مجلة تنمية الرافدين

**اسم المقال:** كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة
**اسم الكاتب:** أ.م.د. مفيد ذنون يونس
**رابط ثابت:** https://political-encyclopedia.org/index.php/library/3046
**تاريخ الاسترداد:** 2026/11/02 15:55 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة تنمية الرافدين كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الموصل ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

تنمية الرافدين ٧٩(٢٧) ٢٠٠٥
ص ص [٣٩-٥٣]

# كفاءة الأسواق المالية العربية في تعزيز النمو الاقتصادي في ضوء تحديات العولمة

**الدكتور مفيد ذنون يونس**
أستاذ مساعد/ قسم الاقتصاد
كلية الادارة والاقتصاد/جامعة الموصل

**المستخلص**

شهدت الأسواق المالية في الدول العربية تطورا ملموسا في السنوات الأخيرة. وجاء هذا التطور نتيجة اهتمام تلك الدول بتطوير قطاعاتها المالية والمصرفية وإصلاحها وتحريرها انطلاقا من الفهم المتزايد لأهمية الدور الذي تؤديه في تحفيز الادخار وتعزيز النمو الاقتصادي.

يحاول البحث دراسة واقع الأسواق المالية العربية والتحديات التي تواجهها. ومن ثم قياس وتحليل الدور الذي تؤديه في تعزيز النمو الاقتصادي.

وللوصول الى هدف البحث استخدمت بيانات مجمعة لتقدير تأثير تطور الأسواق المالية في أربعة مؤشرات للنمو الاقتصادي هي نمو حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتراكم راس المال، والادخار، والكفاءة ألاقتصاديه.

## مقدمة

لقد تزايد الاهتمام بالدور التنموي الذي تؤديه الأسواق المالية في السنوات الأخيرة من قبل الأكاديميين وراسمي السياسة، ولاسيما في ظل تزايد الاتجاه نحو العولمة. إن الأدلة المستقاة من الدراسات التجريبية الحديثة تؤكد أن الأسواق المالية الواسعة والمنظمة بشكل جيد يمكن أن تحفز النمو الاقتصادي. من هنا فان النقاشات حول تسريع النمو الاقتصادي في الدول العربية ينبغي أن تأخذ بنظر الاعتبار الدور الجوهري للأسواق المالية على نمو النشاط الاقتصادي.

ولقد أولت العديد من الدول العربية اهتماما ملحوظا بتطوير أسواقها المالية وإصلاحها وتحرير قطاعاتها المالية والمصرفية انطلاقا من إدراكها للدور المهم الذي تؤديه تلك الأسواق في تعزيز النمو الاقتصادي. إلا أن شوطا كبيرا من التطوير مازال ينتظر تلك الأسواق لتتمكن من أداء دور مؤثر في النمو الاقتصادي لتلك الدول.

يهدف البحث إلى الوقوف على أهمية الأسواق المالية في تحفيز النمو الاقتصادي. واستطلاع واقع حال الأسواق المالية العربية والخطوات المتخذة في طريق الإصلاحات والتطوير والتحديات التي تواجه تلك الأسواق، ولاسيما ما يتعلق منها بتأثيرات العولمة. ثم القياس التجريبي لتأثير مؤشرات الأسواق المالية على النمو الاقتصادي.

وينطلق البحث من فرضية أن الأسواق المالية العربية وعلى الرغم من التطورات والإصلاحات المتلاحقة ما تزال قاصرة عن التأثير الفاعل في النشاط

تاريخ التسلم ٢٠٠٥/٢/١٦ _____ تاريخ قبول النشر ٢٠٠٥/٥/١٧

الاقتصادي ذلك أن مسيرة الإصلاحات لم تأخذ أبعادها النهائية وخاصة فيما يتعلق بالرقابة على الشركات.

وقد اعتمد البحث على العديد من المراجع المهمة والدراسات التجريبية الحديثة. وتم استخدام بيانات تجميعية Pooled Data للدول العربية المنظمة لقاعدة بيانات صندوق النقد العربي، فضلاً عن البيانات التي ينشرها البنك الدولي.

**الإطار النظري للبحث**

**أولاً- تطوير الأسواق المالية والنمو الاقتصادي**

تقوم كثير من نماذج النمو الاقتصادي على أساس أن تراكم راس المال يعد مقدمه أساسيه للنمو. وإن تراكم رأس المال بدوره يستلزم زيادة الادخار. فنموذج هارود- دومار مثلا يؤكد انه يمكن تسريع النمو الاقتصادي فقط من خلال زيادة نسبة الادخار.

إن نماذج النمو الحديثة (Berg, 2001, 256-8) قد عد كل من التقدم التقني والنمو السكاني متغيرات داخليه ضمن نماذج فكرتها إن الاستثمار في راس المال المادي أو البشري يولد وفورات إيجابية تسهم في زيادة عوائد الحجم ، بما يؤدي إلى رفع معدلات النمو الاقتصادي، وزيادة المدخرات هنا ستؤدي إلى زيادة مستمرة في النمو.

وتؤكد نماذج النمو الحديثة على أهمية دور الأسواق المالية في تعزيز النمو الاقتصادي، وذلك من خلال وظائفها الأساسية التي تسهم في زيادة تراكم راس المال والتقدم التقني (Isaksson, 2000,4) ويمكن تلخيص هذه الوظائف بما يأتي:

**١. تعبئة المدخرات المحلية**

يؤدي النظام المالي دوراً مهماً في تعبئة المدخرات (وبالأخص مدخرات صغار المدخرين)، وتوجيه تلك المدخرات نحو الاستثمار في الموجودات المختلفة. فعن طريق تنويع المحفظة تتمكن المؤسسات المالية من توفير فرصة لتعظيم عوائد المدخرين وتخفيض المخاطر. فضلاً عن أنها تخلق أدوات مالية صغيرة، وهو ما يوفر الفرصة للأسر بأن تحمل محافظ متنوعة وتزيد سيولة موجوداتها و كفاءة استثماراتها. (Isaksson, 2000, 8)

وفضلاً عن ذلك، فإن المؤسسات المالية تنقل الموارد عبر الزمن وعبر المكان بما يوفر الفرصة للمستهلكين والمستثمرين للاقتراض لمواجهة احتياجاتهم الآنية للأموال. وهذا يُمكّن وحدات العجز المالي من تجاوز قيود التمويل والصعوبات الناشئة عن عدم التوافق بين تيار الدخل والإنفاق.

وتؤدي المؤسسات المالية دوراً جوهرياً في التوفيق بين ميل المدخرين للاحتفاظ بالسيولة واحتياجات المنظمين للتمويل طويل الأجل. لذلك نجد أنه عند أي مستوى للادخار يوفر النظام المالي الكفوء فرصاً أكبر للاستثمار، عن طريق تعظيم الجزء المدخر الذي يمول الاستثمار فعلياً. ووجود النظام المالي الكفوء يضمن كفاءة استخدام الموارد المالية بسبب قدرة الوسيط المالي على تحديد الفرص الاستثمارية الأكثر كفاءة (Naikumana, 2001, 2) .

**٢. جمع المعلومات عن الفرص الاستثمارية وتحسين تخصيص الموارد**

يصعب على المدخرين الأفراد في غياب الأسواق المالية تقييم الشركات والإدارات، وأحوال السوق. لذلك فهم ينأون بأنفسهم عن الأنشطة الاستثمارية بما يؤثر سلباً على تخصيص الموارد. وبدلاً من أن يقوم كل مستثمر بالبحث عن فرص الاستثمار الكفوءة والدفع في مقابل الحصول على المعلومات، يستطيع السوق المالية أن تقوم بتلك المهمة بالنيابة عن المدخرين بكفاءة أكبر، وبما يؤدي إلى تخصيص أفضل لرأس المال، ومن ثمّ تسريع النمو الاقتصادي (Saunders, 2001,16). كما وتشجع الأسواق المالية على تسريع الابتكارات التقنية ومن ثم النمو الاقتصادي من خلال المعلومات التي توفرها حول فرص نجاح المنتجات وطرق الإنتاج الجديدة.

**٣. تخفيض المخاطر**

هنالك نوعان من المخاطر التي تعمل الأسواق المالية على تقليلها، وهما مخاطر السيولة ومخاطر التسعير.

وتعني السيولة سرعة تحويل الموجود إلى قوة شرائية عند الأسعار المطلوبة. وهذا التحويل تكتنفه مخاطر بسبب اللايقين المرافق لإمكانية إجراء عملية التحويل تلك، وتزداد مخاطر السيولة كلما كانت المعلومات غير متاحة أو أنها متاحة للبعض وغير متاحة للآخرين، وأيضاً تزداد هذه المخاطر بتزايد كلف الاتصالات. وعندما تتزايد مخاطر السيولة يصبح لدى الأفراد والأسر دافعاً للاحتفاظ بالموجودات السائلة وعدم إقراض أموالهم، ومن ثمّ فإن كمية الاستثمارات ستنخفض بما يؤدي إلى تخفيض النمو. وتعمل الأسواق المالية على تذليل مخاطر السيولة، ففي ظل وجود المؤسسات المالية ولا سيّما البنوك فإنها ستحتفظ بالأصول السائلة بشكل متناسب مع توقعات البنك للسحوبات التي يجريها العملاء من إيداعاتهم وبما يوفر فرصة أكبر لزيادة الأموال المعدة للإقراض والاستثمار ورفع النمو الاقتصادي (Isaksson, 2000, 4-5).

وتؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في خلق آلية معلومات تزيد من كفاءة التسعير، فعن طريق تقديم آلية تثمين قيمة الشركات يتمكن المستثمرون من صنع القرارات حول كيفية توزيع مواردهم المالية.

والأسواق المالية تعمل على تخفيض لا تماثل المعلومات (وهي حالة امتلاك أحد أطراف التبادل معلومات لا تمتلكها الأطراف الأخرى) التي تؤدي إلى عدم استغلال كل فرص التبادل. ففي حالة الشركات يؤدي عدم كمال المعلومات إلى استثمار غير كفء عندما لا يكشف المدراء المعلومات الكاملة والمؤكدة عن مشاريع الاستثمار الثمينة إلى المستثمرين والمقرضين الخارجيين. عندئذ لاتستطيع الشركة أن تزيد الموارد المالية الخارجية الضرورية للبدء بالمشاريع. والأسواق التي تعاني من عدم كمال المعلومات تقل فيها فرص الاستثمارات ونوعيتها عن الفرص الممكنة للاستثمار في الاقتصاد. وتؤدي الأسواق المالية دوراً في كبح هذه المشكلة عن طريق جمع المعلومات عن المقترضين المحتملين (Naikumana, 2001, 3) .

**٤. المراقبة والتحكم**

يمكن للسوق المالية أن تحفز الكفاءة في قطاع الأعمال عن طريق مراقبة الإدارة والتحكم في الأعمال. اذ ليس لدى المدخرون القدرة على التحقق بشكلٍ فاعل

من نوعية مشاريع الاستثمار أو كفاءة الإدارة. وهنا يبرز دور السوق المالية في مراقبة سلوك المدراء في قطاع الأعمال وبتكاليف منخفضة. هذه الرقابة تعدّ من نوع الرقابة السابقة Exanti بما يعزز الاستخدام الكفوء للموارد المالية للمدخرين. فضلاً عن ذلك تؤدي الأسواق المالية دور التحكم في الشركة وهو نوع من النشاط الآني Expost (Isaksson, 2000, 6-7).

ويخفض نشاط الأسواق المالية تكاليف الرقابة إلى حدٍ بعيد، إذ تقوم جهة واحدة فقط بالرقابة، وهذا يعدّ بديلاً مفضلاً مقارنةً بقيام كل مدخر بمراقبة أعمال الشركة بشكلٍ منفصل بما يستلزمه ذلك من تكاليف عالية وتقييد لحرية الشركة في الاستثمار وظهور مشكلة (المنتفع المجاني) Free Rider الذي لا يسهم في تكاليف المراقبة وهو يؤمن على أمواله من خلال رقابة المدخرين الآخرين (Saunders, 2001, 15-16).

فإذا كان لدى الوسيط المالي محفظة جيدة التنوع، ومن السهل مراقبتها من قبل المدخرين، فإن الوسيط يتمكن من الإيفاء بتعهداته بدفع الفائدة عن الإيداعات، والمدخرين عندئذٍ لا يضطرون لمراقبة الوسيط. لذلك فالوسيط ذو المحفظة المنوعة يتمكن من تحفيز الاستثمارات الكفوءة عن طريق تخفيض تكاليف المراقبة (Isaksson, 2000, 7).

ويمكن لأسواق الأسهم أن تنشئ نظاماً للتحكم بالشركة، فالتداول العام للأسهم وتحديد أسعارها في الأسواق الكفوءة يمكن ان يكشف المعلومات ألدقيقه عن الشركة، عندئذٍ فإن المالكين يمكن أن يربطوا بين أجور المدراء وأسعار الأسهم، ومن شأن ذلك أن يعمل على اصطدام مصالح المدراء مع مصالح المالكين (Isaksson, 2000, 8).

**ثانياً- مؤشرات النظام المالي**

**١. ما هو النظام المالي الجيد؟**

ما يرشح عن الدراسات التاريخية يؤكد أن النظام المالي الجيد هو النظام الذي يتسم بخمس مكونات (Rousseau and Sylla, 2001, 2–3) هي :

- انه يمثل انعكاساً لرؤية عموم الممولين وعموم إدارة الدين.
- تتوافر فيه ترتيبات نقدية مستقرة.
- يتوفر فيه بنوك متنوعة توجه بعضها محلي والآخر عالمي وربما لبعضها كلا التوجهين.
- فيه بنك مركزي يعمل على استقرار التمويل المحلي ويدير العلاقات المالية الدولية.
- فيه أسواق مالية فعّالة.

مثل هذا النظام المالي يتمكن من تعبئة رأس المال المحلي وتحفيز النمو والتنمية الاقتصادية، وفي ظل العولمة المالية يمكن أن يسهم في اجتذاب مصالح المستثمرين الأجانب بشكل مباشر عن طريق تسهيل مساعيها أو بشكلٍ غير مباشر عن طريق تعزيز إمكانيات النمو.

**٢. مؤشرات تطور الأسواق المالية**

يمكن تصنيف مؤشرات تطور الأسواق المالية المستخدمة في الدراسات التجريبية إلى ثلاث فئات أساسية هي :

**ا. المتغيرات النقدية**

ويطلق عليها أحياناً المتغيرات التقليدية، وهي من المتغيرات المعتمدة بشكلٍ واسع. والمؤشرات المعتمدة هي :

١. عرض النقد بالمفهوم الضيق أو الواسع كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
٢. الائتمان الممنوح من البنوك كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.
٣. الائتمان الممنوح إلى القطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي .

**ب. مؤشرات أسواق رأس المال**

١. مؤشرات حجم السوق وهي عدد الشركات المسجلة، والقيمة السوقية لأسواق رأس المال كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي .
٢. مؤشرات سيولة سوق رأس المال، وهي قيمة الأسهم المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ونسبة الدوران.

**ت. المؤشرات الهيكلية والمؤسساتية**

وهي مؤشرات تمكننا من تحديد كفاءة النظام المالي بشكلٍ مباشر أو غير مباشر، وأهم تلك المؤشرات :

١. مؤشر الهيكل المالي الذي يفرق بين النظام المالي القائم على أساس المصارف أو على أساس أسواق رأس المال.
٢. مؤشر تنظيم المصارف، هيكل ملكية المصارف، وتركز المصارف، وهي تعطي معلومات عن درجة تركز القطاع المصرفي، نسبة ملكية الحكومة إلى ملكية القطاع الخاص في قطاع البنوك، ومستوى القيود التنظيمية في أعمال المصارف.
٣. مؤشر الحرية المالية، وتتضمن درجة إدارة أسعار الفائدة ودرجة تدخل الدولة في تخصيص الائتمان .

**ثالثاً- الدراسات التجريبية السابقة**

في بحث لويزا ورانسير (Loayza and Ranciere, 2002,11-19) قدّم الباحثان تفسيراً للتعارض الظاهر بين مجموعتين من الأدبيات الاقتصادية حول تأثير الوساطة المالية على النشاط الاقتصادي. الأولى: ترى أن العمق الماليFinancial Depth متمثلاً بالاقتراض المحلي الخاص مثلاً يؤثر بشكلٍ موجب في النمو الاقتصادي. والثانية: تجد أن المتغيرات النقدية مثل القروض المحلية هي من أفضل الوسائل التي يمكن من خلالها التنبؤ بالأزمات وما يرتبط بها من انكماش اقتصادي.

وقد بني هذا التفسير على أساس التفرقة بين التأثيرات الدائمية والتأثيرات المؤقتة للاقتراض المحلي (وهو احد مؤشرات الوساطة المالية) على النمو الاقتصادي. وقد تم استخدم بيانات المقطع العرضي والسلسلة الزمنية لقياس التأثيرات بعيدة الأجل وقصيرة الأجل، وقد وجد البحث أن العلاقة الإيجابية بين

الوساطة المالية ونمو الناتج في الأجل الطويل تتعايش مع علاقة سلبية في الأجل القصير.

وقدّم روسيو وسيلا (Rousseau and Sylla, 2002,1-51) دراسة تاريخية امتدت على مدى ثلاثة قرون لكل من هولندا، وإنكلترا، والولايات المتحدة، وفرنسا، وألمانيا، واليابان، فصّلت الكيفية التي أسهم فيها النظام المالي في كل حال على حدة في القفز بالنمو الاقتصادي. وباستخدام بيانات تجميعية تتضمن بيانات مقطع عرضي لسبعة عشر دولة للفترة ١٨٥٠-١٩٩٧ أخذت كمعدلات للعقود الزمنية المتتابعة، وجدا علاقة ارتباط قوية بين المتغيرات المالية من جهة والنمو الاقتصادي المترافق مع الدور القيادي للتمويل، وقد وجدا أن هذه التأثيرات كانت قوية جداً خلال الثمانين عاماً التي سبقت الكساد العظيم.

وقد وجد الفارو وآخرون (Alfaro, *et. al.*, 2002,1-36) أن الاستثمار الأجنبي المباشر يسهم بشكلٍ فاعل في النمو الاقتصادي، وتكون المنافع أكبر في الدول التي تمتلك أسواقاً مالية متطورة.

وفي الدراسة التجريبية المقدمة من قبل بيك وآخرون (Beck, *et.al.*,1999) تم تقدير أربع معادلات انحدار لتفسير النمو : تراكم راس المال، الادخار الخاص، الإنتاجية، ومعدل نمو حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. وقد وجد الباحثون أن تطوير قطاع البنوك له تأثير موجب على نمو حصة الفرد من الناتج المحلي الحقيقي وعلى نمو متوسط الإنتاجية، في حين لم يكن التأثير على تراكم راس المال والمدخرات معنوياً.

ويشير أيساكسون (Isaksson, 2000,12) في بحثه إلى نتائج الدراسة التجريبية لموريند V. Murind ١٩٩٦ الذي أختبر تأثير الأسواق المالية في سبع دول آسيوية على النمو الاقتصادي، فلم يثبت فرضية أن الأسواق المالية تؤدي دوراً معنوياً في عملية النمو الاقتصادي. وقد وجد موريند أن سوق الأسهم فقط أظهرت تأثيراً معنوياً في تشجيع النمو.

**الأسواق المالية في الدول العربية**

**أولا- تطور الأسواق المالية العربية**

أولت السلطات في الدول العربية اهتماماً متزايداً لتطوير قطاعاتها المالية والمصرفية وإصلاحها وتحريرها، انطلاقاً من إدراكها للدور المهم الذي تؤديه هذه القطاعات في تعزيز النمو الاقتصادي ورفع كفاءة الاقتصاد وتحقيق الاستقرار.

وقد تباينت الدول العربية فيما بينها فيما يتعلق بأوضاع قطاعاتها المالية والمصرفية ودرجة تطورها، ويعود ذلك إلى: (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٦٤)

**١. الاختلافات في مستوى الدخل**

اذ يغلب الاتجاه في الدول عالية الدخل نحو الانفتاح على الخارج، مما يسهم في تطوير القطاع المالي وتوسعه، في حين تعاني دول الدخل المنخفض عادةً من القيود وتدني القدرات المؤسسية.

**٢. الاختلاف في الهياكل الاقتصادية**

فقد اتسم القطاع المالي في معظم الدول العربية قبل الإصلاحات، بالخضوع لقيود مختلفة مما جعله شبه معزول عن السوق فيما عدا لبنان وإلى درجة أقل المغرب، اذ كان لهذا القطاع توجه نحو السوق. وبالنسبة لدول مجلس التعاون فقد أمكن للقطاع المصرفي الاستفادة من ارتفاع الدخل من الصادرات النفطية والسياسة المتحررة التي اتبعتها هذه الدول في التوسع في الوساطة المالية وتحقيق تطور في التقنية المتبعة وحشد للخبرات الفنية بما فاق نسبياً ما تم في معظم القطاعات الاقتصادية الأخرى.

**٣. تباين أولويات سياسة إصلاح القطاع المالي وتطويره**

إن إصلاح القطاع المالي وتطويره يتضمن أموراً كثيرة يمكن تصنيفها على النحو الآتي :

أ. تحرير القطاع المالي، وتتضمن إزالة القيود على أسعار الفائدة وإلغاء القواعد الإدارية على عمل الجهاز المالي والمصرفي ومنح الاستقلالية للمؤسسات المالية.

ب. تشجيع المنافسة في القطاع الخاص، ويتضمن فسح حرية الدخول والخروج للسوق، وإعادة هيكلة قطاع البنوك وخصخصته.

ت. تطوير البنية الأساسية، ومنها إنشاء وتطوير الأسواق المالية والنقدية وأسواق الأوراق المالية ونظم المدفوعات.

ث. تطوير السياسة النقدية، وتتضمن إدخال العمل بالأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية.

ج. الانفتاح على الخارج وإزالة القيود على التدفقات الاستثمارية.

ح. تعزيز الرقابة الاحترازية على المصارف ودعم سلامة الجهاز المصرفي.

وقد تباينت الدول العربية في درجة تركيزها على جانب من الأمور سالفة الذكر دون غيرها، كما اختلفت في أسلوب تحقيقها، إلاّ أنه وبشكلٍ عام، فإن جهود تطوير وإصلاح القطاع المالي والمصرفي في مجمل الدول العربية قد تركزت حول الآتي (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٦٨-١٧٤) :

أ. تحرير أسعار الفائدة، اذ تم العمل برفع أسعارها الاسمية تبعه تحرير أسعار الفائدة على الودائع واستخدام معدلات استرشادية للتأثير في تحديد أسعار الفائدة على الأصول المالية الأخرى كمعدلات السوق أو كلفة الوساطة المصرفية، وفي ظل انخفاض معدلات التضخم أصبحت أسعار الفائدة الحقيقية موجبة في بعض الدول العربية.

ب. التوجه نحو عوامل السوق في تمويل الخزانة وتطوير إدارة السياسة النقدية من خلال المباشرة بإصدار أذونات الخزينة التي يتم بيعها بالمزاد بدلاً من إلزام المصارف وشركات الوساطة المالية بامتلاك أدوات الدين العام ذات العائد المنخفض، بما يمهد الطريق نحو تشجيع وتنمية أسواق الأوراق المالية ووفر للحكومة أداة جيدة لإدارة السياسة النقدية.

ت. الابتعاد عن الائتمان الموجه، وذلك من خلال إزالة الضوابط المفروضة على تخصيص الائتمان والتخلي عن الضوابط التي تحدد هيكل موجودات المصارف.

ث. الإطار القانوني والتشريعي، ومن أهمها القوانين المصرفية التي شملت التعديلات فيها تبني متطلبات متجانسة للترخيص والتحول نحو الصيرفة الشاملة وتحديد حقوق والتزامات المدراء وتحديد مستوى وآلية التعامل بين المصارف العامة ومصارف القطاع الخاص.

ج. الإشراف والرقابة على الجهاز المصرفي من خلال تفعيل أسس ومعايير الرقابة والإشراف بما ينسجم مع المعايير الدولية المعاصرة. ومن أبرز الإجراءات المتخذة رفع نسبة كفاية رأس المال الإجمالية المرجحة بالمخاطر بما يتماشى مع مقررات لجنة بازل والاهتمام بموضوع الإفصاح والشفافية، وتطوير أساليب الرقابة والتفتيش على مؤسسات الجهاز المصرفي واتخاذ التدابير اللازمة لضبط المخاطر الناتجة عن التركزات الائتمانية وبناء المخصصات لمواجهة الديون المتعثرة.

ح. تطوير أسواق الأوراق المالية، فقد شهدت هذه الأسواق تطورات مهمة على المستويين التنظيمي والتشريعي هدفت في مجملها إلى زيادة كفاءة أدائها وتعزيز الدور الرقابي وتنشيط التعامل فيها، إذ بلغ عدد الأسواق النظامية في الدول العربية خمس عشرة سوقاً، اثنا عشرة منها مشترك بقاعدة بيانات صندوق النقد العربي وهي: الأردن، والبحرين، وتونس، وعُمان، والسعودية، والكويت، ولبنان، ومصر، والمغرب، وأبو ظبي، ودبي، وقطر .

وتجدر الإشارة إلى التطور الملحوظ الذي لحق هذه الأسواق، والجدول ١ يوضح ذلك .فقد ارتفعت القيمة السوقية الإجمالية خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢ بنسبة ١٨٨% لتبلغ في نهاية عام ٢٠٠٢ إلى ما يقارب ٢٠٩ مليار دولار، وارتفع عدد الشركات المدرجة في هذه الأسواق إلى ١٨٢٦ شركة خلال عام ٢٠٠٢ في مقابل ١٠٨٩ شركة خلال عام ١٩٩٤.ولقد ارتفعت قيمة التداول وعدد الأسهم المتداولة خلال الفترة المذكورة، إذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة ٦٥.٤ مليار دولار عام ٢٠٠٢ في مقابل ١٠.٥ مليار دولار عام ١٩٩٤، وارتفع عدد الأسهم المتداولة إلى ٤٦.١ مليار سهم عام ٢٠٠٢ في مقابل ٣.٢ مليار سهم عام ١٩٩٤. أما نسبة الدوران فقد ارتفعت من ١٤.٥% في العام ١٩٩٤ لتصل إلى ٣١.٣ % في العام ٢٠٠٢.

**الجدول ١**

**مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية خلال المدة ١٩٩٤-٢٠٠٢**

| السنة | القيمة السوقية (مليار دولار) | عدد الشركات | قيمة التداول (مليار دولار) | عدد الأسهم المتداولة (مليار سهم) | نسبة الدوران% |
|---|---|---|---|---|---|
| ١٩٩٤ | ٧٢.٥ | ١٠٨٩ | ١٠.٥ | ٣.٢ | ١٤.٥ |
| ١٩٩٥ | ٨٤.٦ | ١٠٨١ | ١٥ | ٩.٦ | ١٤.٥ |
| ١٩٩٦ | ١٠٧.٨ | ١٠٩١ | ٣٠.٥ | ٢٦.٦ | ٢٨.٣ |
| ١٩٩٧ | ١٤٥.٦ | ١١٨٤ | ٦٣.٩ | ٣٥.٩ | ٤٣.٩ |
| ١٩٩٨ | ١٢٢.٩ | ١٤٤٦ | ٣٥.٥ | ١٥.٨ | ٢٨.٩ |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| ١٩٩٩ | ١٤٩.٢ | ١٦٣٤ | ٣٥.٦ | ١١.٩ | ٢٣.٩ |
| ٢٠٠٠ | ١٤٨.٢ | ١٦٧٨ | ٣٦.٦ | ٩.١ | ٢٤.٧ |
| ٢٠٠١ | ١٥٢.٢ | ١٦٨٧ | ٤٢.٧ | ٢٣.٥ | ٢٨.٠ |
| ٢٠٠٢ | ٢٠٨.٩ | ١٨٢٦ | ٦٥.٤ | ٤٦.١ | ٣١.٣ |

**المصدر:** صندوق النقد العربي، إحصائيات، من الموقع: www.amf.org

**ثانياً- التحديات التي تواجه الأسواق المالية العربية**

هناك نوعان من التحديات التي تواجه القطاع المالي والمصرفي في الدول العربية منها داخلية والأخرى خارجية .

**١. التحديات الداخلية**

وهي متعددة، فبالنسبة للمصارف العربية نجدها تواجه بيئة وأوضاعاً متغيرة نتيجة العولمة وتحرر الأسواق الدولية، وترتبط مقدرة المصارف العربية على النمو والتطور بمقدرتها على مواكبة التحولات الجديدة وعلى المنافسة المفتوحة في مجال الخدمات والمنتجات المصرفية واستخدام التكنولوجيا الحديثة كشبكة الاتصال ونظم المعلومات وتطوير الكوادر البشرية والإدارية وتطوير أساليب الرقابة والإفصاح. فضلاً عن أهمية إعادة تأهيل الأطر التشريعية والمؤسسية للمصارف، لتحسين أدائها وتوسيع قاعدتها المالية لتواجه تحديات العولمة خلال المرحلة المقبلة. فضلاً عن ضرورة العمل على أساس المنافسة ولاسيما مع المصارف الدولية من أجل حشد المدخرات الوطنية والأجنبية لتمويل التنمية الاقتصادية.

أما أسواق الأوراق المالية العربية فإنها تعاني من أوجه قصور متعددة وتواجهها تحديات مستقبلية كبيرة. ولعل من أهم أوجه القصور تلك هي (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٨١-١٨٦) :

أ. قصور الأطر التنظيمية والتشريعية.
ب. ضيق الأسواق المالية ومحدوديتها .
ت. صغر حجم الأسواق المالية العربية.
ث. ضعف نشاط السوق الأولي.
ج. قصور الطلب على الأدوات الاستثمارية.
ح. الافتقار إلى الإفصاح وتدفق المعلومات.
خ. غياب أنظمة الاستثمار المفتوحة بالكامل.
د. ضعف أنشطة الوساطة.

**٢. التحديات الخارجية**

هذا النوع من التحديات أفرزته العولمة كنظام اقتصادي واجتماعي مصدره الأساس تسارع التقدم الحاصل في تقنية المعلومات والاتصالات بجانب التخفيضات المنتظمة للحواجز أمام التجارة الخارجية. وقد مكّن هذا الأمر الشركات متعددة الجنسيات من تجزئة عملية الإنتاج والتوزيع في مواقع مختلفة حول العالم، كما أدى ارتفاع مرونة عمليات الإنتاج إلى التدفق الملحوظ للاستثمارات الأجنبية المباشرة لتنتج أهم حافز وقوة دفع لظاهرة العولمة.

وفي إطار العولمة أصبحت عالمية الخدمات المصرفية وخدمات إدارة المخاطرة من أهم العوامل التي تؤثر بشكلٍ مباشر في أداء المصارف التجارية والمؤسسات

المالية الأخرى. وأصبح من الصعب بمكان وجود نشاط اقتصادي لا يعتمد بطريقة أو بأخرى على الخدمات المصرفية والمالية.

وقد جلبت ظاهرة العولمة ارتفاع أعداد فروع المصارف التجارية الأجنبية بعد إزالة القيود أمام توريد الخدمات المالية والمصرفية. الأمر الذي أدى إلى ارتفاع حصة المصارف الأجنبية في أسواق دول العالم ومنها الدول العربية. وهذا الأمر بات يمس سياسات الاستثمار في الدول العربية، إذ إنه يتصل بحرية تحويل رأس المال الأجنبي بما في ذلك الأرباح، الذي يؤدي بدوره إلى تزايد تدفقات الأموال نحو الخارج. فضلاً عن أنه يكثف الضغط على المصارف التجارية المحلية لرفع كفاءتها من خلال زيادة الاستثمار في التقنية المتقدمة وتأهيل مواردها البشرية من أجل الاحتفاظ بحصتها السوقية. (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٨٦-١٨٧).

## قياس تأثير مؤشرات الأسواق المالية على النمو الاقتصادي وتحليله

الهدف النهائي للبحث هو قياس تأثير الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في الدول العربية وتحليله. ولبلوغ هذا الهدف تم تقدير تأثير مؤشرات الأسواق المالية على أربعة مؤشرات للنمو هي حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الادخار المحلي الإجمالي من الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة الاستثمار من الناتج المحلي الإجمالي، والكفاءة الاقتصادية (مقاسه على أنها مقلوب النسبة الحدية لراس المال إلى الناتج). أما المتغيرات المفسرة فهي:

١. المؤشر النقدي: ويتمثل بعرض النقد بالمفهوم الواسع M2 كنسبه من الناتج المحلي الإجمالي. وهو من المتغيرات النقدية المعتمدة بشكل واسع في الدراسات التجريبية.
٢. مؤشر حجم سوق راس المال: ويتمثل بعدد الشركات المسجلة NC.
٣. مؤشر سيولة سوق رأس المال: ويتمثل بنسبة الدوران TR.
٤. الناتج المحلي الإجماليGDP .
٥. متغير وهمي D يأخذ قيمة صفر للدول غير النفطية وقيمة واحد للدول النفطية.

وقد حكم اختيارنا لهذه المؤشرات مدى توافر البيانات المطلوبة عن متغيرات البحث.

لقد قدرت معادلات الانحدار بطريقة الانحدار المتعدد وباستخدام بيانات تجميعية Pooled Data لتسع دول منضمة إلى قاعدة بيانات صندوق النقد العربي. وهي الأردن، والبحرين، والسعودية، ومصر، ولبنان، وعمان، والمغرب، وتونس، والكويت، وقد استبعدت كل من الإمارات، وقطر وهما منضمتان إلى قاعدة بيانات الصندوق، وذلك لعدم توافر سلسلة زمنية كافيه لإجراء التحليل .

وقد جمعت بيانات سلسلة زمنية للمدة ١٩٩٦-٢٠٠١ لكل دوله من الدول المذكورة، ثم جمعت مع بعضها. وقد تم جمع البيانات من إحصائيات صندوق النقد العربي على الموقع www.amf.orgومن بيانات البنك الدولي على الموقع

www.wb.com. لقد تم تقدير معادلات انحدار لإجمالي الدول التسعة .ويظهر الجدول ٢ تـأثير مؤشـرات الأسـواق الماليـة علـى مؤشـرات النمـو الاقتـصادي المعتمـدة فـي البحث.

**أولاً- تأثير مؤشرات الأسواق المالية على حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي**

اظهر مؤشر سيولة السوق، والمؤشر النقدي تـأثير موجب ومعنوي في حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، أما مؤشر عدد الشركات المسجلة فقد اظهر تـأثيرا غير معنوي.

**ثانياً- تأثير مؤشرات الأسواق المالية على نسبة الادخار**

يتضح من النتائج عدم معنوية تـأثير مؤشرات السيولة وحجم السوق في نسبة الادخـار. ولعل هذه النتيجة تعكس جانباً مهماً من أوجه قصور الأسواق الماليـة العربية والمتمثلة في محدودية الوعي المالي لدى المستثمرين الذين غالبا ما يقومون بتوفير احتياجاتهم التمويلية من المصادر التقليدية، مما أدى إلى محدوديـة المعروض من الأوراق المالية. فضلا عن انخفاض معدل الدخل النقدي والادخـار الفردي في الدول العربية وتدني الوعي الاستثماري لدى الكثير من الأفراد في الدول العربية ولاسيما في الأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول. من جانب آخر فإن ضعف الرقابة السوق على الشركات وافتقار تلك الشركات إلى الشفافية والإفصاح وعدم الالتزام بنشر البيانات والمعلومات عن الشركات قد أدى إلى ضعف الثقة بالسوق وإحجام المدخرين عن دخوله لتخوفهم من تعريض حقوقهم للضياع وتفضيلهم اكتناز أموالهم أو حيازة الموجودات الثابتة.

في الوقت ذاته تبين أن للمؤشر النقدي تأثيراً سالباً في نسبة الادخـار. وهو أمر متوقع، اذ يسهم عرض النقد في زيادة معدلات التضخم بما يؤدي إلى عزوف الأفراد عن الادخار والتحول نحو الاستهلاك، وتبين أن نسبة الادخار تستجيب بشكل موجب ومعنوي لتغيرات الدخل.

**ثالثاً- تأثير مؤشرات الأسواق المالية في نسبة الاستثمار**

ظهر أن للمؤشر النقدي تأثير سالب ومعنوي في نسبة الاستثمار فزيـادة عرض النقد عادة ما تأتي بطرق التمويل التضخمي وذلك يؤثر بشكل سالب على الاستثمار. كما تبين عدم معنوية تـأثير مؤشر حجم السوق، بينما اظهر مؤشر ألسيولة تـأثير موجب ومعنوي في نسبة الاستثمار.

وتعزى عدم معنوية تـأثير مؤشر حجم السوق في نسبة الاستثمار إلى ضيق الأسـواق الماليـة ومحدوديـة التعامـل فيهـا. اذ مازالـت الـشركات تعتمـد فـي تمويـل مشاريعها الاستثمارية علـى المـصادر التقليديـة كـالبنوك أو المساهمات الشخـصية، وذلك رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات وعدم الالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح. ويلعب ضعف نشاط السوق الأولي دوراً في هذا المجال أيضاً إذ بلغت نسبة الإصدارات الأولية من الأسهم والسندات إلى الناتج المحلي الإجمالي في الأسواق العربية المشاركة في القاعدة حوالي ٤%، وبلغت نسبة هذه الإصدارات إلى القروض والتسهيلات المصرفية الممنوحة للقطاع الخاص أقل من ١٠% (التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠، ١٨٤). ناهيك عن غياب شركات الترويج

وضمان الاكتتاب التي تقوم بإدارة الإصدارات والترويج لها وضمان الاكتتاب الكامل بالأسهم المطروحة. وغياب الوكالات المحلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية، اذ إن وجود مثل هذه الوكالات من شأنه أن يزيد إقبال المستثمر على الإصدارات نظرا لما توفره له من مساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

**رابعاً- تأثير مؤشرات الأسواق المالية في الكفاءة الاقتصادية**

لم تبين النتائج الموضحة في الجدول ٢ تأثيرا معنويا لأي من مؤشرات الأسواق المالية في الكفاءة الاقتصادية، باستثناء التأثير السالب للمؤشر النقدي على الكفاءة الاقتصادية. ويلاحظ في عموم النتائج القوة التفسيرية الضعيفة للتغيرات في المتغير المعتمد وذلك ما تعكسه قيمة $R^2$، ودلالة ذلك وجود متغيرات أخرى تفسر الكفاءة الاقتصادية .

**الجدول ٢**
**نتائج تقدير معادلات الانحدار**

| | | المتغيرات المعتمدة | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | الكفاءة الاقتصادية | نسبة الاستثمار الإجمالي من GDP | نسبة الادخار الإجمالي من GDP | حصة الفرد من GDP |
| المتغيرات التفسيرية | CONSTANT | ٤٦.٥ (٣.٢٥) | ٣٠.٤ (١٨.٦) | ٣٤.٤ (١١.٦٥) | ١٠٦٩- (١.٣) |
| | NC | ٠.٠١ (٠.٤٨) | ٠.٠٠١ (٠.٢٤) | ٠.٠٠٣- (٠.٨٩) | ١.٤- (١.٤) |
| | TR | ٠.٣- (١.٥٧) | ٠.٠٥ (٢.٠٨) | ٠.٠٣- (٠.٥٨) | ٤١.٦ (٣.٤) |
| | M2 | ٠.٢- (١.٨) | ٠.٠٤- (٢.٩٣) | ٠.٢٨- (١١.٠٤) | ٢٩ (٣.٩٤) |
| | GDP | - | ٠.٠٠٠٢ (٤.٠٥) | ٠.٠٠١٢ (٥.٠٥) | - |
| | D | - | ١٢.٤- (١٠.٠٦) | - | ٧٨١٧ (١٢.٣٧) |
| | *$R^2$* | %١٢.٨ | %٧٤.٥ | %٨٣.٢ | %٨٥.٥ |
| | *D.W* | ٢.٦ | ١.٣ | ١.٢٥ | ٠.٥٦ |
| | *D.F* | ٣٨ | ٤٢ | ٣٧ | ٤٩ |

الأرقام بين الأقواس تشير إلى قيمة(t) المحتسبة

**النتائج**

١. مازالت الأسواق المالية العربية ضعيفة التأثير في النمو الاقتصادي في الدول العربية وذلك لصغر حجمها، وضعف انتشار التعامل فيها، وضعف مستوى الوعي الاستثماري، ومحدودية انفتاحها على الخارج، وهي عوامل تكمن أسبابها في عدم اخذ مسيرة الإصلاحات أبعادها النهائية وفي ذلك تعزيز لفرضية البحث .

٢. وجد أن لمؤشرات الأسواق المالية تأثيراً إيجابياً في حصة الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، ولاسيما ما يتعلق منها بمؤشر سيولة السوق والمؤشر النقدي.

٣. لم يظهر تأثير معنوي لمؤشرات السيولة وحجم السوق في نسبة الادخار، وهذا يدلل على ضعف الثقة بالسوق وإحجام المدخرين عن دخوله لتخوفهم من تعريض حقوقهم للضياع. وتفضيلهم اكتناز أموالهم أو حيازة الموجودات الثابتة.

٤. تبين أن نسبة الاستثمار تتأثر إيجابياً بمؤشر سيولة السوق المالي على وجه الخصوص. أما المتغيرات النقدية فقد أثرت بشكل سلبي في نسبة الاستثمار.

٥. لم تؤثر المؤشرات المالية بشكل معنوي على الكفاءة الاقتصادية، باستثناء المؤشر النقدي الذي اظهر تأثيرا سالبا على الكفاءة الاقتصادية.

٦. على الرغم من التطور الملحوظ في الأسواق المالية العربية ،إلا أن تحديات عده تواجهها منها ماهو محلي، ومنها ما هو خارجي متعلق بالعولمة التي تفرض التزامات متعددة على عمل هذه الأسواق لتواكب التطورات السريعة، والمنافسة القوية من المؤسسات المالية الأجنبية التي بدأت تتغلغل في اقتصاديات الدول العربية .

**المضامين السياسية**

١. الاهتمام جدياً بخلق آليات عمل تضمن رقابة السوق على الشركات وإلزام تلك الشركات بالشفافية والإفصاح و بنشر البيانات والمعلومات عنها لكي تستطيع تلك الأسواق من لعب دور فاعل في تعبئة مدخرات صغار المدخرين.

٢. الشروع بإيجاد الوكالات المحلية لتصنيف وتقييم الملاءة الائتمانية حيث إن وجود مثل هذه الوكالات من شانه أن يزيد إقبال المستثمر على الإصدارات نظرا لما توفره له من مساعده في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

٣. العمل جديا على تنشيط سوق الإصدار الأولي الذي يوفر فرص اكبر لتعبئة المدخرات الأسرية الصغيرة.

٤. على المؤسسات المالية العربية أن تتخذ خطوات جادة باتجاه التكيف مع متغيرات البيئة العالمية المتمثلة في تسارع التطور التقني في ميدان المعلومات واستخدام الإنترنت، والخدمات المصرفية الفورية، والتجارة الإلكترونية من أجل تحسين خدماتها لتكون على استعداد للعمل التنافسي في بيئة العولمة .

**المراجع**

## اولاً- المراجع باللغة العربية

١. التقرير الاقتصادي العربي الموحد، ٢٠٠٠.
٢. إحصائيات صندوق النقد العربي على الموقع www.amf.org
٣. إحصائيات البنك الدولي على الموقع www.worldbank.com

## ثانياً– المراجع باللغة الاجنبية

1. Alfaro, L., *et. al.*, "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets", kalemti-ozran@mail.uh.edu, 2002.
2. Beck, T., *et. al.*, "Finance and the Sources of Growth", Working Paper 2057, The World Bank, Washington, D. C., 1999.
3. Berg, H., Economic Growth and Development, McGraw-Hill, 2001.
4. Isaksson, A., "Financial Market and Economic Growth and Poverty"., www.sida.se/sida/articels/findev.pdf), 2000.
5. Loayza, N. R. Ranciere, "Financial Development, Financial Fragility, and Growth", (www.bcentral.cl/Estudios/DTBC/doctrab.htm) 2002.
6. Ndikumana, L., "Financial Markets and Economic Development in Africa", (www.unix.oit.umass.edu/ ndiku), 2001.
7. Rousseau, P. and R. Sylla, "Financial Systems, Economic Growth and Globalization", (www.vanderbilt.edu/econ.) ,2001.
8. Saunders, A. and M. Cornett, Financial Markets and Institutions, McGraw-Hill, 2001.


## ARAB FINANCIAL MARKETS EFFICIENCY IN PROMOTING ECONOMIC GROWTH IN VIEW OF GLOBALIZATION CHALLENGES


### ABSTRACT

Arab countries undertook financial liberalization programs aimed at promoting domestic savings and directing them efficiently towards financing investment projects, which will be likely to have positive impacts on economic growth.

The purpose of this paper is to study aspects and issues relating to the Arab financial markets developments and examine it's role in promoting savings and economic growth.

To accomplish this aim, collected data will be used to estimate the effect of the financial markets development through four types of indicators of economical growth: per capita GDP growth, capital accumulation, savings, and economic efficiency.