

تحليل قنوات انتقال أثر التطور المالي إلى النمو الاقتصادي

Analyzing the channels of transmission of the impact of financial development to economic growth

طارق خاطر،* جامعة باتنة 1، الجزائر، البريد الإلكتروني: tarek.khater@univ-batna.dz

عمر طالب، جامعة باتنة 1، الجزائر، البريد الإلكتروني: amar.taleb@univ-batna.dz

أشرف الصوفي، جامعة باتنة 1، الجزائر، البريد الإلكتروني: abosuliman1954@yahoo.com

تاريخ القبول: 2021/09/25

تاريخ الاستلام: 2021/05/03

ملخص: إن استعراض الإسهامات الرئيسية للعلاقة بين تطور القطاع المالي والتنمية الاقتصادية والدور التفصيلي لمكونات النظام المالي في تعزيز النمو، يحيلنا بالضرورة إلى البحث عن الأساس التحليلي لهذه العلاقة في الفكر الاقتصادي بداية ومن ثم الاختبارات التجريبية لها وخصوصا ما يتصل منها بحالة الدول النامية، فلقد تولد جدل فكري كبير حول الكيفية التي يمكن أن يساهم بها التطور المالي في النمو الاقتصادي، من هنا فإن هذا البحث يعتمد في ربطه للصلة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على وجود ثلاث قنوات متفاوتة الأهمية والتأثير، تتيح انتقال أثر التطورات من الجانب المالي إلى النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: التطور المالي، النمو الاقتصادي، إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج.

تصنيفات JEL: G15 ; G18

Abstract: The review of the main contributions to the relationship between the development of the financial sector and economic development and the detailed role of the components of the financial system in promoting growth necessarily refers us to the search for the analytical basis for this relationship in economic thought in the beginning and then experimental tests of it, especially what is related to the situation of developing countries. great about how they can contribute to the financial development in economic growth, from here, this research relies on linking it to the link between financial development and economic growth on the existence of three channels of varying importance and influence, allowing transmission of the impact of developments from the financial side to economic growth.

Keywords: Financial development, economic growth, total factor productivity.

JEL classifications codes: G15 ; G18

مقدمة

شهدت الأدبيات الاقتصادية في السنوات الأخيرة تركيزاً متزايداً على العلاقة التي تربط بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وبخاصة في ضوء التطورات السريعة والعميقة التي يعيشها عالم الصناعة المالية وما يشهده من أزمات متتالية، فقد ازداد الاهتمام بمفهوم التطور المالي كإطار يعكس مساهمة الأنظمة المالية الكفوة في تعزيز النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية، وتعمقت معه بشكل كبير الأدبيات التي سعت إلى تحليل قوة واتجاه وقنوات انتقال آثار التطورات المالية إلى قطاعات الاقتصاد الحقيقي، معتمدة على توظيف منهجيات وأساليب قياسية متقدمة في اختبار هذه الجوانب التي تمثل عناصر إجابة رئيسية عن إشكالية دور التطور المالي في تحقيق التنمية الاقتصادية.

يعكس هذا التوجه اهتماماً بالطريقة التي نحفز بواسطتها التنمية المالية النمو بالدرجة الأولى، ومن ثم المناقشات المكتملة لها بشأن الآثار الأخرى على التنمية الاقتصادية لا سيما التقليل من الفقر وتخفيض التفاوت في الدخل بين طبقات المجتمع.

أ- الإشكالية:

إن الطرح السابق يحيلنا إلى التساؤل الرئيسي لهذه الورقة والمتمثل في:

كيف تساهم الأنظمة المالية المتطورة في تحقيق النمو الاقتصادي؟

ب- منهجية البحث:

في سبيل إحاطة نظرية وتحليلية شاملة للإشكالية محل الدراسة فقد تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي في دراسة الأدبيات الرئيسية المتصلة بعلاقة التطور المالي بالنمو الاقتصادي وتحديد أبعاد وقنوات انتقال الأثر عبر هذه العلاقة.

ج- أهمية البحث:

تظهر أهمية هذا البحث من خلال تطرقه إلى واحد من المواضيع الأبرز في مجال التمويل والتنمية، حيث تحمل النتائج التي يمكن الوقوف عليها قدرا كبيرا من الأهمية لصانعي القرار الاقتصادي من أجل وضع سياسات فاعلة لتشجيع التطور المالي تؤدي بالضرورة إلى تعزيز وتسريع النمو الاقتصادي وكذا تلافي أو الحد من الآثار السلبية التي يمكن أن تصاحب هذه السياسات.

د- أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى بحث دور التطور المالي في تحفيز النمو ودعم الوصول إلى التنمية الاقتصادية على ضوء الدراسات النظرية والتجريبية، مع إضافة مهمة تتصل بنموذج مقترح لقنوات هذا التأثير بين التنمية المالية والتنمية الاقتصادية.

أولا- التأصيل النظري:

يؤكد (Levine, 1997) على أن الوسطاء الماليين وعن طريق الخدمات التي يقدمونها يحفزون النمو من خلال تراكم رأس المال وإنتاجية عوامل الإنتاج، وتشمل هذه الخدمات الحصول على المعلومات عن المشاريع وتخصيص الموارد للمشاريع الأكثر ربحية، تحسين إدارة المخاطر، تيسير المعاملات المالية والتجارية، متابعة المشاريع الاستثمارية ومراقبة تسيير الشركات الممولة، تعبئة المدخرات وتسهيل التجارة في السلع والخدمات (Kangni, 2006, P.2)، وفي هذا الصدد تشير نظرية النمو إلى وجود قناتين متكاملتين بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي: (James B. Ang, 2008, P. 538)

❖ **قناة تراكم رأس المال:** والتي غالبا ما تعرف بالقناة الكمية وهي تستند إلى فرضية تراكم الديون التي طرحها (Gurley & Shaw, 1955) والتي تركز على مقدرة القطاع المالي

في تغطية مبالغ التجزئة من خلال تعبئة الادخار، ومن ثم يتم توجيه المدخرات المعبئة إلى القطاعات الإنتاجية من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية مما يؤدي إلى زيادة تراكم رأس المال ورفع معدلات النمو.

❖ قناة إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP: Total Factor Productivity):

تعرف بالقناة النوعية والتي تؤكد دور التقنيات المالية الإبداعية في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات (التي تعيق كفاءة تخصيص الموارد المالية ومراقبة المشروعات الاستثمارية (Townsend, 1979; Greenwood & Jovanovic, 1990; King & Levine, 1993)، كما أن نظام مالي فعال يسهل من اعتماد التكنولوجيات الجديد مرتفعة التكاليف.

إن النمو يمكن أن يحدث إما عن طريق التحسن في مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج أو من خلال تراكم عوامل الإنتاج، وهكذا فإن بإمكان الوساطة المالية التأثير على النمو من خلال ثلاث آليات: (بيتر ج مونتييل، 7-8 ديسمبر 2003، ص. 55)

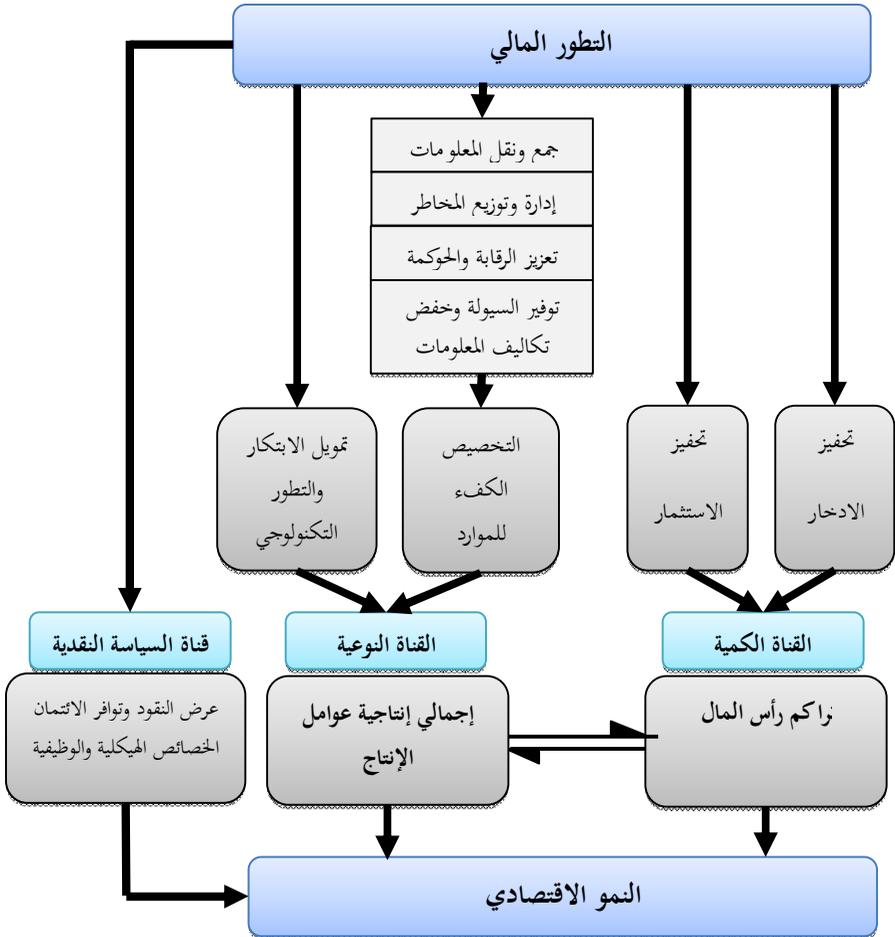
- كلما ارتفعت كفاءة تخصيص الأموال وتوزيعها على مشروعات الاستثمار المتنافسة (بما فيها المشروعات الضخمة المجمعّة وغير السائلة وذات العوائد المرتفعة) كلما ازدادت إنتاجية مخزون رأس المال وارتفعت مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج.
- كلما قلت كلفة الوساطة كلما ارتفع حجم الاستثمار الموازي لكمية ما من الادخار نظرا لأن المدخرين والمستثمرين يتقاسمون تكاليف الوساطة فيما بينهم.
- كلما ارتفعت العوائد على الاستثمار وكلما تدنت كلفة الوساطة، كلما ارتفع صافي العائد على الادخار وبالتالي كلما زاد الحافز على الادخار.

أما القناة الثالثة هي قناة السياسة النقدية أو حجم العرض النقدي والائتمان في الاقتصاد، حيث ينظر إلى أثر هذه القناة على أنه محدد رئيسي للنتائج وللدخل، فضلا عن طبيعة

الاعتبارات التي تقوم عليها السياسة النقدية والتي تعكس آثارا مباشرة وغير مباشرة على درجة تطور النظام المالي نفسه وكذا بنيته وطبيعته ووظائفه.

التصور العام الذي نعتمده في هذا البحث من أجل ربط الصلات بين التطور المالي والنمو الاقتصادي يقوم على وجود ثلاث قنوات حسب ما يوضحه المخطط الموالي:

شكل رقم (01): قنوات انتقال أثر التطور المالي إلى النمو الاقتصادي



المصدر: من إعداد الباحثين

أولاً- قناة تحفيز التراكم في رأس المال:

تؤدي مؤسسات النظام المالي وأسواقه المالية وظائف متنوعة وعديدة تسمح بتعبئة أكبر قدر من الموارد المالية المتاحة ومن ثم تخصيصها لمختلف أنواع النشاط الاقتصادي، وهي المهام والوظائف التي يترتب عليها تراكم أكبر وأسرع لرأس المال، الأمر الذي يصب في نهاية المطاف في تعزيز النمو الاقتصادي ورفع معدلاته.

1- تعبئة المدخرات:

تعد وظيفة تعبئة المدخرات من أولى الوظائف التي ارتبطت بظهور المؤسسات المالية منذ نشوئها، حيث تسعى مؤسسات الوساطة المالية إلى جذب أكبر قدر ممكن من المدخرات والأموال والتي على ضوءها تبني سياسات الإقراض والاستثمار لهذه المؤسسات، وهذا من خلال إتاحة مجموع متنوعة من الوسائط والأوعية الادخارية التي تلائم متطلبات شرائح واسعة من وحدات الفائض وتتلاءم وتفضيلاتهم فيما يتعلق بالسيولة المخاطرة والعائد، وكذا إدخال تجديدات مستمرة عليها يدعمها في ذلك التطور الهائل في نظم المعلومات والاتصال، وعليه فإن تطور وظائف النظام المالي وزيادة كفاءة أدائه يتناسب إيجابيا مع قدرة الوسطاء الماليين على حشد حجم متزايد من الموارد المالية ويرفع مقدرتهم على تقديم التمويل المناسب للمشروعات الاقتصادية وبالمحصلة تعزيز النمو الاقتصادي.

في المقابل فإن وجود نظام مالي متخلف سيعمل على زيادة الاكتناز السائل وتفضيل الأصول غير المنتجة كبديل لحفظ الثروة ويدفع الأفراد إلى التعامل مع القطاع غير الرسمي، مما يزيد من نسبة التسرب ويؤدي إلى انخفاض كفاءة النظام المالي في جمع الموارد المالية وتخصيصها مما ينعكس سلبا على معدلات الاستثمار الحقيقي والنمو.

وقد مكن الإطار الذي توفره نماذج النمو الداخلي للدراسات الحديثة -كما تم الإشارة إليه سابقاً- من التركيز على العلاقة بين تطور النظام المالي ومقدرته على تعبئة المدخرات وتحفيز الاستثمار والنمو، حيث توصل كل من (Greenwood & Jovanovic) إلى أن زيادة ثقة المدخرين تجاه الوسطاء الماليين تزيد بصفة تلقائية من حجم المدخرات، في حين اهتمت دراسة قام بها (Greenwood & Smith Bruce) بتطبيقهما لنموذج داخلي للنمو بالكيفية التي يساهم بها الوسطاء الماليون في التخصيص الأمثل للمدخرات وأن الأسواق المالية الكبيرة بإمكانها تخفيض تكلفة تعبئة المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمارات في أغلب التكنولوجيات المنتجة، كما أن كلا من (Bencivenga & Smith 1991) وضعاً نموذجاً للنمو الداخلي يدرس أثر الوساطة المالية وتوصلاً إلى أن الوسطاء الماليين يعملون على تخفيض الموارد المالية العاطلة في المجتمع ما يسمح برفع كفاءة التخصيص للاذخارات والاستثمارات ومنه دعم التراكم الرأسمالي، كما توصلوا إلى أن زيادة حجم الادخار لدى الوسطاء الماليين له أثر فعال على دالة الإنتاج وأن هذا الأثر ينشأ بفعل تخفيض مخاطر السيولة وإدارتها ومقدرة هؤلاء الوسطاء على تحويل المدخرات قصيرة الأجل إلى استثمارات طويلة والمواعاة بينهما. (إبراهيم بن صالح العمر، إبراهيم بن صالح العمر، 2005، ص 7-8)

كذلك فإن الدراسة السابقة لـ (Pagano) قد أوضحت أن وجود نظام مالي متطور سيعمل على تخفيض الجزء المتسرب من الادخار الأمر الذي من شأنه زيادة حجم الاستثمار ورفع مستوى الإنتاجية الحدية لرأس المال.

وتذهب أغلب نماذج التنمية إلى اعتبار أن ارتفاع حجم الادخار يؤدي إلى تراكم كبير لرأس المال ويسرع من النمو الاقتصادي، وعلى الرغم من وجود من يرى أن العلاقة تسير بالعكس من النمو إلى الادخار فإن وجهتي النظر تؤكدان على أهمية وإيجابية العلاقة بين

الادخار والنمو والتي قد تسير فعليا في كلا الاتجاهين باختلاف مرحلة التطور الاقتصادي للمجتمع، وهو ما تؤكدته التجارب التنموية الناجحة لعدد من دول آسيا والتي سبقتها معدلات ادخار عالية بلغت في الصين على سبيل المثال أكثر من 40% من حجم الناتج المحلي الإجمالي للفترة 1999-2003. (عبد الرحمان بن سانية، 2013/2012، ص. 264)

2. تشجيع الاستثمار:

يعد الاستثمار المحرك الرئيسي للفعاليات الاقتصادية وللنمو الاقتصادي فقد عده الكلاسيك الأساس في رفع معدل تراكم رأس المال والمحور الأساسي للنمو، كما يعد من وجهة النظر الكينزية مؤثرا رئيسيا في تحديد الطلب الكلي الفعال ومن ثم معدل النمو الاقتصادي، في حين اعتبره كل من (Harrod) و (Domar) السبب الرئيسي للنمو في الأجل الطويل، ويعتبر توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية من بين الوظائف الرئيسية التي تقدمها مؤسسات النظام المالي المختلفة سواء تم ذلك من خلال مؤسسات الوساطة المالية عبر ما يعرف بالتمويل غير المباشر أو من خلال الأسواق المالية عبر قناة التمويل المباشر، وتعمل هذه المؤسسات على تقديم أنواع متعددة من التمويل من حيث الطبيعة والغرض وفترات الاستحقاق تراعي الخصوصية المالية والاقتصادية للمشاريع الممولة، وبهذا فإن التمويل المقدم للوحدات الاقتصادية يساهم في رفع حجم الاستثمار الإجمالي مما ينعكس إيجابا على النمو الاقتصادي.

النظام المالي يعمل إذن على توفير الموارد المالية الضرورية التي تسمح للأفراد والمؤسسات بأداء مدفوعاتهم من أجل الحصول على السلع والخدمات وتمويل الاستثمارات، مما يؤدي إلى زيادة إنتاجية الموارد المتاحة للمجتمع ورفع مستواه المعيشي (عبد الغفار الحنفي، عبد السلام أبو قحف، 2004/2003، ص. 19-20)

من جهة أخرى فإن تعبئة المدخرات يحسن أيضا من تخصيص الموارد ويحفز الابتكار والتقنية، وعليه فالنظام المالي الأكثر فعالية في تعبئة الادخار يؤثر إيجابيا على النمو الاقتصادي (Kangni R, Kpodar, April 2005, P. 110)، كما أن مساهمة النظام المالي في زيادة التراكم الرأسمالي في المجتمع لا تقتصر على زيادة حجم الاستثمارات الكلية فحسب، بل يمارس النظام المالي المتطور أثرا بالغ الأهمية في تحسين نوعية الاستثمارات، وبدوره فإن التخصيص الأمثل للموارد وخفض درجة عدم التأكد في المحيط الاقتصادي يعمل على رفع حجم الاستثمار ومنه زيادة التراكم الرأسمالي.

كما أن تعبئة المدخرات وتجميعها لا يعزز تراكم رأس المال فحسب بل يسهم أيضا في تطوير تخصيص الموارد حيث أنها تتيح استغلال وفورات الحجم والتغلب على العناصر غير القابلة للتقسيم في مجال الاستثمار. (نبيل حشاد، 2010، ص. 91)

في هذا الصدد تشير الدراسات التي أجريت حول الانطلاق الاقتصادي لدول شرق آسيا أن الاستثمار والتراكم الرأسمالي يعدان العنصران الرئيسيان في عملية الانطلاق، وحتى الدراسات النظرية لـ (Solow) وكذا التطبيقية لـ (Denison) التي تعتبر أن النمو لا يفسر بتراكم رأس المال وإنما بتطور إنتاجية عوامل الإنتاج التي تمكن من زيادة الناتج الفردي في المدى الطويل فإنها لا تتعارض مع فعالية الاستثمار كمحرك للانطلاق الاقتصادي في المدى القصير، ويرى (Denison) أن التراكم الرأسمالي وإن كان مهما في المراحل الأولى لعملية التنمية فإن الأهمية الحقيقية في المراحل اللاحقة تكمن في نوعية رأس المال وفي إنتاجية عناصر الإنتاج وكفاءتها. (عبد الرحمان بن سانية، 2013/2012، ص ص.

(271-270)

ثانيا- قناة تحسين إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج

يعتقد على نطاق واسع أن الوظائف المتأصلة في الأنظمة المالية بما في ذلك تعبئة المدخرات إلى أعلى استخدام لقيمتها، الحصول على المعلومات، تقييم ورصد المشاريع الاستثمارية، تمكين الأفراد من التنوع بعيدا عن الخطر المعنوي، تساهم في تشجيع الاستثمار المنتج وبالتالي الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج. (Yongfu Huang, 2010, P.2)

فقد أدت الانتقادات التي وجهت للدراسات التي استخدمت المقطع العرضي إلى استخدام أساليب للاقتصاد القياسي أكثر قوة وملاءمة في تقييم العلاقة بين النمو الاقتصادي والتطور المالي كطريقة (GMM: Generalized Method of Moments) و (Dynamic Panel)، في هذا الإطار وجد (Beck, Levine & Loayza, 2000) علاقة طردية بين التطور المالي والمؤشرات المختلفة لقياس النمو: معدل النمو الاقتصادي، معدل تراكم رأس المال، والإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج، كما خلص أيضا (Rioja & Valen, 2004) إلى أن التطور المالي يؤثر على النمو الاقتصادي في البلدان ذات الدخل المنخفض من خلال قناة تراكم رأس المال، بينما في البلدان مرتفعة الدخل فقناة انتقال التأثير هي إنتاجية رأس المال (Jude C. Eggoh, 2010, PP.11-12)

تشير الوقائع والأدبيات الحديثة وبخاصة تلك المتعلقة بنماذج النمو الداخلي أنه بإمكان المؤسسات المالية -في اقتصاديات على مستوى معقول من الدخل- زيادة مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP) وبالتالي الإنتاجية الحدية لرأس المال، من خلال تحفيز المدخرين أو وسطائهم على تمويل تقنيات ذات مخاطر وإنتاجية أكبر، والمحصلة لتلك الاستثمارات أنه يمكن للتطور المالي إحداث تأثيرات دائمة ومتواصلة في النمو الاقتصادي، ما يجعل من عملية إصلاح وتحديث القطاع المالي من أبرز الأولويات في مشروع التطوير الاقتصادي. (سعود البريكان، علي البلبل، إبراهيم الكراسنة، 7-8 ديسمبر 2003، ص ص. 13-14).

في الواقع يُعنى المؤشر (TFP) بالجوانب غير الملموسة التي لا تعكسها التغيرات المرئية في تراكم عوامل الإنتاج والتي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بنوعية المناخ الاستثماري مثل نوعية العمالة ورأس المال ونوعية الأسواق والتقنيات ونوعية السياسات الحكومية والمؤسسات (علي أحمد البلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، أبريل 2004، ص. 13)، حيث يعتبر البعض أن التأثير على تلك الإنتاجية أصبح يمثل الرابط الحيوي الذي يؤثر بواسطته التطور المالي على النمو الاقتصادي وهذا من خلال الوظائف الرئيسية التي تتولى القيام بها النظم المالية، وبصفة خاصة وظائف التخصيص الكفاء للموارد وتمويل التطور التقني.

1- التخصيص الكفاء للموارد (Efficient Allocation of Resources): تقوم

الحجة النظرية في ربط التطور المالي بالنمو الاقتصادي في كونه يؤدي عدة مهام حيوية تعزز من كفاءة الوساطة المالية من خلال تخفيض تكاليف المعلومات والتعاملات والرصد، وتشجيع الاستثمار بتحديد فرص الأعمال الجيدة وتمويلها وتعبئة المدخرات ورصد أداء المدراء والتمكين من الإلتجار والتغطية وتنويع المخاطر وتيسير تبادل السلع والخدمات، ومن شأن هذه المهام أن تؤدي إلى تخصيص أكثر كفاءة للموارد وتراكم أسرع لرأس المال المادي والبشري وإلى تقدم تكنولوجي أسرع مما يغذي بدوره النمو الاقتصادي (سوزان كرين، ريشي جويال، مشفق مبارك، رانده ساب، 7-8 ديسمبر 2003، ص. 101)، بل أن القطاع المالي الأكثر تطوراً يتعدى هدفه مجرد العمل على التخصيص الأمثل للموارد المالية وبراغي كذلك الاستخدامات المستقبلية الكفوة لهذه الموارد. (Ross Levine, Jun 1997, PP. 4-5)

كما أشارت دراسة لـ (Tondon, 1994) أن عرض السندات في الأسواق العالمية يؤدي إلى انخفاض معدل العائد المطلوب على أسهم نفس الشركة ونفس الشيء في حالة إدخال صناديق الاستثمار، وأن زيادة تدفقات الأسهم الأجنبية تعتبر جزءاً من عملية تخصيص الادخار الإجمالي للاستثمارات الأكثر إنتاجية مما يعمل على تخفيض تكلفة رأس المال

ويدفع إلى زيادة الاستثمار والنمو، وإجمالاً فإن خلو الاقتصاد من سوق فعالة لرأس المال سيعيق تخصيص الزماني الأمثل للموارد عن طريق مساواة التفضيل الزمني الحدي مع الإنتاجية الحدية لرأس المال. (سليمان المنذري، جانفي 1996، ص. 20)

وحتى بالنسبة للبعد المكاني إن على مستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة أو بين الدول فإن النظام المالي المتطور يتيح عدداً متنوعاً ومختلفاً من الأدوات التي تسمح بنقل الأموال من الأمكنة ذات المردودية المنخفضة إلى تلك الأعلى مردودية، فتزيد بذلك فعالية النظام المالي في تحقيق أحسن تخصيص للموارد (Zvi Bodie, Robert Merton, 2011, P. 31)

إن النظام المالي ومن خلال الوظائف التالية يعمل على ضمان تخصيص أكفأ للموارد المالية المتاحة في الاقتصاد والتقليل من مشاكل عدم تماثل المعلومات:

أ- **جمع ونقل المعلومات:** تستفيد المؤسسات المالية من مزايا اقتصاديات الحجم فيما يخص تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية المختلفة، كما تتمتع هذه المؤسسات المالية بمقدرتها الكبيرة على تجميع وتحليل هذه المعلومات والحكم على المراكز المالية لوحدات العجز وهو ما لا يتوفر لغيرها في هذا المجال، (سعيد عبد الحميد مطاوع، 2001، ص. 19) أو من خلال لجوئها إلى المختصين في ميدان التحليل المالي حيث تكون تكلفة استخدامهم منخفضة جداً لأنها تتوزع على عدد كبير من العمليات (صبح محمود، 1998، ص. ص. 10-13)، والبنوك بجمعها للمعلومات فإنها ترجح كفة المشاريع الأجدى اقتصادياً الأمر الذي يحد من حجم المخاطر ويشجع الابتكار التقني، (وليد عبد مولا، جويلية 2009، ص. 3)

كما يساعد ذلك على اتخاذ القرار المالي الأمثل لطالبي الأموال ولعارضيهما وكذا الابتعاد عن التوظيفات ضعيفة المردود وعالية المخاطر مما يساعد على انسياب الموارد المالية

بكفاءة أكبر نحو أفضل الفرص الاستثمارية، وهو ما من شأنه أن يؤدي إلى تحسين حجم ونوعية الاستثمارات وتطوير توزيع رأس المال ويدفع إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي.

أيضا فإن وجود سوق مالية متطورة سيعمل على توفير وسائل أفضل للمعلومات والرصد مما يزيد من ثقة المستثمرين ويقلل من التكلفة الرأسمالية. (روبيرتو زاهلر، 7-8 ديسمبر 2003، ص. 146)

بالإضافة إلى الدور السابق، فإن الدور الثاني الذي يقوم به النظام المالي هو نقل المعلومات وهي الوظيفة التي تضطلع بها الأسواق المالية على وجه الخصوص وهذا بإدخال هذه المعلومات في أسعار أسهم وسندات وباقي الأصول المالية للمؤسسات، حيث يستفيد المدخرون والمستثمرون من المعلومات من خلال النظر إلى عوائد الأصل محل الاهتمام، ويمثل إدخال المعلومات المتاحة في عوائد الأصول أو الاستثمارات المالية الظاهرة المميزة للأسواق المالية التي تؤدي عملها بكفاءة. (صبح محمود، 1998، ص ص. 10-13)

ب- إدارة وتوزيع المخاطر: كما ينقل النظام المالي الأموال فإنه يقوم أيضا بنقل المخاطر، فشركات التأمين على سبيل المثال هي وسيط مالي متخصص في تحويل المخاطر، وفي غالب الأحيان فإن الأموال والمخاطر يتصلان ببعضهما البعض وهما عنصران متلازمان ينتقلان في نفس الوقت في النظام المالي. (صبح محمود، 1998، ص ص. 10-13)

للنظام المالي المتطور دور مهم في التقليل من مخاطر النشاط الاقتصادي ليس من خلال نشاط قطاع التأمين فحسب، ولكن كذلك من خلال توفير المعلومات والمعرفة المتخصصة وتقليل كلفة البحث وتقييم المنشآت والمدراء وظروف السوق إلى جانب تقليل المخاطر من خلال المقدره على تنويع الاستثمارات. (زيدا فريز، 7-8 ديسمبر 2003، ص.

إن عوائد الاستثمار تتطوي على نوعين من المخاطر، ينجم الأول عن نقص المعلومات التقنية والثاني يرتبط بالمخاطر المستقبلية للطلب على الإنتاج، حيث لهذه المخاطر تأثير واضح على كفاءة تخصيص الموارد، ويعمل الوسطاء الماليون على تنويع محافظاتهم المالية وفقا لاعتبارات العائد والسيولة والمخاطرة بما يخفض من قيمة المخاطر المجمعمة قياسا إلى ما تمثله مخاطر مشروع منفرد على مدخر أو مستثمر واحد) شذا جمال الخطيب، 2002، ص. 33)، فتنويع هذه المحفظة يجعل من التقلبات الحادة في قيمتها تتخفف، على اعتبار أن عوائد الاستثمار داخل المحفظة لا تتغير بنفس الطريقة. (صبح محمود، 1998، ص. 10-13)

ومن جانب آخر يوفر السوق المالي المتطور مزيدا من السيولة ومن عرض الأموال المتاحة للاستثمار ومزيدا من خيارات التنويع أمام المستثمرين الذين يكون باستطاعتهم تنويع عنصر المجازفة مع زيادة توفر الأدوات المالية المختلفة. (روبيرتو زاهلر، 7-8 ديسمبر 2003، ص. 147)

ج- تعزيز الرقابة والحوكمة من خلال وظائف القطاع المالي في جمع المعلومات وإدارة المخاطر وتنويعها فإنه يتيح رقابة فعالة على المقترضين والشركات (وليد عبد مولا، جويلية 2009، ص. 3)، فالتقييم شبه المتواصل للشركات استنادا إلى كل المعلومات المتوفرة يساند كفاءة تخصيص رأس المال، كما أن البورصات السائلة تتيح شراء الشركات غير الكفوة من قبل شركات أخرى الأمر الذي يدعم الكفاءة من خلال فرض الانضباط على المديرين. (بيتر ج مونتييل، 7-8 ديسمبر 2003، ص. 47)

كما تستطيع البورصات تحسين إدارة وضبط الشركات من خلال تمكين أصحابها من ربط رواتب المديرين بقيمة الشركة مما يخفف من مشاكل الوكالة (Agency Problem)، وهذا

من خلال إدخال التوازن بين حوافز ومصالح المديرين. (بيتر ج مونتييل، 7-8 ديسمبر 2003، ص. 47)

د- توفير السيولة وخفض تكاليف المعاملات: يهتم المستثمرون بشكل كبير بسيولة استثماراتهم المالية التي تعني قدرة الأصل على التحول بسرعة وبأقل تكلفة إلى نقد وهذا من أجل الاستجابة بسرعة إلى الفرص الجديدة أو الأحداث غير المتوقعة، حيث يوفر النظام المالي من خلال مؤسساته وأسواقه المالية نظاما للمتاجرة يجعل من الأصول المالية أكثر سيولة، فالقدرة على تحويل الأصول المالية منخفضة السيولة إلى حقوق سائلة على النحو الذي يلائم رغبات المدخر يعد أحد معايير الكفاءة للنظام المالي (صبح محمود، 1998، ص. 10-13)، وفي هذا السياق فإن سيولة سوق الأوراق المالية توفر فرصا مميزة تقابل رغبات مختلف الأطراف المتعاملة في هذه السوق، وتوفق بين متطلبات التمويل طويل الأجل للاستثمارات وعدم رغبة المستثمرين أو تخوفهم من التخلي عن مدخراتهم لفترة طويلة الأمر الذي يجعل الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر جاذبية.

كما أن وجود أسواق مالية متطورة بأدائها وأدواتها قادرة على الاستجابة السريعة لمتطلبات الاقتصاد من السيولة بالحجم والوقت الملائمين بات ضرورة حتمية لمواجهة المتغيرات المحلية والدولية، كما أن اللجوء إليها بدلا عن النظام المصرفي لن يؤدي إلى زيادة الكتلة النقدية (بما قد يؤدي إلى تضخم غير مرغوب أو ضغط على ميزان المدفوعات) وإنما إلى إعادة توزيعها، كما يحافظ على الطاقة الاقتراضية للمنشأة التجارية عند الحاجة. (عبد الحق بوعتروس، 2003، ص. 5)

من جهة أخرى يؤدي التطور المالي إلى تقليل تكاليف معاملات الادخار والاستثمار وتكاليف الاختيار المعاكس والأخطار المعنوية للشركات وهو ما يخفض التكلفة الرأسمالية الكلية للشركات والتكلفة النسبية لرأس المال الخارجي مما يزيد من إمكانية إقامتها لمشاريع

مريحة (روبيرتو زاهر، 7-8 ديسمبر 2003، ص. 146)، كما يؤدي خفض تكاليف المعاملات وتسهيل تعبئة المدخرات إلى تشجيع التخصص والابتكار التقني الأمر الذي يقود إلى زيادة الإنتاجية وتحسين استخدام الموارد وبالنتيجة يسمح بتعزيز النمو الاقتصادي، ومن شأن دور النظام المالي في خفض تكلفة المعاملات أن يساهم في تشجيع التبادل كون التخصص والتبادل التجاري يتطلبان معاملات اقتصادية أكثر مما تتطلبه نفس العمليات في إطار بيئة الاكتفاء الذاتي (وليد عبد مولا، جولية 2009، ص. 3).

في هذا السياق، وضع (Greenwood & Smith, 1997) نموذجاً بين من خلاله أن المؤسسات المالية بإمكانها تخفيض تكاليف المعاملات وتعزيز التخصص مما يؤدي إلى تحقيق مكاسب إنتاجية تترجم في النهاية إلى زيادة في النمو (نبيل حشاد، 2010، ص. 91).

2. تمويل الابتكار والتطور التكنولوجي: تأخذ في الآونة الأخيرة قناة انتقال أثر المالية إلى الاقتصاد الحقيقي من خلال تطوير الابتكار مركز الصدارة والاهتمام في نماذج النمو وفي التحليل الحديث للعلاقة القائمة بين القطاع المالي والحقيقي، وذلك استناداً إلى دور المؤسسات المالية في تقييم وتمويل أنشطة الابتكار وطرح منتجات جديدة في السوق، حيث يساهم النظام المالي المتطور والذي يعمل بشكل جيد في تشجيع وتحفيز أنشطة الابتكار بفعالية من خلال تحديد وتمويل الاستثمارات الإنتاجية مرتفعة المردودية وتعزيز السيولة مع تحسين اتخاذ قرار المخاطرة المصاحبة لأنشطة البحث والتطوير (R&D).

عدة أسباب نظرية تشرح لماذا التنمية المالية تحفز النمو، فقد أشار (Schumpeter) إلى أن حسن سير العمل في البنوك يحفز الابتكار التكنولوجي من خلال تحديد وتمويل المشاريع التي لها أفضل فرص للنجاح في أنشطتها المبتكرة، وبالنسبة لـ (Gurley & Shaw, 1960)، فإن الابتكار المالي الذي يصاحب التطور المالي يقلل من الخطر المتعلق بالاستثمار

بالإضافة إلى تخفيض تكاليف الوساطة المالية وتحفيز الادخار (Kangni Kpodar, April) (2005 , P.2)

هذه الفكرة دافع عنها (Schumpeter) في أعماله التي اعتبر فيها أن القطاع المالي يلعب دورا رئيسيا في اعتماد وتمويل التجديد التكنولوجي (Technological Innovations)، وأن البنوك لا تعتبر وسيطا فحسب بل هي أيضا من يسمح بتحقيق الابتكار، هذه الوظيفة يرتبط تحقيقها أكثر بالمؤسسات المالية قياسا إلى مقدرة المستثمرين الأفراد نظرا لما تتمتع به من احترافية ولحجم المحافظ المالية التي تديرها، بالإضافة إلى مجموعة من الافتراضات التي تشكل الإطار المفاهيمي لذلك والتي تشمل الاعتبارات التالية: (Arnaud Bourgain,) (Patrice Pieretti, Guy Schuller, Rapport 2001, P. 63

- ارتفاع التكاليف الثابتة لتقييم المشاريع من قبل المستثمرين.
- حجم المشاريع الذي يتطلب حشد مبالغ كبيرة من قبل العديد من المستثمرين.
- نتائج الابتكارات غير مؤكدة ما يستوجب أن يوفر النظام المالي تنوعا للمخاطر المرتبطة بها.
- الرفع من الإنتاجية يحتم على رجال الأعمال الانخراط في المشاريع عالية المخاطر وليس الإنتاج بالأساليب القائمة، فمكافأة الابتكار توجد في الربح.
- كما أن هذا الدور الأساسي يفسر تحديدا كون خطر الأنشطة المبتكرة هو موزع بالكامل عن طريق مصادر تمويل خارجية.

من جهة أخرى تؤكد التطورات الأخيرة في نظريات النمو والقائمة على نماذج النمو الداخلي على أهمية الآثار التكنولوجية الخارجية (Arnaud Bourgain, Patrice Pieretti,) (Guy Schuller, Rapport 2001, PP. 63-64)، والتي تمثل تفاعلات غير سوقية أي تلك

التي لا تؤخذ بعين الاعتبار من قبل نظام أسعار السوق والتي لها تأثير على منفعة المستهلكين أو على كفاءة الشركات.

لقد بدأ تحليل الاقتصاديات الخارجية من قبل (A. Marshall 1920, 1958) الذي أشار إلى ثلاث أنواع من العوامل الخارجية من أجل توضيح مصادر نشوء الصناعات، يتعلق الأول بعملية تجميع (Pooling) العمالة الماهرة، حيث يشجع تركيز الصناعات على ظهور سوق عمالة محلية تتيح للموظفين فرص للتغيير أو الترقية دون الحاجة إلى تنقل مكاني كبير، فيما ينطوي النوع الثاني على أكبر مجموعة من المدخلات التي تساهم في زيادة كفاءة نظام الإنتاج لا سيما في مجال التجارة الخارجية، أما النوع الثالث فيدعى تحديداً (Technological Spillover) أو عملية التكامل المعلوماتي نتيجة لانتشار المعرفة وتكامل الأفكار المشجعة للابتكار وزيادة الإنتاجية من خلال القرب المكاني، هذا النوع يمكن أن ينظر إليه من زاويتين، العوامل الخارجية التي تعرف باسم (MAR: Marshall-Arrow-Romer) المستمدة من التركيز المكاني بحسب فرع النشاط الصناعي، وفي المقابل العوامل الخارجية التي وصفها (Jacobs, 1969) والتي ترجع إلى القرب من فروع مختلف الصناعات.

وبالنسبة لتحليل الأنشطة البنكية والمالية فإن النوعين السابقين (MAR & Jacobs) لا يتعارضان عند النظر إلى التمويل كنشاط قائم بحد ذاته وليس مجرد أداة للحصول على السيولة أو لتمويل الأنشطة الأخرى، فوجود العوامل الخارجية نتيجة لتركز الأنشطة المالية هو أمر ممكن بسهولة تامة، حيث يتحقق تبادل المعلومات وتقليد المنتجات والعمليات الجديدة بشكل أسهل بفضل قربها من الأنشطة المتخصصة.

كما أنه في ظل وجود العوامل الخارجية الناتجة عن التفاعلات بين فروع النشاط المختلفة (Jacobs Type)، يمكن لعدد كبير من الأنشطة الاقتصادية الاستفادة من وجود القطاع

البنكي ليس فقط كعمول ولكن بصورة غير مباشرة من خلال تقليد أساليب العمل، الاستفادة من المعلومات التفضيلية (Informations Privilégiées)، الاستفادة من تنقل العمال من فرع إلى آخر، وفي مركز مالي فإن عددا من الأنشطة على غرار الخبرة القانونية، الإعلام الآلي، الاستشارات، الإشهار... إلخ، تستفيد من الآثار الخارجية بسبب قربها من الأنشطة المالية.

ثالثا - قناة السياسة النقدية

إن السياسة النقدية تضطلع بدور مهم في تحقيق الأهداف العامة المرتبطة بالسياسة الاقتصادية والوصول إلى المستويات المطلوبة من الاستقرار النقدي والاقتصادي، حيث يقوم البنك المركزي بإعداد وتسيير ومتابعة السياسة النقدية التي تعرف على أنها "جميع القرارات والإجراءات النقدية بصرف النظر عما إذا كانت أهدافها نقدية أو غير نقدية، وكذلك جميع الإجراءات غير النقدية التي تهدف إلى التأثير في النظام النقدي". (صالح مفتاح، 2003/2002، ص. 89)

كما أن للسياسة النقدية مساهمة مهمة في تشجيع تطور هيكل وحجم القطاع المالي ودرجة تنوع خدماته وكذا توفير المناخ التنظيمي والرقابي السليم والملائم لنموه، وهذا من خلال ترقية الأهداف العامة التي تسعى هذه السياسة إلى تحقيقها والرفع من كفاءة اشتغال أدواتها بعيدا عن المعايير المفرطة من الكبح المالي التي قد تعوق التطور المناسب للنظام المالي وتقوض بالنتيجة النمو الاقتصادي المتحقق، كما أن دور هذه السياسة في معالجة الأزمات والاختلالات المالية التي قد تظهر والتي قد تكون في بعض الأحيان مصاحبة للتطور المالي نفسه من شأنه توفير الاستقرار للنظام الاقتصادي مما يساهم في تشجيع تطور النظام المالي والتأثير إيجابيا على النمو الاقتصادي، يضاف إلى ذلك الصلة المهمة للسياسة النقدية بأحد أبرز العناصر المحددة للتطور المالي وهو التضخم الذي يعد الحد منه

هدفا رئيسيا لأدواتها مما يشجع على وجود أسعار فائدة حقيقية ويحد من عدم اليقين والتقلبات في الأسواق وبالتالي تحسين قرارات الادخار والاستثمار.

في الاتجاه الآخر فإن النظر إلى السياسة النقدية كقناة يمر عبرها تأثير التطور المالي إلى التنمية الاقتصادية يقوم أساسا على الدور الحاسم الذي يمارسه القطاع المالي المتطور وتحديدًا بواسطة البنك المركزي والبنوك التجارية في تحديد مقدار العرض النقدي وحجم الائتمان في الاقتصاد، ما له بالغ الأثر على المؤشرات النقدية كالتضخم وأسعار الفائدة وكذا على المتغيرات الحقيقية وخاصة معدلات نمو الناتج الداخلي.

فقناة السياسة النقدية تؤثر في الائتمان المصرفي وإن كنا نتناولنا دور المؤسسات المالية في حشد المدخرات وتقديم الائتمان فإن للسياسة النقدية قدرا مهما من التأثير على هذا المكون المهم في قياس التطور المالي ليس فقط من خلال التأثير في قرارات البنوك ولكن أيضا في قرارات المدخرين، كما أن مراقبة توزيع الائتمان قد تؤثر على كفاءة عمل القنوات السابقة (الكمية والكيفية) وعلى الطريقة التي من خلالها يؤثر التطور المالي على حجم الاستثمار من جهة وعلى نوعيته من جهة ثانية.

لقد لفت (Gurly & Shaw, 1960) الانتباه في وقت لاحق إلى دور قناة الائتمان ولا سيما دور المؤسسات المالية في توفير الأموال اللازمة لتمويل النشاط الحقيقي (Samouel Béli, Décembre 2009, P.17)، حيث تمارس السياسة النقدية دورا مهما في تحديد انسيابية ومقادير وتشكيل الائتمان المار من خلال هذه القناة وبالتالي حجم واتجاه التأثير المرغوب فيه على النمو الاقتصادي وطبيعة الاعتبارات التي تتطلبها المرحلة التنموية المستهدفة.

الخاتمة

يعتمد هذا البحث في ربطه للصلة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي على وجود ثلاث قنوات متفاوتة الأهمية والتأثير، تتيح انتقال أثر التطورات من الجانب المالي إلى النمو الاقتصادي، هذه القنوات هي:

- قناة تحفيز التراكم في رأس المال وذلك من خلال وظيفتي حشد الموارد وتمويل الاستثمار.

- قناة إجمالي إنتاجية عوامل الإنتاج وهذا من خلال وظيفتي التخصيص الكفاء الموارد (جمع ونقل المعلومات، إدارة وتوزيع المخاطر، تعزيز الرقابة والحوكمة، توفير السيولة وخفض تكاليف المعاملات) وتمويل الابتكار والتطور التكنولوجي.

- قناة السياسة النقدية من خلال عرض النقود وتوافر الائتمان.

كما نشير في نهاية هذا البحث أن أثر التطور المالي لا يتوقف على تعزيز النمو الاقتصادي فحسب بل يتعداه إلى نواحي اقتصادية هيكلية ونوعية عديدة تتجاوز مجرد التوصيف الكمي للنمو، حيث يقوم ربط العلاقة بين التطور المالي والتنمية الاقتصادية وبخاصة في حالة البلدان النامية على ثلاثة اعتبارات رئيسية هي: أثر التطور المالي على النمو الاقتصادي بالإضافة إلى النتائج التراكمية له، الأثر على توزيع الدخل، والأثر على تخفيض معدلات الفقر.

المراجع:

بيتر ج مونتيل، (7-8 ديسمبر 2003) التمويل والرفاهية والنمو، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

إبراهيم بن صالح العمر، إبراهيم بن صالح العمر، (2005) الدور التتموي للمصارف والوسطاء الماليين: مراجعة للفكر الاقتصادي، *Munich Personal RePEc Archive*.

عبد الرحمان بن سانية، (2012/2013) الانطلاق الاقتصادي بالدول النامية في ظل التجربة الصينية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.

عبد الغفار الحنفي، عبد السلام أبو قحف، (2003/2004) الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر

نبيل حشاد، (2010) دور المؤسسات المالية الإسلامية في الدول العربية، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر.

سعود البريكان، علي البلبل، إبراهيم الكراسنة، (7-8 ديسمبر 2003) حصيلة الندوة، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

علي أحمد البلبل، محمد مصطفى عمران، أيتن فتح الدين، (أفريل 2004) التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر 1974-2002، أوراق صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، العدد 9.

سوزان كرين، ريشي جويال، مشفق مبارك، رانده ساب، (7-8 ديسمبر 2003) تطوير القطاع المالي في بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

سليمان المنذري، (جانفي 1996) البيئة الاقتصادية لبرصات الأوراق المالية، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 96.

سعيد عبد الحميد مطاوع، (2001) الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر.

صبح محمود، (1998) الابتكارات المالية: المؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر.

وليد عبد موله، (جولية 2009) دور القطاع التمويلي في التنمية، جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 85.

روبيرتو زاهلر، (7-8 ديسمبر 2003) التطور المالي في شيلي، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

زياد فريز، (7-8 ديسمبر 2003) التطور المالي والنمو الاقتصادي: حالة الأردن، الندوة الثالثة حول تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة.

شذا جمال الخطيب، (2002) العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال، مؤسسة طبابا، مصر.

عبد الحق بوعتروس، (2003) إدارة وتنظيم بورصة القيم المنقولة، مؤتمر الأسواق المالية ودورها في جذب الاستثمارات، كلية الاقتصاد، جامعة تشرين، سوريا.

صالح مفتاح، (2002/2003) النقود والسياسة النقدية مع الإشارة إلى حالة الجزائر 1990-2000، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.

Kangni Kpodar, (Octobre 2006) *Développement Financier, Instabilité Financière et croissance économique: Implications pour la Réduction de la Pauvreté*, Thèse Doctorat en sciences économiques, faculté de Sciences Economiques et de Gestion, Université d'Auvergne- Clermont1.

James B. Ang, (2008) A Survey of Recent Developments in the Literature of Finance and Growth, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 22, No. 3.

Kangni R, Kpodar, (April 2005) Le Développement Financier et la Croissance: L'Afrique Subsaharienne est-elle Marginalisée?, *African Development Review*, Vol. 17, No. 1.

Yongfu Huang, (2010) *Determinants of Financial Development*, Palgrave Macmillan, Great Britain.

Jude C. Eggoh, (2010) Développement Financier, Instabilité Financière et Croissance Économique: Un Réexamen de la Relation, *Région et Développement*, No. 32.

Ross Levine, (Jun 1997) Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2.

Zvi Bodie, Robert Merton, (2011)*Finance*, Adapté par Christophe Thibierge, Pearson, France, 3^{ème} éd.

Arnaud Bourgain, Patrice Pieretti, Guy Schuller, (Rapport 2001) *Compétitivité de l'Economie Luxembourgeoise*, Cahier du CREA-Cunlux-Statoc No. 93-02, Centre de Recherche Public Gabriel Lippmann, Centre Universitaire de Luxembourg, P. 63.

Samouel Béji, (Décembre 2009)*Le Développement Financier pour les Pays du Sud De La Méditerranée A L'épreuve de la Mondialisation Financière*, Thèse Doctorat En Sciences Economiques, Université Paris XIII-Nord.