

أثر التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية في الدول النامية (حالة مصر)

عزة محمد حجازي (*)

أستاذة اقتصاد مساعدة، كلية التجارة وإدارة
الأعمال، جامعة حلوان - مصر.

مقدمة

برز في العقود القليلة الماضية مفهوم التطوير والهيكل المالي كمحددتين أساسيين للنمو الصناعي لما يوفرانه من تمويل. فقد اهتم البعض بالهيكل المالي سواء المصرفي أو السوقي من حيث خصائصه ومميزات وقدرته على تحقيق النمو بالنسبة إلى المشروعات التي تعتمد على التمويل الخارجي (External Finance). في حين رفض البعض المفاضلة بين أجزاء النظام المالي وأكدوا أن المشروعات التي تعاني قصوراً في الموارد الذاتية سوف تنمو في حالة إحداث تطويراً مالياً شاملاً.

في ضوء ذلك تجسدت مشكلة الدراسة في عدة تساؤلات تخصّ الدول النامية والاقتصاد المصري. فهل كان للتطوير المالي في بعض الدول النامية أثر في نمو الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي (التمويل من خارج المنشأة)؟ وإذا كان الاهتمام انصب على تطوير أحد النظامين على حساب الآخر، فهل كان للهيكل المالي أثر في نمو الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي في تلك الدول؟ وفي ما يخصّ الاقتصاد المصري، هل كان للتطوير والهيكل المالي دور في النمو الصناعي بها؟ استناداً إلى ذلك تستهدف الدراسة اختبار فرضية مفادها: «يؤثر التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل الخارجي».

وفي إطار اختبار فرضية الدراسة تمّ الاعتماد على الأسلوب القياسي في قياس أثر كل من التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية في بعض الدول النامية، كما تمّ استخدام الأسلوب الوصفي والتحليلي بهدف عرض مؤشرات الهيكل والتطوير المالي وعلاقته بالنمو الصناعي في الاقتصاد المصري. وانقسمت الدراسة إلى خمسة أجزاء بعد المقدمة. تناول الجزء الأول توضيحاً لمفهوم كل من النظام المالي وهيكله وتطوره، بالإضافة إلى عرض المسوّغات التي استند إليها المؤيدون والمعارضون للمفاضلة بين النظام المصرفي والسوقي والتطوير المالي، علاوة على عرض بعض الدراسات التطبيقية التي تناولت أثر كل من التطوير والهيكل المالي في النمو الصناعي. وأوضح الجزء الثاني منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم. أما الجزء الثالث فاشتمل على توصيف متغيّرات الدراسة بالإضافة إلى عرض نتائج القياس وتحليلها. واحتوى الجزء الرابع على تحليل مؤشرات النظام المالي في الاقتصاد المصري من حيث تطوره وهيكله وانعكاس ذلك على النمو الصناعي بها. أما الجزء الخامس فاشتمل على خاتمة الدراسة وعدد من المقترحات لتطوير النظام المالي بشقيه اللازمين للنمو الصناعي.

أولاً: الإطار النظري والدراسات التطبيقية السابقة

١ - مفهوم النظام المالي والهيكل والتطوير المالي

يمكن تعريف النظام المالي على أنه كلّ المؤسسات والأنظمة التي تقوم بوظائف ووساطة مالية لتحويل الأموال من المدخّرين إلى المقترضين^(١).

(١) Augustine Ujunwa [et al.], «Financial Structure and Economic Growth in Nigeria: Theory and Evidence», *International Journal of Economics and Finance*, vol. 4, no. 4 (2012), p. 228.

وبالرغم من استقرار وظائف النظام المالي في ما بين الدول وعبر السنوات المختلفة، فإن طريقة تنفيذ تلك الوظائف غير مستقرّة. فقد تغيّر هيكل النظام المالي ليضمّ النظام السوقي إلى جانب النظام المصرفي التقليدي. ويشمل النظام المصرفي المؤسسات المالية المصرفية مثل البنك المركزي والبنوك التجارية، كما يشمل المؤسسات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين وصناديق التأمين الاجتماعي. أما النظام المالي السوقي فيشمل سوق النقد الذي يتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل وسوق رأس المال الذي يتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات^(٢). وعليه، يمكن تعريف هيكل النظام المالي على أنه مجموعة المؤسسات والتكنولوجيا المالية وقواعد اللعبة التي تحدّد تنظيم النشاط المالي خلال فترة زمنية معينة. وبما أن وظائف النظام المالي يمكن أن تقوم بها مؤسسات مالية مختلفة أو وفقاً لقواعد مختلفة، فهذا يعني أن لجوانب هيكل النظام المالي بدائل من حيث أداء الوظائف^(٣)، وفي هذه الحالة يستلزم الأمر رفع مستوى أداء هذه الوظائف من خلال تطوير النظام المالي. ويقصد بالتطوير المالي العوامل والسياسات والمؤسسات التي تؤدي إلى فعالية وكفاءة للوساطة المالية والأسواق علاوة على اتساع الخدمات المالية وعمقها^(٤).

٢ - خلفية نظرية

بالرغم من الاتجاه إلى التطوير المالي (Financial Development) بوجه عام، فإن بعض الآراء فاضلت في ما بين النظام المصرفي (Bank System) والنظام السوقي (Market System) كبديلين منافسين في القيام بالوظائف المالية^(٥). فالآراء المؤيدة للنظام المصرفي فسّرت موقفها من خلال ما يختص به ذلك النظام من مميزات مقارنةً بالنظام السوقي. فالنظام المصرفي (القاعدة المصرفية Bank-Based System) يعتمد على تركّز الإدارة في القيام بالوساطة المالية، وبذلك يقتصر تداول المعلومات الخاصة بالاستثمار على فريق الإدارة من دون الالتزام بإتاحة تلك المعلومات للمودعين، وهذا من شأنه خفض تكلفة تداول المعلومات، بالإضافة إلى تخطي مشكلة عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry)^(٦). علاوة على ذلك، تعتبر سياسة النظام المصرفي في تمويل المشروعات الاستراتيجية وطويلة الأجل، وما يصاحبها من الاستفادة من اقتصادات الحجم، دافعاً إلى الحصول على معلومات خاصة بالمشروعات وتحليلها

(٢) R. Glenn Hubbard and Patrick Anthony, *Money, Banking and the Financial System* (New York: Prentice Hall, 2012), pp. 1-17.

(٣) René M. Stulz, «Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth», *International Review of Finance*, vol. 1, no. 1 (2000), p. 14.

(٤) «The Financial Development Report», World Economic Forum (2011), p. 3.

(٥) من مؤيدي النظام المصرفي: Gerschenkron (1962); Bhide (1993); Stiglitz (1985), and Diamond (1984). ومن مؤيدي النظام السوقي: Boyd and Smith (1998); Boot and Thakor (1997); Jansen and Murphy (1990), and Wenger and Kaserer (1998).

لمزيد من المعلومات عن هذه الدراسات، انظر: Kul Luintel [et al.], «Financial Structure and Economic Growth», *Journal of Development Economics*, no. 86 (2008), p. 181.

(٦) Franklin Allan and Douglas Gale, «Diversity of Opinion and Financing of New Technologies», *Journal of Financial Intermediation*, no. 8 (1999), p. 75.

بشكل واسع^(٧). وذلك على نقيض النظام السوقي الذي يتحمّل فيه المتعامل تكلفة مرتفعة للحصول على المعلومات. ما يدفع الكثيرين إلى الإحجام عن السعي إلى الحصول على المعلومات والاكتفاء بملاحظة المتعاملين الآخرين في الشراء والاقتراد بسلوكهم من دون التعرّف على أداء الشركة^(٨).

ومن ناحية أخرى، يلعب النظام المصرفي دوراً جوهرياً في توجيه ومتابعة الإدارة من خلال حوكمة الإدارة (Corporate Governance) المنوط بها استثمار القروض ما ينعكس إيجابياً على أداء المنشأة. وهذا يميز النظام المصرفي عن النظام السوقي الذي يوفر بدوره السيولة للمشروعات ذات قاعدة الملكية الواسعة على حساب متابعة وتقييم الإدارة^(٩) فالسيولة المرتفعة للنظام السوقي تسهّل خروج حاملي الأسهم من المنشأة ما يحدّ من حافز متابعة الإدارة^(١٠)، ومن ناحية أخرى، يتميّز النظام المصرفي بقدرته على العمل في ظلّ الافتقار إلى بيئة قانونية فاعلة نظراً إلى الاعتماد على عقود بين أطراف محدّدة دائمة التعامل مع النظام المصرفي ما يساعد النظام المصرفي على تحصيل القروض التي أبرمتها. في حين يحتاج النظام السوقي إلى بنية قانونية فعالة منظمّة للعمل السوقي تحافظ على حقوق المتعاملين^(١١)، وبالرغم من أهمية سيادة البيئة القانونية فإن الكثير من الدول النامية تفتقر إليها، لذلك أكّد مؤيدو النظام المصرفي ملاءمة هذا النظام للدول النامية وأنه أكثر كفاءة من النظام السوقي في تمويل المشروعات في تلك الدول^(١٢).

وعلى الجانب المقابل، توجد آراء مؤيّدة للنظام السوقي لتمتّعه بمميّزات مقارنة بالنظام المصرفي. فالنظام السوقي (القاعدة السوقية (Market Based System)) يقوم على أساس تنوع الاستثمارات بين المشروعات ذات عوائد مختلفة ما يؤديّ إلى توزيع المخاطر خاصة في فترات عدم التأكد^(١٣)، علاوة على ذلك، يتّصف النظام السوقي المتطوّر بالمرونة، والشفافية، وبكثرة المتعاملين فيه ما يؤديّ إلى اتساع قاعدة الملكية في المشروعات وسهولة تمويل المشروعات الجديدة ما يزيد من المنافسة. وذلك يميّز النظام السوقي عن النظام المصرفي الذي يتّصف في بعض الأحيان بالتركز وإتاحة التمويل لمشروعات معينة احتكارية ما يحدّ من المنافسة^(١٤)، وإن كان ذلك لا يعيق نمو المشروعات لأن تركّز النظام المصرفي يساهم في تمويل المشروعات بسعر فائدة منخفض في الأجل القصير إذا كانت تواجهها بعض المشاكل في مقابل رفع سعر الفائدة في الأجل الطويل عند تعافيها، وهذا من شأنه المساهمة في استمرار نشاط الكثير من المشروعات، بالرغم من تعارضه مع كفاءة تخصيص الموارد. وعلى الجانب الآخر، تضطر المشروعات

Julien Allan and Rodolphe Blavy, «Market Phoenixes and Banks Duck: Are Recoveries Faster in Market- (٧) Based Financial System.» International Monetary Fund, Working Paper; no. 213 (2011), p. 7.

Ross Levine, «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?», NBER, Working (٨) Paper Series; no. 9138 (2002), p. 2.

Ujunwa [et al.], «Financial Structure and Economic Growth in Nigeria: Theory and Evidence.» p. 229. (٩)

Thorsten Beck and Ross Levine, «Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or (١٠) Bank-based System Matter?», *Journal of Financial Economics*, no. 64 (2002), p. 148.

Raghuram Rajan and Luigi Zingales, «Financial Systems, Industrial Structure and Growth», *Oxford (١١) Review of Economic Policy*, vol. 17, no. 4 (2001), pp. 473-474.

Beck and Levine, *Ibid.*, p. 148. (١٢)

Allan and Blavy, «Market Phoenixes and Banks Duck: Are Recoveries Faster in Market- Based Financial (١٣) System.» p. 6.

Levine, «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?», p. 3. (١٤)

التي تعتمد على التمويل من النظام السوقي إلى الخروج من السوق في حالة مواجهة مشاكل وتكبّد الخسائر في الأجل القصير. وهذا يعني وجود كفاءة في تخصيص الموارد بشكل أفضل في النظام السوقي^(١٥).

ومن ناحية أخرى، يميّز النظام السوقي المتطوّر بتوفير السيولة الكافية لتمويل أو تسهيل الأصول المالية بتكلفة تداول منخفضة^(١٦)، وإن كان ذلك يضيف على نشاط النظام السوقي طابع المضاربة أكثر من الطابع الاستثماري الإنتاجي الذي يميّز به النظام المصرفي. بالإضافة إلى ما سبق، يميّز النظام السوقي بأنه يعطي مؤشراً لسعر (Price Signal) أسهم المشروعات المطروحة في سوق الأوراق المالية يعكس كفاءة وجوده أداء المنشأة. في حين يفتقر النظام المصرفي إلى مؤشر السعر ما يؤدي إلى الاستمرار في تمويل المشروعات ذات العائد السلبي^(١٧).

بالرغم من وجود الرأيين السابقين، فإن القضية يمكن ألا تكون المفاضلة بين النظامين المصرفي والسوقي، بل على النقيض، يمكن الاستفادة من مزايا كل نظام بالنظر إلى النظامين بصورة تكاملية من خلال ما يقدمانه من خدمات مالية متطورة. وعلى ذلك وجدت آراء مؤيدة للتطوير المالي^(١٨)، يتمثل محور اهتمامها في كيفية رفع كفاءة المؤسسات المالية الوسيطة والأسواق المالية في توفير خدمات مالية جيّدة لقطاعات الاقتصاد بما فيها قطاع الصناعة^(١٩).

٣ - الدراسات التطبيقية لأثر التطوير والهيكل المالي في الصناعات التحويلية

من الدراسات التي كان لها دور رائد في التعرف إلى أثر التطوير المالي في النمو الصناعي دراسة ر. راجان ول. زنگلاس (R. Rajan and L. Zinglas) التي أجريت على ٣٦ صناعة في ٤٣ دولة خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٨٩. وحددت الدراسة مدى احتياج الصناعة إلى التمويل على أساس نوعية الصناعة وتبنيها لتكنولوجيا معينة. واستنتجت الدراسة أن الصناعات التي تعتمد بشكل أساسي على التمويل الخارجي (مثل صناعة الدواء) سوف تنمو عدداً وحجماً بشكل أكبر من الصناعات التي لا تحتاج إلى تمويل خارجي (مثل صناعة التبغ)، وذلك في الدول التي تميّز بالتطوير المالي. وعليه، فقد توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين التطوير المالي والنمو الصناعي لا تقتصر على الارتباط فقط بل يوجد اتجاه سببية من التطوير المالي إلى النمو الصناعي^(٢٠).

Rajan and Zingales, «Financial Systems, Industrial Structure and Growth,» pp. 474-476. (١٥)

Luintel [et al.], «Financial Structure and Economic Growth,» p. 183. (١٦)

Rajan and Zingales, Ibid., p. 475. (١٧)

Levine (١٨) من الآراء المؤيدة للتطوير المالي ككل باعتبار أن النظام المالي والسوقي مكملين لبعضهما البعض. انظر: (1997); Merton and Bodie (1995), and Huybens and Smith (1999).

Luintel [et al.], Ibid., p. 198.

لمزيد من المعلومات عن هذه الدراسات، انظر: (١٩)

فالتطوير المالي يساعد النظام المالي على أداء وظائفه بشكل أكثر كفاءة من حيث تخصيص الموارد، وسرعة تراكم رأس المال المادي والبشري، وإحداث تقدّم تكنولوجي. انظر: Boong-Soo Lee, «Bank-based and Market-based: Financial Systems: Time-series Evidence,» *Pacific-Basin Finance Journal*, no. 20 (2012), p. 175, and Ujunwa [et al.], «Financial Structure and Economic Growth in Nigeria: Theory and Evidence,» p. 229.

Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, «Financial Dependence and Growth,» *American Economic Review*, vol. 88, no. 3 (1998), pp. 559-586. (٢٠)

Review, vol. 88, no. 3 (1998), pp. 559-586.

كما أوضحت دراسة ج. بانغ وه. وو (J. Pang and H. Wu) التي أجريت على ٢٧ صناعة في ٤٥ دولة خلال الفترة ١٩٦٣ - ٢٠٠٢، أن التطوير المالي يساعد الصناعات - التي تعتمد بشكل أساسي على التمويل الخارجي - على كفاءة تخصيص رأس المال بسبب توفير المعلومات عن الفرص الاستثمارية الكافية بتكلفة أقل^(٢١).

ومن ناحية أخرى اهتمت بعض الدراسات بالتعرف إلى أثر الهيكل المالي في النمو الصناعي. فقد استنتجت دراسة ت. بك ور. ليفاين (T. Beck and R. Levine) التي طُبِّقت على ٣٦ صناعة في ٤٢ دولة خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٩٠ عدم وجود أثر للهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية محلّ الدراسة. في حين أوضحت الدراسة تحقُّق كفاءة تخصيص رأس المال ونمو الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي في الدول التي تتميز بارتفاع معدل التطوير المالي ووجود نظام قانوني فاعل يحمي المستثمرين^(٢٢)، أما دراسة س. تادس (S. Tadesse) التي أجريت على عشر صناعات في ٣٦ دولة خلال الفترة ١٩٨٠ - ١٩٩٥ فأوضحت أن النظام المصرفي كان أكثر فعالية في الدول غير المتطوّرة مالياً بينما كان النظام السوقي أكثر فعالية في الدول المتطورة مالياً^(٢٣).

كما استنتجت دراسة و. كارلن وماير (W. Carlin and C. Mayer) التي طُبِّقت على ٢٧ صناعة في دول OECD خلال الفترة ١٩٧٠ - ١٩٩٥ وجود علاقة قوية بين هيكل النظام المالي ونمو الصناعات والاستثمارات في الدول محلّ الدراسة. وقد ربطت الدراسة بين هيكل النظام المالي ومراحل النمو. حيث أوضحت اتجاه هيكل الدول المتقدمة إلى النظام السوقي، واتجاه هيكل الدول النامية إلى النظام المصرفي. وأكدت الدراسة أن النظام المصرفي الذي يضم عدداً كبيراً من البنوك الصغيرة يساعد على نمو الاستثمارات قصيرة الأجل، أما النظام المصرفي الذي يضم عدداً قليلاً من البنوك الضخمة فيساعد على نمو الصناعات التي تحتاج إلى استثمارات طويلة الأجل^(٢٤).

أما دراسة باوم ود. شيفرو أو. تالافيرا (C. Baum, D. Schäfer and O. Talavera) التي أجريت على ٥٥٠٠ منشأة في ٣٥ دولة خلال الفترة ١٩٨٨ - ٢٠٠٦، فقد توصلت إلى أن المنشآت التي تعمل في ظلّ نظام مالي سوقي تواجه قيوداً في التمويل أكثر من المنشآت التي تعمل في ظلّ نظام مالي مصرفي. وعلى ذلك، فقد استنتجت الدراسة وجود أثر لهيكل السوق في أحجام المنشآت وأصولها^(٢٥).

(٢١) Jiaren Pang and Haibin Wu, «Financial Markets, Financial Dependence, and the Allocation of Capital,» *Journal of Banking and Finance*, no. 33 (2009), p. 810.

(٢٢) Beck and Levine, «Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-based System Matter?», pp. 147-180.

(٢٣) Solomon Tadesse, «Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence,» *Journal of Financial Intermediation*, no. 11 (2002), p. 433.

(٢٤) Wendy Carlin and Colin Mayer, «Finance, Investment, and Growth,» *Journal of Financial Economics*, no. 69 (2003), pp. 192-193.

(٢٥) Christopher Baum, Dorothea Schäfer and Oleksandr Talavera, «The Impact of the Financial System's Structure on Firms' Financial Constraints,» *Journal of International Money and Finance*, no. 30 (2011), pp. 678-691.

ثانياً: منهجية الدراسة

تتمثل منهجية الدراسة في تقدير النموذج الآتي باستخدام طريقة تجميع السلاسل الزمنية مقطعيًا للدول والصناعات Country-Industry Panel Data. وقد تمّت الاستعانة بنسبة الإنفاق الحكومي على التعليم ونسبة الإنفاق الاستثماري الثابت من الناتج المحلي الإجمالي^(٢٦). ليعكس خصائص الدول Country Characteristics. كما تمّ إدخال متغيّر يعبر عن اعتماد الصناعة على التمويل الخارجي ليعكس خصائص الصناعات (Industry Characteristics). أما بالنسبة إلى خصائص الدول والصناعات معاً فتمت الاستعانة بنصيب الصناعة i في الدولة c من إجمالي القيمة المضافة لقطاع الصناعة في الدولة c عام ١٩٩٨، بالإضافة إلى متغيّر يعبر عن التفاعل بين خصائص الدول (التطوير والهيكل المالي) وخصائص الصناعات (اعتماد الصناعة على التمويل الخارجي)^(٢٧).

$$G_{ic} = \alpha_c \text{Country} + \alpha_i \text{Industry} + B_{i,c} \text{Share} + \delta_1 (RZ_i * FD_c) + \delta_2 (RZ_i * FS_c) + u_{i,c}$$

حيث G_{ic} تعبر عن معدّل نمو القيمة المضافة بالأسعار الثابتة للصناعة i في الدولة c ، وذلك كمعوسط لفترة الدراسة ١٩٩٨-٢٠٠٨^(٢٨)، ويعبر كلّ من Country و Industry عن خصائص الدول والصناعات على التوالي. أما Share فتمثل نصيب الصناعة i في الدولة c من إجمالي القيمة المضافة لقطاع الصناعة في الدولة c عام ١٩٩٨ (العام الأوّل في فترة الدراسة). ويعكس المؤشر RZ اعتماد الصناعة i على التمويل الخارجي. ويعكس FD_c و FS_c مستوى التطوير المالي والهيكل المالي في الدولة c على التوالي.

الهدف من تطبيق النموذج هو اختبار أثر التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل الخارجي في بعض الدول النامية، وذلك من خلال التعرّف إلى إشارة ومدى معنوية المعاملين δ_1 و δ_2 . وتتوقّف القيمة المتوقعة للمعاملين كليهما على الآراء المختلفة. بالنسبة إلى الآراء المؤيدة للنظام المصرفي، فإنها تتوقّع أن يكون $\delta_1 > 0$ ، و $\delta_2 < 0$ ، وذلك لتوقع أن التطوير المالي واتساع دور النظام المصرفي سيؤثر معنوياً في الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي^(٢٩)، أما بالنسبة إلى الآراء المؤيدة للنظام السوقي، فإنها تتوقع أن يكون $\delta_1 > 0$ ، و $\delta_2 > 0$ ، وذلك لتوقع أن التطوير المالي واتساع دور النظام السوقي سيؤثر معنوياً في الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي. أما بالنسبة إلى الآراء المؤيدة للتطوير المالي، فإنها تتوقع أن يكون $\delta_1 > 0$ ، و $\delta_2 = 0$ ، وذلك لتوقع أن التطوير المالي سيؤثر معنوياً في الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي بينما لن يكون لهيكل النظام المالي أثر معنوي.

World Bank, «World Development Indicators, Database Online, <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>» (٢٦)

Rajan and Zingales, «Financial Dependence and Growth,» p. 575. (٢٧)

تمّ اختيار فترة الدراسة وفقاً لما هو متاح من بيانات. (٢٨)

ترجع الإشارة السالبة إلى المعامل δ_2 لأن مؤشّر هيكل النظام المالي الذي تمّ استخدامه في الدراسة هو عبارة عن نسب حجم أو نشاط النظام السوقي إلى حجم أو نشاط النظام المصرفي (وذلك كما سيتمّ توضيحه في الجزء الآتي)، وبهذا فإن العلاقة الطردية بين اتساع النظام المصرفي ونمو القطاع الصناعي سوف تعكسها الإشارة السالبة، نظراً لأن النشاط المصرفي يكون في مقام مؤشّر هيكل النظام المالي.

ثالثاً: توصيف متغيرات الدراسة ونتائج القياس

١ - متغيرات الدراسة

أ - معدل نمو القيمة المضافة للصناعة

بما أن التمويل المتاح لا يؤثر فقط في الاستثمار في الصناعة بل يؤثر في قدرة المنشأة على الإنتاج، فإن أفضل مقياس يعبر عن تحسن وضع الصناعة هو نمو القيمة المضافة. وعليه فإن المتغير التابع في الدراسة هو متوسط نمو القيمة المضافة بالأسعار الثابتة للصناعات التحويلية خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠٨. ومصدر بيانات القيمة المضافة ونصيب الصناعة من القيمة المضافة إلى عدد ٢٢ صناعة تحويلية في الدول محل الدراسة هو قاعدة بيانات منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية Unido^(٣٠).

ب - الاعتماد على التمويل الخارجي

تمت الاستعانة بمؤشر RZ المقدر بواسطة كل من ر. راجان ول. سنغالاس للتعبير عن مدى اعتماد الصناعات على التمويل الخارجي^(٣١). وتم تكوين أرقام هذا المؤشر وفقاً لبيانات المشروعات الصناعية الأمريكية خلال فترة الثمانينيات والمقيدة في سوق الأوراق المالية الأمريكي الذي يتميز بالكفاءة. وقد كون الباحثان قيمة هذا المؤشر من خلال طرح التدفقات الجارية (Cash Flow) من الإنفاق على رأس المال ونسبة إلى الإنفاق على رأس المال، وذلك بالنسبة إلى كل منشأة تابعة لأي صناعة من الصناعات التحويلية كل منها على حدة، ثم تجميع كل من بيانات البسط والمقام خلال فترة الثمانينيات قبل قسمتهما. والهدف من ذلك هو الحد من أثر التقلبات في النتائج وجعلها أكثر سلاسة. وبما أن قيمة المؤشر تعكس النسبة من الإنفاق على رأس المال التي يتم تمويلها من خارج المنشأة، فإن تسجيل المؤشر قيمة سالبة لصناعة معينة يعكس اعتماد هذه الصناعة على التمويل الخارجي.

واعتمد الباحثان في تكوين هذا المؤشر على افتراض اعتماد بعض الصناعات على التمويل الخارجي أكثر من الآخرين لوجود اختلافات فنية في ما بين الصناعات، والتي نادراً ما تتغير في ما بين الدول إلا في أضيق الحدود. وعلى ذلك فإن صناعة الأدوية تتصف بارتفاع نطاق حجم الصناعة وطول فترة التشييد وطول الفترة السابقة على تحقيق العائد مقارنة بصناعة النسيج في كل من الولايات المتحدة وكوريا على حد سواء. وهكذا سوف تشابه التدفقات الجارية والإنفاق على رأس المال في الصناعة نفسها في الدولتين. فإن الإنفاق على رأس المال غالباً ما يختلف خلال دورة حياة المشروع. وبما أن الصناعات في الدول المتقدمة وصلت إلى مراحل أعلى في دورات حياتها عن الدول النامية، فقد أشار ر. راجان ول. سنغالاس إلى أن وضع الصناعة في الولايات المتحدة في السبعينيات يتفق مع وضع الصناعة في الدول النامية في الثمانينيات لتأخر تبني التكنولوجيا في الدول النامية. وقد أكد الباحثان وجود

United Nations Industrial Development Organization (UNIDO) (2011), Industrial Statistics Database, (٣٠)
<<http://www.unido.org/>>.

Rajan and Zingales, «Financial Dependence and Growth».

(٣١)

ارتباط قوي بين نتائج المؤشرين المحسوبين وفقاً لبيانات الصناعة في الولايات المتحدة في السبعينيات والثمانينيات. وعلى ذلك، وللتعرف إلى مدى اعتماد الصناعة على التمويل الخارجي في الدول النامية في عقد من الزمن تتم الاستعانة بالمؤشر الذي تمّ تقديره وفقاً لبيانات الصناعة في الدول المتقدمة في العقد السابق له. وبما أن الفترة التي تشملها الدراسة الحالية تضم السنوات 1998 - 2008، فقد تمّت الاستعانة بمؤشر RZ الذي قام بتقديره كل من راجان وسنغلاس للدول المتقدمة في الثمانينيات⁽³²⁾.

وبالرغم من اشتغال مؤشر RZ على 36 صناعة وفقاً للتصنيف الثلاثي للصناعات (Three Digit)، فإن البيانات التي تمّ الحصول عليها من قاعدة بيانات منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (Unido) خلال فترة الدراسة كانت متاحة وفقاً للتصنيف الثنائي (Two Digit). وعليه، تمّت الاستعانة بمؤشر RZ بالنسبة إلى الصناعات التي لم تتغير وفقاً لتغيير التصنيف. أما بالنسبة إلى الصناعات التي دمجت في صناعة واحدة بسبب التصنيف الثنائي (مثل صناعة الأغذية وصناعة المشروبات) فقد تمّ عمل متوسط لمدى الاعتماد على التمويل الخارجي للصناعتين والحصول على قيمة واحدة.

ويضم العمود الرقم (1) في الجدول الرقم (1) في الملحق مؤشر الاعتماد على التمويل الخارجي RZ لـ 22 صناعة محلّ الدراسة. وتمّ ترتيب المؤشر تصاعدياً من الصناعات الأقل اعتماداً على التمويل الخارجي إلى الصناعات الأكثر اعتماداً على التمويل الخارجي. ويتضح من الجدول أن صناعة المعدات المهنية والطبية هي أكثر الصناعات اعتماداً على التمويل الخارجي، أما صناعة التبغ فلا تحتاج إلى تمويل خارجي.

ج - مؤشرات التطوير والهيكل المالي

لاختبار أثر كل من التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية في الدول النامية محل الدراسة، تمّ الاعتماد على البيانات الواردة في قاعدة بيانات A New Database Financial Development and Structure 1960-2008⁽³³⁾.

(1) مؤشرات تطوير النظام المالي⁽³⁴⁾

• مؤشر نشاط النظام المالي: يعكس اتساع مستوى نشاط النظام المالي مقارنة بمستوى النشاط الاقتصادي للمجتمع ككل. والمؤشر الذي تمّ استخدامه ليعبر عن مستوى تطوير النظام المالي وفقاً لنشاطه عبارة عن حاصل جمع مؤشرين: أحدهما يعبر عن مستوى نشاط النظام المصرفي والآخر يعبر عن مستوى نشاط النظام السوقي. بالنسبة إلى مؤشر نشاط النظام المصرفي، تم استخدام مؤشر نسبة

(32) قدر راجان وسنغلاس مؤشر RZ لعقدي السبعينيات والثمانينيات. انظر: المصدر نفسه، ص 561 - 570.

(33) Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, «A New Database Financial Development and Structure 1960-2008», *World Bank Economic Review*, no. 14 (2000), <<http://econ.worldbank.org/wbsite/external/extdec/extresearch/0,,contentmdk:20696167~pagepk:64214825~pipk:64214943~thesitepk:469382,00.html>>.

(34) يجب أن يعكس مؤشر التطوير المالي الوظائف الأساسية للنظام المالي، إلا أنه لا يوجد مؤشر وحيد يعكس كل وظائف النظام المالي. لذلك تمّ اتباع ما هو معمول به في الدراسات التطبيقية من حيث الاستعانة بعدة مؤشرات تعكس التطوير المالي. والمؤشرات التي تمّت الاستعانة بها تتمثل في قياس مستوى نشاط النظام المالي وحجم النظام المالي.

الائتمان المتاح للقطاع الخاص بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى/ الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس هذا المؤشر إحدى الوظائف الأساسية للنظام المصرفي والمتمثلة في تعبئة المدخرات وتوفيرها من خلال قنوات لتمويل المشروعات الإنتاجية المملوكة للقطاع الخاص. أما في ما يخص مؤشر نشاط النظام السوقي، فقد تم استخدام معدل التداول في سوق الأوراق المالية والذي يعكس مستوى نشاط السوق ومقدار السيولة التي يوفرها سوق الأوراق المالية للاقتصاد. وتم قياسه بإجمالي قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي^(٣٥).

● **مؤشر حجم النظام المالي:** يعكس حجم ومدى اتساع قاعدة النظام المالي مقارنة بحجم الاقتصاد ككل. والمؤشر الذي تم استخدامه ليعبر عن مستوى تطوير النظام المالي وفقاً لحجمه عبارة عن حاصل جمع مؤشرين: أحدهما يعبر عن حجم النظام المصرفي والآخر يعبر عن حجم النظام السوقي. بالنسبة إلى مؤشر حجم النظام المصرفي فهو عبارة عن إجمالي أصول البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى/ الناتج المحلي الإجمالي. وارتفاع قيمة المؤشر تعكس زيادة حجم النظام المصرفي وارتفاع قدرته على القيام بوظائفه. أما مؤشر حجم النظام السوقي فهو عبارة عن مؤشر رسملة السوق (Market Capitalization) الذي يُقيم حجم سوق الأوراق المالية مقارنة بحجم الاقتصاد ككل. وهو عبارة عن القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي^(٣٦).

(٢) مؤشرات هيكل النظام المالي

● **مؤشر الهيكل - النشاط:** يقيس نشاط النظام السوقي مقارنةً بنشاط النظام المصرفي. وهو عبارة عن (قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي) منسوباً إلى الائتمان المتاح للقطاع الخاص بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى/ الناتج المحلي الإجمالي).

● **مؤشر الهيكل - الحجم:** يقيس حجم النظام السوقي مقارنة بحجم النظام المصرفي. وهو عبارة عن (القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي) منسوباً إلى إجمالي أصول البنك المركزي والبنوك التجارية والمؤسسات المالية الأخرى/ الناتج المحلي الإجمالي).

ويختلف المؤشران في تركيز مؤشر الهيكل - النشاط على سيولة كلا النظامين السوقي والمصرفي، في حين يركز مؤشر الهيكل - الحجم على حجم كلا النظامين. وارتفاع قيمة أحد المؤشرين يعكس اتساع نشاط النظام السوقي أو حجمه بالنسبة إلى النظام المصرفي^(٣٧).

(٣٥) لمزيد من المعلومات عن مؤشرات نشاط النظام المالي، انظر: Jacques-Loesse Esso, «Cointegration and Casual Relationship Between Financial and Economic Growth in ECOWAS Countries.» *Journal of Economics and International Finance*, vol. 2, no. 3 (2010), p. 40; Levine, «Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?», p. 14; Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt, «Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time-Data and Analysis.» World Bank Policy Research, Working Paper, no. 4943 (2009), p. 13.

(٣٦) لمزيد من المعلومات عن مؤشرات حجم النظام المالي، انظر: Beck, Demirgüç-Kunt, Ibid., p. 8; Levine, Ibid., p. 15, and Luintel [et al.], «Financial Structure and Economic Growth.» p. 182.

Beck, Demirgüç-Kunt, Ibid., p. 17.

(٣٧)

استناداً إلى ما سبق، يتضح أنه تمّ قياس التطوير المالي والهيكل المالي بالاعتماد على كلّ من مستوى النشاط والحجم. غير أن درجة الارتباط بينهما مرتفعة وفقاً لنتائج مصفوفة الارتباط، ما سوف ينتج مشكلة الارتباط السلسلي في حال إدخالهما معاً في نموذج الانحدار. ولتجنب هذه المشكلة الإحصائية تمّ تجميع بيانات النشاط والحجم من خلال تطبيق أسلوب المركب الرئيسي الأول (First Principle Component)⁽³⁸⁾ على مؤشرات التطوير المالي والهيكل المالي كل على حدة. والمؤشران المحسوبان معروضان في العمودين الرقمين (٢) و(٤) في الجدول الرقم (٢) من الملحق.

٢ - نتائج القياس

نتيجة لعدم توافر بيانات عن القيمة المضافة للصناعات التحويلية لكثير من الدول النامية خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠٨ في قاعدة بيانات UNIDO، بالإضافة إلى عدم توافر بيانات عن مؤشرات التطوير المالي للدول المعنية نفسها، فقد اقتصرنا الدراسة على ٣٠ دولة نامية منخفضة ومتوسطة ومرتفعة الدخل، وذلك وفقاً لتصنيف البنك الدولي⁽³⁹⁾. وبذلك أصبح إجمالي عدد المشاهدات ٦٦٠ مشاهدة (٣٠ دولة * ٢٢ صناعة) باستخدام طريقة تجميع السلاسل الزمنية مقطعية للدول والصناعات (Country-Industry Panel Data)، وذلك في متوسط الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠٨.

بتطبيق طريقة المربعات الصغرى على نموذج القياس الموضح سابقاً في منهجية الدراسة، وبأخذ اللوغاريتم لطرفي المعادلة، بالإضافة إلى استبعاد المتغيرات غير المعنوية تمّ الحصول على النتائج الآتية:

$$Growth = -0.13Share + 0.75(RZ * FD) - 0.64(RZ * FS) + 0.41(inv)$$

(-4.38)***
(3.8)***
(-5.16)***
(1.9)**

$$R^2 = 0.6 \text{ F-Statistics} = 156.2 \text{ Prob (F-statistic)} = 0.0000$$

(***), (**), (*) النتائج معنوية إحصائياً عند ١ بالمئة و ٥ بالمئة على التوالي.

تعكس القيمة السالبة لمعامل مساهمة القيمة المضافة للصناعة i في إجمالي الصناعات التحويلية في الدولة c عام ١٩٩٨ (share) أن الصناعات التي لها مساهمة أكبر في القيمة المضافة في بداية فترة الدراسة (عام ١٩٩٨) تباطأ معدل نموها في السنوات اللاحقة.

(38) يعتبر أسلوب المركب الرئيسي الأولي (First Principle Component) من الأساليب التي تساعد على خفض عدد المتغيرات المرتبطة. ويتميز هذا الأسلوب بكونه يحتوي على أكبر قدر من تباينات الظاهرة الأصلية، وبالتالي الحصول على صورة جديدة قريبة جداً من البيانات الأصلية. كما يتميز الأسلوب باستقلالية المتغيرات الجديدة. انظر: عبد الفتاح قنديل، التحليل متعدد المتغيرات: النظرية والتطبيق (القاهرة: جامعة بنها، ٢٠٠١)، ص ٢٨٧ و ٣٠٣.

(39) الدول منخفضة الدخل هي: كينيا، وتنزانيا.

- الدول ذات الدخل المتوسط المنخفض هي: الهند، المغرب، إندونيسيا، مغوليا، سريلانكا، الفلبين، ومصر.

- الدول ذات الدخل المتوسط المرتفع هي: البرازيل، التشيلي، كولومبيا، كوستاريكا، الإكوادور، الأردن، ماليزيا، المكسيك، بلغاريا، إيران، لاتفيا، رومانيا، روسيا، جنوب أفريقيا، تونس، تركيا، موريشوس، والأوروغواي.

- الدول مرتفعة الدخل هي: سلطنة عُمان، سنغافورة، وجمهورية التشيك.

- الدول مصنفة لمجموعات الدخل وفقاً لتصنيف البنك الدولي. انظر: World Bank, World Development Indicators, Database Online.

ويتضح من النتائج أن معامل تفاعل متغير التطوير المالي (FD) ومتغير الاعتماد على التمويل الخارجي (RZ) معنوي وإشارته موجبة، ما يعكس وجود علاقة معنوية موجبة بين التطوير المالي ونمو القيمة المضافة إلى الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل الخارجي في الدول محل الدراسة. وتتفق هذه النتيجة مع مؤيدي التطوير المالي، الذين أكدوا أهمية تطوير الخدمات المالية وأنها مكتملة لبعضها البعض بغض النظر عن الهيكل المالي^(٤٠).

وبناءً على ذلك فإن الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي، ستتأثر إيجابياً في حالة ارتفاع معدلات التطوير المالي بها. ووفقاً للعمود الرقم (٢) في الجدول الرقم (١) يلاحظ أن صناعة التبغ وصناعة الدبغ وتهيئة الجلود هي أقل الصناعات نمواً خلال فترة الدراسة، وفي الوقت نفسه هي صناعات لا تحتاج إلى التمويل الخارجي.

وعلى الجانب الآخر يلاحظ أن الصناعات التي حققت معدلات نمو مرتفعة هي صناعة المعدات المهنية والعلمية، وصناعات المعدات المكتبية، والأجهزة الكهربائية، والمركبات، ومعدات النقل، ومنتجات الفحم والنفط وهي صناعات تعتمد في الأساس على التمويل الخارجي. علاوة على ذلك، اتضح أن الدول التي تميّزت بارتفاع معدل النمو عن وسيط نمو القيمة المضافة تميّزت بارتفاع معدل التطوير المالي بها^(٤١)، أما صناعات الورق، والأثاث، والصناعات المعدنية الأساسية، والآلات والمعدات فقد حققت معدلاً مرتفعاً من النمو بالرغم من انخفاض اعتمادها على التمويل الخارجي، ويمكن تفسير نموها بعوامل أخرى غير التطوير المالي مثل الإنفاق الاستثماري الثابت.

كما تظهر نتائج التقدير أن معامل تفاعل متغير هيكل السوق (FS) ومتغير الاعتماد على التمويل الخارجي (RZ) معنوي وإشارته سالبة، ما يعني أن النظام المصرفي له تأثير معنوي في نمو الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل الخارجي في الدول النامية محل الدراسة. وعلى ذلك فإن النتيجة تتفق مع مؤيدي النظام المصرفي الذين أكدوا أهمية الدور الذي يؤديه النظام المصرفي مقارنةً بالنظام السوقي خاصة في الدول النامية^(٤٢)، فما زال أغلب الدول النامية يتجه من القطاع التقليدي الزراعي لقطاع التصنيع ويقوم النظام المصرفي في تلك الدول بتمويل الاستثمارات في القطاع الصناعي الحديث، وخاصة الاستثمارات الضخمة^(٤٣).

وأخيراً توضح النتائج العلاقة الموجبة المعنوية بين الإنفاق الاستثماري الثابت ونمو القيمة المضافة. فمما لا شك فيه أن جزءاً من نمو القيمة المضافة إلى قطاع الصناعات التحويلية يرجع إلى نمو الاستثمارات الثابتة فيه وخاصة بالنسبة إلى الصناعات التي تعتمد على الكثافة الرأسمالية.

(٤٠) Shankha Chakraborty and Tridip Ray, «Bank-Based Versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis», *Journal of Monetary Economics*, no. 53 (2006), p. 332.

(٤١) تمت مقارنة معدّل نمو كلّ صناعة لكلّ دولة على حدة خلال فترة الدراسة مع وسيط نمو القيمة المضافة.

(٤٢) Luintel [et al.], «Financial Structure and Economic Growth», p. 184.

(٤٣) Chakraborty and Ray, «Bank-Based Versus Market-based Financial Systems: A Growth-theoretic Analysis», p. 332.

وبتقدير الوسيط لكل من المتغير (المركب الرئيسي الأول) الذي يعبر عن التطوير المالي والمتغير (المركب الرئيسي الأول) الذي يعبر عن الهيكل المالي للدول النامية محل الدراسة يتضح أن الوسيط يبلغ ٠,٨١، بالنسبة إلى التطوير المالي ويبلغ ٠,٥٤، بالنسبة إلى الهيكل المالي. ويتضح في الجدول الرقم (٢) الذي يضم كلا المؤشرين المرتبين تنازلياً، أن أعلى معدلات التطوير المالي كانت في سنغافورة (دولة مرتفعة الدخل)، وجنوب أفريقيا وماليزيا، والأردن، والتشيلي (دول ذات دخل متوسط مرتفع)، ومصر (دولة ذات دخل متوسط منخفض). وبالنسبة إلى الدول التي تميّز هيكلها المالي باتساع النظام السوقي فهي جنوب أفريقيا، وسنغافورة، والأردن، وماليزيا. وعلى الجانب الآخر يتضح اتجاه الهيكل المالي لكل من تركيا، والهند، وروسيا إلى النظام السوقي، ولكن ذلك ليس بسبب ارتفاع نشاط سوق الأوراق المالية، بل بسبب عدم تطوّر النظام المصرفي بشكل كبير في تلك الدول^(٤٤).

أما تنزانيا، ورومانيا، ومنغوليا فقد سجلت أقل معدلات للتطوير المالي. وبالرغم من عدم تطور أيّ من النظامين في تلك الدول، فإن النظام المصرفي كان أفضل حالاً من النظام السوقي ما أضفى على هيكلها الطابع المصرفي.

استناداً إلى ما سبق، ووفقاً لبيانات الجدول الرقم (٢)، يتضح أن الدول التي حققت أعلى معدلات للتطوير المالي أخذ هيكلها القاعدة السوقية وهي دول ذات مستوى الدخل المرتفع أو المتوسط المرتفع. أما الدول التي سجلت أقل معدلات للتطوير المالي فقد أخذ هيكلها القاعدة المصرفية وتنتمي أغلبها إلى الدول ذات مستوى الدخل المنخفض أو المتوسط المنخفض. وهذه النتيجة تؤكدها دراسات عديدة^(٤٥).

رابعاً: التطوير والهيكل المالي في الاقتصاد المصري ونمو الصناعات التحويلية

١ - مؤشرات التطوير والهيكل المالي في الاقتصاد المصري

استند عرض وتحليل تطوير النظام المالي وهيكله في مصر إلى المؤشرات التي تمّ عرضها في الجزء الثالث من الدراسة. وبدأ التحليل عام ١٩٩١ نظراً إلى بدء صياغة وتنفيذ سياسة واضحة للتطوير المالي في مصر، وانتهى التحليل عام ٢٠٠٨ وذلك وفقاً للبيانات المتاحة.

أ - مؤشرات تطوير النظام المالي في الاقتصاد المصري

● مؤشر نشاط النظام المصرفي: انخفض مؤشر نشاط النظام المصرفي (الائتمان الممنوح للقطاع الخاص/ الناتج المحلي الإجمالي) إلى ٠,١٩ عام ١٩٩٢ مقارنة بقيمة بلغت ٠,٢٢ عام ١٩٩١، وذلك

(٤٤) تمّ التوصل إلى هذه النتيجة من بيانات نشاط وحجم كل من النظام المصرفي والسوقي في هذه الدول خلال فترة الدراسة.

Luintel [et al.], Ibid., and Chakraborty and Ray, Ibid.

(٤٥)

كما يتضح من العمود الرقم (١) في الجدول الرقم (٣). ويمكن إرجاع هذه النتيجة إلى فرض سقف ائتمانية في أيار/ مايو ١٩٩١ وإلغائها في تشرين الأول/ أكتوبر ١٩٩٢.

وقد استمرّ نمو الائتمان الممنوح للقطاع الخاص بشكل وصل إلى حدّ الإفراط، حيث بلغ نصيبه من الناتج المحلي الإجمالي ٥٣،٠ عام ٢٠٠٢ مقارنة بقيمة بلغت ٢٤،٠ عام ١٩٩٤. ويمكن تفسير التوسّع الكبير في الائتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي استهدف تبني اقتصادات السوق، ومن ثمّ الاعتماد على القطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية. كما تمّ تحرير سعر الفائدة الدائنة والمدينة عام ١٩٩١ ما أدى إلى أن أصبحت أسعار الفائدة الحقيقية موجبة، بالإضافة إلى تحرير سعر الصرف عام ١٩٩١، وإلى السماح للتعامل بالنقد الأجنبي خارج البنوك من خلال شركات الصرافة. كما تمّ خفض نسبة الاحتياطي عام ١٩٩٠ وخفض نسبة السيولة عام ١٩٩١، بالإضافة إلى إصدار أذون الخزانة عام ١٩٩١ لتمويل عجز الموازنة من مدخّرات حقيقية^(٤٦)، ومن ناحية أخرى تمّ إصدار القانون رقم ٣٧ لعام ١٩٩٢ لضبط النظام المصرفي وتنظيم آلية الدخول والخروج من السوق المصرفي وإزالة القيود على أنشطة البنوك، بالإضافة إلى الحفاظ على مدخّرات المودعين، وأصدر القانون رقم ١٠١ لسنة ١٩٩٣ الذي ألغى القيد الخاص بالتعامل بالعملة المحلية بالنسبة إلى بنوك الاستثمار والأعمال الشاملة لفروع البنوك الأجنبية^(٤٧). وقد ساعدت الإجراءات السابقة على تعبئة المدخّرات بشكل كبير ووجّه إلى الائتمان الخاص.

إلا أنه بدءاً من عام ٢٠٠٣ أخذ الائتمان الممنوح للقطاع الخاص الاتجاه النزولي بشكل يعرف بظاهرة قمع الائتمان. وقد انتهج الجهاز المصرفي هذا الاتجاه بسبب تصاعد ظاهرة الديون المتعثّرة الناجمة عن ارتفاع درجة التركيز في القروض الممنوحة للقطاع الخاص بالإضافة إلى توجيهها نحو قطاعات تتسم بدرجة عالية من المخاطرة مثل قطاع المقاولات^(٤٨)، ومن أجل اتّباع القواعد المصرفية السليمة بشأن منح التسهيلات الائتمانية، رفع البنك المركزي عام ٢٠٠٢ الحدّ الأدنى لمعدّل كفاية رأس المال من ٨ بالمئة إلى ١٠ بالمئة، وذلك وفقاً لمعايير لجنة بازل^(٤٩)، وبالإضافة إلى الاتجاه نحو تفعيل أحكام قانون مكافحة غسل الأموال من خلال وضع ضوابط رقابية يتعيّن التزام البنوك بها^(٥٠). علاوة على ذلك تمّ إصدار قانون البنك المركزي والجهاز المصرفي والنقد رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ الذي أكد الضوابط الرقابية لتوفير نوع من الإنذار المبكر عن الأوضاع المالية للبنوك، ووضع معايير لما تقدّمه البنوك من تمويل وتسهيلات ائتمانية. كما صدر القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٥ الخاص بتحديد العقوبات

(٤٦) محب خله توفيق، «تطور الائتمان المصرفي لقطاع الأعمال الخاص منذ منتصف التسعينيات: دراسة تحليلية لمعالم أزمة الائتمان»، مصر المعاصرة، العدد ٤٩٦ (٢٠٠٩)، ص ٢٤٧ - ٢٤٨، و Sunil Poshakwale and Binsheng Qian، «Competitiveness and Efficiency of the Banking Sector and Economic Growth in Egypt»، *African Development Review*, vol. 23, no. 1 (2011), p. 100.

(٤٧) النشرة الاقتصادية (البنك الأهلي المصري)، العدد ٣ (٢٠٠٥)، ص ٦.

(٤٨) محمود حسن حسني، «الركود الاقتصادي في مصر بين مصيدة السيولة وقمع الائتمان»، ورقة قدّمت إلى مؤتمر: «أزمة السيولة والركود الاقتصادي في مصر» الذي عُقد في كلية التجارة وإدارة الأعمال في جامعة حلوان، ٢٠٠٣، ص ٥ و ١٥.

(٤٩) سهير محمود معتوق، «لجنة بازل وكفاءة الرقابة المصرفية»، مصر المعاصرة، العدد ٤٨٢ (٢٠٠٦)، ص ٢٠.

(٥٠) البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، ٢٠٠٢ - ٢٠٠٣ (القاهرة: البنك، ٢٠٠٣)، ص ٣٠.

على من ارتكب غشاً أو تدليساً في تقديم خدمات الاستعلام والتصنيف الائتماني لتيسير الحصول على ائتمان^(٥١)، وقد ساهمت كل الإجراءات السابقة في تقييد الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، حيث استمر في الانخفاض ليلعب نصيبه من الناتج المحلي الإجمالي ٤١، ٠ عام ٢٠٠٨ مقارنة بقيمة بلغت ٥٢، ٠ عام ٢٠٠٣.

• مؤشر نشاط النظام السوقي: سجل مؤشر نشاط النظام السوقي (قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي) قيمة متواضعة في بداية التسعينيات بلغت نحو ٠، ٠٠٤، وذلك كما يتضح من العمود الرقم (٢) في الجدول الرقم (٣). فبالرغم من السعي إلى توفير الإطار التشريعي لتنمية سوق المال بإصدار قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية عام ١٩٩٢^(٥٢)، بالإضافة إلى تحرير أسعار الفائدة على السندات والمساواة في الإعفاءات الضريبية بين عائد الاستثمار في الأوراق المالية وعائد الودائع المصرفية، علاوة على استحداث صناديق الاستثمار لجذب صغار المستثمرين^(٥٣)، فإن نشاط سوق الأوراق المالية كان ضعيفاً. ويمكن إرجاع ذلك إلى الركود الذي عانى إياه الاقتصاد المصري خلال الفترة ١٩٩١ - ١٩٩٤ الناتج من تطبيق سياسة التثبيت الاقتصادي^(٥٤) التي انعكست بشكل سلبي على نشاط سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تباطؤ تطبيق برنامج الخصخصة في أوائل التسعينيات، حيث كان مخططاً تحويل ملكية ٨٥ شركة إلى القطاع الخاص خلال الفترة ١٩٩١/١٩٩٢ - ١٩٩٣/١٩٩٤، فإن ما تم خصخصته بالفعل لم يتعد الخمس شركات^(٥٥).

غير أن قيمة مؤشر نشاط النظام السوقي ارتفعت عام ١٩٩٤ لتبلغ ٠، ٠١٥. ويمكن تفسير ذلك بتطوير عملية التداول داخل المقصورة باستخدام النظام الآلي، والسماح بمنح تراخيص مزاولة نشاط السمسرة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى تكوين ثلاثة صناديق للاستثمار. إن قيمة المؤشر انخفضت بعد ذلك لتبلغ ٠، ٠٥٩ عام ١٩٩٨ مقارنة بقيمة بلغت ٠، ٠٧٥ عام ١٩٩٧، وذلك نتيجة لتأثر سوق الأوراق المالية بالأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧، بالإضافة إلى عمليات المضاربة الواسعة التي قام بها المستثمرون في سوق الأوراق المالية المصرية^(٥٦).

وقد تحسنت قيمة مؤشر نشاط النظام السوقي لتبلغ ٠، ٠٩٩، ١١ و ٠، ١١١ عامي ١٩٩٩ و ٢٠٠٠ على التوالي. ويمكن إرجاع ذلك إلى صدور قانون الإيداع والقيود المركزي عام ٢٠٠٠ الذي يشمل أحكاماً

(٥١) توفيق، «تطور الائتمان المصرفي لقطاع الأعمال الخاص منذ منتصف التسعينيات: دراسة تحليلية لمعالم أزمة الائتمان»، ص ٢٥٧.

(٥٢) Ali Bolbola, Ayten Fatheldina and Mohamed Omranb, «Financial Development, Structure, and Economic Growth: The Case of Egypt, 1974-2002», *Research in International Business and Finance*, no. 19 (2005), p. 182.

(٥٣) «دور الجهاز المصرفي في سياسات التحوّل الاقتصادي في مصر»، النشرة الاقتصادية (البنك الأهلي المصري)، السنة ٤٥، العدد ٤ (١٩٩٢)، ص ٢٧٥.

(٥٤) حسني، «الركود الاقتصادي في مصر بين مصيدة السيولة وقمع الائتمان»، ص ٩.

(٥٥) «تقرير إنجازات برنامج الخصخصة»، وزارة قطاع الأعمال العام (المكتب الفني لوزير قطاع الأعمال العام) (٢٠٠٠).

(٥٦) ماجدة شلبي، «تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظلّ التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق»، مصر المعاصرة، العدد ٤٩٢ (٢٠٠٨)، ص ١٧.

تتناول إتمام تنفيذ وتسوية العمليات في سوق الأوراق المالية^(٥٧)، إلا أن الوضع لم يستمر، حيث انعكست أحداث ١١ أيلول/سبتمبر عام ٢٠٠١ بشكل واضح على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية سواء من جانب المصريين أو الأجانب^(٥٨)، وقد تزامن ذلك مع تباطؤ الإصلاح الهيكلي وزيادة عجز الموازنة وتراجع المؤشرات الاقتصادية^(٥٩)، ما انعكس بالسلب على قيمة مؤشر نشاط النظام السوقي حيث بلغت ٠,٣٩، ٠,٢٩، ٠ في عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٢.

وتحسنت قيمة مؤشر نشاط النظام السوقي عام ٢٠٠٤ لتبلغ ٠,٠٧١، ثم حدثت طفرة عام ٢٠٠٥، حيث بلغت القيمة ٠,٢٨، واستمر الاتجاه الصعودي حتى ٢٠٠٧ حيث بلغت قيمة المؤشر ٠,٤١. ففي عام ٢٠٠٤ أضاف البنك الدولي المبدأ السادس من مبادئ الحوكمة التي بدأ تطبيقها في مصر منذ عام ٢٠٠٠. ويتضمن ذلك المبدأ قانون الشركات بمختلف أشكالها وتعزيز الشفافية وتفعيل أسواق المال وقواعد قيد وتداول الأوراق المالية بالبورصة^(٦٠).

وفي سبيل تطوير الأدوات المالية التي تساعد على تعميق السوق وزيادة السيولة، بدأ تطبيق نظام الشراء والبيع في ذات الجلسة عام ٢٠٠٥ الذي يسمح للمستثمرين ببيع أسهم الشركات النشطة في اليوم نفسه ما يزيد من السيولة في السوق. وقد أدى تطبيق ذلك النظام إلى زيادة إجمالي قيمة التعاملات بنحو ٣٨٧ مليون جنيه بعد شهرين تقريباً من بدء التعامل به. وفي العام نفسه بدء تطبيق نظام الربط الآلي بين البورصة ومصر للمقاصة، والذي ساعد على زيادة مستويات السيولة في السوق، والقضاء على مشكلة البيع من دون كفاية الرصيد سواء المتعمدة أو غير المتعمدة، والحد من إلغاء العمليات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مصداقية العمليات المنفذة بسوق الأوراق المالية^(٦١). ولم يكن المحور التكنولوجي بعيداً من حركة التطوير، حيث بدأ لأول مرة في مصر تطبيق نظام التداول عبر الإنترنت عام ٢٠٠٦، ما يمثل نقلة نوعية للبنية التكنولوجية لسوق الأوراق المالية المصري.

وفي عام ٢٠٠٧ تم خفض زمن التسوية لجميع الأوراق المالية إلى يومين فقط بعد يوم التداول، حيث أسهم ذلك في زيادة معدلات الدوران والسيولة في السوق بشكل ملحوظ. كما تم إطلاق أول دفتر توفير للبريد من أجل استثمار في سوق الأوراق المالية المصري، ما أثر بشكل إيجابي في نشاط النظام السوقي^(٦٢)، وقد أدى تحسّن بيئة الاستثمار وتطور الأداء الاقتصادي والتطور المؤسسي والتشريعي والتنظيمي في سوق الأوراق المالية إلى تسجيل سوق الأوراق المالية المصري باعتباره من أفضل عشرة

(٥٧) التقرير السنوي ٢٠٠١ (القاهرة: الهيئة العامة لسوق المال، ٢٠٠١)، ص ٢٨.

(٥٨) زينب توفيق، «المستثمرون الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة من ١٩٩٧ إلى ٢٠٠٥»، مصر المعاصرة، العدد ٤٨٢ (٢٠٠٦)، ص ٤٩١.

(٥٩) شلبي، «تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظلّ التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق»، ص ١٧.

(٦٠) توفيق، المصدر نفسه، ص ٤٦٠.

(٦١) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٥، ص ٤ - ٥.

(٦٢) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٧، ص ٢ - ٣.

أسواق صاعدة على مستوى العالم في نهاية عام ٢٠٠٧، وفقاً لمؤشر إستاندارد أند بورز ومؤشر مورجان ستانلي^(٦٣).

وبالرغم من أن ظلال الأزمة المالية كانت تخيم على مستقبل أسواق المال في العالم عام ٢٠٠٨، فإن البورصة المصرية أعلنت أن الأزمة العالمية لن تكون عقبة في طريق تنفيذ خطط التطوير والتحديث. فقد تمّ تدشين واحد من أحدث أنظمة التداول في العالم الذي يتيح عدداً من المزايا، منها السماح بتداول أدوات مالية أكثر تقدماً كالصكوك، والمستقبليات، ومختلف المشتقات، كما يسمح بتجاوز عدد العمليات المنفّذة بضعفي الحدّ الأقصى المعمول به وبسرعة تنفيذ كبيرة. وبالرغم من هذه الخطوات الإيجابية إلا أن تراجعاً طفيفاً حدث، حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية ٣٩,٠ من الناتج المحلي الإجمالي، ويمكن تفسير ذلك بانتشار إشاعة فرض ضرائب على تعاملات البورصة بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية^(٦٤).

• **مؤشر نشاط النظام المالي:** كان التطوير المالي متأنياً في بداية التسعينيات، وذلك كما يتضح من العمود الرقم (١) في الجدول الرقم (٤)، إلا أن خطوات التطوير أخذت في الإسراع حتى العام ٢٠٠٠. وبالرغم من تراجع قيمة مؤشر نشاط النظام المالي خلال السنوات ٢٠٠١ - ٢٠٠٣، إلا أن قيمته أخذت في الارتفاع مرة أخرى منذ العام ٢٠٠٤ حتى العام ٢٠٠٨. ويرجع نمو نشاط النظام المالي إلى نمو نشاط كل من النظام المصرفي والسوقي إلى عدة أسباب سبق ذكرها، بالإضافة إلى خطوات تطوير أخرى مثل ربط فروع البنوك بمراكزها الرئيسية، وربط المراكز الرئيسية للبنوك المصرية بشبكة معلومات البنك المركزي وذلك لرفع كفاءة أداء البنوك^(٦٥). ومن أجل توفير المعلومات وزيادة الشفافية، تمّ إلزام البنوك بنشر تقاريرها المالية وفقاً لمعايير دولية^(٦٦)، وعلى الجانب الآخر تمّ تطوير سوق الأوراق المالية وشركة مصر المقاصة بالإضافة إلى استخدام التكنولوجيا الحديثة في نظام التداول والمقاصة من أجل تطوير البنية الأساسية للسوق^(٦٧).

• **مؤشر حجم النظام المصرفي:** تقلّبت قيمة مؤشر حجم النظام المصرفي (إجمالي أصول النظام المصرفي/ الناتج المحلي الإجمالي) بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، وذلك كما هو واضح في العمود الرقم (٣) من الجدول الرقم (٣). فقد حدث انخفاض طفيف في أصول النظام المصرفي خلال السنوات ١٩٩٤ - ١٩٩٦ مقارنةً بالفترة ١٩٩١ - ١٩٩٣. غير أن أصول البنك المركزي

(٦٣) شلبي، «تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظلّ التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق»، ص ١٨.

(٦٤) تقرير البورصة السنوي ٢٠٠٨، ص ٣-٧.

(٦٥) البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، ٢٠٠٣ - ٢٠٠٤ (القاهرة: البنك، ٢٠٠٤)، ص ٢٧.

(٦٦) Bolbola, Ayten Fatheldina and Mohamed Omranb, «Financial Development, Structure, and Economic Growth: The Case of Egypt, 1974-2002», p. 181.

(٦٧) التقرير السنوي ٢٠٠١ (القاهرة: الهيئة العامة لسوق المال، ٢٠٠١)، ص ٢٨.

والبنوك التجارية أخذت الاتجاه الصعودي بدءاً من العام ١٩٩٧ واستمرت حتى العام ٢٠٠٤^(٦٨)، ويرجع تصاعد أصول البنك المركزي إلى زيادة كل من الأصول المحلية والأجنبية. فقد زادت الأصول المحلية بمعدل نمو بلغ ٢٨٣ بالمئة خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠٤. ويعزى التصاعد في الأصول المحلية إلى نمو بند الأصول المحلية الأخرى بمعدل بلغ ١٠٨٦ بالمئة خلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠٤، ويمثل معظمها ناتج عمليات النقد الأجنبي التي يديرها البنك المركزي نيابةً عن الحكومة، هذا بالإضافة إلى النمو المستحق على الحكومة نتيجةً لزيادة الأوراق المالية الحكومية بمعدل نمو بلغ ٢٩٤ بالمئة خلال الفترة نفسها. علاوة على ذلك بلغ معدل النمو في الأصول الأجنبية للبنك المركزي ٦، ٢٨ بالمئة خلال الفترة نفسها^(٦٩)، وعلى الجانب الآخر، زادت أصول البنوك التجارية الذي تتمثل أغلب مكوناتها في القروض الائتمانية التي تمثل ٣، ٤٩ بالمئة من إجمالي الأصول (فبالرغم من بطء نمو الائتمان الممنوح، حيث بلغ ٣٩ بالمئة فإنه يحتل جزءاً كبيراً من نشاط البنك)، والاستثمار في الأوراق المالية، وخاصة أذون الخزانة^(٧٠).

غير أن قيمة مؤشر حجم النظام المصرفي أخذت بالانخفاض بدءاً من العام ٢٠٠٥ (٩، ١٢٢ بالمئة) حتى العام ٢٠٠٨ (١، ٨٦ بالمئة)، وذلك كما يتضح في العمود الرقم (٣) من الجدول الرقم (٣). فقد تراجع رصيد حساب ناتج عمليات النقد الأجنبي التي يديرها البنك المركزي نيابةً عن الحكومة، بالإضافة إلى تراجع الأوراق المالية الحكومية^(٧١)، ومن ناحية أخرى اتفق البنك المركزي مع وزارة المالية على استخدام رصيد حسابات إعادة جدولة الديون الخارجية في إطار اتفاق نادي باريس التي لم يحل أجل استحقاقها، لتسوية جانب من مديونية الحكومة لدى البنك المركزي. وقد انعكس ذلك على المركز المالي الإجمالي للبنك المركزي. فقد انخفضت الأصول المحلية الأخرى بمقدار ٤٩ بالمئة خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨، كما انخفضت الأوراق المالية الحكومية بمقدار ٤٠ بالمئة خلال الفترة نفسها^(٧٢).

وبالنسبة إلى البنوك التجارية، بالرغم من ارتفاع معدل نمو الأصول بمقدار ٣٣ بالمئة خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٧، فإنه حدث انخفاض في معدل النمو بلغ ٨٨ بالمئة خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨. فقد تراجع الاستثمار في الأوراق المالية عام ٢٠٠٧، كما تراجعت كل من الأرصدة لدى البنوك في مصر وفي

(٦٨) مؤشر الحجم يشمل أصول البنك المركزي والبنوك التجارية فقط، وذلك لعدم توافر بيان عن أصول المؤسسات المالية الأخرى.

(٦٩) معدلات النمو محسوبة من البنك المركزي المصري. انظر: التقرير السنوي، ٢٠٠٢ - ٢٠٠٣، ص ١٧ - ١٨ و١٢١، والتقرير السنوي، ٢٠٠٣ - ٢٠٠٤، ص ١٥.

(٧٠) المصدران نفسهما على التوالي، ص ٥٥ و١٨٣، ص ٤٨.

(٧١) النسب ومعدلات النمو محسوبة من: التقرير السنوي، ٢٠٠٤ - ٢٠٠٥ (القاهرة: البنك المركزي المصري، ٢٠٠٥)، ص ٤٨.

(٧٢) النسب ومعدلات النمو محسوبة من: التقرير السنوي، ٢٠٠٧ - ٢٠٠٨ (القاهرة: البنك المركزي المصري، ٢٠٠٨)، ص ٩.

الخارج عام ٢٠٠٨^(٧٣). والحصيلة النهائية هي انخفاض الأصول الإجمالية للنظام المصرفي خلال الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨.

• مؤشر حجم النظام السوقي: بما أن مؤشر حجم النظام السوقي عبارة عن (القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في البورصة/ الناتج المحلي الإجمالي)، إلا أن قيمة المؤشر ستتأثر بعدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية وبسعر السوق. ويتضح في العمود رقم (٤) من الجدول رقم (٣) استمرار ارتفاع قيمة المؤشر خلال السنوات ١٩٩١ - ٢٠٠٠، حيث زادت الشركات المقيدة من ٦٢٧ شركة عام ١٩٩٢ إلى ١٠٣٦ عام ٢٠٠٠. مما لا شك فيه أن إصلاح سوق الأوراق المالية، من حيث الإطار القانوني والمؤسسي والتشغيلي، انعكس على عدد الشركات المقيدة وعلى قيمة الأسهم المتداولة^(٧٤)، إلا أن حجم السوق انخفض عام ٢٠٠١، ويمكن تسويق ذلك بانخفاض سعر الأسهم نتيجة لأحداث عام ٢٠٠١، وذلك بالرغم من ارتفاع عدد الشركات المقيدة لتبلغ ١٠٧٠ في ذلك العام^(٧٥).

وفي العام ٢٠٠٢ بدأ مؤشر حجم النظام السوقي بالزيادة مرة أخرى. فبالرغم من انخفاض عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية بدءاً من عام ٢٠٠٣، حيث بلغت ٩٧٨ ثم ٧٩٥ شركة عام ٢٠٠٤، إلا أن ارتفاع أسعار الأسهم أدى إلى ارتفاع رأس المال السوقي ليبلغ ١٧٢ مليار جنيه عام ٢٠٠٣ و ٢٣٤ مليار جنيه عام ٢٠٠٤^(٧٦)، وفي العام ٢٠٠٥ زاد حجم السوق بمعدل نمو بلغ ٦١ بالمائة مقارنة بالعام ٢٠٠٤ نتيجةً لحدوث طفرة في برنامج الخصخصة، حيث تم تنفيذ ١٩ صفقة خصخصة^(٧٧)، وبطبيعة الحال انعكس ذلك على الشركات المقيدة وعلى أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية ما انعكس على حجم السوق. وقد استطاع سوق الأوراق المالية جذب القطاع الخاص العائلي للقيد في البورصة المصرية، حيث شهد عام ٢٠٠٨ قيد ٢٤ شركة مقابل قيد ٢٠ شركة جديدة عام ٢٠٠٧^(٧٨).

وبالرغم من قيد الشركات الجديدة إلا أن عدد الشركات المقيدة استمر في الانخفاض من ٧٩٥ شركة إلى ٣٧٣ شركة خلال الفترة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٨، وذلك يرجع إلى مواصلة إدارة البورصة التطبيق الصارم والمحكم لقواعد القيد، وتفعيل مبادئ حوكمة الشركات بهدف شطب الشركات التي لا تتوافق مع معايير القيد والإفصاح في البورصة^(٧٩). غير أن مؤشر حجم النظام السوقي استمر في الارتفاع من

(٧٣) المصدر نفسه، ص ٤٦.

(٧٤) شلبي، «تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية في ظل التحديات الدولية ومعايير حوكمة الشركات وتفعيل نشاط التوريق»، ص ٢١.

(٧٥) مصدر عدد الشركات المقيدة. انظر: الهيئة العامة لسوق المال،

(٧٦) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٤، ص ٧.

(٧٧) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٥، ص ٢ - ٣.

(٧٨) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٨، ص ٤٠.

(٧٩) إلى جانب تعميق السوق وتطويره، بدأ العمل بقواعد القيد الجديدة التي تلزم الشركات المقيدة في البورصة بضرورة طرح ١٠ بالمائة من أسهمها خلال فترة ٣ أشهر من القيد، وهذا التعديل المهم من شأنه أن يضمن وجود الشركات ذات الجودة العالية وأن يزيد السيولة في السوق بشكل ملحوظ، بالإضافة إلى مواجهة ظاهرة وجود شركات غير نشطة في السوق. انظر: تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٨، ص ٨.

٤١٨، ٠، في العام ٢٠٠٤ إلى ١، ٠١٧ في العام ٢٠٠٨، وذلك نتيجة لزيادة عدد الشركات المتداولة أسهمها في سوق الأوراق المالية^(٨٠).

• مؤشر حجم النظام المالي: كان التطوير المالي بطيئاً في بداية التسعينيات، وذلك كما يتضح في العمود الرقم (٢) من الجدول الرقم (٤)، ثم أخذ معدّل التطوير في التزايد منذ العام ١٩٩٨، حيث بلغ معدل النمو ١٣,٥ بالمئة خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠١. ومنذ العام ٢٠٠٢ بدأ التطوير يزيد بشكل أكبر، حيث بلغ معدل نموه ٢٩ بالمئة خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٠٨. وترجع زيادة حجم النظام المالي إلى نمو حجم كلّ من النظام المصرفي والسوقي وفقاً لأسباب سبق ذكرها، بالإضافة إلى خطوات تطوير أخرى مثل وضع خطة لتطوير الجهاز المصرفي المصري بدأت المرحلة الأولى منها عام ٢٠٠٤ ولمدة خمس سنوات^(٨١)، وذلك لإعادة هيكلة الجهاز المصرفي مالياً وإدارياً من أجل تعزيز قدرته التنافسية محلياً ودولياً. وتتمثل محاور الخطة في إدماج البنوك الصغيرة في كيانات كبيرة، ومتابعة القروض غير المنتظمة، وإعادة هيكلة البنوك العامة مع إمكانية خصخصتها، وبيع مساهمة البنوك العامة في البنوك المشتركة، بالإضافة إلى تقوية قطاع الرقابة والإشراف على البنوك. وفي إطار تنفيذ خطة التطوير، وتطبيقاً للقانون رقم ٨٨ لسنة ٢٠٠٣ الذي ألزم البنوك ألا يقل رأسمالها عن ٥٠٠ مليون جنيه^(٨٢)، انخفض عدد البنوك في مصر من ٥٧ بنكاً عام ٢٠٠٤ إلى ٣٩ بنكاً في نهاية العام ٢٠٠٨ نتيجة عمليات الدمج الطوعي والجبري. كما تمّ بيع ٨٠ بالمئة من رأسمال بنك الإسكندرية إلى بنك سان باولو الإيطالي، فضلاً عن بيع مساهمات البنوك العامة في البنوك المشتركة. وفي ما يتعلق بإعادة الهيكلة، تمّت إعادة هيكلة البنوك العامة من خلال تنفيذ خطة شاملة أعدتها وحدة إعادة الهيكلة في البنك المركزي لتطوير الإدارات والنظم التكنولوجية واستحداث إدارات جديدة. ومن ناحية أخرى تمّ عمل تسوية لأكثر من ٩٠ بالمئة من الديون المتعثرة. وفي مجال تطوير قطاع الرقابة والإشراف، تمّت الاستعانة بكوادر وقيادات مصرفية متميزة، ورفع كفاءة الكوادر الموجودة، كما تمّ تطبيق مفهوم الرقابة بالمخاطر لضمان سلامة القطاع المصرفي وقوته. والجدري بالذكر أن تنفيذ المرحلة الأولى من خطة تطوير النظام المصرفي المصري بنجاح، ووفقاً للبرنامج الزمني المحدد لها، ساهم في تفادي الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية في النظام المصرفي المصري^(٨٣).

وعلى الجانب الآخر تمّ تبني برنامج التطوير المؤسسي لسوق الأوراق المالية منذ العام ٢٠٠٤^(٨٤)، وفي العام ٢٠٠٧ تصاعدت وتيرة برنامج تطوير سوق الأوراق المالية المصرية بهدف جعلها البوابة المالية الرئيسية للاستثمار على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. فقد قامت سوق الأوراق

(٨٠) تقرير البورصة السنوي ٢٠٠٧، ص ٢.

(٨١) تمتد المرحلة الثانية من برنامج التطوير من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١١. وتستهدف تلك المرحلة رفع كفاءة أداء وسلامة الجهاز المصرفي المصري وزيادة تنافسيته ومقدرته على إدارة المخاطر المصرفية. انظر: التقرير السنوي، ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩ (القاهرة: البنك المركزي المصري، ٢٠٠٩)، ص ٢٥.

(٨٢) التقرير السنوي، ٢٠٠٤ - ٢٠٠٥، ص ٦.

(٨٣) التقرير السنوي، ٢٠٠٨ - ٢٠٠٩، ص ٢٦.

(٨٤) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٨، ص ٥.

المالية بتدشين أول مؤشرات قطاعية في السوق المصري وذلك لتوفير المعلومات للمستثمر، كما تم إطلاق أول سوق للشركات المتوسطة والصغيرة، بالإضافة إلى الانتهاء من تطوير وتشغيل نظام التوكيد الإلكتروني^(٨٥).

استناداً إلى ما سبق يتضح أن مؤشر النشاط والحجم لكل من النظام المصرفي والسوقي كان منخفضاً في بداية التسعينيات، ثم أخذ في الارتفاع بعد ذلك مع وجود تقلب طفيف خلال فترة الدراسة. وللتعرف على التطور المالي بالنسبة إلى كل من النشاط والحجم معاً لكلا النظامين تمت الاستعانة بأسلوب First Principle Component لتكوين مؤشر يعبر عن التطور المالي بشكل إجمالي. ويتضح من النتائج من العمود الرقم (٣) في الجدول الرقم (٤) أن التطور المالي أخذ الاتجاه الصعودي خلال فترة الدراسة ما يعكس اتخاذ خطوات جادة في تطوير النظام المالي في مصر، وبالرغم من ذلك حدث تراجع طفيف للتطوير المالي خلال عامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨ وذلك لعدة أسباب سبق ذكرها.

ب - مؤشرات هيكل النظام المالي في الاقتصاد المصري

• مؤشر الهيكل - النشاط: تتضح من العمود الرقم (٤) في الجدول الرقم (٤) سيطرة النظام المصرفي على نشاط النظام المالي خلال الفترة ١٩٩١ - ٢٠٠٤، حيث ظهر دوره جلياً في القيام بوظائفه واتساع نشاطه في تخصيص وتعبئة المدخرات في الاقتصاد المصري. وبالرغم من اتساع نشاط النظام السوقي خلال السنوات ١٩٩٦ - ٢٠٠٠ إلا أن الاتساع كان محدوداً، حيث مثل نصيبه في المتوسط نحو ١٧،٠ من نشاط النظام المالي. وعلى ذلك يمكن القول إن هيكل النظام المالي في مصر خلال السنوات ١٩٩١ - ٢٠٠٤ سيطر عليه النظام المصرفي. إلا أن نشاط النظام السوقي أخذ في الاتساع بدءاً من العام ٢٠٠٥، حيث بلغ نصيبه نحو ٥٦،٠ من نشاط النظام المالي ليصل نصيبه إلى ٩٥،٠ في العام ٢٠٠٨. وعلى ذلك فإن هيكل النظام المالي أخذ الاتجاه السوقي على حساب النظام المصرفي خلال السنوات ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨.

• مؤشر الهيكل - الحجم: تتضح في العمود الرقم (٥) من الجدول الرقم (٤) سيطرة النظام المصرفي على حجم النظام المالي خلال الفترة ١٩٩١ - ١٩٩٦، حيث بلغ نصيبه في المتوسط نحو ٩١،٠ من حجم النظام المالي. وخلال الفترة ١٩٩٧ - ٢٠٠٤ بدأ يزيد حجم النظام السوقي، حيث بلغ نصيبه في المتوسط نحو ٢٨،٠ من حجم النظام المالي. وبالرغم من هذا الارتفاع فإن حجم النظام المصرفي مثل نسبة كبيرة من النظام المالي. وعلى ذلك يمكن القول إن هيكل النظام المالي في مصر خلال السنوات ١٩٩١ - ٢٠٠٤ سيطر عليه النظام المصرفي. ولكن منذ عام ٢٠٠٥ ارتفع حجم النظام السوقي بشكل كبير، حيث مثل نصيبه ٥٤،٠ من حجم النظام المالي. وتوالى الارتفاع حتى بلغ ١٨،١ عام ٢٠٠٨. وعلى ذلك فإن هيكل النظام المالي أخذ الاتجاه السوقي على حساب النظام المصرفي خلال السنوات ٢٠٠٥ - ٢٠٠٨.

(٨٥) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٧، ص ٢ - ٤.

وفقاً لما سبق، يتضح أن الهيكل المالي أخذ في التغيّر بخطوات واضحة من القاعدة المصرفية إلى القاعدة السوقية خلال فترة الدراسة. وللتعرّف إلى الهيكل المالي بالنسبة إلى كلّ من النشاط والحجم معاً لكلا النظامين تمّ الاستعانة بأسلوب First Principle Component لتكوين مؤشر يعبر عن الهيكل المالي بشكل إجمالي. ويتضح من نتائج العمود الرقم (٦) في الجدول الرقم (٤) أن النظام السوقي أخذ في الاتساع على حساب النظام المصرفي خلال فترة الدراسة، إلى أن أصبح الهيكل المالي يتسم بالطابع السوقي وخاصة منذ عام ٢٠٠٦، وبالتالي أصبح منافساً للنظام المصرفي في القيام بوظائف النظام المالي في مصر.

٢- أثر التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية في الاقتصاد المصري

خطا الاقتصاد المصري خطوات ملموسة في تطوير وإصلاح النظام المالي بشقيه المصرفي والسوقي منذ بداية التسعينيات، والتي انعكست إيجابياً على مؤشرات التطوير المالي. وفي هذا الصدد يثور تساؤل وهو: هل كان للتطوير وللهيكل المالي أثر في نموّ الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل الخارجي في الاقتصاد المصري؟ فقطاع الصناعة استأثر بالنصيب الأكبر من التسهيلات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي، حيث بلغت ٣٥,٩ بالمئة عام ٢٠٠٨ مقابل نسبة بلغت ٣١,٧ بالمئة عام ١٩٩١^(٨٦) ومن ناحية أخرى اتجه الكثير من المشروعات الصناعية إلى سوق الأوراق المالية للحصول على التمويل، حيث بلغت الشركات المقيدة في البورصة نحو ٣٧٣ شركة عام ٢٠٠٨^(٨٧).

وللتعرف إلى إجابة السؤال السابق، تمّ عمل اختبار غرانجر للسببية Granger Causality Test، وذلك لمعرفة معدل نمو القيمة المضافة بالأسعار الثابتة لكلّ صناعة من قطاع الصناعات التحويلية^(٨٨)، مع كلّ من مؤشر التطوير المالي ومؤشر الهيكل المالي. ونتائج اختبار السببية^(٨٩) موضحة في الجدول الرقم (٥).

ويتضح من النتائج عدم وجود اتجاه للسببية من التطوير والهيكل المالي إلى نمو صناعة التبغ، ودبغ وتهيئة الجلود، والطباعة والنشر، وصناعة الأثاث، والورق، والمنتجات المعدنية. وأحد مسمّوات ذلك هو عدم اعتماد هذه الصناعات على التمويل الخارجي وفقاً لمؤشر RZ. غير أنه يوجد اتجاه للسببية

(٨٦) التقرير السنوي (القاهرة: البنك المركزي المصري، أعداد مختلفة).

(٨٧) تقرير البورصة السنوي، ٢٠٠٩.

(٨٨) تمّ الحصول على بيانات القيمة المضافة للصناعات التحويلية من المصادر التالية: «نشرة الإحصاءات الصناعية للدول العربية» جامعة الدول العربية والأمم المتحدة (٢٠٠١)، و(٢٠٠٧)؛ «إحصاء الإنتاج الصناعي السنوي، قطاع عام/ أعمال عام»، الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء (٢٠٠٦ - ٢٠٠٧) و(٢٠٠٩ - ٢٠١٠)، و«إحصاء الإنتاج الصناعي السنوي: قطاع خاص»، الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء (٢٠٠٧ - ٢٠١٠).

ولتحويل القيمة المضافة إلى قيم حقيقية، تمّت الاستعانة بالرقم القياسي لأسعار المنتجين من: World Bank, World Development Indicators, Database Online.

(٨٩) تمّ اختبار جذر الوحدة، ومعالجتها بالنسبة إلى السلاسل الزمنية محلّ الاختبار وذلك قبل إجراء اختبار غرانجر للسببية.

من التطوير والهيكل المالي إلى نمو الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي^(٩٠)، إذ يوجد اتجاه للسببية من التطوير المالي إلى نمو صناعات الخامات التعدينية غير المعدنية، وصناعة الكيماويات، والأغذية والمشروبات، والآلات والمعدات، والأجهزة الكهربائية، والمعدات المهنية والطبية. فقد ارتبط نمو القيمة المضافة في تلك الصناعات - منذ العام ١٩٩١ حتى العام ٢٠٠٨ - بالخطوات الجادة للتطوير المالي التي تم تبنيها منذ عام ١٩٩١.

ومن ناحية أخرى، يوجد اتجاه للسببية من الهيكل المالي إلى نمو صناعة الكيماويات، والأجهزة الكهربائية، والمطاط واللدائن، والأغذية والمشروبات. غير أن مقياس الهيكل المالي الذي تم الاعتماد عليه ينسب حجم ونشاط النظام السوقي إلى النظام المصرفي. ومن هنا يثور تساؤل وهو: ما هو النظام المالي الأكثر تأثيراً في تلك الصناعات؟ لذلك تم عمل مصفوفة ارتباط بين كل من هذه الصناعات والهيكل المالي. وأوضحت النتائج أن قيمة ارتباط موجبة بالنسبة إلى كل من صناعة الكيماويات والمشروبات بالهيكل المالي، ما يعني ارتباط هاتين الصناعتين بالنظام السوقي. أما صناعة الأجهزة الكهربائية والمطاط واللدائن فقيمة ارتباطهما مع الهيكل المالي سالبة، ما يعني ارتباط هاتين الصناعتين بالنظام المصرفي^(٩١).

خامساً: خلاصة ومقترحات

تباينت الآراء خلال العقود الماضية حول أثر كل من الهيكل والتطوير المالي في نمو الصناعات التحويلية. وفي هذا الصدد استهدفت الدراسة قياس أثر كل من التطوير والهيكل المالي في نمو الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل الخارجي في بعض الدول النامية، وبيّنت النتائج وجود أثر معنوي لكل من الهيكل والتطوير المالي، ما يثبت صحة فرضية الدراسة المراد اختبارها. ومن ناحية أخرى تمت دراسة وتحليل مؤشرات النظام المالي وهيكله في الاقتصاد المصري، وتم استنتاج وجود اتجاه للسببية لكل من التطوير والهيكل المالي فس بعض الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل من خارج المنشأة.

غير أنه بعد مرور أكثر من عشرين عاماً على تبني سياسة التطوير المالي يتضح أن التطوير لم يتحقق بمستوى جيد. فبالرغم من أن الاقتصاد المصري حقق معدلاً من التطوير المالي خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠٨^(٩٢) بلغ في المتوسط نحو ٦, ١ مقارنة بوسيط الدول محل الدراسة البالغ ٨١, ٠، إلا أن

(٩٠) لا يوجد اتجاه للسببية من التطوير أو الهيكل المالي إلى نمو بعض الصناعات التي تعتمد على التمويل الخارجي مثل صناعة معدات النقل، وصناعة النفط والفحم، وصناعة الخشب ما عدا الأثاث. وتحتاج هذه النتيجة إلى دراسة أكثر عمقاً لهذه الصناعات يمكنها أن تكون مجالاً لدراسات أخرى.

(٩١) تعكس الإشارة السالبة لمؤشر هيكل النظام المالي العلاقة الطردية بين اتساع النظام المصرفي ونمو القطاع الصناعي، نظراً إلى النشاط المصرفي يكون في مقام مؤشر هيكل النظام المالي.

(٩٢) فترة المقارنة هنا بين مصر والدول النامية هي ١٩٩٨ - ٢٠٠٨، وذلك وفقاً للبيانات المتاحة للدول النامية محل الدراسة.

التطوير المالي في مصر يعتبر منخفضاً مقارنة ببعض الدول النامية محلّ الدراسة. فقد بلغ التطوير المالي ٣,٨ في سنغافورة، و٣,٣ في جنوب أفريقيا، و١,٣ في ماليزيا، و٦,٢ في الأردن.

وبالنسبة إلى الهيكل المالي في مصر، فقد أخذ في التغيير من القاعدة المصرفية إلى القاعدة السوقية، حيث بلغ مؤشر الهيكل المالي في المتوسط خلال الفترة ١٩٩٨ - ٢٠٠٨ نحو ٦٢,٠، وهي قيمة مرتفعة قليلاً عن وسيط الدول النامية محلّ الدراسة البالغ ٥٤,٠. إلا أن بعض الدول النامية أخذت خطوات أكبر في الانتقال إلى القاعدة السوقية، حيث بلغ المعدّل ٩,٢ في جنوب أفريقيا، و٥,١ في سنغافورة^(٩٣).

وأمام هذه النتائج تمّ تقديم عددٍ من المقترحات يمكن أن يكون لها دور في تطوير النظام المالي وهيكله ما سوف ينعكس إيجاباً على نمو الصناعات التحويلية التي تعتمد على التمويل من خارج المنشأة، وتتمثل في ما يلي:

- تحسين الإطار القانوني الذي يعمل فيه النظام المالي، فإن توفير بيئة قانونية فاعلة تحمي المستثمرين وتحافظ على حقوقهم يعتبر هدفاً وسيطاً يدعم عملية التطوير المالي ويوفر الخدمات المالية، ما يكون دافعاً إلى النمو بوجه عام وإلى النمو الصناعي بوجه خاص.

- اختيار الهيكل المالي الملائم لاحتياجات وظروف الدولة وعدم تغيير الهيكل المالي لمصلحة النظام السوقي كمجرد محاكاة للدول المتقدمة. فالكثير من الدول النامية بدأت بانتهاج سياسة تغيير هيكلها للنظام السوقي من دون وجود دلائل واضحة عن ملائمة هذا الهيكل لاقتصادها أو دلائل تؤكد أن هذا الهيكل هو الأفضل فعلياً. فقد أوضحت نتائج الدراسة الحالية أن للنظام المصرفي أثر معنوي موجب في نمو الصناعات التحويلية في الدول النامية محل الدراسة.

- عدم اقتصار التطوير المالي على النظام المختار (مصرفي أو سوقي) وفقاً للهيكل المالي، وعلى إهمال النظام الآخر^(٩٤)، بل يجب أن يكون التطوير المالي موجة لكلا النظامين مع التمييز بشكل ما لمصلحة النظام المناسب للاقتصاد. فقد أوضحت نتائج الدراسة وجود اتجاه للسببية من التطوير والهيكل المالي (المصرفي والسوقي) في نمو بعض الصناعات التحويلية في مصر. وهذا يستلزم ضرورة تطوير الجهاز المصرفي من خلال رفع الكفاءة وضمّان سلامة الجهاز المصرفي وزيادة منافسته وقدرته على إدارة المخاطر من أجل أن يقوم بالوساطة المالية بشكل كافٍ. هذا بالإضافة إلى ضرورة استمرار دعم كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها وزيادة الشفافية ورفع الوعي بين المستثمرين ونشر الثقافة المالية وتطوير التواصل بين إدارة سوق الأوراق المالية والأطراف ذات الصلة بشكل يدعم الثقة في أداء السوق.

(٩٣) قيم التطوير المالي والهيكل المالي من الجدول الرقم (٢).

(٩٤) أوضحت مؤشرات الهيكل المالي الخاصة بالاقتصاد المصري في الجدولين الرقمين (٣) و(٤) سيادة النظام

السوقي من حيث الحجم والنشاط خاصة منذ العام ٢٠٠٦.

ملحق الجداول

الجدول الرقم (١)

مؤشر RZ ووسيط نمو القيمة المضافة للصناعات التحويلية في الدول محل الدراسة

٢	١	الصناعة	
الوسيط لنمو القيمة المضافة للصناعات التحويلية في ٣٠ دولة محل الدراسة	مدى اعتماد الصناعة على التمويل الخارجي ^(*)		
٤,٢	١,١٤-	التبغ	١
٤,٤	٠,٨٤-	ديغ وتهيئة الجلود	٢
٥,٨	٠,٤٢-	الطباعة والنشر	٣
١١,٨	٠,٣٨-	الأثاث	٤
١٠,١٧	٠,٣٥-	الورق	٥
٩,١	٠,٢٥-	منتجات معدنية	٦
١٠,٣	٠,٢٢-	خامات تعدينية غير معدنية	٧
٤,٧	٠,٢١-	ملابس جاهزة	٨
٩,٥	٠,١٥-	الكيمائيات	٩
٧,٥	٠,٠٦-	أغذية ومشروبات	١٠
١١,٣	٠,٠٤-	آلات ومعدات	١١
١٦,١	٠,٠٣٥-	الصناعات المعدنية الأساسية	١٢
٧,٨	٠,٠٢-	مطاط ولدائن	١٣
٤,٨	٠,٠١	منسوجات	١٤
٩,٩	٠,٠٥	خشب ما عدا الأثاث	١٥
١١,٩	٠,٠٥٥	منتجات الفحم والنفط	١٦
١٣,٢	٠,٠٦	المركبات	١٧
١٤,٦	٠,١٥	معدات النقل	١٨
١٠,٨	٠,٢٤	الأجهزة الكهربائية	١٩
١٤,٦	٠,٥٤	معدات مكتبية	٢٠
٦,٥	٠,٧	الراديو والتلفزيون	٢١
١٤,٦	٠,٧٢	معدات مهنية وعلمية	٢٢

(*) الصناعات مرتبة وفقاً لقيمة مؤشر RZ الذي يعبر عن مدى اعتماد الصناعة على التمويل الخارجي.

مصدر مؤشر RZ هو: Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, «Financial Dependence and Growth», *American Economic Review*, vol. 88, no. 3 (1998), p. 566.

- بيان الوسيط في العمود الرقم (٢) محسوب وفقاً لمتوسط نمو القيمة المضافة الحقيقي للصناعات التحويلية في الدول النامية محل الدراسة خلال السنوات ١٩٩٨ - ٢٠٠٨. ومصدر بيان القيمة المضافة الحقيقي للصناعات التحويلية في الدول النامية محل الدراسة خلال السنوات ١٩٩٨ - ٢٠٠٨. ومصدر بيان القيمة المضافة الذي تم تقدير معدل النمو له هو: United Nations Industrial Development Organization (2011), Industrial Statistics Database.

الجدول الرقم (٢)

مؤشرات التطوير والهيكل المالي للدول النامية محل الدراسة

٤	٣	٢	١
المؤشر الإجمالي للهيكل المالي FS (**)	الدول مرتبة تنازلياً وفقاً للهيكل المالي فيها (المؤشر المرتفع يعني اتساع القاعدة السوقية)	المؤشر الإجمالي للتطوير المالي FD (**)	الدول مرتبة تنازلياً وفقاً للتطوير المالي بها
٢,٩٢٥	جنوب أفريقيا	٣,٨٩٤	سنغافورة
٢,٢٦١	تركيا	٣,٣٣١	جنوب أفريقيا
٢,٠٣١	الهند	٣,٠٩٨	ماليزيا
١,٩٦٥	روسيا	٢,٦٣٦	الأردن
١,٥٤٥	سنغافورة	١,٨٧٧	التشيلي
١,٤٢٨	الأردن	١,٥٧	مصر
١,٠١١	ماليزيا	١,٣٧٣	الهند
١,٠١٢	مكسيك	١,٣٢٩	موريتانيا
٠,٩٤٢	التشيلي	١,٢٣٦	مغرب
٠,٨٥٣	إندونيسيا	١,١٨٣	برازيل
٠,٧١٢	برازيل	١,٠٧١	فيليبين
٠,٧٠٥	فيليبين	١,٠٢٧	تونس
٠,٦٤٩	عُمان	٠,٩٤٥	التشيك
٠,٦٢	مصر	٠,٨٧٢	روسيا
٠,٥٨٤	مغرب	٠,٨٣١	تركيا
٠,٥٤٧	التشيك	٠,٨٠٥	إندونيسيا
٠,٥٢٦	رومانيا	٠,٧٤٢	أورغواي
٠,٤١١	كينيا	٠,٧٣٤	عُمان
٠,٣٥٩	موريتانيا	٠,٧١٥	لاتفيا
٠,٣٥	بلغاريا	٠,٦٦	كولومبيا
٠,٣٣٨	إيران	٠,٦٤٨	إيران
٠,٣٢٣	سريلانكا	٠,٦٢١	كينيا
٠,٢٩٤	كولومبيا	٠,٦٢١	سريلانكا
٠,٢٤٨	كوستاريكا	٠,٦١	بلغاريا
٠,٢٤	تنزانيا	٠,٥٥٧	مكسيك
٠,١٧٣	لاتفيا	٠,٥٤٥	كوستاريكا
٠,١٥٢	إكوادور	٠,٤٧٨	إكوادور
٠,١٣٢	تونس	٠,٣٦٥	منغوليا
٠,٠٩	منغوليا	٠,٣٤	رومانيا
٠,٠٠٨	أورغواي	٠,١٧٦	تنزانيا

(*) تمّ تكوين المؤشر الإجمالي للتطوير المالي (العمود الرقم ٢) من خلال تطبيق أسلوب المركب الرئيسي الأولي (First Principle Component) على مؤشرات التطوير المالي وفقاً لمتوسط النشاط والحجم في الدول محلّ الدراسة خلال السنوات ١٩٩٨ - ٢٠٠٨.

(**) تمّ تكوين المؤشر الإجمالي للهيكل المالي (العمود الرقم ٣) من خلال تطبيق أسلوب المركب الرئيسي الأولي على مؤشرات الهيكل المالي وفقاً لمتوسط النشاط والحجم في الدول محلّ الدراسة خلال السنوات ١٩٩٨ - ٢٠٠٨.

مصدر البيانات الخاص بتقدير المؤشرات هو: Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, «A New Database Financial: Development and Structure 1960-2008.» *World Bank Economic Review*, no. 14 (2000)

الجدول الرقم (٣)

مؤشرات النظام المالي في الاقتصاد المصري

٤	٣	٢	١	السنوات
مؤشر حجم النظام السوقي ^(٤)	مؤشر حجم النظام المصرفي ^(٣)	مؤشر نشاط النظام السوقي ^(٢)	مؤشر نشاط النظام المصرفي ^(١)	
٠,٠٥٩	١,٠٧١	٠,٠٠٤	٠,٢٢٧	١٩٩١
٠,٠٧١	١,٠٠٥	٠,٠٠٥	٠,١٩٩	١٩٩٢
٠,٠٧٦	١,٠١٩	٠,٠٠٤	٠,٢١٩	١٩٩٣
٠,٠٧٨	٠,٩٤٩	٠,٠١٥	٠,٢٤٢	١٩٩٤
٠,١٠٣	٠,٩١٩	٠,٠١١	٠,٢٨٨	١٩٩٥
٠,١٦٥	٠,٨٩٩	٠,٠٣٦	٠,٣٢٩	١٩٩٦
٠,٢٢٤	٠,٩٠٢	٠,٠٧٥	٠,٣٧٠	١٩٩٧
٠,٢٦٧	٠,٩١٨	٠,٠٥٩	٠,٤١٧	١٩٩٨
٠,٣١٦	٠,٩٧٧	٠,٠٩٩	٠,٤٧٨	١٩٩٩
٠,٣١١	٠,٩٩٧	٠,١١١	٠,٤٩٨٦	٢٠٠٠
٠,٢٧٥	١,٠٧٥	٠,٠٣٩	٠,٥٢١٨	٢٠٠١
٠,٢٨٩	١,١٥٤	٠,٠٢٩	٠,٥٣٤	٢٠٠٢
٠,٣٢٣	١,٢٠١	٠,٠٣٩	٠,٥١٧	٢٠٠٣
٠,٤١٨	١,٢٧٤	٠,٠٧١	٠,٥١٢	٢٠٠٤
٠,٦٦١	١,٢٢٩	٠,٢٨٣	٠,٤٩٩	٢٠٠٥
٠,٨١٤	١,٠٧٦	٠,٤٤٢	٠,٤٦٩	٢٠٠٦
٠,٩١٢	٠,٩٦٨	٠,٤١٤	٠,٤٣٩	٢٠٠٧
١,٠١٧	٠,٨٦١	٠,٣٩٠	٠,٤١٠	٢٠٠٨

(١) مؤشر نشاط النظام المصرفي = (الائتمان المتاح للقطاع الخاص بواسطة البنوك والمؤسسات المالية الأخرى) / الناتج المحلي الإجمالي).

(٢) مؤشر نشاط النظام السوقي = (قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية/ الناتج المحلي الإجمالي).

(٣) مؤشر حجم النظام المصرفي = (إجمالي أصول البنك المركزي والبنوك التجارية/ الناتج المحلي الإجمالي).

(٤) مؤشر حجم النظام السوقي = (القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة في البورصة/ الناتج المحلي الإجمالي).

المصدر: Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, «A New Database Financial Development and Structure 1960-2008,» *World Bank Economic Review*, no. 14 (2000)

الجدول الرقم (٤)

مؤشرات التطوير والهيكل المالي في الاقتصاد المصري

٦	٥	٤	٣	٢	١	السنوات
المؤشر الإجمالي للهيكل المالي في الاقتصاد المصري ^(٤)	الهيكل المالي وفقاً للحجم ^(٣) العمود الرقم (٤) / العمود الرقم (٣) في الجدول الرقم (٣)	الهيكل المالي وفقاً لمعيار النشاط ^(١) العمود الرقم (٢) / العمود الرقم (١) في الجدول الرقم (٣)	المؤشر الإجمالي للتطوير المالي في الاقتصاد المصري ^(١)	التطوير المالي وفقاً لمعيار الحجم العمود الرقم (٣) + العمود الرقم (٤) في الجدول الرقم (٣)	التطوير المالي وفقاً لمعيار النشاط العمود الرقم (١) + العمود الرقم (٢) في الجدول الرقم (٣)	
٠,٠٥١	٠,٠٥٦	٠,٠١٦	٠,٩٦٣	١,١٣١	٠,٢٣٠	١٩٩١
٠,٠٦٦	٠,٠٧٠	٠,٠٢٣	٠,٩٠٥	١,٠٧٦	٠,٢٠٤	١٩٩٢
٠,٠٦٥	٠,٠٧٥	٠,٠١٧	٠,٩٣٣	١,٠٩٦	٠,٢٢٣	١٩٩٣
٠,١٠١	٠,٠٨٢	٠,٠٦٠	٠,٩٠٨	١,٠٢٨	٠,٢٥٧	١٩٩٤
٠,١٠٧	٠,١١٢	٠,٠٣٩	٠,٩٣٥	١,٠٢٢	٠,٢٩٩	١٩٩٥
٠,٢٠٨	٠,١٨٣	٠,١١١	١,٠١١	١,٠٦٤	٠,٣٦٥	١٩٩٦
٠,٣١٨	٠,٢٤٨	٠,٢٠٢	١,١١	١,١٢٥	٠,٤٤٥	١٩٩٧
٠,٣٠٦	٠,٢٩١	٠,١٤١	١,١٧٥	١,١٨٥	٠,٤٧٧	١٩٩٨
٠,٣٧٦	٠,٣٢٣	٠,٢٠٨	١,٣٢٣	١,٢٩٤	٠,٥٧٨	١٩٩٩
٠,٣٧٩	٠,٣١١	٠,٢٢٤	١,٣٥٤	١,٣٠٩	٠,٦٠٧	٢٠٠٠
٠,٢٣٥	٠,٢٥٦	٠,٠٧٧	١,٣٥١	١,٣٤٩	٠,٥٦١	٢٠٠١
٠,٢١٥	٠,٢٥٠	٠,٠٥٥	١,٤١٩	١,٤٤٣	٠,٥٦٣	٢٠٠٢
٠,٢٤٤	٠,٢٦٩	٠,٠٧٦	١,٤٧١	١,٥٢٣	٠,٥٥٧	٢٠٠٣
٠,٣٣١	٠,٣٢٨	٠,١٣٩	١,٦٠٩	١,٦٩٢	٠,٥٨٣	٢٠٠٤
٠,٧٨١	٠,٥٣٨	٠,٥٦٧	١,٨٩	١,٨٩٠	٠,٧٨٢	٢٠٠٥
١,٢٠١	٠,٧٥٧	٠,٩٤٢	١,٩٨	١,٨٨٩	٠,٩١٠	٢٠٠٦
١,٣٣٤	٠,٩٤٣	٠,٩٤٤	١,٩٣٣	١,٨٨٠	٠,٨٥٣	٢٠٠٧
١,٥٠٨	١,١٨١	٠,٩٥١	١,٨٩٤	١,٨٧٩	٠,٨٠٠	٢٠٠٨

(١) تمّ تكوين المؤشر الإجمالي للتطوير المالي (العمود الرقم ٣) من خلال تطبيق أسلوب المركب الرئيسي الأولي على مؤشرات التطوير المالي وفقاً لمعيار النشاط والحجم (العمود الرقم ١) والعمود الرقم (٢) في الجدول).

(٢) ارتفاع قيمة المؤشر تعني ارتفاع مستوى نشاط النظام السوقي مقارنةً بالنظام المصرفي.

(٣) ارتفاع قيمة المؤشر تعني ارتفاع حجم النظام السوقي مقارنةً بالنظام المصرفي.

(٤) تمّ تكوين عمود المؤشر الإجمالي للهيكل المالي (العمود الرقم ٦) من خلال تطبيق أسلوب المركب الرئيسي

الأولي على مؤشرات الهيكل المالي وفقاً لمعيار النشاط والحجم (العمود الرقم ٤) والعمود الرقم (٥) في الجدول).

المصدر: Thorsten Beck, Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, «A New Database Financial Development and

Structure 1960-2008.» *World Bank Economic Review*, no. 14 (2000)

الجدول الرقم (٥)

نتائج اختبار غرانجر للسببية لكل من التطوير والهيكل المالي على نمو الصناعات التحويلية في الاقتصاد المصري خلال الفترة ١٩٩١ - ٢٠٠٨

٣	٢	١	
			الصناعة
-	-		١ التبغ
-	-		٢ دبغ وتهيئة الجلود
-	-		٣ الطباعة والنشر
-	-		٤ الأثاث
-	-		٥ الورق
-	-		٦ منتجات معدنية
-	(١, ٤)**		٧ خامات تعدينية غير معدنية
-	-		٨ ملابس جاهزة
(٣, ٧)***	(٥, ٥)**		٨ الكيماويات
(٧, ٠٦)*	(٢, ٩)***		١٠ أغذية ومشروبات
-	(٢, ٩)***		١١ آلات ومعدات
-	-		١٢ الصناعات المعدنية الأساسية
(٥, ٦)*	-		١٣ مطاط ولدائن
-	-		١٤ منسوجات
-	-		١٥ خشب ما عدا الأثاث
-	-		١٦ منتجات الفحم والنفط
-	-		١٧ معدات النقل
(٤, ٥)**	(٢, ٨)***		١٨ الأجهزة الكهربائية
	(٣, ٤)***		١٩ معدات مهنية وعلمية

S, F, VA متوسط معدّل نمو القيمة المضافة الحقيقي للصناعات التحويلية والمؤشر الإجمالي للتطوير المالي والمؤشر الإجمالي للهيكل المالي على التوالي.

(*)، (**)، (***) نتائج معنوية عند مستوى ١ بالمئة و ٥ بالمئة و ١٠ بالمئة على التوالي.

- الصناعات التحويلية مرتبة تصاعدياً وفقاً للاعتماد على التمويل الخارجي.

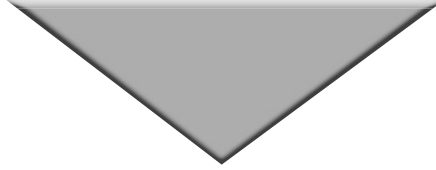
- ملحوظة: عدد الصناعات التحويلية التي تَصَمَّتْها الدراسة على الاقتصاد المصري هي ١٩ صناعة فقط وذلك وفقاً للبيانات المُتاحة.



صدر حديثاً

عن

مركز دراسات الوحدة العربية



نقد التراث

عبد الإله بلقزيز

ناصر: من الاستقلال الفلسفي
إلى فلسفة الحضور

تحرير وتقديم عبد الإله بلقزيز

مستقبل العلوم الاجتماعية في الوطن العربي

ندوة