

MPRA

Munich Personal RePEc Archive

Developmental Role of Banks and Financial Intermediaries

Alomar, Ibrahim

2005

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/18798/>
MPRA Paper No. 18798, posted 30 Nov 2009 14:01 UTC

الدور التتموي للمصارف و الوسطاء الماليين

"مراجعة للفكر الاقتصادي"

د. إبراهيم بن صالح العمر

1426هـ

Economists differ on their views regarding importance of financial system for economic growth. This paper presents a brief study of contribution of economists regarding the relationship between financial intermediation and economic growth. It has been found that when including the acquisition of commercial and technical knowledge in the production function to generate long-term growth endogenously, financial intermediation becomes important to economic growth.

توطئة

على الرغم من أن المؤسسات المالية وخدماتها المتمثلة في الأصل الوساطة المالية من أهم مقومات الإقتصاد الحديث إلا أن تأثيرها في النمو الإقتصادي لم يكن محل اتفاق بين الاقتصاديين بل تنوعت نتائج أبحاثهم النظرية والتطبيقية وتباينت تبعاً لمدارسهم الفكرية ومناهجهم التحليلية. بيد أن تزايد الإهتمام بمحددات النمو وخدمات الوساطة المالية والسياسات الإئتمانية الكفيلة بحفز تراكم رؤوس الأموال، وتشجيع التبادل والتعاون بين قطاعات الفائض والعجز ومن ثم رفع كفاءة تخصيص الموارد الإقتصادية، بالإضافة إلى النمو المطرد في الأسواق المالية والنمو في القطاعات الحقيقية يدعم الإتجاه العلمي لإثبات الأثر الإيجابي للوساطة المالية على النمو الإقتصادي. هذه الرؤية التنظيرية للإقتصاديين خضعت بدورها لعدد من الدراسات التطبيقية لإختبارها وتطبيقها على مستويات مختلفة من الدول، كما سعت لإثبات طبيعة العلاقة السببية وإتجاهها إحصائياً في عدد من الدراسات. مثل هذه الدراسات تنتهي إلى تركيز القول بأن النظام المالي الكفاء سينتج خدمات مالية ذات كفاءة عالية من شأنها أن تحفز النمو الإقتصادي، كما تعزز من مطالبه الإقتصادييين لتحسين القطاعات المالية.

المقدمة:

يعتبر الدور الذي تلعبه وتقوم به مؤسسات الوساطة المالية (بشكل رئيس مؤسسات قبول الودائع والتمويل) دوراً محورياً في النشاط الإقتصادي المعاصر. ولذا تزايد الإهتمام خلال العقد المنصرم بصورة خاصة بدراسة وتحليل أهمية هذا القطاع وأثره على المكونات الكلية في الإقتصاد. لذا تعددت وتباينت أدبيات الفكر الإقتصادي حول الوساطة المالية وأهميتها بين الدراسات النظرية والتطبيقية والأبحاث التحليلية والوصفية لتشمل مكونات هذا القطاع وعمله وأثره في الوحدة الاقتصادية وفي النشاط الإقتصادي بمجمله.

بيد أن الإهتمام في هذه الدراسة ستركز في رؤية الاقتصاديين للدور الذي يمكن أن تقوم به خدمات الوساطة المالية المنظمة في الإقتصاد المعاصر للتأثير في النمو الإقتصادي. مثل هذا الدور لم يكن بحال محل اتفاق أو إجماع بين الاقتصاديين بل تنوعت نتائج أبحاثهم النظرية والتطبيقية وتباينت تبعاً للمدارس الفكرية والمناهج التحليلية التي يتبناها الاقتصاديون أثناء معالجتهم لقدرة الوساطة المالية في التأثير على النمو الإقتصادي. إذ لا يعتقد بعض الاقتصاديين بوجود أهمية تذكر للعلاقة بين النمو الإقتصادي والوساطة المالية. فعلى سبيل المثال ينتقد لوكس حديث الاقتصاديين عن أي علاقة سببية بين الوساطة المالية والنمو الإقتصادي (Lucas, 1988)، كما يجنح المهتمون بقضايا النمو والتنمية من الإقتصاديين للإهمال المتعمد للدور المحتمل للوساطة المالية ضمن المحددات المعبرة

في دالة النمو أو التنمية (Seers, 1984)، في الوقت الذي يرى فيه عدد من الاقتصاديين أن التطور في الوساطة المالية هو نتيجة لعمليات التنمية وليس سبباً فيها. فروبنسون يرى ببساطة أن التطور المالي يستتبع عادة النمو الاقتصادي، "فعندما تنشط المشروعات تستتبعها المؤسسات التمويلية" (Robinson 1952). ووفقاً لهذه النظرة فإن النمو الاقتصادي يستدعي نمواً في الطلب على الأدوات المالية والتمويل والذي بدوره يجبر المؤسسات المالية تلقائياً على الاستجابة لهذا الطلب.

في المقابل يعتقد عدد غير قليل من الاقتصاديين أن الوساطة المالية والخدمات المالية التي تتم من قبل الوسطاء الماليين تلعب دوراً محورياً في النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية.

بناءً على ذلك فإن هذه الدراسة تهدف لمراجعة أهم الإسهامات في أدبيات الفكر الاقتصادي حيال العلاقة الإيجابية بين الخدمات والوساطة المالية وبين النمو الاقتصادي والتنمية الاقتصادية. هذه الإسهامات الفكرية تتضمن معاً الدراسات النظرية والتطبيقية للعلاقة محل الدراسة. وعلى هذا فإن هذه الدراسة تنقسم إلى قسمين يعالج أولهما الإسهامات الفكرية للدراسات النظرية، بينما ينصرف الشق الآخر للدراسات التطبيقية ونتائجها الرئيسية.

1 الدراسات النظرية

يعتقد كثير من الاقتصاديين بالدور الرئيس الإيجابي للوسطاء الماليين والمؤسسات المالية، كما يؤكد هؤلاء منذ شومبيتر (1934م) على وجود علاقة سببية. فقد أكد شومبيتر على أهمية القدرة الإبداعية للإئتمان في التأثير على النمو الاقتصادي. فالمنظم المبدع من وجهة النظر الشومبيترية الذي يجسد عملية التنمية لا يمكنه أداء هذا الدور بدون تمويل يكفل له تبني التقنية في استثماره الجديد. فهو من وجهة نظر شومبيتر "لن يكون منظماً قبل أن يكون مديناً بعض الوقت" (Schumpeter, 1934). فالتنمية والتمويل تربطهما علاقة عضوية حيث "أن عملية التمويل ومنح الإئتمان تسهم في توظيف الاقتصاد لخدمة أغراض المنظم وفقاً لحاجته، أو بعبارة أخرى منحه القدرات الإبداعية للإنتاج" (Schumpeter, 1934). كما يرى شومبيتر أن الخدمات التي يقوم بها الوسطاء الماليون بين حشد للمدخرات وتقييم للمشروعات وإدارة للمخاطر وإشراف ومتابعة للاستثمارات وتسهيل للمعاملات كلها ضرورية لأي تقدم وتطوير ونمو في المخترعات والأساليب التقنية اللازمة للنمو والتنمية (Schumpeter, 1934).

كما أن اللورد كينز (1936) ضمن تحليله للنظرية العامة يفترض وجود سوق منظم وكفاء للنقود. فهو ينحى منحى شومبيتر في هذا الجانب مفترضاً دوراً هاماً لتوازن القطاع المالي وتوازن سوق النقود في التوازن العام للإقتصاد. إذ غياب الأدوات والمؤسسات المالية سيحد من تحول المدخرات إلى استثمارات، وهو ما يجد أثره السلبي في شكل انخفاض في معدل نمو الدخل والنواتج (Keynes, 1936).

وهكذا تحتل قضية الوساطة المالية ودورها في النمو الإقتصادي حيزاً مهماً في أدبيات الفكر الإقتصادي التتموي المعاصر. ولعله من المفيد تتبعاً لأهم هذه الأدبيات في هذا الفصل تقديم عرض مختصر للإسهامات النظرية لهذه الأدبيات في ثلاثة أجزاء. إذ يتناول الأول منها رؤية المدرسة الهيكلية التي ترى أن أهمية الوساطة المالية للنمو الإقتصادي والتنمية تأتي من خلال قدرتها على تعبئة المدخرات وتهيئتها للإستثمار. أما الجزء الثاني فيستعرض مدرسة ماكنون و شو McKinnon-Shaw للتقييد المالي حيث تقترض هذه المدرسة أن القيود المالية والقانونية على الأدوات المالية ومؤسسات الوساطة المالية هي المعوق الرئيس للنمو الإقتصادي في الدول الأقل نمواً. أما الجزء الثالث من هذا الفصل فيذهب قدماً لاستعراض أهم الإسهامات التنظيرية لنماذج النمو الداخلية Endogenous Models التي حاولت إبراز الدور المحتمل للوساطة المالية في النمو الإقتصادي مستعينة بتطور النظرية التحليلية الكلية في نماذج النمو الإقتصادي الحديثة.

1.1 المدرسة الهيكلية للتمويل

منذ ستينيات القرن الفائت ظهر في ساحة الفكر الإقتصادي مجموعة من الإقتصاديين تعتقد بأهمية خاصة لقطاع التمويل ومؤسسات الوساطة المالية كعامل مؤثر في التنمية والنمو الإقتصادي (Gurley and Shaw, 1960, Goldsmith 1969). هذه الأهمية لقطاع التمويل ومؤسسات الوساطة المالية تستمد أهميتها للنمو الإقتصادي من خلال كون مؤسسات الوساطة المالية تعمل على حشد ومن ثم زيادة حجم المدخرات في المجتمع، وهو ما يعني زيادة الرساميل المتاحة للإستثمار.

من هنا تركزت معالجة مفكري هذه المدرسة لأهمية النظام المالي كعامل مؤثر في التنمية الإقتصادية وقدمت رؤيتها تبعاً لذلك لإصلاح النظم المالية ونظم الوساطة المالية في الدول النامية كسياسة مستهدفة لمعالجة قضية التنمية في مثل تلك البلاد. هذا الإصلاح من شأنه دعم وتعزيز الدور المناط بالمؤسسات المالية لتعبئة المدخرات وتركيم رؤوس الأموال ومن ثم إعادة إستثمارها في الإقتصاد مرةً أخرى.

وبالطبع فإن أحد روافد هذه المدرسة لأهمية المؤسسات المالية هو أهمية النقود في الإقتصاد المعاصر كأحد مدخلات عملية الإنتاج. إذ وفقاً لبعض مفكري هذه المدرسة فإن الرصيد الحقيقي للنقود لا يقل أثراً عن العمل ورأس المال كعوامل إنتاج في العملية الإنتاجية، وهو ما يعني أن زيادة الرصيد الحقيقي من الوحدات النقدية تعني زيادةً طردية في الإنتاج (Friedman, 1970, Johnson, 1977). فإذا كان لرصيد النقود الحقيقية أثره في مستوى الإنتاج فإن نمو الأرصدة الحقيقية للنقود سيبثعه نمو في نفس الإتجاه في الناتج الحقيقي أيضاً. هذه الرؤية عالجهما ضمن عدد من الإقتصاديين كل من جيرلي وشو (Gurley and Shaw (1960) وباتريك (Patrick (1966) و جولدسميث (Goldsmith (1969) وإن كانت المناقشة بصورة غير مباشرة في كثير من الأحيان، حيث كان جل عمل هذه المدرسة منصباً على سبل وآفاق حفز النمو والتنمية في الدول الأقل تقدماً أكثر من كونه هادفاً لدراسة العلاقة بين الرصيد النقدي الحقيقي ومعدل النمو الإقتصادي.

1.2 مدرسة التقييد المالي

تعتمد رؤية هذه المدرسة في تأثير النظام المالي ومؤسسات الوساطة المالية في النمو الإقتصادي والتنمية على القول بأن تقييد الأدوات المالية وخاصة سعر الفائدة والسقوف الائتمانية ونسب الإحتياطي تؤثر سلباً وبدرجة عميقة في تكوين رأس المال الوطني ومن ثم في النمو الإقتصادي. وهكذا تتبنى هذه المدرسة أن تحسين معدلات النمو الإقتصادي يتطلب تحريراً لسعر الفائدة من خلال إزالة جميع القيود المؤسساتية الكفيلة بتقييد سعر الفائدة السوقي. من شأن ذلك ترك الأدوات النقدية وخاصة سعر الفائدة تتحدد تلقائياً من خلال قوى السوق للوصول لمستوى السعر التوازني الكفيل بالحد من دورة انخفاض المدخرات - انخفاض الإستثمارات ومن ثم انخفاض الدخل (McKinnon 1973).

فالفكرة التي نافح عنها ماكنون بقوة من خلال دراساته النظرية أولاً تتمثل بأن تحرير سعر الفائدة المتوافق مع انخفاض معدلات التضخم من شأنه حفز تراكم رأس المال وارتفاع معدل النمو الإقتصادي في الدول النامية. فالأفراد والمؤسسات والشركات التي تعمل في ظل بيئة تسمح أو تعمل على تقييد الأدوات المالية تواجه بصعوبة الحصول على الائتمان الكافي للإستثمارات ومن ثم تعتمد على التراكم الذاتي لرؤوس الأموال واقتصار الإستثمارات على هذا الجانب فحسب وهو ما يمثل تقييداً لنمو الإستثمار. لهذا السبب كانت دعوة ماكنون صريحة للدول النامية خصوصاً بضرورة تحرير قطاع الوساطة المالية من القيود الكمية والنوعية قدر الامكان كشرط ضروري لعملية النمو الإقتصادي (McKinnon 1982).

هذه النتيجة للقيود على المؤشرات والأدوات المالية تنشأ من ارتفاع مختلف أنواع التكاليف. أولاًها التكلفة الناشئة عن انخفاض كفاءة المؤشرات المالية في أدائها لدورها المنوط بها حيث يعمل ذلك على زيادة تكاليف وحدة الائتمان المتاح للإستثمار. كذلك الحال بالنسبة لزيادة ورفع متطلبات الإحتياطي النظامية. أما النوع الآخر للتكاليف فهو ما ينشأ عن تخفيض الحجم المثالي لقطاع مؤسسات الوساطة المالية، وهو ما يعني التقليل من حجم المنافسة وزيادة كلفة الحصول على الائتمان. بناءً على ذلك فإن تحرير الأدوات المالية من وجهة نظر مفكري هذه المدرسة لتصل إلى أسعارها الحقيقية التنافسية سيكون ذا أثر إيجابي على معدل النمو الإقتصادي قصير وطويل الأجل.

وقد عمد بنسيفنقا وسميث (1992) لنموذج ذلك رياضياً من خلال محاولة لتقديم صياغة مثلى لحجم التحرير المالي الأمثل في حالة الاستقرار

Steady State. إذ يرى الباحثان أن التحرير المالي له أثره، بيد أنه ليس في كل الحالات له التأثير الإيجابي على النمو الاقتصادي، حيث قد تتحول النتيجة إلى الأثر التضخمي بدلاً من الأثر التنموي (Bencivenga and Smith, 1992).

1.3 مدرسة نماذج النمو الداخلية Endogenous Models

كان للتوجهات الجديدة في التحليل الكلي للنمو والمحاولة الجريئة لمعالجة محددات النمو في نماذج النمو داخلياً وليس كمعطيات أو محددات خارجية أثره أيضاً في أسلوب معالجة الوساطة المالية وأثرها في النمو الاقتصادي. فمثل هذه النماذج برهنت أنه يمكن أن يكون النمو الاقتصادي مرده لعوامل داخلية وليس بفعل تأثيرات خارجية، وبالتالي فيمكن لتغيير التقضيلات، والتقنية، وتوزيع الدخل، والتغيرات المؤسسية أثرها في حفز ودفع النمو الاقتصادي. هذا التطور في نماذج التحليل الكلي للنمو الاقتصادي تمت الاستفادة منه لإثبات أن نمو الوساطة المالية والمؤسسات المالية لن يقتصر أثرها على الأثر الشكلي، بل تتعداه للتأثير الإيجابي في النمو الاقتصادي داخلياً.

فالعديد من الاقتصاديين والمهتمين في قضايا النمو الاقتصادي حاولوا إدخال الوساطة المالية كأحد عوامل ومحددات النمو الاقتصادي. فعلى سبيل المثال غرينوود وجوفانيك (1990) طبقا نموذجاً عاماً للتوازن واستخلصا أن زيادة ثقة المدخرين في قدرة الوسطاء الماليين تعمل تلقائياً على زيادة المدخرات (Greenwood and Jovanovic, 1990). كما أن بنسيفنكا وسميث (1991) ومن خلال تطبيقهما لنموذج تداخل الأجيال المبني على نموذج دايموند ودايبيغ (Diamond and Dybvig, 1983) لإيضاح دور المصارف في تأمين السيولة، أوضحوا أن الوسطاء الماليين يعملون على تخفيض الجزء المدخر في شكل سيولة نقدية وأصول سائلة غير منتجة، ومن ثم زيادة كفاءة التخصيص الأمثل للموارد المدخرة والمستثمرة من خلال التراكم الرأسمالي. وفقاً لهذه الرؤية ومن أجل إيضاح قضية أهمية الإدخار للنمو الاقتصادي فإن زيادة الإدخار لدى وسطاء ماليين ذات أثر على دالة الإنتاج. هذا التأثير ينشأ بفعل تخفيض مخاطر السيولة وإدارتها من قبل المدخرين والمستثمرين، حيث يعمل الوسطاء الماليون على تسهيل تحويل المدخرات من مدخرات قصيرة الأجل لإستثمارات طويلة الأجل والمواءمة بينهما (Bencivenga and Smith, 1991).

أما كينغ وليفاين (1993) فقد استخدموا نموذجاً داخلياً للنمو Endogenous Growth Model لإيضاح الدور الإيجابي للوسطاء الماليين بقدرتهم على الحصول على معلومات وافية عن كفاءة المشروعات محل التمويل مقارنة بالمدخرين الأفراد الذين لا يمكنهم تحقيق ذلك. هذه الميزة للوسطاء الماليين ومؤسسات التمويل المصرفية تتيح لها معرفة الاستثمارات القادرة على تحقيق زيادة مطردة في الإنتاج ومن ثم رفع معدل النمو (King and Levine, 1993). كما استخدم غرينوود و سميث (1997) نموذجين مماثلين لسابقيهما لتبيان الكيفية التي يسهم فيها الوسطاء الماليون والمصارف في تخصيص الأمثل للمدخرات (Greenwood and Smith, 1997).

أما بكسي ووانغ (1998) فقد استخدموا النموذج الداخلي للنمو Endogenous Growth Model لتوضيح كيف أن خدمات المؤسسات المالية والوسطاء الماليين تعمل على توليد آثار انتاجية كبيرة. هذه الخدمات من وجهة نظرهم تعمل على تحقيق توازن مزدوج ناتج عن التداخل الحركي بين قرارات الإدخار لقطاع الأعمال والقطاع العائلي وبين سلوك المنافسة الاحتكارية لقطاع المؤسسات المالية والمصارف والذي يمكن ملاحظته من خلال المقارنة الساكنة لمعدل التفضيل الزمني للمستهلك و المخاطرة الإستثمارية للمستثمر مع التكاليف المصرفية للوسطاء الماليين. كما استنتج هؤلاء الباحثون أن خدمات مؤسسات الوساطة المالية مرتبطة بمرونة عرض العمل ومستوى التوظيف. فالتغير الحدي في النظام المالي يؤدي إلى تغير مضاعف في توازن النشاط الإقتصادي، ومن ثم فإن مستوى مرتفعاً من التشغيل والمؤشرات المالية يقترن عادة مع مستوى مرتفع أعلى في النمو الإقتصادي (Becsi, Wang, and Wynne, 1998).

ولا يبتعد باغانو (1993) عن ذلك كثيراً باستخدامه نموذج الـ AK. فوفقاً لبأغانو فإن المدخرات يفترض بها أن تتحول إلى استثمارات في اقتصاد مغلق في حالة وجود وساطة مالية كفؤة فيما عدا جزء يتسرب بسبب المعوقات المؤسساتية في مرحلة الوساطة المالية. ولهذا فإن مؤسسات الوساطة المالية يمكنها أن تؤثر في النمو الإقتصادي من خلال التقليل قدر الامكان من التسرب بين الادخار والاستثمار والتي من شأنها أن ترفع من مستوى الانتاجية الحدية الاجتماعية لرأس المال (Pagano, 1993).

هذه النتائج حفزت بعض الاقتصاديين لتركيز البحث في معرفة القنوات التي يمكن للوساطة المالية أن تؤثر في النمو الإقتصادي. فالعمر (2002) بحث في العلاقة بين النقود والنمو الإقتصادي، وبين أثر تعبئة المدخرات و النمو، وكيف يعمل الوسطاء الماليون على رفع كفاءة

التخصيص. إذ إن الوساطة المالية عن طريق الوسطاء الماليين تؤمن تخصيصاً أمثل للموارد المالية من خلال النقل الآمن بين الوحدات الإقتصادية وذلك بتخفيض المخاطر الأخلاقية Moral Hazard، والاختيار غير المواتي Adverse Selection، ونفقات التحويل Transaction Costs، وهي أمور ذات أثر بالغ على النمو الإقتصادي.

هذه القنوات التي من خلالها تسهم الوساطة المالية إيجابياً في النمو الإقتصادي استخدمها العمر في نموذجه الحركي للنمو الإقتصادي ليوضح أن هناك تأثيراً ذا اتجاهين للوساطة المالية وليس موجباً في كل الأحوال. فالوساطة المالية المناسبة تحفز النمو الإقتصادي بينما تؤدي الممارسات المالية غير المواتية إلى تعويق جهود التنمية ومن ثم تخفيض النمو الإقتصادي. فعدم وجود مؤسسات وساطة مالية كفوءة، أو وجود متطلبات احتياطي غير مبررة، أو أي قيود كمية أو نوعية تحد من كفاءة الوساطة المالية تترك أثراً بيناً على مستوى وحجم النمو الإقتصادي. وفي المقابل فإن الوساطة المالية المواتية تعمل على رفع كفاءة تخصيص مدخرات القطاع العائلي وقطاع الأعمال بتوجيه المدخرات لتلك التي تتميز بارتفاع في الانتاجية الحدية، وذلك عن طريق تجميع البيانات والمعلومات وتحليلها فنياً ومالياً بالإضافة إلى تخفيض مستوى مخاطرة توجيه المدخرات للاستثمارات عالية التقنية والانتاجية والمخاطرة (Alomar, 2002).

هذه النظرة لأهمية الوساطة المالية للعمر مستندة في جزء منها لتحليل غرينوود وجوفانيك بشأن النمو الانتاجي. فوفقاً لنموذجهما فإن رأس المال يمكن أن يستثمر في استثمار وتقنية عالية الأمان ولكنها منخفضة العائد، ويمكن أن يستثمر في عكس ذلك حيث العوائد الأعلى. وتعتمد عوائد الاستثمارات عالية التقنية والعائد والمخاطرة على نوعين من المؤثرات العشوائية أحدهما عام يختص بالصناعة بكاملها والآخر يرتبط بالمشروع الفردي بنفسه. فعلى عكس المستثمر الفرد فإن الوسطاء الماليين لن يتأثروا بسبب كبر محافظهم الاستثمارية وتنوعها وتشتيت المخاطر بالصدمة غير المرغوبة على مستوى الصناعة وهو ما يؤدي إلى التركيز على الاستثمارات الأعلى تقنية ونتاجية. وهذه بدورها تؤدي إلى زيادة فعالية قناة الادخار عن طريق الوسطاء الماليين ومن ثم كفاءة رأس المال وزيادة مستوى النمو الإقتصادي. وفي المقابل فإن مخاطر الاستثمار بالنسبة للمدخر الفرد سواء مخاطر السيولة أو مخاطر الاستثمار تتخفض مع وجود الوسطاء الماليين (Greenwood and Jovanovic 1990)

وهكذا فإن جل الفكر التنظيري الإقتصادي المعاصر لأثر الوساطة المالية على النمو الاقتصادي يرى أن النظام المالي الكفاء سينتج خدمات مالية ذات كفاءة عالية من شأنها أن تحفز النمو الإقتصادي. مثل هذه الرؤية تعزز من مطالبة الإقتصاديين لتحسين القطاع المالي والسياسات الإئتمانية الكفيلة بحفز تراكم رؤوس الأموال، وتشجيع التبادل والتعاون بين قطاعات الفئاض والعجز ومن ثم النمو الإقتصادي. هذه الرؤية التنظيرية للإقتصاديين خضعت بدورها لعدد من الدراسات التطبيقية لإختبارها وتطبيقها في مختلف الدول.

2 الدراسات التطبيقية

لم تكن الدراسات التطبيقية القياسية لمعرفة دور الوساطة المالية في النمو الإقتصادي بأقل من الدراسات النظرية، بل كانت مكملة لحد كبير للجهود النظرية. وقد تركزت جل تلك الدراسات على اختبارات الارتباط المتزامن Contemporaneous Correlation، واختبارات اتجاه التأثير والسببية Causality، وهي ما سيتم الحديث عنه في الفقرتين التاليتين.

2.1 الارتباط المتزامن Contemporaneous Correlation

خلال السنوات الماضية كان هناك جهد كبير ودراسات عديدة لقياس الارتباط والعلاقة المتزامنة بين الوساطة المالية والنمو الإقتصادي. مثل هذا الجهد وتلك الدراسات كانت عادة ماتواجه بمشكلة قياس مؤشرات الوساطة والخدمات المالية. هذه المؤشرات تبقى صعبة القياس للتنوع الكبير في المؤسسات المالية وخدماتها (Berthelemy and Vardoulakis, 1996). ومع ذلك فالحاجة لمثل هذه المؤشرات يجبر الإقتصاديين لاستخدامها وإن كانت أقل كفاءة من المقاييس الحقيقية للمتغيرات محل الدراسة. إذ وفقاً لمادالا (1992) فإن المؤشرات التي تدل على المتغيرات الحقيقية وإن كانت أقل كفاءة إلا أنها تمنح النموذج القياسي مصداقية في تمثيل العلاقة بدرجة أكبر من إهمالها (Maddala, 1992).

ففي سلسلة دراسات كينغ وليفاين (1993) و ليفاين (1992) الذين استخدموا مؤشرات إحصائية للخدمات المالية لقياس مدى وجود علاقة ما بين المؤسسات المالية ومعدل نمو الناتج الحقيقي وعبر استخدام سلسلة زمنية عن الفترة الممتدة من 1960-1986، فإن ليفاين يرى أن هناك مؤشرات نظرية وإحصائية على وجود علاقة ومن الدرجة الأولى بين الوساطة المالية والأسواق والنمو الإقتصادي. كما وجد الباحثان أن كل المؤشرات المالية ترتبط إحصائياً وبدرجة معنوية عالية مع كل المؤشرات الإقتصادية للنمو (King and Levine, 1993, Levine, 1992).

هذه النتيجة التي توصل إليها الباحثان توضح أن هذه الدول ذات المستوى المتقدم نسبياً في القطاع المالي قد تحقق لها معدلات أعلى للنمو الإقتصادي على مستوى الفرد وكذلك معدلات أعلى لمعدل الإستثمار- الناتج.

وبدرجة مماثلة فإن غريغوري و غايدوتي (1992) ومن خلال اقتصارهما على الدول الأقل تقدماً وباستخدام بيانات بارو توصلتا إلى نتيجة مماثلة لسابقتها (Gregorio and Guidotti, 1992). ومن خلال الاقتصار على 14 دولة من دول أمريكا اللاتينية والجنوبية فإن هنس ولنسك (1996) وجدوا أن معدل نمو الناتج الحقيقي يتأثر إيجاباً بمعدل الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص (Hennes and Lensink, 1996).

كما أن تلك النتيجة للباحثين قد تعززت بالدراسة التي قام بها أتجي وجوفانويك (1994) والذان استخدمتا مقياس معدل تمويل القطاع الخاص بواسطة الجهاز المصرفي بالنسبة لمجمل التمويل ليكون مؤشراً لنمو قطاع الوساطة المالية. هذا المؤشر تم تطبيقه على 75 دولة كدراسة مقطعية عن العام 1980 ليؤكد إيجابية العلاقة بين النمو الإقتصادي والوساطة المالية (Atje and Jovanovic, 1994).

وعلى مستوى الدول الأفريقية فإن ألن و ديكومانا (1998) وباستخدام عدة مؤشرات لتطور المؤسسات والوساطة المالية لمعرفة دور المؤسسات المالية والوساطة المالية في حفز النمو الإقتصادي لمجموعة التنمية في دول جنوب أفريقيا (SADC) وجدوا تأييداً لفرضية أن نمو الوساطة المالية وأساليبها ومؤسساتها يرتبط إيجابياً بنمو الناتج الحقيقي (Allen and Ndikumana, 1998).

أما ليفاين وزيرفوس (1996) وباستخدام سلاسل زمنية بمستوى مقطعي لعدد كبير من دول العالم وبمتوسط عقدي للبيانات فقد حصلوا على نتيجة مشابهة إحصائياً لتلك التي حصل عليها كينغ وليفاين (1993) كما استنتجا نتيجتين واسعتين أحدهما أن تطور القطاع المالي والوساطة المالية مرتبط بالنمو طويل الأجل، والأخرى أن التغيرات في المؤشرات المالية تابع للتغيرات في سياسات القطاع المالي (Levine and Zervos, 1996).

كما عمد بيرثلمي و فاروداكسي (1994) لتقسيم الدول الـ91 المستخدمة في التحليل حسب تقدمها إقتصادياً إلى ثلاث فئات لمعرفة مدى ارتباط النمو الإقتصادي بتطور القطاع النقدي وتحديد إختبار العلاقة بين ن2 والناتج الحقيقي. هذه العلاقة تم اختبارها في البيانات الممتدة من 1960-1985 باستخدام طريقة الحد الأقصى للإحتمالات Maximum Likelihood Method للوصول لأفضل مستوى لتقسيم هذه الدول حسب العلاقة المفترضة بين العرض النقدي ن2 ومعدل النمو الإقتصادي. بهذه الطريقة توصل الباحثان إلى أهمية اعتبار القطاع المالي والنقدي في دراسات النمو الإقتصادي كأحد محددات النمو في الدول متوسطة الدخل بخلاف الدول الصناعية والدول منخفضة الدخل (Berthelemy and Varoudakis, 1994).

أما العمر (2002) فقد سعى للتأكد من مصداقية الفروض النظرية للعلاقة آفة الذكر بتطبيق دراسته الإحصائية على دول جنوب شرق آسيا حديثة النمو المالي والنمو الإقتصادي مفترضاً أن هذه الدول تمثل البيئة المناسبة لمثل هذه الدراسة لوجود تغيرات كبيرة وسريعة في النمو الإقتصادي خلال العقود الثلاثة الماضية، بالإضافة للأزمات التي أثرت على القطاع المالي نهاية العقد الفائت. هذه الاعتبارات كانت كفيلة بخلق بيئة مناسبة لاختبار نظرية الدور المحتمل للقطاع المالي على النمو الإقتصادي. ومن خلال تطبيق عدد من المؤشرات المالية ومؤشرات النمو الإقتصادي وباستخدام سلاسل زمنية بمستوى مقطعي لدول جنوب شرق آسيا وبمتوسط نصف عقدي للبيانات فقد حصل على نتائج تدعم إحصائياً الفروض النظرية لارتباط النمو الإقتصادي بالوساطة المالية والمؤسسات المصرفية (Alomar, 2002).

بيد أن مثل هذه الدراسات وإن كانت خطوة في إثبات العلاقة السببية بين الوساطة المالية والنمو الإقتصادي إلا أنها تثير عدداً من النقاط الجوهرية محل البحث والنقاش. فالتطور المالي والنمو الإقتصادي ربما يكونا تحت تأثير مشترك لعدد من العوامل التي لم يلتفت لها ولم تدخل في حسابان كثير من الدراسات القياسية كميل القطاع العائلي والأعمال للإدخار Propensity to save. فكما أن هناك إمكانية لتأثير الإدخار على النمو الإقتصادي، فليس من المستغرب أن يكون النشاط المالي والنمو الإقتصادي مرتبطين بعلاقة تبادلية Correlated.

ففي ظل غياب الاتفاق حول نظرية للنمو الإقتصادي تتضمن الوساطة المالية، وفي ظل غياب بعض المتغيرات المفسرة للوساطة المالية تصبح الدراسات الإقتصادية أقرب إلى التخمين منه إلى القطع. أما في حالة وجود الارتباط القياسي والعلاقة السببية بين النمو الإقتصادي ومؤشرات النمو في قطاع الوساطة المالية وهو ما يدعم في جملته توجهات كثير من منظري النمو الإقتصادي باعتبار وجود علاقة سببية بين الوساطة المالية والنمو الإقتصادي، فإن اتجاه علاقة السببية يحتاج بطبيعة الحال لمزيد من الاختبارات الإحصائية والبحث وهو ما عمد إليه بعض الباحثين الإقتصاديين.

2.2 إتجاه السببية

بينما كان الموقف التقليدي للفكر الإقتصادي محيداً لدور المؤسسات والوساطة المالية سوى خدمة القطاعات الحقيقية مالياً، سعت نظريات النمو

المعاصرة في أغلبها إلى عدم تجاهل الدور الذي تؤديه الوساطة المالية في حفز النمو الإقتصادي. وبينما اتجه معظم تلك الدراسات إلى إثبات نوع من العلاقة بين الوساطة المالية والنمو الإقتصادي فإن بعض هذه الدراسات سعى لمعرفة اتجاه السببية وما إذا كان يبتدأ من النمو الإقتصادي إلى الخدمات المالية لأجهزة الوساطة المالية أم من الوساطة المالية للنمو الإقتصادي أم من كلا الاتجاهين وهو ما يعرف بدراسة اتجاه السببية أو التأثير Causality.

فعلى سبيل المثال فقد أشار باتريك (1966) إلى أهمية الوساطة المالية وقدرتها على حفز النمو الإقتصادي حيث تعمل الوساطة المالية على تجميع وتحرير المدخرات من القطاعات التقليدية للقطاعات الأكثر مساهمة في النمو الإقتصادي. إذ يعتقد باتريك أن ذلك يتم عبر مرحلتين أو لاهما مرحلة العرض الفعال Supply Leading Approach حيث تحتاج القطاعات الحقيقية للقطاع المالي والمصرفي لحفز النمو الإقتصادي بتمويل الإستثمار ومن ثم الوصول للمرحلة التالية مرحلة الطلب الفعال Demand Leading Approach والتي لا يلعب فيها القطاع المالي دوراً محورياً (Patrick, 1966).

مثل هذه العلاقة والسببية تم مناقشتها والإشارة إليها في عدد آخر من الدراسات الإقتصادية غير القياسية. فأوريتز وسوليس (1979) أشارا إلى أن تباطؤ النمو في المكسيك في ذلك العام يعود إلى المشكلات التي حدثت في خدمات المؤسسات المالية وفي تنفيذ الوساطة المالية (Ortiz and Solis, 1979). كما أن هانسون (1980) أشار إلى أن تباطؤ القطاع المالي في أدائه لدوره في كولومبيا في المدة 1967-1950 عمل على تخفيض الادخار ومن ثم معدل رأس المال إلى الإنتاج وهو ما أدى إلى انخفاض في معدل النمو الإقتصادي (Hanson, 1980). وعلى العكس يرى هورييتشي (1999) أن النمو المرتفع للإقتصاد الياباني في فترة الخمسينات إلى السبعينات كانت تعود إلى مواءمة الأساليب التمويلية للقطاع المالي، بخلاف الحال بعد ذلك حين ارتفعت تكلفة الائتمان (Horiuchi, 1999).

أما الدراسات الأحدث فقد سعت لإثبات طبيعة العلاقة السببية إحصائياً. فلاني وساراكوغلو (1983) ضمنياً عالجا قضية السببية بين القطاع المالي والوساطة المالية وبين نمو القطاع الحقيقي من خلال تقسيم 21 دولة نامية إلى ثلاث مجموعات حيث أعطيت كل مجموعة لرقم من 1 إلى -1. فالمجموعة الأولى ذات السعر الموجب لتكلفة الائتمان تأخذ الرقم واحد بينما القريبة من الصفر تأخذ صفراً، وبينما تأخذ الدول ذات التكلفة السلبية للائتمان ناقص واحد. من خلال هذا التقسيم توصل الباحثان إلى علاقة

سببية وطويلة الأجل بين فعالية القطاع المالي وبين النمو الإقتصادي من خلال قدرة الجهاز المصرفي والقطاع المالي على حشد المدخرات في حالة فعاليته وتوظيفها في النشاط الإقتصادي ومن ثم نمو الناتج الحقيقي. فالدول ذات التكلفة السلبية للإئتمان أو المنخفضة جداً لا تتمكن من حشد المدخرات كما ينبغي بخلاف الدول ذات السعر الموجب للإئتمان (Lanyi and Saracoglu, 1983). وهكذا فإن خط التأثير والسببية يسير وفقاً لهذه المدرسة من ثمن الإئتمان إلى حجم الإدخار إلى الإستثمار ومن ثم الناتج الحقيقي ومعدل النمو الإقتصادي.

أما راجان وزينغليس (1998) فينتهيان إلى وجود تأثير واضح للوساطة المالية والقطاع المالي على النمو الإقتصادي. هذا التأثير يأتي بسبب تخفيض التمويل الخارجي على الشركات وتقريبه من كلفة التمويل الذاتي. كذلك بسبب تسهيل نشوء الشركات خصوصاً الانتاجي منها، ومن ثم النمو طويل الأجل. كذلك ومن خلال الدراسة الاحصائية لهما وجد أن هناك أدلة كافية على التأثير السلبي للقرارات المالية غير المواتية على الإستثمار ومن ثم النمو الإقتصادي. ليس هذا فحسب بل تضمنت دراستهما القياسية التأكيد على أن عدم مواءمة الأساليب التمويلية له أثره في ترجيح كفة الشركات الاجنبية والشركات القديمة على المؤسسات الناشئة والشركات الصاعدة وهو ما يحمل مضامين قوية للتأثير على النمو الإقتصادي (Rajan & Zingales 1998).

كما سعت بعض الدراسات إلى تطبيق اختبار غرينجر للسببية Granger Causality Test مثل غوبتا (1984) وجونغ (1986). فمن خلال اختبار عينة قليلة سعا الباحثان لاختبار اتجاه العلاقة بين الوساطة المالية وبين النمو الإقتصادي، حيث توصل الباحثان لتأييد فرضية باتريك (1966) بنتائج متقاربة، إذ في الدول النامية سريعة النمو وجد جونغ أن التأثير والسببية يأتي من القطاع المالي للنمو الإقتصادي في سبع دول من أصل ثمان (Gupta, 1984, Jung, 1986). كما في دراسة أخرى عن الدول النامية الأقل دخلاً ونمواً وجد ديميتريادس وحسين (1996) تأثيراً من قطاع التمويل ممثلاً بمعدل تمويل القطاع الخاص للناتج القومي على النمو طويل الأجل للناتج القومي، فيما عدا سبع دول حيث وجد تأثيراً متبادلاً (Demetriades and Hussein, 1996). أما سبيرس (1992) فقد درس تأثير معدل عرض النقود ن2 للناتج القومي كمقياس للقطاع المالي ليجد أن هناك تأثيراً من اتجاه واحد في دول وسط أفريقيا (Spears, 1992).

أما ليفاين (1992) فيعتقد بإمكانية وجود تأثير متبادل بين الوساطة المالية والنمو الإقتصادي. فالنمو الإقتصادي أيضاً يسهم في تطوير ونمو القطاع المالي في نفس الوقت الذي يعمل فيه هذا النمو في القطاع المالي إلى حفز النمو الإقتصادي. كما أن ارتفاع مستوى الدخل يسمح باستخدام أساليب مالية لتنفيذ الوساطة المالية أكثر كفاءةً وأعلى إنتاجية (Levine, 1992). ولهذا فقد حاول العمر (2002) تركيز الضوء على الدول النامية سريعة النمو المالي والاقتصادي في شرق وجنوب شرق آسيا والتي تتميز بوجود فروق ملموسة في سرعة النمو ومستواه في القطاعين المالي والحقيقي، وذلك من خلال إجراء اختبارات متعددة على مستوى هذه الدول مجتمعةً وعلى مستوى منفرد لاختبار اتجاه التأثير والسببية بين الوساطة المالية ممثلة بعدد من المؤشرات المالية وبين النمو الإقتصادي ليجد أن اختبارات السببية من الوساطة المالية للنمو الإقتصادي إيجابية وبمعنوية عالية في أغلب الاختبارات. أما اتجاه السببية المعاكس من النمو الإقتصادي للوساطة المالية فلم يجتز الاختبارات الاحصائية فيما عدا أربع حالات من بين ثنتين وأربعين حالة (Alomar, 2002).

أما روسو وواتشل (1998) فكانت جهودهما لاختبار السببية من خلال دراسة على خمس دول صناعية إبان نهضتها في أوائل القرن المنصرم لإثبات العلاقة ومعرفة اتجاه السببية. ومن خلال تطبيق تقنية تصحيح متجه الخطأ VECMs لاختبار العلاقة بين مؤشرات النمو الإقتصادي وبين مؤشرات الوساطة المالية فإن نتائج تحليلهما انتهت إلى الدور القيادي لمؤشرات الوساطة المالية على النمو الإقتصادي (Rousseau and Wachtel 1998). وهكذا فإن أغلبية الدراسات التطبيقية لمعرفة الدور الذي تقوم به الوساطة المالية والقطاع المالي في التأثير الإيجابي على النمو الإقتصادي تؤكد مثل هذا الدور مثلما تفعله الدراسات النظرية في الفصل الأول.

3 ملخص

من المؤكد أن الأعمال التنظيرية والدراسات التطبيقية للإقتصاديين حول مدى تأثير النمو الإقتصادي طويل الأجل بتطور ونمو الوساطة المالية والقطاع المالي قد شغل حيزاً كبيراً من الفكر الإقتصادي خاصة مع تزايد الاهتمام بمحددات النمو الإقتصادي في العقدين الماضيين. جل هذه الدراسات يثبت مثل هذا الدور لهذا القطاع استناداً لحركية القطاع المالي وقدرته على رفع كفاءة تخصيص الموارد الإقتصادية مقارنة بعدم وجود دور لهذا القطاع.

فبينما تتبنى الدراسات المبكرة دوراً إيجابياً للوساطة المالية والقطاع المالي سواءً التي عنيت بالترابط الهيكلي بين القطاعات الإقتصادية أو تلك التي عنيت بتأثير التقييد المؤسسي للمؤشرات والأدوات المالية على الناتج الحقيقي، نجد أن الدراسات الحديثة للنمو الإقتصادي والتي تتجه لدراسة المحددات الرئيسة للنمو الإقتصادي ومعالجتها داخلياً ضمن دالة الانتاج القومية تؤكد بطريقة أو أخرى مثل هذا الدور للقطاع المالي وقطاع الوساطة المالية.

كما أن الدراسات التطبيقية والقياسية في مجملها تؤكد وجود علاقة مباشرة من الدرجة الأولى بين الوساطة المالية والقطاع المالي وبين النمو الإقتصادي الحقيقي. إذ بينما تثبت كثير من الدراسات وجود هذه العلاقة تذهب أخرى أبعد من ذلك لمعرفة إتجاه السببية والتأثير للتأكد من أن هذا الإتجاه إتجاهٌ وحيد الجانب ومن القطاع المالي والوساطة المالية إلى النمو الإقتصادي وليس العكس.

هذه الدراسات مع أهميتها البالغة في فهم حركية التمويل وتأثيره في النشاط الإقتصادي ونمو القطاع الحقيقي تحتاج للمزيد من الدراسات التنظيرية والتطبيقية لمعالجة مشكلات تمثيل الخدمات المالية في مؤشرات إحصائية أكثر دقة وتمثيلاً للدور الذي تقوم به الوساطة المالية. فالخدمات المالية الكبيرة للقطاع المالي المتمثلة بدراسة وتصنيف ورصد مجالات الإستثمار والتمويل، وتجميع وتفتيت المخاطر، وتسهيل التبادل خدمات رئيسة تؤثر في عملية النمو، تحتاج بدورها لتمثيلها في الدراسات التنظيرية والتطبيقية في الدراسات المقترحة والمستقبلية.

4 المراجع:

- Allen and Leonce Ndikumana, (1998), Financial intermediation and Economic Growth in Southern Africa, *Journal of Money*, V 12, 1. pp. 220-42.
- Atje R. and Jovanovic (I 994). "Stock Markets and Development," *European Economic Review* (37), pp. 632-640.
- Alomar, Ibrahim, 2002, *Financial Intermediation and Economic Growth*, Kansas State University.
- Becsi, Zsolt, Ping Wang, and Mark A. Wynne (1998), *Endogenous Market Structures and Financial Development*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-15 .
- Bencivenga, V. and B. Smith (1991) *Financial Intermediation and Endogenous Growth*, *Review of Economic Studies*, 58, pp. 195-209.
- Bencivenga, V. and B. Smith (1992) *Deficits, Inflation, and The Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression*, *Oxford Economic Papers*, special issues on Financial Markets, Institution and Policy, Paper 44. pp 767-790
- Berthelemy, Claude and Varoudakis, Aristomene (1996), *Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development*, *Oxford Economic Papers*; 48(2), pp. 300-328.
- Berthelemy, J. Claude and Varoudakis, Aristomene, *Intermediation financiere et croissance endogene* (1994), (*Financial Intermediation and Endogenous Growth*. With English summary.), *Revue-Economique*; 45(3), pp. 737-50.
- Demetriades, Panicos O.; Hussein, Khaled A. (1996), *Does Financial Development Cause Economic Growth? Time-Series Evidence from Sixteen Countries*, *Journal of Development Economics*, 51(2), pages 387-411.
- Diamond, D. and Dybvig, P., (1983). "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol 91, no 3. 401-419.

- Friedman, Milton (1970), A Theoretical Framework for Monetary Analysis, Journal of Political Economy; 78(2), pp. 193-38.
- Goldsmith, Raymond W. (1969), Financial Structure and Development. New Haven, CT: Yale University Press.
- Greenwood, J. and B. Jovanovic (1990) Financial Development, Growth, And The Distribution Of Income. Journal of Political Economy, (98) 5, pp.1076-1107.
- Greenwood,-Jeremy; and Smith,-Bruce-D.(1997), Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets, Journal of Economic Dynamics and Control, 21(1), pages 145-81.
- Gregorio, Jose; Guidotti, Pablo-E. (1992), Financial Development and Economic Growth, International Monetary Fund Working Paper: 92/101 .
- Gupta, K.L. (1984), Finance and Economic Growth in Developing Countries, London: Croom Helm .
- Jung, Woo S (1986), Financial Development and Economic Growth: International Evidence, Economic Development and Cultural Change, 34(2), pp.333-46.
- Gurley, John G., and Shaw, E.S (1960), Financial Aspects of Economic of Economic Development, American Economic Review, 45(4), pp.515-38.
- Hanson, James-A. (1980), American-Economic-Review; 70(5), pp. 972-89
- Hennes, Niels; Lensink, Robert, eds (1996). Financial Development and Economic Growth: Theory and experiences from developing countries, Studies in Development Economics, vol. 6. London and New York: Routledge.
- Horiuchi, Akiyoshi (1999), An Overview of Financial Reforms in Japan: Path Dependence and Adaptive Efficiency, Economic-Review, pp. 193-205.

- Johnson, Lewis (1977), Keynesian Dynamics and Growth, *Journal-of-Money,-Credit,-and-Banking*, 9(2), pp. 328-40.
- Keynes, John M., (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan, London.
- King, R. and R. Levine (1993) Finance, entrepreneurship and growth, *Journal of Monetary economics*, 32, pp. 513-42.
- King, R. and R. Levine (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right.” *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 717-737.
- Lanyi, Anthony; Saracoglu, Rusdu (1983), The Importance of Interest Rates in Developing Economies, *Finance-and-Development*; 20(2), pp. 20-23.
- Levine, R. (1992) “Financial Intermediary Services and Growth” *Journal of the Japanese and International Economies* 6, pp. 383-05.
- Levine, R. and S. Zervos (1996) “Stock Market Development and Long-Run Growth,” *World Bank Economic Review*, 10(2): 323-339.
- Lucas , Robert E (1988), On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 22(1), pp.3-42.
- Maddala, Q. S. (1977), *Econometrics*, McGraw-Hill, N.W.
- McKinnon, Ronald (1973), *Money and Capital in Economic Development*. Washington: Brookings Institution.
- McKinnon, Ronald (1982), *The Order of Economic Liberalization: Lessons from Chile and Argentina*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp 159-186.
- Ortiz, Guillermo and Solis, Leopoldo (1979), Financial Structure and Exchange Rate Experience, *Journal of Development Economics*, Mexico, 6(4), Dec. 1979, p. 515-48.
- Patrick, H.T. (1966), Financial Development and Economic Growth in Under-developed Countries, *Economic Development and Cultural Change*, 14,pp174-89

- Rajan, Raghuram and Zingales, Luigi (1998), Financial Dependence and Growth, *The American Economic Review*, June, pp559-584
- Robinson, John, *The Generalization of the General Theory, In the Rate of Interest and Other Essays* (London: Macmillan, 1952).
- Rousseau, Peter and Wachtel, Paul (1998), *Juornal of Money, Credit, and Banking*, Vol 30, No. 4
- Schumpeter, Joseph A. (1934), “The Theory of Economic Development”, translated by Redvers Opie, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Seers, Dudley (1984), *The Meaning of Development, Development Policy and Planning*, , Pradip Ghosh (ed)., *International Development Resource Books*, no. 8. Westport, Conn., and London: Greenwood Press, pp. 7-16.
- Spears, Annie (1992), *The Role of Financial Intermediation in Economic Growth in Sub-Saharan Africa*, *Canadian-Journal-of-Development-Studies*, 13(3), pp. 361-80.