاحتياطي، وفي حالة وجود أثر سلبي للاحتياطي على النمو لابد من البحث عن قنوات جديدة لاستغلال الاحتياطي (Abiola and Adebayo, 2013). وبمراجعة الأدب الاقتصادي يتضح وجود مبررات عديدة لدراسة الآثار الاقتصادية الكلية لتراكم احتياطي الصرف الأجنبي تتمثل أهمها في:

- تراكم احتياطي الصرف الأجنبي يغير من ميزانيات البنك المركزي والمؤسسات المالية والوحدات الاقتصادية داخل الدولة، مما يؤثر على قيم المتغيرات الاقتصادية الكلية داخل الدولة (Fukuda and Kon, 2010).
- التغير في احتياطي الصرف الأجنبي يعكس حجم تدخل البنك المركزي في سوق الصرف الأجنبي، وبالتالي فإن رصيد الاحتياطي يعد مؤشراً للسياسات المتوقعة تنفيذها من البنك المركزي (Shrestha, 2016).
- استحواذ الاحتياطي يؤثر بشكل واضح على سعر الصرف في الأجل القصير والطويل، مما يترتب عليه آثاراً واضحة على التضخم والاستثمار والصادرات والنمو الاقتصادي. (Elhiraika and Ndikumana, 2007).
- يتضمن استحواذ الاحتياطي تكلفة (العائد البديل للاحتياطي) تبلغ 1%-2% من الناتج المحلي الإجمالي في الدول النامية والناشئة وفقاً لتقديرات (Shrestha, 2016)، مما قد يؤثر سلبياً على النمو في المستقبل. ويرى (Levey and Yeyati, 2006) العكس بأن استحواذ احتياطي كبير يخفض من مخاطر عديدة، كالتخلف عن سداد الديون الخارجية وآثار الأزمات، وهو ما يترتب عليه أثراً إيجابياً على النمو (Shrestha, 2016).
- تراكم الاحتياطي يؤدي إلى زيادة القاعدة النقدية فيزداد عرض النقود من خلال أثر المضاعف محدثاً أثر تضخمي، وبذلك يمكن أن تكون استراتيجية تراكم الاحتياطي أساساً لاستراتيجية نمو موجهة للتصدير، من خلال تخفيض سعر الصرف الحقيقي وهو ما أكدته (Ilan and Marion, 2009) (Ilan and Marion, 2009).
- تراكم الاحتياطي يجعل الدولة سريعة التأثر بالتغيرات في السياسات التي تجربها الدولة المصدرة لعملة الاحتياطي، كما تزداد التعقيدات في إدارة السياسة النقدية وتزداد تكاليف التعقيم مما يتطلب إدارة فعالة للاحتياطي (Akanni and Bukola, 2016; Islam, 2009).

- يواجه صانعي السياسة الاقتصادية في الدول النامية تحديات عديدة مع تراكم الإحتياطي، فانخفاض الإحتياطي في الدول المتقدمة قد يدفعها لإجراء تعديلات في سياستها الاقتصادية والخارجية، مما يؤثر على العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية بالدول النامية والتي قد تشكل أغلبها أهداف اقتصادية كلية هامة (Polterovich and Popov, 2003).

- في النظرية الاقتصادية يصعب على الدولة اتباع نظام سعر الصرف الثابت وسياسة نقدية مستقلة مع حركة حرة لرأس المال (حيث تصبح تكاليف التعقيم كبيرة)، وهو ما أوضحه نموذج ماندل فلمنج باسم الثالوث المستحيل، إلا أنه مع تراكم الإحتياطي يمكن تحقيق ذلك (Islam, 2009).

(3) العلاقة بين احتياطي الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي في الأدب الاقتصادي

(1-3) الأدبيات النظرية

يعتبر هدف النمو الاقتصادي المرتفع والمستقر من أهم الأهداف الاقتصادية الكلية. في إطار الفكر الاقتصادي النظري والتطبيقي. وعلى الرغم من أن النمو عند الكلاسيك هو مسؤولية القطاع الخاص، إلا أنه عند كينز هو مسؤولية الحكومة. وفي الفكر الحديث تحقيق النمو يتطلب مشاركة القطاع الخاص مع دور إيجابي للحكومة من خلال السياسات الاقتصادية (البيلاوي، 1999).

وتسعى الدول النامية لتحقيق النمو الاقتصادي لأهداف عديدة أهمها (سليمان، 1973؛ WU, 2000؛ Calderon and Schmidt, 2008؛ Fukuda and Kon, 2010؛ Ilan and Marion, 2009) تقليل الفجوة بينها وبين الدول المتقدمة، أن النمو المرتفع هو مؤشر للأداء الاقتصادي الجيد ونجاح السياسات الاقتصادية المطبقة، تتمتع بجدارة ائتمانية عند الافتراض الخارجي، زيادة النمو يصاحبه انخفاض معدل البطالة وقد يسهم في ارتفاع مستوى المعيشة، كما أن النمو هو أحد أبعاد الاستقرار الاقتصادي في إطار برامج التثبيت والتكيف الهيكلي وعدم تحقيقه قد يعرض الأهداف الأخرى للخطر.

وتباين آراء الاقتصاديين بشأن أثر الإحتياطي على النمو. فعلى الرغم من تأييد البعض للأثر الإيجابي للإحتياطي المتراكم في تحفيز النمو (فهي سياسة بديلة للسياسة الكينزية في التوسع المالي) لكن في الأجل الطويل، إلا أن آخرين انتقدوا تلك السياسة، استناداً إلى أثرها السلبي على النمو سواء في الأجل القصير أو الطويل، ويرى قلة آخرون انتفاء العلاقة بين احتياطي الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي. ويعد من أهم الاسهامات في هذا المجال ما قدمه (Polterovich & Popov, 2003) والذي تلاه تحليلات عديدة أهمها (Fukuda and Kon, 2010؛ Bentum, 2014؛ Shrestha, 2016). ويتضمن الأدب النظري لتلك العلاقة صعوبات عدة أهمها وجود محددات عديدة للنمو، وجود قنوات عديدة لنقل أثر الإحتياطي للنمو وتباين المدى الزمني للعلاقة.

ويؤكد (Bentum, 2014) على أن دراسة أثر الإحتياطي المتراكم على النمو تزداد في الدول المصدرة للبتترول، التي لديها احتياطييات ضخمة وتعتمد على موارد غير متجددة (Bentum, 2014) كما يؤكد (Abiola & Adebayo, 2014؛ Oladapo and Oloyede, 2014) على أن التحليل يجب أن يشمل القنوات المختلفة لنقل أثر الإحتياطي للنمو (Abiola and Adebayo, 2013؛ Oladapo and Oloyede, 2014). ويتفق الباحث مع تلك الرؤية، ويعد

النموذج الكلي الديناميكي أفضل الأساليب لتحقيق ذلك. وتحليل الأدب النظري نجد أن أهم القنوات لنقل أثر احتياطات الصرف الأجنبي الى النمو الاقتصادي في الدول النامية تشمل:

قناة سعر الصرف Exchange Rate Channel

تعد تلك القناة أكثر أهمية في نقل أثر الاحتياطي للنمو، وتباين آراء الاقتصاديين بشأن سعر الصرف المستخدم. فيري (2016, Shrestha) أن هناك تقارب في حركة أسعار الصرف الاسمية والحقيقية. وأن الاختلاف يكون في الدول التي تمتلك موارد ضخمة كالدول المصدرة للبتروول، حيث يصبح سعر الصرف الحقيقي هو الأكثر دقة في التحليل (2016, Shrestha). ويعبر سعر الصرف الحقيقي عن القدرة التنافسية للدولة في السوق العالمي، لذلك فإن انخفاضه يُعد مؤشراً لتنافسية أكبر للدولة. كما أن ارتفاعه يؤدي الى تحفيز المضاربة على العملة المحلية، هروب رؤوس الأموال للخارج، ارتفاع الأسعار النسبية للصادرات، انخفاض الطلب على السلع غير التجارية، انخفاض الدخل والطلب الكلي وزيادة معدلات البطالة (الغالي و خليل، 2011؛ حنفي، 1999:2008, Eichengreen). لذلك تسعى العديد من الدول من خلال تراكم الاحتياطي للحفاظ على سعر صرف حقيقي مستقر، يخفض تقلبات الناتج ويحفز النمو في الأجل الطويل.

ووفقاً للأدب الاقتصادي، فإن زيادة الاحتياطي قد يصاحبها ارتفاع في قيمة العملة في الأجل القصير، ومع التراكم للاحتياطي (بشراء العملات الأجنبية يزداد الطلب عليها فيرتفع سعرها) تنخفض قيمة العملة، ولن يكون هذا مؤذياً كحالة أزمات العملة (2015, Kruskoic and Maricic; 2007, Elhiraika and Ndikumana; 2013, Emmanuel). ويشير (2008, Eichengreen; 2003, Polterovich & Popov) الى أن انخفاض قيمة العملة يمكن أن يحفز النمو، من خلال خفض أسعار السلع التجارية الى السلع غير التجارية - ففي الأجل الطويل تختفي الأرباح في قطاع السلع التجارية بسبب دخول منشآت جديدة فتقل الأسعار بها، وتزداد أسعار السلع غير التجارية فتزداد تنافسية الدولة وتزداد الصادرات مما يحفز النمو. كما يؤدي انخفاض قيمة العملة الى تخفيض أسعار الأصول الحقيقية بالعملة الأجنبية، فيزداد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للدخل، فيزداد النمو في الأجل الطويل (2008, Eichengreen; 2003, Polterovich and Popov).

ويتفق العديد مع الرؤية السابقة أن انخفاض سعر الصرف الحقيقي والتضخم شرط أساسي حتى يسهم الاحتياطي المتراكم في زيادة النمو. ويتوقف تدخل البنوك المركزية على التغيرات في تقييم العملات الدولية، التغيرات في معدلات الفائدة المحلية والأجنبية، ومستويات الدين العام (2015, Kruskovic and Maricic; 2010, Abdullateef and Waheed). ويؤكد (2003, Polterovich & Popov) على أن سعر الصرف الحقيقي يجب أن يتحدد في النماذج الكلية كمتغير خارجي لأنه يعكس الأسعار المحلية مقارنة بالأسعار الخارجية (2003, Polterovich & Popov). وهو ما يؤكد العديد من الاقتصاديين.

وهكذا يُعد سعر الصرف الحقيقي الأدق في تحليل أثر الاحتياطي على النمو، فتحقيق أثر إيجابي للاحتياطي على النمو يكون مشروطاً بانخفاض سعر الصرف الحقيقي، ويفضل استخدام سعر الصرف الحقيقي في النماذج الكلية كمتغير خارجي، لتحديد أثره بدقة على محددات النمو وهو ما أتفق معه.

قناة الاستثمار Investment Channel

يعد الاستثمار أكثر محددات النمو الإقتصادي أهمية في نماذج النمو المختلفة. وعلى الرغم من أهمية رأس المال البشري كمصدر للنمو في نماذج النمو الداخلية، إلا أن أثره يتوقف على كفاءة العمالة المستخدمة وقدرتها على استيعاب كل ما هو جديد. وينتقل أثر الاحتياطي للنمو عبر تلك القناة التي تتضمن الاستثمار العام والاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

ويؤكد الأدب الإقتصادي على أن استحواذ احتياطي ضخم من الصرف الأجنبي (تفوق المستوي الأمثل) يعوق ويخفض الاستثمار العام في البنية الأساسية في الدول النامية ذات الموارد المحدودة (Elhiraika and Ndikumana, 2007; Greenidge et al., 2015). كما يوضح الأدب أنه من المتوقع أن يكون لتراكم الاحتياطي أثراً إيجابياً على الاستثمار الخاص، ويتحقق هذا الأثر من قناتين فرعيتين هما (Elhiraika and Ndikumana, 2007; Greenidge et al., 2015; Polterovich and Popov, 2003; Bentum, 2014; Oladapo and Oloyede, May 2013) الأولى: القناة الكمية Quantity Channel والتي توضح أن تراكم الاحتياطي، يتيح إمكانية أكبر لاستيراد سلع رأسمالية ووسيلة، وهو ما يحفز الاستثمار الخاص فيزداد النمو الإقتصادي. الثانية: قناة معدل العائد Rate of Return Channel (تعمل بشكل واضح في نظام الصرف المرن) وتوضح أنه مع تراكم الاحتياطي تزداد قيمة العملة الوطنية، فترتفع الأسعار المحلية مقارنة بالأسعار الأجنبية فتحقق الشركات التي تعمل في القطاع التجاري أرباحاً غير عادية، مما يشجع رؤوس الأموال للتدفق للداخل وراء العائد المرتفع، فيزداد الاستثمار والنمو. إلا أن ذلك يتحقق فقط في الأجل القصير، ويزداد هذا الأثر كلما زاد التطور المالي والاندماج المالي للدولة. وعلى الرغم من الرؤية السابقة، تؤكد احدي الدراسات على أن تراكم الاحتياطي في أغلب الدول العربية تم توظيفه في ودائع وأوراق مالية أجنبية بالخارج، مما أسهم في خفض الاستثمار المحلي فانخفض النمو (العنترى، 1995: Islam, 2009). وهكذا فالأثر الإيجابي للاحتياطي على الاستثمار ليس مؤكداً، ويختلف من دولة الى أخرى.

ويلعب الاستثمار الأجنبي المباشر دوراً هاماً في تدويل النشاط الإقتصادي، وكمصدر لتحويل التكنولوجيا مما يحفز النمو الإقتصادي (Durham, 2004). ويوضح الأدب الإقتصادي أن زيادة الاحتياطي يصاحبها زيادة التدفقات الداخلة من الاستثمار الأجنبي المباشر وفي اتجاه سلبى للعلاقة أوضح (Islam, 2009) وجود أثر معنوي سلبى للاستثمار الأجنبي على الاحتياطي المتراكم (Islam, 2009) فضلاً على أن التراكم المستمر يؤدي الى انخفاض أسعار الأصول المحلية الحقيقية بالعملة الأجنبية - بسبب انخفاض سعر الصرف الحقيقي - فيزداد الاستثمار الأجنبي المباشر للداخل (Bentum, 2014).

وفي إطار أثر الاحتياطي على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، يؤكد (Kruskovic & Maricic, 2015) على أن تراكم احتياطي الصرف الأجنبي صاحبه تحفيز الاستثمار الأجنبي غير المباشر، خاصة مع زيادة الاندماج المالي (Kruskovic and Maricic, 2015). ويتفق مع هذا الرأي (Ray, 2012) حيث أوضح أن تراكم الاحتياطي أسهم في زيادة نشاط البورصة في الهند، ويُرجع السبب في ذلك الى انخفاض سعر الصرف الحقيقي ويؤكد على أن الأثر سيكون مشابه في الدول كبيرة الحجم (Ray, 2012). وفي اتجاه معارض أكد (Fukuda and Kon, 2010) على

أن زيادة الاحتياطي تسهم في زيادة الديون قصيرة الأجل، مما يؤدي إلى زيادة المخاطر في الأسواق المالية، وبالتالي تتدفق رؤوس الأموال للخارج مما قد يخفض من النمو الاقتصادي. (Fukuda and Kon, 2010).

وهكذا يتضح لنا أن تراكم الاحتياطي غالباً ما يقترن بانخفاض الاستثمار العام وزيادة الاستثمار الخاص، أما أثر الاحتياطي على الاستثمار الأجنبي المباشر فيتوقف على سعر الصرف، بينما أثره على الاستثمار الأجنبي غير المباشر فهو غير محدد ويميل لكي يكون معنوياً إيجابياً في الدول كبيرة الحجم.

قناة الصادرات Export Channel

تعد الصادرات أحد المحددات الهامة للنمو الاقتصادي، فلقد حققت الدول التي اتبعت استراتيجية للتصنيع الموجه للتصدير في جنوب شرق آسيا معدلات نمو فاقت غيرها من الدول (Bentum, 2014). ويوضح (Polterovich & Popov, 2003) أن تراكم الاحتياطيات يلطف من آثار تقلبات التجارة الدولية، ويؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي خاصة عند مستوى مرتفع من التطور المالي. فتراكم الاحتياطي على المدى الطويل يؤدي إلى انخفاض سعر الصرف الحقيقي، فتزداد القدرة التنافسية للدولة وتزداد الصادرات فيزداد النمو (Polterovich and Popov, 2003). ويتفق (Grenridge et al., 2016; Carasco et al., 2013) مع تلك الرؤية بأن العديد من الدول النامية اندفعت لتراكم الاحتياطي لزيادة تنافسية القطاع التجاري وزيادة الصادرات وبالتالي زيادة النمو في الأجل الطويل (Grenridge et al., 2016; Kruskovic and Maricic, 2015). ويسهم تراكم الاحتياطي في تحفيز الصادرات من خلال الاحتفاظ بأسعار صرف حقيقية مستقرة ومنخفضة نسبياً، كما أنه يتيح استيراد الآلات والمعدات والسلع الوسيطة اللازمة للمشروعات الموجهة للتصدير، وهو ما يحفز النمو في الأجل الطويل (Ilan and Marion, 2009; Akanni and Bukola, 2016). ويتفق (Abbas et al., 2011) مع تلك الرؤية بأن تراكم الاحتياطي أسهم في دول عديدة في خفض تقلبات سعر الصرف الحقيقي، مما حفز الصادرات فزاد النمو (Polterovich & Popov, 2003). ويؤكد (Abbas; Naqvi; Ramzan and Rizavi, 2011). على أن الدول النامية ذات الدخل المنخفض والدولة الناشئة يكون بها سعر الصرف الحقيقي أقل من تعادل القوة الشرائية، وهو ما أسهم في زيادة الصادرات. أما الدول النامية المصدرة للنفط فكان سعر صرفها الحقيقي يقترب من تعادل القوة الشرائية، مما جعل أثر تراكم الاحتياطي على الصادرات ليس مؤكداً (Polterovich and Popov, 2003). وهكذا فإن تحفيز الصادرات من خلال سياسة تراكم الاحتياطي يتطلب انخفاض سعر الصرف الحقيقي.

قناة التضخم Inflation Channel

يتفق العديد من الاقتصاديين على أن أثر الاحتياطي المتراكم من الصرف الأجنبي على النمو الاقتصادي يتوقف أثره على التضخم. فهناك التضخم الزاحف المحفز للنمو، وهناك التضخم الجامح المؤذي للنمو. ويعد التضخم الذي يواجه المملكة العربية السعودية من النوع الزاحف المحفز للنمو (الحبيب، 2011). وقد اختلفت رؤى الاقتصاديين بشأن أثر الاحتياطي المتراكم على التضخم. فعلى الرغم من أن (Heller, 1976; Khan, 1979) أوضحوا أن زيادة احتياطيات الصرف الأجنبي تسبب تضخم عالمي، وهذا متوافق مع آراء النقديين للتضخم، إلا أن هناك آراء مناقضة تؤكد على أن تراكم الاحتياطي يصاحبه انخفاض معدل التضخم، ويمكن أرجاع ذلك إلى:

- أن أثر الإحتياطي على التضخم يتم من خلال قناتين الأولى قناة توقعات سعر الصرف Exchange Rate Expectations Channel، التي توضح أن زيادة الإحتياطي في الأجل القصير ترفع قيمة العملة المحلية فينخفض التضخم المتوقع. والثانية قناة السيولة Liquidity Channel، التي توضح أنه مع زيادة الإحتياطي يقل رصيد النقود من العملة المحلية فيقل التضخم (Elhiraika and Ndikumana, 2007).
 - يوضح (Ho & McCauley, 2009) أن أثر الإحتياطي على التضخم يتوقف على درجة استغلال الموارد المتاحة، وفي حالة وجود موارد عاطلة يكون معدل التضخم منخفض (Ho and McCauley, 2009).
 - يوضح (Chawdhury et al., 2014) أن تراكم الإحتياطي يحفز الاستثمار (حيث يتيح الفرصة لاستيراد سلع رأسمالية ووسيلة) مما يحفز النمو الإقتصادي، فتتخفض الضغوط التضخمية خاصة مع وجود موارد عاطلة. ويتفق (Shrestha, 2016) مع هذا الرأي (Shrestha, 2016; Chawdhury, Uddin and Islam, 2014).
 - يوضح (Kruskovic and Maricic, 2015) أنه إذا كان معدل تراكم الإحتياطي سريع ويفوق معدل النمو الإقتصادي، يكون التضخم مرتفع ومؤذي للنمو. بينما إذا تحقق العكس (معدل تراكم الإحتياطي \geq معدل النمو الإقتصادي) يكون التضخم زاحف ومحفز للنمو (Kruskovic and Maricic, 2015).
- وهكذا يتضح أن أثر تراكم الإحتياطي على النمو يتوقف على التضخم، وقد أكد أغلب الأدب الإقتصادي على أن تراكم الإحتياطي يصاحبه أثراً غير معنوياً أو معنوياً سلبياً على التضخم في الدول ذات الموارد الضخمة.

قناة الائتمان Credit Channel

يوضح الأدب الإقتصادي أن زيادة الإحتياطيات تؤدي الى احلال الديون قصيرة الأجل محل الديون طويلة الأجل، حيث تتواجد علاقة سلبية بين مستوى الإحتياطي والمدى الزمني لاستحقاق الدين. ويؤكد (Fukuda and Kon, 2010) على أن دراسة أثر الإحتياطي على النمو لا بد أن تتضمن أثره على الائتمان المتاح للقطاع الخاص، لما لهذا الائتمان من أثر على النمو، ففي حالات عديدة تراكم الإحتياطي لم يصاحبه زيادة الائتمان، حيث تتجه دول عديدة للاحتفاظ بإحتياطياتها في الخارج (Look in: Fukuda and Kon, 2010; Polterovich and Popov, 2003)؛ (العنبري، 1995). ويوضح (Islam, 2009) أن أثر الإحتياطي على الائتمان يتوقف على تطور النظام المالي والجودة المؤسسية، فعندما ينخفضان ينخفض الاستثمار والنمو (Islam, 2009). ولاشك أن نوع الائتمان الممنوح للقطاع الخاص له أيضاً أثراً واضحاً على النمو، فالائتمان الاستهلاكي لا يحفز النمو مثل الائتمان الانتاجي.

وهكذا فان أثر الإحتياطي على الائتمان ليس مؤكداً وذلك لأسباب عديدة، مما يستلزم دراسته.

(2-3) الأدبيات التطبيقية

- إزاء الغموض الواضح في علاقة احتياطيات الصرف الأجنبي بالنمو الإقتصادي في إطار الأدب النظري، فانه لا بد من استعراض الدراسات التطبيقية وسيتم عرضها في إطار زمني مرتب كما يلي:
- دراسة (Polterovich and Popov, 2003) لأثر احتياطي الصرف الأجنبي (والتراكم الرأسمالي، السكان، نصيب الفرد من الناتج، الصادرات، ومناخ الاستثمار) على النمو في الأجل الطويل في 100 دولة نامية

- ومتقدمة وناشئة (للفترة 1960-1999) باستخدام نموذج شبه لوجاريتمي وطريقة OLS وقد أوضحت أن تراكم الاحتياطي أسهم في تحفيز النمو، لكنه ليس شرط ضروري وأن المناخ الاستثماري والجودة المؤسسية أكثر أهمية. إلا أن الدراسة لم تتضمن اختبارات الاستقرار وأغفلت أثر التضخم وسعر الصرف والائتمان.
- دراسة (Elhiraika and Ndikumana, 2007) للأثار الاقتصادية الكلية لاحتياطي الصرف الأجنبي لحزمة بيانات شملت 21 دولة افريقية للفترة 1979-2005 باستخدام نماذج انحدار خطي منفصلة. وقد أوضحت أن زيادة الاحتياطي أسهمت في انخفاض النمو في الأجل الطويل، بسبب ارتفاع سعر الصرف وزيادة التضخم وانخفاض الصادرات وانخفاض الاستثمار العام ولا بد من تبني استراتيجية جديدة لإدارة الاحتياطي. إلا أن أغلب توصيات الدراسة استندت على أساس نظري وليس تطبيقي.
- دراسة (Fukuda and Kon, 2008) لأثر احتياطي الصرف الأجنبي - والناجح المبطأ، الأزمات، المنطقة والتراكم الرأسمالي - على النمو في الأجل الطويل لحزمة بيانات ضمت 134 دولة نامية وناشئة للفترة 1980-2004 باستخدام اختبارات الاستقرار والتكامل المشترك والانحدار المتعدد. وقد أوضحت وجود أثر غير معنوي للاحتياطي بعد اضافة التراكم الرأسمالي. إلا أن تلك الدراسة اعتمدت على نموذج متحيز، أغفلت فيه العديد من المحددات الهامة للنمو، كما أنها طبقت على دول عديدة تختلف في ظروفها الاقتصادية.
- دراسة (Olokoyo, Osabuohien and Salami, 2009) لأثر احتياطي الصرف الأجنبي على النمو في نيجيريا للفترة 1970-2007 باستخدام الانحدار الذاتي والتكامل المشترك. وقد أوضحت وجود أثر معنوي ايجابي للاحتياطي على النمو في الأجل الطويل، بسبب انخفاض سعر الصرف والتضخم وزيادة الصادرات والاستثمار الأجنبي المباشر. إلا أن هذه الدراسة طبقت على نيجيريا، واعتمدت على نموذج متحيز أغفل متغيرات عديدة مؤثرة على النمو، كما أن أغلب توصياتها جاءت نظرية.
- دراسة (Abdullateef and Waheed, 2010) للأثار الاقتصادية لاحتياطي الصرف الأجنبي على التضخم وسعر الصرف الحقيقي والاستثمار العام والأجنبي المباشر- في نيجيريا للفترة 1986-2006 باستخدام اختبارات الاستقرار والتكامل المشترك وتصحيح الخطأ. وقد أوضحت وجود أثر معنوي سلبي للاحتياطي على النمو في الأجل الطويل، بسبب ارتفاع سعر الصرف الحقيقي والتي أدت الى عدم تحفيز الصادرات. وتعد هذه الدراسة مفيدة في التأكيد على أهمية سعر الصرف الحقيقي لكنها لم توضح علاقة الاحتياطي بالنمو والصادرات، وركزت على الأثار الاقتصادية وجاءت أغلب توصياتها نظرية.
- دراسة (Bentum, 2014) لأثر احتياطي الصرف الأجنبي والتراكم الرأسمالي، قوة العمل، الاستثمار الأجنبي المباشر، تحويلات العاملين من الخارج، التطور المالي، الانفتاح التجاري على النمو في خمسة دول افريقية للفترة 1984-2009 باستخدام نموذج لوجاريتمي واختبارات الاستقرار والتكامل المشترك والانحدار التدريجي. وقد أوضحت أن تراكم الاحتياطي يحفز النمو في الأجل الطويل. وعلى الرغم من أهمية الدراسة لاستخدامها أساليب قياسية متقدمة، إلا أنها لم توضح القنوات المختلفة لنقل أثر الاحتياطي للنمو.
- دراسة (Greenidge; Craigwell; Whyte and Mckenzie, 2015) لأثر احتياطي الصرف الأجنبي على الاستهلاك، الاستثمار، الدين، الصادرات، النمو الاقتصادي في الأجل الطويل في دول الكاريبي للفترة 1980-

2012. وقد أوضحت وجود علاقة ايجابية بين الإحتياطي والصادرات والنمو والاستثمار والدين الخارجي. وتؤكد الدراسة على أهمية قناة الاستثمار والصادرات في تحديد أثر الإحتياطي على النمو في الأجل الطويل. إلا أن تلك الدراسة اعتمدت على مؤشرات بسيطة وأغفلت سعر الصرف كقناة هامة في نقل أثر الإحتياطي.
- دراسة (Kruskovic and Maricic, 2015) لأثر احتياطيات الصرف الأجنبي مع التراكم الرأسمالي والسكان على النمو في الدول الناشئة للفترة 1993-2012 باستخدام نموذج لوجاريتمي مزدوج واختبارات الاستقرار والسببية والانحدار المتعدد. وقد أوضحت وجود أثراً معنوياً ايجابياً للاستثمار والاحتياطيات على النمو، أن قناة الصادرات أكثر القنوات أهمية لنقل أثر الإحتياطي للنمو. وعلى الرغم من أهمية الاطار النظري للدراسة، إلا أن النموذج المستخدم لمحددات النمو تضمن تحيز لإغفاله متغيرات عديدة.
 - دراسة (Shrestha, 2016) لأثر احتياطي الصرف الأجنبي على النمو في الأجل الطويل في دول جنوب شرق آسيا للفترة 1990-2013 باستخدام نموذج كلي ديناميكي تضمن النمو الاقتصادي، التضخم المحلي، سعر الصرف الحقيقي، احتياطيات الصرف الأجنبي، التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية، معدل الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية تم تقديره باستخدام الانحدار الذاتي وسببية كرانجر. وقد أوضحت أن تراكم الإحتياطي لم يؤثر على التضخم وأسهم في زيادة الصادرات بسبب انخفاض سعر الصرف الحقيقي فازداد النمو. إلا أن الدراسة السابقة أغفلت قناة الاستثمار والصادرات وأدخلت سعر الصرف الحقيقي كمتغير داخلي.
- وهكذا يتضح لنا أن الدراسات التطبيقية السابقة جاء أغلبها في اطار دراسة الآثار الاقتصادية الكلية للإحتياطي دون التركيز على أثره على النمو، كما ركزت أغلبها على حزمة بيانات، تجاهلت العديد منها القنوات المختلفة لنقل أثر الإحتياطي للنمو، واعتمدت على توصيات لا تستند على أساس تطبيقي، كما اعتمدت العديد منها على نماذج انحدار منفصلة لا تربط بين الإحتياطي والنمو وقنوات التأثير المختلفة، وهو ما يجعل استخدام نموذج كلي ديناميكي (يربط الإحتياطي بالنمو الاقتصادي والقنوات المختلفة لنقل أثر الإحتياطي للنمو) أكثر أهمية وجدوى من الناحية العملية وهو ما تركز عليه تلك الدراسة.
- وهكذا تختلف هذه الدراسة عن ما سبق في الهدف والمجال: أولاً في الهدف: تسعى لتحليل العلاقة المعقدة بين الإحتياطي المتراكم والنمو في الأدب الاقتصادي، استعراض نظري للقنوات المختلفة لنقل أثر الإحتياطي للنمو، كما تقدم نموذجاً كلياً ديناميكياً يوضح أثر الإحتياطي على النمو والقنوات المختلفة لنقل هذا الأثر وهو ما أغفلته أغلب الدراسات السابقة. ثانياً في المجال:
- تجمع بين الإطار النظري (القليل من الدراسات تناولته) والتطبيقي باستخدام نموذج كلي ديناميكي يربط بين احتياطي الصرف الأجنبي والقنوات المختلفة لنقل أثره الى النمو.
 - تُطبق على المملكة العربية السعودية (الدراسات عنها محدودة) في إطار زمني طويل الأجل.
 - كما تعتمد على اختبارات قياسية متقدمة تشمل الانحدار الذاتي لتقدير النموذج الكلي المستخدم وسببية كرانجر لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات.

(4) احتياطي الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية للفترة**2017-1978**

يتطلب تحليل أثر احتياطي الصرف الأجنبي على النمو في المملكة العربية السعودية استعراض مدي تطور هذا الاحتياطي، استعراض مؤشرات اقتصادية كلية للنمو وسعر الصرف الحقيقي، والقنوات الأخرى التي ينتقل من خلالها أثر الاحتياطي على النمو وهو ما سيتم استعراضه فيما يلي:

(1-4) تطور احتياطي الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978

تحتل المملكة العربية السعودية المركز الثالث على المستوى العالمي في احتياطي الصرف الأجنبي لعام 2015 (حيث تحتل الصين المركز الأول يليها اليابان) باحتياطي قدره 616.4 مليار دولار، وهو ما يعادل 5.2% من الاحتياطي العالمي، على الرغم من انخفاضه نسبياً بعد عام 2015. وتعد صادرات البترول في المملكة من أهم مصادر احتياطي الصرف الأجنبي، يليها تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، فضلاً على عوائد الصادرات غير البترولية (WWW.Alarabia.Net: الحبيب، 2011؛ آل درويش وآخرون، 2015). وتتسم الصادرات البترولية بأنها موارد قابلة للنفاد، مما يستوجب الإدارة الفعالة لاحتياطي الصرف الأجنبي لتعظيم الاستفادة منه. وتؤكد الخطة المقترحة للمملكة 2030 أهمية التركيز على تنمية الموارد غير البترولية، لتحفيز النمو والتنمية للمملكة، والاستفادة القصوى من هذا الاحتياطي (رؤية 2030 للمملكة العربية السعودية).

وقد اتبعت المملكة منذ يونيو 1986 نظام أسعار الصرف الثابتة بربط الريال السعودي بالدولار الأمريكي، وقد استقر سعر الصرف منذ ذلك التاريخ بإتباع سياسة نقدية فعالة تضمن زيادة احتياطي الصرف الأجنبي (العواد صالح؛ آل درويش وآخرون، 2015). ويوضح الجدول (1) مؤشرات متنوعة للاحتياطي للمملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978 كمتوسط. وتوضح البيانات المحسوبة في جدول (1) أن احتياطي الصرف الأجنبي سواء الحقيقي أو كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي أو معدل النمو فيه قد حدث به تزايد منذ 1978 حتى 2015، وهو ما يؤكد أهمية دراسة تلك الظاهرة على مستوى المملكة العربية السعودية.

جدول 1: مؤشرات لاحتياطي الصرف الأجنبي في المملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978 (كمتوسط)

الفترة الزمنية					بيان
-1978	-2011	-2001	-1991	-1981	
2017	2017	2010	2000	1990	
294.7	1103.1	81.6	45.2	62.1	احتياطي الصرف الأجنبي الحقيقي بالمليار ريال سعودي
103.3	53.2	53.2	7.7	13.7	نسبة احتياطي الصرف الأجنبي من الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي (%)
14.9	2.9	52.9	7.4	3.1-	معدل النمو السنوي في احتياطي الصرف الأجنبي (%)

المصدر: اعداد الباحث بالاستعانة بالبيانات الأصلية لتغيرات النموذج الواردة بجدول (2) بملحق البحث.

(2-4) النمو الاقتصادي ومؤشرات اقتصادية كلية في المملكة العربية السعودية للفترة

2017-1978

لاشك أن استعراض معدل النمو الاقتصادي ، ومؤشرات اقتصادية كلية لمتغيرات تمثل قنوات لنقل أثر الإحتياطي الي النمو يساهم في معرفة الاتجاه العام للعلاقة بين الإحتياطي والنمو في المملكة العربية السعودية. ويوضح جدول (2) مؤشرات للنمو الاقتصادي ومتغيرات اقتصادية كلية هامة للمملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978

جدول 2: النمو الاقتصادي ومؤشرات اقتصادية كلية للمملكة العربية السعودية للفترة 1978- 2017

(كمتوسط سنوي)					بيان
1978-	2011-	2001-	1991-	1981-	
2017	2017	2010	2000	1990	
2.62	3.42	3.61	2.74	0.43	معدل النمو الاقتصادي (معدل نمو الناتج المحلي الحقيقي) %
114.4	76.9	85.6	99.1	153.2	سعر الصرف الحقيقي الفعال
2.16	2.6	2.7	0.85	0.14	معدل التضخم %
22.71	30.02	21.66	19.34	22.21	التراكم الرأسمالي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %
5.73	11.96	3.7	7.5	0.29	الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %
25.85	48.01	34.15	22.09	15.25	الائتمان المحلي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي %
46.56	48.7	52.71	37.38	36.44	نسبة صادرات السلع والخدمات من الناتج المحلي الإجمالي %
50.3	75	145	5.96	0.36	حجم البورصة (نسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة من الناتج المحلي الإجمالي) %

المصدر: اعداد الباحث بالاستعانة بالبيانات الأصلية لمتغيرات النموذج بجدول (2) بملاحق البحث حيث يمثل عام 1999 سنة الأساس في الحساب

وبمراجعة جدول (2) الذي يعكس النمو الاقتصادي ومؤشرات اقتصادية كلية للمملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978 يتضح أن النمو الاقتصادي قد شهد تحسناً واضحاً منذ عقد التسعينات حتى 2017، وقد انخفض سعر الصرف الحقيقي الفعال بشكل واضح منذ ذلك العقد، وهو ما يعكس تحسن في الوضع التنافسي للمملكة في السوق العالمي. وقد ظل معدل التضخم منخفض جداً ورغم ارتفاعه النسبي منذ عام 2001، إلا أنه ظل من النوع الزاحف المحفز للنمو والتنمية (كان أقل من 3%). وقد شهد التراكم الرأسمالي والاستثمار الأجنبي المباشر والائتمان المحلي (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) زيادة واضحة منذ بداية عقد التسعينات إلى الآن، كما تزايدت الصادرات من السلع والخدمات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة. وقد شهدت البورصة السعودية نشاطاً واضحاً منذ العقد الأول من القرن الحادي والعشرون رغم

التراجع النسبي في الفترة التالية.

وتوضح الأشكال البيانية الواردة في ملاحق البحث أن معدل النمو الاقتصادي قد شهد تقلباً واضحاً للفترة 1978-2017 على الرغم من زيادة الاحتياطي كنسبة من الناتج المحلي منذ عام 2004 (في الشكل 1). كما يوضح الشكل (2) في ملاحق البحث أن تراكم الاحتياطي كان مصحوباً بانخفاض سعر الصرف الحقيقي بعد عام 1985، الذي كان أقل بعد ذلك. ويؤكد الشكل (3) أن معدل تراكم الاحتياطي تذبذب حول معدل النمو، إلا أنه تزايد بحدة بعد عام 2000. ولاشك أن بناء نموذج قياسي يتيح لنا تحليل أكثر دقة للعلاقة.

(5) النموذج المقترح ونتائجه العملية

(1-5) النموذج المقترح والأساليب القياسية المستخدمة

في ضوء الإطار النظري للبحث وأهدافه والدراسات السابقة، تم وضع الفرض الرئيسي الآتي تمهيداً لاختباره إحصائياً في المملكة العربية السعودية.

الفرض الرئيس:

العدمي: لا يوجد أثر معنوي لاحتياطي الصرف الأجنبي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية.

البديل: يوجد أثر معنوي لاحتياطي الصرف الأجنبي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية.

ويعتمد البحث على النموذج الكلي الديناميكي الآتي (مشتق من دراسة Shrestha (2016) مع اضافة متغيرات جديدة في التحليل-ارجع للدراسة ضمن الدراسات التطبيقية):

$$Y_t = \alpha_0 + B(L)Y_t + C(L)X_t + \varepsilon_t \text{-----}(1)$$

حيث تمثل Y_t مصفوفة المتغيرات الداخلية، X_t مصفوفة المتغيرات الخارجية، L فترات الإبطاء، B مصفوفة المعلمات المقدره للمتغيرات الداخلية، C مصفوفة المعلمات المقدره للمتغيرات الخارجية، ε_t الخطأ العشوائي، t الفترة الزمنية .

وسيتم تقدير هذا النموذج بالاعتماد على الانحدار الذاتي Autoregression وبحيث تعكس المعلمات المقدره مفاهيم حديثة وليس مرونة. ويتضمن النموذج متغيرات عديدة تشمل متغيرات خارجية (سعر الصرف الحقيقي، احتياطي الصرف الأجنبي، ومعدل الفائدة الأجنبي) ومتغيرات داخلية وهي النمو الاقتصادي، التضخم، التراكم الرأسمالي، الاستثمار الأجنبي المباشر، حجم البورصة، الصادرات من السلع والخدمات، والائتمان الممنوح للقطاع الخاص). ويوضح جدول (1) بملاحق البحث رموز تلك المتغيرات وقياسها، كما يعرض جدول (2) البيانات الخام للمتغيرات المستخدمة في النموذج قبل اجراء الحسابات المطلوبة عليها .

ويعتمد الباحث على الأساليب الاحصائية والقياسية الآتية لتحقيق الهدف الرئيسي للبحث باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews:

أولاً: اختبارات الاستقرار للسلاسل الزمنية المستخدمة (جذر الوحدة Unit root) لتجنب الانحدار الزائف Spurious regression. وسيتم الاعتماد على اختبارين هما اختبار ديكي فولار الموسع واختبار فيليبس- بيرون لزيادة الثقة في النتائج (Look in: Asteriou and Hall, 2007; Fuller, 1981; Hamilton, 1994).

ثانياً: تحديد فترات التباطؤ الزمني المثلي Optimal Lag Length: من خلال تقدير نموذج الانحدار الذاتي (VAR) وباستخدام خمسة معايير هي LR, FPE, AIC, SC, HQ (Asteriou and Hall, 2007). ويؤكد (Shrestha, 2016) أن بناء نموذج كلي ديناميكي بدون فترات الإبطاء يعد خطأ كبير، لأن الاقتصاد الكلي يتضمن فترات إبطاء عديدة لتحديد المشكلة واتخاذ القرار والتنفيذ (Shrestha, 2016).

ثالثاً: الانحدار الذاتي Autoregression: وذلك لتقدير النموذج الكلي الديناميكي السابق. ويتخذ متجه الانحدار الذاتي الشكل الآتي (Canov, 1995; Fuller, 1981; Asteriou and Hall, 2007):

$$Z_t = a_0 + a_{1t} + \sum_{i=0}^p \phi_i Z_{t-i} + \psi W_t + U_t \quad (2)$$

حيث Z_t متجه المتغيرات الداخلية، W_t متجه المتغيرات الخارجية أو المستقلة، U_t متجه الاضطرابات غير الملحوظة، t تمثل اتجاه الزمن

رابعاً: اختبار سببية كرانجر Granger causality: سيتم استخدام اختبار السببية ثنائي التباين لكرانجر، للتأكد من وجود علاقة سببية بين احتياطي الصرف الأجنبي وقنوات التأثير المختلفة والنمو الاقتصادي (Asteriou and Hall, 2007; Engle Granger, 1987). والمعادلات الآتية 3، 4 توضح سببية كرانجر ثنائية التباين أو المتعددة.

$$Z_{1t} = a_{10} + a_{11} + \sum \phi_{i,11} Z_{1,t-i} + \sum \phi_{i,12} Z_{2,t-i} + \psi_1 W_t + u_{1t} \quad (3)$$

$$Z_{2t} = a_{20} + a_{21} + \sum \phi_{i,21} Z_{1,t-i} + \sum \phi_{i,22} Z_{2,t-i} + \psi_2 W_t + u_{2t} \quad (4)$$

(2-5) نتائج النموذج القياسي المستخدم

يمكن تلخيص أهم النتائج (في ملاحق البحث) فيما يلي:

- نتائج مصفوفة الارتباط: يوضح جدول (3) أن معاملات الارتباط بين المتغيرات الخارجية جاءت منخفضة فلم تتعدى 3 في أغلب المتغيرات وكانت فقط 46 مع متغير التضخم مما يقلل من احتمال وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد. وقد جاءت اشارة معاملات الارتباط بين النمو ومحدداته متوافقة مع التحليل النظري.
 - نتائج اختبارات الاستقرار للسلاسل الزمنية المستخدمة: يوضح جدول (4) في ملاحق البحث، أن متغيرات النموذج لم تتمتع أغلبها بالاستقرار في مستوياتها الأصلية باختبار ADF أو PP (باستثناء متغيرات النمو الاقتصادي والصادرات)، بينما أصبحت جميعها مستقرة في الفروق الأولى بمستوي معنوية أقل من أو يساوي 1% \approx FDI, FCF, INF, DC, SM, IR, FER, RER
- I(1)
- نتائج فترات التباطؤ الزمني المثلي: يوضح جدول (5) أن فترة التباطؤ الأمثل بلغت فترة واحدة فقط.
 - نتائج الانحدار الذاتي: يوضح Table(6) نتائج الانحدار الذاتي التي يمكن تلخيصها كالآتي:

■ بالنسبة للنمو الاقتصادي ومحدداته: تواجد أثر معنوي سلبي للنمو الاقتصادي للعام السابق، معدل الفائدة الأجنبي، احتياطي الصرف الأجنبي وسعر الصرف الحقيقي على النمو (زيادة معدل الفائدة الأجنبي يصاحبه تدفق خارجي للأموال للولايات المتحدة ويخفض الاستثمار الأجنبي الداخل للمملكة فينخفض النمو، وزيادة سعر الصرف الحقيقي تخفض من التنافسية للدولة فينخفض النمو الاقتصادي) وكان أثر الائتمان غير معنوي (وهو ما قد يمكن ارجاعه الى وجود ائتمان استهلاكي كبير) وكذلك حجم البورصة (لأن الاستثمار المالي لا يكون له أثر واضح على النمو مثل الاستثمار الحقيقي) على النمو، كما تواجد أثر غير معنوي لحجم البورصة. وقد تواجد أثر معنوي ايجابي للتراكم الرأسمالي والاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والتضخم (من النوع الزاحف) على النمو. ولقد جاء أثر التراكم الرأسمالي (66)، الصادرات (471)، احتياطي الصرف الأجنبي (370)، سعر الصرف (319). يفوق أثر معدل الفائدة الأجنبي (219) والاستثمار الأجنبي المباشر (166) والتضخم (026)، والنمو السابق (015).

■ بالنسبة لأثر احتياطي الصرف الأجنبي على قنوات التأثير المختلفة: تواجد أثر معنوي ايجابي للاحتياطي على التراكم الرأسمالي قيمته 177. (زيادة الاحتياطي بنسبة 1% تؤدي الى زيادة في التراكم كنسبة من الناتج المحلي بحوالي 17% - تزيد الثقة بسياسات الدولة، وتحقق استقرار في قيمة العملة فيزداد الاستثمار) بينما تواجد أثر معنوي سلبي للاحتياطي على الاستثمار الأجنبي المباشر قيمته 265- (زيادة الاحتياطي بنسبة 1% تؤدي الى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي بحوالي 265% -) وقد فاق أثر الاحتياطي السالب على الاستثمار الأجنبي المباشر أثره الموجب على التراكم الرأسمالي، مما أدى الى أثر سلبي على النمو الاقتصادي، خاصة مع وجود أثر غير معنوي للاحتياطي على الصادرات والتضخم وحجم البورصة والائتمان وهو ما يؤكد صحة الفرض الرئيسي للبحث.

■ بالنسبة لأثر سعر الصرف الحقيقي على المتغيرات الداخلية: تواجد أثر معنوي سلبي لسعر الصرف الحقيقي على النمو الاقتصادي بلغ 319- (زيادة سعر الصرف الحقيقي بواحد تؤدي الى انخفاض النمو بحوالي 319-)، وأثر غير معنوي لسعر الصرف الحقيقي على الصادرات والتضخم والتراكم الرأسمالي والاستثمار الأجنبي المباشر والائتمان للقطاع الخاص وحجم البورصة.

■ أثر معدل الفائدة الأجنبي على المتغيرات الداخلية: كان معنوي سلبي على التراكم الرأسمالي والنمو، لأن زيادة الفائدة الأجنبية تؤدي لتدفق الأموال للخارج فيقل التراكم الرأسمالي والنمو، وكان الأثر غير معنوي على الاستثمار الأجنبي غير المباشر والصادرات والتضخم وحجم البورصة والائتمان للقطاع الخاص.

■ آثار أخرى: تواجد أثر معنوي ايجابي للتراكم الرأسمالي في السنة السابقة على الصادرات (زيادة التراكم تزيد الصادرات) وتواجد أثر معنوي ايجابي للصادرات في السنة السابقة على التضخم لأن زيادة الصادرات تقلل من عرض السلع داخل الدولة فيزداد التضخم. كما تواجد أثر معنوي سلبي للائتمان للعام السابق على الائتمان الحالي لأن موارد البنوك المتاحة للإقراض محدودة. وقد تواجد أيضاً أثر معنوي سلبي للنمو للعام السابق على الاستثمار الأجنبي المباشر لأن زيادة النمو تضع قيود على

الاستثمارات الجديدة.

- نتائج سببية كرانجر: يوضح جدول (7) توضح نتائج سببية كرانجر كما يلي: جاءت النتائج متوافقة مع نتائج الانحدار الذاتي حيث أوضحت علاقة سببية ذات اتجاهين بين النمو (وحدات اتجاه واحد مع التضخم والصادرات وسعر الصرف الحقيقي) والاستثمار الأجنبي المباشر والتضخم واحتياطي الصرف الأجنبي. كما أن الإحتياطي يسبب التراكم الرأسمالي وحجم البورصة لكنه لم يسبب الصادرات والاستثمار الأجنبي المباشر والتضخم والائتمان وسعر الصرف الحقيقي، وفيما يتعلق بسعر الصرف لم يسبب إلا النمو.

(6) نتائج وتوصيات الدراسة

(1-6) نتائج الدراسة

مع اندفاع العديد من الدول النامية والناشئة الى زيادة احتياطياتها من الصرف الأجنبي تأثرت قيم العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية وأهمها النمو الاقتصادي. ومع أهمية هذا الهدف من جانب، وتباين آراء الاقتصاديين بشأن أثر الإحتياطي عليه، اتجه العديد منهم لتحليل تلك العلاقة. ووفقاً للأدبيات النظرية والتطبيقية، شهدت العلاقة بين احتياطي الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي تناقضات عديدة، كما جاء أغلب الأدب في إطار الآثار الاقتصادية الكلية للإحتياطي المتراكم. ومع محدودية الدراسات التطبيقية لتلك المشكلة على مستوي المملكة العربية السعودية، واستحوذ المملكة على احتياطي ضخّم تزداد الحاجة لدراسة تلك المشكلة في إطار زمني.

وتتعدد القنوات التي ينتقل من خلالها أثر الإحتياطي الى النمو حيث تشمل سعر الصرف، الاستثمار، الصادرات، التضخم، والائتمان وهو ما يجعل دراسة تلك العلاقة أكثر تعقيداً، كما تصبح النماذج القياسية العادية أقل كفاءة. ولتحديد أثر الإحتياطي على النمو، تم استخدام نموذج كلي ديناميكي (مستمد من دراسة (Shretha, 2016) مع تطويره بإضافة التراكم الرأسمالي والصادرات والاستثمار الأجنبي المباشر والائتمان وحجم البورصة مع تعديل سعر الصرف الحقيقي كمتغير خارجي) طُبّق على المملكة العربية السعودية للفترة 1978-2017 وتقدير هذا النموذج بالانحدار الذاتي. وقد تضمن النموذج متغيرات خارجية شملت احتياطي الصرف الأجنبي، سعر الصرف الحقيقي، معدل الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية، ومتغيرات داخلية شملت النمو الاقتصادي وكل القنوات لنقل أثر الإحتياطي للنمو وهي التكوين الرأسمالي الثابت، التضخم، الاستثمار الأجنبي المباشر، الصادرات من السلع والخدمات، حجم البورصة، الائتمان الممنوح للقطاع الخاص.

وقد اتضح من نتائج النموذج المستخدم، وجود أثر معنوي سلبي لإحتياطي الصرف الأجنبي (وسعر الصرف الحقيقي ومعدل الفائدة الأجنبي) على النمو الاقتصادي، ووجود أثر معنوي إيجابي للتراكم الرأسمالي والصادرات والاستثمار الأجنبي المباشر والتضخم على النمو الاقتصادي. وفيما يتعلق بأثر الإحتياطي على قنوات التأثير المختلفة فلقد كان أثر الإحتياطي على التراكم الرأسمالي معنوي إيجابي (بلغ المعامل 1.177). بينما كان أثره على الاستثمار الأجنبي المباشر معنوي سلبي (بلغ المعامل -0.265). وأثره على الصادرات والبورصة والتضخم والائتمان غير معنوي. ولاشك أن ذلك ترتب عليه أثراً سلبياً للإحتياطي على النمو. كما تواجد أثر غير معنوي لسعر الصرف الحقيقي على كل المتغيرات باستثناء النمو الاقتصادي.

وتؤيد نتائج السببية التحليلات السابقة، فلقد اتضح أن التراكم الرأسمالي والاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والتضخم وسعر الصرف الحقيقي والاحتياطي تُسبب جميعها النمو الاقتصادي. كما تواجدت علاقة سببية ذات اتجاهين بين النمو الاقتصادي واحتياطي الصرف الأجنبي. ولاشك أن التحليلات السابقة، تؤيد ضرورة إعادة النظر في إدارة احتياطي الصرف الأجنبي للمملكة، وبما يحقق النمو على المدى الطويل.

(2-6) توصيات الدراسة

في ضوء نتائج البحث السابقة، يمكن أن نوصي بتبني استراتيجية جديدة لإدارة احتياطي الصرف الأجنبي تهدف إلى تحفيز النمو الاقتصادي ويتطلب ذلك:

- أن يكون معدل نمو الاحتياطي لا يتجاوز معدل النمو الاقتصادي للحد من التضخم في المستقبل.
- استثمار جزء من احتياطي الصرف الأجنبي في مشروعات إنتاجية محفزة للنمو الاقتصادي.
- تجنب توظيف جزء من الاحتياطي في تغطية أي عجز بالموازنة العامة للدولة.
- خفض الائتمان الاستهلاكي وزيادة الائتمان الانتاجي للمشروعات المحفزة للنمو الاقتصادي.
- تخفيض سعر الصرف الحقيقي لمستوى يزيد من تنافسية الصادرات غير البترولية للمملكة.
- تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتدفقة للمملكة خاصة التي تسهم في زيادة النمو والصادرات وزيادة الحوافز المقدمة لها.

(3-6) مقترحات لبحوث مستقبلية

لاستكمال البحث المستقبلي في هذا الإطار ننصح بالبحث في:

- أثر تراكم احتياطي الصرف الأجنبي على سعر الصرف الحقيقي (دراسة مقارنة للدول المتقدمة والنامية).
- أثر احتياطي الصرف الأجنبي على تقلبات الاستهلاك الخاص في المملكة العربية السعودية.
- احتياطي الصرف الأجنبي والدين العام في الدول النامية.
- أثر احتياطي الصرف الأجنبي على الصادرات الصناعية في المملكة العربية السعودية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الببلاوي، حازم، دور الدولة في الاقتصاد، القاهرة: الهيئة المصرية العامة للكتاب، (1999).
- الحبيب، فايز إبراهيم، مبادئ الاقتصاد الكلي، الرياض: مكتبة الملك فهد الوطنية، الطبعة السادسة (2011).
- آل درويش، أحمد وآخرون، المملكة العربية السعودية: معالجة التحديات الاقتصادية الناشئة للحفاظ على النمو، صندوق النقد الدولي (2015).

العنتري، سلوى، النشاط المصرفي العربي في التسعينات، المؤتمر العلمي السنوي التاسع عشر للاقتصاديين المصريين – التنمية العربية والتطورات الإقليمية والدولية-الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع (23-21 ديسمبر 1995) 1-29.

العواد، صالح بن عبد الله، السياسة النقدية – مؤسسة النقد العربي السعودي، المعهد المصرفي بالرياض، دورة مفهوم الصناعة المصرفية ودورها في التنمية الاجتماعية والاقتصادية للإعلاميين، 6 أكتوبر 2010: 1-24.

الغالبى، عبد الحسن و خليل، عبد الحسين، سعر الصرف وإدارته في ظل الأزمات الاقتصادية – نظرية وتطبيق (الجزائر: دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011).

حنفي، محمد ناظم، مشاكل تحديد سعر الصرف وتقييم العملات القاهرة: الهيئة المصرية العامة للكتاب (1999).

رؤية 2030 للمملكة العربية السعودية <http://vision2030.gov.sa/>

سليمان، سلوى، السياسة الاقتصادية، الكويت: وكالة المطبوعات، الطبعة الأولى (1973).

صندوق النقد الدولي، الإحتياطيات الدولية والسيولة بالعملة الأجنبية: المبادئ التوجيهية لإعداد نموذج قياسي للبيانات (واشنطن: مطبوعات صندوق النقد الدولي، 2013).

مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي، إصدارات مختلفة.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abbas, S.K.; Naqvi, B.; Ramzan, M. and Rizavi, S.S. (2011). Pakistan'S Accumulation of Foreign Exchange Reserves During 2001-2006: Benign or Hostile! Excessive or Moderate Intel or Fluke!. *Pak.J. Commer .Soc.Sci* 5(1), 47-67.

Abbdullateef, U. and Waheed, I. (2010). External Reserve Holdings in Nigeria:Implications for Investment, Inflation and Exchange Rate. *Journal of Economics and International Finance* 2(9), 183-189.

Abiola, A. G., and Adebayo, F.O. (2013). Channeling The Nigeria'S Foreign Exchange Reserves into Alternative Investment Outlets: a Critical Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues* 3, 813-826.

Akanni, A. A. and Bukola, R. A. (2016). External Reserves Management and Its Effect on Economic Growth of Nigeria. *International Journal of Business and Finance Management Research* 4, 36-46.

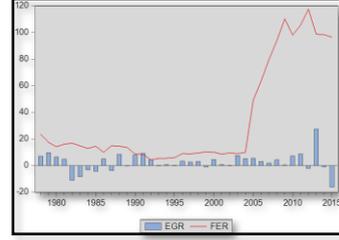
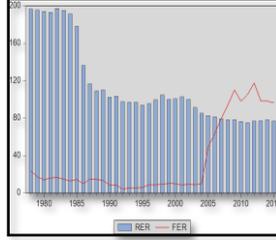
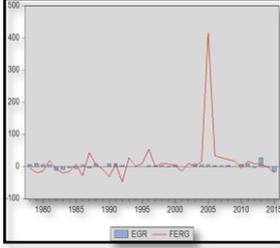
- Asteriou, D. and Hall, S. (2007) *Applied Econometrics: A Modern Approach Using Eviews and Microfit*. New York: Palgrave Macmillan.
- Bentum, I. (2014). International Reserves Accumulation and Economic Growth in the West African Monetary Zone. *International Research Journal of Marketing and Economic* 1(9), 31-56.
- Calderon, C. and Schmidt, H. K. (2008). Openness and Growth Volatility. *Central Bank of Chile*, Working Paper, 483, 1-33.
- Canov, F. (1995). Vector Autoregressive Models: Specification, Estimation, Inference and Forecasting, In: Pesaran, M. H., Wickens, M. (eds.). *Handbook of Applied Econometrics* (Oxford, Blackwell, 1)
- Chowdhury, N. M.; Uddin, M. J. and Islam, M. S. (2014). An Econometric Analysis of Determinants of Foreign Reserves in Bangladesh. *Journal of World Economic Research* 3(6), 72-82.
- Durham, B. (2004). Absorptive Capacity and The Effects of Foreign Direct Investment on Economic Growth. *European Economic Review* 48, 285-306.
- Eichengreen, B. (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Commission on Growth and Development*, Working Paper 4, 1-45.
- Elhiraika, A. and Ndikumana, L. (2007). Reserves Accumulation in African Countries: Sources, Motivations, and Effects. *University of Massachusetts Amherst USA*, Department of Economics, Working Paper , 12, 1-29.
- Emmanuel, U. Ch. (2013). Accumulation of External Reserves and Effects on Exchange Rates and Inflation in Nigeria. *International Business and Management* 6, 105-114.
- Engle, R. F. and Granger, C. W. (1987). Co integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica* 55(2), 251-276.
- Fukuda, S. and Kon, Y. (2010). Macroeconomic Impacts of Foreign Exchange Reserve Accumulation: Theory and International Evidence. *ADB Institute*, Working Paper Series, 197, 1-28.
- Fuller, W.A. (1981) Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica* 49(4), 1-20.

- Greedinge, K.; Craigwell, R.; Whyte, S. and Mckenzie, S. (2015). Macroeconomic Effects of Foreign Exchange Reserves – Evidence from The Caribbbbean, 1-12 , from *WWW.CCMF-UWI.ORG*.
- Hamilton, J. (1994). *Time Series Analysis*. Princeton University, USA.
- Ho, C. and McCauley, R. (2009) *The Domestic Financial Consequences of Reserve Accumulation: Some Evidence from Asia*, In R. Rajan, S. Thangavelu & R.A. Pariduri (Eds), *Exchange Rate, Monetary and Financial Issues and Policies in Asia*, (117–153), Singapore: World Scientific.
- Ilan, B., and Marion, P. N. (2009) A Macroeconomic Perspective on Reserve Accumulation. *Review of International Economics* 17(4), 802-823.
- International Monetary fund (IMF)*, (2003). Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High. *World Economic Outlook*, 63-77.
- Islam, M. SH. (2009). An Economic Analysis of Bangladesh U. S. Foreign Exchange Reserves. *ISAS Working Paper*, 85, 1-24.
- International Monetary Fund*, International Financial Statistics, Yearbook, Different Numbers.
- Kim, J. S.; Li Jie, R. S.; Rajan, O.; Sula and Willett, T. D. (2005). Reserve Adequacy in Asia Revisited: New Benchmarks Base on the Size and Composition of Capital Flows, in *Monetary and Exchange Rate Arrangement in East Asia*, *KIEP: Seoul*, 2005, 1-25.
- Kruskovic, B. D. and Maricic, T. (2015) Empirical Analysis of the Impact of Foreign Exchange Reserves to Economic Growth in Emerging Economics. *Applied Economics and Finance* 2(1), 102 -109.
- Obstfeld, M.; Shambaugh, J. C. and Taylor, (2010) Financial Stability, the Trilemma and International Reserves. *American Economic Journal: Macroeconomics* 2, 57-94.
- Oladapo, F. and Oloyede, J. A. (2014). Foreign Exchange Management and Nigerian Economic Growth (1960-2012). *European Journal of Business and Innovation Research* 2 (2), 19 -31.

- Olokoyo, F.O.; Osabuohien, S.C. and Salami, O.A. (2009). Econometric Analysis of Foreign Reserves and Some Macroeconomic Variables in Nigeria (1970-2007). *African Development Review* 21(3), 454-475.
- Osuji C. C. and Ebiringa O. T.(2010) Analysis of Effect of External Reserves Management on Macroeconomic Stability of Nigeria. *International Journal of Business Management Economic Research* 3(6), 646-654.
- Polterovich,V. and Popov,V. (2003). Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth. *Federal Reserve Bank of St. Louis* 1 61 -196.
- Ray, S.(2012). Foreign Exchange Reserve and Its Impact on Stock Market Capitalization: Evidence from India. *Research Humanities and Social Sciences* 2(2), 1-16.
- Sehgal, S. and Sharma, C. (2008). A Study of Adequacy, Cost and Determinants of International Reserves in India. *International Research Journal of Finance and Economics* 20, 77-80
- Shrestha, P.K. (2016). Macroeconomic Impact of International Reserves: Empirical Evidence from South Asia, *NEPAL Rostra Bank*, Working Paper, 321-29.
- Wu, Y.(2002). *The Macro Economics of East Asian Growth*. Cheltenham, Uk: Edward Elgar.
- WWW.Alarabia.Net

ملاحق الدراسة

أولاً: أشكال بيانية لعلاقة احتياطي الصرف الأجنبي بمعدل النمو الاقتصادي وسعر الصرف الحقيقي في المملكة العربية السعودية للفترة (1978-2017)



شكل3: معدل نمو احتياطي الصرف الأجنبي FER ومعدل النمو الاقتصادي EGR في المملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978

شكل2: احتياطي الصرف الأجنبي FER (كنسبة من الناتج المحلي) وسعر الصرف الحقيقي RER في المملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978

شكل1: احتياطي الصرف الأجنبي FER (كنسبة من الناتج المحلي) ومعدل النمو الاقتصادي EGR في المملكة العربية السعودية للفترة 2017-1978

ثانياً: جداول الدراسة

جدول 1: متغيرات النموذج المستخدم (رموزها وقياسها)

الرمز	اسم المتغير	قياس المتغير
EGR	معدل النمو الاقتصادي	معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي بتكلفة عوامل الانتاج، ويتم استخدام مكمش الناتج المحلي لحساب الناتج الحقيقي.
INF	معدل التضخم	التغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلك
FCF	التراكم الرأسمالي	نسبة التراكم الرأسمالي الى الناتج المحلي الاجمالي
FDI	الاستثمار الأجنبي المباشر	نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (التدفقات الداخلة مطروحاً منها التدفقات الخارجة) للناتج المحلي الاجمالي
DC	الائتمان المحلي	نسبة الائتمان الممنوح للقطاع الخاص للناتج المحلي الاجمالي
X	الصادرات	نسبة الصادرات من السلع والخدمات للناتج المحلي الاجمالي
SM	حجم البورصة	نسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق للناتج المحلي الاجمالي
FIR	معدل الفائدة الأجنبي	معدل الفائدة على الودائع في الولايات المتحدة الأمريكية
FER	احتياطي الصرف الأجنبي	نسبة احتياطي الصرف الأجنبي للناتج المحلي الاجمالي
RER	سعر الصرف الحقيقي	ويحسب بالمعادلة الآتية $(RER = ER \times \frac{P}{P^*})$ حيث ER سعر الصرف الاسمي، P المستوي العام للأسعار المحلية، P* المستوي العام للأسعار الأجنبية

جدول 2: البيانات الخام للنموذج القياسي المستخدم للمملكة العربية السعودية للفترة 1978-2017

السنوات	الناتج المحلي الإجمالي بالليون ريال سعودي	مكش الناتج المحلي الإجمالي (1999=100)	سعر الصرف الحقيقي الفعال لريال سعودي (1999=100)	الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في السعودية (1999=100)	اجمالي التكوين الرأسمالي الثابت بالليون ريال سعودي	الصادرات من السلع والخدمات بالليون ريال	صافي التدفقات الرأسمالية الأجنبية المباشرة بالليون دولار	القيمة المتدولة للأوراق المالية في البورصة بالليون ريال سعودي	المصرفي للقطاع الخاص بالليون ريال	احتياطيات الصرف الأجنبي بالليون دولار	سعر الصرف السوي للدولار مقابل الريال السعودي	معدل الفائدة على الودائع في الولايات المتحدة الأمريكية كسبة مئوية
1978	272266	61.69	196.5	82.13	18136	274199	1861.3	0	19739	18919	3.3996	7.93
1979	375469	77.45	195.69	88.6	93680	299152	160	0	29240	19422	3.3608	11.2
1980	566604	105.86	194.1	92.5	113438	368425	-78.93	0	40252	23235	3.3267	13.36
1981	622175	115.09	193.32	95.1	132262	354920	1367.2	0	46572	29627	3.3825	16.38
1982	524197	109.07	197.4	96	130767	219445	349.33	0	49397	25735	3.4282	12.26
1983	445210	100.94	195.37	96.2	120238	167175	-1875	0	56001	19042	3.4548	9.090
1984	420389	98.42	191.49	94.7	106050	145530	-1127	0	59280	15447	3.5238	10.23
1985	376318	92.02	178.49	91.8	83873	113163	3039.5	760	58081	15087	3.6221	8.100
1986	322020	74.98	136.47	88.9	72695	85989	-4283.5	831	56137	8702	3.7033	6.810
1987	320931	77.67	116.84	87.5	99045	99045	-778.9	1686	61858	12783	3.7450	6.660
1988	330519	73.72	109.08	88.4	62556	103079	-1881	2037	70523	12888	3.7450	7.570
1989	357065	79.76	116.32	89.2	66592	118205	19.64	3364	73281	12919	3.7450	9.220
1990	437334	90.36	102.54	91	83251	181132	-614.1	4403	65296	10123	3.7450	8.100
1991	491853	93.06	103.61	95.2	100480	197278	-586.5	8527	73617	11132	3.7450	5.690
1992	510459	92.38	97.753	94.8	103955	200772	-334.3	13699	86608	5871.4	3.7450	3.520
1993	494907	89.45	97.001	95.6	108824	171065	463.68	17360	101932	7256.5	3.7450	3.020
1994	503055	90.32	97.032	96.3	93002	172123	659.95	24871	113192	7414.6	3.7450	4.200
1995	533504	95.65	93.928	101.1	103316	200437	-8069	23227	121153	8639.4	3.7450	5.840
1996	590748	102.52	95.581	102	102848	237812	35958	25397	123547	14288	3.7450	5.300
1997	617902	104.53	99.884	101.6	109241	243384	34280	62060	133684	14584	3.7450	5.460
1998	566648	89.72	104.78	101.3	112959	163099	25326	51510	160655	13810	3.7450	5.350
1999	603589	100	100	100	118196	210231	33238	56578	162189	16603	3.7450	4.970
2000	706657	111.84	100.95	98.9	123324	308473	-1881	65292	172238	19088	3.7450	6.240
2001	686296	107.93	102.77	97.8	126095	273677	20	83602	187064	15865	3.7450	3.890
2002	707067	111.1	99.906	98.0	128066	291155	-614	133787	14464	18072	3.7450	1.670
2003	804648	117.46	91.39	98.6	148098	371088	-586	596510	228486	19341	3.7450	1.130
2004	938771	130.26	85.24	98.9	156347	494433	-334	1773858	313927	25036	3.7450	1.350
2005	1182514	155.59	82.918	99.6	195632	719898	12097	4138695	435925	154701	3.7450	3.210
2006	1335581	170.42	81.557	101.8	230665	835122	18293	5261851	476020	227163	3.7450	4.960
2007	1442572	180.47	79.247	106.0	295401	936811	24319	2557712	577881	307581	3.7450	5.020
2008	1786143	214.31	78.325	116.5	348011	1109194	39456	1962945	734557	448912	3.7450	3.500
2009	1415296	169.23	78.235	122.4	510336	666604	36458	1264012	734237	416430	3.7450	2.800
2010	1732315	193.20	76.542	128.9	607347	860960	21560	759184	775756	453755	3.7450	2.500
2011	1959363	201.04	75.254	136.3	672400	1101116	4943.9	1098800	858365	552022	3.7450	2.000
2012	2136825	223.59	76.968	149.23	683863	1162432	-7781	1929300	999127	670762	3.7450	1.300
2013	2291259	229.11	77.115	167.28	732466	1454246	360180	2041591	1398920	735739	3.7450	0.750
2014	2328668	234.18	78.421	169.35	777575	1328627	-588	2203169	1451879	742551	3.7450	0.750
2015	2427517	239.42	76.945	171.96	847877	816385	340210	1991458	1283444	624360	3.7450	0.750
2016	2392646	241.56	78.561	173.11	748108	753120	5564	1157000	1405474	570120	3.7500	0.730
2017	2558820	243.11	76.102	175.66	745273	899875	21978	836300	1393699	503500	3.7500	1.260

المصدر: تم تجميع البيانات من خلال الباحث، وبالاعتماد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي لجميع البيانات، باستثناء بيانات سعر الصرف الحقيقي الفعال وصافي التدفقات من الاستثمار الأجنبي المباشر والاحتياطيات من خلال International Monetary Fund, International Financial Statistics, Yearbook

Table3: Correlation Matrix for Variables in the used Model

	EGR	FCF	FDI	INF	X	DC	SM	FIR	RER	FER
EGR	1.00									
FCF	.38	1.00								
FDI	.39	.02	1.00							
INF	.46	-.26	.30	1.00						
X	.26	.31	-.14	-.20	1.00					
DC	-.03	.03	.04	-.08	-.13	1.00				
SM	-.06	-.14	-.01	-.10	.18	.11	1.00			
FIR	-.08	-.23	-.07	-.09	-.03	-.04	-.14	1.00		
RER	-.21	-.11	-.01	-.06	-.01	-.06	-.04	.12	1.00	
FER	-.28	.32	-.15	-.08	-.19	.13	.19	.13	.09	1.00

المصدر: إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews (راجع الرموز المستخدمة لقياس المتغيرات)

Table 4: Results of Unit Root Tests for used Model by using ADF and PP

Variable	Variable in Level				Variable in First Difference			
	ADF		PP		ADF		PP	
	Constant	Constant& Trend	Constant	Constant & Trend	None	Constant	None	Constant
FER	.141 (.960)	-1.493 (.814)	-.357 (.906)	-1.683 (.739)	-4.539 (0)	-4.778 (0)	-4.748 (0)	-4.846 (0)
RER	-1.936 (.312)	-.961 (.937)	-2.398 (.017)	-1.343 (.861)	-2.975 (.004)	-3.241 (.026)	-2.960 (.004)	-3.189 (.028)
FIR	-1.104 (.704)	-3.065 (.129)	-.874 (.785)	-3.400 (.066)	-4.707 (0)	4.771- (0)	-4.821 (0)	-5.874 (0)
EGR	-4.972 (0)	-4.942 (.001)	-4.961 (0)	-4.779 (.002)	-8.900 (0)	-8.826 (0)	-9.447 (0)	-9.358 (0)
FCF	-1.738 (.404)	-2.131 (.512)	-1.738 (.404)	-2.199 (.476)	-5.697 (0)	-5.621 (0)	5.787- (0)	5.723- (0)
FDI	-1.373 (.585)	-2.119 (.518)	4.898 (0)	-5.698 (0)	-12.983 (0)	-12.894 (0)	-13.122 (0)	-13.193 (0)
INF	-2.852 (.075)	-3.043 (.135)	-2.719 (.080)	-2.900 (.174)	-7.166 (0)	-7.089 (0)	-7.373 (0)	-7.219 (0)
X	-4.403 (.003)	-4.766 (.002)	-3.955 (.004)	-4.490 (.005)	-4.015 (0)	-4.024 (0)	-4.00 (0)	-4.024 (0)
DC	-1.135 (.691)	-3.740 (.320)	-.672 (.841)	-3.684 (.036)	-8.529 (0)	-8.855 (0)	-8.958 (0)	14.971- (0)
SM	1.789- (.380)	-2.055 (.553)	-2.133 (.233)	-2.479 (.336)	-3.919 (.004)	-3.868 (.005)	-3.581 (0)	-3.448 (.013)

المصدر: إعداد الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews . وتمثل القيم بين الأقواس Probabilities احتمالات قيم ت المحسوبة

Table 5: Optimal Lag for used Model According to VAR Analysis (using FD1)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-666.0401	NA	382.221	39.08800	39.88790*	39.36413
1	-611.1046	81.61848*	139.686*	38.00598*	40.40566	38.83434*
2	-575.8535	40.28689	192.326	38.04877	42.04824	39.42939
3	-542.4134	26.75209	477.119	38.19505	43.79431	40.12791

المصدر: إعداد الباحث باستخدام بيانات النموذج المستخدم والبرنامج الإحصائي Eviews.

-Indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level). FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion. SC: Schwarz information Criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Table 6: Vector Autoregression Estimates –Sample (1978-2017)

Dependent Regressor	DEGR	DFDI	DFCF	DX	DINF	DSM	DDC
DEGR(-1)	***.015 (-4.457)	**-.847 (-2.681)	-0.005 (-.046)	-.052 (-.280)	-.127 (-1.693)	.965 (.625)	.045 (.218)
DFDI(-1)	.166 *(1.965)	**-.578 (-3.039)	-.023 (-.349)	.115 (1.022)	-.030 (-.679)	-.424 (-.455)	-.049 (-.394)
DFCF(-1)	*.662 (1.971)	-.616 (-1.009)	-.132 (-.639)	*.695 (1.992)	.182 (1.255)	-2.522 (-.844)	-.028 (-.071)
DX(-1)	**471 (2.585)	.150 (.477)	-.095 (-.896)	**552 (2.966)	**209 (2.802)	.671 (.436)	.0256 (.125)
DINF(-1)	**026 (3.824)	.983 (1.346)	-.198 (-.802)	.209 (.483)	.001 (.006)	-2.496 (.699)	.211 (.442)
DSM(-1)	-.002 (-.068)	.022 (.561)	-.007 (.521)	.022 (.951)	-.011 (-1.218)	.311 (1.643)	.002 (.064)
DDC(-1)	-.111 (-.666)	.264 (.914)	-.029 (-.302)	.004 (.025)	-.009 (-.134)	1.119 (.793)	*.391 (-2.077)
C	.237 (.191)	1.707 (.799)	-.302 (-.425)	-1.605 (-1.269)	.166 (.328)	-.372 (-.036)	1.437 (1.032)
DFIR	*.219 (2.022)	-.517 (-.426)	*.724 (-1.982)	-.246 (.343)	-.432 (1.502)	-.087 (-.015)	-.325 (.411)
DFER	**-.370 (-2.945)	*.265 (-2.222)	**177 (2.405)	.008 (.061)	-.004 (-.079)	.496 (.468)	.076 (.533)
DRER	**-.319 (-2.762)	-.058 (.247)	-.053 (.676)	-.217 (-1.572)	-.056 (-1.012)	-.183 (-.160)	-.074 (-.487)
R-squared	.648	.647	.284	.398	.437	.238	.202
Adj. R-squared	.513	.512	.008	.167	.221	-.055	-.105
F-statistic	4.79	4.766	1.029	1.722	2.021	.813	.657

المصدر: إعداد الباحث باستخدام بيانات النموذج المستخدم والبرنامج الإحصائي Eviews; D تشير الى الفروق الأولى

Table 7: Results of Granger Causality Test (P –Value in Parentheses)

Regressor	Dependent Variables in Regression									
	DEGR	DFCF	DFDI	DX	DINF	DSM	DC	DIR	DFER	DRER
DEGR	<i>0.0</i>	.232 (.794)	<i>*2.478</i> (.062)	.169 (.845)	<i>*2.889</i> (.041)	.696 (.506)	.192 (.826)	.088 (.916)	1.265 (.296)	1.062 (.358)
DFCF	<i>**3.093</i> (.034)	<i>0.0</i>	.856 (.435)	<i>**3.018</i> (.033)	.523 (.598)	.831 (.445)	.136 (.873)	.851 (.437)	1.605 (.217)	.028 (.972)
DFDI	<i>*2.462</i> (.063)	<i>*2.772</i> (.078)	<i>0.0</i>	<i>*3.057</i> (.061)	<i>**4.072</i> (.027)	.101 (.904)	<i>**3.815</i> (.024)	.353 (.705)	.007 (.994)	.090 (.914)
DX	<i>***4.289</i> (.029)	.065 (.937)	2.039 (.147)	<i>0.0</i>	<i>**2.922</i> (.069)	2.014 (.151)	.344 (.712)	.421 (.660)	<i>*2.559</i> (.061)	<i>**2.814</i> (.052)
DINF	<i>***3.619</i> (.029)	.336 (.717)	.897 (.418)	.157 (.855)	<i>0.0</i>	.169 (.845)	.226 (.799)	.979 (.387)	.336 (.718)	.297 (.745)
DSM	.025 (.975)	<i>***4.341</i> (.021)	.229 (.796)	1.223 (.253)	1.222 (.308)	<i>0.0</i>	.269 (.766)	.963 (.393)	.515 (.603)	.007 (.993)
DC	.029 (.971)	1.223 (.308)	.454 (.639)	.289 (.751)	.245 (.784)	.657 (.526)	<i>0.0</i>	.148 (.863)	.139 (.871)	.504 (.607)
DIR	.352 (.706)	.793 (.462)	.231 (.795)	.636 (.536)	.034 (.967)	.615 (.547)	2.014 (.151)	<i>0.0</i>	.239 (.788)	.964 (.393)
DFER	<i>*2.763</i> (.059)	<i>***3.877</i> (.021)	2.242 (.069)	.606 (.552)	.178 (.924)	<i>***7.478</i> (.002)	.344 (.043)	.043 (.958)	<i>0.0</i>	.145 (.866)
DRER	<i>**2.898</i> (.051)	.449 (.642)	.305 (.739)	.487 (.619)	1.024 (.371)	.192 (.826)	.163 (.850)	.264 (.769)	.372 (.693)	<i>0.0</i>

المصدر: إعداد الباحث باستخدام بيانات النموذج المستخدم والبرنامج الإحصائي Eviews D; تشير الي الفروق الأولى

Does the Accumulated Foreign Reserve Stimulate the Economic Growth?: Evidence from The Kingdom of Saudi Arabia in the Long Run

Dr. Manal Mohamed Afan

Abstract

Several countries of the world surged to increase foreign reserves for precautionary and trade motives-specially after several economic and financial crises which faced international economy- although management of these reserves is very difficult , because of their direct effects on several macroeconomic goals ,the economic growth is the most important goal for countries of the world .Economists, views have varied in relation to effect of accumulated foreign reserve on economic growth because of several channels which transpose effect of accumulated foreign reserve to economic growth including exchange rate, investment, exports, inflation and credit .Some economists see that accumulated foreign reserve stimulate economic growth while others see that it is obstacle for economic growth, others show that this relationship is non significant. Thus ,the current research determine does accumulated) foreign reserve stimulate economic growth in the Kingdom of Saudi Arabia in the long run?, where applies studies are limited and conflicted in their results in relation to this problem .The researcher rely on macro dynamic model applied on the kingdom of Saudi Arabia for period 1978-2017, including different effect channels for reserve on economic growth and estimate it by autoregression and granger causality tests to determine the direction of causality between different variables .The results have confirmed that accumulated foreign reserve doesn't stimulate economic growth ,thus it should be reconsideration in management of the foreign reserve.

Keywords

Foreign Reserve - Channels of Foreign Reserve Effect - Economic Growth - Kingdom of Saudi Arabia - Dynamic Model and Autoregression.

التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

عفان، منال (2021). هل الإحتياطي الأجنبي المتراكم يحفز النمو الإقتصادي؟: دليل من المملكة العربية السعودية في الأجل الطويل. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية 58(1)، 463 - 492.

جميع حقوق النشر والطباعة والتوزيع محفوظة

لمجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية © 2021

