

16675 April 1997

وثيقة من وثائق البنك الدولي لبحوث السياسات



# تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية

الطريق الى التكامل المالي

موجز

Private Capital Flows to Developing  
Countries: The Road to Financial  
Integration SUMMARY

**FILE COPY**

وثيقة من وثائق البنك الدولي لبحوث السياسات

# تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية

الطريق الى التكامل المالي

## موجز

البنك الدولي  
واشنطن العاصمة

## ملاحظة الى القراء

يتضمن هذا الكتيب موجزا لتقرير «تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية: الطريق الى التكامل المالي». وهو يضم أيضا مقدمة التقرير.

نشرت مطابع جامعة أكسفورد التقرير الكامل باسم البنك الدولي.

حقوق الطبع ١٩٩٧ © محفوظة للبنك الدولي للإنشاء والتعمير/البنك الدولي

1818 H Street, N.W.  
Washington, D.C. 20433

جميع الحقوق محفوظة  
أنتج في الولايات المتحدة الأمريكية  
الطبعة الأولى، أبريل/ نيسان ١٩٩٧  
تمت الترجمة في قسم الترجمة العربية في البنك الدولي

رقم الكتاب الدولي 0-8213-3929-X

صور الغلاف (بالترتيب من أعلى مع اتجاه عقارب الساعة):  
جوزيف بوليفوس/ *The Stock Market*: ناديا ماكينزي/ توني ستون *Worldwide*;  
جين ايفيلين آتوود/ *The Stock Market*: د. ستوكلاين/ *The Stock Market*

∞ طبع النص على ورق مطابق لنشرة المعايير القومية الأمريكية الخاصة باستدامة  
الورق المستخدم في مطبوعات المكتبات، Z39.48-1984

# مقدمة

ان الأسواق المالية في مختلف أنحاء العالم أخذة في الاندماج سريعا في سوق عالمية واحدة، وتتزايد مشاركة البلدان النامية في هذه العملية. والقوة الدافعة لهذه العملية هي التقدم الذي أحرز في مجالات تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات، وتخفيف القيود التنظيمية المعيقة للأسواق المالية، والأهمية المتزايدة التي يتمتع بها المستثمرون المؤسسيون القادرون على الاستثمار دوليا والراغبون فيه. ومما يبشر بالخير أن البلدان النامية تجتذب تدفقات رؤوس الأموال الخاصة عن طريق تحسين سياساتها الاقتصادية الكلية وإنشاء مؤسسات وأطر تنظيمية أدت الى زيادة أهليتها الائتمانية وتبشر بتحقيق منافع أكثر استقرارا. كما أن المستثمرين يزدادون خبرة ودراية بالتمييز بين البلدان وأساسياتها الاقتصادية. وأخيرا، وبعد الأزمة التي شهدتها المكسيك عام ١٩٩٤-١٩٩٥، أدرك المجتمع الدولي ضرورة فعل المزيد لتخفيض التقلبات والمخاطر في الأسواق المالية الدولية، وذلك عن طريق تحسين الافصاح عن المعلومات الخاصة بالأسواق وتدعيم التنسيق فيما بين السلطات الوطنية في شتى البلدان.

غير أنه ما زالت هناك أسباب تدعو للقلق. أولا، اتضح في ما يقرب من عشرين بلدا هي البلدان التي تعتبر المتلقية الرئيسية لتدفقات رؤوس الأموال الخاصة أن ادارة هذه التدفقات ليست عملية سهلة. ولا يقتصر الأمر الذي يشكل تحديات خاصة تواجه هذه الاقتصادات على حجم هذه التدفقات، بل يشمل سرعة تدفق الاستثمارات الى البلد المعني - وامكانية سحبها منه. وينبغي على الحكومات اقامة ذلك النوع من البيئات الاقتصادية الكلية والتنظيمية والمؤسسية التي تسهل توجيه رؤوس الأموال الخاصة هذه نحو تحقيق النمو العريض القاعدة والقابل للاستمرار. ثانيا، ما زالت الغالبية الساحقة من البلدان النامية، ولا سيما الاقتصادات المنخفضة الدخل الأصغر حجما، بحاجة لخلق الأوضاع اللازمة لاجتذاب رؤوس الأموال الخاصة، ويجب أن تدرك أن التدفقات الانمائية الرسمية التي تعتمد عليها أخذة في الانخفاض.

يقدم هذا التقرير مساهمة جديدة جيدة التوقيت في تحليل هذه القضايا. فهو يستطلع طبيعة التغيرات التي تؤدي الى اندماج البلدان النامية في الأسواق المالية العالمية، ويحلل التحديات الخاصة بالسياسات التي تواجهها هذه البلدان فيما يتعلق باجتذاب وإدارة تدفقات رؤوس الأموال الخاصة. ويخلص هذا الكتاب، مثلا، الى أنه ينبغي على البلدان المتلقية لتدفقات كبيرة من رؤوس الأموال أن تتجنب استخدامها في تمويل عجوزات مالية كبيرة أو طفرات استهلاكية. كما يضم هذا التقرير توصيات وتحذيرات محددة بشأن تصميم الأطر التنظيمية التي قد تكون مفيدة للبلدان النامية وهي تسعى لتعظيم قيمة المساهمة الايجابية لتدفقات رؤوس الأموال مع تقليل آثارها المقلقة المحتملة الى أدنى حد.

ولذلك فان هذا الكتاب سيكون مفيدا جدا لواضعي السياسات في البلدان النامية، ويصفة أعم لكافة المتخصصين في مجالات التنمية. غير أنه يعتبر أيضا من الكتب التي من الضروري أن يقرأها أعضاء المجتمع المالي العالمي. وقد شهد المستثمرون في السنوات الأخيرة مدى ديناميكية الأسواق الناشئة - وأحيانا امكانية تقلبها. ولذلك يعتبر فهم هذه الفرص والتحديات أمرا بالغ الأهمية للجميع.

كما يأتي صدور هذا التقرير في وقت هام بالنسبة للبنك الدولي. فالتحدي الذي يواجهه البنك والهيئات الانمائية الأخرى يتمثل في خلق استراتيجيات تساعد البلدان النامية في تحقيق فعالية تدفقات رؤوس الأموال الخاصة بما يحقق المنافع للجميع. ويعتبر البحث المطروح في هذا الكتاب خطوة هامة في وضع مثل هذه الاستراتيجيات.

يستهدف هذا الكتاب «تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية»، مثل الكتب السابقة في سلسلة **وثائق بحوث السياسات**، الوصول الى جمهور عريض من القراء. وهو من انتاج موظفي البنك الدولي، ولا تعكس الآراء الواردة فيه بالضرورة وجهات نظر مجلس ادارته أو الحكومات التي يمثلونها.

حوزيف ستيغليتز  
النائب الأول للرئيس  
ورئيس الخبراء الاقتصاديين  
البنك الدولي

أبريل/ نيسان ١٩٩٧



## الموجز

ان أسواق العالم المالية آخذة في الاندماج سريعا في سوق عالمية واحدة؛ وتجر البلدان النامية الى هذه العملية، سواء أكانت مستعدة لذلك أم لا، منطلقا من نقاط متباينة وبسرعات مختلفة. فاذا كان لدى هذه البلدان النامية مؤسسات كافية وسياسات سليمة، فانها قد تسير سيرا سلسا على الطريق المؤدي الى هذا الاندماج المالي، وبذا تجني المنافع الكبيرة التي يمكن أن تنجم عن هذا الاندماج. غير أن معظم هذه البلدان يفتقر الى المتطلبات الأساسية اللازمة لكي تكون هذه الرحلة سلسة، وقد يكون بعضها سيء الاستعداد لهذا التحول لدرجة أن خسارته من جراء الاندماج المالي تفوق مكاسبه منه. وليس لدى البلدان النامية خيار في السير على هذا الطريق، نظرا لأن التقدم الذي تحقق في وسائل الاتصالات والتطورات الجديدة التي نشأت في قطاعات التمويل جعلت السير على هذا الطريق أمرا لا بد منه. غير أنه يمكن لهذه البلدان أن تقرر الأسلوب الذي ترغب في اتباعه لتحقيق هذا التحول، وذلك باختيار السياسات التي تنفع الاقتصاد وتتجنب الصدمات المحتملة.

يصف هذا الكتاب القوى التي خلقت هذا الطريق وتحافظ عليه، ويحلل المنافع والمشاكل التي من المرجح أن تواجه السائرين عليه، كما يستعرض تجارب السابقين في رحلتهم على هذا الطريق لاستنباط الدروس التي يمكن أن تستفاد منها.

### البيئة المالية المتغيرة

بينما أتاح الهبوط الدوري في أسعار الفائدة العالمية الحافز الأولي الهام لاستئناف تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية في التسعينات، فان هذه التدفقات دخلت الآن مرحلة جديدة تجسد القوى الهيكلية التي تؤدي الى توالي الاندماج المالي للبلدان النامية في الأسواق المالية العالمية. ويعتبر البحث عن عوائد أعلى وتوفر فرص لتنويع المخاطر القويتين الرئيسيتين الكامنتين وراء اهتمام المستثمرين بالبلدان النامية. ومع أن هاتين القويتين طالما شكلتا الباعث المحفز للمستثمرين، فان استجابة رؤوس الأموال الخاصة للفرص السانحة عبر الحدود الدولية ازدادت زحما نتيجة لتخفيف القيود التنظيمية عن الأنشطة المالية الداخلية والخارجية في البلدان الصناعية والبلدان النامية على حد سواء، وللتقدم الكبير المحرز في مجالات التكنولوجيا والأدوات المالية.

ما زالت عملية الاندماج المالي هذه في مرحلة التطور، غير أن خطى التغيير ستكون سريعة بصورة خاصة بالنسبة للبلدان النامية نظرا لأن أسواقها المالية أكثر انعزالا. وحتى في الاقتصادات الخاضعة لقيود تنظيمية أشد، يعني ازدياد التقدم الاقتصادي أن حرية الحكومات في اختيار أو عدم اختيار الاندماج المالي ستقل باطراد، ذلك أن الأسواق هي التي ستختار ذلك نيابة عن هذه الحكومات. ولذلك، من المنتظر أن يزداد الاندماج المالي للبلدان النامية عمقا واتساعا في العقد القادم في ضوء تزايد التكامل المالي العالمي. وكجزء من هذه العملية، يمكن توقع ازدياد إجمالي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة وزيادة كبيرة، بحيث لا تتدفق من البلدان الصناعية الى البلدان النامية فحسب، بل وبصورة متزايدة أيضا فيما بين البلدان النامية نفسها ومن البلدان النامية الى البلدان الصناعية.

ونظرا لاستمرار انخفاض مخاطر الاستثمار، وارتفاع معدلات العوائد المتوقع تحقيقها نتيجة الاستثمار في البلدان النامية، وانخفاض القيمة الترحيبية للأسواق الناشئة في حوافز الاستثمارات المؤسسية، من المرجح استمرار مستويات صافي تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية كمجموعة. غير أن معدل نمو هذه التدفقات لا بد أن ينخفض. كما سيكون هناك بلا شك تباين كبير فيما بين البلدان، تبعا لسرعة وعمق التحسن في أداء الاقتصاد الكلي والأهلية الائتمانية للبلد المعني. ولا بد من أن تؤثر عوامل أساسية كالأوضاع السياسية المحلية وتوفر الموارد ومستوى التقدم المحرز في تدفق رؤوس الأموال أيضا، ولذا فإن عملية الاندماج المالي يمكن أن تأخذ مسارات متعددة. والواقع أن المظاهر الأولية لتزايد الاندماج المالي يمكن أن تتخذ شكل تدفقات رؤوس أموال خاصة صافية الى الخارج، في حالة البلدان التي تكون فيها أساسيات الاقتصاد والسياسة ضعيفة.

ومع التغييرات الجارية في البيئة المالية الدولية، من المرجح أن تكون هناك تقلبات ما بين سنة وأخرى في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية، حتى كمجموعة. إذ أن هذه البلدان شديدة التعرض، وستظل كذلك، للصدمات المحلية والتغيرات في البيئة الدولية، كالتغيرات في أسعار الفائدة العالمية. ولكن من غير المرجح أن تعاني التدفقات الى البلدان النامية كمجموعة من تغيرات شديدة، طالما ظل احتمال حدوث تغيرات مفاجئة في البيئة الدولية منخفضا. ولكن المخاطر الرئيسية المتعلقة بالتقلبات والتغيرات الشديدة تكمن على مستوى البلدان منفردة وتتبع من تفاعل الأوضاع والسياسات المحلية مع العوامل الدولية. ومع ازدياد قدرة الأسواق على التمييز واستقراء الأحداث، من غير المرجح أن تدوم طويلا الآثار السريعة الانتقال كتلك التي نجمت عن الأزمة المكسيكية.

### الربح والخسارة في سوق متزايدة التكامل

توحي تجربة البلدان التي نجحت في تحقيق الاندماج المالي بأن من المرجح أن تكون المنافع الناجمة عن هذه العملية كبيرة بصورة خاصة بالنسبة للبلدان النامية. فالمرابا المباشرة ذات شقين: امكانية استفادة هذه البلدان من المجمع المتزايد من رؤوس الأموال

العالمية في تعبئة الاستثمارات، وإمكانية قيامها بتنويع المخاطر وتسهيل نمو الاستهلاك والاستثمار. غير أنه من المرجح أن تكون المنافع الأكثر أهمية الناجمة عن الاندماج المالي منافع غير مباشرة. وهي تشمل الآثار الناجمة عن انتقال أنواع المعرفة، وتحسن عملية تخصيص الموارد، وتدعيم الأسواق المالية المحلية. كما أن ازدياد أمان العمليات المالية في الأسواق النامية يمكن أن يساند التحول إلى الاستثمارات الأعلى عائدا، مما يحقق مكاسب للبلدان النامية والبلدان الصناعية على حد سواء.

ولكن حسبما اتضح بقوة من أزمة البيزو المكسيكي، فإن تحقيق هذه المنافع ليس مضمونا على الإطلاق. والواقع أن هناك تكاليف كبيرة محتملة إن لم تجر إدارة عملية الاندماج بدقة وعناية. وهناك سببان لهذا. أولا، مع أن المستثمرين الدوليين يزدادون قدرة على التمييز واستقراء الأحداث، فإن انضباط السوق يميل إلى أن يكون أشد صرامة عندما يفقد المستثمرون الثقة - وهو أمر قد يؤدي إلى ازدياد التدفقات المالية إلى الخارج - مما يكون أثناء فترة التكون التدريجي لمشكلة محتملة. ثانيا، وهو الأهم، تفتقر عدة بلدان نامية إلى الشروط المسبقة اللازمة لضمان سلامة استخدام رؤوس الأموال الخاصة وإدارة المخاطر الناجمة عن حدوث تغييرات كبيرة في الاتجاه. ويمكن أن يؤدي الاندماج المالي إلى تعظيم آثار التشوهات الأساسية ومواطن الضعف المؤسسية في هذه البلدان، مما يضاعف تكاليف أخطاء السياسات.

ولذلك، فإن التحدي المائل أمام البلدان النامية هو كيفية استغلال اهتمام المستثمرين المتزايد بأسواقها، وبالتالي الدخول في حلقة حميدة من الاندماج المالي المنتج وليس في حلقة مفرغة من الازدهار الاقتصادي الذي يعقبه الانهيار. ففي إطار الحلقة الحميدة، يؤدي الاندماج وإمكانية الحصول على رؤوس الأموال الخاصة الخارجية إلى زيادة الاستثمارات الانتاجية، وازدياد سرعة اصلاحات السياسات والمؤسسات، وازدياد المرونة والقدرة على الصمود أمام احتمالات عدم الاستقرار. وعلى نقيض ذلك، حين لا تكون أساسيات الاقتصاد الكلي اللازمة موجودة، وتكون الأجهزة المصرفية ضعيفة، وتكون التشوهات المحلية واسعة الانتشار، قد تشهد البلدان المعنية هروب رؤوس الأموال منها بدلا من تدفقات رؤوس الأموال إليها، أو قد لا تتمكن من استخدام تدفقات رؤوس الأموال القادمة إليها استخداما يتسم بالكفاءة - مما يسفر عن تكاليف مرتفعة جدا تتمثل في ضعف النمو وفي عدم الاستقرار الاقتصادي.

### الدروس المستفادة من التجربة الناشئة

يقدم هذا التقرير وجهات نظر حول الكيفية التي يمكن بها للبلدان النامية أن تتصدى للتحديات، بالاستفادة من التجربة الناشئة التي تمر بها البلدان الأكثر سرعة في الاندماج في السوق المالية العالمية. ومع أن برنامج العمل الذي يواجهه واضعو السياسات واسع النطاق ومعقد بالضرورة، حيث يتراوح ما بين قضايا الاقتصاد الكلي وما يسمى سبر غور الأسواق، فإن هناك عددا من محاور التركيز الاستراتيجية التي تظهر من هذه الدراسة.



- نظرا لتزايد الاتجاه نحو التكامل المالي، ينبغي على البلدان النامية أن تتبّع بقوة سياسات من شأنها أن تمكن هذه البلدان من الاستفادة من تدفقات رؤوس الأموال العالمية وتحاشي الأخطار المرافقة لها.

هناك اتفاق واسع في الرأي - مستند الى الدروس المستفادة من تجارب البلدان والأديبات الكثيرة فيما يتعلق بتسلسل الاصلاحات - على أن أهم المتطلبات الأساسية للاندماج المالي الناجح هي وجود اطار سياسات اقتصاد كلي سليمة، ولا سيما التمتع بمركز مالي قوي، وعدم وجود تشوهات كبيرة في الأسعار المحلية (على سبيل المثال، التشوهات الناجمة عن حماية السلع المحلية من الواردات)، ووجود جهاز مصرفي محلي سليم ينعم باطار اشرافي وتنظيمي كاف، ووجود بنية أساسية سوقية واطار تنظيمي لأسواق رأس المال يؤديان عملهما بصورة جيدة. وتعتبر كافة هذه المتطلبات عناصر رئيسية لبرنامج العمل الأشمل الخاص بالسياسات العامة الذي ينبغي على البلدان النامية اعتماده على أي حال، وكل ما يفعله الاندماج المالي هو جعل مساعي هذه البلدان أكثر الحاحا لعدة أسباب.

أولا، من شأن تحقيق تقدم في ايجاد هذه المتطلبات أن يساعد في تحسين الأهلية الائتمانية للبلد المعني وجاذبيته للمستثمرين الأجانب. ثانيا، من شأن هذه المتطلبات أن تشجع تدفقات رؤوس الأموال (كالاستثمارات الأجنبية المباشرة) المستندة الى أساسيات طويلة الأمد وليس الى عوائد قصيرة الأمد. ثالثا، من شأن الوفاء بهذه المتطلبات أن يضمن حسن استخدام تدفقات رؤوس الأموال، وهو ما يحدد في نهاية المطاف ما اذا كان يمكن لهذه البلدان أن تجني المنافع التي تنجم عن الاندماج المالي وأن تتجنب مخاطره. رابعا، كلما كانت هذه المتطلبات أكثر قوة ورسوخا في البلد المعني، ازدادت قدرتها على الاستجابة للزيادات المفاجئة والتقلبات في هذه التدفقات.

- من شأن كيفية استجابة البلدان للزيادة الكبيرة الأولى في تدفقات رؤوس الأموال اليها، والتي كثيرا ما تقترن بالمرحلة الأولى من الاندماج، أن تحدد بدرجة كبيرة مقدار نجاحها ليس في معالجة ضغوط فرط النشاط الاقتصادي فحسب، بل أيضا احتمال تعرضها للمخاطر.

استخدمت البلدان عادة مزيجا من السياسات للاستجابة للزيادات المفاجئة في تدفقات رؤوس الأموال اليها. ويبدو أن الضوابط التي تفرض على رؤوس الأموال، حين تقترن بسياسات أخرى، نجحت ولو جزئيا في تخفيض حجم تدفقات رؤوس الأموال القادمة وتغيير تكوينها. وتعتبر الاجراءات التدخلية التعقيمية (التحيدية) أوسع الأدوات استخداما، وقد نجحت بصفة عامة كاستجابة أولية في كبح نمو القاعدة النقدية وتكوين وزيادة الاحتياطيّات. والأهم من ذلك، أن البلدان التي قاومت زيادة أسعار الصرف الحقيقية بزيادة التركيز على تشديد القيود المالية شهدت عادة انخفاضا في عجوزات حساباتها الجارية، ومزيجا من الاستيعاب موجهها نحو الاستثمار، وازديادا في سرعة نموها الاقتصادي.

وبالنسبة لسياسات الاقتصاد الكلي، يتمثل الدرس الرئيسي المستفاد من التجارب الحديثة العهد التي مرت بها البلدان المعنية أن الاعتماد الشديد على السياسات المالية، مدعما بالاجراءات التعقيمية (التحيدية) وبعض المرونة في أسعار الصرف الاسمية - وفي الحالات الأشد تطرفا، بفرض ضرائب أو قيود مؤقتة على تدفقات رؤوس الأموال القادمة - يمكن أن يشكل استجابة فعالة لفرط النشاط الاقتصادي ويمكن أن يخفض احتمال التعرض لتغيرات كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة. وبصورة أعم، من المرجح أن تعاني البلدان من خسارة ثقة المستثمرين عندما يتصورون أن سعر الصرف الحقيقي غير متسق مع الواقع، وأن التزامات مديونية الحكومة المعنية كبيرة قياسا بحجم إيراداتها ومركز احتياطاتها من العملات الأجنبية، أو عندما يتصورون أنه من غير الممكن سياسيا أو اداريا اجراء تكييف (اصلاح) مالي، أو أن أفاق نمو اقتصاد البلد المعني غير مشجعة.

- هناك فضائل كثيرة لكبح الزيادات الكبيرة في الاقراض المقترنة بتدفقات رؤوس الأموال القادمة، وذلك أثناء معالجة مواطن الضعف الأساسية في الجهاز المصرفي.

يلعب الجهاز المصرفي دورا مهما في تخصيص الموارد المالية في البلدان النامية، كما أن سلامة هذا الجهاز تحدد بدرجة كبيرة ما اذا كان البلد المعني سيتمكن من استغلال منافع الاندماج المالي وتجنب مخاطره. وفي العديد من البلدان النامية، لم يجر تخفيف القيود التنظيمية المفروضة على الأجهزة المصرفية الا مؤخرا، وحوافز البنوك مشوهة في اتجاه تحييد المخاطرة الشديدة، كما أن البنوك تعاني من عدم كفاية رأس المال، ولم يتم بعد انشاء قدرات التنظيم التحوطي والاشراف.

وتصبح معالجة مواطن الضعف الأساسية في الأجهزة المصرفية أكثر الحاحا في البيئة المتكاملة عالميا نظرا لأنها تسهل على البنوك زيادة اقراضها وبالتالي تحملها المزيد من المخاطر. وبهذا تصبح الأدوات المعيارية لمراقبة البنوك والاشراف عليها أقل فعالية. ولذا فان بناء الأطر المؤسسية وازالة تشوهات أنظمة الحوافز (على سبيل المثال، على هيئة اشتراط تأمين باهظ) وتعزيز قدرات الاشراف على البنوك تعتبر أمورا بالغة الأهمية.

وبما أن تنفيذ اصلاحات الأجهزة المصرفية يستغرق زمنا طويلا، قد يكون من الضروري كبح جماح الزيادات الكبيرة في الاقراض المرتبط بتدفقات رؤوس الأموال القادمة، وذلك عن طريق استخدام سياسات اقتصادية كلية فضلا عن فرض قيود أكثر توجيها، كزيادة متطلبات الاحتياطي أو تطبيق متطلبات لكفاية رأس المال تكون مرجحة بحيث تأخذ المخاطر في الاعتبار. ومن شأن هذا أن يخفف ضغوط فرط النشاط الاقتصادي الناجمة عن الزيادات المفاجئة في تدفقات رؤوس الأموال القادمة، وأن يخفض درجة تعرض الأجهزة المصرفية للمخاطر.

- من شأن تطوير أسواق رؤوس أموال تؤدي عملها بصورة جيدة أن يخفض مخاطر عدم الاستقرار المحتمل، فضلا عن اجتذاب المجمع المتزايد من استثمارات الحوافظ.

ييدي المستثمرون قلقهم تجاه عدم امكانية التعويل على الأسواق الناشئة في ثلاثة مجالات رئيسية: البنية الأساسية السوقية (حيث تشمل العواقب ارتفاع تكاليف التعاملات، وكثرة التأخير في عمليات التسوية، والفشل المباشر في انجاز التعاملات التجارية)؛ وحماية حقوق الملكية، ولا سيما حقوق حملة أسهم الحصص الأقلية؛ والافصاح عن المعلومات الخاصة بالأسواق والشركات وضبط الممارسات السوقية السيئة. غير أنه ليست هناك حلول بسيطة لاعداد أسواق رأس المال للاندماج المالي الذي يتطلب عملا منسقا في مجموعة واسعة من المجالات بغية تحسين البنية الأساسية السوقية والأطر التنظيمية الخاصة بها.

وتتيح المعايير الدولية الخاصة بالبنية الأساسية السوقية معايير قياسية ممتازة متوسطة الأمد للأسواق الناشئة، على الرغم من أنها تحتاج الى تعديل لتناسب مع أوضاع كل من البلدان المعنية. ويتضح من تجربة الأسواق الناشئة الأكثر تقدما، ولا سيما في آسيا، أنه من الممكن تحسين البنية الأساسية السوقية في فترة زمنية قصيرة نسبيا عن طريق قفزة نوعية الى أحدث الأنظمة. غير أن هذه التجربة، جنبا الى جنب مع مواطن الضعف التي كثيرا ما تكون موجودة في مؤسسات الوساطة المالية في الأسواق الناشئة، توحى أيضا بضرورة التنويه الى تحذيرين. أولا، لا ينبغي تحسين سرعة وظيفتي التسوية والحراسة (أي حفظ الأموال المدعة) على حساب امكانية التعويل. ثانيا، على الرغم من أهمية تشجيع المنافسة فيما بين مؤسسات الوساطة المالية، يجب وضع مستويات عالية لمعايير العضوية في مؤسسات أسواق رأس المال الرئيسية، وذلك بغية زيادة أمان السوق وتحسين ثقة المستثمرين.

يحظى حاليا نموذج تنظيمي مستند الى الافصاح والتنظيم الذاتي بقبول واسع النطاق في الأسواق الناشئة لأن له مزايا قوية تجعله أفضل من التنظيم الحكومي المباشر. الا أن التنظيم والاشراف الحكوميين لا يزالان ضروريين، ويمكن للدولة أن تلعب دورا حاسم الأهمية في تطوير أسواق رأس المال بالاشتراك مع القطاع الخاص، بحيث توفر الهياكل القانونية الأساسية، على سبيل المثال، وتشجع اقامة المؤسسات السوقية الحيوية. ونظرا لمواطن الضعف التي تشوب الأجهزة التنظيمية في العديد من الأسواق الناشئة وتعرضها «لمخاطر السمعة»، فإن المفاضلة بين تنمية الأسواق وبين اللوائح التنظيمية الفعالة اللازمة لتطوير الثقة في الأسواق والحفاظ عليها أقل وضوحا مما يظن أحيانا.

ويجب على الأسواق الناشئة أن تشجع أيضا ظهور المستثمرين المؤسسيين المحليين. فعن طريق تعبئة موارد مالية كبيرة، يمكن لهؤلاء المستثمرين أن يقوموا بمهمة موازنة المستثمرين الأجانب، وبذلك يخفضون المخاوف من فرط الوجود الأجنبي؛ ويخفضون أيضا درجة تعرض أسواق رأس المال المحلية لتقاطر المستثمرين الأجانب، كما أن وجودهم قد يطمئن المستثمرين الأجانب بشأن احترام البلد المعني لأنظمة وممارسة سلطات ادارة الشركات وحقوق الملكية.

ومن شأن كافة هذه المبادرات الخاصة بالسياسات والمؤسسات والتي تستهدف جذب المستثمرين الأجانب والحد من الأثر السلبي المحتمل للاندماج المالي على قلب أسواق

رأس المال، أن تساعد بدرجة كبيرة في تنمية أسواق رأس المال المحلية. كما أن هناك أدلة متزايدة على أن أسواق رأس المال التي تؤدي عملها كما يجب تسهم مساهمة هامة في عملية النمو بشكل عام.

- ينبغي على البلدان النامية إقامة آليات أفضل لامتصاص الصدمات وتطوير آليات لمعالجة أوضاع عدم الاستقرار لأنها ستظل معرضة بشدة للاضطرابات الاقتصادية لفترة من الزمن.

قد يتطلب الاندماج المالي المتزايد ثلاثة أنواع من آليات امتصاص الصدمات. أولاً، يجب تحديد مستوى الاحتياطيات الدولية بالنسبة الى التغيير في الحساب الرأسمالي وليس على أساس كفايته لاستيراد ما يكفي لعدد معين من الأشهر، وذلك نظراً لأن مستوى إجمالي التدفقات يكون أكثر ارتفاعاً عقب الاندماج. وبالنسبة للبلدان التي تكون ثقة المستثمرين فيها أقل متانة، هناك دواعٍ لزيادة أكبر من ذلك في حجم الاحتياطيات لاتقاء الصدمات. كما يمكن مساندة الاحتياطيات الدولية بتسهيلات ائتمانية تستخدم في الحالات الطارئة، مثلما فعلت الأرجنتين في الآونة الأخيرة. ثانياً، يزيد الاندماج المالي الحاجة الى المرونة المالية التي تعتمد بدورها على عدة عوامل من بينها مستوى الدين العام. ثالثاً، هناك فضائل قوية لإقامة آليات واقية في الأجهزة المصرفية. وينبغي على السلطات استخدام فترات الزيادة الكبيرة في الائتمان لزيادة متطلبات الكفاية الرأسمالية للبنوك ومخصصات الطوارئ، كوسيلة لتشجيع اتباع الممارسات المصرفية السليمة وزيادة مرونة البنوك.

وحتى مع وجود هذه الآليات لامتصاص الصدمات، تحتاج البلدان الى آليات محكمة التحديد تمكن واضعي السياسات من معالجة الأزمات فوراً وبفعالية. وهذا أمر هام بصورة خاصة بالنسبة للأجهزة المصرفية، حيث لا يسفر تأخير الاجراءات التي تستهدف احتواء أزمة ما الا عن زيادة تكاليفها.

تؤدي عولة الأسواق المالية، واقترانها بأشكال جديدة من الاستثمار وازدياد انتشار الشركات المالية العملاقة، الى زيادة عدد القنوات التي تنتقل الصدمات النظامية عبر الحدود والقطاعات والسرعة التي تنتقل بها هذه الصدمات. وفي الوقت نفسه، تؤدي الى تخفيض شفافية ووضوح السوق.

- التعاون الدولي فيما بين الأجهزة التنظيمية وكفاية الافصاح عن المعلومات على كافة المستويات يكتسبان أهمية متزايدة لضمان أمان وكفاءة الأسواق.

على الرغم من تكامل الأسواق المالية العالمية، فان صلاحيات الأجهزة التنظيمية تظل قومية النطاق بصورة رئيسية. ومن الصعب في السوق العالمية تقدير مستوى تعرض مؤسسات الوساطة المالية للمخاطر، كما أن العمليات المعقدة كتداول الأوراق المالية المشتقة تزيد من عدم دقة تقييم المخاطر. ولكي تعالج الأجهزة التنظيمية في البلدان

الصناعية هذه المشاكل فانها تزيد التعاون والتنسيق فيما بينها . ولكي تعزز انضباط السوق فانها تركز أيضا على الاشراف على نوعية ادارة الشركات المالية للمخاطر (وليس على المركز المالي للشركة المعنية في نقطة زمنية معينة) وعلى تحسين ممارسات الافصاح عن المعلومات.

وفي هذه البيئة الجديدة، من شأن تخفيض عدم التناظر في المعلومات عبر الحدود أن يسفر عن فائدة كبيرة للأسواق الناشئة. فعلى مستوى الاقتصاد الكلي، من شأن زيادة دقة واحكام توقيت الافصاح عن معلومات البلدان أن يخفض امكانية انتقال الصدمات المالية من بلد الى آخر. كما أن الافصاح الكافي عن صورة المخاطر والأوضاع المالية لمؤسسات الوساطة المالية يزيد فعالية انضباط الأسواق ويسهل اشراف الأجهزة التنظيمية عليها . وبالنسبة للأجهزة التنظيمية، ستكون هناك فائدة كبيرة في اتفاقيات التنسيق وتبادل المعلومات، مع الأسواق الصناعية والأسواق الناشئة الأخرى، ولا سيما مع تلك الأسواق التي من المرجح أن تتشاطر المؤسسات المالية ومصادر الصدمات المالية.



**تدفق رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية** بمبالغ ضربت رقما قياسيا، مما يعكس تكاملها المتواصل مع أسواق العالم المالية. ونظرا لأن هذه التدفقات تبلغ حاليا خمسة أمثال التدفقات من المصادر الرسمية الى هذه البلدان، فإن هذا السيل من الاستثمارات الدولية أصبح قوة كبيرة في الأسواق الناشئة، ولا بد أن تزداد آثاره ونتائجه.

وأمام البلدان النامية فرصة لجني مكاسب كبيرة، مباشرة وغير مباشرة على حد سواء، من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة هذه. غير أنه إذا لم تكن البلدان المعنية مستعدة للاندماج المالي، فقد تخسر أكثر مما تربحه من هذه العملية. فالمشاركة الناجحة في السوق العالمية تتطلب سياسات اقتصادية سليمة ومؤسسات مالية قوية، والبلدان النامية تتفاوت كثيرا في درجة استعدادها. غير أنه سواء أكانت هذه البلدان مستعدة أم لا. فإنها جميعا تواجه التحدي المائل في اجتذاب الاستثمارات الدولية وفي الوقت نفسه تحقيق الأوضاع التي من شأنها ضمان سلامة استخدام رؤوس الأموال هذه وحماية الاقتصاد المحلي من الصدمات والأزمات المالية.

يحلل هذا الكتاب عملية الاندماج المالي الدولي والقوى الهيكلية التي تدفع رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية. وفي اطار هذه الخلفية، يقدم الكتاب تفاصيل المنافع المحتملة من الاندماج ودلالات تدفقات رؤوس الأموال العالمية السريعة الحركة بالنسبة للاقتصادات الناشئة. وفي ضوء فحص لتجربة البلدان التي اجتذبت تدفقات كبيرة من رؤوس الأموال الخاصة، يقدم الكتاب ارشادات قيمة بشأن ما ينفع وما لا ينفع أثناء الانتقال الى الاندماج المالي. وسيحظى هذا الكتاب بالاهتمام البالغ من جانب واضعي السياسات وكذلك المستثمرين وأصحاب المصارف الدوليين، والمحللين الماليين، والباحثين.



**تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الى البلدان النامية** هو الكتاب الخامس في سلسلة تقدم لجمهور عريض نتائج البحوث الخاصة بقضايا السياسات الانمائية، التي يجريها موظفو البنك الدولي. وتسرد هذه التقارير الحقائق المعروفة عن هذه القضايا وتسهم في النقاش بشأن السياسات العامة الملائمة للاقتصادات النامية. والكتب السابقة في هذه السلسلة هي *معجزة شرق آسيا، والتكيف الاقتصادي في أفريقيا، وتفادي أزمة الشيخوخة، وبيروقراطيون في قطاع الأعمال*.

