

التطور المالي ومحدداته في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

د. سامي مباركي جامعة باتنة 1 الحاج لخضر

الملخص:

جاءت هذه الورقة لتحديد مفهوم التطور المالي الذي أصبح يحظى باهتمام الاقتصاديين خاصة في تحليل العلاقة بين التمويل والنمو. واستخدم لهذا الغرض البيانات الخاصة بإحدى عشر دولة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تشمل ستة ركائز تؤثر في التطور المالي وهي: البيئة المؤسسية من خلال التركيز على قياس الانفتاح المالي، حوكمة الشركات مستوى التنظيم والتشريع وصولاً إلى قياس مدى كفاءة إنفاذ العقود؛ أما الركيزة الثانية فخصصت لبيئة الأعمال التي يوفرها النظام المالي من خلال الرأس المال البشري، البنى التحتية وتكاليف انطلاق النشاط؛ أما الركيزة الثالثة مثلت الاستقرار المالي بالتركيز على أسعار الصرف ومخاطر الديون السيادية؛ أما الركيزتين الرابعة والخامسة فغطت القطاع المصرفي والأسواق المالية على التوالي؛ أما آخر عنصر في هذا المؤشر فضم مدى إمكانية النفاذ للتمويل في الدول محل الدراسة.

وجاءت النتائج لتشير إلى تفوق البلدان الخليجية خاصة في معيار بيئة الأعمال بتوفيرها للظروف الملائمة لتحقيق التطور المنشود. كما خلصت الدراسة إلى ضعف تطور الأسواق المالية وفق هذا المؤشر، وهو ما يؤثر إلى محدودية تلك الأسواق في استقطاب الرساميل. أما في مجال خدمات القطاع المصرفي، جاءت لبنان كأفضل بلدان المنطقة للمكانة التي تحتلها البنوك في تمويل الاقتصاد، بينما توفر البحرين، الكويت، الإمارات وقطر أفضل الأساليب للنفاذ للتمويل.

الكلمات المفتاحية: التطور المالي، الأسواق المالية، النمو الاقتصادي، مؤشر التطور المالي.

Abstract:

The purpose of this paper is to define the concept of financial development that became a major economists' preoccupation in the analysis of the relationship between financing and growth. On this basis, the paper used data encompassing 11 countries in the Middle East and North Africa, covering six pillars affecting financial development: (1) Institutional environment through focusing on measuring financial

openness, the corporate governance, level of organization and legislation and measure the efficiency of contract enforcement; (2) business environment offered by the financial system through human capital, infrastructure and starting business costs; (3) financial stability by focusing on exchange rates and sovereign debt risk; (4) the banking sector; (5) financial markets; and (6) the financing access in the countries of the study.

The obtained results shows that the Gulf countries outperform the other MENA countries in business environment index, providing favorable conditions for achieving the desired development. The study revealed also a low financial market development according to this indicator, which indicates limited those markets to attract funds. In the banking services, Lebanon came as the best countries of the region according to the place occupied by banks in the economy financing, while Bahrain, Kuwait, UAE and Qatar gives the best methods of financing access.

Key words: Financial development, Financial markets, Economic growth, Financial development Index.

المقدمة

شكل التطور المالي محور اهتمام العديد من الاقتصاديين، وهو ما أدى إلى البحث في أساليب وأدوات قياس هذا التطور. وتكمن أهمية تتبع مسار التطور المالي لدوره في تعزيز النمو الاقتصادي عبر عملية تحويل وتخصيص الموارد المالية بالشكل الذي يضمن توجيهها للقطاعات الإنتاجية المثلى. كما يتجلى التطور المالي في الخدمات المالية التي يوفرها للمقرضين والمقترضين، وبمساعدهم على إدارة المخاطر وتوظيف أموالهم في محافظ استثمارية تضمن عائداً مستقرًا ومستمرًا.

مشكلة ومنهجية البحث

تحاول هذه الورقة الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي: ما هي الأساليب والأدوات المستخدمة في قياس التطور المالي؟ وكيف يمكن الربط بين المعايير الكمية والنوعية لتحديد مدى تطور الدول في أنظمتها المالية؟

والغرض من إجراء هذه الدراسة هو البحث عن استخدام مؤشر يسمح بإجراء المقارنات بين الدول في قطاعها المالي، وهو ما يسمح بتحديد المجالات التي تعاني قصورًا لتقومها ودعم المجالات

الأكثر تطوراً. كما يسمح بناء مؤشر مالي بمعرفة مدى تأثير تحسين البيئة المالية للبلد على التنمية الاقتصادية بمختلف أبعادها، أو بتحديد العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي وبالتالي عكس تلك العلاقة.

ولتحليل مكونات التطور المالي، تم الاعتماد على مؤشر يأخذ في الحسبان البعدين الكمي والنوعي للقطاع المالي. وتم في هذا الإطار دراسة عينة من 11 بلد من بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وقد تم انتقاء هذه البلدان لوفرة البيانات الخاصة بالقطاع المالي بما في فترة الدراسة، كما تعتبر أكثر نشاطاً وتطوراً خاصة في أسواقها المالية وقطاعاتها المصرفية إذا ما قورنت بباقي بلدان المنطقة، وهذه البلدان هي: المغرب، تونس ومصر من إفريقيا؛ لبنان، الأردن، السعودية، الكويت، البحرين، الإمارات، قطر وعمان من آسيا.

أولاً، مفهوم التطور المالي

يعرف التطور المالي (التنمية المالية) بالعملية التي تظهر عليها الخدمات المالية في شقيها الكمي والنوعي. حيث ينظر إلى هذا التطور من خلال ما يقدمه النظام المالي من منتجات متنوعة سواء من طرف مؤسسات الوساطة أو الأسواق المالية (Lynch 1996)¹. ولقد تطور هذا المفهوم عبر الزمن، فقد عرف بأنه تراكم للأصول المالية بوتيرة متسارعة تفوق تراكم الأصول غير المالية (Shaw 1973)²

كما عرف بأنه التطور الذي يتحقق عند قيام الأدوات المالية، الأسواق والوسطاء الماليون بتقليل، دون إلغاء، تكلفة الحصول على المعلومة وتكلفة تنفيذ المعاملات المرتبطة بالعقود (Demirgüç-Kunt and Levine 2008)³. وبالتالي تحقيق وظائف النظام المالي المتمثلة في إنتاج المعلومة والتخصيص الأمثل للموارد المالية، ضمان متابعة ومراقبة الاستثمارات، تسهيل التعاملات والمبادلات المالية والتغطية ضد المخاطر عبر تنويع الأصول ومشاركة تلك المخاطر، ضمان تعبئة المدخرات وتسهيل تبادل السلع والخدمات.

واقترن مفهوم التطور المالي بالفكر المنادي إلى التحرير المالي، أي رفع القيود على مختلف المعاملات المالية، غير أنه كباقي المفاهيم الاقتصادية لم يكن هناك تحديد دقيق للتطور المالي. وتُعزى الصعوبة التي تحيط بالتطور المالي إلى التعقيدات التي تميز الهيكل المالي بشكل عام والذي يقود إلى تباين مستويات التطور المالي بين مختلف الدول. (Mavrotas and Son 2006)⁴ لذلك فإن

التطور المالي يرتبط بتطور هيكله وتكون دراسته عبر المعلومات حول مختلف التغيرات التي تمس الهيكل المالي سواء في الفترات القصيرة أو الطويلة، فيمكن دراسة التطور المالي إما عن طريق جمع المعلومات حول مختلف التدفقات التي تترتب عن المعاملات المالية خلال فترة زمنية مستمرة، أو عبر مقارنة الهيكل المالي في فترات زمنية متباينة.

ومع توسع نظرية التحرير المالي واعتمادها من قبل المؤسسات المالية الدولية، أصبح مفهوم التطور المالي يعتمد على الوصفة التي تدعو إلى رفع مختلف القيود التي تعيق المعاملات المالية، غير أن الشواهد التجريبية أثبت فشل هذه الوصفة في العديد من الدول، بل كانت لها آثار عكسية ساهمت في مختلف الأزمات المالية. (Montiel 2003)⁵ والمشكل في ربط التطور المالي برفع القيود هو أن أساس هذه الفكرة مرتبط بفرضيات المدرسة النيوكلاسيكية ومن تبعها من مؤيدين، وهي فرضيات غير مطابقة للواقع خاصة فيما يتعلق بالأسواق المالية. فوفق الفرضيات التي طرحتها النظرية النيوكلاسيكية فإن السوق يتسم بالمنافسة الحرة والبحث في سوق القروض والأسواق المالية، أي أن المعلومات متوفرة في السوق بشكل جيد ودون تكاليف لمختلف المتعاملين الاقتصاديين. وتشير الدلائل إلى أن المعلومات غير مجانية وغير متاحة للجميع، لذلك فإن اعتبار التحرير المالي سبباً للتطور المالي حتى في ظل هذه الظروف قد يؤدي إلى أخطاء في تحليل النتائج المتحصل عليها.

ثانياً، محددات التطور المالي

يتطلب فهم التطور المالي وضعه ضمن إطار شامل للتحكم في مختلف العوامل المؤثرة فيه، فالهيكل المالي والبيئة المؤسسية والقانونية علاوة عن الكيانات التي يضمها النظام المالي جميعها عوامل تؤثر في التطور المالي وبالتالي في امتداد تأثيراته على الاقتصاد الحقيقي.

1. البيئة المؤسسية

تشمل البيئة المؤسسية الرقابة الاحترازية للنظام المالي من خلال القوانين واللوائح التي تسمح بتطوير الوساطة وجعل السوق المالي أكثر كفاءة وعمقاً، فالمؤسسات المتخلفة وظيفياً هي واحدة من العقبات الرئيسية لتحقيق التطور المالي. (Suliman and Nabi 2008)⁶ وتشمل البيئة المؤسسية أيضاً القوانين العامة وأنظمة الإشراف على القطاع المالي، فضلاً عن نوعية تنفيذ العقود وحوكمة الشركات، وذلك تأييداً للنظرية الاقتصادية التي ترى بأن البيئة المؤسسية القوية تقلل من تكاليف المعلومات والمعاملات. وعلى هذا الأساس، يتم تضمين المتغيرات المتعلقة بدرجة استقلال القضاء

وكفأته وأهمية تنفيذ الإصلاحات المؤسسية للحفاظ على حقوق الملكية. وعززت الأزمة المالية - أزمة الرهن العقاري - بوضوح من أهمية التنظيم على المستوى المؤسسي من حيث صلته بالاستقرار المالي والآثار المقابلة له على مستوى الاقتصاد الحقيقي.

كما تتضمن معايير البيئة المؤسسية أهمية البنوك المركزية في تحسين أداء النظم المالية عبر العالم من خلال قياس مدى شفافيتها. ومن بين المعايير المتضمنة أيضاً مدى ثقة الجمهور في السياسيين وحوكمة الشركات التي تعتبر من الدوافع المهمة للتطور المالي.

ويشكل تنفيذ العقود تحدياً آخر للنظام المالي، حيث يتم قياس مدى نجاعة التدابير التي توفرها البيئة المؤسسية لنقل الأموال من المدخرين إلى المستثمرين ضمن الإطار الرسمي للقطاع المالي، وهو ما يقلل من مخاطر المقرضين عبر فرض الامتثال لتلك التدابير من المدينين. فالبلدان ذات البيئة المؤسسية القوية والتي تقوم بالحماية الفعالة لمستثمريها تحقق مستويات عالية من التطور المالي. (La Porta, et al. 1997⁷ ومع ذلك، فإن حماية المستثمر غير الملائمة تؤدي إلى عدد من الآثار السلبية التي قد تمتد للتمويل الخارجي ولأسواق رأس المال، فصرامة تنظيم حماية المستثمر قد تحد من أداء الشركة. وتشمل البيئة المؤسسية جوانب أخرى مهمة كفتح حساب رأس المال في بلد ما وتحرير القطاع المالي المحلي. ففتح حساب رأس المال والتحرير المالي المحلي يلعبان دوراً مهماً في تكريس العمق المالي أي إمكانية النفاذ إلى التمويل بمختلف أشكاله النقدية أو الأصول أو صناديق الاستثمارات أو السندات وغيرها. كما أنه يساعد على تعزيز الوساطة بين المستثمرين والمدخرين والمحصلة هي زيادة سيولة الاقتصاد، مما يؤدي إلى تدفق أكثر كفاءة للموارد وهو ما يسهم في تعبئة الأموال بالشكل المرغوب في الاقتصاد (FitzGerald 2006).⁸ وأمام الغموض بشأن تأثير انفتاح حساب رأس المال من خلال الدراسات التجريبية المؤيدة أو النافية لهذا الجانب، (Quinn and Toyoda 2008)⁹ فإنه من الأفضل دراسته ضمن سياق البيئة القانونية حيث أن هذه الأخيرة من شأنها زيادة المكاسب المترتبة عن فتح حساب رأس المال.

كما يسمح الرصد المستمر للنظام المالي عبر التدقيق الدولي المعتمد على تحقيق المستويات العالية من التطور المالي، ومن الأدوات المساعدة على تحقيق هذه الغاية التزام البنوك بالتقييم حسب المعايير الدولية من طرف وكالات التصنيف الدولية، ومن خلال معايير بازل لتعزيز تنظيم رأس المال ويمكن لهذه التدابير تحسين الوضعية المالية للبلد.¹⁰

2. بيئة الأعمال

تعتبر بيئة الأعمال من بين المحددات المساعدة على تطوير القطاع المالي، فكفاءة هذا القطاع تنعكس على العناصر التالية: (Reuttner and Glass 2012)¹¹

- توفر رأس المال البشري الذي يمثل كفاءة ومهارة العمال الذين يمكن استخدامهم من قبل القطاع المالي لتقديم خدمات مالية فعالة.

- وضعية رأس المال المادي الذي تمثله البنى التحتية المادية والتكنولوجية؛

- الجوانب الأخرى لبيئة الأعمال، كالسياسة الضريبية وتكاليف ممارسة الأعمال التجارية لمؤسسات الوساطة المالية.

وتساعد مهارة العمال في تحسين الخدمات المالية، إذ عززت الدلائل التجريبية من وجود علاقة بين رأس المال البشري والتطور المالي على نحو إيجابي. (Outreville 1999)¹² فدرجة تدريب الموظفين ومشاريع البحث والتطوير وتوفر المدارس ذات التعليم النوعي والمستويات العالية للالتحاق بالتعليم العالي كلها عوامل مهمة لتحقيق المهارة للعامل.

وتعتبر البنى التحتية من المقاييس المهمة والمؤثرة في التطور المالي، فجودة الهياكل المتاحة للنظام المالي تزيد من عملية تراكم رأس المال الخاص والعمق المالي من خلال زيادة ربحية الاستثمار، خاصة البنى التحتية المتعلقة بتكنولوجيا المعلومات والاتصالات بما أنها أكثر ما يؤثر على القطاع المالي وتحديداً على الشركات نظراً لطبيعة وكثافة البيانات الخاصة بهم والواجب نشرها ضمن النظام المالي.¹³

ولقياس درجة قوة بيئة الأعمال في الاقتصاد فإن التكلفة المترتبة عن مختلف الأعمال التجارية تعتبر من أهم المؤشرات، وينطوي عن هذا الإجراء أيضاً كلفة بدء النشاط والتكاليف الناجمة عن ممارسة الأعمال الجديدة بالإضافة إلى وقت إنجاز تلك الأعمال، وقد أظهرت الأبحاث أن تكلفة ممارسة الأعمال التجارية هو السمة الحيوية لتحديد كفاءة المؤسسات المالية.¹⁴ ويؤدي وجود بيئة عمل مثلى إلى أداء أفضل من المؤسسات المالية وهو ما يؤدي إلى درجة أعلى من التطور المالي. وتستند المتغيرات التي تقيس تكاليف ممارسة الأعمال التجارية إلى معايير البنك الدولي حول تكلفة بدء النشاط التجاري، وتكلفة تسجيل الملكية، وتكلفة تصفية النشاط التجاري.¹⁵ فالزمن هو المحدد لمختلف هذه التكاليف أي الوقت اللازم لبدء النشاط التجاري أو لتسجيل ملكيته أو لتصفية الأعمال التجارية.

3. الاستقرار المالي

إن عدم استقرار النظام المالي أظهر تأثيره السلبي الشديد على النمو الاقتصادي في مختلف الأزمات المالية الماضية. فعدم الاستقرار هذا يمكن أن يؤدي إلى خسائر كبيرة للمستثمرين، بسبب المخاطر المصرفية النظامية، وأزمات الشركات، وأزمات العملة، وأزمات الديون السيادية. فتؤثر مخاطر أزمات العملة في سعر الصرف الحقيقي، وميزان الحساب الجاري، والدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى صافي الاستثمار الدولي وهو ما يعيق التطور المالي.

وتعتبر الأزمات المصرفية النظامية أحد رموز عدم استقرار النظام المصرفي وهي بمثابة أزمات متكررة عبر الزمن وتؤثر على قدرة تلك البنوك. (Laeven and Valencia 2012) وبحسب الدراسات التجريبية،¹⁶ فإن البلدان التي مرت بالأزمات المصرفية النظامية أو تحملت درجة عالية من التقلبات المالية كانت أكثر عرضة لتأثيرات سلبية عميقة على المدى القصير فيما يتعلق بدرجة الوساطة المالية. (Norman and Romain 2006)¹⁷ ويساعد الاستقرار المالي في المفاضلة بين المخاطر والعائد حيث أن استقرار وسلامة النظام المالي يسهم بدوره بشكل فعال في تحقيق التطور المالي. (Borio, Furfine and Lowe 2001)¹⁸ فالتدابير المالية التي يعتمد عليها النظام المالي تسمح بتحقيق الحماية ضد المخاطر النظامية التي تشمل العوامل ذات الآثار المتسلسلة والتي قد تفضي إلى انهيار شامل للنظام المالي بسبب الارتباط المتبادل بين مختلف كياناته والتي قد يؤدي فشل أحدها إلى فشل النظام ككل.

كما تساعد التدابير المالية التي يوفرها النظام المالي في حماية المقرض من بعض السلوكيات الانتهازية، يحدث ذلك عند استغلال خصوصية بعض المعلومات التمويلية لأغراض ذاتية عبر إخفائها مما يؤثر على سلوك السوق بشكل عام. (Acemoglu and Zilibotti 1997)¹⁹ ومن شأن الإجراءات المالية تعزيز كفاءة النظام المالي عبر الإشراف والتنظيم الجيدين وهو ما يساعد على استقرار النظام المالي، غير أن صرامة هذه الرقابة قد تكون ذات أثر عكسي من خلال إعاقة التطور والابتكار المالي.

ومن بين الأزمات التي من شأنها زعزعة الاستقرار المالي هي أزمات الديون السيادية،²⁰ التي تعرف بأنها إجمالي الدين العام كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. إذ تسعى جميع البلدان إلى الحفاظ على قدرتها على سداد ديونها بالكامل وفي الوقت المناسب حتى تضمن الاستقرار في

التصنيفات الائتمانية السيادية، ويؤدي التصنيف الجيد إلى الاحتمال الضعيف لوقوع البلد المعني في مشكل سداد ديونه.

4. خدمات البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية والأسواق المالية

تعتبر البنوك من المحددات المهمة لتحديد مدى التطور المالي، فغالبية البلدان لا زالت تعتمد كلياً على القطاع المصرفي، فالبنوك قد تكون الضمانة للمدخرين عبر منحهم عائدات متنوعة ذات سيولة مرتفعة وأقل مخاطرة وعبر الاستثمارات غير السائلة ذات الآجال الطويلة. (Das, Papaioannou and Trebesch 2012)²¹ وتقدم البنوك في الأنظمة المالية القوية المعاملات والمعلومات بتكاليف أقل ويتم تخصيص الائتمان بكفاءة خاصة الائتمان للقطاع الخاص والشركات المرشحة لتحقيق النمو الاقتصادي. ويعزز تخصيص القروض للمشاريع المحتملة من الابتكارات في البلد ويزيد في ثقة المتعاملين في الأعمال المستقبلية.

أما المؤسسات المالية غير المصرفية فتمارس بدورها التأثير على التطور المالي من خلال مساهمة السماسرة ومديري الأصول وشركات التمويل العقاري والبنوك الاستثمارية وصناديق التقاعد وشركات التأمين، ويمكن أن تكون عنصرًا مكملًا هامًا للبنوك كما يمكنها أن تكون بديلاً محتملاً بالنسبة لهم.²² ولا تقبل المؤسسات المالية غير المصرفية الودائع تحت الطلب ولكن توفر عددًا من الأدوات المالية الأخرى. ويبرز الدور المكمل للبنوك لهذه المؤسسات عبر سد الثغرات التي قد تواجه البنوك، وينشأ في الأنظمة المالية القوية تنافس بين البنوك والمؤسسات غير المصرفية فتسمح هذه المنافسة للطرفين بلوغ كفاءة أكبر في تلبية احتياجات السوق من خلال طرح الفرص الإقراضية ولا يمس ذلك المعروض النقدي لكنه يزيد من إجمالي القروض المطروحة في سوق القروض.

وتشمل أنشطة الوساطة المالية غير المصرفية مشاركتهم في أسواق الأوراق المالية، فضلاً عن تعبئة وتخصيص الموارد المالية على المدى الطويل، كالأنشطة التأمينية. فتقوم المؤسسات المالية غير المصرفية بالاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة من السوق القصيرة الأجل والإقراض بمعدلات فائدة مرتفعة في المدى الطويل. ويؤدي ذلك إلى تدوير آجال القروض مقابل الفائدة المتحصل عليها. (Beck 2008)²³ ويكفل التنافس الذي ينشأ بين البنوك والمؤسسات غير المصرفية تحقيق التطور المالي.

وبدورها تساهم الأسواق المالية في تطوير القطاع المالي من خلال سوق الأوراق المالية بمختلف أقسامه التي تمت الإشارة إليها في المبحث الأول، وعبر منتجاته التقليدية والمستحدثة. أما سوق الصرف الأجنبية فيظهر تأثيره على التطور المالي في التعاملات الخارجية.

ثالثاً، اتجاه العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو الاقتصادي

لقد كان اتجاه العلاقة السببية بين تطور القطاع المالي والقطاع الحقيقي مثار جدلٍ واسعٍ بين الاقتصاديين لتحديد تأثير أيهما على الآخر. فقد أهمل بعض الاقتصاديين تلك العلاقة واعتبرت حيادية، أي أن النمو الاقتصادي مستقل عن التطور المالي لعدم توصلهم إلى وجود علاقة ذات دلالة قوية بينهما، على غرار ما توصل إليه Robert Lucas (1988) (LUCAS 1988).²⁴ وأبرزت عدة أبحاث أن النمو الاقتصادي هو من يسبب تطور القطاع المالي سواء البنوك أو الأسواق المالية. ووفق هذا الاتجاه يحدث التطور المالي كمحصلة للنشاط الاقتصادي الكلي الذي يلزم النظام المصرفي بتطوير خدماته وأدواته المالية، فيكون التمويل نتيجة طبيعية لمتطلبات القطاع الحقيقي وهي الفكرة التي ارتبطت بـ جوان روبنسون Joan Robinson في بداية الخمسينيات، حيث أشارت إلى أن الشركات هي من تقود إلى التمويل "where enterprise leads finance follows" (Robinson 1952)²⁵ وتشير أعمال أخرى إلى تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي، وإنشاء ودعم المؤسسات المالية يسهم في توفير خدمات مالية متنوعة، وبالتالي زيادة حشد المدخرات وتوجيهها للقطاعات المنتجة، ومن أهم داعمي هذا الاتجاه هما Goldsmith وGurley and Shaw.²⁶ (Goldsmith 1969) (Gurley and Shaw 1955)

وللتوفيق بين الاتجاهين السابقين، أي بين اتجاه العلاقة من النمو الاقتصادي إلى التطور المالي أو العكس، ظهر اتجاه ثالث يعتمد على التفاعل الحاصل أثناء مراحل تطور كل من المؤسسات الاقتصادية والنظام المالي مما يجعل من العلاقة السببية ذات اتجاهين. فتطور الأسواق المالية والبنوك التي تعتمد في الأساس على نظام فعال يسمح بتطوير المؤسسات الاقتصادية، كما أن توسع نشاطات هذه الأخيرة ونموها يسهم في تطوير الوساطة المالية من خلال تحسين كفاءة مخصصات رأس المال، وهو ما يزيد بدوره من الطاقة الإنتاجية للمؤسسات الاقتصادية.

ويؤدي التطور المالي إلى تحقيق النمو الاقتصادي في المراحل الأولى للتنمية أي أن التطور المالي يسهم في زيادة العرض Supply Leading أو ما يعرف بالعرض الموجه، فالابتكارات المالية تمثل

فرصًا جيدة وجديدة للمدخر والمستثمر وهو ما يشجع النمو الاقتصادي. وعند بلوغ التطور المالي مستوى معين تتحول العلاقة من النمو إلى التمويل، حيث يستجيب النظام المالي للتطورات التي يشهدها الاقتصاد أي أن تطور المؤسسات المالية وخدماتها لن يكون في الواقع إلا تلبية لطلب مختلف الأعوان الاقتصاديين Demand following أي الطلب التابع. (Arestis and Demetriades 1999)²⁷ وبشكل عام، فإنه لا يمكن إهمال العلاقة الموجودة بين التطور المالي والنمو الاقتصادي، فالنظرية الاقتصادية والدلائل التجريبية تؤكد هذه العلاقة رغم الاختلاف الحاصل بين الاقتصاديين حول اتجاه العلاقة السببية.

رابعًا، بناء مؤشر شامل للتطور المالي لعينة الدراسة

بناء على ما سبق، فإن الأخذ بأحد معايير التطور المالي بمعزل عن المعايير الأخرى، قد يؤدي إلى نتائج مضللة لا تعكس الوضع الحقيقي للبلد المعني. لذلك، خصص هذا العنصر محاولة بناء مؤشر مركب يشمل مجموعة من المتغيرات الكمية والنوعية للبلدان محل الدراسة على النحو الآتي:

1. مكونات المؤشر المالي المركب

يعتمد هذا المؤشر بشكل أساسي على المنهجية المتبعة في بناء مؤشر التطور المالي المنجز من قبل "المنتدى الاقتصادي العالمي" سنة 2012.²⁸ ويضم هذا المؤشر سبع محاور تمثلت في البيئة المؤسساتية، بيئة الأعمال، الاستقرار المالي، خدمات القطاع المصرفي، السوق المالي، الخدمات المالية للمؤسسات غير المصرفية والنفوذ إلى التمويل.

ونظرًا لندرة البيانات في عينة الدراسات حول المؤسسات المالية غير المصرفية، سيقتصر بناء هذا المؤشر على المحاور الست الباقية. ويتم إعطاء لكل محور وزن ترجيحي متساوي (6/1)، أما المتغيرات داخل كل محور فتختلف أوزانها الترجيحية. ويكون السلم من 1 (الأقل تطورًا) إلى 6 (الأكثر تطورًا) وفقًا لهذا المؤشر. ولتحقيق التجانس بين مختلف المتغيرات داخل المؤشر سوف تستثنى القيم الشاذة.²⁹ ويتم تحويل القيم الكبيرة والصغيرة جدًا للتوافق مع المؤشر.³⁰

فبالنسبة لمحور البيئة المؤسساتية، فإنه يتشكل من أربع عناصر فرعية هي: الانفتاح المالي وهو مؤشر يقيس مدى تحرير حساب رأس المال في البلد، (Chinn and Hiro 2008)³¹ أي أنه يسمح بتقدير مستوى الرقابة الذي تمارسها السلطات المعنية على رأس المال.

ويتمثل العنصر الثاني المكون لمحور البيئة المؤسسية في حوكمة الشركات، وسيكون الاعتماد على مدى حماية المستثمرين الصغار الذي يقيس قوة حماية المساهمين الأقلية ضد قيام أعضاء مجالس إدارة الشركات بإساءة استخدام أصول الشركات لتحقيق مكاسب شخصية بالإضافة إلى حقوق المساهمين، وضمانات الحوكمة ومتطلبات الشفافية للشركات التي تقلل من خطر التعرض للإساءة.³² ويضم محور البيئة المؤسسية أيضاً المسائل المتعلقة بالتنظيم والتشريع، ولهذا الغرض سيتم تجميع البيانات الخاصة بمؤشر الفساد The Corruption Perceptions Index (CPI) الصادر عن المنظمة الدولية للشفافية، ويقاس هذا المؤشر مدى تفشي الفساد في المجتمع ولدى المسؤولين في القطاعات الاقتصادية والسياسية.³³ ويعتمد بناء مؤشر الفساد على سبر الآراء الذي تجريه المنظمات المستقلة المنضوية في هذه الهيئة. وفي إطار التنظيم والتشريع، سيستخدم في بناء مؤشر التطور المالي الشامل لعينة الدراسة قوة الحقوق القانونية وهي الدرجة التي تحمي بها القوانين السائدة في البلد والضمانات التي تكفل حقوق المقرضين والمقرضين مما يؤدي إلى تسهيل عملية الإقراض.

وسيضم المؤشر مدى كفاءة إنفاذ العقود Enforcing contracts، وذلك عن طريق تتبع تطور النزاعات التجارية التي قد تنشأ بين المتعاملين، وحساب الوقت والتكلفة وعدد الإجراءات المعنية، وذلك من اللحظة التي يرفع فيها المدعي دعواه أمام المحكمة وحتى لحظة سداد الدين.³⁴ ويتشكل محور بيئة الأعمال في هذا المؤشر من الرأس المال البشري الذي يحسب على أساس نسبة الالتحاق بالتعليم العالي (الليسانس والماجستير) بصرف النظر عن السن من خلال قاعدة البيانات الخاصة بمنظمة "اليونيسكو". (Dutta, Lanvin and Wunsch-Vin 2014)³⁵ كما يتضمن هذا المحور الضرائب والاشتراكات الإجبارية التي يتعين على الشركات دفعها وما يترتب عن عملية دفع الضرائب من أعباء إدارية.³⁶ ومن الواضح أن البلد الذي تقل فيه هذه التكاليف تمنح له علامة أكبر ضمن هذا المؤشر.

وتغطي بيئة الأعمال البنى التحتية الضروري توفرها في البلد التي من شأنها أن تساهم في التطور المالي. ولتقدير الإمكانات التي توفرها عينة الدراسة سيتم استخدام مؤشر الاستفادة من الانترنت في البلد، وهو نسبة الأفراد المستخدمين للإنترنت من إجمالي اشتراكات الاتصالات في البلد.³⁷ وهو المعيار الذي توفره المنظمة الدولية للاتصالات.

أما العنصر الأخير في تقدير بيئة الأعمال ضمن هذا المؤشر فهو تكاليف بدء النشاط. وهو جميع الإجراءات المطلوبة رسمياً من أصحاب الشركات لبدء أي نشاط صناعي أو تجاري وتشغيله، بالإضافة إلى الوقت والكلفة اللازمين إضافة إلى الحد الأدنى المدفوع من رأس المال. وتتضمن هذه الإجراءات استخراج كافة التراخيص والتصاريح اللازمة، واستيفاء أي إشعارات أو إثباتات أو بيانات مطلوب تسجيلها لدى الأجهزة المختصة سواء المتعلقة بالشركة أو الموظفين.³⁸

ولقياس مدى الاستقرار المالي، سيتم الاعتماد على مدى استقرار العملات عبر معيار سعر الصرف الفعلي الحقيقي (Real Effective Exchange Rate (REER)، وهو مؤشر يسمح بقياس المتوسط المرجح لعملة البلد بالنسبة لسلة من العملات الرئيسية مع الأخذ في الحسبان آثار التضخم، ويتم تحديد الأوزان المرجحة بالاعتماد على مقارنة الموازين التجارية. (Klau and Fung، 2006)³⁹ كما يساعد الحساب الجاري على تحديد مدى استقرار العملات، فهو يمثل علاقة البلد تجاه باقي دول العالم من حيث السلع، الخدمات والدخل. وتدل النسب المنخفضة من هذا المعيار إلى العجز الذي يواجهه البلد جراء التزاماته المتزايدة تجاه الخارج.

وتعتبر مخاطر أزمة الديون السيادية من العوامل المؤثرة على الاستقرار المالي، لهذا الغرض ستعتمد هذه الدراسة على مؤشر لمجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية يشمل نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي، معدل الفائدة على الودائع ومؤشر أسعار الاستهلاك.

ولتحديد مدى كفاءة خدمات القطاع المصرفي سيضم المؤشر الشامل مختلف المتغيرات المشار إليها سابقاً (الائتمان المحلي من القطاع المصرفي، الائتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص والمعروض النقدي (M2)، يضاف إلى ذلك الودائع البنكية كحصة من إجمالي الناتج المحلي.

ويشمل محور الأسواق المالية رسملة البورصة كحصة من إجمالي الناتج المحلي، حجم التداول ومعدل الدوران. ومن المعلوم أن هذا المحور يتضمن أسواق الصرف الأجنبي، أسواق السندات وأسواق المشتقات لكن نظراً لقلة البيانات المتوفرة خلال فترة الدراسة (1998-2012). وبسبب ضعف أداء أسواق المشتقات المالية، فإن المؤشر الشامل سيقتصر على البيانات الخاصة بأسواق الأسهم فقط.

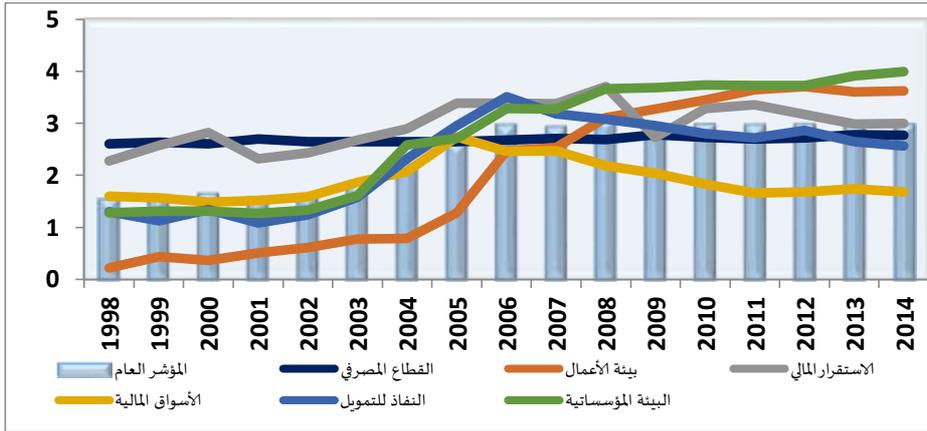
أما المحور الأخير في بناء المؤشر الشامل فهو النفاذ للتمويل، وسيقسم إلى النفاذ على المستوى الكلي أو التجاري ويشمل الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يمثل امتلاك حصصاً من شركات خارج

محل إقامة المستثمر.⁴⁰ وتم الاعتماد على بيانات مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD. أما النفاذ للتمويل على المستوى الجزئي فيشمل عدد آلات الصراف الآلي Automated teller machines (ATMs) لكل مائة ألف نسمة (من البالغين) وهي أجهزة تتيح للمتعاملين مع أي مؤسسة مالية إمكانية إجراء معاملاتهم في أي مكان عام.

2. تحليل المؤشر المالي الشامل لبلدان العينة

بعد تجميع البيانات الخاصة بالمؤشر الشامل للتطور المالي، وإجراء التعديلات الضرورية لتوفير التجانس بين المتغيرات جاءت النتائج على النحو التالي:

الشكل 1: المؤشر الشامل والمؤشرات المكونة له في بلدان العينة



المصدر: اعتماداً على بيانات Transparency International, UNESCO, World Bank, International Telecommunication Union, UNICTAD

والملاحظ، أن قوة منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تكمن في البيئة المؤسسية وبيئة الأعمال، وقد تطورت هذه الأخيرة بشكل لافت منذ 1998 (الشكل 3-1). وبالنسبة للمحاور الأخرى، يمكن استخلاص أن البلدان المعنية تحتاج إلى دعم أكبر للأسواق المالية بينما تميز تطور القطاع المصرفي والاستقرار المالي بمستويات متوسطة (يستثنى بالنسبة للاستقرار المالي سنة 2009 تزامناً مع الأزمة المالية العالمية).

وعلى ضوء بيانات محاور المؤشر العام للتطور المالي في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، يمكن إجراء مقارنة وتصنيف لتلك الدول من خلال قيمة المؤشر لسنة 2014 مثلما يوضحه الجدول 1.

الجدول 1: تصنيف بلدان العينة وفق مؤشرات التطور المالي الشامل

بيئة الأعمال	الأوضاع المالية	المناخ المؤسسي	التطور المالي	مستوى الخدمات المصرفية	النفوذ للتمويل	القطاعات المصرفية	الاستقرار المالي													
2012	2008	1999	2012	2008	1999	2012	2008	1999	2012	2008	1999	2012	2008	1999	2012	2008	1999			
3.62	3.48	2.4	3.78	3.23	3.21	3.78	3.55	2.27	1.88	1.81	4.98	3.83	3.34	0.5	0.33	1.1	1.38	3.87	3.87	1.43
3.62	3.43	1.7	3.15	3.03	0.09	2.25	2.2	1.43	3.13	3.26	4.69	3.28	2.98	0.28	2.63	2.18	0.58	3.21	3.01	1.42
3.45	3.58	0.52	3.28	3.12	0.21	3.74	3.63	1.43	2.64	2.85	0.41	3.83	3.63	0.5	0.48	1.76	0.41	4.73	4.49	7.6
3.02	2.83	1.88	4.37	4.56	7.6	5.95	5.64	4.84	0.53	0.23	0.32	2.63	2.63	0.34	0.29	0.34	0.13	4.28	3.72	2.51
3.01	3.25	1.3	3.31	3.49	0.04	2.1	2.42	2.86	2.2	1.87	0.47	2.82	2.8	0.28	0.42	2.35	1.18	4.71	4.57	1.52
2.95	2.79	1.13	3.28	4.47	0.16	3.07	1.77	1.94	1.37	1.1	0.54	3.72	3.66	0.5	0.87	1.46	0.68	4.38	4.25	1.73
2.41	2.23	1.95	2.3	1.88	0.27	2.48	2.41	2.17	2.33	2.58	4.93	2.5	2.56	0.79	0.36	0.36	0.28	4.01	3.61	1.12
2.31	2.31	1.86	2.37	2.35	0.34	2.84	2.85	3.31	0.18	0.05	0.22	3.04	3.1	1.31	1.06	1.06	0.4	4.42	3.32	2.07
2.17	2.18	1.89	3.11	2.7	7.6	2.56	2.52	2.39	0.19	1.53	4.2	2.4	2.36	0.61	0.65	0.99	0.45	4.08	3.16	0.64
1.89	1.9	0.68	1.24	0.86	0.03	1.55	1.31	1.72	0.33	0.86	0.49	3.37	3.33	0.28	0.43	0.97	0.81	4.22	3.89	7.6
1.45	1.43	1.45	1.05	1.11	0.21	1.15	1.52	2.88	0.09	0.38	0.36	2.27	2.62	0.99	0.68	1.22	0.7	3.48	2.85	2.14

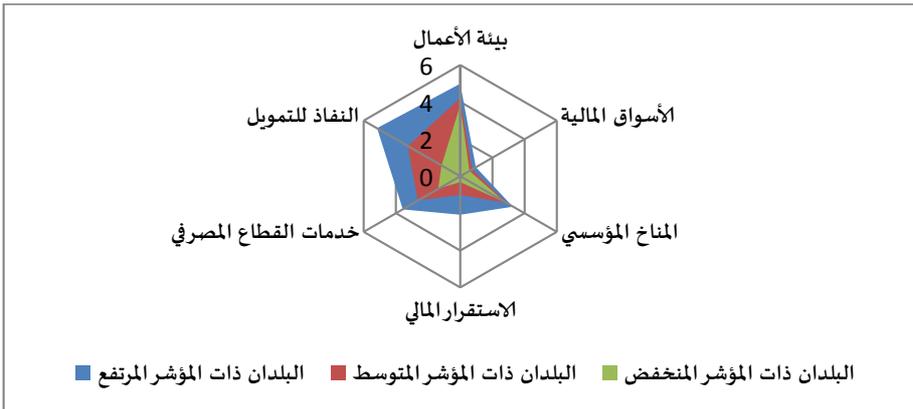
تم تصنيف بلدان العينة على أساس تطور التمويل التطويري على أساس 2012 على النحو التالي: من 1 إلى 2 الصفر على التوالي، من 2 إلى 3 العظم على التوالي، أكبر من 3 تطور على

مربع

المصدر: اعتماداً على بيانات Transparency International, UNESCO, World Bank, International Telecommunication Union, UNICTAD

فالجدول 1-3، يساعد على تصنيف بلدان عينة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا إلى ثلاث مستويات يضم المستوى الأول منها: البحرين، السعودية، الإمارات، لبنان والكويت وهي دول حققت نتائج مميزة في التطور المالي؛ ويضم المستوى المتوسط من التطور المالي كلاً من قطر، تونس، الأردن والمغرب؛ أما المستوى الثالث فيشمل عُمان ومصر.

الشكل 2: مكونات المؤشر الشامل حسب المستويات المرتفعة، المتوسطة والمنخفضة لبلدان العينة



المصدر: اعتماداً على بيانات Transparency International, UNESCO, World Bank, International Telecommunication Union, UNICTAD

وما يمكن ملاحظته لدى البلدان المكونة للعينة من خلال الجدول 1 والشكل 2 هو تميز البلدان الخليجية في مؤشر بيئة الأعمال بتوفيرها للظروف الملائمة لتحقيق التطور المنشود، خاصة في مجال الاتصالات. كما تتفوق البلدان ذات المؤشر المرتفع بشكل ملحوظ من حيث النفاذ للتمويل. وتشترك الدول المعنية في ضعف تطور الأسواق المالية وفق هذا المؤشر، إذ لم يتجاوز النقطة الواحدة في أغلب الدول باستثناء السعودية التي سجل المؤشر فيها 2.65 نقطة سنة 2012، وهو ما يؤشر إلى محدودية تلك الأسواق في استقطاب الرساميل. وفي مجال خدمات القطاع المصرفي تعتبر لبنان أفضل بلدان المنطقة للمكانة التي تحتلها البنوك في تمويل الاقتصاد، بينما توفر البحرين، الكويت، الإمارات وقطر أفضل الأساليب للنفاذ للتمويل.

الخاتمة

يتحدد التطور المالي لأي بلد من خلال جملة من المعايير تبرز من خلال البيئة المؤسسية عبر الدور الرقابي والتدابير الاحترازية التي يوفرها النظام المالي، وبيئة الأعمال من الظروف التي تسمح بتأهيل الرأس المال البشري والبنى التحتية التي توفرها خاصة فيما يتعلق بمجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. ومن الجوانب المهمة ضمن بيئة الأعمال هي الضرائب وتكاليف المشاريع التي تُظهر مدى تأثير القطاع المالي على التطور عبر هذين العنصرين.

ويمثل الاستقرار المالي أحد الانشغالات الهامة لتطوير القطاع المالي وذلك عبر التأقلم مع مختلف الأزمات التي قد يواجهها كأزمة العملة، أزمة الديون السيادية وأزمات الشركات التي تتعامل بشكل مباشر مع النظام المالي.

ويتطلب قياس التطور المالي إدراج معايير نوعية إضافة إلى المعايير الكمية، حاولت هذه الورقة بناء مؤشر شامل يضم ما هو متاح من متغيرات خلال فترة الدراسة. وقد جاءت نتائج هذا المؤشر لتصنف البلدان المعنية إلى ثلاثة فئات تمثل الأولى البلدان المتطورة نسبياً وضمت أغلب الدول الخليجية بالإضافة إلى لبنان، أما الفئة الضعيفة من حيث تطورها المالي فشملت سلطنة عُمان ومصر، بينما جاءت الفئة الثانية لتضم باقي البلدان.

وقد سعت البلدان المعنية إلى تطوير أسواقها المالية في إطار سياسة الانفتاح المالي التي انتهجتها، مع الحرص على إبقاء المصارف كعمول مهم للاقتصاد، ودعمها الأسواق المالية بإجراءات تحفيزية عبر ضمان الشفافية والإفصاح دون إهمال متطلبات مواجهة المخاطر المحتملة. كما جاءت متغيرات

القطاع الحقيقي لتشير إلى التباين بين البلدان المعنية بهذه الدراسة، ومرد ذلك هيكل اقتصاديات تلك الدول بين مصدرة للنفط وأخرى مستوردة له.

الهوامش

¹ David Lynch, "Measuring Financial Sector Development: A Study of Selected Asia-Pacific Countries," *The Developing Economies*, XXXIV(1), (March 1996), pp. 5-6, accessed 21/09/2012

http://www.ide.go.jp/English/Publish/Periodicals/De/pdf/96_01_01.pdf

² Edward S Shaw, "Financial Deepening in Economic Development," Review by: Desmond Lachman, *The Economic Journal*, Vol. 84, No. 333 (Mar., 1974), pp. 227-228

<http://www.jstor.org/www.sndll.arn.dz/stable/pdfplus/10.2307/2230515.pdf>

³ Asli Demirgüç-Kunt & Ross Levine, "Finance et opportunité économique," *Revue d'économie du développement*, De Boeck Université, vol. 16(4), (2008), p. 14

https://ideas.repec.org/a/cai/eddbu/edd_224_0005.html

⁴ George Mavrotas, Sang-Ik Son, "Financial Sector Development and Growth : Re-examining the Nexus," in Transparency, governance and markets, ed. Bagella Michele et al. (Oxford: Elsevier, 2006), p. 224

⁵ Peter Montiel, *Macroeconomics in Emerging Markets*, (Cambridge: Cambridge University Press, 2003), pp. 214-238

⁶ Mohamed Osman Suliman and Mahmoud Sami Nabi, "The Institutional Environment and the Banking - Growth Nexus: Theory and Investigation for MENA," *Economic Research Forum*, Working Papers 392, (2008), p.5

http://www.erf.org.eg/CMS/uploads/pdf/1208154103_392.pdf

⁷ La Porta, Op. cit., p. 1137.

⁸ Valpy FitzGerald, "Financial development and economic growth : a critical view," *world Economic and Social Survey*, (2006), pp. 4-9, accessed 12/07/2012

<http://www3.qeh.ox.ac.uk/pdf/qehwp/qehwps153.pdf>

⁹ Dennis P. Quinn and A. Maria Toyoda, "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?," *The Review of Financial Studies*, v 21 n 3, (2008), pp. 1403-05, accessed 10/05/2011 <http://www.jstor.org/www.sndll.arn.dz/stable/pdf/40056854.pdf>

¹⁰ تعرف أيضًا بمؤسسات التصنيف الائتماني وهي مؤسسات خاصة تصدر تقييمًا للجدارة الائتمانية للمؤسسات

أو الدول، ويؤثر هذا التصنيف على ثقة المستثمرين وعلى كلفة استدانيتها من الأسواق المالية. ومن أبرز هذه الوكالات موديز Moody's، ستاندر أند بورز Standard & Poors وفيتش Fitch.

¹¹ Isabella Reutner and Todd Glass, "The Financial Development Index 2012: Stalled Recovery In Search of Growth." In World Economic Forum, "The Financial Development Report 2012," p. 7, accessed 27/01/2014

http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdf

¹² J. François Outreville, "Financial Development, Human Capital and Political Stability," No. 142, *UNCTAD Discussion Papers*, (October 1999), p. 5, accessed 21/05/2012 <http://core.ac.uk/download/pdf/7043257.pdf>

¹³ Reutner and Glass, Op. cit., p. 10

¹⁴ **World Bank**, "Doing Business 2013: Smarter Regulations for Small and Medium-Size Enterprises," 10 th Ed, (Washington: World bank group, 2013), p. 15, accessed 16/06/2014

<http://www.doingbusiness.org/~media/GIAWB/Doing%20Business/Documents/Annual-Reports/English/DB13-full-report.pdf>

¹⁵ Ibid. pp. 68-70

¹⁶ Luc Laeven and Fabián Valencia, "Systemic Banking Crises Database: An Update IMF," *IMF Working Paper*, WP/12/163 , (June 2012), pp. 4-5, accessed 01/10/2013 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12163.pdf>

¹⁷ Loayza, Norman V. & Ranciere, Romain, "Financial Development, Financial Fragility, and Growth," *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, vol. 38(4), (June 2006), pp. 1063-1064, accessed 01/10/2013 <http://www.jstor.org.www.sndll.arn.dz/stable/pdf/3838993.pdf>

¹⁸ Claudio Borio, Craig Furfine and Philip Lowe, "Procyclicality of the financial system and financial stability:" issues and policy options in Settlements, *BIS Paper*, Bank for International, Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability, BIS Paper No. 1. (March 1, 2001), pp. 42-43 www.bis.org/publ/bppdf/bispap01a.pdf

¹⁹ Daron Acemoglu and Asuman Ozdaglar and Alireza Tahbaz-Salehi "Systemic Risk and Stability in Financial Networks," *National Bureau of Economic Research*, Working Paper Series, 1872,(2013), p.23 <http://www.nber.org/papers/w18727.pdf>

²⁰ تمثل الدين السيادية (*Sovereign debt*) تلك الديون المترتبة على الحكومات ذات السيادة، وتتخذ أغلب

هذه الديون شكل سندات، وقد تطرح الحكومات سندات بعملتها المحلية، وغالبا ما تكون هذه السندات موجهة نحو المستثمرين المحليين، وفي هذه الحالة يسمى الدين ديناً حكومياً، أو تقوم الحكومة بإصدار سندات موجهة للمستثمرين في الخارج بعملة غير عملتها المحلية، وغالبا ما تكون عملة دولية مثل الدولار أو اليورو، وفي هذه الحالة يطلق على الدين ديناً سيادياً. لتفاصيل أكثر، انظر:

Udaibir S. Das, Michael G. Papaioannou, and Christoph Trebesch, "Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts," *IMF Working Paper*, WP/12/203, (August 2012)

www.un.org/esa/ffd/ecosoc/debt/2013/IMF_wp12_203.pdf

²¹ Levine, "Financial Development ..." op. cit., 692

²² Reuttner and Glass, Op. cit., p. 17

²³ Thorsten Beck, "Bank Competition and Financial Stability: Friends or Foes?," *World Bank Policy Research*, Working Paper Series 4656, (June 1, 2008). pp. 8-9, accessed 22/04/2014

<http://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/1813-9450-4656>

²⁴ Robert E. LUCAS, "On The Mechanics of Economic Development," *Journal of Monetary Economics*, 22, (1988), p. 6, accessed 08/04/2014 <http://www.sciencedirect.com.www.sndll.arn.dz/science/article/pii/0304393288901687/pdf?md5=c12fa9d2a8f0ea89d1b8f9ddb3a367c6&pid=1-s2.0-0304393288901687-main.pdf>

²⁵ Joan Robinson, "The Generalization of the General Theory," in The rate of interest, and other essays. London: Macmillan, (1952), pp. 67–142. Review by: William Dugger, *Southern Economic Journal*, Vol. 47, No 3, (Jan 1981)

²⁶ انظر:

- John G. Gurley And Edward S. Shaw, "Financial Aspects of Economic Development," Amer. Econ. Rev., 45(4), (Sept. 1955) pp. 515– 38, accessed : 21/02/2013 <http://www.jstor.org/www.snd11.arn.dz/stable/pdf/1811632.pdf>
- Raymond Goldsmith, "Financial structure and development." New Haven, CT: Yale U. Press, (1969), Review by: J.R.S. Revell, *The Economic Journal*, Vol. 80, No 318, (Jan, 1979)

²⁷ Philip Arestis & Panicos Demetriades, "Finance and Growth: Institutional Considerations, Financial Policies and Causality," *Zagreb International Review of Economics and Business*, Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, vol. 2(1), , (May. 1999), pp. 37-62 <http://hrcak.srce.hr/file/54562>

²⁸ Reuttner, Op. cit., p. 28

²⁹ من هذه الاستثناءات، سجل الرقم القياسي لسعر الصرف الفعلي الحقيقي في جمهورية الكونغو الديمقراطية نحو 830 بالمئة في حين كان متوسط هذا المؤشر 107 بالمئة.

³⁰ يستخدم لهذا الغرض الصيغة التالية: $1 + 6 \times \left(\frac{\text{القيمة السحلة في البلد - أدنى قيمة}}{\text{أعلى قيمة - أدنى قيمة}} \right)$ لتفاصيل أكثر، أنظر:

Xavier Sala-i-Martin at all, "The Global Competitiveness Index 2009–2010: Contributing to Long-Term Prosperity amid the Global Economic Crisis." In The Global Competitiveness Report 2009–2010, World Economic Forum, (2010), p.47

³¹ Menzie D Chinn and Ito Hiro, "A New Measure of Financial Openness," *Journal of Comparative Policy Analysis*, Volume 10, Issue 3, (September (2008). p. 309 http://web.pdx.edu/~ito/kaopen_Chinn-Ito_hi0523.pdf

³² World Bank. "Doing Business ...," Op. cit., p. 5

³³ Transparey International, " Handbook For Curbing Corruption In Public Procurement," (Berlin: 2006), p.13 http://issuu.com/transparencyinternational/docs/2006_curbingcorruptionpublicprocurement_en?e=2496456/2901839

³⁴ World Bank, "Doing...," Op. cit, p.7

³⁵ Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent, **The Global Innovation Index 2014 The Human Factor in Innovation**, (Geneva: Cornell University, INSEAD, and WIPO, 2014), p.376

³⁶ World Bank, "Doing...," Op. cit, p.27

³⁷ International Telecommunication Union, **Manual for Measuring ICT Access and Use by Households and Individuals**, (Geneva: ITU Press, 2014), pp. 53-55 http://www.itu.int/dms_pub/itu-d/opb/ind/D-IND-ITCMEAS-2014-PDF-E.pdf

³⁸ World Bank, "Doing...," Op. cit, p.29

³⁹ Marc Klau and San Sau Fung, " The new BIS effective exchange rate indices," BIS Quarterly Review, (March 2006), p. 51, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0603e.pdf

⁴⁰ UNCTAD, Foreign direct investment flows and stock database, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tldr2013_en.pdf