

اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا

الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الإسكوا

العدد 2

الأمم المتحدة

Distr.  
GENERAL

E/ESCWA/EAD/2005/2  
11 January 2005  
ARABIC  
ORIGINAL: ENGLISH

اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا

الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الإسكوا

العدد 2

الأمم المتحدة  
نيويورك، 2005

تم التأكد، حيثما أمكن، من المراجع الببليوغرافية وغيرها.

E/ESCWA/EAD/2005/2
ISSN. 1727-5830
ISBN. 92-1-628042-5
05-0004

UNITED NATIONS PUBLICATION
Sales No. A.05.II.L.6

## المحتويات

### الصفحة

1	.....	مقدمة
3	.....	أولاً- الصلة بين النظم المالية والنمو الاقتصادي
3	.....	ألف- تجميع المخاطر
3	.....	باء- الاختيار غير المناسب، والمخاطر الأخلاقية، والكفاءة والتحكم في المخاطر
4	.....	جيم- الصلة بين التمويل والنمو
6	.....	ثانياً- الاتجاهات الأخيرة للأعمال المصرفية في بلدان الإسكوا
6	.....	ألف- ملامح قطرية
14	.....	باء- قياسات التطورات المصرفية
16	.....	جيم- الصيرفة الإسلامية في منطقة الإسكوا
22	.....	دال- اتفاقية بازل الثانية لكفاية رأس المال
28	.....	ثالثاً- الاتجاهات الأخيرة لأسواق الأسهم في البلدان الأعضاء في الإسكوا
28	.....	ألف- لمحة عامة
31	.....	باء- كفاءة أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا
33	.....	جيم- التكامل المالي لأسواق الأسهم في منطقة الإسكوا
35	.....	رابعاً- المخاطر المترابطة في النظام المالي والأزمة المالية
38	.....	خامساً- الاستنتاجات والآثار المترتبة في السياسة العامة

### قائمة الجداول

15	.....	1- قياسات التطورات المصرفية، 1990-2003
17	.....	2- المصارف الإسلامية الرئيسية في بلدان مجلس التعاون الخليجي، 2001
18	.....	3- الاختلافات المفاهيمية بين الصيرفة الإسلامية والصيرفة التقليدية
30	.....	4- قياسات تطورات أسواق الأسهم
32	.....	5- اختبارات كفاءة السوق
34	.....	6- ملخص أنماط جرينجر السببية لكل زوج من البلدان
37	.....	7- ملخص الملامح القطرية لبلدان مختارة من أعضاء الإسكوا
40	.....	المراجع

## مقدمة

أدت الأزمة المالية التي تفجرت في شرق آسيا في عام 1997 إلى انخفاضات حادة في العمالات وأسواق الأسهم وغيرها من أسعار الأصول في العديد من البلدان الآسيوية، مما شكل تهديداً على النظام المالي لهذه البلدان. وبالإضافة إلى آثارها الشديدة في آسيا، فرضت هذه الأزمة ضد غوطاً على الأسواق الناشئة خارج المنطقة، مساهمة بذلك في انخفاضات سريعة في أسواق أسهمها ومعدلات نمو ناتجها المحلي الإجمالي. ويأتي أحد الأسباب التي جعلت الأزمة تتفاقم بهذه السرعة من أوجه الضعف في النظام المالي الآسيوية وبدرجة أقل في الإدارة. فقد دفع تلاحق عدم كفاية الإشراف على القطاع المالي وسوء تقدير وإدارة المخاطر المالية والإبقاء على أسعار صرف ثابتة بالمصارف والشركات إلى اقتراض مبالغ كبيرة من رؤوس الأموال الدولية القصيرة الأجل بدون وقاية. وبينما أدت قرارات الانفاق والتمويل في القطاع الخاص إلى الأزمة، زادت من حدتها مسائل تتعلق بالإدارة، لا سيما غياب الشفافية في المحاسبة في الشركات والمحاسبة المالية.

ويبدو أن القطاع المالي في منطقة الإسكوا له الخصائص وأوجه الضعف نفسها التي تلاحظ في شرق آسيا. ولذا تقدم هذه الدراسة تحليلاً متعمقاً لآخر التطورات المالية في المنطقة، لا سيما على ضوء بدء العمل مؤخراً بإطار كفاية رأس المال الدولي المنقح والمعروف باتفاقية بازل الثانية لكفاية رأس المال أو اتفاقية بازل الجديدة لكفاية رأس المال (بازل 2) والتي يتوقع تنفيذها من قبل البلدان بحلول عام 2007. كما تدرس هذه الدراسة الاتجاهات ونقاط الضعف الرئيسية بهدف مساعدة صانعي السياسة العامة على تقييد الأزمات المالية في منطقة الإسكوا. وفي حين أن العديد من الأسواق الناشئة عانت من تداعيات الأزمة في آسيا، فإن البلدان الأعضاء في الإسكوا كانت من بين القلائل التي شهدت أقل التأثيرات. وبالفعل فإن الأسواق المالية في منطقة الإسكوا هي أمثلة سليمة عن أسواق رأس المال الناشئة الجديدة التي لها إمكانيات هامة للنمو. ومع أخذ ذلك في الحسبان، فإن المسألة التي يجب تناولها في أعقاب أزمة شرق آسيا هي معرفة ما إذا كانت منطقة الإسكوا تملك الإمكانيات للقيام بدور رائد في جذب رأس المال الأجنبي، تماماً كما كانت منطقة شرق آسيا تجذب رأس المال الأجنبي، وإذا كان الأمر كذلك، تحت أي ظروف. ويجب أيضاً النظر في التدابير اللازمة لصد تكرار لأزمة شرق آسيا، ويجب الاستفادة من دروس هذه الأزمة.

لقد حدثت أزمة شرق آسيا على خلفية عدة عقود من الأداء الممتاز للنمو. وفي حين يعتدرف الاقتصاديون بأثر العوامل المالية على قرارات استثمار الشركات وعلى النمو الاقتصادي، من المهم ملاحظة أن هذه العلاقة ليست واضحة بتاتاً أو ليست مفهومة كما ينبغي. فبعض البلدان مثلاً، كـ البحرين والكويت وعمان، استطاعت تحقيق معدلات نمو عالية، مبقية في الوقت نفسه وحتى فترة قريبة من سبباً على قيود حكومية لا بأس بها على نظمها المالية. وحققت بلدان أخرى، مثل مصر، معدلات نمو أعلى ضد من إطار نظم مالية محررة بشكل كبير.

وفي إطار أزمة شرق آسيا، يمكن القول أنه مع وجود بنى تحتية مؤسسية متطورة بشكل جيد، أي التنظيم الرقابي الكافي من حيث العمليات المصرفية، وقوانين الإفلاس، ونظم المحاسبة، ونظم وقواعد تضمن شفافية القطاعين المالي وغير المالي، ليس من الصواب التحكم المباشر في الأسواق المالية. وفي غياب هذه التدابير، يمكن اعتبار النظم المالية التي تتحكم فيها الحكومة أفضل بديل ثان فيما يتعلق بتجنب عرقلة النمو الاقتصادي.

وأخذاً في الاعتبار للمساائل الواردة أعلاه، تحاول هذه الدراسة أن تيرهن أن تنمية القطاع المالي، رغم أنها أدت إلى النمو الاقتصادي في منطقة الإسكوا، فإن تطوير نظم الحكم الهادفة إلى الإشراف على

النظم المالية وتنظيمها تأخرت وراء سياسات تهدف إلى التحرير المالي محلياً وخارجياً. وهذا التأخر، الذي يزيد من المخاطر النظامية<sup>(1)</sup> للاقتصاد، يمكنه جعل بعض الاقتصادات في منطقة الإسكوا شديدة التأثر بمصادر المخاطر الخارجية، مثل تدفقات داخلية كبيرة، وتقيؤ قوتها على المحافظة على النمو، كما كان الحال في الأزمة الأخيرة في شرق آسيا. وبالتالي يمكن القول بأن تقييم المخاطر المترابطة الأساسية داخل النظام المالي لاقتصاد ما له أهمية خاصة بالنسبة إلى جميع المستثمرين المحتملين.

وتبحث هذه الدراسة النظم المالية في اقتصادات منطقة الإسكوا ودور هذه النظم في النمو الاقتصادي في المنطقة. ويهدف هذا البحث إلى المساهمة في فهم أفضل لكيفية عمل الأسواق المالية في منطقة الإسكوا، والإطار التنظيمي الذي يجب إيجاده لتفادي حدوث أزمة مشابهة لتلك التي حدثت في شرق آسيا. كما تحاول الدراسة تمكين البلدان الأعضاء من تحقيق معدلات نمو أعلى من ذي قبل. بالإضافة إلى ذلك، تعرض هذه الدراسة توصيات على صانعي السياسات لتمكينهم من التعامل مع اتفاقية بازل 2 وأثرها على النظام المصرفي في منطقة الإسكوا.

وتنقسم الدراسة إلى خمسة فصول. ويستعرض الفصل الأول العلاقة بين النمو والاقتصاد والتحرير المالي. ويبحث الفصل الثاني الاتجاهات المصرفية الأخيرة في منطقة الإسكوا، من خلال نبذة ذاتية، وبحث التطورات الرئيسية في الصيرفة الإسلامية، واستعراض اتفاقية بازل 2. وتناقش الاتجاهات الأخيرة لأسواق الأسهم في الفصل الثالث بينما يبرز الفصل الرابع ترابط المخاطر داخل النظام المالي والأزمة المالية. ويقدم الفصل الخامس استنتاجات وتوصيات في مجال السياسة العامة.

---

(1) تُستخدم عبارة "المخاطر النظامية" هنا لوصف اضطراب في الأسواق المالية يتضمن تغيرات غير متوقعة في الأسعار والكميات، ويمكن أن يؤدي إلى فشل الشركات المالية، ويهدد بالانتشار وإعاقة آليات المدفوعات وقدرة النظام المالي على تخصيص رأس المال.

## أولاً - الصلة بين النظم المالية والنمو الاقتصادي

تشمل النظم المالية مؤسسات تجمع بين وحدات الفائض والعجز، أو بين المدخرين والمستثمرين، في اقتصاد ما. وعادة ما يكون المدخرون أسراً معيشية والمستثمرون، حسبما يبدو، شركات وحكومات.

وتجمع النظم المالية أموال المدخرين وتقبلها بمقترضين، وتقيم مشاريع الاستثمار وترصد وتنفذ العقود. وترتبط كفاءة القيام بهذه الوظائف جزئياً بقدرتها على تقييم المخاطر وإدارتها. وفي هـ-ذا الصدد، عادة ما يكون لدى النظم المالية إمكانيات أفضل للحصول على المعلومات المتعلقة بحالة الاقتصاد وهـ-ي بالتالي قادرة على عرض تركيبية أفضل للمخاطر والعوائد على المدخرين.

### ألف - تجميع المخاطر

يقلل الوسطاء الماليون من الخطر الذي يتحمله المقرضون من خلال تقديم خدمات لتوفير سـ-بولة للمستثمرين. وهذا يخفف الطلب الوقائي على الأصول ويزيد الاستثمار في اقتصاد ما. فمشاريع الاستثمار الكبيرة تتطلب عادة أموالاً أكبر من تلك التي يتيحها مقرض واحد أو بـ-ضعة مقرضين. ولتمويل هـ-ل هذه الاستثمارات الكبيرة تقوم النظم المالية بتجميع مدخرات من مدخرين عديدين وتتيحها للإقراض. ويتمثل أحد السبل لتنويع المخاطر في تجميع عدد من مشاريع الاستثمار بدلاً من الاضـ-طلاع بمـ-شروع واحد كبير، وبالتالي تخفيض التكاليف الكبيرة للصفقات التي ترتبط عادة بهذه الوظيفة. وهذا التجميع للمخاطر يجعل للمستثمرين أكثر ميلاً للاضطلاع بالمشاريع. وعلاوة على ذلك، فمن خلال تقديم خدمات السيولة للمستثمرين، تستطيع النظم المالية تخفيض الطلب على الأصول السائلة وزيادة الاستثمار في الاقتصاد. وضمن هذا الإطار لا تكون هناك حاجة لتصفية المشاريع قبل أوانها إذا ظهرت الحاجة للسيولة.

وعادة ما يكون الطلب على الأموال القابلة للإقراض أعلى من المـ-وارد المتاحة. وتقـ-وم النظم المالية بتقييم مشاريع الاستثمار المحتملة ومن خلال آليات مسح مناسبة باختيار المستثمرين الذين تكون لديهم أكبر احتمالات النجاح في استثماراتهم. وتتراوح آليات المـ-سح من مـ-صارف تقـ-وم، بـ-سطة، بجمـ-ع المعلومات عن المقترضين المحتملين بهدف تقييم مخاطرهم، ومقترضين يستخدمون وكالات تصنيف لجمـ-ع المعلومات عن المقترضين المحتملين، إلى نظم أكثر تعقيداً. وتساعد هذه الآليات على تخفـ-يف تكاليف المعلومات، والتغلب على مشاكل عدم تماثل المعلومات، وتحسين تخصيص الموارد، وتعزيز النمو من خلال ضمان أن تُخصص رؤوس الأموال للمشاريع ذات العوائد المحتملة الأعلى.

### باء - الاختيار غير المناسب، والمخاطر الأخلاقية، والكفاءة والتحكم في المخاطر

يؤثر الاختيار غير المناسب للزبون على كفاءة الأسواق المالية. ويمكن عزو الاختيار غير المناسب جزئياً إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي عندما يكون لأحد الطرفين في صفقة مالية ما معلومة أكثر مما لدى الطرف الثاني. ومع أخذ ذلك في الاعتبار، من الضروري رصد العقود لمعرفة سبب فـ-ي أن التباينات في الحوافز لدى المقترضين والمقرضين تساهم في مشكلة المخاطر الأخلاقية. وترصد النظم المالية المشاريع وتفرض إنفاذ العقود لضمان أن تُستخدم الأموال للأغراض المحددة في الاتفاق الأصلي، وضمان أن المقترضين لا يتحملون مخاطر أكثر من تلك الواردة فيها. ومن الهـ-ام أن يشجع النظم المالية المستثمرين. ففي غياب هياكل أساسية قانونية تعمل بشكل جيد، مما يحقق الإنفاذ السليم للعقود، أو المحاسبة

السليمة، وغياب نظم تنظيمية وإدارية تضمن الشفافية والوضوح في النظام المالي، يمكن أن تصبح الأس-واق المالية في حالة عدم استقرار ومعرضة للغش، ويمكن إعاقة النمو الاقتصادي بشكل كبير.

ويمكن وجود نظام مالي ذي كفاءة يقوم على مؤسسات تبعث على الثقة من حيث سلاسة تدفق الموارد من المقرضين إلى المقترضين من خلال نظام سليم لرصد وإنفاذ العقود. وفي هذا الصدد، تبين الأزمة الأخيرة في شرق آسيا أهمية لمؤسسات ذات الشفافية والثقة. ففي ظل وجود هياكل أساسية قانونية وتنظيمية قليلة التطور، تميل الصفقات المالية إلى استخدام أدوات مالية يكون من الأسهل إنفاذها، مثل الدين المضمون الذي تصدره في معظم الحالات المصارف التجارية. ونظراً إلى التكليف العالي لرصد محفظات المصارف، يمكن للعمليات المصرفية أن تولد مشاكلها الخاصة المعروفة من قبيل المخاطر الأخلاقية، إلى جانب المخاطر النظامية.

والكفاءة التي يؤدي بها النظام المالي وظائفه هي رهان بقدرته على تخفيض تكاليف جمع المعلومات المتصلة برصد المقترضين؛ وإنفاذ العقود؛ وتنويع التجارة وتجميع المخاطر.

ويعتمد النظام المالي على آليات قانونية لإنفاذ العقود وتسوية النزاعات، مثل قوائم الإفلاس، والقواعد التي تحكم الصفقات المالية وتقلل من الغش، أي قواعد الإفصاح ونظام المحاسبة. وهذه كلها هي حلول مؤسسية هامة فيما يتعلق بمشاكل الحوافز، والمخاطر المتصلة بالمعلومات والمخاطر النظامية. وفي حين يجب، بدون شك، مراعاة الاختلافات بين البلدان، فإن هذه العوامل المؤسسية مهمة لتعزيز عمل الأسواق المالية، ونيل وضمان مكاسب في مجال الكفاءة وتشجيع النمو الاقتصادي<sup>(2)</sup>.

### جيم - الصلة بين التمويل والنمو

يوجد ترابط قوي بين التمويل والنمو. وتبين الدراسات حول التمويل أن الوساطة المالية ضرورية للابتكار التكنولوجي والنمو الاقتصادي؛ وأن هناك ترابطاً إيجابياً بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي؛ وكذلك أن التقييد المالي، مثل القيود الحكومية على أسعار الفائدة وتخصيص الاعتمادات، يميل إلى إبطاء التنمية المالية والنمو الاقتصادي، وهذه مثلاً هي الحالة في الجمهورية العربية السورية التي تحافظ على سقف لأسعار الفائدة وقيود على تخصيص الاعتمادات.

ولا يمكن لأغلبية الشركات في اقتصاد ما أن تعمل من خلال التمويل الذاتي وحده. والنظام المالي يدعم الإنتاج والنمو من خلال تسهيل تدفق الموارد من وحدات الفائض أو المدخرات إلى المستثمرين والمدخرات تحدد في النهاية معدل نمو الطاقة الإنتاجية للاقتصاد.

ومع أخذ ذلك في الحسبان، توجد عدة مشاكل تتخلل التفاعلات بين القرارات المالية وغير المالية، بما في ذلك مشاكل حوافز ناجمة عن عدم تماثل المعلومات، والإفلاس وصعوبات أكبر في مجال المعلومات تولدها ترابط المخاطر داخل النظام المالي. وقد يؤدي عدم تماثل المعلومات بالفعل إلى إضاعة الشركات لفرص استثمار ثمينة ومنتجة.

R. Levine, "Financial development and economic growth: Views and agenda", Journal of Economic Literature, (2) vol. 35, (June 1997), pp. 688-726.

ويمكن أيضاً ملاحظة أن أسرة معيشية ما أو شركة ما يمكن أن تكون في حالة عجز أو فائض فـي أي وقت من الأوقات في ظل اقتصاد لامركزي. ويحدث العجز عندما تكون الرغبة في الاستهلاك أقوى من الدخل؛ ويحدث الفائض عندما تكون الرغبة في الاستهلاك أضعف من الدخل. وينقل النظام المالي التحكم في الموارد الموجودة من وحدات الفائض إلى وحدات العجز، ويعمل كناقل لـ رأس المـال بـدـ شـد المـدخـرات ويمكن من الاضطلاع بمشاريع منتجة. ومن خلال القيام بذلك، يسمح النظام المالي للاقتـصاد بـتجـابة للمشاكل التي تحدثها المرحلة الزمنية وعدم التأكد. وتمكن النظم المالية من تنسيق الخيارات الزمنية للأدـر المعيشية والشركات وكذلك تقاسم المخاطر وتنويعها. ومن الصفات المميزة للـ صـفـات المـالـية أن الـهـدف النهائي للخيار ليس متزامناً تماماً. فالسلع الجارية، مثلاً، تُبادل بوعود وطلبات مستقبلية. ولذلك هناك عـدم تأكد حول ما سيحدث في المستقبل وكذلك حول ما إذا سيتم الوفاء بالوعود. وبالتالي فإن تصميم شروط العقد لحفز تطبيق الاتفاقات وتنفيذها هام للغاية من حيث عمل النظام المالي.

وهناك ما يدعم عملياً وجود الصلة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي. وتستخدم ورقة بحث عملي من تأليف آر. جي. كينغ وآر. ليفاين بيانات لـ 80 بلداً للفترة 1960-1989<sup>(3)</sup>. ويختبر المؤلفان فرضية أن التنمية المالية تحدث النمو الاقتصادي. وتبين الورقة أن التنمية المالية مرتبطة ارتباطاً قوياً بالنمو في الاستثمار، ومستويات المعيشة، والكفاءة التي تستخدم بها الاقتصادات رأس المال المادي. كما تبين أن التنمية المالية هي وسيلة جيدة للتنبؤ بمعدلات النمو والاستثمار وتحسينات الكفاءة الاقتصادية في المستقبل. وهذه الورقة لا تنتظر في آثار تنمية أسواق الأسهم وأسواق السندات أو المحاسبة والنظم القواعدية والقانونية على النمو الاقتصادي والتنمية. غير أن هذه الدراسة ترى أن هذه العوامل المؤسسية الإضـافية يمكن أن يكون لها أثر كبير على العلاقة بين التنمية المالية والنمو. وهذا ما سيستكشف أدناه مـن خـلال القياسات الكمية والنوعية<sup>(4)</sup>.

---

R. G. King and R. Levine. "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", Journal of Monetary Economics, No. 32, 1993, pp. 513-542. (3)

(4) لمناقشة الصلة بين المالية والنمو في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (مينا) التي تشمل البلدان الأعضاء في الإسكوا: انظر ر. غ. ازي بوليلة ومحمد طرابلسي، "The causality issue in the finance and growth nexus: Empirical evidence from MENA countries" (تشرين الأول/أكتوبر 2003).

## ثانياً - الاتجاهات الأخيرة للأعمال المصرفية في بلدان الإسكوا

### ألف - ملامح قطرية

#### 1 - مصر<sup>(5)</sup>

يفيد تقرير لبرنامج تقييم القطاع المالي التابع لصندوق النقد الدولي والبنك الدولي لعام 2002 بـ أن البنك المركزي المصري امتثل لمعظم المبادئ الجوهرية للإشراف المصرفي الفعال كما وردت في لجنة بازل للإشراف المصرفي في عام 1997. ومنذ حزيران/يونيو 2002، حقق البنك المركزي المصري إنجازات في المجالات التالية:

#### (أ) التشريعات

سنت الحكومة المصرية قانوناً جديداً لزيادة درجة استقلال البنك المركزي المصري وتعزيز دوره الإشرافي. وبالإضافة إلى ذلك، سُنَّ قانون يتعلق بالتوقيع الإلكتروني لتعزيز وتدعيم الخدمات المصرفية الإلكترونية.

#### (ب) قواعد الرقابة

طُلب من جميع المصارف أن تلتزم بالنسبة الدنيا الجديدة لكفاية رأس المال والبالغة 10 في المائة. وفي 31 آذار/مارس 2003، كان معظم المصارف قد امتثل لهذه القواعد، بما في ذلك ستة مصارف تعود ملكيتها للدولة. ويجري عن كثب رصد مستويات الاحتياط للقروض المصنفة للتقليل من القروض غير المجدية والتي تمثل مشكلة كبيرة للمصارف العامة.

#### (ج) إدارة المصارف وإدارة الشركات

جرى تعليق خصخصة المصارف العامة الأربعة الأساسية نتيجة لضعف الأداء المالي العام. ولذلك قررت الحكومة خصخصة إدارة مصارف القطاع العام فأدخلت عنصر م-ن القطر الخاص في تلك المصارف. ونفذت الحكومة هذه التدابير في جميع المصارف التي تملكها الدولة وفي بعض الحالات تم تغيير إدارة المصارف الخاصة لحماية مصالح المودعين، وطالت هذه التغييرات أعضاء المجالس التنفيذية وغير التنفيذيين.

#### (د) البنى التحتية للمعلومات

في الوقت الذي كان فيه البنك المركزي المصري في مرحلة الانتهاء من شدة بكتة الإلكترونية للمعلومات، أصدرت التعليمات للمصارف بأن تكمل مشاريعها لشبكات المعلومات وذلك بهدف ربط الفروع والمقار إلكترونياً قبل نهاية أيلول/سبتمبر 2003. ويهدف هذا إلى تعزيز مراقبة البنك المركزي للقطاع المصرفي وزيادة الشفافية في الصفقات التي تبرمها المصارف.

(5) Central Bank of Egypt, "Egyptian banking sector reform policy: Areas of future actions", (April 2003, July 2003 update).

وبالإضافة إلى ذلك، يجري حالياً بذل الجهود لتحديث عمليات المصارف العامة. فقد وسعت المصارف التي تملكها الدولة نطاق أنشطتها المصرفية بالتجزئة وشرعت في استخدام التكنولوجيا الجديدة لأتمتة العمليات. وللوفاء بمتطلبات رأس المال التنظيمية المتشددة التي وضعها البنك المركزي، وضحت الحكومة 4 مليارات جنيه مصري في ستة مصارف تابعة للقطاع العام، وكادت هذه أول زيادة في رأس مال هذه المصارف منذ عام 1985.

وترد أدناه بإيجاز الإجراءات التي ستتخذ في المستقبل:

#### (أ) الإشراف المصرفي وقواعد الرقابة

تشمل الإجراءات في هذا المجال ما يلي:

- (1) إدخال نظم تصنيف داخلية تطلعية للزبائن في جميع المصارف كألية تقييم داخلية في القطاع المصرفي إلى جانب نظم تصنيف الأصول؛
- (2) رفع الحد الأدنى لرأس المال المدفوع للمصارف إلى 500 مليون جنيه مصري، وإلى 50 مليون دولار لفروع المصارف الأجنبية العاملة في مصر؛
- (3) إعداد المصارف للأخذ بقواعد بازل 2.

#### (ب) خصخصة مصارف المشاريع المشتركة

يتضمن هذا وضع مبادئ توجيهية وجداول زمنية للخصخصة وإطلاق العملية خلال الفترة 2004-2006.

## 2- الأردن

اعتمد البنك المركزي الأردني مجموعة من التدابير الرامية إلى تعزيز سلامة النظام المصرفي وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية. كما بذل جهوداً لتعزيز كفاءة الإدارة النقدية وإعادة تنشيط سوق رأس المال. ومع أخذ ذلك في الحسبان قام البنك المركزي الأردني بما يلي:

(أ) اعتباراً من بداية عام 2002، ووفقاً للمعايير الدولية للإشراف، خُفضت فترة تحديد القروض غير المجدية والفوائد المعقدة عليها من 120 إلى 90 يوماً. وكشفت دراسة تتعلق بالوضع المالي للمصارف العاملة في الأردن أصدرها المصرف الأردني الكويتي وتشمل 16 مصرفاً محلياً، أن 12.2 في المائة من مجموع تسهيلات الائتمان في الأردن صُنفت كقروض غير مجدية في عام 2001؛

(ب) إصدار نظم تتعلق بنظم الرقابة الداخلية للمصارف كوسيلة للحفاظ على سلامة النظام المالي وصلابته، ولإبراز الدور الهام لإدارة المصارف في إيجاد مناخ داخلي مناسب؛

(ج) إصدار نظم تتصل بحصة المصارف من رأسمال الشركات، من خلال تحديد الحيازات المباشرة أو غير المباشرة في أي شركة إيداع وعدم إيداع بنسبة 10 في المائة. كما يحدد القانون الجديد

حيازة المصارف الإجمالية للحصص بما لا يزيد عن 50 في المائة من رأس المال المكتتب لأى شركة. وترمي النظم إلى الحفاظ على الكفاية النقدية للمصارف من خلال التقليل إلى أدنى حد من مخاطر أسد-تخادم الأموال محليا وفي الخارج؛

(د) إصدار قواعد لإنفاذ القانون الذي يفرض عقوبات أشد صرامة على منتهك-ي قواعد-د البنك المركزي الأردني.

كما منح البنك المركزي الأردني ترخيصاً لبنك الكويت الوطني للعمل في الأردن وم-نح اتف-اق ترخيص أولي مشابه لبنك لبنان والمهجر (بلوم) في بداية عام 2003. وينتظر أن ي-ساهم وج-ود ه-ذين المصرفين المشهورين دولياً وإقليمياً في تحسين مستوى وكلفة الخدمات المصرفية كنتيجة للمنافسة الناجمة عن ذلك.

وفي تموز/يوليو 2003، كشف البنك المركزي الأردني عن خطة لتطوير تدبيره الخاصة بالإشراف المصرفي، وإدخال نظام إنذار مبكر وإجراءات تصحيحية مبكرة، وك-ذلك تط-وير قدرته-ه على حوس-بة البيانات المقدمة من قبل المصارف التجارية. وفي آب/أغسطس 2003 طلب البنك المركزي الأردني من المصارف التجارية أن ترفع رأسمالها المدفوع من المستوى الأدنى الحالي والبالغ 20 مليون دينار أردني إلى مستوى أدنى يبلغ 40 مليون دينار أردني قبل تاريخ 31 كانون الأول/ديسمبر 2007. ويهدف هذا القرار إلى تعزيز السلامة المالية للمصارف التجارية والوفاء بمتطلبات التحديات المستقبلية، لا سيما تلك المتصلة بتطبيق بازل 2. وحدد البنك المركزي الأردني النسبة الدنيا لرأسمال المساهمين إلى مجموع الأصول ب-6 في المائة<sup>(6)</sup>.

### 3- لبنان

واصل بنك لبنان المركزي، مصرف لبنان، تشجيع المصارف الصغيرة والمتوسطة على توحيد جهودها لتحسين قدرتها التنافسية. وفي عام 2002، حدثت ست حالات دمج وحالة تصفية ذاتية واحدة في لبنان وانخفض عدد المصارف من 60 إلى 53 مصرفاً. وهذه التطورات من شأنها أن تقوي الصناعة المصرفية من خلال المزيد من عمليات الدمج<sup>(7)</sup>.

وقد ظهر نجاح مؤتمر باريس 2 الذي عُقد في 23 تشرين الثاني/نوفمبر 2002 في التطورات النقدية الملحوظة في نهاية عام 2002. من ذلك مثلاً أن تدفقات رؤوس الأموال إلى البلد خلال الربع الأخير من عام 2002 والربع الأول من عام 2003 كانت هامة، وأنه كان هناك ميل قوي للدخول بالليرة اللبنانية. وكننتيجة لوجود ثقة أكبر في العملة الوطنية، انخفض سعر الفائدة على الليرة بسرعة، كسعر الفائدة على أدون الخزينة مثلاً.

وقد مكنت هذه التطورات، ترافقها جهود حازمة لتخفيض عجز الميزانية والتقليل من نمو الدين العام، من إلغاء الفائدة المدفوعة للمصارف على الاحتياطيات التي تتجاوز 13 في المائة من ودائعها، وإلغاء أدون الخزينة المرتبطة بالاحتياطيات. وعلاوة على ذلك، توصل مصرف لبنان إلى اتفاق مع المصارف بشأن

(6) <http://www.jordinvest.com/jo/> Jordaninvest, "Weekly review & analysis", (July 2003). Available at: [weekly\\_review.shtm](http://www.jordinvest.com/jo/weekly_review.shtm)

(7) مصرف لبنان. متاح على الموقع: <http://www.bdl.gov.lb/>

الاكتتابات الإلزامية في أذون الخزينة بدون فائدة تمثيلاً مع نسبة 10 في المائة من ودائعها، وذلك لدعم جهود الحكومة الرامية إلى تخفيض نمو الدين العام وتحقيق الإصلاحات الاقتصادية المقررة. وفي هـ-ذا الإط-ار، أُجبر مصرف لبنان على التدخل لامتصاص فائض السيولة الكبير الناجم عن تدفقات رأس المال إلى البلد.

وقد تأثرت استثمارات المصارف التجارية إيجابياً بنتائج مؤتمر باريس 2 الذي أدى إلى تغيير هام في توزيع الموارد المتاحة وكان له أثر ملحوظ على هيكل الاستثمار. وقد منع فائض السيولة اقتراض القط-اع العام في أوائل عام 2003 وأدى إلى انخفاض في محفظات المصارف من أذون الخزينة. وسبب التحويد-ل الهائل إلى الليرة اللبنانية انخفاضاً في الأصول الأجنبية للمصارف.

ويمكن كذلك ملاحظة أن المصارف، وبهدف الحفاظ على نسبة ملاءتها المالية وتوسيع مواردها، جمعت رأسمال المساهمين لديها، والذي زاد بنسبة هامة بلغت 12.65 في المائة مقارنة بال-سنة السابقة. وارتفعت نسبة رأسمال المساهمين إلى مجموع الموارد من 6.21 في المائة في نهاية عام 2001 إلى 6.35 في المائة في نهاية عام 2002<sup>(8)</sup>.

وفي عام 2002 رفع مصرف لبنان نسبة كفاية رأس المال الدنيا للمصارف المحلية من 8 إلى 12 في المائة امتثالاً لبازل 2. وبلغ متوسط نسبة كفاية رأس المال للمصارف اللبنانية ح-والي 18 في المائة في عام 2003<sup>(9)</sup>.

#### 4- الجمهورية العربية السورية

إثر الموافقة على قانون مصرف سورية المركزي والنقد (القانون رقم 23 لعام 2002) ق-ام رئ-يس الجمهورية العربية السورية بتشكيل مجلس النقد والتسليف المكلف بتنسيق مؤسسات النقد والتسليف من حيث تحقيق أهداف القانون. ويقول الاقتصاديون إن مرور القانون الجديد وكذلك تشكيل المجلس من الخط-وات الحاسمة لإيجاد إطار يحكم بداية الصيرفة الخاصة في الجمهورية العربية السورية.

وتتمثل الأهداف الأساسية للقانون الجديد في ما يلي: (أ) تطوير وتنظيم السوق المالي وفقاً لاحتياجات الاقتصاد الوطني؛ (ب) الحفاظ على القدرة الشرائية للعملة السورية؛ (ج) تحقيق اس-تقرار س-عر ال-صرف الأجنبي للعملة السورية وضمان قابليتها الكاملة للتحويل.

وفي كانون الأول/ديسمبر 2002، أُعطيت الموافقة المبدئية إلى خمسة م-صارف عربية لإذ-شاء مصارف ضمن مشاريع مشتركة مع مؤسسات القطاع الخاص في الجمهورية العربية السورية، م-ع ح-صة أجنبية لا تتجاوز 49 في المائة. وتشمل هذه المصارف بنك لبنان والمهجر ر والبنك الأوروبي لل-شرق الأوسط، وكلاهما من لبنان، ومصرفاً لم يكتشف عن اسمه من البحرين. كما تقدمت "سوسيتي جنرال جروب" من فرنسا بطلب بينما تنظر مجموعة من المصارف اللبنانية الأخرى، بما في ذلك فرند-سبانك، في تق-ديم طلبات. وبحلول أيار/مايو 2003، أُعطيت الموافقة النهائية لثلاثة مصارف كان يُفترض أن تبدأ عملياتها في غضون سنة من الترخيص. غير أنه لكي تتمكن المصارف الأجنبية من العمل بفعالية وكفاءة، يجب القيد-ام بإصلاحات واسعة داخل البلد. وما يجذب المصارف بشكل خاص إمكانيات التمويل في التجارة وال-صناعة

(8) The Lebanese Banker's Association, Newsletter, (December 2003)

(9) المرجع نفسه.

والسياحة، بالإضافة إلى وجود سوق تجزئة كبير للعمليات المصرفية. وعلاوة على ذلك، تستهدف المصارف الأجنبية مبالغ تقدر بما بين 80 و100 مليار دولار من الأصول السورية خارج البلد.

وفي هذا الإطار، تجري الآن مراجعة عدد من القوانين، خصوصاً تلك المتصلة بأسعار الصرف، وأسعار الفائدة، والتجارة والعملة الأجنبية، بالإضافة إلى القوانين التي تحكم الممارسات المصرفية بشكل مباشر. ونظراً إلى عدم قدرة المؤسسات على جمع المدخرات والحفاظ على سيولة يمكن ضخها في أنشطة منتجة، يعاني الاقتصاد في الجمهورية العربية السورية من عدم فعالية النظامين النقدي والمالي. وبالفعل فقد أدت المشاكل الهيكلية في البلد إلى تدفق رأس المال السوري إلى الخارج خلال العقود الأخيرة. ومن غير المرجح أن يكون القطاع المصرفي الخاص ذا كفاءة ما لم تُعالج مسألة إصدار أسعار الفائدة - سياسة سياسية. فأسعار الفائدة على السحب والائتمان ثابتة في الجمهورية العربية السورية، في حين يُقدّم معظم الائتمان إلى القطاع العام، مع حوافز قليلة جداً للأفراد والشركات التجارية من حيث الاقتراض.

بيد أن هناك علامات تدل على أن الحكومة تتجه نحو الإصلاح. فقد تعهد وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية بأن وقف العمل بتهنيت أسعار الفائدة، وهو قضية أساسية فيما يتعلق بمشاركة القطاع الخاص، ليعد أولوية وهو حالياً قيد النظر. ويتبع المسؤولون السوريون نهجاً حذراً في منح التراخيص للمصارف الأجنبية لتفادي أية مشاكل. وفي الأثناء، يُذكر أن المصارف السورية تستعد لازدياد المنافسة من خلال إرسال الموظفين لحضور ورشات عمل في الخارج والنظر في إدخال تحسينات تكنولوجية.

وفي منتصف عام 2003 اتخذ مجلس النقد والتسليف أول قرار هام له. وقد ركز هذا القرار على تخفيض أسعار الفائدة التي بقيت مستقرة خلال الـ 22 عاماً الماضية. وبالإضافة إلى ذلك أصدر رؤساء الجمهورية العربية السورية مرسوماً في تموز/يوليو 2003 يقضي بإلغاء قانونين يفرضان قيوداً شديدة على عمليات سعر الصرف وكانا موجودين منذ أكثر من 17 عاماً.

## 5- اليمن

زادت الالتزامات بنسبة 20 في المائة في عام 2002 مقابل نمو بنسبة 37 في المائة في العام السابق. وعكس النمو جهود البنك المركزي اليمني الرامية إلى تعزيز كفاية رأس المال للمصارف التجارية. وفي نهاية عام 1997، كانت نسبة كفاية رأس المال المصرفي تبلغ 0.6 في المائة، وتحسنت تدريجياً لتبلغ 10 في المائة في نهاية عام 2002، أي أعلى من متطلبات رأس المال الدنيا البالغة 8 في المائة والتي حددتها لجنة بازل للإشراف المصرفي. إلا أن هذه النسبة هي متوسط لكامل القطاع المصرفي في اليمن؛ وعندما تؤخذ في الاعتبار كفاية رأس المال للمصارف الأصغر، يمكن أن تنخفض هذه النسبة<sup>(10)</sup>.

وبالإضافة إلى ذلك زادت تسهيلات التسليف التي تمنحها المصارف التجارية للقطاع الخاص بنسبة 14 في المائة في عام 2002 مقارنة بزيادة 26 في المائة في عام 2001. وانخفضت حصة التسليفات والقروض المتدنية الجودة، بما في ذلك القروض المشكوك في سدادها والقروض المعدومة، من مجموع القروض، من 25 إلى 23 في المائة. وبشكل عام تجاوزت المخصصات لمثل هذه القروض 80 في المائة.

من مجموعها، وهذه نسبة مرتفعة جداً بكل المعايير. كما زادت حصة استثمارات المصارف الإسلامية من مجموع القروض من 25 في المائة في عام 2001 إلى 35 في المائة في عام 2002<sup>(11)</sup>.

## 6- فلسطين

على الرغم من النزاع الجاري، بذلت سلطة النقد الفلسطينية جهـمـاً لتطـوير النظـام المـصرفي الفلسطيني وتحسين أدائه. وركزت سلطة النقد الفلسطينية على إصدار ترخيصات جديدة لفروع ومصارف جديدة، وذلك بهدف ضمان حصول جميع الأفراد على الخدمات المصرفية. ومن حيث الإشراف والكشف النقدي، وضعت سلطة النقد الفلسطينية قواعد أساسية لتطوير الإطار الرقابي حتى يكون النظـام المـصرفي متماشياً مع معايير المحاسبة الدولية، وذلك من خلال إعداد مسح شهرية وسنوية بالتعاون مع صندوق النقد الدولي. وبالإضافة إلى ذلك، ركزت سلطة النقد الفلسطينية على تنمية المهـارات البـشرية فـي القـطـاع المصرفي من خلال إنشاء معهد حديث للدراسات النقدية والمالية.

وعلاوة على ذلك، حافظت سلطة النقد الفلسطينية على التدفق الحر لرأس المال وعدم تقييد التحويلات وعمليات الصرف الأجنبي من الأراضي الفلسطينية المحتلة وإليها، وذلك لضمان اندماج النظـام المصرفي الفلسطيني مع الأسواق العالمية، ولجذب التحويلات الرأسمالية لأغراض عملية التنمية المحلية.

إلا أن القطاع المصرفي تأثر سلباً بالتدابير التي طبقتها إسرائيل في الأراضي الفلسطينية المحتلة منذ عام 2001، والتي أثرت أيضاً على قطاعات اقتصادية أخرى. وقد ظهر ذلك في الميزانية العامة الموحدة للمصارف في شكل انخفاض في الأصول والاعتمادات. ونظراً إلى عدم الاستقرار السياسي وبالتالي وجود مناخ غير مناسب للاستثمار، دفع ببعض المصارف إلى الاستثمارات الخارجية.

## 7- البحرين

يقع الإشراف التنظيمي لقطاع التأمين وسوق الأسهم تحت ولاية مؤسسة نقد البحرين. وبالإضافة إلى ذلك، يسعى مركز إدارة السيولة، الذي أنشئ في عام 2002، إلى تطوير سوق ثانوية نشطة لمنتجات الخزنة القصيرة الأجل الملتزمة بأحكام الشريعة. وتشكل المصارف الإسلامية التي يوجد لديها فائض في السيولة قاعدة الاستثمار الأولية لللكوك، أي أوراق مالية إسلامية قصيرة الأجل.

وقد ضمن بدء العمل بمعيار المحاسبة الدولية رقم 39 وجود درجة أكبر من الشفافية في الأوضـاع المالية للمصارف. إلا أن المصارف لم تكن جميعها مستعدة لتنفيذ معيار المحاسبة الدولية 39، وفي حين أنه كانت هناك طلبات للتأجيل، فإن مؤسسة نقد البحرين مضت قدماً في التغييرات التنظيمية. وبالإضافة إلى ذلك، أصدرت مؤسسة نقد البحرين مؤخراً نظاماً جديدة للمصارف الإسلامية تتبع توجيهات من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي يوجد مقرها في البحرين، ومن لجنة بازل للإشراف المصرفي.

وقد دخلت السوق المالية الإسلامية الدولية طور العمل في نيسان/أبريل 2002. وكانت قد أُذـُنـت نتيجة اتفاق تعاوني بين البنك الإسلامي للتنمية ومؤسسة نقد البحرين والبنك المركزي في إندونيسيا وسلطة الاستثمارات الخارجية الإندونيسية والبنك المركزي الـسوداني ووزارة المالية فـي بروكـيـنغ دار السلام.

(11) المرجع نفسه.

والغرض الأساسي من السوق المالية الإسلامية الدولية هو توفير إطار تعاوني لضمان النمو المستمر لـ سوق مالية إسلامية، استناداً إلى أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، كبديل سليم للنظام المصرفي التقليدي. ويشمل دور السوق المالية الإسلامية الدولية تشجيع انسجام وتلاقي تفسيرات الـ شريعة الإسلامية لتطويع أدوات وممارسات مصرفية إسلامية مقبولة عالمياً؛ وتشجيع عدد كبير من المؤسسات المالية الإسلامية على المشاركة في السوق<sup>(12)</sup>.

## 8 - المملكة العربية السعودية

تقوم المملكة العربية السعودية بإدخال تكنولوجيا جديدة ستسمح للمستثمرين بتبادل الأسهم فـي أي من أسواق الخليج. وسيؤدي هذا إلى تدفقات أكبر عبر الحدود داخل المنطقة، وسيساهم بذلك في الاحتفاظ بالمدخرات المحققة في المنطقة<sup>(13)</sup>.

وبالإضافة إلى ذلك، يهدف قانون سوق الأوراق المالية الذي سُلِّم في عام 2002 وأصبح سارياً فـي عام 2003 إلى توفير إطار تنظيمي للقيام بأنشطة مثل تبادل الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار التعاونية. ووفقاً للقانون، سيتم إنشاء هيئة للسوق المالية وسوق أسهم مستقل.

وضمن هذا الإطار، بوشر بوضع هياكل أساسية جديدة لسوق رأس المال فـي عام 2003 بهـدف السماح بتبادل جميع أنواع السندات، بما في ذلك أسهم رأس المال وسـندات الدين وصـناديق الاسـثمار التعاونية. كما يجري حالياً اتخاذ تدابير لفتح سوق الأسهم للأجانب تدريجياً.

ويعرض النظام المالي منتجات وخدمات جديدة كالورقة التجارية، وسندات الشركات، والمشورة بشأن عمليات الدمج والشراء. وكان هناك أيضاً طلب متزايد على خدمات مثل طـرح إصدار أوراق مالية خاصة، وإصدارات رأسمالية جديدة وصفقات افتراضية (synthetic transactions). وعلاوة على ذلك، فـإن شركات مختلفة تستطيع الوصول إلى سوق رأس المال، مما يؤدي إلى تنويع مختلف أدوات الاسـثمار، وإلى سوق رأسمالي إقليمي متكامل، وإلى فرص عمالة أكبر<sup>(14)</sup>. وأدى هذا إلى زيادة عدد الصفقات وحجم قيمة التبادل منذ عام 2003. وبالإضافة إلى ذلك، زادت رسملة السوق بنسبة 189 في المائة ونما مؤشـر الحصص بنسبة 157 في المائة بين عامي 1997 و2003<sup>(15)</sup>.

وبالإضافة إلى ذلك تقوم الحكومة بإصدار تراخيص للمصارف الدولية لفتح فروع لها فـي المملكة العربية السعودية، وتقوم وزارة التجارة والصناعة بتحديث القواعد والنظم المتصلة بمكافحة غسل الأموال. وكانت المصارف الوطنية العشرة تحتكر العمليات الأولية والثانوية للأسهم وسندات الحكومة. ولم يعد الأمر كذلك نتيجة لقانون سوق الأوراق المالية المذكور أعلاه، والذي يسمح بإنشاء دور وساطة مستقلة<sup>(16)</sup>.

(12) Bahrain Monetary Agency, Annual Report 2001 and Annual Report 2002

(13) .Mohammad Al-Jasser, "Financial sector development", working paper, (October 2002)

(14) المرجع نفسه.

(15) .CCFI Research, "Saudi stock market: will it continue to rally?", (20 July 2003)

(16) .Economist Intelligence Unit, "Country finance: Saudi Arabia", (January 2003)

## 9- الكويت

أصدر بنك الكويت المركزي في عام 2002 عدداً من التعليمات والضوابط لوحدة الجهاز المصرفي والمصرفي تتعلق أساساً بإدارة المخاطر المتأصلة في الصيرفة الإلكترونية والإجراءات الداخلية الواجب على البنوك المحلية اتخاذها تطبيقاً للقانون رقم 35 لسنة 2002 بشأن مكافحة عمليات غسل الأموال. وأذشأت الكويت أيضاً مجلس الخدمات المالية والإسلامية الذي يستهدف وضع معايير الرقابة والإشراف على البنوك والمؤسسات المالية وتقديم خدمات مالية إسلامية بما يتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية<sup>(17)</sup>.

وعلاوة على ذلك، أصدر بنك الكويت المركزي تعليمات لكل البنوك المحلية المتعلقة بتتعلق بالرسد-وم والعمولات المتصلة بتسهيلات الائتمان المعروضة على زبائن البنوك. ولا يسمح للبنوك بتطبيق أي رسد-وم أو عمولات "تحت أي اسم كان" إلا بعد الموافقة المسبقة لبنك الكويت المركزي. كما أصدرت تعليمات لجميع البنوك المحلية، وشركات الاستثمار والصراف، وصناديق الاستثمار تطلب منها اتخاذ إجراءات داخلية تتعلق بتنفيذ القانون الخاص بعمليات غسل الأموال. وحظر على البنوك المحلية وشركات الاستثمار إسد-ناد الأعمال المتعلقة بتقييم كفاية أنظمة الرقابة الداخلية للبنك أو الشركة إلى مكاتب مراجعة الحسابات<sup>(18)</sup>.

ويمكن أيضاً ملاحظة أن مجلس الأمة سن قانوناً في عام 2003 يهدف إلى تنظيم البنوك الإسلامية الموجودة والمستقبلية، ويراعي السمات الخاصة للبنوك الإسلامية ومبادئ ومعايير الرقابة-ة الملائمة لها. واعتمد بنك الكويت المركزي عموماً أسلوباً تدريجياً في منح التراخيص لبنوك إسلامية جديدة.

## 10- عمان

يفيد تقرير ستاندرد أند بور (Standard and Poor) بأن القطاع المصرفي لعمان في عام 2003 كان مناسباً. ويبدو أيضاً أن هذا التقييم للوضع عادل في عام 2004. وبحسب التقرير فإن مستوى رأس المال كاف لامتناس أثر الصدمات<sup>(19)</sup>.

## 11- قطر

ارتفعت أرباح المصارف التجارية في قطر بنسبة 33 في المائة في عام 2002 عن السنة التي سبقتها. واستفادت المصارف أيضاً من الأداء السليم للاقتصاد، والذي يمكن إرجاعه لارتفاع أسعار النفط<sup>(20)</sup>. واستفادت المصارف في قطر من أن ترتيب البلاد رفع إلى درجة (A-) في تقرير رسد-تاندرد أند بور<sup>(21)</sup>.

(17) بنك الكويت المركزي، التقرير الاقتصادي 2002.

(18) بنك الكويت المركزي، التقرير السنوي الحادي والثلاثين عن السنة المالية 2003/2002.

(19) Middle East Economic Survey (MEES), vol. XLVI, No. 18, (5 May 2003).

(20) MEES, vol. XLVI, No. 19, (3 March 2003).

(21) MEES, vol. XLV, No. 39, (30 September 2002).

وتبدو قطر متمشية مع جدول الالتزامات المحددة لمنظمة التجارة العالمية عقب توقيع بروتوكول الانضمام إلى المنظمة. وعلاوة على ذلك، فبينما استطاعت قطر أن تستفيد من الاستثناءات المتصلة بالاتفاق العام بشأن التجارة في الخدمات حتى عام 2005، فإن عليها أن تضع السياسات الملائمة والإجراءات التنظيمية لتحرير القطاع<sup>(22)</sup>.

## 12 - الإمارات العربية المتحدة

تحاول المصارف في الإمارات العربية المتحدة توسيع قاعدتها الرأسمالية وفقاً لتعليمات مصرف الإمارات العربية المتحدة المركزي، وذلك بهدف تعزيز أوضاعها للوفاء بالمعايير الدولية لكفاية رأس المال<sup>(23)</sup>. وقد ارتفعت كفاية رأس المال لمجموع المصارف في الإمارات العربية المتحدة من 12.3 في المائة عام 2002 إلى 12.6 في المائة عام 2003، وهي نسبة أعلى بكثير من نسبة 8 في المائة التي يوصي بها بنك التسويات الدولية<sup>(24)</sup>.

## باء - قياسات التطورات المصرفية

يهيمن النظام المصرفي، بشكل عام، على النظم المالية للاقتصادات الناشئة في منطقة الإسكوا. وتبدو أسواق الأسهم في المنطقة إما جديدة أو بصدد الإنشاء كقنوات لنقل رأس المال من المدينين إلى المشاريع المنتجة. ومن الضروري إذا النظر في جميع التطورات الرئيسية للنظم المصرفية للبلدان الأعضاء في الإسكوا ومعرفة ما إذا استطاعت هذه البلدان نقل رأس المال إلى استثمارات منتجة لحفز النمو الاقتصادي. وفي هذا الصدد تُبين قياسات التطور المصرفي للفترة 1990-2003 في الجدول 1 الذي يعاين العمق المالي (financial depth)، وهو قياس لنسبة الالتزامات السائلة إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويعني وجود عمق مالي أكبر تقديم خدمات مالية أكبر، ومن ثم نمواً اقتصادياً أكبر. ويقول كينج وليفاين إن حجم النظام المالي مقاساً بالعمق المالي لا يرتبط بالضرورة بخدمات مثل إدارة المخاطر وتجهيز المعلومات<sup>(25)</sup>. وقد تناولا هذه المسألة بتكوين قياس لأهمية مؤسسات مالية محددة، مستخدمين متغيراً "FS"، وهو متغير مبني كنسبة الودائع النقدية للمصرف إلى مجموع الودائع النقدية للمصارف وودائع البنك المركزي. ويقول كينج وليفاين إنه كلما كان متغير "FS" أكبر كلما كان توفير خدمات مثل إدارة المخاطر وتجهيز المعلومات أكبر. أخيراً، يقولان إنه إذا كان النظام المالي يقوم بمجرد توجيه الائتمان نيابة عن الحكومة، فإنه من غير المرجح تقديم خدمات مالية بالطريقة نفسها التي يقدمها بها نظام مصرفي مستقل حتى في الحالات التي يكون فيها العمق المالي للاقتصاد أكبر ويمر معظم تلك السيولة عبر مصارف الودائع النقدية. وبالتالي يمثل متغير "DOMCR" نسبة المطالبات على القطاع الخاص غير المالي إلى إجمالي الائتمان المحلي. ووضع كينج وليفاين قياساً مشابهاً هو "CLGDP" كنسبة إجمالي المطالبات على القطاع الخاص غير المالي إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويقولان إنه كلما كان متغيراً "DOMCR" و"CLGDP" أكبر كلما كان باسطة النظام المالي توفير خدمات معينة مثل تقييم المدراء، واختيار مشاريع الاستثمار، وتقديم الخدمات المالية وتجميع المخاطر.

(22) MEES, vol. XLVI, No. 10, (10 March 2003)

(23) Zawya, available at: <http://www.zawya.com/>

(24) المرجع نفسه.

(25) R. G. King and R. Levine, "Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence", Journal of Monetary Economics, No. 32, 1993, pp. 513-542.

والنظم المصرفية في منطقة الإسكوا هي كبيرة نسبياً وتمثل، في المتوسط، تقريباً نصف رسملة سوق الأسهم في البلدان الأعضاء. وتملك عمان أكبر حصة للمصارف في رسملة سوق الأسهم، بينما تملك الأردن ثاني أكبر حصة. غير أن مستويات التطورات المصرفية في منطقة الإسكوا هي أدنى بكثير من متوسطات شرق آسيا وبعض الاقتصادات النامية وتبدو قريبة لمتوسطات أمريكا اللاتينية. وحسب الجدول 1 يوجد في لبنان أعلى مستوى للتطورات المصرفية تليه الأردن ثم قطر والبحرين بالترتيب. وفي حين أن النظام المصرفي في منطقة الإسكوا يلعب دوراً هاماً ورئيسياً في توجيه الأموال نحو مختلف قطاعات الاقتصاد، فإنه لا يقدم بعلاً نوع الخدمات والمنتجات المالية اللازمة لاستمرار النمو. ويجب على النظام المصرفي في منطقة الإسكوا إدخال منتجات مالية جديدة لتطوير أسواق الائتمان بشكل أفضل. وعلاوة على ذلك، فإن خدمات إدارة المخاطر وتجهيز المعلومات ما زالت ضعيفة نسبياً في منطقة الإسكوا. وأحد الجوانب الهامة لتوسيع الائتمان هو إيجاد أدوات لإدارة المخاطر تكون قادرة على تقليل مخاطر الائتمان وعدم السداد. وقد شكلت هذه المخاطر عوائق كبيرة أمام توسيع أسواق الائتمان في المنطقة. ويمكن أيضاً ملاحظة أن النظام المصرفي في منطقة الإسكوا يعاني من نقص في التقييم اللازم لمشاريع الاستثمار ومديري المصارف. وفي معظم الأحيان، لا توجه الأموال نحو المشاريع الأكثر إنتاجية وكثيراً ما تكون تكاليف تمويل هذه المشاريع أعلى من تلك الموجودة في الاقتصادات الأكثر تقدماً.

### الجدول 1 - قياسات التطورات المصرفية، 1990-2003

معدل <sup>(أ)</sup>	CLGDP <sup>(ب)</sup>	DOMCR <sup>(ج)</sup>	FS <sup>(د)</sup>	FD <sup>(هـ)</sup>	
0.571	0.653	0.814	0.452	0.367	الأردن
0.446	0.562	0.488	0.422	0.323	البحرين
0.273	0.295	0.302	0.366	0.133	عمان
0.506	0.374	0.878	0.441	0.333	قطر
0.541	0.342	0.976	0.471	0.376	الكويت
0.586	0.494	0.911	0.473	0.187	لبنان
0.391	0.408	0.311	0.473	0.375	مصر
0.218	0.262	0.271	0.110	0.231	المملكة العربية السعودية
0.441	0.423	0.617	0.401	0.290	الإسكوا (معدل)
0.468	0.252	0.719	0.623	0.279	أمريكا اللاتينية
0.714	0.562	0.955	0.805	0.551	شرق آسيا
					البلدان المتقدمة
0.718	0.511	0.878	0.958	0.503	كندا
0.759	0.665	0.827	0.908	0.634	الولايات المتحدة الأمريكية
0.734	0.587	0.848	0.933	0.568	معدل

المصدر: بيانات جمعتها الإسكوا، استناداً إلى صندوق النقد الدولي، الإحصاءات المالية الدولية، أعداد مختلفة.

- (أ) الالتزامات السائلة نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.  
 (ب) الودائع النقدية للمصرف نسبة إلى مجموع الودائع النقدية للمصارف وودائع البنك المركزي.  
 (ج) المطالبات على القطاع الخاص غير المالي نسبة إلى إجمالي الائتمان المحلي.  
 (د) إجمالي المطالبات على القطاع الخاص غير المالي نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي.  
 (هـ) متوسط بسيط للمتغيرات FD و FS و DOMCR و CLGDP.

## جيم - الصيرفة الإسلامية في منطقة الإسكوا

يقوم مفهوم الصيرفة الإسلامية على المبادئ الاقتصادية الإسلامية التي تحرم دفع أو تلقي فائدة بسعر محدد مسبقاً، والتي تتضمن شرط العمل بطرق تمويل إسلامية. وخلال العقد الماضي، نما التمويل الإسلامي بمعدل سنوي مقدر بنسبة 15 في المائة، وبلغ حجم السوق في عام 2003 أكثر من 230 مليار دولار في أكثر من 75 بلداً، مع توقع نمو ذي خانتين للسنوات العشرين القادمة. ويرى بعض المحللين أن هذا النمو والمثير للإعجاب يشير إلى أن الصيرفة الإسلامية مثلت المساهمة الأكثر تميزاً للعالم العربي في المالية العالمية خلال الأربعين سنة الماضية. ومنطقة الإسكوا، التي تستضيف قرابة 38 في المائة من جميع المؤسسات المالية الإسلامية، والتي تملك فيها المصارف الإسلامية 84 في المائة من إجمالي الأمم-وال-الت-ي تحشد المصارف الإسلامية في العالم، توجد بشكل متزايد في صدارة تطورات الصيرفة الإسلامية<sup>(26)</sup>.

### 1 - حالة الصيرفة الإسلامية في منطقة الإسكوا

نشأت الصيرفة الإسلامية بمصر في شكل بنك ادخار في مدينة ميت غمر في عام 1963، وتبعته بنوك ادخار صغيرة أخرى في البلد نفسه. غير أن البداية الحقيقية للتمويل الإسلامي كانت في عام 1974 حين أنشئ البنك الإسلامي للتنمية في جدة. وافتتح أول مصرف تجاري إسلامي في الإمارات العربية المتحدة في عام 1975 وتبعه بنك البحرين الإسلامي في عام 1978. ومنذ ذلك الوقت نما حجم وأند-شطة المصارف الإسلامية بسرعة في عدد كبير من البلدان. وفي عام 2003 كان هناك أكثر من 64 مصرفاً إسلامياً في منطقة الإسكوا يتركز معظمها في بلدان مجلس التعاون لدول الخليج العربية (مجلس التعاون الخليجي). وتوجد وحدات إسلامية أيضاً في عدة مصارف تقليدية. وتستضيف البحرين، وهي المركز الرائد للتمويل الإسلامي في منطقة الإسكوا، 23 مصرفاً إسلامياً<sup>(27)</sup>. وأكبر مصرف إسلامي في المنطقة هو شركة الراجحي المصرفية للاستثمار ومقره المملكة العربية السعودية، يليه بيت التمويل الكويتي (انظر الجدول 2).

وخلال السنوات القليلة الماضية، كان الأداء العام للمصارف الإسلامية الرئيسية في منطقة الإسكوا، مقاساً بنسب ربحيتها، مثل عائد الأسهم وعائد الأصول، عالياً نسبياً مقارنة بأداء المصارف التقليدية المحلية الرئيسية. وبحسب نشرة ذي بانكر (The Banker)، احتلت شركة الراجحي المصرفية للاستثمار المركز السادس بين أول 20 مصرفاً عربياً من حيث رأس المال في عام 2001. فقد سجلت أعلى عائد على الأصول وثاني أعلى عائد على الأسهم بين مصارف عربية كبيرة<sup>(28)</sup>. وزادت الأرباح الصافية للمصارف الإسلامية في اليمن بنسبة 74.2 في المائة لتشكل 30 في المائة من جميع أرباح المصارف في عام 2001 وزادت حصتها من مجموع الائتمانات من 25 في المائة عام 2001 إلى 35 في المائة عام 2002<sup>(29)</sup>. ونجحت المصارف الإسلامية في اجتذاب المدخرات والاستثمارات من شرائح السوق التي تتجاهلها المصارف التقليدية مما أدى إلى نمو كبير في أصول المصارف في أواخر التسعينات. من ذلك من ثل أن مجموع الأصول الإجمالية للمصارف الإسلامية في البحرين تضاعف تقريباً في أقل من ثلاث سنوات. وهذا النجاح الباهر شجع مصارف دولية كبيرة كالبنك البريطاني (HSBC) و"سيتي بانك" (Citibank) على توسيع تسهيلات التمويل الإسلامية في المنطقة.

(26) Institute of Islamic Banking & Insurance. Available at: <http://www.islamic-banking.com/>

(27) المرجع نفسه.

(28) The Banker. Available at: <http://www.thebanker.com>

(29) CBY, Annual Report 2002 and CBY Newsletter (June 2003)

## الجدول 2- المصارف الإسلامية الرئيسية في بلدان مجلس التعاون الخليجي، 2001

المصرف	الأصول (ملايين الدولارات)	الرتبة	الأسهم (ملايين الدولارات)	الرتبة	العائدات على الأسهم <sup>(أ)</sup> (نسبة مئوية)
شركة الراجحي المصرفية للاستثمار	13 815.03	1	1 794.27	1	22.95
بيت التمويل الكويتي	7 733.64	2	780.73	2	21.40
المصرف الإسلامي في دبي	4 175.44	3	336.72	4	11.88
المصرف الإسلامي في أبو ظبي	1 664.61	4	348.75	3	6.22
مصرف شامل في البحرين	1 241.90	5	242	5	4.48
مصرف قطر الإسلامي	1 212.82	6	101.84	7	17.81
مصرف قطر الإسلامي الدولي	741.67	7	56.58	8	19.79
المصرف الإسلامي في البحرين	508.47	8	102.69	6	6.40

المصدر: معهد الدراسات المصرفية، الكويت. متاح على موقع الإنترنت: <http://www.kibs.org/research.htm>.

(أ) عائد على الأسهم.

## 2- أنشطة الصيرفة الإسلامية والأدوات المالية الإسلامية

تختلف أنشطة المصارف الإسلامية عن أنشطة المصارف التقليدية في أنها تركز على الاسـتثمارات المنتجة، أي الأصول العينية أو الخدمات، بدلاً من الاستثمارات النقدية للحصول على الفائدة. ومن ثم يُشجع التبادل التجاري والاستثمار بقصد الربح، وهو ما يعكسه هيكل أصول والتزامات المصارف الإسلامية. وعلى هذه المصارف بشكل عام العمل من خلال طريقتين إسلاميتين للتمويل هما: تقاسم الأرباح والخسائر (PLS) وعدم تقاسم الأرباح والخسائر (non-PLS). كما تحافظ المصارف الإسلامية باستمرار على العمل حسب أحد النموذجين التاليين للوساطة المالية:

### (أ) المضاربة القائمة على طرفين

حسب هذا النموذج يدمج عنصراً الأصول والتزامات بشكل كامل في موازنات المصارف. ومن حيث الالتزامات يعمل المودع كمول بتوفير الأموال، ويعمل المصرف كصاحب مشروع بقبول تلك الأموال. وفيما يتعلق بالأصول، يقوم المصرف بدوره بتوفير الأموال لوكلاء المشاريع الذين يبحثون عن أموال للاستثمار ويوافقون على تقاسم الأرباح حسب نسب معينة محددة.

### (ب) نموذج النافذتين

حسب هذا النموذج، تُجمع التزامات المصارف في نافذتين: نافذة للودائع تحت الطلب التي تودع للحفاظ عليها دون فائدة، وأخرى للودائع الاستثمار التي تُستخدم لتمويل مشاريع أسـتثمارية تنطوي على مخاطر. ويمكن للمودعين اختيار أي من النافذتين. ويمكن تقسيم وظائف المصارف الإسلامية إلى جزأين: الحفاظ على الودائع، والشرابات مع أصحاب الأسهم والمودعين في مشاريع مربحة. وفي حين أن هناك أوجه تشابه من الناحية العملية بين المصارف

الإسلامية وشركات الاستثمار التقليدية، فإن الفرق الأساسي هو أن المودعين بغرض الاستثمار في المصارف الإسلامية يحق لهم مشاركة المصرف صافي الربح أو الخسارة، حسب ترتيب-ب-الربح والخسارة (PLS) المنصوص عليه في العقد؛ غير أنه لا يحق لهم التصويت.

ومن الناحية النظرية فإن تقاسم المخاطر وحالات عدم التأكد هو السمة الأساسية للعمليات المالية الإسلامية. أما عملياً فإن تقييم وإدارة المخاطر في الصيرفة الإسلامية أصعب مما هو الحال في الصيرفة التقليدية. وكنتيجة لذلك، تميل المصارف الإسلامية عموماً إلى مجازفة أقل وأنماط ع-دم تقاسم الأرباح والخسارة الأقصر أجلاً، على الرغم من أن أنماط تقاسم الربح والخسارة ينبغي أن تكون في جوهر أنشطتها. وهذا مدعوم ببيانات كلية جمعها الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، وهي تبين أن الأصول حسب نموذج تقاسم الربح والخسارة لم تمثل مؤخراً سوى 25 في المائة من جميع أصول المصارف الإسلامية. ولإعطاء المصادقية والاستجابة لتوقعات الزبائن، أوجدت أغلبية المصارف الإسلامية عملية رقابة داخلية تتمثل في مجلس رقابة يستند إلى الشريعة الإسلامية. وعادة ما يكون أعضاء هذه المجالس علماء دين واسعي الاطلاع ينتخبهم أصحاب الأسهم في المصرف.

وتحظر المبادئ الاقتصادية الإسلامية استخدام الأدوات المالية ذات العائدات المدددة لفأ قبل حصول الاستثمار ولا تسمح إلا بتقاسم العائدات حسب صيغة ما بعد حدوثه. وبذلك فإن محفظات المصارف الإسلامية لا تشمل شهادات الإيداع، أو السندات والأسهم الحكومية، أو أسهم الشركات. إلا أن هذه المصارف تستطيع التعامل مع أي أدوات تنطوي على المجازفة وتعكس أصلاً عينياً وتعطي عائداً بمعادل متغير مرتبط بأداء الأصل.

ويبرز الجدول 3 اختلافات المفاهيم الأساسية بين الصيرفة الإسلامية والصيرفة التقليدية.

### الجدول 3- الاختلافات المفاهيمية بين الصيرفة الإسلامية والصيرفة التقليدية

الخصائص	الصيرفة الإسلامية	الصيرفة التقليدية
ضمان قيمة رأس المال: للودائع تحت الطلب لودائع الاستثمار	نعم لا	نعم نعم
معدل العائد: للودائع تحت الطلب لودائع الاستثمار	صفر غير مؤكد، غير مضمون	مؤكد ومضمون مؤكد ومضمون
آلية تنظيم العائدات النهائية على الودائع	رهن أداء المصرف/الأرباح من الاستثمار	بغض النظر عن أداء المصرف/الأرباح من الاستثمار
مبدأ الربح والخسارة ينطبق على الودائع	نعم	لا

المصدر: V. Sundararajan and Luca Errico, "Islamic financial institutions and products in the global financial system: Key issues in risk management and the challenges ahead" (WP/02/192), IMF working paper, (November 2002).

### 3- طرق عدم تقاسم الربح والخسارة

ترد أدناه الأدوات المالية الإسلامية الرئيسية المستخدمة حالياً:

(أ) المرابحة: وهي تشير إلى عقد يشتري المصرف بموجبه سلماً بناء على طلب الزبـون، الـذي يقوم بمدفوعات مؤجلة لتغطية التكاليف وهامش ربح متفق عليه للمصرف؛

(ب) الإجارة/الإجارة والاقْتناء: يشير هذا إلى حالات يجبر فيها أحد الطرفين منتجاً معيذاً بمبداً غ محدد ولزمن محدد. وحسب عقود الإجارة والاقْتناء، تشمل المدفوعات النقدية جزءاً مخصصاً لنقل الملكية؛

(ج) السلم/السلف: هذا اتفاق قصير الأجل يقوم المصرف بمقتضاه بمدفوعات مسبقة كاملة لتـ سليم كمية محددة من السلع في المستقبل وبتاريخ محدد؛

(د) البيع المؤجل: يعني هذا عندما يبيع المصرف منتجاً عـلى أسـاس الـ دفع المؤجل عـلى أقساط، أو مرة واحدة، بما في ذلك زيادة معينة أو تكاليف إضافية كهامش ربح؛

(•) الاستثناء: يقدم المصرف مدفوعات مقابل عمل يُنجز في تواريخ محددة سلفاً؛

(و) القرض الحسن: يقدم المصرف القروض بدون عائد لمن يحتاجونها ويدفع المستقرض رسـمـاً لتغطية المصاريف الإدارية المتصلة بالقرض بغض النظر عن مبلغه واستحقاقه.

#### 4- طرق اقتسام الربح والخسارة

(أ) المضاربة: يوفر المصرف كل الأموال اللازمة لتمويل مشروع ما ويقدم صـاحب المـشروع العمل والخبرة. ويتقاسم المصرف وصاحب المشروع الأرباح أو الخسائر من المشروع بنسبة محددة؛

(ب) المشاركة: هذه شراكة بين مصرف وشركة لا يكون المصرف فيها الوحيد في توفير الأمـوال لتمويل مشروع ما. وتقسّم الأرباح والخسائر بشكل دقيق حسب المساهمات المالية للطرفين؛

(ج) الصكوك: وهي تمثل ملكية ذات فوائد نسبية. فلفترة محددة من الزمن، يكون حائز الـصكوك صاحب المجازفة والعائد المرتبطين بالتدفقات النقدية التي توجد الأصول. وهذه مشابهة للأسهم التقليدية. ولكن تدعمها الأصول.

وتتكون مصادر الأموال بالنسبة إلى المصارف الإسلامية من رأسمال المصرف وأسهمه، والودائع تحت الطلب، وشهادات الإيداع الاستثمارية وعقود المضاربة. وقد كان أداء المصارف الإسلامية أفضل نسبياً في حشد الأموال من تخصيصها، وهذا ما يظهر من خلال هيمنة التمويل بالمرابحة القصيرة الأجل في السبعينات والثمانينات، والذي تركّز في قطاعي التجارة والخدمات، مع استخدام محدود لخطـط المـضاربة والمشاركة.

وخلال الثمانينات والتسعينات، سعت المصارف الإسلامية إلى توسيع أفقها الاسـتثماري وزيادة عائداتها، وحولت بالتالي تركيزها نحو الأصول غير التجارية مثل التمويل بالإجارة. ومع ازدياد الطلب على الأدوات المالية الإسلامية خلال التسعينات، كان على المنتجات الاستثمارية أن تتحسن. ومع وجـود قرابة 100 صندوق مختلف مقبول لدى الشريعة الإسلامية، أصبحت الإدارة الإسلامية للأموال صـانعة دارجة.

تجذب عدداً من المصارف العالمية ومديري صناديق من الدرجة الأولى، مع اسد-تثمارات ف-بي العقارات وصناديق السلع وصناديق الأسهم. ففي المملكة العربية السعودية التي توجد فيها أكبر صناعة لإدارة الأموال في العالم العربي، مثلت الصناديق الإسلامية غير القائمة على الفائدة 2ر43 في المائة من جميع صناديق الاستثمار في آذار/مارس 2001<sup>(30)</sup>. وإذ ازداد الزخم في قطاع إدارة الصناديق الإسلامية، ظهرت عدة مصارف استثمار إسلامية، وأساساً في البحرين.

وبمرور الزمن ازداد النظام المالي الإسلامي تطوراً وأصبح ظاهرة عالمية، مما أدى إلى إقامة مؤسسات هيكلية لصناعة التمويل الإسلامي تهدف إلى وض-مع-ايير وقواع-د-مودة وتسهيل دم-ج المؤسسات المالية الإسلامية في الأسواق العالمية. وإحدى هذه المؤسسات هي هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية التي نجحت في وضع معايير للمحاسبة المالية مصممة لجعل البيانات المالية للمؤسسات الإسلامية أقرب إلى المؤسسات الأخرى. كما وضعت المنظمة معايير تتصل بمراجعة حسابات المؤسسات الإسلامية وإدارتها.

بالإضافة إلى ذلك، أنشئت مؤخراً هيئات أخرى جديدة منها الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف التي يوجد مقرها أيضاً في البحرين، والتي تهدف إلى تقييم المؤسسات والأدوات المالية الإسلامية وجعلها مقبولة دولياً. وفي نهاية عام 2002، واستناداً إلى توصيات محافظي المصارف المركزية لعدة بلدان عربية وإسلامية، وكذلك مسؤولين كبار من البنك الإسلامي للتنمية وهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، أنشئ مجلس الخدمات المالية الإسلامية في كوالالمبور لتشجيع الممارسات التنظيمية والرقابية السليمة وتوحيد معايير الرقابة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وأنشئ السوق المالي الإسلامي الدولي المذكور أعلاه أيضاً في عام 2002 لتشجيع إيج-اد منتج-ات مالية إسلامية، ومعالجة احتياجات الصناعة من السيولة وتسهيل الإطار التعاوني فيما بين المؤسسات المالية المعنية بالتمويل الإسلامي.

وفي منطقة الإسكوا، سجلت مؤسسة نقد البحرين، وهي البنك المركزي للبحرين والم-نظم الوحي-د للنظام المالي، إنجازات مهمة في ميدان النظم المصرفية الإسلامية، وكانت أول بنك مركزي يضع وي-صدر قواعد الرقابة للمصارف الإسلامية. ويغطي إطار المعلومات الرقابية والنظام الرقابي، الذي بدأ العمل به في عام 2002، قضايا مثل كفاية رأس المال، وجودة الأصول، وإدارة حسابات الاسد-تثمار، وإدارة الشركات وإدارة السيولة. وبالإضافة إلى ذلك، كانت مؤسسة نقد البحرين من الأوائل في إيج-اد وإصد-دار ال-سندات الإسلامية وأعلنت عن خطط لإنشاء مركز أبحاث للتمويل والصيرفة الإسلاميين. وتتماشى هذه الأنشطة مع محاولات مؤسسة نقد البحرين لتعزيز مركز البحرين بوصفها المركز الرائد في مجال ال-صيرفة والتمويل الإسلاميين.

إلا أن هناك حاجة ماسة لبدل المزيد من الجهود لمعالجة التحديات الكبيرة التي تواجه ال-صيرفة الإسلامية في البلدان الأعضاء في الإسكوا، حيث ينمو هذا القطاع بوتيرة سريعة. وم-ع أخذ ذلك في الحسبان، تشمل التحديات الأساسية ضرورة القيام بما يلي:

(أ) تعزيز ومواءمة الأطارات القانونية والتنظيمية. فالتقليل من عدم التأكد في المجال القانوني سيقلل من المخاطر العملية وسيعزز قدرات المصارف الإسلامية في إدارة المخاطر. ويجب أن تعتمد

World Economic Forum, The Arab World Competitiveness Report 2002-2003, eds., Klaus Schwab and Peter (30) Cornelius, (United States, Oxford University Press, 2003).

المصارف المركزية في منطقة الإسكوا إطاراً رقابياً وتنظيماً موحداً للمصارف الإسلامية يتمشى مع الـنظم المصرفية التقليدية، ويتفق مع المعايير الدولية؛

(ب) تطوير أدوات وأسواق وهيكل أساسية للأسواق مناسبة لدعم العمليات. يجب على المصارف المركزية المحلية أن تتعاون مع المصارف الإسلامية لإيجاد أسواق سيولة أكبر من حيث أدوات الاقتراض الحكومية، وأدوات المصارف المركزية، والعمليات المتصلة بها، وفقاً للشريعة الإسلامية. وعلاوة على ذلك، فإن تطوير أسواق للأسهم في بلدان الإسكوا سيوفر بدائل سليمة لتمويل الدين بالنسبة إلى المصارف الإسلامية؛

(ج) أن يؤخذ في الحسبان أن بازل 2، مع تغييراته المقترحة في منهجيات تقدير المخاطر وقبوله لنظم التقييم الداخلية، يتوافق مع أنماط الصيرفة الإسلامية. فالاتفاق الجديد يمكن المصارف الإسلامية من إجراء تقييمها الخاص لدرجة المخاطر المتصلة بمحفظاتها وعملياتها استناداً إلى معرفة ترتيباتها المتميزة الخاصة لتقاسم الربح والخسارة. ويجب أن يستند تقييم المستوى المناسب لنسبة كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية أساساً إلى تحليل دقيق لتركيب أصولها القائمة على أساس تقاسم الربح والخسارة والتكلفة القائمة على أساس عدم تقاسم الربح والخسارة؛

(د) زيادة شفافية المصارف الإسلامية من خلال نظام قوي للإفصاح عن المعلومات تسانده معايير محاسبة من طراز رفيع ومقبولة دولياً للمصارف الإسلامية. فنظراً إلى الطبيعة المعقدة والمنطوية على مخاطر لترتيبات تقاسم الربح والخسارة، من الهام جداً أن توفر هذه المصارف للسلطات العامة والإشرافية فهماً أفضل لاستراتيجياتها الاستثمارية والتشغيلية والمخاطر المتصلة بها؛

(هـ) إيجاد المنافسة من النواذ الإسلامية للمصارف التقليدية الدولية النشطة في استحداث المنتجات. ويجب على المصارف الإسلامية المحلية أن توجد منتجات وخدمات لديها، يمكن تعزيزها بدمج مواردها. ويجب تشجيع عمليات الدمج والشراء لتجنب وجود قطاع مجزأ لا تلبى فيه الخدمات والمنتجات التي توفرها المصارف الإسلامية الصغيرة توقعات الزبائن؛

(و) توسيع أسواق المصارف المحلية وضمان إمكانية الحصول من خارج الحدود على منتجات الصيرفة والاستثمار الإسلاميين لتلبية الطلب خارج منطقة الإسكوا. فقد خففت التطورات التكنولوجية ونظم المعلومات الجديدة من الحواجز بين النظم المالية وفيما بين البلدان، مما سهل اندماج المصارف الإسلامية مع النظام المالي العالمي؛

(ز) تقبل التطورات التكنولوجية التي مكنت من إيجاد واستخدام منتجات مالية جديدة معقدة للغاية، لا سيما من حيث اتساع مجال الصيرفة بالمجزأ والصيرفة الإلكترونية. ولذا يجب على المصارف الإسلامية الراغبة في منافسة المصارف التقليدية على الصعيدين المحلي والعالمي أن تسرع بتقبل الابتكارات والأساليب المالية؛

(ح) تطوير الرأسمال البشري وقاعدة معرفة في المصارف الإسلامية. وهذا ضروري نظراً إلى أن المصارف الإسلامية تؤدي أعمالاً معقدة لا تقوم بها عادة المصارف التقليدية، مثل تحديد نسب تقاسم الربح والخسارة. ولذلك يجب على المديرين تلقي تدريب تخصصي في الصيرفة الإسلامية لتعزيز مهاراتهم المراقبة الداخلية وإدارة المخاطر.

وفي منطقة الإسكوا، حيث تمر النظم المصرفية بإصلاحات مستمرة، تعد الصيرفة الإسلامية فرصة نجاح وتوفر ثروة من التجربة. فالصيرفة الإسلامية لم يعد ممكناً اعتبارها هامشية والنظر إليها كمكملة لخدمات المصارف التقليدية. ويمكن للبلدان الأعضاء في الإسكوا، من خلال دعم تطويع المصارف الإسلامية، أن تعزز دور قطاعاتها المالية في حفز النمو الاقتصادي وتمويل التنمية. وبالإضافة إلى ذلك، يوجد لدى البلدان الأعضاء في الإسكوا ميزة تنافسية كامنة في هذا القطاع، شرط أن تستمر في برامج الإصلاح الاقتصادي والمالي، وتحقيق مستويات متزايدة من التكامل الاقتصادي والمالي الإقليمي من خلال ملكية مصارف تغطي البلدان العربية، وزيادة الاستثمارات بين البلدان العربية وتكامل أسواق رأس المال بالإضافة إلى موازنة القوانين والقواعد المالية. وهذا بدوره سيساهم في إدماج اقتصاد منطقة الإسكوا مع النظام الاقتصادي العالمي.

### دال - اتفاقية بازل الثانية لكفاية رأس المال

ترسم اتفاقية بازل الثانية لكفاية رأس المال (بازل 2)، التي وُضعت في كانون الثاني/يناير 2001، إطاراً جديداً لكفاية رأس المال يعوض اتفاقية بازل لعام 1988. ويُنتظر أن تقوم البلدان بتنفيذ الاتفاقية الجديدة بحلول عام 2007.

وتتضمن بازل 2 ثلاثة أركان هي: (أ) المتطلبات الدنيا من رأس المال؛ (ب) عملية الاسد-تعرض الرقابي؛ (ج) ضوابط السوق (قواعد الإفصاح).

والهدف من بازل 2 هو توفير إطار جديد حساس للمخاطر لقياس المخاطر الائتمانية والتشغيلية؛ ويُقصد من هذا الإطار التعامل مع الابتكارات المالية التي حدثت في السنوات الأخيرة.

### 1 - لمحة تاريخية

وُضعت اتفاقية بازل الأولى لعام 1988 بعد أن أصبح واضحاً أن رأسمال أكبر المصارف في العالم أصبح متدنياً بشكل خطير بسبب التآكل المستمر الناتج من المنافسة وأزمة الديون في أمريكا اللاتينية. وقد حددت اتفاقية عام 1988 المستويات الدنيا من رأس المال وساهمت في تعزيز استقرار النظام المصرفي.

وضمن هذا الإطار الموجود، يجب على المصارف النشطة دولياً في بلدان مجموعة ال-10 الحفاظ على مستوى معين لرأس المال يساوي على الأقل 8 في المائة من سلة أصول. وتقوم اتفاقية عام 1988 على مفهوم لنسبة رأس المال حيث تمثل صورة الكسر مقدار رأس المال المتاح لمصرف ما ومقدار الكسر مقياساً للمخاطر التي يواجهها المصرف ويشار إليه بعبارة "أصول مرجحة المخاطر" (Risk weighted assets). ونسبة رأس المال التي تنتج من ذلك يجب ألا تكون أدنى من 8 في المائة. وقد زادت نسب كفاية رأس المال للمصارف العاملة داخلياً بشكل كبير منذ تنفيذ اتفاقية عام 1988، مما دعم صلابته النظام المصرفي الدولي. وعلاوة على ذلك، فإن اعتماد الاتفاقية على نطاق واسع في بلدان عديدة أدى إلى المساواة التنافسية في القطاعات المصرفية. غير أنه تجب ملاحظة أنه مع تطور النظام المالي فإن نسبة رأسمال المصرف ليست دائماً مؤشراً جيداً عن أوضاعه المالية. ومع أن اتفاقية عام 1988 مثلت خطوة كبيرة إلى الأمام في مجال تنظيم رأس المال، فإنها تعتبر غير كافية من حيث التعامل مع المخاطر التي يواجهها العديد من المؤسسات المالية الكبيرة والمتطورة.

وبغية وضع إطار أفضل قدرة على تصنيف المخاطر الائتمانية، بدأت لجنة بازل للإشراف المصرفي جولة أولى من المشاورات مع الصناعة المصرفية والمراقبين المصرفيين في حزيران/يونيو- و 1999. كما اقترحت اللجنة الاعتراف بالتصنيفات الخارجية وطلبت مقترحات حول كيفية وضع أساليب داخلية لقياس المخاطر استناداً إلى نظم تصنيف داخلية. وقد تطور إطار بازل 2 ليعكس تحسن أساليب قياس المخاطر وإدارتها. وبالفعل فإن زيادة الحساسية للمخاطر هي السمة المميزة لبازل 2 التي تجعل رأس المال التنظيمي الأدنى مقابل المخاطر الائتمانية متماشياً مع تقييم رسمي للمخاطر لكل طرف آخر على حدة وتقرر بالتحديد رأس المال اللازم ضد المخاطر التشغيلية لأول مرة. وفي كانون الثاني/يناير 2001 أصدرت لجنة بازل للإشراف المصرفي وثيقة استشارية تتضمن أساليب متطورة لإطار كفاية رأس المال<sup>(31)</sup>.

## 2- أهداف اتفاقية بازل 2

يتمثل أحد أهداف بازل 2 في تعزيز الأمان والسلامة في النظام المالي. كما أن فكرتها جاءت بناءً على الاعتقاد بأنه يمكن الحصول على فوائد هامة في السياسة العامة من خلال تحسين أداء رأس المال. وفي هذا الإطار، يجب وضع تنظيم رأس المال بحيث يشمل المتطلبات الدنيا من رأس المال، وعملية الاستعراض الرقابي وضوابط السوق. وبالإضافة إلى ذلك، يجب زيادة الحساسية للمخاطر بالنسبة إلى المتطلبات الدنيا من رأس المال بشكل كبير. ويُقصد من إطار كفاية رأس المال المحسن تشجيع التقدير في قدرات المصارف من حيث تقييم المخاطر والتأكيد على إدارة المخاطر. وهذا بدوره يجب أن يتحقق من خلال جعل متطلبات المصارف من رأس المال متماشية بشكل وثيق مع الممارسات الحديثة للسلطة لإدارة المخاطر، وضمان أن يصل هذا التأكيد على المخاطر إلى الممارسات الرقابية وضوابط السوق من خلال عمليات الإفصاح المتصلة بالمخاطر ورأس المال.

ويجب أن تضمن الاتفاقية أيضاً الحفاظ على المستوى العام الحالي لرأس المال في النظام المالي، وتعزيز المساواة التنافسية، ووضع نهج أكثر شمولاً لمعالجة المخاطر. ومع أن التركيز ينبغي أن يقع على المصارف العاملة دولياً، فإن المبادئ العامة يجب أن تكون مناسبة للتطبيق في مصارف ذات مستويات مختلفة من التعقيد والتطور.

وُستعرض فيما يلي الأركان الثلاثة للاتفاقية.

## 3- الركن الأول: المتطلبات الدنيا من رأس المال (minimum capital requirements)

تندرج بعض التغييرات التي أجريت على الاتفاقية الموجودة ضمن إطار هذا الركن الأول. ففي حين أن الحد الأدنى لكفاية رأس المال والبالغ نسبة 8 في المائة يظل كما هو، وكذلك الحال بالنسبة إلى النظم التي تحدد صورة الكسر لنسبة كفاية رأس المال، فإن التغييرات تحدث في تعريف الأصول المرجحة للمخاطر. وبذلك فإن التركيز يقع على تحديد منهجية جديدة لقياس المخاطر التي تواجهها المصارف. ويهدف من الأساليب الجديدة لحساب الأصول المرجحة للمخاطر إلى توفير تقييمات أفضل للمخاطر في المصرف وبذلك إضفاء مغزى أكبر لنسبة كفاية رأس المال. وفي مجال تعريف الأصول المرجحة للمخاطر، تغطي الاتفاقية الجديدة نوعين من المخاطر هما المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق، مع افتراض المخاطر الأخرى مشمولة ضمناً.

Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, "The New Basel Capital Accord", (31) (January 2001).

وضمن إطار بازل 2، تتضمن اقتراحات تغيير تعريف الأصد-ول المرجدة-ة المذ-اطر عذ-صربين يجري بحثهما فيما يلي.

#### (أ) طرق جديدة لقياس المخاطر الائتمانية

يتمثل أحد الابتكارات الرئيسية لبازل 2 في إدخال ثلاثة خيارات مختلفة لحساب المخاطر الائتمانية-ة وثلاثة أخرى لحساب المخاطر التشغيلية (انظر أدناه)، على أساس انه غير ممكن أو مرغ-وب الإصد-رار على نهج الوصفة الواحدة لكل الحالات في قياس هذه المخاطر. وتسمح هذه النهج بزيادة الحساسية للمخاطر مما يمكن المصارف والمراقبين من اختيار المنهجية التي يعتقدون أنها-الأكثر-ر ملاءمة-ة لمرحلة تط-ور عمليات المصرف وهاكل السوق المالي. والنهج الثلاثة لقياس المخاطر الائتمانية هي: (أ) ال-نهج الموحد-د (standardized approach)؛ (ب) النهج القائم على التصنيفات الداخلية-ة الأولية-ة (Foundation internal ratings based approach)؛ (ج) والنهج القائم على التصنيفات الداخلية المتقدمة-ة (advanced internal ratings approach).

#### (1) النهج الموحد

يضع هذا النهج أوزاناً ثابتة مقابلة لكل فئة رقابية ويستخدم تقييم-ات الائتم-ان الخارجي-ة لتعزيز-ز الحساسية للمخاطر مقارنة بالاتفاقية المعمول بها حالياً.

#### (2) النهج القائم على التصنيفات الداخلية

يوجد نوعان من هذا النهج وهما النهج القائم على التصنيفات الداخلية الأولية، وال-نهج القائم على-ي التصنيفات الداخلية المتقدمة. ويختلف هذان النهجان بشكل كبير عن النهج الموحد في أن التقييمات الداخلية-ة لعناصر المخاطر الأساسية للمصارف تُستخدم كمداخلات أولية في حساب الرأسمال. ومع ذلك ف-إن ال-نهج القائم على التصنيفات الداخلية لا يسمح للمصارف بأن تحدد بنفسها كل العناصر اللازمة لحساب متطلباتها-ا الخاصة لكفاية رأس المال. وتحدد موازين المخاطر وتكاليف رأس المال من خلال الجمع بين مدخلات كمية توفرها المصارف وصيغ محددة من قبل اللجنة. وضمن إطار النهج القائم على التصنيفات الداخلية، يجب على المصارف أن تصنف درجات تعرضها للمخاطر الائتمانية حسب الفئ-ات ال-ست التالية: ش-ركات، مصارف، حكومة، تجزئة، تمويل مشاريع، أسهم. ويختلف النهجان القائم-ان على-ي التصنيفات الداخلية-ة للمؤسسة والمتقدمة أساساً من حيث المدخلات التي يوفرها المصرف استناداً إلى تقديراته الخاصة-ة وتلك التي يحددها المراقب. من ذلك مثلاً أن درجة التعرض للخطر في فئات الشركات والمصارف والحكومة-ة، واحتمال عدم السداد، وعدم السداد المحدد للخسارة، ودرجة التعرض للخطر عند عدم ال-سداد والاسد-تحقق، فإن المصارف هي التي توفرها استناداً إلى تقديراتها الخاصة حسب النهج القائم على-ي التصنيفات الداخلية-ة المتقدمة. غير أنه وفقاً للنهج القائم على التصنيفات الداخلية الأولية، لا يستطيع المصرف سد-وى أن يحد-د احتمال عدم السداد؛ ويتم تحديد الباقي حسب قيم رقابية تحدها اللجنة.

#### (ب) قياس للمخاطر التشغيلية

ضمن إطار بازل 2، تعرّف المخاطر التشغيلية على أنها مخاطر الخسائر الناتجة من عدم كفاية أو فشل العمليات الداخلية، أو الأفراد والنظم، أو الأحداث الخارجية. وتعتقد اللجنة أن هـ- ذا عام- ل- خطر- هام يواجه المصارف ويجب أن تكون لديها أموال لحماية نفسها من الخسائر الناجمة عنه. ورغم أنه يبدو من غير المرجح في المستقبل القريب أن تبلغ النهج المتبعة في المخاطر التشغيلية درجة الدقة التي تُقاس بها مخاطر السوق والمخاطر الائتمانية، فإن هذه النهج تواصل تطورها بسرعة. وكما ذكر أعلاه، فقد وضعت اللجنة ثلاثة أساليب لحساب المخاطر التشغيلية هي: (أ) نهج المؤشر- الأساس-ي؛ (ب) النهج الموحد-د؛ (ج) نهج القياس المتطورة. ويتوقع من المصارف العاملة دولياً مع وجود تعرض هام للمخاطر التشغيلية أن تعتمد نهج القياس المتطورة الحساسة للمخاطر مع مرور الزمن. وحسب نهج القياس المتطورة، يجرى وزن للمصارف استخدام طريقتها الخاصة لتقييم درجة تعرضها للمخاطر التشغيلية طالما كانت شاملة ومنظمة بما فيه الكفاية. وضمن إطار نهج القياس المتطورة، تقتصر المقاييس والمعايير المفصلة على استيعاب التطور السريع لممارسات إدارة المخاطر التشغيلية التي تتوقع اللجنة أن تتطور في السنوات القادمة. أما نهج المؤشر الأساسي والنهج الموحد فهما أبسط من نهج القياس المتطورة. فحسب هاتين المنهجيتين، يكون على المصارف أن تحتفظ بالأموال للمخاطر التشغيلية بما يعادل نسبة ثابتة لقياس محدد ما للمخاطر. وفي حين أن النهج الموحد يحدد مؤشرات مختلفة لأنواع مختلفة من الأعمال التجارية، يتطلب نهج المؤشر الأساسي من المصارف أن تحتفظ بأموال تساوي نسبة ثابتة من الدخل الإجمالي، وهذه النسبة بلغت 30 في المائة في عام 2004 بناء على اقتراح اللجنة.

#### 4- الركن الثاني: عملية الاستعراض الرقابي

يجب على المراقبين، استناداً إلى تقييم متعمق للمخاطر العامة لمصرف ما، ضمان وجود عمليات داخلية سليمة في المصرف لتقييم كفاية رأسماله. ويجب على المراقبين أيضاً استدعاء هذه التقييمات واتخاذ إجراءات مناسبة استجابة لها. كما أنهم مسؤولون عن تقييم أداء المصارف عندما يتعلق الأمر بتقييم احتياجات كفاية رأسمالها نسبة إلى مخاطرها. وعندها يجب تطبيق الاستعراض الرقابي والإجراءات على هذه العملية حيث اقتضى الأمر ذلك. ويتطلب تنفيذ هذه المبادئ إشراف المجلس والإدارة العليا، والتقييم السليم لكفاية رأس المال، وتقييماً شاملاً للمخاطر، والرصد والإبلاغ، واستعراض المراقبة الداخلية.

#### 5- الركن الثالث: ضوابط السوق

أدخل الركن الثالث ليكمل المتطلبات الدنيا من رأس المال في الركن الأول، وعملية الاسد- تعرض الرقابي في الركن الثاني. ويتم تعزيز ضوابط السوق من خلال إنفاذ مجموعة من متطلبات الإفصاح للمصارف تسمح للمستثمرين والمشاركين في السوق بتقييم معلوم-ات أساسية تتعلق ب- صور المخاطر ومستويات رسمة مصرف ما.

والهدف من الركن الثالث هو إدخال طرق إفصاح معززة وإنتاج فوائد للمصارف والمراقبين في مجال إدارة المخاطر وتحسين استقرار القطاع المصرفي.

ويجب القيام بعمليات الإفصاح على أساس نصف سنوي ويجب أن تتضمن بيانات عن أم- ور مث- ل هيكل رأس المال. كما ينبغي الإفصاح عن بيانات التعرض للمخاطر وتقييمها وإتاحة قيم المخاطر الائتمانية ومخاطر السوق والمخاطر التشغيلية للمستثمرين المحتملين. ويجب تقديم شرح ل- نظم التد- صنيف وك- ذلك تفاصيل عن قطاعات الصناعة، وأنواع الأطراف الأخرى، وتوزيع الاستحقاقات، ومقدار القروض الرديئة واحتياطيات تعويض الخسائر الائتمانية.

## 6- النتائج

تحتاج المصارف إلى الكثير من التحضير قبل أن تستطيع التمتع تماماً بفوائد بازل 2. ويجب على المصارف أن تراجع عملياتها الائتمانية الجارية، وتوسيع نطاق وأهمية وظائف إدارة المخاطر لديها، ورفع مستوى نظمها لتكنولوجيا المعلومات. وربما تكون هذه المتطلبات مكلفة وهناك مخاوف من أن تكون تكلفتها كبيرة. هذا النظام الجديد لرأس المال أكبر من فوائده. كما أن هناك حاجة لجهود كبيرة من قبل شركات مراجعة الحسابات والمراقبين الوطنيين من حيث تعديل أنشطتها الرقابية. وبالإضافة إلى ذلك، هناك شكوك كبيرة حول ما إذا كان للمصارف والمراقبين الوقت والموارد لتنفيذ بازل 2 بحلول عام 2007.

وقد أعلن نائب رئيس هيئة الاحتياطي الفدرالي أن بازل 2 لن يُفرض إلا على عدد قليل من المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية وأن من المتوقع أن تختار مجموعة صغيرة أخرى من المصارف اتباع قواعدها. وسيُفرض على مجموعة أساسية من المصارف التي لديها أصول تتجاوز 250 مليار دولار أو التي لديها حضور في الخارج بقيمة تتجاوز 10 مليارات دولار، أن تعتمد الصيغ المتقدمة لبازل 2. وتوجد 10 مصارف أمريكية في هذه المجموعة الأساسية ومن المتوقع أن تعتمد 10 مصارف كبيرة أخرى من خارج هذه المجموعة بازل 2 في الأجل القصير. غير أن معظم المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية لن تعتمد بازل 2 وستستمر في الالتزام بالاتفاقية التي سبقتها.

وفيما يتعلق باعتماد بازل 2، اختارت الولايات المتحدة الأمريكية الأساليب الأكثر تطوراً للمصارف الكبرى. فقد توصل المراقبون في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أن النهج القائم على التصنيفات الداخلية المتقدمة لقياس المخاطر الائتمانية ونهج القياس المتطورة لقياس المخاطر التشغيلية هي الأنسب للتعامل مع التعقيد المتطور لهذه المصارف الكبرى وستضمن استخدام أحدث الأساليب لقياس مخاطرها. كما أعلن نائب رئيس الهيئة أنه سيكون هناك القليل من الضرر، إن وجد، على القدرة التنافسية للمصارف الأمريكية الباقية على نظام بازل 1. ويختلف بعض المحللين خارج الولايات المتحدة الأمريكية في النظر إلى مسألة المنافسة، ويشعرون أن الولايات المتحدة الأمريكية تستخدم بازل 2 كحصان طروادة في هجومها على السوق المصرفي الدولي. ويعتقد المحللون أن الولايات المتحدة الأمريكية، بتحديد أساليب استخدامها لتخدام النهج القائم على التصنيفات الداخلية المتقدمة ونهج القياس المتطورة في مصارفها الكبرى تحاول رفع الحد الأدنى التنظيمي بالدخول مبكراً وإجبار المصارف المنافسة على القيام بالمثل أو الغرق في طبقة ثانية من المصارف التي لا تريد أو لا تستطيع الوفاء بهذه المتطلبات المتقدمة.

## 7- الفوائد

من المرجح أن يستفيد العديد من المصارف وبالتأكيد النظم المالية ككل من بازل 2. ومن الفوائد المحتملة للاتفاقية الجديدة، على سبيل الذكر لا الحصر، ارتباط أفضل بين رأس المال والتنظيم. ويعد المخاطر في الدليل المصرفي، وتحسين الإدارة الداخلية لرأس المال، وتحسين التعرف على طرق تخفيف المخاطر من خلال الضمانات، وتخفيض الرسوم الرأسمالية للمحفظات الائتمانية التي تتضمن قروضاً من الدرجة الأولى ودرجة عالية من التنوع.

## 8- مشاغل منطقة الإسكوا من المنظور المصرفي

يوجد عدد من المشاغل فيما يتعلق ببازل 2 في منطقة الإسكوا، وأولها أن التغييرات المجراة على اتفاقية عام 1988 اقترحتها مصارف كبيرة في البلدان المتقدمة، وبالتالي يتساءل الخبراء في المنطقة عن مدى انطباق الافتراضات الأساسية والمعايير في الإطار المقترح على الإجراءات والمنهجيات المصرفية المطبقة الآن في الشرق الأوسط.

وهناك أمر آخر يشغل البال وهو أن اعتماد النهج القائمة على التصنيفات قد يغير نمط الإقراض في المصارف الكبيرة، مما يؤدي إلى انخفاض القروض إلى العالم النامي أو إلى زيادة كبيرة في التسعير للمقترضين من الأسواق الناشئة.

وقد اعترف مصرف التسويات الدولية بنفسه بأن زيادة الحساسية للمخاطر جراء الاتفاقية الجديدة تتضمن عناصر ذات اتجاه دوري. بعبارة أخرى، تتحسن التصنيفات في زمن الرفاهية، وتشجع المصارف على المزيد من الإقراض، وما يحدث خلال فترة هبوط هو أن تخفض مستويات التصنيف، مما يؤدي إلى احتمال حدوث سحب حاد للأموال أو انخفاض مفاجئ في الإقراض. وهذا الأثر المتصاعد سيكون صعباً بشكل خاص على البلدان النامية حيث سيساهم في زيادة ضعفها أمام أزمات الصرف.

وعلاوة على ذلك، تساءل الخبراء عما إذا كانت المصارف في منطقة الإسكوا قادرة على تحمل مستوى التعقيد التنظيمي الوارد في بازل 2. فتنفيذ الاتفاقية الجديدة يتطلب من المصارف تزويد المراقبين بكميات مفرطة من المعلومات، مما يثير مخاوف من أن البيانات الحساسة قد تُسرب ومن أن الأمر قد يختلط على المحللين بالكميات المفرطة من المعلومات. ومع أخذ هذه الاهتمامات في الحسبان، يتساءل المحللون أيضاً عما إذا كانت التكاليف العالية لإعداد هذه التقارير المفصلة ستؤدي إلى فائدة اقتصادية. وفي هذا الإطار، يعتقد البعض أن هذه المتطلبات تبدو مناسبة أكثر للأسواق المالية العالية التطور في بلدان مجموعة ال-10.

وبالفعل فإن المصارف الصغيرة في منطقة الإسكوا ستجد من الصعب للغاية تنفيذ المتطلبات الصارمة للاتفاقية الجديدة إذ أنها تستوجب حشد الرأسمال الفكري، وتكنولوجيا المعلومات والموارد المالية لتنفيذ النظم اللازمة فيما يتعلق بإدارة المخاطر وتخصيص رأس المال. وقد يؤدي هذا إلى توجهات نحو تجميع الصناعات من خلال عمليات الدمج والشراء أو زيادة في نسبة المصارف الأجنبية التي تحكم في الصناعة المصرفية. وفي الواقع، هذا يشكل مشكلة أيضاً في البلدان المتقدمة، حيث، كما ذكر آنفاً، هناك تقريباً 20 في المائة فقط من المصارف الكبرى، في الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً، يُتوقع أن تنفذ النهج الأكثر تطوراً في بازل 2.

هناك أيضاً مشكلة تتعلق بالبيانات الموثوقة في منطقة الإسكوا، وأساس ذلك هو أن المصارف لم تبدأ إلا في الفترة الأخيرة بناء قواعد بيانات، وبالتالي لا يوجد إلا القليل من الأدعاءات حول التصنيفات وتجارب الخسارة، وإذا كانت هذه المصارف قادرة على الوفاء بمتطلبات بازل 2. ويقول المراقبون في الصناعة المصرفية أيضاً إن المنظمين المصرفيين في البلدان العربية لا يمتلكون الحنكة والمهارة اللازمة لتطبيق وإنفاذ المقترحات الجديدة.

## ثالثاً - الاتجاهات الأخيرة لأسواق الأسهم في البلدان الأعضاء في الإسكوا

### ألف - لمحة عامة

#### 1 - قياسات لتطور أسواق الأسهم

لم يكن لأسواق رأس المال دور هام في توجيه الأموال. غير أن نظاماً مصرفياً تجارياً - أمتط - وراً بشكل لا بأس به احتل الصدارة في اجتذاب وتوزيع الأموال. وبالاستثناء المحتمل للأردن والكويت، لم تبرز أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا إلى الواجهة إلا في التسعينات. وخلال السنوات الخمس الأخيرة - وعلا - ي الرغم من صغر رسملتها، تظهر أسواق الأسهم في المنطقة خصائص في الأداء مشابهة لخصائص الأسد - واق الناشئة في مراحل مشابهة من التنمية.

وتُعرض في الجدول 4 قياسات كمية لتطور أسواق الأسهم، بما في ذلك عدد الشركات المدرجة في أسواق الأسهم المحلية، ورسملة سوق الأسهم، وعدد الأسهم المتبادلة. وتتضمن هذه الدراسة الفرضية القائلة بأنه كلما زاد تطور أسواق الأسهم، كلما زاد النمو الاقتصادي. ولأسواق الأسهم وظيفتان عامتان. فهي أولاً تسمح للشركات بجمع رأس المال خارجياً. ويجب على الشركات أن تقي بمعايير معينة يحددها السوق لجمع رأس المال بشكل ناجح. وبالتوجه إلى الأسواق الخارجية لجمع الأموال تبدأ عملية إصدار الشهادات وتقي - يم مشروع شركة ما. ويتطلب إصدار السندات بالتالي قدرأ ما من البحث بشأن الوضع المالي الق - ائم وك - ذلك سياسات الربحية والإدارة للشركة. ويتم رصد أداء الشركة، وبالخصوص أداء مديرها لضمان أن تُ - استخدم الأموال وأن تُخصص بكفاءة. وحتى بعد جمع رأس المال يستمر التدقيق م - ع انعك - اس الموافقة - أ و - ع - دم الموافقة في أسعار الأسهم. وبالتالي فإن أسواق الأسهم تفرض نظاماً على الشركات ومديريها.

والوظيفة الرئيسية الثانية لأسواق الأسهم هي السيولة. فالقليل من الصفقات في سوق الأسهم تعذ - ي بشكل مباشر الشركة التي أصدرت الأسهم. وتحصل الصفقات بين مستثمرين مجهولين. وإد - دى ال - سمات الجذابة للاستثمار في الأسهم في الأسواق الجيدة التطور هي السيولة: فالم - ستمثرون يمك - نهم ش - راء وبي - ع أسهمهم في شركة ما بسهولة. ويستخدم عدد الأسهم المتبادلة أدناه كمؤشر عن السيولة في س - وق الأسد - هم. ويُقال إنه كلما زادت السيولة، كلما انخفضت كلفة الدخول في سوق الأسهم والخروج منه (كلفة الصفقة)، مما يحفز المزيد من الاستثمارات. وتستخدم هذه الدراسة رسملة أسواق الأسهم وعدد الشركات المدرجة - ف - ي أسواق الأسهم لمعرفة هذه التأثيرات. وفي حين أن عدد الشركات المدرجة يوفر مقياساً لعدد الشركات التي استوفت معايير السوق، فإنه لا يبين مقدار رأس المال الذي تم جمعه.

ويبين الجدول 4 أن أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا عكست أداءً إيجابياً في ال - سنوات الأخي - رة، خصوصاً من حيث النمو والسيولة والشفافية. وتجذب المنطقة مقداراً متزايداً من الاستثمار والأسواق في - ي طريقها لتصبح أكثر انفتاحاً. غير أنه ما زال هناك الكثير مما يجب القيام به من حي - ث تحقيق - ق التحري - ر الكامل، لا سيما في بلدان الإسكوا المنتجة للنفط. ومن بين هذه الدول، فإن البحرين هي البلد الوحيد الذي يوجد لديه سوق مفتوح تماماً للأجانب؛ أما البلدان الأخرى فهي لا تسمح لغير المقيمين بامتلاك أسهم إلا م - ن خلال الصناديق المشتركة. ولا توجد في الاقتصادات الأكثر تنوعاً أية قيود فيما يتعلق بدخول الم - ستمثرين الأجانب.

وقد شهدت مصر نمواً هائلاً في رسملة السوق، أي حوالي 518 فـي المائة، بـين عـامـي 1994 و2002؛ فقد زاد عدد الشركات المدرجة بنسبة 64 في المائة خلال تلك الفترة وبلغ عدد الأسهم المتبادلة 832.86 مليون سهم في عام 2002. ويمكن إرجاع ذلك إلى إدخال إصلاحات في الـسياسة الاقتصادية، واستجابة السوق لبرنامج الخصخصة الحكومي السريع، مما زاد من اهتمام المؤسـسات الأجنبيـة بالسوق المصري والأداء الأفضل للشركات المصرية، والذي انعكس في زيادة الأرباح.

وبلغ عدد الشركات المدرجة في سوق أسهم الكويت 95 في المائة في عام 2002، أي تقريباً ضعف عددها في عام 1994. وتحسنت رسملة السوق من 10.96 مليار دولار إلى 35.09 مليار دولار، مما يمثل معدل نمو بنسبة 220 في المائة؛ وأظهر عدد الأسهم المتبادلة زيادة كبيرة من 2 519 مليون سهم إلى 42 163 مليون سهم. ومع أن سوق الكويت منفتح تماماً على جميع مواطني مجـلس التعاون الخليجي، ما زالت القيود المفروضة على الأجانب عالية نسبياً ولكنها ما انفكت تقل منذ عام 2003.

وسجل نشاط سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية نمواً بنسبة 93.45 في المائة بـين عـامـي 1994 و2002، مع ارتفاع عدد الأسهم المتبادلة بـ 1 583.74 مليون سهم خلال تلك الفترة. وفي حين أن رسملة السوق سجلت تحسناً ملحوظاً فإن عدد الشركات المدرجة لم يزد إلا قليلاً، حيث ارتفع من 62 شركة في عام 1994 إلى 68 في عام 2002.

ويشهد أداء سوق رأس المال في البحرين تحسناً؛ ومع ذلك فهو ليس متطوراً بشكل كامل. وشهدت رسملة السوق نمواً بنسبة 50.44 في المائة خلال الفترة 1994-2002 وزاد عدد الأسهم المتبادلة بما يقارب 100 مليون سهم.

وارتفع عدد الشركات المدرجة في سوق أسهم عمان من 68 في عام 1994 إلى 140 في عام 2002. وقفزت رسملة السوق من 1.856 مليار دولار إلى 5.26 مليار دولار، حيث سجلت معدـل نمـو بنسبة 183 في المائة؛ أما عدد الأسهم المتبادلة فقد تجاوز الضعف حيث بلغ 191.11 مليون سهم في عام 2002.

وكان أداء سوق أسهم الأردن مشابهاً لأداء سوق أسهم البحرين. فبعد توسع بنحو 53 في المائة بين عامي 1994 و2002، بلغت رسملة السوق 7.08 مليارات دولار في عام 2002. وارتفع عدد الشركات المدرجة بنسبة 66 في المائة وقفز عدد الأسهم المتبادلة من 133.82 مليون سهم في عام 1994 إلى 455.72 مليون سهم في عام 2002.

وعلى الرغم من أن سوق أسهم قطر لم يَنتشأ إلا مؤخراً، فقد بلغت رسملته 10.56 مليارات دولار في عام 2002، مع 25 شركة مدرجة فيه و79.61 مليون من الأسهم المتبادلة.

أما لبنان، فهو البلد الوحيد من أعضاء الإسكوا الذي شهد نمواً سلبياً في رسملة السوق بـين عـامـي 1994 و2002. ويُتوقع أن يتحسن أداء سوق الأسهم في السنوات القليلة القادمة، مؤدياً بذلك إلى تقدم في الوضع الاقتصادي العام في البلد. فنشاط السوق يمكن أن يكون وسيلة جذب للبلد، خصوصاً وأن السوق مفتوح تماماً للأجانب ويمكن للشركات الأجنبية أن تُدرج في سوق الأسهم شرط الالتزام بـبعض الـشروط المحددة.

#### الجدول 4 - قياسات تطورات أسواق الأسهم

عدد الشركات المدرجة (1994) <sup>(1)</sup>	عدد الشركات المدرجة (2002) <sup>(1)</sup>	رسملة سوق الأسهم (1994) (مليارات الدولارات) <sup>(ب)</sup>	رسملة سوق الأسهم (2002) (مليارات الدولارات) <sup>(ب)</sup>	النمو 1994-2002 (نسبة مئوية) <sup>(ج)</sup>	الأسهم المتبادلة (1994) (ملايين الأسهم) <sup>(د)</sup>	الأسهم المتبادلة (2002) (ملايين الأسهم) <sup>(د)</sup>	
34	40	5.12	7.71	50.44	257.10	352.91	البحرين
700	1 150	4.25	26.33	518.45	27,27	832.86	مصر
95	158	4.62	7.08	53.18	133.82	455.72	الأردن
48	95	10.96	35.09	220.03	2 519.16	42 163.28	الكويت
..	13	2.39 <sup>(د)</sup>	..	41.65-	0.84 <sup>(د)</sup>	26.18	لبنان
68	140	1.856	5.26	183.82	42.10	191.11	عمان
..	25	..	10.56	..	..	79.61	قطر
62	68	38.69	74.85	93.45	152.10	1 735.84	المملكة العربية السعودية

المصدر: صندوق النقد العربي. متاح على الموقع: <http://www.amf.org.ae/vEnglish/default.asp>.

ملاحظات: النقطتان (..) تشير إلى عدم توفر البيانات أو أنها لم تقدم منفصلة.

الشرطة (-) تشير إلى أن المقدار لا ينطبق.

(أ) مجاميع آخر السنة، باستثناء صناديق الاستثمار المدرجة حيث أمكن ذلك.

(ب) مجموع آخر السنة للقيمة المتبادلة لأسهم الشركات المحلية المدرجة.

(ج) مجموع آخر السنة لقيم الأسهم المتبادلة للشركات المحلية المدرجة في السوق.

(د) 1996.

#### 2- تحليل تطور أسواق الأسهم

ما زالت غالبية الأسواق المالية في منطقة الإسكوا مغلقة جزئياً أو تماماً أمام المستثمرين الأجانب. فالسهولة التي تدفق بها رأس المال إلى شرق آسيا غير موجودة في منطقة الإسكوا. إلا أن بعض الخبراء يقولون إن هذا قد لا يكون عاملاً سلبياً في نهاية المطاف. فتقييد مشاركة الأجانب كان نعمة بالذات - سبباً إلى أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا خلال أزمة شرق آسيا في عام 1997. وبالفعل فإن الاعتماد المحدود على الأموال الأجنبية ساعد على وقاية الأسواق في المنطقة من التأثيرات الخطيرة التي أحستها الأسواق الناشئة التي تعتمد على رأس المال الأجنبي.

ويعتقد العديد من المحللين أن النمو السريع والكبير في شرق آسيا كان نتيجة للتحرير السريع لأسواقها المالية وأن هذا العامل ساهم في نقل الأزمة بسرعة من شركة إلى أخرى ومن نظام مالي إلى آخر. ومع أن معدلات النمو في منطقة الإسكوا تبدو أدنى بكثير من معدلات أسواق ناشئة أخرى، فإن عازل المنطقة ساهم في وقايتها نسبياً من الصدمات المالية الخارجية. بالإضافة إلى ذلك، فمع أن التحرير المالي يمكن أن يكون مهماً للنمو المستدام، فإن التحرير السريع يمكن أن يكون مدمراً للنمو.

بيد أن دراسات عديدة صدرت مؤخراً ركزت على مدى إمكانية نقل ما يجري في سوق للأسهم إلى أسواق أسهم أخرى. فتكامل أسواق الأسهم ضروري لجذب رأس المال الأجنبي وحفز النمو. وقد اتجهت الدراسات إلى التركيز على التكامل العالمي لأسواق الأسهم الرئيسية في العالم. غير أن الاهتمام انتقل في الفترة الأخيرة إلى الأسواق الناشئة في البلدان النامية كما ذكر في دراسة نشرت في عام 1997<sup>(32)</sup>. ويستند هذا التركيز الجديد على كون هذه الأسواق قد تقدم إمكانيات جديدة لمديري المحافظات والصناديق من حيث تعزيز محافظاتهم وجعلها في المستوى الأمثل. وترتبط هذه الميزات، إلى حد بعيد، بإزالة الحد واجزأ من دخول الأسواق والتدفق الحر لرؤوس الأموال في الأسواق الناشئة. فالتكاليف الكبيرة للصفقات، وتقييد الأسعار، وعدم السيولة في الأسواق تقلل كلها من جاذبية هذه الأسواق للمستثمرين الأجانب وبالتالي تخفض النمو. وعلاوة على ذلك، فإن مدى تحرك الأسهم في الأسواق الناشئة بانسجام مع الأسواق العالمية يبطئ الفوائد المتوقعة من الاستثمارات في هذه الأسواق. فقد تبين مثلاً أن عائدات أسواق الأسهم في الأسواق الناشئة يمكن أن تكون عالية ويمكن التنبؤ بها في الوقت الذي تفتقد فيه إلى تـرابط قوي مع الأسواق الكبرى. ومن المرجح أن هذه الأسواق، مع اقترابها من مرحلة النضج، ستصبح حساسة بصورة متزايدة لتقلبات أسواق الأسهم في أماكن أخرى. وستقل درجة تكاملها المتزايدة مع الأسواق العالمية من قدرتها على تحسين وتنويع محافظاتها الدولية وتجعلها أكثر تأثراً بالاضطرابات المالية العالمية.

ويرتبط نمو أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا إلى حد بعيد بقدرتها على اجتذاب التدفقات الرأسمالية إلى المنطقة، وهذه العملية ظلت حتى الآن مخيبة للأمال. فبعد سنوات من الركود، أظهرت عدة أسواق أسهم في البلدان الأعضاء في الإسكوا نتائج واعدة خلال العامين الماضيين. غير أنه مع استمرار بلدان الإسكوا تحرير أسواقها المالية، فإن عائداتها من المرجح أن تكون مرتبطة بشكل متزايد بالأسواق العالمية. وهذا يؤثر مسألة ما إذا سيكون لهذا أثر ضار على تقلبات كل منها. وتشير دراسة عام 1997 المذكورة أعلاه إلى أن هذه الآثار الضارة لن تتحقق على الرغم من أنه ثبت أنه مع تكامل الأسواق سيزيد أثر الأحداث العالمية حتماً من تقلبها. وأحد التفسيرات الممكنة هي أن الزيادة المتوقعة في درجة التقلب المرتبطة بالتكامل يمكن أن تكون عائدة لعدم تحرير الأسواق. غير أنه يمكن لفتح الأسواق الناشئة أن يحفز مشاركة المستثمرين الأجانب، مما يجعل الأسواق أكثر تنافسية ويقلل المشاكل المتصلة بالمعلومات. وفي الوقت ذاته، يمكن زيادة المشاركة الأجنبية أن تزيد حجم الأسهم المتبادلة وعدد الشركات المدرجة. وستعزز ذلك هذه العوامل سيولة الأسواق وتساعد على تخفيض درجة تقلب السوق وليس رفعها.

### باء - كفاءة أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا

يتضمن هذا الجزء والجزء الذي يليه سلسلات أسعار الإقفال الأسبوعية لأسواق أسهم عينة مختارة من البلدان تشمل البحرين ومصر والأردن والكويت والمملكة العربية السعودية. والهدف من هذا هو إظهار ما إذا كانت أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا ذات كفاءة في تخصيص الأموال لاستثمارات منتجة، علماً بأن كفاءة سوق الأسهم تعني ضمناً معدلات نمو أعلى. ويجري في الجزء الوارد أدناه بحث تكامل أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا، حيث يستكشف ما إذا كانت هذه الأسواق متكاملة على الصعيد الإقليمي. وتُحسب العائدات المركبة من أسبوع لآخر بوصفها السجل الطبيعي لاختلافات الأسعار:  $(P_t/P_{t-1})$ . ولم يتم درج سد وفقاً عيماً وقطر نظراً إلى صغر رسمليتهما نسبياً.

ولتناول مسألة كفاءة السوق، تحلل الطبيعة العشوائية لأسعار أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا باختبار جذور الوحدات (unit root test). وهذا مفيد عند اختبار الابتعاد عن فرضية الحركة العشوائية

(32) انظر: Giorgio De Santis and Selahattin Imrohorglu, "Stock returns and volatility in emerging financial markets", Journal of International Money and Finance, vol. 16, Issue 4, (August 1997), pp. 561-579.

(random walk hypothesis) وكذلك لمعرفة ما إذا كان توزيع عائدات أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا يحد عن القاعدة. وتساهم هذه النتائج في توفير فهم أفضل لطبيعة عملية توليد العائدات في البلدان الأعضاء في الإسكوا. وبالتالي فكل سلسلة تتبع نموذج العملية التالية:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 t + \alpha y_{t-1} + u_t \quad (1)$$

$$\Delta P_t = \lambda_0 + \lambda_1 t + \gamma P_{t-1} + \zeta_t \quad (2)$$

حيث أن  $\lambda_0$  هو بارامتر متحرك (drift parameter)، و  $\lambda_1 t$  هو اتجاه زمني و  $P_t = P_{t-1} + \Delta P_t$ . ويستخدم اختبار فيليبس-بيرون (1988) لمعرفة جذور الوحدات.

وتستخدم عملية نيوي أند وست (1987) لتعديل الأخطاء العادية لارتباط تسلسلي ممكن في التشوشات (disturbances).

وترد نتائج اختبارات جذور الوحدات في الجدول 5. وتبين نتائج اختبار فيليبس-بيرون أن الأسواق في منطقة الإسكوا غير ثابتة في المستويات. غير أن حالة المملكة العربية السعودية هي فريدة نظراً إلى السيولة المحدودة في سوقها. وتُطرح جذور الوحدات في الاختلافات الأولى لأسعار الأسهم في مستوى 1 في المائة من الأهمية، مما يوحي بأن العائدات (أو تغيرات أسعار الأسهم) هي ثابتة. ويمكن استنتاج أنه باستثناء المملكة العربية السعودية فإن أسعار الأسهم الأسبوعية في منطقة الإسكوا هي  $I(1)$  وبالتالي يمكن نمذجتها كعمليات حركة عشوائية. وهذا الاستنتاج يثبت أيضاً أن أسعار الأسهم في منطقة الإسكوا تنتمي إلى الشكل الضعيف من أشكال الكفاءة (weak form efficient) <sup>(33)</sup>. أما السوق المالي ذو الكفاءة القوية، فهو يساعد على تخفيض تكاليف المعلومات، والتغلب على مشاكل عدم تماثل المعلومات، وتحسين تخصيص الموارد، وتعزيز النمو من خلال ضمان تخصيص الأموال للمشاريع التي تكون لها أعلى العائدات المحتملة <sup>(34)</sup>. ويمكن ملاحظة أن الأسواق المالية في منطقة الإسكوا ما زالت تحتاج إلى المزيد من الشفافية. وعلاوة على ذلك، فإن الإفصاح عن المعلومات المالية ما زال ضعيفاً وفي بعض الحالات غير موجود تماماً، وهذا أحد الأسباب التي لم تستطع لأجله أسواق الأسهم في المنطقة توجيه الأموال بشكل مناسب نحو الاستثمارات المنتجة. وبالإضافة إلى ذلك يظل النظام المصرفي في منطقة الإسكوا مصدر الأموال الرئيسي للعديد من مشاريع الاستثمار في المنطقة.

#### الجدول 5- اختبارات كفاءة السوق

المملكة العربية السعودية	الكويت	الأردن	مصر	البحرين	
4.23-	0.7	1.03-	0.56-	0.99-	فيليبس-بيرون <sup>(1)</sup> الأسعار في المستويات
..	5.68-	8.03-	5.63-	7.89-	فيليبس-بيرون أولى الاختلافات

ملاحظات: القيم الحرجة: 3.64- (1 في المائة)؛ 2.89- (5 في المائة)؛ 2.62- (10 في المائة).

النقطتان (..) تشيران إلى عدم توفر البيانات أو أنها لم تقدم منفصلة.

(أ) اختبار جذور الوحدات فيليبس-بيرون.

(33) الشكل الضعيف للكفاءة هو عندما يشمل السعر المعلومات التاريخية فقط.

(34) الشكل القوي للكفاءة هو عندما يشمل السعر المعلومات التاريخية والعامّة والخاصة.

### جيم - التكامل المالي لأسواق الأسهم في منطقة الإسكوا

تُجرى فيما يلي اختبارات جرينجر لاتجاهات السببية لدراسة عائدات أسواق الأسهم في منطقة الإسكوا. وتستخدم بيانات عائدات الأسهم لبحث آثار الاتجاهات السببية الأحادية الاتجاه والثنائية الاتجاه.

وتجري الاختبارات لفترتين زمنيتين. وفي هذا الإطار، لتكن  $Y$  و  $X$  تمثلاً لثلاثين، شديداً، سلاسلتين. تتناول سببية جرينجر مسألة ما إذا كانت  $X$  تعطي معلومات على أساس خطي حول  $Y$  في المستقبل. سيكون هذا صحيحاً فقط عندما يسبق الحدث  $X$  الحدث  $Y$ . وبعبارة أخرى، يفترض هـ.ذا أن الملاحظات الحالية والماضية لـ  $X$  تساعد على توقع  $Y$ . ولإجراء الاختبار تُمثل كل سلسلة كمتجه ذاتي متجه (vector autoregression) وتبعت انحدار على فترتها الزمنية والفترات الزمنية لمتغيرات أخرى. ولبحث النمو الداخلي لسوق ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى (least squares) على النماذج التالية لك-ل زوج من أسواق الإسكوا:

$$\begin{aligned} Y_t &= \sum_{i=0}^2 \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_j Y_{t-j} + v_t \\ X_t &= \sum_{i=0}^2 \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_j X_{t-j} + u_t \end{aligned} \quad (3)$$

حيث تمثل  $X$  و  $Y$  العائدات لكل زوج من أسواق الإسكوا. وتردد نتائج التجريبية في الجدول 6. ومن حيث الروابط فيما بين بلدان منطقة الإسكوا، تلعب مصر، فيما يبدو، دوراً مهيماً نوعاً ما. وبشكل أكثر تحديداً يبدو أن لمصر تأثير على البحرين والأردن والكويت والمملكة العربية السعودية. وتلعب المملكة العربية السعودية دوراً أقل هيمنة ومع ذلك فيبدو أن لها تأثيراً على بقية الأسواق في منطقة الإسكوا. وللملاحظة أي ترابط بين الأردن من جهة، ومصر والبحرين والكويت من جهة أخرى. وبشكل عام فإن الروابط فيما بين بلدان الإسكوا ضعيفة نسبياً مما يشير إلى وجود تكامل مالي إقليمي محدود وأن هناك اختلافات هامة بين هذه الأسواق.

وقد كانت أسواق الأسهم في شرق آسيا متكاملة منذ فترة سابقة، إقليمياً ودولياً، قبل أزمة عام 1997. فقد كان يمكن للمستثمرين من أي بلد من البلدان الدخول إلى أي سوق أسهم آسيوي آخر. وكانت الأسواق مدرجة بشكل مترابط بين كل أسواق الأسهم هذه تقريباً. وإثر اندلاع الأزمة المالية في جمهورية كوريا، انتقلت بسرعة إلى أسواق أسهم أخرى، وكان التكامل الإقليمي قناة لنقل الصدمات المالية بسرعة من سوق أسهم لآخر.

ختاماً، تؤكد النتائج المعروضة هنا أن منطقة الإسكوا في طريقها إلى النضج وعلى وشك أن تصبح المنطقة الناشئة القادمة. وتشير هذه النتائج، فيما يبدو، إلى أن الأسواق في منطقة الإسكوا ليست متكاملة على الصعيد الإقليمي كما كان يبدو متوقعاً. ومع أن هذا يعرقل تدفق رأس المال بين بلدان المنطقة والنمو في منطقة الإسكوا، فإن هذا يعني أن أزمة محتملة في سوق مالي واحد يمكن ربما تخفيفها بسرعة وتقليل الخسائر إلى الحد الأدنى، وهذا ما لم يحصل في شرق آسيا.

الجدول 6 - ملخص أنماط جرينجر السببية لكل زوج من البلدان

الإمكانية	الإحصاء الاختباري-F	لا تأثير Y على X لا تأثير X على Y
0.12	2.18	لا علاقة سببية بين مصر والأردن
0.64	0.44	لا علاقة سببية بين الأردن ومصر
0.05	3.22	لا علاقة سببية بين مصر والبحرين
0.94	0.05	لا علاقة سببية بين البحرين ومصر
0.006	5.94	لا علاقة سببية بين مصر والكويت
0.28	1.30	لا علاقة سببية بين الكويت ومصر
0.009	5.42	لا علاقة سببية بين مصر والمملكة العربية السعودية
0.49	0.71	لا علاقة سببية بين المملكة العربية السعودية ومصر
0.018	4.56	لا علاقة سببية بين المملكة العربية السعودية والكويت
0.99	0.01	لا علاقة سببية بين الكويت والمملكة العربية السعودية
0.051	3.26	لا علاقة سببية بين المملكة العربية السعودية والبحرين
0.90	0.10	لا علاقة سببية بين البحرين والمملكة العربية السعودية
0.94	0.05	لا علاقة سببية بين الأردن والبحرين
0.64	0.44	لا علاقة سببية بين البحرين والأردن
0.94	0.05	لا علاقة سببية بين الأردن والكويت
0.79	0.23	لا علاقة سببية بين الكويت والأردن

ملاحظات: اختبارات جرينجر السببية لكل زوج من البلدان تجرى لفترتين أخريين.

## رابعاً- المخاطر المترابطة في النظام المالي والأزمة المالية

يتناول هذا الفصل بالبحث أثر العوامل غير الملموسة والنوعية على بعض اقتصادات منطقة الإسكوا، لا سيما فيما يخص القطاع المالي. وقد يكون ممكناً كسب فهم أكبر للعملية واستدامة النمو الاقتصادي-صادي في-ي الأجل الطويل من خلال أخذ العوامل الكمية والنوعية معاً في الحسبان.

ويقدم الجدول 7 خمسة عشر متغيراً تصنف الخصائص الاقتصادية والمالية لاقتصادات مختارة في-ي منطقة الإسكوا. وبعض التصنيفات الواردة في الجدول هي منسوبة لفرنسا بينما تعود التصنيفات الأخرى إلى باقي العالم. وترى هذه الدراسة أن مسألة استدامة النمو ترتبط بشكل حيوي بمدى تأثير النظام المالي بالصدمات الخارجية والمخاطر المترابطة داخل النظام المالي. ويبرز الجدول دور مختلف الخصائص المؤسسية لهذه البلدان في زيادة تلك المخاطر أو تخفيفها.

كما يقدم الجدول مؤشرات تتصل بشفافية النظام المالي وكفاية قواعده الإفصاح وتطور نظام المحاسبة. وهذه المتغيرات تبين مدى كفاءة نقل المعلومات المتعلقة بالقطاع المالي إلى الجمهور. ويمكن ملاحظة أن البلدان الأعضاء في الإسكوا تبذل جهوداً صادقة لتطوير نظمها المحاسبية من حيث ضمان درجة أفضل من الشفافية والإفصاح عن المعلومات. وبالإضافة إلى ذلك، تقدم قياسات نوعية لوتيرة التحرير المالي للقطاع المالي المحلي والقطاعات الخارجية. ومعظم البلدان الأعضاء المختارة هنا لم تقم بعد بتحرير رأس المال لبلوغ معدلات نمو أعلى في المستقبل. وعلاوة على ذلك، وبخلاف شرق آسيا، فإن معظم البلدان الأعضاء في الإسكوا لديها اقتصادات تتجه إلى الاستيراد. ويتضمن الجدول أيضاً قياسات نوعية لمدى القوة التي تنفذ بها الحكومة سياسات صناعية، وثقافة العلاقة بين الحكومة والقطاع الخاص وكذلك العلاقة بين المصارف والشركات الخاصة. ويبين الجدول أنه يجب بذل جهود كبيرة لفك الارتباط الوثيق الذي ما زال قائماً بين معظم الحكومات في منطقة الإسكوا وقطاعاتها الخاصة.

ويشمل الجدول أيضاً نمو الودائع المحلية. وهذا عامل مهم من حيث فهم مدى تأثير القطاع المالي بخروج تدفقات رأس المال القصير الأجل، والذي كان أحد الأسباب الرئيسية للأزمة المالية الأخيرة في شرق آسيا. ويرجع هذا المتغير النوعي للفترة 1994-2003. وهذا المتغير هو مؤشر جيد عن نقص المدخرات المحلية من حيث حفز النمو. ويمكن عزو ذلك إلى قيود قوية على تدفق رؤوس الأموال إلى منطقة الإسكوا. وهذا معاكس لاقتصادات شرق آسيا حيث كانت الالتزامات الخارجية الصافية للقطاع المالي متوسدة أو عالية. وتخفيف القيود على تدفقات رأس المال في هذه الاقتصادات كان أحد العوامل التي ساهمت في تدفقات كبيرة ومتزايدة لرأس المال في التسعينات. كما أن بلدان شرق آسيا التي لديها أسعار صرف ثابتة نسبياً وتدفقات رأسمالية كبيرة في اتجاهها شهدت توسعاً ائتمانياً كبيراً في التسعينات. ويمكن أيضاً ملاحظة أنه باستثناء مصر، التي تطبق تعويماً متحكماً فيه للعملة، فإن جميع نظم أسعار الصرف في منطقة الإسكوا هي إما مرتبطة بالدولار أو بسلة من العملات. وهذا يمكن أن يكون مشكلة إذا تم تحرير حساب رأس المال بوتيرة سريعة. وفي حالة كهذه، يتدفق رأس المال إلى الداخل والخارج بسرعة عالية، مسبباً تدني قيمة العملات، واضطراباً في النظام المالي وفقدان احتياطات العملة الأجنبية.

وضمن هذا الإطار، يمكن ملاحظة أن المؤسسات المالية في شرق آسيا كانت بالأحرى غير فعالة في توجيه تدفقات رأس المال نحو استثمارات منتجة. ويمكن أن يكون ذلك عائداً إلى عدة عوامل. أولاً، في الوقت الذي كان يجري فيه تحرير العديد من النظم المالية، أبقت بلدان كثيرة على درجة عالية من السيطرة الحكومية على القطاع المصرفي. وعلى الرغم من أن السياسات الائتمانية الموجهة من قبل الحكومة والتي استهدفت بعض الصناعات أدت إلى النمو في شرق آسيا في السنوات الأخيرة، لم يكن الأمر كذلك خلال

التسعينات. وربما يكون أحد أسباب ذلك العلاقة الوثيقة بين المسؤولين الحكوميين والمصرفيين والشركات، مما يعني أن القرارات المتصلة بالائتمان لم تكن بالضرورة مستندة إلى الجدوى الائتمانية. فهذه الروابط قد تكون أدت إلى الاستثمار المفرط وتشجيع المقترضين على الاعتقاد بأن الحكومات ستكفلهم عند ما يمرون بمشاكل مالية.

وهناك عوامل أخرى ساهمت في عدم توجيه تدفقات رأس المال إلى استثمارات منتجة منها أن السلطات المالية لم تكن قادرة على تنظيم القطاع المالي، وعدم كفاية التنظيم الرقابي لصيرفة، ونقص الشفافية، وضعف قواعد الإفصاح والمحاسبة. وأدى ضعف المحاسبة إلى تحليل سيئ للقرروض وأدت الاستثمارات في العقارات وأسواق الأسهم إلى تضخم الأصول في تلك الأسواق. وهذه ليست حالة البلدان الأعضاء في الإسكوا التي تجري فيها الآن بالفعل إصلاحات مالية، وإن كانت بطيئة.

وعلاوة على ذلك، فإن نقص الشفافية وعدم تطور الهياكل المحاسبية ما كانت لتؤثر كثيراً في سوق مالي تنسم هياكله بدرجة كبيرة من التركيز المصرفي. فالسوق المركز بدرجة عالية يؤدي إلى ربحية عالية وهذا يردع الإفراط في المجازفة من قبل المصارف، أي بعبارة أخرى يتغلب على مشكلة المخاطر الأخلاقية (moral hazard)، وإن كان على حساب كفاءة السوق. وقد ساد هذا النوع من الهياكل السوق حتى التسعينات، عندما قامت البلدان الآسيوية بتحرير نظمها المالية وشجعت المزيد من المنافسة. غير أن تحرير النظام المالي في ظل تنظيم رقابي غير متطور لضبط المجازفة من قبل المصارف إلى مخاطر مترابطة داخل النظام المالي.

وعكست الزيادة في مستوى الالتزامات الخارجية الصافية في البلدان الآسيوية، جزئياً، الاقتراض الخارجي من قبل شركات غير مالية، مما أدى إلى ارتفاع نسب الدين إلى رأس المال. وارتفاع هذه النسب يزيد عادة من خطر الإفلاس في قطاع الشركات، إذ يجعل الشركات تتأثر بأي هبوط اقتصادي. وهذه بالذات كانت الحالة في بلدان شرق آسيا قبل أزمتها المالية. فعندما أدرك المستثمرون الدوليون ضعف استثماراتهم، بدأوا يسحبون رؤوس أموالهم، متسببين في أزمت إفلاس نقدي ومصرفي وإفلاس الشركات في هذه البلدان<sup>(35)</sup>. وزاد نقص التنظيم والمساءلة من قوة هذه المخاطر داخل النظام المالي مما أدى إلى أزمة أشد كنتيجة للتصرف الجماعي (herd behaviour) للمستثمرين الأجانب. وعلاوة على ذلك، كان الإطار الرقابي الضعيف يعني عدم وجود آلية سليمة للتعامل مع الإفلاس. وهذا أدى إلى المزيد من حالات فشل الشركات والتي ربما كان لها ما يبررها.

لقد كان تحرير أسواق رأس المال في هذه البلدان في أواخر الثمانينات سابقاً لأوانه، ويمكن إرجاع ذلك لكون أسواقها المالية المحلية كانت تفتقر للنظم الرقابية الكافية لتخصيص تدفقات رأس المال بشكل فعال. وكانت المقاطعة الصينية تابوان هي الاستثناء من حيث تحرير حساب رأس المال، وهو، بالإضافة إلى نظامها المالي الأقوى والأكثر تنوعاً، ما يفسر قدرتها على الصمود أمام الأزمة.

---

(35) عندما انسحب المستثمرون، تدخلت المصارف المركزية في آسيا لمنع انخفاض قيمة عملاتها. وعندما نفذت احتياطاتها من العملة الأجنبية، انخفضت قيمة العملة مما أدى إلى زيادة في كلفة خدمة الديون بالعملات الأجنبية لدى هذه البلدان.

الجدول 7- ملخص الملامح القطرية لبلدان مختارة من أعضاء الإسكوا

البند/البلد	مصر	الكويت	المملكة العربية السعودية	البحرين	الأردن
نظام الصرف	تعويم متحكم فيه	مرتبط بالدولار	مرتبط بالدولار	مرتبط بالدولار	مرتبط بالدولار
الانفتاح نسبة إلى فرنسا	ضعيف	ضعيف	ضعيف	ضعيف	ضعيف
اتجاه التجارة	للاستيراد	للاستيراد	للاستيراد	للاستيراد	للاستيراد
درجة تحرير حساب رأس المال	عالية	ضعيفة	ضعيفة	ضعيفة	متوسطة
درجة تحرير النظام المالي المحلي	عالية	ضعيفة	ضعيفة	ضعيفة	ضعيفة
مستوى أسهم المصارف في القطاع المالي	ضعيفة	متوسطة	متوسطة	ضعيفة	عالية
تركز السوق في الصيرفة	ضعيف	متوسط	عال	ضعيف	عال
معدل نمو الودائع المحلية (1994-2003)	عال	ضعيف	متوسط	ضعيف	متوسط
صافي الالتزامات الخارجية للقطاع المالي	متوسط	ضعيف	ضعيف	ضعيف	ضعيف
مستوى الإقراض الموجه للحكومة	متوسط	عال	عال	عال	متوسط
وثافة العلاقة بين الحكومة والأعمال التجارية	متوسطة	عالية	عالية	عالية	عالية
وثافة العلاقة بين المصارف والشركات الخاصة	متوسطة	عالية	عالية	عالية	متوسطة
نوعية النظم الرقابية	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة	متوسطة
مستوى شفافية القطاع المالي	متوسط	ضعيف	ضعيف	ضعيف	متوسط
كفاية قواعد الإفصاح في القطاع المالي	متوسط	ضعيفة	ضعيفة	ضعيفة	متوسطة
درجة تطور النظام المحاسبي	عالية	متوسطة	ضعيفة	متوسطة	ضعيفة

المصدر: بيانات جمعتها الإسكوا، استناداً إلى قياسات نوعية.

## خامساً - الاستنتاجات والآثار المترتبة في السياسة العامة

تبرز هذه الدراسة الاتجاهات المالية الرئيسية في النظم المصرفية وأسواق الأسهم في بلدان أعضاء مختارة في منطقة الإسكوا. كما بحثت بازل 2 وما لها من تأثيرات في النظم المصرفية في منطقة الإسكوا، إضافة إلى مساهمة الصيرفة الإسلامية في النمو في المنطقة. ويمكن استنتاج أنه في حين أن النظم المصرفية في منطقة الإسكوا يلعب دوراً رئيسياً في توجيه الأموال إلى مختلف قطاعات الاقتصاد، فهذه لا يقدم نوع الخدمات والمنتجات المالية اللازمة لاستدامة النمو. ويجب على النظام المصرفي في منطقة الإسكوا إدخال منتجات مالية جديدة لتطوير أسواقها الائتمانية. وبالإضافة إلى ذلك فإن إدارة المخاطر وتجهيز المعلومات هما ضعيفان نسبياً في المنطقة. وحسب هذا التفكير فإن أحد جوانب توسيع الائتمانية يتمثل في تطوير أدوات لإدارة المخاطر قادرة على تخفيض مخاطر الائتمان وعدم السداد. فهذه المخاطر تشكل عقبات هامة أمام توسيع الأسواق الائتمانية. وبالإضافة إلى ذلك فإن الكفاءة في توفير المعلومات لدى الأسواق الائتمانية في منطقة الإسكوا هي أدنى بكثير من المتوسطات بالنسبة إلى أمريكا اللاتينية وشرق آسيا. وهذا العامل يعرقل أيضاً توسع الأسواق الائتمانية في المنطقة. ويمكن أيضاً ملاحظة أنه لا يوجد تقييم سليم لمشاريع الاستثمار ومدراء المصارف ضمن إطار النظام المصرفي في منطقة الإسكوا. وفي معظم الحالات، لا توجه الأموال إلى أكثر المشاريع إنتاجية، وتكاليف تمويل هذه المشاريع هي في كثير من الأحيان أعلى منها في الاقتصادات الأكثر تقدماً.

وهذه الصورة القائمة تتعارض مع النمو الهائل في الصيرفة الإسلامية. فمنطقة الإسكوا التي توجد فيها ما نسبته 38 في المائة تقريباً من المؤسسات المالية الإسلامية في العالم، تظل وبشكل متزايد في مقدمة التطورات في مجال الصيرفة الإسلامية. ففي السنوات الأخيرة كان الأداء العام للمصارف الإسلامية في منطقة الإسكوا، حسب قياس نسب الربحية، مثل العوائد على الأسهم والعوائد على الودائع، أعلى من سبباً مقارنة بأداء المصارف التقليدية المحلية الرئيسية.

وتكشف هذه الدراسة أيضاً أن هناك حاجة إلى الكثير من التحضير من جانب المصارف في منطقة الإسكوا لكي تستطيع الاستفادة تماماً من اتفاقية بازل 2. ويجب على المصارف أن تراجع عملياتها الائتمانية الحالية، وتوسيع نطاق وأهمية إدارتها للمخاطر وتحسين نظم المعلومات لديها. وقد يكون هذا مكلفاً بالأحرى وهناك بعض القلق من حيث معرفة ما إذا ستكون تكلفة فرض هذا النظام الجديد لرأس المال أعلى من أي فوائد محتملة. ومن المشاكل الأخرى معرفة ما إذا كانت المصارف قادرة على التعقيدات التنظيمية لاتفاقية بازل 2. أضف إلى ذلك أن الاتفاق الجديد يستوجب من المصارف تزويد المراقبين بكميات كبيرة من المعلومات مما يثير مخاوف من تسرب للمعلومات أو من اختلاط الأمور لدى المحللين من كميات مفرطة من المعلومات. وبالتالي يعتقد بعض المحللين أن هذه المتطلبات تبدو مناسبة أكثر للأسواق المالية العالية التطور في بلدان مجموعة الـ 10. وبالفعل كان من المتوقع أن تجد المصارف الصغيرة في منطقة الإسكوا من الصعب بكثير تنفيذ الشروط الصارمة للاتفاق الجديد لأنه يستوجب منها حشد الرأسمال الفكري وتكنولوجيا المعلومات والموارد المالية لتطبيق النظم اللازمة من حيث إدارة المخاطر وتخصيص الأموال. ويمكن أن يؤدي هذا إلى اتجاهات نحو دمج الصناعة من خلال عمليات الدمج والاشراء، أو التحكم في الصناعة المصرفية من قبل مصارف أجنبية.

ومن حيث كفاءة أسواق الأسهم الإقليمية وتكامل الأسواق المالية، تبين النتائج الواقعية لهذه الدراسة أن أسعار الأسهم في منطقة الإسكوا هي من أشكال الكفاءة الضعيفة. بالإضافة إلى ذلك، يجب أن تصبح الأسواق المالية في المنطقة أكثر شفافية. فالإفصاح عن المعلومات المالية مازال ضعيفاً وفي بعض

الأحيان غير موجود على الإطلاق. وهذا أحد الأسباب لعدم قدرة أسواق الأسهم في المنطقة على توجيد الأموال كما ينبغي وبشكل كامل نحو الاستثمارات المنتجة.

وتبين النتائج بشأن التكامل المالي، فيما يبدو، أن الأسواق في منطقة الإسكوا ليست متكاملة على الصعيد الإقليمي كما كان متوقعاً. وفي حين أن هذا يعرقل تدفق رؤوس الأموال بين بلدان المنطقة والنمو، فهو يعني أن آثار أزمة في أي من الأسواق المالية في منطقة الإسكوا، يمكن تخفيفها بسرعة والتقليد من الخسارة إلى أدنى حد.

وتبذل الإسكوا جهوداً صادقة لتطوير نظمها المحاسبية لضمان وجود المزيد من الشفافية والإفصاح عن المعلومات. وتبين هذه الدراسة أن الالتزامات الخارجية الصافية للقطاع المالي في جميع اقتصادات منطقة الإسكوا كانت منخفضة نسبياً. ويمكن إرجاع ذلك إلى قيود شديدة على تدفقات رأس المال إلى منطقة الإسكوا. وباستثناء مصر، التي كانت تطبق تعويم عملتها مع التحكم فيها، فإن جميع نظم الصرف في منطقة الإسكوا هي إما مرتبطة بالدولار أو بسلة من العملات. وقد يمثل هذا مشكلة إذا تم تحريك حسابات رأس المال بوتيرة سريعة، وفي هذه الحالات يتدفق رأس المال القصير الأجل إلى الداخل والخارج بسرعة كبيرة، مما يؤدي إلى تخفيضات في قيمة العملة، واضطراباً في النظام المالي وفقدان لاحتياطيات العملات الأجنبية.

هناك بالفعل إصلاحات مالية تحدث في منطقة الإسكوا، وإن كانت بطيئة. ولكن، وكنتيجة لحدسنا برأس مال محمي نسبياً، يمكن أن يحدث الإصلاح المالي دون أن تلوح في الأفق أزمة مالية. ويجب إزالة الحواجز أمام تدفقات رأس المال ببطء وبالإقتران مع إصلاحات مالية. وعلاوة على ذلك، يتوقع مع من منطقة الإسكوا أن تبدأ الإصلاحات المالية بسرعة مما سيمكنها من الانفتاح لرأس المال الأجنبي، وهو عنصر أساسي للنمو المستدام. ويأتي هذا في وقت ينتظر فيه من منطقة الإسكوا الناشئة أن تكون في الصدارة من حيث اجتذاب رأس المال الأجنبي الدولي، وتعويض هذا لضربة بعد أزمات شرق آسيا واليابان وأمريكا اللاتينية والاتحاد الروسي بالإضافة إلى أحداث 11 أيلول/سبتمبر 2001 في الولايات المتحدة الأمريكية.

## المراجع

- Abramovitz, M. "Resource and output trends in the United States since 1870", *American Economic Review*, vol. 46, 1956, pp. 5-23.
- Bahrain Monetary Agency. Available at: <http://www.bma.gov.bh>.
- Bencivenga, V. R., and B. D. Smith. "Financial intermediation and endogenous growth", *Review of Economic Studies*, vol. 58, 1991, pp. 195-209.
- Bernstein, J. I. "International R&D spillovers between industries in Canada and the United States, social rates of return and productivity growth", *Canadian Journal of Economics*, XXIX, Special Issue, April 1996, pp. 463-467.
- Central Bank of Yemen. Available at: [www.centralbank.gov.ye](http://www.centralbank.gov.ye).
- Coe, D., and E. Helpman. "International R&D spillovers", *European Economic Review*. Vol. 39, Issue 5, May 1995, pp. 859-887.
- Cox J., J. E. Ingersoll and S. A. Ross. "A theory of the term structure of interest rates", *Econometrica*, vol. 53, No. 2, March 1985, pp. 385-407.
- De Santis G., and B. Gerard. "International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk", *Journal of Finance*, vol. LII, No. 5, December 1997, p. 1881.
- Diaz-Alejandro, C. "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, Issues 1-2, September-October 1985, pp. 1-24.
- El-Erian, M. A., and M. S. Kumar. "Emerging equity markets in Middle Eastern countries", *International Monetary Fund (IMF) Staff Paper*, vol. 42, No. 2, June 1995, pp. 313-343.
- Greenwood, J., and B. Jovanovic. "Financial development, growth and the distribution of income", *Journal of Political Economy*, vol. 98, No. 5, 1990, pp. 1076-1107.
- Griliches, Z. "Productivity puzzles and R&D: another nonexplanation", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, No. 4, Fall 1988, pp. 9-21.
- Granger, C. W. J. "Investigating causal relationships by econometric models and cross-spectral methods", *Econometrica*, vol. 37, No. 3, July 1969, pp. 424-438.
- Institute of Banking Studies, Kuwait. Available at: <http://www.kibs.org/research.htm>.
- Institute of Islamic Banking & Insurance, United Kingdom. Available at: <http://www.islamic-banking.com/>.
- Korajczyk, R. "A measure of stock market integration for developed and emerging markets", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, No. 2, May 1996.
- La Porta, R., and others. "Legal determinants of external finance", *The Journal of Finance*, vol. LII, No. 3, July 1997, pp. 1131-1150.
- Levine, R. "Financial development and economic growth: Views and agenda", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXV, June 1997, pp. 688-726.

- Lucas, R. E., Jr. "On the mechanics of economic development", *Journal of Monetary Economics*, vol. 22, 1988, pp. 3-42.
- Modigliani, F., and M. H. Miller. "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review*, vol. XLVIII, No. 3, June 1958, pp. 261-297.
- Romer, P. M. "Increasing returns and long-run growth", *Journal of Political Economy*, vol. 94, No. 5, 1986.
- Vasicek, O. "An equilibrium characterization of the term structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, Issue 2, November 1977, pp. 177-188.
- Sundararajan, V., and L. Errico. "Islamic financial institutions and products in the global financial system: Key issues in risk management and challenges ahead" (WP/02/192), IMF working paper, November 2002.