



أوراق صندوق النقد العربي، عدد 9

التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي:
حالة مصر، 1974-2002

علي أحمد البلبيل
محمد مصطفى عمران
أيتن فتح الدين

معهد السياسات الاقتصادية

صندوق النقد العربي
أبو ظبي، إبريل 2004

التطور والهيكـل المالي والنمو الاقتصادي:

حالة مصر، 1974-2002

علي أحمد البلبـل *

محمد مصطفى عمران *

أيتن فتح الدين *

معهد السياسات الاقتصادية

صندوق النقد العربي

* بلبل، اقتصادي أول، عمران، اقتصادي، وفتح الدين، مساعد باحث، في معهد السياسات الاقتصادية.

تعد أوراق صندوق النقد العربي من قبل أعضاء معهد السياسات الاقتصادية بصندوق النقد العربي، ومن وقت لآخر من قبل اقتصاديين ومصرفيين آخرين، وينشرها الصندوق. تعالج الأوراق موضوعات ذات أهمية للبلدان العربية. الآراء الواردة في الأوراق تعبر عن وجهات نظر معديها ولا تعكس بالضرورة رؤية صندوق النقد العربي.

نسخ من الأوراق متوفرة من:

صندوق النقد العربي

صندوق بريد 2818

أبوظبي

الإمارات العربية المتحدة

فاكس: 971- 2 6324 454

صندوق النقد العربي 2004

حقوق النشر محفوظة. يمكن الاستئساخ من الورقة شرط ذكر المصدر.

المحتويات

الصفحة

ملخص	2
أولاً: مقدمة	3
ثانياً: الأداء والنمو الاقتصادي	8
ثالثاً: التطورات في القطاع المالي	15
رابعاً: التطور المالي والنمو الاقتصادي	26
خامساً: الهيكل المالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج	33
سادساً: الخاتمة	35
الجدول:	37
المراجع:	49

التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي:

حالة مصر، 1974-2002

ملخص

تتناول هذه الورقة الهيكل المالي لمصر وعلاقته بمجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP) والنمو الاقتصادي خلال الفترة 1974-2002. بداية، تُلقي الورقة الضوء على الأداء الاقتصادي لمصر وتطور متغيرات الاقتصاد الكلي؛ تم تركيز على الخصائص الرئيسية للقطاع المالي: القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية. يلي ذلك نمذجة تأثير التطور المالي على TFP من خلال التفاعل بين المؤشرات المالية ذات الأساس البنكي وأساس السوق مع عاملي مؤازرة، وهما دخل الفرد وصافي تدفق الموارد الخاصة.

ولقد أوضحت النتائج أن المؤشرات المالية ذات الأساس البنكي لها تأثير سلبي على TFP، إلا في حالة توافر حد أدنى من دخل الفرد؛ في حين أن المؤشرات المالية القائمة على أساس السوق لها تأثير إيجابي على TFP مدعومة بمؤازرة صافي تدفق الموارد الخاصة. إن الخلاصة من هذه الورقة تُشدد على أن توسيع القطاع المالي ليشمل سوق الأوراق المالية قد أفاد كفاءة الاستثمار والنمو في مصر، وهذا ما يمكن تعظيمه من خلال مزيد من الإصلاحات النشطة في كل من البورصة وقطاع البنوك.

أولاً: مقدمة

إن التمويل أمر ذو شأن، وما يمنع من أن يكون الحال كذلك؟ فلا بد لأي نظام يحقق ما يتوجب على التمويل أداءه من أن يكون له اثر على النمو الاقتصادي⁽¹⁾. لذا، فإن المغالاة في الاهتمام بالعلاقة بين التمويل والنمو تبدو لغير المختص وكأنها مصطنعة إن لم تكن نوعاً من الإسراف في شرح ما هو بديهي. وقد يصح ذلك ظاهرياً للوهلة الأولى، إلا أن إلقاء نظرة أكثر تعمقاً على الموضوع يقود إلى مبررين هامين لذلك الاهتمام. ويتعلق هذان المبرران بقضايا السياسة المالية وإلى درجة أقل بالهيكل المالي. وسوف نتناول كل منهما حسب هذا الترتيب وسنقوم إثر ذلك بتقديم حالة مصر.

ولو اقتصرنا في تركيزنا على السنوات الأربعين المنصرمة لوجدنا أن الاهتمام بشأن السياسة المالية قد برز إثر صدور بحوث كمية أجراها Goldsmith (1969) اتسمت بتشديدها على أهمية المؤسسات المالية في حشد المدخرات التي تحتاجها مسيرة النمو. فنظراً لتلك الاستنتاجات وتزايد تدهور سمعة التخطيط والتحكم الاقتصادي آنذاك، فقد بيّن كل من Mckinnon (1973) و Shaw (1973) أن إجراءات التحرير المالي وخاصة التي تمثلت في ارتفاع أسعار الفائدة في السوق قد تؤدي إلى زيادة الاستثمار ونوعيته من خلال زيادة المدخرات واستبعاد الاستثمارات ذات المردود المتدني. وسرعان ما أصبحت تلك الإجراءات، وما زالت إلى حد بعيد، تشكل عناصر هامة في خدمة الإصلاحات التي توصي بها مؤسسات Bretton Woods بالرغم من اشتداد الانتقادات حيالها. وقد ركزت تلك الانتقادات على أربع نقاط هي: أولاً، أن أسعار الفائدة العالية لا تؤدي بالضرورة إلى ارتفاع مستوى الادخار، الأمر الذي يكسر رابطاً حيوياً بالنمو⁽²⁾. وثانياً، أن المصارف التجارية وهي المؤسسات المالية المهيمنة في الدول النامية تعمل في أسواق بيع احتكارية وبالتالي فإن

⁽¹⁾ تشمل لائحة الوظائف الهامة للنظام المالي: حشد رأس المال وفاعلية توزيعه، توفير البيانات المالية والمعلومات عن الأسعار، توفير السيولة وإدارة المخاطر، ضمان حسن إدارة الشركات وتبادل التحكم فيها، وإجراء معاملات التسوية والدفع، والقيام بدور الوسيط الذي يتم من خلاله تمرير السياسة النقدية. لاستطلاع القضايا المتعلقة بالربط بين التنمية المالية والنمو، أنظر Levine (1997) و Khan and Senhadji (2000).

⁽²⁾ أنظر استطلاع الوقائع المعدة من قبل Fry (1997).

أسعار الفائدة الحرة من شأنها فقط تقوية سيطرتها على السوق. وفيما يخص النقطة الثالثة والتي ربما تثير الاهتمام الأكبر، فتكمن في أن (Stiglitz and Weiss (1981) قد لاحظا، في ورقة أساسية، أن الأسواق المالية تتسم بعدم تماثل المعلومات وينتج عن ذلك أن الاختيار المعاكس يجعل أسعار الفائدة العالية تستقطب في المقام الأول المقترضين المتعطلين، ولذا فإن أسعار الفائدة الأكثر اعتدالاً قد تسمح وحدها بتحسين متوسط نوعية طلبات الاقتراض. ورابعاً، وهي النقطة الأكثر أهمية، لقد أغفل الجدل القضايا المتعلقة بتقوية البيئة التنظيمية والتسلسل الزمني للإصلاحات. فعلى صعيد التسلسل الزمني للإصلاحات، فقد شدد (Edwards (1989) على أهمية القيام أولاً بتحرير الأسعار المحلية غير المالية والتجارة الدولية بغية التأكد من انسياب التدفقات المالية نحو استثمارات غير مشوهة نتيجة التحرير اللاحق. أما بخصوص البيئة التنظيمية، فقد أصبح من المتعارف عليه الآن أن التنظيمات الضعيفة - خاصة حينما تتزامن مع إجراءات التحرير المالي الداخلي والخارجي (حساب رأس المال) - تجتذب معاً سوقين غير كاملتين بطبيعتهما - سوق القطع والسوق المالية - الأمر الذي من شأنه خلق عدم الاستقرار في الاقتصاد الحقيقي، ويمثل ذلك إحدى الحالات النادرة التي يلحق التمويل فيها الضرر الفعلي بالنمو.

وللسياسة المالية شق آخر يسترعي الاهتمام وهو الجانب المتعلق بدرجة قدرتها على تفعيل نشاطها. ويرتبط هذا الجانب ارتباطاً وثيقاً بمسألة العلاقة السببية بين التطور المالي والنمو: فلو كان التطور المالي سابقاً للنمو فإن الأمر يحتاج عندئذ إلى وجود سياسة مالية نشطة لتحفيز النمو. وخلاف ذلك، فلو صح العكس، فإن التطور المالي يطرأ في تلك الحالة ذاتياً عندما ينمو الاقتصاد حيث يستدعي ذلك زيادة التركيز على التطورات في الاقتصاد الحقيقي⁽³⁾. وقد أفرز (King and Levine (1993) هياً من الدراسات المؤيدة للفرضية القائلة بأن التمويل يأتي أولاً⁽⁴⁾. ولكن سرعان ما جاءت دراسات أخرى، ولا سيما البحوث التي أجراها كل من (Demetriades and Hussien (1996)، لتدعم وجهة النظر

(3) بادر بطرح التمييز على صعيد العلاقة السببية (Patrick (1996) في صياغة الفرضيات المتعلقة بالدور القائد لجانب العرض (التمويل يحدث النمو) والدور التابع لجانب الطلب (النمو يحدث التمويل).

(4) أنظر من بين المراجع الأخرى، (Neusser and Kugler (1998) و (Beck, Levine, and Loayza (2000).

المعاكسة⁽⁵⁾. وتتمثل إحدى وسائل التوفيق الممكنة بين النظريتين في القول بأن العلاقة تعتمد على مستوى التنمية: فعندما يكون مستوى الدخل متدنياً، فإن التطور المالي يرفع معدل نمو الدخل إلى حين بلوغه مستوى نمو منتظم (أو مستوى الالتقاء)، وفي المرحلة اللاحقة يتحدد التطور المالي من خلال المعدل الخارجي للنمو المنتظم للدخل⁽⁶⁾. إلا أن هذا التوفيق تعثره مشكلة عدم ملاءمته مع المبادئ التي تفترضها نظرية النمو الذاتي. ويرجع ذلك إلى أن النماذج الحديثة، ومن أبرزها تلك التي أعدها Greenwood and Jovanovic (1990) ، Bencivenga and Smith (1991) و Levine (1993) قد بينت أنه بإمكان المؤسسات المالية زيادة الإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج والإنتاجية الحدية لرأس المال من خلال تحفيز المدخرين على توظيف جزء أكبر من ثروتهم في موجودات منتجة وفي تمويل تقنيات ذات مخاطر أكبر ولكن ذات إنتاجية أعلى. والمحصلة النهائية لذلك هي أنه يمكن للتطور المالي إحداث تأثيرات دائمة ومتواصلة على معدل النمو المنتظم للدخل. ونظراً للأثار الخارجية الإيجابية اللاحقة التي يمكن أن يفرزها هذا النوع من تراكم رأس المال، فإن اقتصاد الرفاهية ينصب حتى إلى الدعوة لتوفير الدعم للمؤسسات المالية. وهذه نظرة تبتعد كلياً عن السقوف على معدلات الفائدة التي سادت في عهود "الكبج".

وإذا كان للتطور المالي آثاراً مستمرة على النمو، فكيف يمكنها تحقيق ذلك؟ فهل تقوم بتعميق الهيكل المالي القائم أم تحاول توسيعه أو تستهدف الاثنين معاً في آن واحد؟ إن هذه القضايا تتمثل في إطار الدول النامية حول التساؤل ما إذا كان المقصود هو تعميق الهيكل الذي تهيمن عليه المصارف التجارية (تقوية المنافسة، الإشراف، الشمولية إلخ..). أم تشجيع أسواق الأوراق المالية بجانبها. ويؤيد هذا المنحنى الأخير، على الأخص فيما يتعلق بالبورصات، حجج مقنعة تشمل التالي: أن التمويل من خلال المساهمات في رأس المال ليس عرضة للانتقاء المعاكس ويمثل مصدر موارد أقل كلفة حينما ترتفع أسعار الفائدة نتيجة الإصلاح المالي؛ وتوفر البورصات قناة هامة لدخول أسواق رأس المال الدولية؛ وأن البورصات تروج

(5) أنظر أيضاً Kar and Pentecost (2000).

(6) Khan and Senhadji (2000) أوضحوا أن التنمية المالية تشرح بصورة أفضل الفوارق في معدلات النمو على الأمد الطويل فيما بين الدول وليس في ديناميكية النمو. ويرجعان ذلك الاستنتاج إلى أن التنمية المالية تتطور ببطء ولكن النمو أشد عرضة للتذبذب.

للاستثمارات في المشروعات ذات المخاطر من خلال وظيفتي تقاسم المخاطر والمراقبة. وتستند هذه الحجج إلى وقائع عملية معقولة حيث بيّن كل من Levine and Zevros (1998) على صعيد الاقتصاد الكلي أن التطورات في كلا من البورصات والنظام المصرفي تحسّن النمو لأن كل نظام يوفر وظيفة مالية مستقلة. أما Demirguc Kunt and Maksimovic (1996) فيجدان أنه حتى على صعيد الاقتصاد الجزئي، فإن تطور البورصات يفسح المجال أمام الشركات لزيادة نسبة مديونيتها إلى رأسمالها مما يمكنها بالتالي من تشجيع المزيد من النشاطات المصرفية.

إلا أن هذا المنحنى غير المشروط في تأييد التطور الموازي للأسواق المالية، لم يبق بمنأى عن الانتقادات. وقد بينت وجهة نظر معاكسة أن أسعار الأسهم قلما تعكس حقيقة الأساسيات وأن الذبذبات الناجمة عن ذلك خاصة في البلدان النامية، من شأنها أن تردع المدخرين الذين يتخوفون المخاطر وكذلك الشركات عن التوجه إلى السوق. ومن الأمور التي تم اكتشافها أيضاً هو أن بإمكان البورصات (ذات السيولة) تقليص المدخرات من جراء تخفيف القيود على السيولة وكذلك تخفيف حدة المتابعة وحسن إدارة الشركات لأنها تفسح المجال لأصحاب الأسهم ذوي العلاقة لبيع أسهمهم دون قيود⁽⁷⁾. وما يسترعي الملاحظة حالياً هو بروز تيار توفيقى يتعدى مجرد التمييز بين منطلق المصارف ومنطلق السوق حيث يؤكد على أهمية نوعية الخدمات المالية – خفض تكلفة المعاملات والمعلومات، إدارة أفضل للمخاطر.. إلخ – التي يتوجب على كل من القطاعين توفيرها⁽⁸⁾. كما يشدد هذا التيار على أن التطور المالي مسيرة متعددة الجوانب حيث تشمل، بالإضافة إلى النواحي المتعلقة بالتنظيم والإشراف، كل من السياسة النقدية، الانفتاح المالي والقدرات المؤسسية⁽⁹⁾. وفي هذا الصدد، فإن الاهتمام مؤخراً بالإصلاحات التشريعية والتنظيمية الرامية إلى تقوية حقوق الدائنين وتطبيق الاتفاقيات والممارسات المحاسبية يشكل تطوراً محورياً⁽¹⁰⁾. ويمثل هذا التطور في الواقع إحدى

(7) أنظر (1997) Singh و (2000) Khan and Senhadji.

(8) أنظر (2000) Durham. مما يزيد تأكيد ذلك أن القطاعات المالية المتطورة تتمتع بمصارف وبورصات أكثر تطوراً.

(9) أنظر (2003) Crean, Goyal, Mobarak, and Sab.

(10) أنظر (1997) Laporta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny.

المناهج المحددة لكيفية تطوير الأسواق المالية – وهو مجال لم يحظ بدراسات وافية، الأمر الذي يثير الاستغراب نظراً لماله من أهمية كبرى.

لقد ألفت المناقشة أعلاه الضوء على ثلاث نقاط هامة بالرغم من كونها شائعة وهي كالتالي: أولاً، يتعين ألا تخضع السياسات المالية لقواعد جاهزة ومنتسرة حيث ينبغي وضعها في الإطار الإجمالي للسياسات الاقتصادية الكلية والمؤسسية. ثانياً، أن من شأن السياسات المالية السليمة أن تؤثر على النمو على نحو مستمر. ثالثاً، أن الهيكل المالي بحد ذاته ليس هاماً حيث أن أهميته تنبثق من جودة الخدمات التي يمكنه توفيرها، وأن تواجد إطار نقدي مستقر ونظام تشريعي موثوق يشكلان عنصران يدعمان تلك الجودة. وعلاوة عن ذلك، فإن الأدبيات الكثيرة المتوفرة عن موضوعي التمويل والنمو تتناول في معظمها استخدام نموذج تحليل الانحدار لعدد كبير من الدول لا يعكس بالضرورة ظروف كل دولة من تلك الدول بمفردها. وبهذا المعنى، فإن "متوسط" الدولة التي تمثلها النتائج قد لا تكون ممثلة على الإطلاق⁽¹¹⁾. ومن هنا، تبرز الحاجة إلى مزيد من الدراسات حول الدول بشكل فردي، ولهذا الغرض نتناول الآن حالة مصر.

وكما ستبين الصفحات التالية، فقد أصبحت مصر نجم الاقتصادات العربية المنهكة في مسيرة الإصلاح منذ مطلع التسعينات. وقد شملت الإصلاحات المالية في مصر إجراءات تحرير مالية داخلية وخارجية أجريت من قبل استكمال تحرير الأسعار المحلية وأسعار التجارة الدولية. وكما يمكن توقعه، فقد كان من المحتم أن يحدث ذلك تشوهات في تخصيص الموارد وانعدام التوازن في سعر الصرف الحقيقي. كما بقيت عملية التحرير المالي الداخلي بحد ذاتها غير مكتملة كما يتضح ذلك من التركيز الشديد للمصارف العامة وقوتها السوقية. وبالإضافة، فقد قررت مصر توسيع مسيرة التطور المالي، بغض النظر عن اكتمالها، لتشمل البورصة إلى جانب الهيكل المالي المستند في معظمه على المصارف⁽¹²⁾. ولتفعيل ذلك فقد تم تتحية تطوير أسواق الوساطة المالية غير المصرفية والسندات جانباً، وهي التي تمثل

(11) أنظر (Arestis and Demetriades 1997).

(12) فيما يتعلق بالهيكل المالي المصري، أنظر (Demirguc-Kunt and Levine 1999) و (Bolbol 2001).

موجودات كل منهما نسبة 42% من الناتج المحلي الإجمالي (أو ثلث موجودات النظام المصرفي) و6% (أو خمس رأسمال البورصة) على التوالي⁽¹³⁾.

وفيما يتعلق بآثار الإصلاحات المالية والعلاقة بين التمويل والنمو في مصر، فإن الشواهد المتاحة حتى الآن لا تتطوي على أي مفاجآت. فقد بين Hussien and Moheildin (1997) أن تحرير أسعار الفائدة لم يكن له أي أثر يذكر على الادخار والاستثمار، بينما خلص كل من Hussien (1999) و Al-Awad and Harb (2003) و Shourbagui (2003) إلى القول بوجود علاقة إيجابية ملحوظة وباتجاه واحد بين التطور المالي المرتكز على المصارف والنمو. إلا أن تحري أثر التطور المالي المرتكز على كل من المصارف والسوق على فعالية الاستثمار أو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP) لم يرد في أي من الدراسات المتاحة. وتهدف هذه الورقة إلى القيام بذلك إضافة إلى أغراض أخرى. وبالتحديد يوفر القسم الثاني نظرة عامة عن الاقتصاد المصري خلال الفترة التي يغطيها البحث 1974-2002، إضافة إلى نظرة تحليلية لأهم التطورات الاقتصادية الكلية التي مر بها. ويستعرض القسم الثالث تطور القطاع المالي ويركز فقط على هياكل السوق المصرفي والبورصات والإصلاحات التي أدخلت عليها. ويعني القسم الرابع بتحليل آثار مؤشرات التطور المالي المرتكزة على كل من السوق والمصارف على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج إضافة إلى الدور الذي يمكن للعوامل المؤازرة القيام به لتقوية تلك الآثار. ويعرض القسم الخامس نسب الهيكل المالي التي تلقي الضوء على الأهمية المتزايدة للبورصات في التطور المالي النسبي في مصر. ويتضمن القسم السادس الاستنتاجات والخاتمة.

ثانياً: الأداء والنمو الاقتصادي

توفر مصر إلى حد بعيد مثلاً رمزياً لاقتصاد في مرحلة انتقالية شهد نظامها تحولاً من سياسات التخطيط الحكومي المركزي نحو إصلاحات تركز على تقوية آليات السوق، كانت

(13) تشمل الوساطة المالية غير المصرفية في مصر صناديق الضمان الاجتماعي وشركات صناديق التقاعد والتأمين، أنظر Vitta (1998). فيما يتعلق بسوق السندات، فإن 28 في المائة فقط من إجمالي السندات القائمة صادرة عن شركات عددها 28 شركة ومعظمها مصارف، أنظر Hassan and Roll (2001).

في مطلع عهدها مترددة وركيكة لترتقي لاحقاً إلى درجة متوسطة من القبول بالرغم من عدم اكتمالها. فقد بقي الاقتصاد المصري يتخبط في "مركز وسطي غير كامل" من حيث الحوافز والهيكل والإدارة، وما زالت فرص نجاحه تخضع إلى حد بعيد لأهواء الصدمات الخارجية. والخطوط العريضة لقصة مصر الاقتصادية قد باتت معروفة إلى حد ما وما نعتزم القيام به فيما يلي هو توفير سرد وصفي عام لمسار الاقتصاد المصري وإصلاحاته وتحليل بعض التطورات الاقتصادية الكلية التي شهدتها⁽¹⁴⁾.

1. نظرة عامة

على غرار العديد من نظيراتها من الدول النامية تبنت الحكومة المصرية في أوائل الستينات نموذج التخطيط المركزي وقامت تبعاً لذلك بإجراء مجموعة من إجراءات التأميم والامتلاك الحكومي واعتمدت سياسات توجيهية تطرقت إلى معظم النشاطات الاقتصادية⁽¹⁵⁾. وبعد نجاحات أولية استنفذ النظام قدراته وحدوده في أواخر الستينات وتحولت تركته لاحقاً إلى عقبات معيقة للإنماء على المدى الطويل. ويتضح ذلك من خلال الهبوط المضطرب في معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي من معدل سنوي قدره 6.4% خلال فترة الخطة الخمسية الأولى إلى حوالي 2.9% خلال الفترة 1970-1974. وقد سبب هذا التراجع في النمو مجموعة من العوامل المعروفة (القيود على الأسعار والائتمان، تعدد أسعار صرف العملة، سياسة إحلال الواردات، هيمنة المؤسسات العامة، كبح بعض الأمثلة) التي انعكس تأثيرها على تدني الإنتاجية والكفاءة في معظم القطاعات الاقتصادية. وبالإضافة، فقد خلق دخول مصر في حرب اليمن والحرب العربية - الإسرائيلية عامي 1967 و1973 عبئاً دفاعياً ثقيلاً (بلغ 20 إلى 35% من الناتج المحلي الإجمالي) ونتج عنه خسارة مصدرين رئيسيين للدخل بالعملة الصعبة: قناة السويس وحقل سيناء النفطي.

⁽¹⁴⁾ للاطلاع على تحليل التطور الاقتصادي في مصر منذ 1960، أنظر من بين مراجع أخرى إلى Omran (2002) والمراجع الواردة فيه.

⁽¹⁵⁾ بقيت الزراعة والقطاع العقاري خارج نطاق ممتلكات الدولة ولكنها خضعت للقواعد والتنظيمات الحكومية.

وفي عام 1974، تبنت مصر سياسة "الباب المفتوح" بغرض دفع عجلة النمو الاقتصادي وتحديث الاقتصاد المصري. وتمثلت الركائز الرئيسية لهذه السياسة في الدولارات النفطية والتكنولوجيا الغربية ووزارة العمالة المصرية⁽¹⁶⁾. وقد تم تصميم الإصلاحات خصيصاً لتشجيع الاستثمارات الأجنبية واستخدمت لهذه الغاية حزمة من الإجراءات المعهودة (إعفاءات ضريبية، الحصانة ضد التأميم، خروج الأرباح دون حدود). وبالرغم من ارتفاع الاستثمارات الخاصة والأجنبية بشكل ملحوظ عقب ذلك، فإن الجزء الأكبر منها اتجه نحو السياحة والنفط وقطاع البناء بدلاً من التوجه إلى قطاعات يمكنها تحسين إنتاجية الاقتصاد وقدرته التصديرية (مثل قطاع الصناعة). ومع ذلك، تمكن الاقتصاد من الحفاظ على معدل نمو مرتفع فاق عن الـ 8% سنوياً حتى منتصف الثمانينات. إلا أن الجزء الأكبر من ذلك المعدل كان مستمداً من ريع الاقتصاد الخارجي (عائدات النفط، رسوم قناة السويس، السياحة وتحويلات العمال المغتربين). أما الاقتصاد الداخلي فلم تطرأ عليه تغيرات تذكر حيث بقي متمسكاً بهيكل يهيمن عليه إحلال الواردات ومؤسسات القطاع العام.

وبحلول عام 1986، اتضح أن الانتعاش المستمد من الاقتصاد الريعي المذكور لم يعد قابلاً للاستمرار. وبالأخص، فقد أدى تزامن آثار انهيار أسعار النفط والكساد العالمي إلى هبوط حاد في العائدات من النفط ورسوم قناة السويس وتحويلات العمال. وانعكاساً لهذه الضغوط على المصادر الرئيسية للعملة الصعبة فقد نما الاقتصاد بوتيرة 4.4% سنوياً حتى أواخر الثمانينات. وفي الوقت ذاته اتسعت الاختلالات الاقتصادية الكلية وأصبحت الحكومة تواجه صعوبات مالية جديّة، الأمر الذي اضطرها عندئذ لمباشرة برنامج إصلاح في عام 1987 بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي⁽¹⁷⁾. إلا أنه تم إلغاء هذا الاتفاق بعد انقضاء ثلاثة أشهر نظراً لعدم تمكن الحكومة من استيفاء متطلبات الصندوق، حيث اتضح أن كلفتها السياسية كانت مرتفعة. ولم يكن إذاً من المستغرب أن يستمر تدهور الوضع الاقتصادي للبلد. وعشية اندلاع حرب الخليج في 1990-1991 كان الاقتصاد على وشك الانهيار حيث ارتفع عجز

(16) أنظر (Mohieldin 2001a).

(17) تتمثل أهم عناصر البرنامج في تخفيض سعر الصرف الرسمي بواقع 25%، وتقليص عدد أسعار الصرف التعددية إلى ثلاثة (واحد لإقراض كل من البنك المركزي، المصارف التجارية، والسوق الحرة) وتخفيض الدعم على أسعار السلع الاستهلاكية والطاقة.

الموازنة إلى حوالي 20 % من الناتج المحلي الإجمالي وبلغت نسبة التضخم ما يقارب 24 % ووصل إجمالي الديون الخارجية إلى حوالي 151 % من الناتج المحلي الإجمالي ومثلت خدمتها ما يناهز 45 % من قيمة الصادرات وأصبحت الاحتياطيات تغطي قيمة الواردات لمدة ثلاثة أسابيع فقط. واتضح جلياً أن الاقتصاد المصري يفتقر إلى الفعالية وتطغى عليه تشوهات الأسعار المختلفة وضعف هيكل الموازنات وقدرة محدودة للصادرات غير النفطية.

وجاءت نهاية الحرب بمثابة فرصة مباركة لمصر من حيث أنها حملت معها تغيرات إيجابية في اقتصادها. وبالأخص، فقد اتفقت دول الخليج والولايات المتحدة ونادي باريس على زيادة مساعداتها المالية لمصر وإعفاءها من جزء هام من ديونها أو إعادة جدولتها. ومكنت هذه التطورات من تخفيف نزيف العملات الصعبة وتحسين قدرة مصر على الانطلاق في برنامج إصلاحات جديد بدعم من كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي في عام 1991. وقد تكوّن البرنامج من ثلاثة مراحل وركزت مرحلته الأولى على تحقيق التثبيت وتقليص التشوهات واستهدفت اتباع سياسات نقدية ومالية تقييدية وتوحيد وتحرير سعر الصرف وإزالة القيود عن الأسعار. أما المرحلة الثانية فكانت هيكلية في طبيعتها واستهدفت تحرير القطاعين المالي والتجاري والتخصيص وتطوير القطاع الخاص. وخصصت المرحلة الثالثة لترسيخ إنجازات المرحلتين السابقتين. ومع حلول 1998 بدأت هذه الجهود التصحيحية بإظهار نجاحها جزئياً حيث انخفض الدين الخارجي وعجز الموازنة إلى 38 % و 5.7 % من الناتج المحلي الإجمالي على التوالي، بينما هبط معدل التضخم إلى 3.6 % واستقر سعر صرف الجنيه المصري على مستوى 3.4 وحدة تجاه الدولار الأمريكي، في حين فاقت الاحتياطيات الدولية عن 18 مليار دولار⁽¹⁸⁾. إلا أن هذه المؤشرات تحولت إلى رمز

(18) تم تخفيض سعر الصرف بحوالي 80 % في عام 1991 ثم تم تثبيت سعر الصرف تجاه الدولار حتى عام 2000. تم تخفيض رسوم التعريفية من معدل متوسط قدره 42 % إلى 20 % إلا أن نسبة تشتت التعريفية بقيت مرتفعة عند مستوى 40 %. وبالإضافة، تم إدخال ضريبة المبيعات العامة وإلغاء الكبح المالي. وفي نهاية 1999 تم تخصيص ما يقرب من 145 مؤسسة عامة من أصل 314. كما بدأ التحرك نحو استخدام الأدوات النقدية غير المباشرة وتطوير سوق نشطة لسندات الخزينة لضبط احتياطي المصارف والائتمان. إلا أن الإصلاحات المتصلة بتحسين الإدارة لم تكن مدرجة في الأجندة.

للمعجزات التي أنجزتها إدارة السياسة الاقتصادية. ونتيجة لذلك، جاءت المبالغة في إبراز النجاح المحقق في شكل جمود في السياسة اللازمة لمواصلة الإصلاحات الهيكلية الفعلية⁽¹⁹⁾.

ولقد تم إدراك ذلك بألم في أواخر عام 1997 عندما انقلبت الرياح ووجدت مصر نفسها أمام سلسلة من الصدمات الاقتصادية التي كشفت عن مدى تعرضها للظروف الخارجية، مثل الهجوم الإرهابي على الأقصر الذي قضى مؤقتاً على السياحة وهبوط أسعار النفط وما تلا ذلك من أزمات مالية أصابت العديد من البلدان الناشئة ومؤخراً أحداث 11 سبتمبر 2001.

ولقد أضعفت حدة الصدمات المصادر الرئيسية للدولة من العملات الأجنبية. ونتج عن ذلك أن أصبحت إدارة سعر الصرف تتبوأ مركز الصدارة في الاقتصاد السياسي في مصر. وفي مطلع الأمر، قامت الحكومة بمساندة الجنيه بدءاً باستخدام الاحتياطي الرسمي ثم لاحقاً من خلال التشدد في الائتمان المصرفي وتقييد الواردات. وكما هو متوقع، تباطأ النشاط الاقتصادي وما زاد في تعقيد هذه النتيجة قيام الحكومة بالمبالغة في الإنفاق على مشروعات تحتية ضخمة لجأت لتمويلها إلى الاقتراض المصرفي مما أدى في نهاية المطاف إلى اشتداد مزاحمة اقتراض القطاع الخاص. وفي مايو عام 2000 قررت الحكومة أخيراً ترك الجنيه ينزلق بهوامش حدية صغيرة لتخلص إلى السماح بتعويمه بشكل حر اعتباراً من يناير 2003. وهكذا، فقد فرضت الأزمات تكلفتها وعاد هيكل مصر الاقتصادي وإدارته ليستأنف مرة أخرى افتقاره للتجرد اللازم للتعامل مع الاقتصاد العالمي الحالي.

2. التطورات الاقتصادية الكلية

سيتم فيما يلي التركيز على بعض الانعكاسات الاقتصادية الكلية التي ميزت أداء الاقتصاد المصري والإصلاحات التي مر بها. وكما يلاحظ من الجدول (1)، فإن تعبئة الموارد الذي تم من منطلق الاستعادة من وضعية الربيع خلال الفترة 1974-1984 قد أعطى الاقتصاد الموجه زخماً جديداً وأدى إلى تحقيق مستوى عالٍ في الاستثمار وارتفاع معدل النمو. إلا أن

⁽¹⁹⁾ أنظر Mohieldin (2001a).

ضغط المصروفات الحكومية الذي طُبق في أوائل التسعينات أحدث تباطؤاً في الاستثمار والنمو، ولكن النمو استعاد انتعاشه وسجل معدلاً سنوياً بواقع 4.5% في الفترة اللاحقة مع تراجع ملحوظ خلال الفترة 2000-2002 (إلى دون 3%). ومن الملفت للنظر في الجدول (1) هو سلوك مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP). وفي الواقع، يعنى المؤشر TFP بالجوانب غير الملموسة التي لا تعكسها التغيرات المرئية في تراكم عوامل الإنتاج والتي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بنوعية المناخ الاستثماري، مثل نوعية العمالة ورأس المال، ونوعية الأسواق والتقنيات، ونوعية السياسة الحكومية والمؤسسات. ومن الواضح أن فترة الإصلاحات (اعتباراً من 1990-1991) قد سجلت تحسناً، وإن كان متواضعاً، في أداء المؤشر TFP. ويستدل من ذلك أن قلة فاعلية الاقتصاد المصري قد خفت نتيجة للإصلاحات ولكن الطريق ما زال طويلاً قبل أن يتمكن المؤشر TFP من أن يزيد مساهمته إلى أكثر من ثلث معدل النمو – كما هو الحال في الاقتصادات الناشئة⁽²⁰⁾.

وبالطبع، فقد كانت الاختلالات الاقتصادية الكلية تشكل السمة البارزة للاقتصاد المصري وأن أي نجاح توصل إليه الإصلاح إلى تحقيقه يعود إلى حد كبير إلى إجراءات التثبيت الكلية التي انطوى عليها. ويتجلى ذلك بوضوح في الجدول (2) حيث يبين أن التضخم وعجوزات الموازنة والدين الخارجي اتجهت نحو مستويات طيبة ومعقولة منذ مطلع التسعينات. ولكن النقطة "المعيبة" التي لطّخت ذلك الأداء انبثقت عن سلوك أسعار الصرف الفعلية الحقيقية (REER) التي ارتفعت بقدر كبير في الفترة حتى عام 2000، وتقدر المغالاة فيها بأكثر من 20% سنوياً⁽²¹⁾. ولقد زادت هذه المغالاة من مصداقية التوقعات بحتمية تخفيض سعر الصرف مستقبلاً، إضافة إلى إضعاف قدرة مصر التنافسية. وبالرغم من هبوط تكلفة الوحدة لعنصر العمالة من 0.6% إلى 0.3% خلال الفترة، فإن المغالاة في سعر صرف العملة قد غطت على هذه الميزة النسبية وتسببت في تراجع الصادرات المصنعة بوتيرة 2.8% سنوياً

⁽²⁰⁾ أنظر (Easterly and Levine (2001). وتميزت فترة الإصلاحات أيضاً بارتفاع البطالة (من 8% إلى أكثر من 10%) وبالتدهور في توزيع الدخل والفقير (ارتفع مؤشر Gini الحضري من 0.34 إلى 0.39 ومؤشر الفقر الحضري – أقل من دولارين في اليوم – من 20% إلى 23%). أنظر (Adams and Page (2001).

⁽²¹⁾ أنظر (Moheildin and Kouhouk (2002).

(حيث انخفضت من 42 % إلى 36 % من إجمالي الصادرات السلعية)⁽²²⁾. ويلاحظ أيضاً الخسارة التي طرأت على الاحتياطيّات نتيجة لما تم إنفاقه بهدف دعم العملة خلال الفترة 1998-2001⁽²³⁾. وثبت نتيجة لذلك، أن التمسك بسعر صرف معين لا تتوفر الأساسيات لإبقائه قد ألحق بمصر تكلفة مزدوجة.

ويمكن أيضاً الوقوف على آثار هذه الأساسيات الضعيفة من خلال نظرة إلى جدول (3) الذي يبرز معلومات عن مكونات ميزان المدفوعات. فبعد إدخال إجراءات التشدد في أوائل التسعينات تحول الميزان الجاري إلى سالب مصاحباً في ذلك بلا شك المغالاة في سعر الصرف. ولكن التدفقات الرأسمالية (ومعظمها استثمارات أجنبية مباشرة ولكن مع بعض استثمارات الحافظة) كانت وحتى عام 1999 تعوض عن العجزات في الميزان الجاري. إلا أن تلك التدفقات انكشفت في الفترة اللاحقة وتم بالتالي استخدام الاحتياطيّات الدولية لتمويل العجزات في الميزان الجاري. وتبرز في جدول (3) نتيجة مثيرة للاهتمام وهي هبوط الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال فترة الإصلاحات من المستويات العالية التي وصلت إليها خلال الفترة 1974-1990. وبشرح هذا السلوك يمكن الترحيح بأن تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة كانت في معظمها في الفترة الأولى ذات صبغة عربية وناجمة عن العائدات النفطية وجرى استقطابها من منطلق العلاقات، بينما أصبح معظمها في الفترة اللاحقة أجنبياً مستنداً إلى اعتبارات متصلة بالأساسيات وب عوامل السوق ومعايير الفعالية⁽²⁴⁾.

ويتضمن جدول (4) بيانات عن المتغيرات ذات العلاقة الأوثق بهذه الدراسة، أي بيانات حول بعض المتغيرات المالية الرئيسية. ويمكن من قراءتها معرفة كيف أدت إزالة القيود المالية إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية اعتباراً من 1993 وكيف توصل التشدد في مالية الحكومة إلى تقليص الائتمان المحلي المقدم للحكومة وكيف أدى ذلك إلى انخفاض إجمالي الائتمان المحلي (بالرغم من اتساع عجز الموازنة خلال الفترة 2000-2002 يوضح عكس ذلك).

(22) يرى Galal (2001) أيضاً أن مزيداً من التمييز ضد الصادرات بفعل التعريفة المرتفعة جعل من الممكن مضاعفة الربح من خلال الإنتاج وتحويل الموارد إلى السوق المحلية بدلاً من التصدير.

(23) قدر Sadik and Bolbol (2003a) التدفقات الرأسمالية الخارجة من مصر خلال عام 1999 بما يزيد على 4 مليارات دولار أي ما يوازي قيمة الخسارة في الاحتياطيّات خلال السنة ذاتها.

(24) أنظر Sadik and Bolbol (2003b).

والجدير بالملاحظة على وجه الخصوص هو سلوكيات الائتمان المحلي والاستثمار من قبل القطاع الخاص، فقد اتبع كلاهما توجهاً تصاعدياً منذ عام 1992 وأصبحا يستحوذان على أكثر من نصف الإجمالي التابع لكل منهما – ويوفر هذا برهاناً على الدور المتنامي الذي يقوم به القطاع الخاص في الاقتصاد. وتتمثل إحدى النتائج المثيرة للاستغراب في انخفاض المدخرات الخاصة خلال فترة الإصلاحات، ولا سيما مع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة الحقيقية وفي نسبة نمو الدخل الفردي. وربما يمكن شرح ذلك من خلال قوة آثار الدخل، إجمالاً التدفقات الرأسمالية محل المدخرات المحلية، أو ارتفاع نسب الإعالة. ولكن مع كل ذلك، فإن النتيجة تبقى مصدرراً للحيرة⁽²⁵⁾. وبالطبع، فإن ما يهمننا هو معرفة كيفية ارتباط هذه المتغيرات (وغيرها) بالنمو، ولكن قبل تحري هذا الجانب فلا بد من مناقشة التطورات في القطاع المصرفي وسوق الأوراق المالية.

ثالثاً: التطورات في القطاع المالي

تمثل المصارف في مصر، شأنها في ذلك شأن العديد من الأسواق الناشئة، المؤسسات المالية الأكثر هيمنة حيث أنها تتحكم بمعظم التدفقات المالية وتمتلك الجزء الأكبر من الأصول المالية. إلا أن الإصلاح الاقتصادي استهدف توجيه المزيد من ملكية المصارف والنشاط المصرفي نحو القطاع الخاص وقام بتنشيط البورصة بعد سباتها الطويل. فإلى أي مدى تطور هذان القطاعان في مصر، وما هي المصاعب المعيقة لانطلاقتهما؟ هذا ما سنتناوله فيما يلي.

1. النظام المصرفي

كان النظام المصرفي خاضعاً في الأصل لهيمنة المصارف الأجنبية عندما كانت مصر تحت الاحتلال البريطاني، ولكن تغيرات واسعة أثرت عليه سلبياً بعد ثورة 1952. فقد شهد عام 1960 بدء موجات ضخمة ومنتالية من التأميمات التي تركت النظام المصرفي يقتصر في

⁽²⁵⁾ على سبيل المثال، بلغت نسبة الإعالة في مصر 0.7 في العام 2001 مقابل ما معدله 0.6 للدول النامية. أنظر أيضاً (2003) AI-Mashat لشروحات بديلة.

كاملة على البنك المركزي المصري وخمسة مصارف تجارية وثلاثة مصارف متخصصة وكانت جميعها ملكاً للحكومة. ولم تكتفِ الحكومة بالملكية بل لجأت أيضاً إلى إدخال مختلف إجراءات الضبط والكبح ومن بينها، على سبيل المثال لا الحصر، وضع السقوف على أسعار الفائدة على الودائع والقروض المصرفية، وأسعار فائدة وتوزيعات ائتمان تقضيلية لصالح المؤسسات الصناعية والزراعية والعامّة، إلى جانب نسب احتياطي إلزامي عالية.

وجاءت سياسة "الباب المفتوح" عام 1974 لتعكس الإدراك لأهمية تحسين فعالية وتنافسية القطاع المصرفي في تعبئة الموارد الخاصة والأجنبية التي تتطلبها عملية مواصلة التطور. ولذا، تم اعتماد القانون رقم 120 لسنة 1975 الذي يسمح بتأسيس مصارف خاصة ومصارف مشتركة وفروع للمصارف الأجنبية والمؤسسات غير الإقليمية (Offshore). وكما يوضح الجدول (5)، فقد أدى ذلك إلى تأسيس عدد كبير من المصارف التابعة للقطاع الخاص والمصارف المشتركة في منتصف السبعينات. ومن الأرجح أنه تم تصميم العديد من هذه المصارف بغرض قيامها بالترويج للاستثمار الدولي من خلال توفير الخدمات المصرفية للكيانات الأجنبية العاملة في مصر. وبالإضافة، ونظراً للزيادة الملحوظة في عدد المصارف وفروعها فقد أدى ذلك بدوره إلى ارتفاع كبير في الائتمان المصرفي من معدل سنوي يبلغ 54% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1961-1974 إلى 97% خلال الفترة 1975-1990. وبالرغم من أن التدخل في توزيع الائتمان قد عني أن المدخرات استمرت في توجه معظمها إلى القطاع الحكومي، إلا أن الإقراض لصالح القطاع الخاص ارتفع تدريجياً (من قاعدة متدنية) من معدل سنوي بواقع 19% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1961-1974 إلى حوالي 28% من الناتج خلال الفترة 1975-1990.

ولكن الارتفاع في أعداد المصارف الخاصة والأجنبية والمشاركة لم يقابله تطور مماثل على صعيد الخدمات المصرفية، إذ استمر البنك المركزي المصري يُحدد أسعار الفائدة ويوزع الائتمان ويتدخل في تحديد الرسوم على الخدمات المصرفية. وبالإضافة، فإن الشبكة الواسعة لفروع مصارف القطاع العام قد سمحت لها بالهيمنة على عملية تعبئة المدخرات. ونتيجة لذلك، فقد بقي النظام المصرفي يتسم بدرجة عالية من التجزئة ويفتقر إلى المقدرة على التنافس والابتكار. وانعكست قلة الضغوط التنافسية بالطبع في شكل نفقات تشغيل مرتفعة

لدى المصارف وبالتالي في أسعار عالية للخدمات المصرفية والائتمان (حيث فاقت الهوامش في أسعار الفائدة عن 6%) . وتمثلت نتيجة ذلك في عدم جدوى العديد من المشروعات الخاصة والعامة⁽²⁶⁾ . وعلى صعيد آخر، فقد ظل النظام المصرفي يقوم بدور الوسيط للسياسة شبه المالية بمعنى أن الاستخدام الحكومي قد استحوذ على قسط كبير من المدخرات المحلية من خلال الوساطة المالية مما حال دون توجيهها إلى أغراض تمويلية أخرى (وذلك من خلال نسبة عالية للاحتياطي الإلزامي ومبيعات إلزامية للسندات الحكومية، على سبيل المثال)⁽²⁷⁾ . وكانت نتيجة ذلك كله أن أصبح الإصلاح المصرفي من أهم مكونات برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تم تبنيه في 1990-1991، وبذلك دخل النظام المصرفي مرحلة أخرى من مسيرة تطوره.

وقد تناول برنامج الإصلاح الاقتصادي القطاع المصرفي في عدة نواحي بدءاً بإزالة إجراءات الكبح التي كانت سائدة منذ أوائل الستينات . وتم بالتالي تحرير أسعار الفائدة على الودائع والقروض في يناير 1991، مما سمح أخيراً لتلك الأسعار بأن تصبح إيجابية كما رأينا في الجدول (4) وتبع تلك الإجراءات في أكتوبر 1992 إزالة السقوف عن الإقراض المصرفي للقطاع الخاص . ولذا، ارتفع ذلك الإقراض من معدل سنوي يمثل 28 % من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1975-1990 إلى حوالي 42 % من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة 1991-2002 (وعكس ذلك كما ذكرنا سابقاً ارتفاع مساهمة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي). كما تم أيضاً تحرير رسوم الخدمات والتكلفة المصرفية وتخفيض نسبة الاحتياطي الإلزامي والسماح للأجانب بتملك الأغلبية في البنوك الخاصة والمشاركة، واعتباراً من 1993 سُمح للمصارف الأجنبية بالقيام بعمليات بالعملة المحلية شريطة أن يكون الحد الأدنى لرأسمالها 15 مليون دولار⁽²⁸⁾ . وركزت السلطات أيضاً على تطوير الأدوات النقدية غير المباشرة؛ ولهذه الغاية باشر البنك المركزي المصري بإجراء مبيعات علنية أسبوعية لأذون الخزانة بهدف تعبئة المدخرات واستحداث آلية سوق لتحديد

⁽²⁶⁾ يرجع ذلك إلى هبوط نسبة العائد الداخلي إلى ما دون معدل كلفة الموارد؛ أنظر Isik and Hassan (2002).

⁽²⁷⁾ أنظر (Roe 1998).

⁽²⁸⁾ أنظر البنك المركزي المصري (1994).

سعر الفائدة. ومع طرح السندات ذات الأجل الطويلة في السوق، فقد ساعدت عملية بيع واسترداد هذه الأدوات في ضبط احتياطي المصارف وبالتالي ضبط التوسع في الائتمان.

وإلى جانب هذه الإجراءات التحريرية، شملت الإصلاحات إدخال إجراءات احترازية جديدة (التي تتسم بمتطلباتها النوعية) استهدفت تحسين الإطار التنظيمي. واعتباراً من عام 1991 تم تدريجياً إدخال قواعد استرشادية خاصة بالتعامل في النقد الأجنبي وكفاية رأس المال وتصنيف الموجودات والسيولة المصرفية والتدقيق المحاسبي وتركز الاستثمارات في الخارج وتركز الائتمان. وبالإضافة، وبهدف تعزيز الشفافية، بدأ اعتباراً من عام 1997 إلزام المصارف بنشر تقاريرها المالية استناداً إلى المعايير المحاسبية الدولية (IAS). وكما يبين الجدول (5)، يمكن تقسيم القطاع المصرفي المصري إلى قطاعين رئيسيين هما المصارف التجارية والمصارف غير التجارية، مع متوسط يبلغ عدد 46 فرعاً لكل مصرف ويمثل إجمالي موجوداتها مجتمعة أكثر من 130 % من الناتج المحلي الإجمالي. ويوجد 28 مصرف تجاري مسجل لدى البنك المركزي المصري ويتكون هذا القطاع من أربعة مصارف حكومية و24 مصرفاً خاصاً ومشتركاً. وتأتي المصارف الحكومية الأربعة في المرتبة الأولى من حيث حجمها في القطاع المصرفي المصري وتتسم باتساع الرقعة الجغرافية التي تغطيها في مصر من خلال شبكتها المكونة من 919 فرعاً، وتستحوذ على حوالي 60 % من إجمالي الودائع و75 % من الموجودات و65 % من إجمالي القروض⁽²⁹⁾.

أما المصارف الخاصة والمشاركة الأربعة وعشرون، فلديها 367 فرعاً منتشرة على رقعة أصغر بكثير من نظيراتها الحكومية. ومن جانب آخر، تدرج المصارف غير التجارية تحت لواء مصارف الأعمال والاستثمار (ومن المفاجئ أنها تمارس نفس نشاط المصارف التجارية) أو لواء المصارف المتخصصة. ويبلغ إجمالي عدد المصارف في هذه الفئة غير التجارية 34 مصرفاً منها 31 مصرفاً للأعمال والاستثمار وثلاثة متخصصة.

⁽²⁹⁾ أنظر البنك المركزي المصري (2002).

وفي سعيه لتقليص التركيز السوقي وتعزيز المنافسة، انطلقت الحكومة اعتباراً من عام 1994 في تطبيق برنامج نشط لخصخصة المصارف⁽³⁰⁾، فأصدرت في ذلك العام توجيهات للمصارف المملوكة من قبل القطاع العام يتحتم بموجبها بيع حصصها في 23 مصرف مشترك أو على الأقل تخفيض تلك الحصص إلى ما دون 51% من المجموع. ولم تطرأ أي مستجدات حتى عام 1996 عندما وافقت الحكومة على إدخال تعديلات على قوانين المصارف والائتمان تم بمقتضاها إزالة القيد الذي كان يمنع الأجانب من تملك أكثر من 49% من رأس المال. وكننتيجة مباشرة لهذا الإعلان الحكومي والتعديلات التي أدخلت على قانون المصارف والائتمان، فقد تم بنجاح إنجاز عدة عمليات بيع استخدمت فيها مناهج خصخصة مختلفة. إلا أنه اعتباراً من عام 1999 شهدت مسيرة خصخصة المصارف تباطؤاً شديداً حيث ساهمت عدة عوامل في غياب الحماس الظاهري حيال هذا البرنامج⁽³¹⁾. وتفسيراً لذلك، فإن هبوط ربحية المصارف إثر تعديل قانون الضريبة على الدخل عام 1998 والذي ألغى إعفاء المصارف من ضريبة الدخل على عوائد الأذون الحكومية، قد قلص من جاذبية القطاع المصرفي برمته⁽³²⁾.

وبعد انقضاء أكثر من عشر سنوات على بدء الإصلاحات وعلى المساعي الرامية إلى تحسين القدرة التنافسية وبالرغم من أن التحريرات المالية لم تكن مصحوبة بالأزمات المالية "المعتادة" إلا أن هناك قلق ثابت بأن الإنجازات لم تحقق كافة التوقعات⁽³³⁾. حيث أن نسبة تركيز المصارف مقاسه بأكبر ثلاثة مصارف بقيت عند مستوى 65% مقارنة مثلاً بـ 19%

⁽³⁰⁾ وكان المقصود أيضاً تخفيف الاعتماد التجاري المتبادل فيما بين المصارف المختلفة. أنظر Roe (1998).

⁽³¹⁾ كذلك ما زال التحدي قائماً لخصخصة مصرف حكومي واحد بالرغم من موافقة الحكومة على خصخصة أحد المصارف التجارية الحكومية الأربعة قبل نهاية عام 1997. وبصرف النظر عن الأسباب التي حالت دون ذلك، فإن احتمال خصخصة أي من تلك المصارف الحكومية الأربعة ما يزال موضع شك. للمزيد من التفاصيل حول خصخصة المصارف وهيكل الملكية وأثرها على الأداء المصرفي في مصر، أنظر (Omran 2003).

⁽³²⁾ سمح إصدار أذون الخزينة المربحة للمصارف تقادي تكبد مخصصات مرتفعة وساعد في تخفيض هامش أسعار الفائدة إلى حوالي 3.7% في النصف الثاني من التسعينات.

⁽³³⁾ تنطلق هذه الأزمات عادة من ضعف القواعد والتنظيمات والانعكاسات المنبثقة عن عدم التماثل في توفير المعلومات (إقراض طائش وغير كفؤ بسبب الأخطار المعنوية والاختيار السيئ)، أنظر Demetriades (1998) و Arestis (2000).

في الولايات المتحدة و 22% في اليابان و 41% في فرنسا، من بين الدول المتقدمة، و 50% في الأرجنتين و 55% في تايلاند و 59% في تونس، من بين الدول النامية⁽³⁴⁾. وكما تشهد الأدبيات النظرية – كنظرية الحياة الهادئة مثلاً – فإن المصارف العاملة في أسواق مركزة تصبح أقل حماساً وتحفيزاً للعمل بكفاءة حيث أنها لا تواجه منافسة شديدة من قبل المصارف الجديدة والمؤسسات المالية غير المصرفية⁽³⁵⁾. وفي هذا الصدد، فإن مصر لا تشكل حالة استثنائية⁽³⁶⁾. وبالإضافة، فإن المشكلة (المزمنة المتعلقة) بملكية الدولة وتحكمها في المصارف الكبرى ما تزال قائمة بل اشتد تعقيدها بفعل العبء شبه المالي المترتب على تعطل 25 إلى 30% من قروضها⁽³⁷⁾. لذا، فإنه ما زال هناك حاجة للقيام بالمزيد من العمل وخاصة في مجال إدخال إصلاحات في التشريعات الاحترازية وحسن الإدارة وهيكल السوق. فبالنسبة للعنصرين الأوليين، فإنهما يلعبان دوراً مهماً في تحسين ميزانيات النظام المصرفي وفي حجم الإقراض الطائش المتفشي فيه (خاصة في الفترة الأخيرة)⁽³⁸⁾. وفيما يتعلق بهيكل السوق، فإن خطوات حذرة يجب اتخاذها ليكون لها أثر إيجابي على القطاع المصرفي منها إجراءات لتحقيق المزيد من التخصص وإعادة هيكلة المصارف الحكومية و/أو تشجيع الدمج والاقتناء. وربما الإصلاح ذو طابع السياسة المطلوب والأكثر إلحاحاً يتعلق بضرورة وضع إطار للسياسة النقدية يعزز القدرة بالتنبؤ بإدارة السياسة النقدية ويضفي المزيد من الاستقرار على سعر الصرف. وغني عن القول أن إحدى المتطلبات المحورية لتحقيق ذلك يتعلق بوجود بنك مركزي قدير ويتمتع بالقدرات الفنية.

(34) للاطلاع على لائحة ترتيب كاملة لـ 64 دولة، انظر (Demirguc-Kunt and Levine (1999).

(35) أنظر مثلاً (Berger and Hannan (1998) و (De Young , Hassan, and Kirchoff (1998).

(36) (Omran (2003) وجد أن ملكية الحكومة تصاحبها كفاءة وربحية أقل، بينما بين (Mohieldin (2001b) أن ربحية المصارف الحكومية ترجع أكثر إلى حصص السوق المحمية منها إلى الكفاءة.

(37) هبطت نسبة الملكية إلى 4.8% في 2002 بسبب المخصصات المصرفية للقروض المتعسرة؛ أنظر (Omran (2003).

(38) يعود ذلك إلى خسارة مليارات الجنيهات المصرية عندما توقف عدد من كبار العملاء "أصحاب العلاقات" عن سداد قروضهم اعتباراً من عام 1999.

2. سوق الأوراق المالية

سلك تطور سوق الأوراق المالية في مصر إلى حد كبير نفس المسار الذي مر به القطاع المصرفي. ويرجع بدء نشاط سوق رأس المال في مصر إلى عام 1888، وفي أوج نشاطها كانت البورصة المصرية تنصدر المرتبة الخامسة بين بورصات العالم الأكثر نشاطاً. ونظراً لموجات التأميم الضخمة والمنتالية السابق ذكرها، فقد تم تحويل أسهم الشركات الـ 93 المدرجة والأكثر نشاطاً في البورصة إلى سندات حكومية ذات آجال بلغت 15 سنة، على أن تُدر فائدة بواقع 4%. وقد انطوت هذه الخطوة على آثار هدامة ليس فقط في السوق الثانوية بل وأيضاً في سوق الطرح الأولي التي أصبحت بدائية. وكما يبين الجدول (6)، فقد خُذت البورصة في سبات عميق طوال السنوات العشرين اللاحقة وخلال كامل العهد الاشتراكي في مصر⁽³⁹⁾.

وقد صممت سياسة "الباب المفتوح" في عام 1974 بهدف تغيير الأمور حيث أن الإصلاحات التي استهدفت حشد الاستثمار المحلي تخطت النظام المصرفي لتتضمن الأوراق المالية. فمن هذا المنطلق، تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال في منتصف السبعينات لتقوم بتنظيم وإدارة البورصة. ومع ذلك، فقد ظل نشاط البورصة جامداً خلال الفترة 1970-1990 من جراء تفاعل عدة أسباب شملت وجود التحيز في قانون الضرائب ضد الاستثمار في الأوراق المالية، وغياب قانون محدد يحكم التعامل في الأوراق المالية، عدم كفاية الإفصاح المالي، وضعف قوانين حماية صغار المستثمرين. إضافة إلى ذلك، فإن الظروف الاقتصادية غير المواتية أبقَت المناخ بصورة عامة، في موضع لم يمكنه من المساهمة في تطور سوق الأوراق المالية⁽⁴⁰⁾.

ولكن، مع تبني برنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1990، أعربت الحكومة عن قناعتها بأهمية سوق رأس المال في التنمية الاقتصادية مما جعل دور السوق أداة محورية لنجاح البرنامج. وبناءً عليه، تم اعتماد خطة لتنشيط البورصة واستهدفت القضاء على كافة معوقات نشاطها.

⁽³⁹⁾ أنظر هيئة سوق المال المصرية (1996a).

⁽⁴⁰⁾ أنظر هيئة سوق المال المصرية (1996b).

والجدير بالذكر أنه خلال الفترة السابقة لعام 1992 كانت سوق الأوراق المالية في مصر تخضع لأحكام قانونين باليين ومتشابهين هما قانون الشركات رقم 159 لعام 1981 وقانون البورصة لعام 1959، كما كانت تحكمها أيضاً قوانين وقواعد منظمة ولكن ثبتت عدم ملاءمتها للاستجابة لمتطلبات اقتصاد السوق الحر. لذا، تم اعتماد قانون جديد لسوق رأس المال ليحل مكان القوانين القديمة المتعددة وليزيل الازدواجية في المسؤوليات ويسهل الإطار التنظيمي. واستهدف هذا القانون تشجيع الاستثمارات الخاصة وزيادة حماية المستثمرين وتحسين دور المصارف في تحفيز أسواق رأس المال من خلال إنشاء صناديق استثمار مشتركة⁽⁴¹⁾. وبشكل محدد، تتضمن الأحكام الرئيسية لهذا القانون مواداً تنص على إنشاء إطار تشريعي جديد يحكم الشركات المتخصصة في التعامل بالبورصة ويزيل الضرائب على الدخل على معظم الأسهم والسندات ويقوي الإفصاح المالي ويعطي الحق الكامل للمستثمرين الأجانب للتعامل بالسوق ويزيد من حقوق المستثمرين من خلال منع ممارسات التلاعب. وقد توصلت هذه الإصلاحات التي صاحبها تحسينات في الإجراءات المؤسسية والمؤشرات الاقتصادية الكلية إلى إعادة إحياء البورصة⁽⁴²⁾.

وفي منتصف عام 1996، ساهم عاملان آخران أيضاً في إحداث النمو السريع في نشاط البورصة وهما إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية التي كانت تطبق سنة 1992 بواقع 2 % على الاستثمارات في الأوراق المالية والإسراع في تطبيق برنامج الخصخصة⁽⁴³⁾. وشهد عام 1996، في الوقت ذاته، انطلاق أول إصدار لأسهم شركة مصرية في الخارج في

(41) أنظر مؤسسة الصفاة للسمسة (1998) والمجموعة المالية المصرية - هيرمس للسمسة (1998).

(42) أدت المستجدات في الإجراءات المؤسسية والتكنولوجية إلى تحسين تشغيل السوق، وشملت قواعد جديدة للتسجيل، وتوحيد بورصتي القاهرة والإسكندرية بغية تسهيل الاطلاع على الأسعار، أنظمة جديدة للمقاصة والتسويات واعتماد آلية الإيداع المركزي. وقد سمحت هذه الإجراءات، من بين أمور أخرى، بأن يتم التسجيل والتنفيذ ونقل الملكية بسهولة وسرعة.

(43) مثلت خصخصة مدينة نصر السكنية في 1996 أول عملية خصخصة لأغلبية أسهم شركة قطاع عام، تلاها لاحقاً عدد متصاعد من الإصدارات العامة المشابهة مما أضفى زخماً على نشاط البورصة.

بورصة لندن تحت ما يعرف بإيصالات الإيداع العالمية (GDR)، وتبعته عدة إصدارات أخرى بلغت سبعة حتى تاريخه⁽⁴⁴⁾.

وإضافة إلى ذلك، تم تحقيق تقدم ملموس على صعيد التوجه نحو الاندماج العالمي. وبالأخص، فقد قامت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بإدراج مصر في مؤشرها الإجمالي ومؤشر قابلية الاستثمار (Investible) في عامي 1995 و1996 على التوالي. كذلك، قامت مؤسسة Morgan Stanley Capital International (MSCI) في عام 2001 بإدراج مصر في المؤشر الحر للأسواق الناشئة والمؤشر العالمي لكافة البلدان، ونجم عن ذلك بالتالي ارتفاع مشاركة الأجانب في السوق حيث بلغت 30% من القيمة الإجمالية للتداول.

وكما يتبين من الجدول (6)، فقد ساهمت كل هذه التطورات في إحداث توسع ملحوظ في نشاط وحجم وسيولة البورصة، حيث شهدت الفترة بين 1991 و2002 ارتفاع عدد الشركات المدرجة من 627 إلى 1150 شركة وزاد عدد الأسهم المتداولة من 22.7 مليون إلى 832.9 مليون سهم. وفي الفترة ذاتها، ارتفعت رسملة السوق من 7.8% إلى 30.1% من الناتج المحلي الإجمالي وقفزت قيمة التداولات من 0.7% إلى 7.4% من الناتج، في حين ارتفع معدل التداول من 4.8% إلى 24.5%. ولكن عوامل مثل الأزمة الآسيوية ومذبحة الأقصر وأزمة سعر الصرف وتباطؤ الاقتصاد بمجمله قد تركت في السنوات الأخيرة بصماتها على السوق الذي بات يتسم بالتوجه نحو الانكماش بشكل عام.

وبالرغم من التقدم الملحوظ الذي حققته البورصة في مصر خلال التسعينات وفي العاميين الماضيين، إلا أن تلك السوق لا تمثل حتى الآن آلية قوية لفرص الاستثمار الحقيقي. فمن الواضح أن معظم الشركات مدرجة في الجدول غير الرسمي ولا يتم تداول أسهمها بصورة

(44) إيصالات الإيداع الدولية الثمانية هي: البنك التجاري الدولي، بنك مصر الدولي، السويس للإسمنت، الأهرام للمشروبات، باكين للبيوت والكيمويات، المجموعة المالية المصرية - هيرمس، العز لحديد التسليح، ومجموعة لكح.

نشطة⁽⁴⁵⁾. ويوجد حالياً أكثر من ألف شركة ذات أسهم لا يتم تداولها على نحو نشط وإنما أدرجت في المقام الأول للاستفادة من المنافع الضريبية⁽⁴⁶⁾. والجدير بالملاحظة أن الشركات الأكثر تداولاً تتمثل في - معظمها - في فئة الشركات التي تمت خصصتها. ولذلك، فإن رسملة البورصة المصرية تمثل تقريباً 1.3 % من القيمة الإجمالية لرسملة مجموعة الأسواق المالية الناشئة ولكن تلك النسبة تهبط بشكل حاد إذا استبعدنا الشركات التي لا يتم تداول أسهمها بصورة نشطة⁽⁴⁷⁾. كما أن نسبة الرسملة السوقية للشركات ذات الأسهم المتاحة أمام الجمهور للتداول بها لا تتعدى 28 % فقط من رسملة السوق الكلية⁽⁴⁸⁾. وعليه، إذا نظرنا فقط إلى الشركات التي تطرح أسهمها للجمهور، فإن السوق بالفعل ضئيلة جداً. لذا، فإن من شأن السماح بتسجيل الشركات المغلقة في عضوية البورصة أن يشكل قيداً على مؤشرات نشاط السوق وسيولته. وليس من المستغرب عندئذ أن تمثل حصة البورصة المصرية في القيمة المتداولة في كافة الأسواق الناشئة 0.2 % مقارنة بـ 1.3 %، هي نسبة حصتها في رسملة تلك الأسواق⁽⁴⁹⁾.

وعلى صعيد مسألة الإفصاح، فإن الشركات المدرجة ملزمة بنشر تقارير مالية ربع سنوية طبقاً لمعايير المحاسبة الدولية (IAS). كما أنها ملزمة أيضاً بنشر تقارير مالية سنوية كاملة وتقديم تقرير من مجالس إدارتها إلى هيئة سوق المال المصرية وتوفيرها للجمهور خلال ثلاثة أشهر من نهاية السنة المالية المعنية. وفي حال عدم التقيد بهذا الالتزام، فإنه يتم حذف

(45) إن أهم المتطلبات للإدراج في الجدول الرسمي هي أن يكون للشركات ما لا يقل عن 150 مساهماً وأن تعرض على الأقل 30 % من حصصها للإكتتاب العام. وكما في نهاية يونيو 2001، كان هناك 141 شركة مدرجة في الجدول الرسمي و929 شركة مدرجة في الجدول غير الرسمي (Cairo and Alexandria Factbook, 2001).

(46) طبقاً لقانون الضرائب لعام 1981 يحق للشركات المدرجة في البورصة الاستفادة من الإعفاء الضريبي بما يعادل سعر الفائدة السائد على سندات الخزينة لمدة 3 أشهر ومطابقاً على رأس المال المدفوع بصرف النظر ما إذا كان إدراجها في الجدول الرسمي أو غير الرسمي. والمبرر الوحيد لهذا القانون هو تشجيع الإدراج في البورصة بهدف إحياء نشاطات السوق.

(47) International Finance Corporation Factbook (1999).

(48) هيئة سوق المال المصرية (1999).

(49) أعلن وزير المالية مؤخراً بأن الامتياز الضريبي لصالح الشركات المغلقة سيلغي من مشروع القانون الضريبي الجديد، أنظر (Abdel Shahid (2003).

الشركات المخالفة من لائحة الإدراج بعد انقضاء ثلاثة أشهر على إشعارها بذلك⁽⁵⁰⁾. هذا، ولم يتم حتى نهاية عام 1999 - على الأقل - تنفيذ هذا الإجراء حيث أن 10 % فقط من الشركات المدرجة تقوم بتطبيق قاعدة الإفصاح هذه⁽⁵¹⁾. وبالطبع، فلعله من السخريّة أن يحدث ذلك حينما يشكل كل من ضمان الإفصاح وبت المعلومات عناصر أساسية في استراتيجية الترويج لتطوير البورصة المصرية.

ومن ناحية أخرى، ما زالت البورصة المصرية تعاني من غياب كبار اللاعبين. فعلى سبيل المثال، لا يوجد أيّ من صانعي السوق على الإطلاق والذين يمكنهم تزويد السوق بالأوراق المالية من خلال المخزون المتوافر لديهم أو شراء الأسهم باستخدام مواردهم المالية في حالة وجود فائض في العرض، مما من شأنه توفير السيولة إلى السوق والحيلولة دون حدوث تقلبات حادة في أسعار الأسهم عندما لا تتوفر المبررات الاقتصادية لذلك⁽⁵²⁾. كما أن عدد صناديق الاستثمار المشتركة في مصر ضئيل قياساً بما هو عليه الحال في الأسواق الناشئة الأخرى⁽⁵³⁾. فمن أصل 26 صندوق مشترك هناك فقط 5 صناديق استثمار مغلقة⁽⁵⁴⁾. ونظراً لأهمية المؤسسات الاستثمارية، فإن هناك بالفعل حاجة إلى المزيد من الشفافية من خلال تعزيز الإفصاح في الوقت المناسب وتزويد الجمهور بالمعلومات بغية تشجيع هذه المؤسسات المحلية منها والدولية. وبالإضافة، هناك عدد متزايد من الدراسات التي تعطي البراهين المقنعة عن عدم كفاءة البورصة المصرية في "الشكل الضعيف"، أي أن أسعار الأسهم لا تتبع مساراً عشوائياً⁽⁵⁵⁾. كما أن توخي الفعالية في تسعير المخاطر يعتبر ضرورة

(50) هيئة سوق المال المصرية (1996b).

(51) أنظر Smak and Helmy (2000).

(52) معظم الأسهم في الأسواق الناشئة تتسم بضآلة تداولها وافتقارها للسيولة، أنظر Aggarawal (1999). ونظراً لانطباق ذلك على حالة مصر نعتقد أن دور صانعي السوق يكتسب أهمية أكبر.

(53) هناك 26 صندوق استثمار مشترك في مصر، منها 21 صندوق محلي و5 صناديق أجنبية. وبالمقارنة، فإن إعداد الصناديق الدولية أو الأجنبية في الصين وكوريا والبرازيل تبلغ ما يزيد عن 108 و94 و53 على التوالي.

(54) على عكس الصناديق المفتوحة التي يمكنها الضغط على أسعار الأسهم هبوطاً والمساهمة بالتالي في تذبذب الأسعار، تتمتع الصناديق المغلقة بخطط استثمار طويلة الأجل ويمكنها الاستثمار في أدوات أقل سيولة الأمر الذي يؤدي إلى زيادة سيولة السوق ويقلل من تقلباته.

(55) أنظر من بين مراجع أخرى (1999) Mecagni and Shawky، (2002b) Omran و Omran and Farrar (قيد النشر).

تمكن البورصة من القيام بدورها في استقطاب الاستثمارات وبالتالي دعم النمو⁽⁵⁶⁾. ولتكرار المزيد من التوضيح، فإن هذا الأمر يعتمد إلى حد بعيد على مدى التحسينات المتعلقة بالأطر المؤسسية والتشريعية، ومن بينها مدى الالتزام بتنفيذ التعاقدات، وضع قوانين محددة للإفلاس، وإصلاح القوانين المتعلقة بالضرائب.

رابعاً: التطور المالي والنمو الاقتصادي

ركزت الأدبيات المتواجدة حول موضوع دور التمويل في الاقتصاد المصري على أثر التطور المالي على نمو إما الناتج المحلي الإجمالي أو الدخل الفردي. وما يبدو غائباً هو دراسة الأثر الهام لذلك الدور على مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج حيث أصبحت تلك الإنتاجية تعتبر مسؤولة عن توافر مصدر ملحوظ للنمو وتمثل الرابط الحيوي الذي يؤثر التطور المالي من خلاله على النمو الذاتي. ومن المهم أيضاً الملاحظة بأن هناك إدراك متزايد بأن القدرات الاستيعابية أو الظروف المؤازرة في أي بلد تمثل عنصراً حيوياً يساعد العوامل الاقتصادية مثل التطور المالي على اجتياز المستوى الحرج الذي يمكن من بعده لتلك العوامل تحقيق تأثيراتها على النمو والكفاءة⁽⁵⁷⁾. ونود أدناه تحري هذه الإمكانية في حالة مصر وسيتم في الأجزاء التالية طرح النموذج الذي يتناول هذه التفاعلات ثم نعرض الإحصاءات الوصفية ذات العلاقة ونتائج التحليل الإحصائي.

1. النموذج

وفقاً للتقليد المتبع في "صياغة" معادلات النمو، فقد درجت العادة أن يتم تحديد معادلات تقديرات النمو كما يلي:

⁽⁵⁶⁾ أشار Singh (1997) إلى أن البورصات في العديد من الدول النامية غير قادرة على تسعير المخاطر بدقة وتعاني من تذبذبات حادة وتفتقر إلى الشفافية ويسودها التلاعب. ويشكك Arestis, Demetriades and Luintel (2001) في دور البورصات في النمو الاقتصادي في ظل الظروف المذكورة أعلاه.

⁽⁵⁷⁾ بشأن الفواصل الحرجة في التنمية المالية، أنظر Berthelemy and Varoudakis (1996)؛ وبشأن دورها في إطار الاستثمارات الأجنبية المباشرة أنظر مثلاً Borensztein, DeGregorio, and Lee (1998).

$$(1) \quad \text{GDP growth} = a + b_1R + b_2T + b_3C + e$$

حيث أن GDP growth تمثل معدل النمو، ويمثل الرمز R متجه المتغيرات المتعارف بشكل عام على قدرتها لشرح النمو (مثل الدخل الفردي الأولى ورأس المال البشري والاستثمار والتطور المالي). ويمثل الرمز T متجه المتغيرات موضوع الدراسة والتي يحتمل أن يكون لها تأثير على النمو؛ أما الرمز C فيمثل متجه متغيرات مختارة والتي يتم عادة استخدامها كأداة تحكم في التقديرات (وتشمل من بين أمور أخرى التضخم، الإنفاق الحكومي، الانفتاح، وعدم توازن أسعار الصرف)، ويمثل الرمز e عامل الخطأ⁽⁵⁸⁾. والمتغير الذي يهمننا لغرض هذه الدراسة هو التفاعل بين التطور المالي والظروف المؤازرة الحرجة، وهو بالتالي يتمثل في المتجه T الوارد في المعادلة (1). ولأجل دمج متغير التفاعل في معادلة النمو، نشق معادلة مشابهة للمعادلة (1) بالاستناد إلى إطار حساب النمو التابع لدالة الإنتاج Cobb-Douglas. وبما أننا نشدد على الدور الذي يمكن للتطور المالي القيام به في تحسين كفاءة الاستثمار ولا سيما عندما تساعد في ذلك الظروف المؤازرة، فنباشر في نمذجة هذه العلاقة من خلال جعل التفاعل بين العوامل المؤازرة والتطور المالي كمحدد لمجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP). وتبعاً لذلك وباستخدام دالة إنتاج Cobb-Douglas، يمكننا تحديد:

$$(2) \quad Y = A (EF.FD) L^\alpha K^\beta$$

حيث يمثل الرمز Y الناتج المحلي الإجمالي GDP، ويمثل الرمز A مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج TFP ويمثل الرمز EF العامل المؤازر، ويمثل الرمز FD التطور المالي ويمثل الرمز L العمالة ويمثل كل من الرمز α و β حصص العمالة ورأس المال على التوالي.

(58) أنظر (Barro (1991).

وبأخذ التفاضل اللوغاريتمي من (2) أعلاه، نحصل على:

$$(3) \quad \hat{Y} = \hat{\Delta} (EF.dFD + FD.dEF)/A + \alpha \hat{L} + \beta \hat{K}$$

حيث تمثل الشارة $\hat{\Delta}$ نسبة النمو، ويمثل الرمز $\hat{\Delta}$ مشتقاً لـ A فيما يخص عامل التفاعل $EF.FD$. وبالأخذ بعين الاعتبار أن $\lambda = \hat{\Delta} Y/A$ تمثل الناتج الحدي لـ TFP بسبب التغير في عامل التفاعل، يمكن صياغة (3) كالتالي:

$$(4) \quad \hat{Y} = \lambda.dFD.EF/Y + \lambda.dEF.FD/Y + \alpha \hat{L} + \beta \hat{K}$$

ويلتقط التعبير $dEF.FD/Y$ في المعادلة (4) التفاعل بين نسبة التطور المالي FD/GDP و(التغير في) عامل الموازنة. ويمكن أيضاً تحويل المعادلة (4) من معادلة لحساب النمو إلى معادلة نمو في صيغة دالة قابلة للتقدير. ويمكن إجراء ذلك إذا جعلنا K مساوياً لنسبة الاستثمار (I/GDP) وجعلنا $(p\hat{p})$ تحل محل نمو العمالة⁽⁵⁹⁾. فإذا اعتبرنا نمو السكان ونسبة الاستثمار وأضفنا نسبة التطور المالي كعناصر مكونة للمنتج R الذي عادة يحدد النمو، فتصبح المعادلة (4) كالتالي:

$$(5) \quad \hat{Y} = \alpha + b_{11}p\hat{p} + b_{12}FD/GDP + b_{13}I/GDP + b_2dEF.FD/GDP + b_3C + e$$

وقمنا بتقدير المعادلة (5) لعدة نماذج متتالية ومختلفة ملتقطين أثناء ذلك كافة المتجهات لمتغيراتها المستقلة. وقبل أن نعرض النتائج، لا بد من توفير نبذة عن الإحصاءات الوصفية.

(59) السبب لكون $\beta \hat{K}$ تساوي I/Y هو أنه يمكن توسيعها إلى $MPK.K/Y.dK/K$ وذلك يمكن ترجمته إلى $MPK.I/Y$ لأن $dK = I$ ، مع ملاحظة أن MPK تمثل الإنتاجية الحدية لرأس المال و dK/K يمثل معدل النمو في رأس المال.

2. الإحصاءات الوصفية

نتبع الممارسة التقليدية الواردة في الأدبيات ونقيس التطور المالي من خلال المتغيرات الكلية التي تعكس الهياكل ذات التكوين المستند إلى المصارف والهياكل المستندة إلى السوق⁽⁶⁰⁾. وفيما يخص الفئة المتصلة بالمصارف، نستخدم نسبة الائتمان المحلي للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي (DCP) ونسبة موجودات المصارف التجارية إلى مجموع موجودات المصارف التجارية والبنك المركزي (RBA)⁽⁶¹⁾. ومن الأرجح أن DCP يقيس النشاط الاستثماري الأكثر جدارةً والذي توجهه المصارف التجارية إلى القطاع الخاص، في حين يقيس RBA مدى مساهمة المصارف التجارية في تخصيص مدخرات المجتمع مقارنة بما يؤديه البنك المركزي في المجال نفسه. وفيما يتعلق بالموثرات المتصلة بالهياكل المستندة إلى السوق، نستخدم نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي (MC) ومعدل التداول (TURN). ويتم تمثيل الظروف المؤازرة من خلال عاملين يسهل تجميع بيانات سنوية حولهما والذان يعكسان بصفة خاصة النواحي التنموية التي تتخطى مجرد المجملات المالية، وهما الدخل الفردي (PCI) ونسبة صافي تدفق الموارد الخاصة للناتج المحلي الإجمالي (PRF)⁽⁶²⁾. وعادة يتألف الدخل الفردي مع ثقافة الاستثمار الأرقى والكفاءة الأعلى في الوساطة المالية. وفي المقابل يعكس تدفق الموارد الخاصة تحسن الأساسيات الاقتصادية والمناخ الأكثر ملائمة على الصعيد المؤسسي ومن ناحية تسهيل الأعمال. ويمكن لنسبة PRF أن تتطوي ببساطة أيضاً على انتقال التكنولوجيا والمهارات الإدارية – خاصة في حالة

⁽⁶⁰⁾ أنظر (1999) Beck, Demirguc-Kunt and Levine. يوجد انتقاء مقبول لهذه النسب الكلية وهو أنها لا تقيس مباشرة قدرة النظام المالي على تجاوز المشاكل مثل عدم تماثل المعلومات والخطر المعنوي أو توفر خدمات لإدارة المخاطر.

⁽⁶¹⁾ في حالة مصر يستخدم (1999) Hussien و (2003) Shourbagui نسبة الائتمان المحلي الخاص إلى إجمالي الائتمان بينما يستخدم (2003) Al-Awad and Harb نسبة الائتمان المحلي الخاص إلى القاعدة النقدية.

⁽⁶²⁾ في الواقع يجب على عامل المؤازرة أن يكون رصيد رأس المال الأجنبي نظراً لأن تغيره def يظهر في المعادلة (5) ويساوي صافي تدفقات الموارد الخاصة. وفيما يتعلق بالدخل الفردي، نستخدم تغيره كما هو مدرج في المعادلة (5).

الاستثمار الأجنبي المباشر – وأن تساهم في انتشار الممارسات الأفضل في إدارة الشركات والممارسات القانونية وأن تضع حداً لقدرة الحكومات على اتباع سياسات رديئة⁽⁶³⁾.

ويعرض الجدول (7) الإحصاءات الوصفية لكافة المتغيرات المختلفة التي تم استخدامها في التقديرات. ويمكننا الملاحظة أن الناتج المحلي الإجمالي قد سجل نمواً معقولاً بلغ متوسطه 5.7% ولكنه شهد تذبذبات أكبر مما سجله الاستثمار، الأمر الذي يدل على مدى تقلب TFP. ولقد اتخذ كل من DCP و RBA توجهاً تصاعدياً منتظماً ولكن متوسطيهما بقيا خلال الفترة المعنية أقل مما سجلته الدول النامية الأخرى والذي بلغ 38% و 72% على التوالي. أما المؤشران MC و TURN المستندان إلى قاعدة السوق، فقد كانا أكثر تقلباً مقارنة بأداء المؤشرات المستندة إلى قاعدة المصارف، وسجلا ارتفاعاً مدهشاً اعتباراً من منتصف التسعينات، ولكنهما بقيا أيضاً عند مستوى أقل من المعدلات النظرية المحققة في الدول النامية الأخرى، حيث بلغا 19% و 25% على التوالي. وفيما يتعلق بنسبة PRF فإنها تتكون في معظمها من تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة وبعض تدفقات أسهم المحفظة ولاسيما منذ منتصف التسعينات، وقد سجلت هي أيضاً بعض التقلبات الملحوظة ولكن متوسطها كان قريباً من الـ 2% السائد في الدول النامية الأخرى. أما فيما يخص PCI، فقد ارتفع خمسة أضعاف خلال الفترة على أساس القيمة الاسمية بالدولار الأمريكي، وبلغ معدل نموه الحقيقي 2.2% سنوياً.

ومن المفيد أن نحدد بدقة انعكاسات العلاقات الواردة في المعادلة (5) نظراً لارتباطها بالعاملين b_{12} و b_2 . إذ كان b_2 أكبر من صفر، فإن للتطور المالي أثر إيجابي فقط على النمو المتعلق بالكفاءة من خلال تفاعلها مع العوامل المؤازرة. ولو كان b_{12} أكبر من صفر و b_2 أيضاً أكبر من صفر، فعندئذ يكون للتطور المالي أثر إيجابي مستقل على النمو والتفاعل في تلك الحالة يعني أن الأثر سيكون أكبر مع ازدياد العوامل المؤازرة. وأخيراً إذا كان b_{12} أقل من صفر و b_2 أكبر من صفر، فيكون هناك عندئذ للظروف المؤازرة حداً لو هبطت دونه لأصبح التطور المالي غير مفيد للنمو.

(63) أنظر (Sadik and Bolbol (2001).

3. النتائج

تم تقدير المعادلة (5) للمؤشرات المتصلة بقاعدة المصارف للفترة 1974-2002 وللمؤشرات المتصلة بقاعدة السوق للفترة 1980-2002. وبهدف تنقية البيانات من مضمونها التوجيهي وضمان ثبوت سلوكها قمنا بإجراء اختبار Augmented Dicker-Fuller على المتغيرات المستخدمة، ويتضمن الجدول (8) النتائج التي تم التوصل إليها. وكما يمكن ملاحظته فإن المتغيرات كانت في معظمها ثابتة في الفارق الأول. وقد أدخلنا أربع متغيرات تحكم في المتجه C وهي علاوة السوق السوداء لسعر الصرف (BMP) والتضخم (CPI) والتغير في أسعار الصرف الفعلية الحقيقية ($\Delta REER$) والاستهلاك الحكومي (CONS). كما تم أيضاً استخدام متغير وهمي مساوٍ لواحد لفترة الإصلاحات 1991-2002 وصفر خلال الفترة السابقة لعام 1991، وتم التعبير عن كافة المتغيرات المالية من خلال اللوغاريتم L، والتعبير عن PCI كمؤشر مساوٍ لواحد لقيمتها الاسمية بالدولار الأمريكي في عام 1974 (1980) بالنسبة للبيانات المتصلة بقاعدة المصارف (قاعدة السوق).

ويعرض الجدول (9) النتائج لمؤشرات قاعدة المصارف، نسب DCP و RBA. ويلاحظ من المقطع A أنه بعد إجراء التحكم في النمو السكاني والاستثمار الذي يتمتع بأثر إيجابي كبير، فإن لـ DCP أثر سلبي ومعنوي على النمو المرتبط بالكفاءة ولكن تفاعله مع PCI يعطي نتيجة موجبة ومعنوية. وكما ذكرنا سابقاً، فإن ذلك يبين في الواقع أن لـ DCP منفرداً، له أثر سلبي على كفاءة الاستثمار وينقلب هذا الأثر عندما يستوفي مقدار التغير في PCI شرط بلوغ حد أدنى - يساوي 1265 دولار أمريكي وهو ما يعادل ضعف مستوى الدخل السائد حالياً⁽⁶⁴⁾. ويبدو بالتالي أن هناك حاجة لمزيد من التحسين في نوعية الائتمان الخاص في مصر، وهو أمر يمكن أن يصبح أكثر قابلية للحدوث فيما لو تحقق ارتفاع في الدخل الفردي مما ينعكس

(64) تم حساب الفاصل الحرج من النموذج (7) في المقطع A من الجدول (9) على أساس أن قيمته تستوفي شرط المرتبة الأولى: $0 = -6.12 + 0.24 \text{ PCI}$. وبحل PCI نجده يساوي 25.5، وبما أن القيمة الاسمية لدخل الفرد بالدولار في سنة الأساس للمؤشر تساوي 310 وأن التغير فيها يساوي 0.50 دولار أو 0.16 من سنة الأساس للمؤشر، لذا فإن التغير في قيمة الفاصل الحرج PCI تصبح عندئذ 1265 دولار $(=0.16 \times 310 \times 25.5)$.

في شكل تحسن الوساطة المالية (تحسن المتابعة وإدارة الأصول) وتحسن نوعية طلبات الاقتراض (مزيد من التنوع وترويج الأعمال).

وما يسترعي الاهتمام أيضاً أن تفاعل DCP مع PRF (صافي تدفق الموارد الخاصة) يعطي أثراً إيجابياً ولكن بقدر لا يذكر. ويبدو أن هذه التدفقات تتجاوز قنوات النظام المصرفي المصري. ونظراً لكون معظم هذه التدفقات في صورة استثمارات أجنبية مباشرة، فإن ذلك يدل على لجوء الشركات الأجنبية إلى التمويل الذاتي الذي لا يحدث سوى القليل من التفاعل المفيد بينها وبين المصارف. ويدل ذلك أيضاً وبنفس الأهمية على أن الانتماء المصرفي التجاري لا يغطي الاحتياجات التمويلية التي قد تتمخض عن أثر التقليد الممكن أن تحدثه الاستثمارات الأجنبية المباشرة على نشاطات المشروعات المصرية. وتبقى هذه النتائج قائمة عندما يتم إدخال متغيرات التحكم والمتغير الوهمي (والتي تأتي جميعها بمعامل معقول ولكن بقدر لا يذكر) كما أنها تبقى قائمة لحد كبير (ولكن مع معامل أضعف لعنصر التفاعل) في حالة المؤشر RBA المتصل بقاعدة المصارف في المقطع B.

وفيما يخص المؤشرات المتصلة بقاعدة السوق فنتائجها مدرجة في الجدول (10). ويبين المقطع A أن الاستثمار يحتفظ بأثره الإيجابي المعنوي، ولكن - خلافاً للنتيجة المشابهة لنسبة DCP - فإن MC لا تفرز أي أثر مستقل على كفاءة الاستثمار إلا أن تفاعلها مع PRF يأتي إيجابياً معنوياً. وبالتالي فإن الأثر الإيجابي الوحيد لـ MC على كفاءة الاستثمار يحدث مع تحقق مزيد من تدفقات الموارد الخاصة. ويرجع هذا الأمر إلى أثرين أولهما مباشر يكمن في أن المستثمرين الأجانب الأكثر كفاءة قد استحوذوا على ما يزيد عن ثلث حجم التعامل في الأسهم التي طرحت في البورصة نتيجة عمليات الخصخصة في مصر. أما الأثر الآخر فهو غير مباشر وربما ينبثق على أثر التقليد التي أحدثته الشركات الأجنبية على الشركات المحلية ذات الأسهم المدرجة في البورصة (إلا أنه وكما ذكرنا سابقاً فإن التساؤل يبقى قائماً حول ما إذا كان من شأن الوجود الأجنبي أن يحفز المزيد من الإصلاحات في حسن إدارة الشركات والإفصاح والممارسات القانونية). ويلاحظ أن التفاعل بين MC و PCI يحمل شارة إيجابية ولكن ذات قدر لا يذكر، وهذا يشكل نتيجة مفاجئة حيث أن تطوير البورصة يترافق مع ارتفاع

الدخل الفردي⁽⁶⁵⁾. وبإحلال TURN بدلاً من MC في المقطع B، تبقى هذه النتائج أيضاً قائمة عند إضافة متغيرات التحكم والمتغير الوهمي وتستنسخ نفسها تقريباً.

وعلى وجه العموم فإن المعامل للتفاعل بين DCP و PCI أعلى مما هو عليه في حالة التفاعل بين MC و PRF، ولكن يعتمد أثره على حد أدنى مرتفع لـ PCI ومعدل نمو موجب ومنسق لـ PCI. ومن جهة أخرى، يبدو أن التفاعل بين MC و PRF يعتمد على ظروف أقل تقييداً وربما أكثر متانة، علماً أن مزيد من PRF من شأنه تعظيم أثره.

خامساً: الهيكل المالي ومجمل إنتاجية عوامل الإنتاج

نبغي إنهاء النص الرئيسي لهد الورقة بتوفير نظرة تمهيدية تستطلع التطورات المحتملة في الهيكل المالي المصري. ولقد رأينا من مناقشتنا السابقة أن النظام المصرفي المصري مازال يتصف بشدة تركزه وأن المصارف الحكومية تهيمن عليه (مع استحوادها على جزء لا يستهان به من القروض غير المنتجة) إضافة إلى ضعف قدرتها على المساهمة في كفاءة الاستثمار. ومن جهة أخرى شهدت البورصة انتعاشاً ملحوظاً دعمته مساهمة المستثمرين الأجانب على نحو يبدو مفيداً للكفاءة. وصحيح أن السوق مازالت تنتظر استكمال تطورها حيث أن التشوهات في الحوافز الضريبية قد أدت إلى الانتفاخ المصطنع في رسملة هذه السوق⁽⁶⁶⁾. غير أنه من الممكن تصحيح هذه المعوقات من خلال الالتزام بنوع من الإصلاحات المؤسسية الضرورية كالتالي سبق إلقاء الضوء عليها أعلاه. كما أنه من شأن هذه الإصلاحات أيضاً الاستفادة من التوسع في رقعة عمليات التخصيص وفي تسهيل الاستثمارات الأجنبية التي يمكنها دعم تطور السوق بصورة إجمالية.

⁽⁶⁵⁾ أنظر من بين مراجع أخرى، Boyd and Smith (1996). يبدو أن "الوقائع الميدانية"، ممثلة بتدفقات الموارد الخاصة، أكثر أهمية من "التغيرات السلوكية" التي تعكس في تحسن الوعي الاستثماري الذي يخلقه ارتفاع الدخل الفردي.

⁽⁶⁶⁾ يبين Demirguc-Kunt and Levine (1996) أن البورصات المتقدمة كبيرة في حجمها وذات سيولة مما يؤثر إيجاباً على الذبذبة، إلى جانب اندماجها دولياً الأمر الذي يخفف سوء التسعير للأسهم. وبهذا الصدد، بين Gunduz and Omran (2001) أن البورصة المصرية ما زالت تحتاج إلى اندماجها دولياً على نحو مناسب.

وبالرغم من الحاجة إلى هذه التغيرات العاجلة، فقد سجلت السوق تقدماً حقيقياً على مر السنوات السابقة. ويمكن ملاحظة ذلك من الجدول (11) الذي يتابع التطور النسبي في الهيكل المالي باستخدام النسب الثلاث التالية: MC/CBA والذي يشير إلى نسبة رسملة السوق إلى أصول المصارف التجارية ويعكس الحجم النسبي، VT/DCP ويشير إلى نسبة قيمة التداول إلى الإقراض المحلي إلى القطاع الخاص ويعكس النشاط الكلي النسبي، وأخيراً NI/PI الذي يشير إلى نسبة الإصدارات الجديدة إلى استثمارات القطاع الخاص ويعكس النشاط النسبي للإنفاق الرأسمالي⁽⁶⁷⁾. ولقد نمت كافة هذه النسب خلال الفترة قيد الدراسة مشيرة في ذلك إلى ارتفاع الأهمية النسبية للبورصة في الخيارات التمويلية المتاحة للشركات.

وقد رأينا في القسم السابق أن تفاعل المؤشرات المستندة إلى قاعدة المصارف مع PCI والتفاعل بين المؤشرات المستندة إلى قاعدة السوق مع PRF لهما أثر إيجابي على TFP وبالتالي على النمو. وما نبغي التأكد منه الآن هو السؤال حول ما إذا كان للهيكل المالي النسبي الظاهر في الجدول (11) والذي يبين التطور المستند إلى قاعدة السوق، أيضاً أي أثر إيجابي على TFP. ونحن نقر بصعوبة نمذجة TFP لأنه يعتمد على كثير من العوامل النوعية – نوعية الموارد والأسواق والسياسات والمؤسسات – إلا أن نموذجنا البسيط يبقى إلى حد بعيد ذو طبيعة استكشافية، وربما أكثر من كونه إيعازي. وعليه نعرض في الجدول (12) النتائج المترتبة على جعل نمو TFP يعتمد على إحدى النسب الواردة في الجدول (11) وهي MC/CBA وتفاعله مع النسبة PRF/ Δ PCI، إضافة إلى متغيرات التحكم Δ REER و CPI والمتغير الوهمي⁽⁶⁸⁾. وأبرز ما تبينه هذه النتائج هو الأثر الإيجابي المعنوي والمستقل لـ MC/CBI على نمو TFP. ويمكن تقوية هذا الأثر من خلال تفاعله مع مستوى أعلى نسبياً لـ PRF/ Δ PCI حيث أن معامل هذه النسبة الأخيرة إيجابي ولكن بشكل غير معنوي.

⁽⁶⁷⁾ للمزيد حول هذه النسب أنظر Demirguc-Kunt and Levine (1999).

⁽⁶⁸⁾ تم إجراء اختبار Augmented Dicker-Fuller على (MC/CBA) L وتفاعله مع PRF/PCI، وبينت النتائج أيضاً أنها ثابتة في الفارق الأول. واحتسب نمو TFP كمتنقي نموذجي من معادلة يكون فيها نمو GDP المتغير التابع ويكون فيها نمو العمالة ونسبة الاستثمار متغيرات مستقلة (وتبين أيضاً ثبوتها). وأجري الانحدار للسنوات من 1980 إلى 2001.

والنقطة المحصلة لكل هذا هي أن توسيع التطور المالي ليشمل البورصة في هيكلها لم يلحق الضرر بمصر بل أنه بالإمكان تحسين أثره المفيد من خلال مواصلة الإصلاحات الهيكلية بوتيرة حكيمة، أي بمعنى آخر من خلال اتباع سياسات مالية حذرة ونشطة.

سادساً: الخاتمة

حللت هذه الورقة التطورات الاقتصادية والمالية في مصر خلال الفترة 1974-2002 وقامت بدراسة أثر تطورات الهيكل المالي النسبية على نمو كل من مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP) والنتاج المحلي الإجمالي (GDP). ويمكن استنتاج الملاحظات التالية من هذا التحليل:

1. حققت الإصلاحات الاقتصادية والمالية في مصر تقدماً ملموساً إلا أن تعاقبها الزمني كان مضطرباً وبقيت غير مكتملة. ولقد أدى ذلك في بعض النواحي إلى تواصل الجمود الهيكلي وأحدث عدداً من الاختلالات الحادة ولاسيما في سعر الصرف الحقيقي. لذا، فإنه لا بد من إعادة ترتيب الإصلاحات الملتمزم بها وبالأخص في مجالي إدارة أسعار الصرف وتحرير التجارة.
2. يتسم القطاع المالي المصري بهيكله المستند إلى حد كبير إلى قاعدة المصارف والذي يلجم انطلاقته الإصلاحات المتلكأة في المصارف الحكومية المهيمنة. فإصلاح هذه المصارف يرتبط ارتباطاً وثيقاً بإصلاح المؤسسات العامة والكف عن استخدام هذه المصارف لأغراض سياسية. ونتيجة لذلك فإن التقدم في خصخصة وإعادة هيكلة المؤسسات العامة وتحسين الإدارة فيها أصبح ضرورة ملحة.
3. اتضح أن لمؤشرات التطور المالي المستندة إلى قاعدة المصارف أثر إيجابي على نمو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج فقط عندما تكون مصاحبة لارتفاع في الدخل الفردي بينما تنطوي المؤشرات المستندة إلى قاعدة السوق على أثر أكبر على نمو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج عندما يكون ذلك مصاحباً لتدفقات الموارد الخاصة. لذا فإنه يبدو أن

الأثر الإيجابي للنظام المصرفي على النمو يعتمد على تحسينات طبيعية بطيئة في الدخل الفردي بينما يعتمد أثر البورصة على "الوقائع الميدانية" وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية.

4. كشفت التطورات في الهيكل المالي أن البورصة قد نمت قياساً بالنظام المصرفي خلال الفترة 1980-2002. ويستدل من ذلك أن توسيع التطور المالي ليشمل البورصة في مصر قد أعطى ثماره وأن من شأن هذا المسار أن يزيد من مساهمته في نمو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج فيما لو تم اتخاذ المزيد من إجراءات الخصخصة والإصلاحات المؤسسية (في البورصة) وزادت التدفقات الأجنبية.

5. أخيراً، وبالرغم من عدم تطرق الورقة إلى هذا الأمر، فإن سوق الأسهم والأوراق المالية يشمل بالطبع سوق السندات، إلا أن مصر مازالت متأخرة في تطوير هذا السوق. وتكمن إحدى السبل المحبذة لتطوير أسواق السندات في تواجدها مؤسسات مالية غير مصرفية ومؤسسات ادخار تعاقدية. وهذه المؤسسات مازالت متخلفة في مصر وتعيقها سياسات تنظيمية محافظة للغاية (مثل الاستثمار في معظم الأحيان في السندات الحكومية). ولذا، فإن تطوير أسواق السندات تدريجياً يعتمد على إصلاح هذه المؤسسات. وفي النهاية فإن الغرض من جميع هذه التطورات في الهيكل المالي يصب في تنويع خيارات التمويل الخارجي وتعزيز عرض الخدمات المالية القادرة على رفع كفاءة تخصيص موارد المجتمع.

الجدول:

جدول (1) : النمو والاستثمار (المتوسط السنوي)*

I/Y	\hat{TFP}/\hat{Y}	\hat{TFP}	\hat{Y}	
31.1	37.5	3.6	9.6	1979 - 1974
27.4	7.4	0.55	7.4	1984 - 1980
30	-54.5	-2.4	4.4	1989 - 1985
22.3	-71.7	-1.65	2.3	1994 - 1990
18.2	8	0.4	4.5	2002 - 1995

المصدر : *World Bank, World Development Indicators* وحسابات المؤلفين.

$$\text{معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي (GDP)} = \hat{Y}^*$$

$$\text{معدل نمو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج (TFP)} = \hat{TFP}$$

$$I = \text{الاستثمار}.$$

جدول (2) : مؤشرات الاقتصاد الكلي (%)

	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1985-89*	1980-84*	1974-79*	
	0.0	1.4	3.0	4.1	2.4	4.0	2.8	2.9	1.9	0.8	2.3	-1.1	3.4	1.9	4.8	7.4	PCYG
	3.4	2.8	3.3	1.7	3.6	5.9	7.1	11.4	7.1	9.9	19.7	14.5	18.4	17.0	9.6	13.2	INF
	5.7	5.6	3.9	2.9	5.7	7.3	6.6	7.5	1.0	4.8	7.6	6.6	9.6	18.1	18.7	21.2	BD/Y
	33.6	32.2	29.1	34.1	38.6	39.5	46.3	55.2	62.2	64.6	74.1	88.0	76.4	114.1	99.5	67.7	EXD/Y
	131.7	149.8	162.0	153.4	149.0	141.4	128.6	120.0	121.2	116.9	102.2	96.9	100.0	122.7	153.4	189.6	REER
	13.2	12.9	13.1	14.5	18.1	18.7	17.4	16.2	13.5	13.0	10.9	5.3	2.7	1.2	0.8	0.4	Δ R

المصدر : World Bank, World Development Indicators

النمو الحقيقي لمتوسط دخل الفرد = PCIG
 معدل التضخم، مقاس بمخفض الناتج المحلي الإجمالي = INF
 عجز الموازنة = BD
 الدين الخارجي = EXD
 سعر الصرف الفعلي الحقيقي = REER
 الاحتياطات الأجنبية (بليون دولار) = R

* المتوسط السنوي للفترة.

جدول (3) : ميزان المدفوعات (%)

	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1985 -89*	1980 -84*	1974 -79*
CA/Y	0.66	0.30	-0.82	-1.68	-2.90	-0.53	-0.06	-0.49	1.04	4.87	6.68	5.13	0.42	-3.59	-5.14	-11.26
KA/Y	-3.07	0.85	-1.08	-1.11	3.14	4.49	1.62	1.82	0.96	-1.48	-0.40	-11.62	-25.61	2.63	5.11	0.31
FDI/Y	0.75	0.55	1.25	1.20	1.30	1.17	0.94	0.99	2.42	1.04	1.90	0.68	1.70	3.13	2.17	2.00
$\Delta R/Y$	-0.06	0.57	1.33	4.51	0.65	-1.58	-1.46	-0.66	-2.21	-0.04	-10.50	4.59	23.66	0.31	-0.14	10.97

المصدر : صندوق النقد العربي، موازين المدفوعات والدين العام الخارجي للدول العربية.

CA = الحساب الجاري.
 KA = الحساب الراسمالي.
 FDI = الاستثمارات الأجنبية المباشرة.
 ΔR = التغير في الاحتياطيات الرسمية.
 $\Delta R/Y$ = نتيجة للسهو والخطأ.

* المتوسط السنوي للفترة.

جدول (4) : المؤشرات المالية (%)

	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	1994	1993	1992	1991	1990	1985-89*	1980-84*	1974-79*
rr	5.9	6.7	6.2	7.5	5.8	3.9	3.4	-0.5	4.7	2.1	-7.7	-2.5	-6.4	-5.9	0.7	-8.8
DC/Y	99.9	94.6	91.8	91.9	88.2	81	78.3	77.1	77.1	75.8	80	95.5	104	101.6	98.3	72.9
DCP/Y	53.4	54.3	59.3	59.7	54	46.6	41.7	36.9	32.1	27.5	26.2	27.2	30.6	30.4	24.5	17.2
I/Y	16.9	16.9	18.3	20.5	21.1	18.2	16.9	17.2	20.3	18.1	19.7	24	29.4	30	27.5	31.1
IP/Y	12.9	12.7	13.3	14.7	15.3	11.5	10.3	10.8	13.2	11.5	7.5	11.4	13.8	9.6	6.4	4.7
S/Y	17.6	17.2	17.5	18.8	18.2	17.7	16.8	16.7	21.3	23	26.4	29.1	29.8	26.4	22.3	19.8
SP/Y	19.3	18.6	16.4	15.9	18.1	18.3	16.8	17.8	21.2	21.2	21.8	23.1	23.8	23.1	19.9	14.6

المصدر : *World Development Indicators*؛ وحسابات المؤلفين.

rr = سعر الفائدة الحقيقي، مقاس بالفرق بين سعر الفائدة على الودائع و معدل التضخم.

DC = الائتمان المحلي.

DCP = الائتمان المحلي للقطاع الخاص.

IP = الاستثمار الخاص.

S = الادخار.

SP = الادخار الخاص.

* المتوسط السنوي.

جدول (5) : هيكل القطاع المصرفي

مجموع الأصول ++	البنوك التجارية										القطاع العام +	
	البنوك المتخصصة					بنوك الاستثمار والاعمال						
	عدد البنوك ++	مجموع الأصول ++	المجموع الزراعي التمنية	الامكان والتعمير	التنمية الصناعية	مجموع الأصول ++	مجموع الاصول	مجموع الاصول	بنوك فروع بنوك اجنبية	البنوك الخاصة المشتركة		
-	25	3.57	20	17	2	1	-	0	0	0	5	1974
-	27	2.64	20	17	2	1	-	3	2	1	4	1975
93.40	51	6.67	4	*1	2	1	12.57	28	21	7	19	1980
128.00	64	7.50	4	1	2	1	18.31	32	21	11	28	1995
131.62	64	7.93	4	1	2	1	18.28	32	21	11	28	1996
128.58	64	8.33	4	1	2	1	18.43	32	21	11	28	1997
125.48	63	8.77	4	1	2	1	18.04	31	20	11	28	1998
126.48	63	8.69	4	1	2	1	18.33	31	20	11	28	1999
126.47	62	8.65	3	1	**1	1	17.92	31	20	11	28	2000
134.83	62	8.00	3	1	1	1	19.93	31	20	11	28	2001
-	62	8.18	3	1	1	1	-	31	20	11	28	2002

المصدر : Central Bank of Egypt, Annual Economic Review .

+ بنك مصر ، بنك القاهرة ، بنك الاسكندرية، البنك الاهلي المصري.

++ نسبة من الناتج المحلي الاجمالي.

+++ لا يتضمن هذا الجدول البنوك المصرية العاملة بالخارج. كما ان هناك بنكين تم انشاءهما بقانون خاص وهما غير مسجلين لدى البنك المركزي المصري.

* في عام 1976 قامت الحكومة بتجميع البنوك الزراعية الـ 17 تحت مسمى بنك واحد هو البنك الرئيسي للتنمية والائتمان الزراعي كهيئة عامة قابضة.

**في عام 1999 تم دمج البنك العقاري المصري مع البنك العقاري العربي.

جدول (6) : تطورات سوق المال

2002	1991	1974	1958	
1,150	627	55	275	عدد الشركات المدرجة
30.10%	7.80%	1%	13%	القيمة السوقية *
7.40%	0.40%	0.10%	3.20%	قيمة التداول *
24.50%	4.80%	0.95%	22.60%	معدل التداول
3.20%	1.20%	0.50%	6.20%	قيمة الاصدارات *

المصدر : Arab Monetary Fund, Arab Stock Market Data Base, CMA, Annual Reports, and Omran (1999),

* نسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

جدول (7) : إحصاءات وصفية

الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	الوسيط	المتوسط	
14.63	1.08	3.11	5.30	5.70	[^] Y
34.92	16.22	6.08	26.08	24.56	+ INV
59.72	13.99	13.13	28.08	31.74	+ DCP
67.62	45.10	5.40	59.59	59.86	+ RBA
36.84	1.00	11.46	5.97	11.92	++ MC
38.32	2.40	11.14	6.59	13.11	++ TURN
1,541.00	310.00	351.00	690.00	809.00	+ PCI
6.70	0.07	1.42	1.68	1.91	+ PRF

المصدر : Arab Monetary Fund, Arab Stock Markets Database, and World Bank, World Development Indicators

[^]Y = معدل النمو الحقيقي للنتائج المحلي الاجمالي (GDP).
RBA = أصول البنوك التجارية كنسبة من أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي
MC = القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي.
TURN = معدل التداول
PCI = متوسط دخل الفرد (دولار)
PRF = صافي تدفقات الموارد الخاصة كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي.

2002 – 1974 +

2002 – 1980 ++

جدول (8) : اختبارات جذر الوحدة المبنية على اختبار ديكي فولر الموسع (ADF Test)

مقطع أ : المتغيرات البنكية (1974 - 2002) ⁺			
بدون فروق	الفروق الأولى	الفروق الثانية	
-2.52	* -6.54	-	\hat{Y}
-2.17	* -3.89	-	\hat{POP}
-1.46	* -3.80	-	INV
-0.83	* -3.94	-	LDCP
-2.18	** -2.98	-	LRBA
-0.86	* -4.05	-	LDCP* Δ PCI
-2.56	* -4.07	-	LDCP*PRF
-1.55	** -3.32	-	LRBA* Δ PCI
-2.51	* -4.08	-	LRBA*PRF
* -4.35	-	-	BMP
-0.74	* -5.47	-	CPI
مقطع ب : المتغيرات السوقية (1980 - 2002) ⁺⁺			
بدون فروق	الفروق الأولى	الفروق الثانية	
-1.62	* -4.06	-	\hat{Y}
-1.72	-0.38	** -3.80	\hat{POP}
-1.77	** -3.26	-	INV
-2.03	* -4.27	-	LDCP
-0.79	* -5.16	-	LTURN
-1.74	* -3.87	-	LMC* Δ PCI
-2.82	** -3.34	-	LMC*PRF
-0.68	* -4.89	-	LTURN* Δ PCI
-2.55	* -4.16	-	LTURN*PRF
*** -2.84	-	-	Δ REER
-2.16	-2.54	* -6.04	CONS

* ، ** ، *** تشير لوجود علاقة ذات دلالة احصائية بمستوى 1% ، 5% ، 10% ، على التوالي.
بالنسبة لمجموعة البيانات المتعلقة بالأساس البنكي فإن القيمة الحرجة critical value لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF Test) التي تتوافق مع وجود علاقة ذات دلالة احصائية بمستوى 1% ، 5% ، 10% هي -3.696 ، -2.975 و -2.627 على التوالي للبيانات قبل أخذ الفروق، و -3.708 ، -2.980 و -2.629 على التوالي للبيانات بعد أخذ الفروق الأولى.

بالنسبة لمجموعة البيانات المتعلقة بالأساس السوقي فإن القيمة الحرجة critical value لاختبار ديكي فولر الموسع (ADF Test) التي تتوافق مع وجود علاقة ذات دلالة احصائية بمستوى 1% ، 5% ، 10% هي -3.786 ، -3.011 و -2.646 على التوالي للبيانات قبل أخذ الفروق، و -3.807 ، -3.020 و -2.650 على التوالي للبيانات بعد أخذ الفروق الأولى، و -3.830 ، -3.029 و -2.655 على التوالي للبيانات بعد أخذ الفروق الثانية.

جدول (9) : المؤشرات البنكية

المقطع أ : LDGP								
المتغير التابع: \hat{Y}								
المتغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8
Constant	0.01 (0.09)	0.08 (0.68)	0.03 (0.21)	0.09 (0.68)	-0.03 (-0.25)	0.07 (0.51)	-0.01 (-0.03)	0.05 (0.25)
\hat{POP}	-0.51 (-0.15)	-0.80 (-0.24)	-0.27 (-0.08)	-0.87 (-0.25)	0.62 (0.18)	-0.92 (-0.25)	0.46 (0.13)	-0.84 (-0.22)
INV	1.72 *** (2.05)	2.25 ** (2.63)	2.47 * (2.96)	2.29 ** (2.59)	2.70 * (3.14)	2.36 ** (2.54)	2.67 * (2.96)	2.40 ** (2.42)
LDGP	-4.43 *** (-1.81)	-5.16 ** (-2.16)	-4.54 *** (-1.80)	-6.06 ** (-2.28)	-4.46 (-1.60)	-6.12 ** (-2.24)	-4.43 (-1.55)	
LDGP * Δ PCI		0.18 *** (1.72)		0.23 *** (2.03)		0.24 *** (2.00)		
LDGP * PRF				0.04 (0.27)		0.06 (0.36)		0.06 (0.37)
BMP				0.01 (1.19)	0.00 (0.52)	0.01 (1.06)		0.00 (0.51)
CPI				-0.12 (-0.35)	0.10 (0.25)	-0.15 (-0.40)		0.13 (0.27)
Dummy							-0.06 (-0.22)	0.04 (0.13)
	28	28	28	28	28	28	28	28
Adj. R ² (%)	14.43	24.74	33.06	24.98	37.83	26.02	37.97	26.08
F - Ratio	2.11	2.63	2.84	1.92	2.13	1.23	1.75	1.01

المقطع ب : LRBA								
المتغير التابع: \hat{Y}								
المتغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8
Constant	0.01 (0.09)	-0.02 (-0.15)	-0.06 (-0.45)	-0.02 (-0.16)	-0.10 (-0.69)	-0.03 (-0.22)	-0.10 (-0.51)	-0.08 (-0.43)
\hat{POP}	-0.51 (-0.15)	-0.40 (-0.12)	-0.21 (-0.06)	-0.57 (-0.17)	0.09 (0.016)	-1.01 (-0.27)	0.10 (0.018)	-0.74 (-0.19)
INV	1.72 *** (2.05)	1.24 (1.41)	1.86 ** (2.09)	1.72 *** (1.94)	1.91 ** (2.14)	1.88 *** (2.01)	1.93 ** (2.23)	1.98 *** (1.97)
LRBA		10.75 (1.45)	9.05 (1.16)	12.90 (1.48)	8.79 (1.07)	12.60 (1.37)	8.78 (1.04)	12.80 (1.37)
LRBA * Δ PCI		0.09 *** (1.78)		0.12 *** (1.76)		0.12 *** (1.78)		
LRBA * PRF				0.11 (0.71)		0.15 (0.91)		0.18 (0.97)
BMP				0.00 (0.81)	0.00 (0.55)	0.00 (0.76)		0.00 (0.39)
CPI				0.05 (0.14)	0.25 (0.63)	0.05 (0.13)		0.34 (0.73)
Dummy							0.00 (0.001)	0.12 (0.69)
	28	28	28	28	28	28	28	28
Adj. R ² (%)	14.43	21.34	24.64	14.72	26.91	25.13	26.93	25.69
F - Ratio	2.11	2.17	1.88	0.99	1.29	1.17	1.06	0.99

* ، ** ، *** تشير لوجود علاقة ذات دلالة احصائية بمستوى 1% ، 5% ، 10% ، على التوالي.
تمثل الأرقام المدونة بين قوسين قيمة t المحسوبة.

جدول (10) : المؤشرات السوقية

المقطع أ: LMC								
المتغير التابع: \hat{Y}								
المتغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8
Constant	0.03 (0.21)	-0.03 (-0.23)	-0.01 (-0.10)	-0.02 (-0.20)	-0.01 (-0.10)	-0.03 (-0.21)	-0.06 (-0.25)	-0.07 (-0.34)
\hat{POP}	2.04 (0.39)	2.42 (0.49)	0.81 (0.15)	0.07 (0.01)	3.39 (0.52)	2.14 (0.37)	2.86 (0.40)	1.74 (0.28)
INV	2.33 (2.29)**	2.21 (2.26)**	2.31 (2.32)**	1.42 (1.46)	2.32 (2.15)**	1.36 (1.25)	2.34 (2.09)**	1.36 (1.21)
LMC	0.01 (1.59)	0.10 (1.46)	-0.30 (1.50)	0.06 (0.70)	-0.32 (-1.51)	0.06 (0.72)	0.04 (0.71)	-0.32 (-1.46)
LMC* Δ PCI		0.03 (0.78)		0.03 (0.69)				
LMC*PRF			0.43 (2.11)**		0.43 (1.92)**			0.43 (1.87)**
Δ REER				0.00 (0.12)	0.00 (-0.10)	0.00 (0.04)	0.00 (-0.15)	
CONS				-1.37 (-0.81)	-1.05 (-0.68)	-1.33 (-0.75)	-1.00 (-0.62)	
Dummy				0.07 (0.27)	0.08 (0.24)			
N	21	21	21	21	21	21	21	21
R ² (%)	22.64	32.64	35.09	47.27	38.03	49.22	38.31	49.51
F - Ratio	2.63***	2.75***	2.16	3.59**	1.43	2.26***	1.15	1.82

المقطع ب: LTURN								
المتغير التابع: \hat{Y}								
المتغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8
Constant	0.03 (0.21)	0.03 (0.21)	0.05 (0.35)	0.06 (0.43)	0.01 (0.09)	0.02 (0.19)	0.01 (0.04)	0.06 (0.28)
\hat{POP}	2.04 (0.39)	2.13 (0.40)	-0.10 (-0.02)	0.05 (0.01)	4.12 (0.63)	4.00 (0.70)	4.08 (0.59)	4.17 (0.70)
INV	2.33 (2.29)**	2.27 (2.13)**	2.29 (2.14)**	1.37 (1.20)	2.31 (2.13)**	1.44 (1.27)	2.32 (2.05)**	1.42 (1.20)
LTURN	-0.10 (-0.22)	-0.25 (-0.50)	-0.86 (-1.36)	-0.21 (-0.38)	-0.89 (-1.35)	-0.21 (-0.36)	-0.91 (-1.31)	
LTURN* Δ PCI		0.04 (1.01)		0.04 (0.81)			0.04 (0.75)	
LTURN*PRF			0.41 (1.72)**		0.41 (1.95)**			0.41 (1.89)**
Δ REER				0.01 (0.39)	0.01 (0.67)	0.01 (0.36)	0.01 (-1.33)	0.01 (-1.47)
CONS				-1.99 (-1.39)	-1.99 (-1.55)	-1.99 (-1.33)	-2.02 (-1.47)	
Dummy				-0.06 (-0.22)	0.01 (0.02)			
N	21	21	21	21	21	21	21	21
R ² (%)	22.64	22.86	27.51	34.86	36.79	45.74	36.78	45.93
F - Ratio	2.63***	1.68	1.52	2.14	1.36	1.97	1.08	1.58

* ، ** ، *** تشير لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بمستوى 1% ، 5% ، 10% ، على التوالي. تمثل الأرقام المدونة بين قوسين قيمة t المحسوب.

جدول (11) : المؤشرات النسبية للهيكل المالي

VT /DCP	MC /CBA	Year
0.50	3.32	1980
0.22	2.70	1981
0.18	3.92	1982
0.41	3.89	1983
1.49	5.51	1984
0.94	5.62	1985
0.74	5.06	1986
0.90	6.97	1987
0.61	6.15	1988
0.86	5.49	1989
0.95	5.13	1990
1.38	7.04	1991
1.78	7.47	1992
1.31	8.08	1993
4.54	8.24	1994
3.11	14.14	1995
8.80	21.93	1996
16.69	28.95	1997
12.16	29.84	1998
19.50	39.92	1999
23.18	33.95	2000
11.92	26.55	2001
14.00	27.73	2002

المصدر : Arab Monetary Fund, Arab Stock Markets Database, and World Bank, *World Development Indicators*.

MC = القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي.
CBA = أصول البنوك التجارية.
VT = قيمة التداول.
DCP = الائتمان المحلي الي القطاع الخاص.

جدول (12) :نتائج المؤشرات النسبية للهيكل المالي

المتغير التابع: \hat{TFP}				
متغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4
Constant	-0.01 (-1.20)	-0.01 (-1.14)	-0.01 (-0.83)	-0.01 (-0.92)
L (MC/CBA)	** 0.09 (2.15)	** 0.10 (2.39)	** 0.11 (2.53)	** 0.11 (2.55)
L (MC/CBA) * (PRF/ Δ PCI)		0.01 (1.36)	0.02 (1.53)	0.02 (1.55)
CPI			0.00 (0.24)	0.01 (0.35)
Δ REER			0.00 (-1.48)	0.00 (-1.50)
Dummy				0.01 (0.45)
N	21	21	21	21
R ² (%)	19.57	27.03	36.02	36.88
F - Ratio	** 4.62	** 3.33	*** 2.25	1.75

* ، ** ، *** تشير لوجود علاقة ذات دلالة احصائية بمستوى 1% ، 5% ، 10% ، على التوالي.
تمثل الأرقام المدونة بين قوسين قيمة t المحسوبة.

:

1. Abdel Shahid, S. 2003. "Does Ownership Structure Affect Firm Value? Evidence from the Egyptian Stock Market", *mimeo*.
2. Adams, H. and J. Page. 2002. "Holding the Line: Poverty Reduction in the Middle East and North Africa, 1970-2000", *mimeo*.
3. Aggarwal, R. 1999. "Stock Market Development: Role of Securities, Firms and New Products", *mimeo*.
4. Al-Awad, M and N. Harb. 2003. "Financial Deepening and Economic Growth in the Middle East", *mimeo*.
5. Al Mashat, R. 2003. "Financial Sector Development and Economic Growth in Egypt 1960-1990", *mimeo*.
6. Arestis, P. 2000. "Financial Sector Reforms in Developing Countries with Special Reference to Egypt", *mimeo*.
7. Arestis, P. and P. Demetriades. 1997. "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, pp.783-99.
8. Arestis, P., Demitriades, P. and K. Luintel. 2001. "Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets", *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 33, No. 1, pp.16-41.
9. Barro, R.J., 1991. "Economic Growth in a Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No. 2, pp.407-43.

10. Beck, T., Levine, R. and N. Loayza. 1999. "Finance and the Sources of Growth", *Policy Research Working Paper No. 2057*. Washington, D.C.: World Bank.
11. Bencivenga, V. and B. Smith. 1991. "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2, pp. 195-209.
12. Berthelemy, J. and A. Varoudakis. 1996. *Financial Development Policy and Growth*. Paris: OECD.
13. Berger, A.N. and T.H. Hannan. 1998. "The Efficiency Cost of Market Power in the Banking Industry: A Test of the Quiet Life and Related Hypotheses", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, pp.454-65.
14. Bolbol, A. 2001. "Financial Structure and Economic Growth: Evidence from the Arab Countries", Arab Monetary Fund. *Mimeo*.
15. Borensztein, E., De Gregorio, J. and J.W. Lee. 1998. "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?" *Journal of International Economics*, Vol. 45, No.1, pp. 115-35.
16. Boyd, J. and B. Smith. 1996. "The Coevolution of the Real and Financial Sectors in the Growth Process", *World Bank Economic Review*, Vol.10, No. 2, pp. 371-96.
17. Cairo and Alexandria Stock Exchange. 2001. *Factbook*. Cairo: CASE.
18. Central Bank of Egypt. 1994/ 2002. *Annual Economic Review*. Cairo: CBE.

19. Capital Market Authority. 1996a. "Current Status of the Capital Market in Egypt", *Report Submitted to Subcommittee 1. On Trade, Investment and External Financing*, Egypt-USA Partnership Programme. Cairo: CMA.
20. Capital Market Authority. 1996b. *Egypt's Securities Market: A New Era of Development*. Cairo: CMA.
21. Capital Market Authority. 1999. *Annual Report*. Cairo: CMA.
22. Creane, S., Goyal, R., Mobarak, A.M., and R. Sab. 2003. "Financial Development and Economic Growth in the Middle East and North Africa", *Newsletter of the Economic Research Forum for the Arab Countries, Iran and Turkey*, Vol.10, No.2, pp. 12-4.
23. Demetriades, P. 1998. "Financial Markets and Economic Development", *Working Paper No. 27*. Cairo: Egyptian Center for Economic Studies.
24. Demetriades, P. and K. Hussein. 1996. "Does Financial Development Cause Economic Growth?" Time-Series Evidence from 16 Countries," *Journal of Development Economics*, Vol. 51, No. 2, pp. 387-411.
25. Demirguc-Kunt, A. and R. Levine. 1996. "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", *World Bank Economic Review*, Vol.10, No. 2, pp. 29-34.
26. Demirguc-Kunt, A. and V. Maksimovic.1996. "Stock Market Development and Financing Choices of Firms", *World Bank Economic Review*, Vol. 10. No. 2, pp. 341-70.

27. Demirguc-Kunt, A. and R. Levine. 1999. "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross Country Comparisons", *Policy Research Working Paper No. 2143*. Washington, D.C.: World Bank.
28. DeYoung, R., Hasan, I. and B. Kirchhoff. 1998. "The Impact of Out-of-State Entry on the Cost Efficiencies of Local Commercial Banks", *Journal of Economics and Business*, Vol.50, pp.191-203.
29. Durham, J. 2000. "Econometrics of the Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Lower Income Countries", *QEH Working Paper No. 53*.
30. Easterly W. and R. Levine. 2001. "It's Not Factor Accumulation: Stylized Facts and Economic Models", *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 2, pp.177-220.
31. Edwards, S. 1989. "On the Sequencing of Structural Reforms", *Working Paper No. 70*, OECD Department of Economics and Statistics.
32. Egyptian Financial Group – Hermes Brokerage. 1998. *Market Information: Stock Market Overview*. Cairo: EFG – Hermes.
33. El-Safwa Brokerage Company. 1998. *Capital Market In Egypt: History of the Capital Market in Egypt*. Cairo: El-Safwa.
34. Fry, M.J. 1997. "In Favor of Financial Liberalization", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, pp.754-70.
35. Galal, A. 2001. "Egypt's Export Puzzle", *Policy Viewpoint No. 9*. Cairo: Egyptian Center for Economic Studies.

36. Goldsmith, R.W. 1969. *Financial Structure and Economic Development*. New Haven: Yale University Press.
37. Greenwood, J. and B. Jovanovic. 1990. "Financial Development, Growth, and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No.5, pp. 1076-107.
38. Gunduz, L. and M. Omran. 2001. "Stochastic Trends and Stock Prices in Emerging Markets: The Case of Middle East and North Africa Region", *ISE Quarterly Economics and Finance Review*, Vol. 5, No. 17, pp.1-21.
39. Hussein, K. 1999. "Finance and Growth in Egypt", *mimeo*.
40. Hussein, K and M. Mohieldin. 1997. "Interest Rates, Saving, Investment and Growth under Financial Repression: The Egyptian Example", *Arab Economic Journal*, Vol. 9, No. 2, pp.4-22.
41. International Finance Corporation. 1999. *Factbook*. Washington, D.C.: IFC.
42. Isik, I., and M.K. Hassan. 2002. "Cost and Profit Efficiency of the Turkish Banking Industry: An Empirical Investigation", *The Financial Review* Vol. 37, pp.257-80.
43. Kar, M. and E.J. Pentecost. (2000). "Financial Development and Economic Growth in Turkey: Further Evidence on the Causality Issue", *Economic Research Paper No. 00/27*, Londonborough University, *mimeo*.

44. Khan, M.S. and A.S. Senhadji. 2000. "Financial Development and Growth: An Overview", *IMF Working Paper No. 29*. Washington, D.C.: IMF.
45. King, R.G. and R. Levine. 1993. "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717-37.
46. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1131-50.
47. Levine, R. 1993. "Financial Structures and Economic Development", *Revista de Analisis Economico*, Vol. 8 (Junio), pp. 113-29.
48. Levine, R. 1997. "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688-726.
49. Levine, R. and S. Zevros, 1998. "Stock Markets and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 88, No.3, pp. 537-58.
50. McKinnon, R. 1973. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
51. Mecagni, M. and M. Shawky. 1999. "Efficiency and Risk Return Analysis for the Egyptian Stock Exchange", *ECES Working Paper No. 37*. Cairo: Egyptian Center for Economic Studies.

52. Mohieldin, M. 2001a. "Globalization and Governance: An Egyptian Perspective", in *Globalization and Management of National Economies*, Sadik A. and A. Bolbol (ed.). Abu Dhabi: Arab Monetary Fund.
53. Mohieldin, M. 2001b. "On Bank Market Structure and Competition in Egypt", *Arab Economic Journal*, Vol. 25, pp.3-35.
54. Mohieldin, M. and A. Kouchouk. 2002. "On Foreign Exchange in Egypt", mimeo.
55. Neusser, K. and M. Kugler. 1998. "Manufacturing Growth and Financial Development: Evidence from OECD Countries", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No.4, pp. 638-46.
56. Omran, M. 1999."The Impact of Egypt's Economic Reform Programme on the Stock Market Performance", Unpublished Ph.D. Thesis, University of Plymouth.
57. Omran, M. 2002a. "Performance and Sources of Growth: A Case Study of the Egyptian Economy", *AMF Economic Paper No. 5*. Abu Dhabi: Arab Monetary Fund.
58. Omran, M. 2002b. "Random Walks and Stock Return predictability in Egyptian Stock Market: An Application of Variance Ratio Test", *Accounting, Management and Insurance Review*, No. 6, pp.159-78
59. Omran, M. 2003. "Privatization, State Ownership, and the Performance of Egyptian Banks", *mimeo*.

60. Omran, M. and S. Farrar. Forthcoming. "Tests of Weak Form Efficiency in the Middle East Emerging Markets", *Studies in Economics and Finance*.
61. Patrick, H.T. 1966. "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, No.2, pp.174-89.
62. Roe, A. 1998. "The Egyptian Banking System: Liberalization, Competition and Privatization", *ECES Working Paper No. 28*. Cairo: Egyptian Center for Economic Studies.
63. Roll, R. and Y. Hassan. 2001. "The Development of Bond Market in Egypt", *mimeo*.
64. Sadik, A. and A. Bolbol. 2003a. "External Arab Investments: Relation to National Wealth, Estimation and Consequences", *World Development*, Vol. 31, No. 10, pp. 1771-92
65. Sadik A. and A. Bolbol. 2003b. "Attracting FDI to the Arab Countries: Facts and Factors", Arab Monetary Fund, *mimeo*.
66. Sadik, A. and a. Bolbol. 2001. "Capital Flows, FDI, and Technology Spillover: Evidence from the Arab Countries," *World Development*, Vol. 29, No. 12, pp. 2111-25.
67. Samak, N. and O. Helmy. 2000. "Foreign Portfolio Equity Investment in Egypt: An Analytical Overview", *mimeo*.
68. Shaw, E. 1973. *Financial Deepening in Economic Growth*. New York: Oxford University Press.

69. Shourbagui, M. 2003. "The Relationship between Financial Development and Economic Growth in the Egyptian Economy", *mimeo*.
70. Singh, A. 1997. "Financial Liberalization, Stock Markets and Economic Development", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, pp.771-82.
71. Stiglitz, J. and A. Weiss. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71 (June), pp.393-410.
72. Vittas, D. 1998. "The Role of Nonbank Financial Intermediaries", *ECES Working Paper No. 31*. Cairo: Egyptian Center for Economic Studies.