المجلة العربية للعلوم الإدارية
مجلد ١٦، عدد ٣، سبتمبر ٢٠٠٩، ٣٤٣ – ٣٨١

بحوث

تأثير مخاطر الدولة المالية والاقتصادية والسياسية على الملاءة الائتمانية وتطـــور أســواق الأوراق الماليـــة: دراســة تحليليــة مقارنــة

حسن منير الصادي

كلية العلوم الإدارية
جامعة الكويت

مصطلحات علمية

الملاءة الائتمانية، تطور سوق الأوراق المالية، آليات السوق، الآليات البنكية، مخاطر الدولة.

الملخص

يختبر هذا البحث تطبيقيا العلاقة مابين مكونات مخاطر الدولة (سواء كانت مالية أو اقتصادية أو سياسية) والملاءة الائتمانية للنظم المالية التي تعتمد على آليات السوق (Market-Based Financial Systems)، والأخرى التي تعتمد على الآليات البنكية (Bank-Based Financial Systems) في توجيه النشاط الاقتصادي. كما يهدف البحث إلى اختبار تأثير كل من مخاطر الدولة والملاءة الائتمانية على نمو أسواق الأوراق المالية وتطورها في ٤١ دولة، مقسمة إلى ١٧نظاماً مالياً يتبع آليات السوق و٢٤ نظاماً مالياً يتبع الآليات البنكية. وتشير النتائج إلى أن الملاءة الائتمانية للنظم المالية تتأثر بالمخاطر السياسية والاقتصادية في كلٍ من النظم المالية التي تعتمد على آليات السوق وتلك التي تعتمد على الآليات البنكية. إلا أن تأثيرها أكبر في النظم التي تعتمد على آليات السوق. كما أثبتت النتائج أن أسواق الأوراق المالية في النظم المالية ذات المخاطر السياسية المالية والاقتصادية المنخفضة أكثر تطوراً، كما تتمتع بملاءة ائتمانية أعلى منها في تلك التي ترتفع فيها هذه المخاطر. إلا أن المخاطر السياسية والاقتصادية أكثر دلالة من المخاطر المالية في تفسير ذلك. وعند دراسة الظاهرة نفسها في النظم المالية التي تعتمد على آليات السوق وتلك التي تعتمد على الآليات البنكية أثبتت النتائج أن تطور أسواق الأوراق المالية في النظم المالية التي تعتمد على الآليات البنكية يتأثر بالمخاطر السياسية بدرجة أكبر من النظم المالية التي تعتمد على آليات السوق.

تم تسلم البحث في يناير ٢٠٠٩، وأجيز للنشر في مارس ٢٠٠٩.

تقوم ملاءة الدول الائتمانية في النظم الاقتصادية والمالية المختلفة بدور مهم في جذب أو طرد رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في هذه الدول، فضلا عن تشجيع أو عدم تشجيع رؤوس الأموال الوطنية للبقاء بالداخل، وعدم هجرتها أو هجرتها إلى الخارج للاستثمار في النظم الاقتصادية والمالية الأخرى ذات الملاءة الائتمانية المناسبة. وتشير كثير من الدراسات إلى أن المخاطر المختلفة للدولة، سواء كانت اقتصادية أو مالية أو سياسية تؤثر بدرجة أو بأخرى في الملاءة الائتمانية للنظام الاقتصادي أو المالي، سواء كان هذا النظام في دول متقدمة اقتصادياً أو ذات اقتصاد نامٍ كما جاء في دراسة Mathieson *et al.* (1996)، وكذلك إذا ما كانت الدولة تتبع آليات السوق أو تتبع الآليات البنكية في توجيه السوق كما جاء في دراسة Demirguc-Kunt (2000)، Ergungor (2004). كذلك أوضحت كثير من الدراسات أن الملاءة الائتمانية تقوم بدور مهم في تطور أسواق الأوراق المالية عن طريق جذب رؤوس الأموال إضافية، سواء كانت أجنبية أو محلية للاستثمار في هذه الأسواق، أو عن طريق زيادة حجم التداول، ومن ثم في زيادة معدلات دوران الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية، وهو ما يولد سيولة أكبر في السوق، كما جاء في دراسات La Porta *et al.*(1997)، Yartey (2008)، Perotti *et al.* (1999)، Garcia (1999)، Filer *et al.*(2000)، Levine (2002).

وفي إطار دراسة تأثير مخاطر الدولة المالية الاقتصادية والسياسية، وكذلك مستوى تطور سوق الأوراق المالية على الملاءة الائتمانية للدولة، توصل La Porta *et al.*(1997) إلى أن الالتزام بتطبيق القانون والقواعد المنظمة (Law & Order) للنشاط الاقتصادي يقوم بدور إيجابي في تطور أسواق الأوراق المالية في النظم الاقتصادية المتقدمة. كما توصل Yartey *et al.* (2008) عند دراسة العوامل السياسية والاقتصادية المؤثرة في تطور أسواق الأوراق المالية في الاقتصاديات الناشئة إلى أن العوامل المرتبطة بالمخاطر السياسية (Political Risk) ونوعية البيروقراطية (Bureaucracy Quality)، ومدى الالتزام بتطبيق القوانين (Low and Order) تقوم بدور مهم في التأثير على الملاءة الائتمانية في تلك الاقتصاديات، ومن ثم على تطور أسواق الأوراق المالية في هذه الاقتصاديات. وبدراسة تأثير النمو الاقتصادي على تطور سوق الأوراق المالية في الدول النامية، وجد Mohtadi *et al.* *(2004)* و Atje *et al.* *(1992)* أن هناك علاقة طردية ما بين النمو الاقتصادي وتطور سوق الأوراق المالية، بينما وجد Perotti *et al.* *(1999)* أن المخاطر السياسية تقوم بدور مهم في تطور سوق الأوراق المالية في تلك الدول. وبدراسة العوامل الاقتصادية التي تؤثر في تطور أسواق الأوراق المالية، توصل Garcia (1999) إلى أن أسواق الأوراق المالية في الدول النامية والمتقدمة اقتصاديا تتأثر بالدخل الحقيقي

معبرا عنه بنصيب الفرد من الناتج القومي المحلي، كما تتأثر بالسيولة وتطور النظام المالي.

وتعتمد البحوث على أربع وجهات نظر ومداخل مختلفة لدراسة تأثير الآلية التي تعتمد عليها الدول في توجيه نشاطها الاقتصادي ونظامها المالي، ومدى تأثيرها على الملاءة الائتمانية، وتحقيق النمو الاقتصادي، وتطور أسواق الأوراق المالية بتلك الدول. وتعتمد وجهة النظر الأولى على الآلية البنكية Bank-Based، بينما تعتمد وجهة النظر الثانية على آليات السوق Market-Based، وهناك وجهة النظر التي تعتمد على الخدمات المالية Financial Service، وأخيراً هناك وجهة النظر التي تعتمد على الآليات القانونية Legal-Base، إلا أن هذا البحث يختبر تأثير الآليات البنكية وآليات السوق في توجيه النشاط الاقتصادي على الملاءة الائتمانية وتطور أسواق الأوراق المالية. تعتمد الآلية الأولى على السوق Market-Based بينما تعتمد الآلية الثانية على البنوك Bank-Based. ويري مؤيدو الاعتماد على آليات السوق في توجيه النشاط الاقتصادي أن هذه الآلية تحقق النمو الاقتصادي وتطور أسواق الأوراق المالية في الأجل الطويل. بينما يري مؤيدو الاعتماد على الآليات البنكية في توجيه النشاط الاقتصادي أن هذه الآلية تناسب الدول النامية بدرجة أكبر من الدول المتقدمة اقتصاديا لتحقيق النمو الاقتصادي وتطور أسواق الأوراق المالية. وللتعرف إلى ما إذا كانت الآلية التي تعتمد عليها الدولة في تنظيم النشاط الاقتصادي والمالي تقوم بدور مهم في النمو الاقتصادي وتطور سوق الأوراق المالية أم لا، قام Levine (2002) بدراسة النمو الاقتصادي وتطور أسواق الأوراق المالية في الدول التي تعتمد على آلية السوق (Market-Based) والدول التي تعتمد على الآليات البنكية (Bark-Based) في توجيه النشاط الاقتصادي والمالي فوجد أنه لا يوجد فروق كبيرة بين آليات السوق والآلية البنكية في التأثير على النمو الاقتصادي وتطور سوق الأسواق المالية. وقد أشارت الدراسة التي قام بها Brewer (1990) إلى أن العوامل غير الاقتصادية وغير المالية مثل المخاطر السياسية والملاءة الائتمانية تقوم بدور مهم في تطور أسواق الأوراق المالية.

أهداف البحث وأهميته

يستهدف البحث معرفة ما إذا كانت العوامل المرتبطة بمخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية تؤثر في الملاءة الائتمانية وتطور أسواق الأوراق المالية أم لا. كما يستهدف البحث التعرف إلى ما إذا كانت آليات السوق تقوم بدور أكثر أهمية من دور الآليات البنكية في توجيه النشاط الاقتصادي والنظام المالي بالدولة، والتأثير على تطور سوق الأوراق المالية، ومن ثم على الملاءة الائتمانية للنظام المالي بالدولة.

كذلك يستهدف البحث إلى التعرف إلى أهمية طريقة قياس تطور سوق الأوراق المالية في التأثير على الملاءة الائتمانية

للنظام المالي، ومن ثم فقد تم الاعتماد على وجهتي نظر لقياس تطور سوق الأوراق المالية في النظم المالية المختلفة. وتقوم وجهة النظر الأولى على توجهات المستثمر الحقيقي الذي يرغب في شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها لفترات زمنية طويلة، وكذلك المستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية من أسواق ترتبط عوائدها بالأرباح التشغيلية أكثر منها بالمضاربات اليومية. ووفقا لهذا المقياس فإنه يتم حساب تطور سوق الأوراق المالية من Stock Market Development (SMD) خلال قسمة رأسمال سوق الأوراق المالية Stock Market Capitalization (SMC) على إجمالي الناتج المحلي Gross Domestic Products (GDP)، ويعبر هذا المقياس عن التطور الحقيقي في أسواق الأوراق المالية، نتيجة لربط هذا التطور بإجمالي الناتج المحلي. أما وجهة النظر الثانية فتقوم على توجهات المستثمر الذي يرغب في المضاربة على الأسهم دون الاحتفاظ بها لفترات زمنية طويلة، ومن ثم يسعى وراء الأسواق ذات معدلات الدوران والسيولة المرتفعة. ويعتمد هذا المقياس على معدل دوران سوق الأوراق المالية Stock Market Turnover Ratio (SMTR) بوصفه مقياساً لتطور سوق الأوراق المالية، وهذا القياس يعبر عن حجم التداول والمضاربات في السوق ولا يعبر بالضرورة عن تطور حقيقي في أسواق الأوراق المالية.

والجديد في هذا البحث هو اعتماده على مجموعة مختلفة من المؤشرات المالية والاقتصادية والسياسية التي تفسر ارتفاع (أو انخفاض) الملاءة الائتمانية للدول محل الدراسة، كما تفسر تطور (أو عدم تطور) أسواق الأوراق المالية في النظم المالية والاقتصادية المختلفة.

بيانات البحث ومصادرها

تعتمد الدراسة على مجموعة من المؤشرات الشهرية التي تقيس بشكل كمي كلا من الملاءة الائتمانية (CW) Creditworthiness، وتطور أسواق الأوراق المالية Stock Market Development (SMD) والعوامل التي تدخل في تكوين مخاطر الدولة المالية، الاقتصادية، السياسية لإحدى وأربعين دولة خلال الفترات الزمنية من ديسمبر ١٩٨٤ إلى ديسمبر ٢٠٠٧. وتقسم هذه الدول إلى مجموعتين، الأولى تضم أربعة وعشرين دولة تعتمد على الآليات البنكية في توجيه أنشطتها الاقتصادية. وهذه الدول هي: الأرجنتين، والأردن، وأسبانيا، وألمانيا، وأندونيسيا، وإيرلندا، وإيطاليا، وباكستان، وبنجلادش، وتونس، وزيمبابوي، وسريلانكا، وفرنسا، وفنزويلا، وفنلندا، وكولومبيا، وكينيا، والمجر، ومصر، والنرويج، والنمسا، ونيوزيلندا، والهند، واليابان. بينما تضم المجموعة الثانية سبع عشرة دولة تعتمد على آليات السوق في توجيه أنشطتها الاقتصادية وهي: أستراليا، والبرازيل، والدنمرك، والسويد، والفلبين، والمكسيك، والولايات المتحدة الأمريكية، وبريطانيا، وبيرو، وتركيا، وتايلاند، وجنوب

أفريقيا، وسويسرا، وشيلي، وكندا، وماليزيا، وهونج كونج.

ولقد تم الحصول على مؤشر الملاءة الائتمانية للدول المختلفة من مصدرين: الأول Institutional Investors، والثاني Economic Intelligent Unit. ويعطي مؤشر الملاءة الائتمانية تصنيفاً للدولة يتراوح ما بين الصفر والمائة نقطة، حيث يمثل حصول الدولة على مائة نقطة أقل احتمال لعجز النظام المالي والاقتصادي بالدولة عن الوفاء بالتزاماته، سواء كانت هذه الالتزامات داخلية أو خارجية. أما بالنسبة لمؤشر تطور السوق فقد تم الحصول عليه من مؤشرات البنك الدولي World Bank Indicators (WBI). بينما تم توفير باقي المؤشرات التي تتعلق بمخاطر الدولة المالية، الاقتصادية، السياسية والتي قد يكون لها دور في التأثير على الملاءة الائتمانية للنظام المالي وتطور سوق الأوراق المالية من الدليل الدولي للمخاطر القطرية International Country Risk Guide (ICRG). وطبقا لهذا الدليل فإن المخاطر القطرية لكل دولة تعتمد على مخاطرها المالية والاقتصادية والسياسية، والتي تتكون بدورها من مجموعة من المؤشرات الفرعية على النحو الآتي:

مجموعة المؤشرات التي ترتبط بالمخاطر المالية للدولة، وتتضمن:

١ – مؤشر خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي: Foreign Debt Service/ GDP (FDS/GDP)، وفيه يتم حساب نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي لكل شهر. ويشير ارتفاع هذه النسبة إلى ارتفاع المخاطر المالية بالدولة ومن ثم إلى انخفاض المؤشر.

٢ – مؤشر صافي السيولة المتاحة للدولة: Net International Liquidity (NIL)، وهو يقيس صافي احتياطي الدولة من العملات والذهب، مقوما بالدولار الأمريكي، ويؤدي ارتفاع هذا المؤشر إلى انخفاض المخاطر المالية للدولة.

٣ – مؤشر استقرار سعر الصرف: Exchange Rate Stability (Ex.S) ومن خلاله يتم قياس مدى استقرار سعر الصرف بالدولة مقابل الدولار الأمريكي، ويؤدي استقرار سعر الصرف إلى ارتفاع المؤشر.

٤ – مؤشر معدل الفائدة الخالي من المخاطر: Risk Free Interest Rate (RFIR)، ويعتمد هذا المؤشر على معدل الفائدة ربع السنوية على أوراق الخزانة المصدرة بواسطة الحكومة الأمريكية.

مجموعة المؤشرات التي ترتبط بالمخاطر الاقتصادية للدولة، وتتضمن:

١ – مؤشر إجمالي الناتج القومي: Gross National Products (GNP).

٢ – مؤشر معدل النمو الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي Real GDP Growth (RGDPG).

٣ – نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي: Gross Domestic Products per Head (GDP/H) ويعبر هذا المؤشر عن نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي مقوما بالدولار الأمريكي.

٤ – مؤشر معدل نمو الصادرات: Growth Rate of Exports (GRExp.).

يؤدي ارتفاع المؤشرات السابقة إلى انخفاض المخاطر الاقتصادية بالدولة، ومن ثم إلى انخفاض المخاطر القطرية للدولة.

مجموعة المؤشرات التي ترتبط بالمخاطر السياسية للدولة، وتتضمن:

١ – مؤشر الفساد: Corruption (COR) والذي يقيس مستوى الفساد المالي والإداري بالدولة وانعكاسه على النظام السياسي بالدولة، وكلما ارتفع مستوى الفساد المالي والإداري بالدولة انخفض المؤشر، ومن ثم ترتفع المخاطر السياسة للدولة.

٢ – مؤشر الالتزام بالقوانين والأوامر: Law & Orders (LO) ويقيس مدى الالتزام بتطبيق القوانين والأوامر المنظمة للحياة الاقتصادية بالدولة. وكلما كان هناك التزام بتطبيق القوانين والأوامر ارتفع المؤشر وانخفضت المخاطر السياسة.

٣ – مؤشر طبيعة البيروقراطية: Bureaucracy Quality (BQ) لقياس نوعية البيروقراطية التي تتحكم في النشاط الاقتصادي وقوة مؤسسات الدولة في حالة وجود اضطرابات سياسية. فإذا ما كان النظام البيروقراطي قوياً ويسمح بتسيير الأعمال في حالة وجود أية إضرابات داخلية أو عدم قدرة الحكومة على تسيير الأعمال، ارتفع المؤشر وانخفضت المخاطر السياسة.

٤ – مؤشر ملامح النشاط الاستثماري بالدولة: Investment Profile (IP)، ويعبر عن مدى استعداد الدولة لمكافأة الاستثمار عن طريق خفض الضرائب، وخفض مخاطر الاستثمار، وعدم إعاقة دخول وخروج رأس المال إلى الدولة، وانخفاض مخاطر تأميم المشروعات غير المملوكة للدولة ..... الخ.

٥ – مؤشر الاستقرار الحكومي: Government Stability (GS)، وهو يقيس قدرة الحكومة على الوفاء ببرنامجها المعلن، وقدرتها على البقاء في الحكم في ظل الاضطرابات المختلفة. وكلما استقرت الحكومة في أداء أعمالها ومهامها ارتفع المؤشر وانخفضت المخاطر السياسة.

٦ – مؤشر الصراعات الداخلية: Internal Conflicts، ويقيس مدى وجود صراعات داخلية بين التيارات السياسية داخل الدولة وتأثيرها على الحكومة وانتقال الحكم، حيث إن زيادة الصراعات الداخلية تؤدي إلى انخفاض المؤشر، ومن ثم إلى ارتفاع المخاطر السياسية.

منهجية البحث

سبق اختبار العلاقة بين الملاءة الائتمانية وتطور حجم سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات المختلفة في الدراسات التي قام بها كل من Brewer *et al. (1990)*، Feder *et al. (1985)*، Mathieson *et al. (1996 & 1997)* بالإضافة إلى Savvides (1992)، وكما جاء في دراسة كل من Yartey (2008)، Garcia *et al. (1999)*، Levine (2002) وذلك اعتماداً على مجموعة المؤشرات المالية والاقتصادية.

ولقد تم الاعتماد على نموذج المعادلات المتزامنة (Simultaneous-Equations) في الدراسة التي قام بها Savvides (1991,1992)، وذلك لاختبار العلاقة مابين تطور حجم الأسواق المالية والملاءة الائتمانية والترتيبات المؤسسية التي تحكم الأسواق المالية، اعتمادا على مجموعة من المؤشرات التي تربط مابين الملاءة الائتمانية والنظام المالي والقانوني للدولة. كذلك قام Mathieson (1996) بتطوير نموذج للتعرف إلى تأثير مجموعة من المؤشرات الاقتصادية على الملاءة الائتمانية للدول المتقدمة. كذلك قام Ergungor (2004) بدراسة علاقة الارتباط ما بين مجموعة من المؤشرات المنظمة للسوق ونظيرتها التي ترتبط بحقوق حملة الأسهم ومدى تأثيرها على تطور سوق الأوراق المالية في النظم المالية التي تعتمد على آليات السوق، وتلك التي تعتمد على آلية البنوك لتوجيه النظام المالي. ولقد قام El-Sady *et al.* (2002) بتطوير نموذج من معادلتين آنيتين: المعادلة الأولى تربط ما بين تطور سوق الأوراق المالية كدالة في الملاءة الائتمانية والمعادلة الثانية تجعل الملاءة الائتمانية دالة في تطور سوق الأوراق المالية وذلك لدراسة التأثير التبادلي بين الملاءة الائتمانية وتطور سوق الأوراق المالية في إحدى وخمسين دولة.

نموذج تقدير العلاقة مابين الملاءة الائتمانية وتطور سوق الأوراق المالية

في سياق الأبحاث السابقة نفسها ولاختبار العلاقة بين الملاءة الائتمانية وتطور حجم سوق الأوراق المالية في الاقتصاديات المختلفة كما جاء في دراسات كل من Brewer *et al. (1990)*، Feder *et al. (1985)*، Mathieson *et al. (1996 & 1997)* بالإضافة إلى Savvides (1992)، وكما جاء في دراسات كل من Yartey (2008)، Garcia (1999)، Levine (2002)، واعتماداً على مجموعة مختلفة من المؤشرات المالية والاقتصادية، بالإضافة إلى المؤشرات التي تقيس المخاطر السياسية في الدول محل الدراسة – يعتمد هذا البحث على أسلوب الانحدار المتعدد لبناء نموذج يربط، ومن ثم يفسر العلاقة السببية بين SMD الذي يقيس تطور سوق الأوراق المالية (Stock Market Development)، وCW الذي يقيس الملاءة الائتمانية (Creditworthiness) في الدول المعتمدة على آليات السوق وتلك المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي للدولة. ويعتمد النموذج في تفسيره لتطور أسواق الأوراق المالية بصفة أساسية على الملاءة الائتمانية (CW)، بالإضافة إلى مجموعتين من المؤشرات السياسية والاقتصادية. وتتضمن مجموعة

المؤشرات المرتبطة بالمخاطر السياسية للدولة والتي يتم اختبار تأثيرها، ومن ثم قدرتها على تفسير تطور أسواق الأوراق المالية أربعة مؤشرات وهي: مؤشر COR الذي يقيس مستوى الفساد المالي والإداري بالدولة، ومؤشر LO الذي يقيس مدى الالتزام بتطبيق القوانين بالدولة، وكذلك مؤشر BQ لقياس طبيعة البيروقراطية التي تتحكم في النظام المالي، بالإضافة إلى مؤشر IP الذي يقيس ملامح النشاط الاستثماري بالدولة. أما مجموعة المؤشرات التي تقيس المخاطر الاقتصادية بالدولة فتشمل: مؤشر GNP الذي يعبر عن إجمالي الناتج القومي، بالإضافة إلى مؤشر RGDPG الذي يعبر عن المعدل الحقيقي للنمو في إجمالي الناتج المحلي. ولضمان عدم تأثير التباين في حجم رؤوس أموال أسواق الأوراق المالية من دولة لأخرى على نتائج الدراسة تم توحيد أساس قياس تطور حجم سوق الأوراق المالية عن طريق قسمة إجمالي القيمة السوقية SMC للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على إجمالي الناتج المحلي GDP لكل دولة من الإحدى والأربعين دولة محل الدراسة. ويتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية:

$$SMD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CW_{it} + \beta_2 COR_{it} + \beta_3 LO_{it} + \beta_4 IP_{it} + \beta_5 BQ_{it} + \beta_6 GNP_{it} + \beta_7 RGDPG_{it} + \varepsilon_{i1} \quad (1)$$

حيث تعدّ جميع المتغيرات في الطرف الأيمن للمعادلة متغيرات غير عشوائية فيما عدا الحد الأخير ε_{i1} الذي يفترض أنه يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط صفر وتباين ثابت يمكن التعبير عنه بـ σ_1^2، وجميع هذه المتغيرات متغيرات مستقلة. أما SMD_{it} فهو متغير تابع له نفس التوزيع الاحتمالي للخطأ العشوائي ε_{i1} بتباين σ_1^2 ومتوسط هو

$$\beta_0 + \beta_1.E(CW_{it}) + \beta_2.E(COR_{it}) + \beta_3.E(LO_{it}) + \beta_4.E(IP_{it}) + \beta_5.E(BQ_{it}) + \beta_6.E(GNP_{it}) + \beta_7.(RGDPG_{it}) + 0 \quad (2)$$

ويفترض في النموذج غياب الارتباط بين قيم ε_{i1} لكل من $i = 1, 2, 3, \ldots, n$، حيث يشير الحرف i إلى الدولة بينما يشير الحرف t إلى الزمن. هذا، وتمثل المُركبات β_1، β_2، β_3، ..... β_7 معالم النموذج التي سوف يتم تقديرها من خلال طريقة المربعات الصغرى التقليدية Ordinary Least Squares (OLS).

نموذج تقدير العلاقة ما بين مخاطر الدولة وملاءتها الائتمانية

تعرضت مجموعة الدراسات التي قام بها Ergungor (2004)، Demirguc-Kunt *et al.* (1999)، Haque *et al.* (1996) للدور الذي قد تقوم به المخاطر المالية والاقتصادية للدولة في زيادة ملاءتها الائتمانية، ومن ثم في نمو أسواق الأوراق المالية بها. وقد أوضحت هذه الدراسات أن انخفاض المخاطر الاقتصادية والمالية والسياسية يؤدي إلى زيادة الملاءة الائتمانية للنظام المالي بما يساعد على جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار للدولة، كما يشجع رؤوس الأموال الوطنية على البقاء بالداخل وعدم الهجرة إلى الخارج،

وهو ما يؤدي إلى تطور الأسواق المحلية وزيادة ملاءتها الائتمانية عن ذي قبل.

في هذا الإطار يهدف البحث، باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد، إلى بناء نموذج يفسر العلاقة السببية بين CW الذي يعبر عن الملاءة الائتمانية (Creditworthiness) ومدى تأثرها بالمخاطر المالية والاقتصادية بالإضافة إلى المخاطر السياسية في الدول محل الدراسة. كما يعول النموذج على تطور حجم سوق الأوراق المالية SMD بوصفه مفسراً أساسياً للملاءة الائتمانية.

وتتضمن مجموعة المخاطر المالية التي يختبر النموذج مدى تأثيرها على الملاءة الائتمانية كلا من مؤشر FDS/GDP الذي يقيس نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي، ومؤشر NIL الذي يقيس صافي احتياطي الدولة من العملات والذهب مقوما بالدولار الأمريكي، بالإضافة إلى مؤشر Ex.S الذي يقيس مدى استقرار سعر الصرف بالدولة. بينما تركز المجموعة الثانية على مجموعة من المؤشرات التي تقيس المخاطر الاقتصادية بالدولة وهي: مؤشر RGDPG الذي يقيس معدل النمو الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي، بالإضافة إلى مؤشر GDP/H الذي يعبر عن نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي مقوما بالدولار الأمريكي، ومؤشر .GREXp لقياس معدل نمو الصادرات، بالإضافة إلى RFIR وهو المقياس الذي يشير إلى معدل الفائدة الخالي من المخاطر. ويتخذ النموذج في الاعتبار مؤشرين من المؤشرات التي تقيس المخاطر السياسية: ويتعلق الأولGS باستقرار الحكومة، بينما يتعلق الثانيIC بالصراعات الداخلية التي تؤثر في الاستقرار الداخلي للدولة وقدرة الحكومة على تنفيذ برنامجها. ولا يهمل النموذج تأثير CW_{it-1} الملاءة الائتمانية في الفترات السابقة (Lagged Value of Creditworthiness) على الملاءة الائتمانية في الفترة الحالية. ويتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} CW_{it} = {} & \alpha_0 + \alpha_1 SMD_{it} + \alpha_2 FDS/GDP_{it} \\ & + \alpha_3 NIL_{it} + \alpha_4 GREXp_{it} \\ & + \alpha_5 Ex.S_{it} + \alpha_6 RGDPG_{it} \\ & + \alpha_7 GDP/H_{it} + \alpha_8 RFIR_{it} \\ & + \alpha_9 CW_{it-1} + \alpha_{10} GS_{it} \\ & + \alpha_{11} IC_{it} + \varepsilon_{i2} \end{aligned} \quad (3)$$

حيث تعبر جميع المتغيرات في الطرف الأيمن عن متغيرات غير عشوائية عدا الحد الأخير ε_{i2} الذي يفترض أنه يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط صفر وتباين ثابت يمكن التعبير عنه بـ σ_2^2، وجميع هذه المتغيرات متغيرات مستقلة. أما CW_{it} فهو متغير تابع له نفس التوزيع الاحتمالي للخطأ العشوائي ε_{i2} بتباين σ_2^2 ومتوسط هو

$$\begin{aligned} & \alpha_0 + \alpha_1.E(SMD_{it}) + \alpha_2.E(FDS/GDP_{it}) + \\ & \alpha_3.E(NIL_{it}) + \alpha_4.(GREXp_{it}) + \\ & \alpha_5.E(Ex.S_{it}) + \alpha_6.E(RGDPG_{it}) + \\ & \alpha_7.E(GDP/H_{it}) + \alpha_8.E(RFIR_{it}) + \\ & \alpha_9.E(CW_{it-1}) + \alpha_{10}.E(GS_{it}) + \\ & \alpha_{11}.E(IC_{it}) + 0 \end{aligned} \quad (4)$$

كما يفترض غياب الارتباط بين قيم ε_{i2} لكل من i = 1, 2, 3,....., n ويشير i إلى الدولة بينما يشير t إلى الزمن. أما المركبات α_1، α_2، α_3، ..... α_7 فهي معالم النموذج، وسوف يتم تقديرها من خلال طريقة المربعات الصغرى التقليدية Ordinary Least Squares (OLS).

تحليل النتائج

تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية

وباستخدام برنامج SPSS أمكن تقدير معاملات المعادلة (١) التي تربط مابين الملاءة الائتمانية ومخاطر الدولة كمتغيرات مستقلة من ناحية، وتطور سوق الأوراق المالية كمتغير تابع من ناحية أخرى، باستخدام بيانات إحدى وأربعين دولة للفترة الزمنية من ديسمبر ١٩٨٤ إلى ديسمبر ٢٠٠٧ وكما هو موضح بالجدول (١).

يمثل العمود الأول من الجدول (١) أسماء متغيرات النموذج، ويمثل العمود الثاني قيم المعاملات المعيارية (Standardized β – Coefficient)، بينما يمثل العمود الثالث قيم ***t***-statistics المناظرة لكل معامل. ويعكس العمود الأخير معنوية العلاقة لكل معامل معبرا عنها بـ ***p***-value. ويتضح من الجدول أن المعالم ذات المعنوية عند تطبيق النموذج السابق على الدول الداخلة في الدراسة هي β_1 وβ_3 وβ_4 وβ_5. أما بقية المتغيرات في النموذج السابق فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به.

ومن ثم يتخذ النموذج الصورة النهائية الآتية:

جدول ١

تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية (بالتطبيق على ٤١ دولة)

Variables	Standardized β-Coefficients	*t*-statistics	*p*-value
(Constant)		0.304	0.762
1. CW	0.207**	2.081	0.038
2. COR	-0.006	-0.099	0.821
3. LO	0.192**	2.312	0.027
4. IP	0.132*	1.996	0.085
5. BQ	-0.062***	-1.894	0.000
6. GNP	-0.048	-0.495	0.318
7. RGDPG	0.031	0.102	0.461

*** معنوي عند مستوى ١٪ ** معنوي عند مستوى ٥٪ * معنوي عند مستوى ١٠٪

$$Exp.SMD_{it} = 0.027Exp.CW_{it} - 0.006Exp.COR_{it} + 0.192Exp.LO_{it} + 0.132Exp.IP_{it} - 0.062Exp.BQ_{it} - 0.048Exp.GNP_{it} + 0.031Exp.RGDPG_{it} \quad (5)$$

ويتضح من الجدول (١) أن تطور سوق الأوراق المالية في إحدى وأربعين دولة تضمنتها الدراسة يتأثر إيجابياً بالملاءة الائتمانية (CW)، وبارتفاع مستوى كل من مؤشر الالتزام بتطبيق القوانين (LO)، ومؤشر ملامح النشاط الاستثماري (IP) بالدولة. بينما يتأثر سلبياً بارتفاع مؤشر طبيعة البيروقراطية (BQ) بالدولة على النحو الآتي:

١ – بالنسبة **للملاءة الائتمانية (CW)**، تشير نتائج الدراسة إلى أن الملاءة الائتمانية تؤثر إيجابياً على تطور أسواق الأوراق المالية، حيث يؤدي ارتفاع الملاءة الائتمانية في الدول محل الدراسة بوحدة واحدة إلى تطور أسواق الأوراق المالية بهذه الدول بنسبة ٢٠,٧٪.

٢ – بالنسبة **لمؤشر الالتزام بتطبيق القوانين في الدولة (LO)**، تشير نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية ما بين المؤشر وتطور أسواق الأوراق المالية، حيث إن زيادة معدل الالتزام بتطبيق القوانين في الدول محل الدراسة بوحدة واحدة يؤدى إلى تطور أسواق الأوراق المالية بهذه الدول بنسبة ١٩,٢٪.

٣ – بالنسبة **لمؤشر ملامح النشاط الاستثماري بالدولة (IP)**، أيضا تشير النتائج إلى أن هناك علاقة طردية ما بين المؤشر وتطور أسواق الأوراق المالية ؛ حيث إن أسواق الأوراق المالية تتطور بنسبة ١٣,٢٪ نتيجة لتحسن ملامح النشاط الاستثماري بوحدة واحدة.

٤ – على النقيض، فإن زيادة **طبيعة البيروقراطية (BQ)** له تأثير سلبي على تطور أسواق الأوراق المالية في الدول محل الدراسة، حيث تطور سوق الأوراق المالية يتأثر سلبياً بنسبة ٦,٢٪ نتيجة لزيادة مؤشر البيروقراطية بوحدة واحدة.

وكما يتضح من الجدول (١) فإن تطور سوق الأوراق المالية في الدول محل الدراسة وعددها إحدى وأربعين دولة وإن كان يتأثر إيجابياً بمعدل نمو إجمالي الناتج المحلي (GRGDP)، وسلبياً بالفساد الإداري والمالي (COR) والناتج القومي (GNP)، إلا أن هذه العوامل ليست لها دلالة إحصائية عند درجة معنوية ٥٪ أو١٠٪.

يتضح من النتائج التي تم التوصل إليها والتي تم استعراضها في الجدول (١) أن العوامل المرتبطة بالمخاطر السياسية (LO, IP, and BQ) تقوم بدور له دلالة إحصائية في تطور سوق الأوراق المالية

في الدول محل الدراسة، خلافا للعوامل المرتبطة بالمخاطر الاقتصادية. وقد يفسر ذلك بوجود أدوات مالية يمكن من خلالها أخذ الحيطة ضد تأثير المخاطر الاقتصادية على سوق الأوراق المالية، بينما لا توجد أدوات يمكن من خلالها أخذ الحيطة ضد المخاطر السياسية، وهو ما يجعل المستثمرين، سواء كانوا محليين أو أجانب، يُحجمون عن الاستثمار أو الدخول في أسواق ذات مخاطر سياسية مرتفعة، بينما يُقبلون على الاستثمار في أسواق ذات مخاطر اقتصادية مرتفعة في ظل وجود أدوات ضابطة للسوق وضمانات حكومية.

تأثير مخاطر الدولة على ملاءتها الائتمانية في النظم المالية المختلفة

يعرض الجدول (٢) نتائج تقدير نموذج الانحدار المتعدد لقياس العلاقة ما بين مخاطر الدولة كمتغيرات مستقلة، والملاءة الائتمانية للدولة كمتغير تابع كما في المعادلة (٣)، اعتماداً على برنامج SPSS. حيث تم قياس تأثير مخاطر الدولة على ملاءتها الائتمانية وذلك بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي تقيس المخاطر المالية والاقتصادية والسياسية لعدد إحدى وأربعين دولة وذلك خلال الفترة الزمنية من ديسمبر ١٩٨٤ إلى ديسمبر ٢٠٠٧. ومن ثم يمكن التعبير عن العلاقة مابين مخاطر الدولة والملاءة الائتمانية على النحو الآتي:

$$\begin{aligned} Exp.CW_{it} = & 0.301 Exp.SMD_{it} \\ & - 0.042 Exp.FDS/GDP_{it} \\ & + 0.016 Exp.NIL_{it} \\ & + 0.039 Exp.GRExp_{it} \\ & - 0.018 Exp.Ex.S_{it} \\ & - 0.038 Exp.RGDPG_{it} \\ & + 0.072 Exp.GDP/H_{it} \\ & - 0.004 Exp.RFIR_{it} \\ & + 0.598 CW_{it-1} \\ & - 0.202 Exp.GS_{it} \\ & - 0.049 Exp.IC_{it} \end{aligned} \qquad (6)$$

ويوضح العمود الأول من الجدول (٢) أسماء متغيرات النموذج، ويمثل العمود الثاني قيم المعاملات المعيارية $(\text{Standardized } \lambda - \text{Coefficient})$، بينما يمثل العمود الثالث قيم t-statistics المناظرة لكل معامل، ويعكس العمود الأخير معنوية العلاقة لكل معامل p-value.

ويتضح من الجدول (٢) أن المعالم ذات المعنوية عند تطبيق المعادلة (٣) على إحدى وأربعين دولة تضمنتها الدراسة هي λ_1، λ_7، λ_9، λ_{10}، λ_{11} عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$، بينما λ_4 ذات معنوية عند مستوى معنوية $\alpha = 10\%$، أما بقية المتغيرات في النموذج السابق فلم تفصح عن أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به. كما يبين الجدول (٢) أن الملاءة الائتمانية للدولة تتأثر بصفة أساسية بالملاءة الائتمانية السابقة Lag.CW للنظام المالي، وكذلك تطور سوق الأوراق المالية SMC/ GDP وبمستوى معنوية ١٪، يلي ذلك في الأهمية المخاطر السياسية GS و IC بمستوى معنوية ٥٪. بينما تتأثر بمؤشر

جدول ٢
تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية (بالتطبيق على ٤١ دولة)

Variables	Standardized λ -Coefficients	*t*-statistics	*p*-value
(Constant)		8.996	0.000
1. SMC/GDP	0.301***	4.025	0.001
2. FDS/GDP	-0.042	-0.691	0.252
3. NIL	0.016	0.655	0.263
4. GRExp.	0.039*	1.523	0.078
5. Ex.S	-0.018	-0.906	0.635
6. RGDPG	-0.038	-1.198	0.128
7. GDP/H	0.072**	1.899	0.042
8. RFIR	-0.004	-0.138	0.728
9. Lag.CW	0.598***	16.585	0.000
10. GS	-0.202**	-3.624	0.002
11. IC	-0.049**	-2.116	0.029

*** معنوية عند مستوى ١٪ ** معنوية عند مستوى ٥٪ * معنوية عند مستوى ١٠٪

اقتصادي واحد GDP/H بمستوى معنوية ٥٪، ومؤشر مالي واحد .GRExp بمستوى معنوية ١٠٪.

ويمكن تفسير قيم معاملات المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية السابقة، تلك التي تؤثر في الملاءة الائتمانية للنظام المالي للدول المختلفة على النحو الآتي:

١ - **تشير نتائج الدراسة إلى** وجود علاقة طردية معنوية بين الملاءة الائتمانية وتطور سوق الأوراق المالية معبرا عنها بنسبة إجمالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية إلى إجمالي الناتج القومي المحلي، حيث إن تطور أسواق الأوراق المالية بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية بمعدل ٣٠,١٪ وذلك بدلالة إحصائية p-value = 0.000.

٢ - **بالنسبة لتأثر الملاءة الائتمانية في الفترة الحالية بالملاءة الائتمانية في الفترات السابقة**، تشير نتائج الدراسة إلى أن قيم الملاءة الائتمانية في الفترة الحالية تتأثر طرديا بالملاءة الائتمانية في الفترة السابقة بمعدل ٥٩,٨٪ وذلك بدلالة إحصائية p-value = 0.000.

٣ - **بالنسبة للعوامل التي ترتبط بالمخاطر السياسية ممثلة في استقرار الحكومة (GS) ووجود**

صراعات داخلية بالدول محل الدراسة (IC)، تشير النتائج إلى أن GS & IC يؤثران سلبيا على الملاءة الائتمانية، حيث إن انخفاض مؤشر عدم استقرار الحكومة بمقدار وحدة واحدة يؤثر سلبيا على الملاءة الائتمانية بمعدل ٢٠,٢٪ بدلالة إحصائية p-value = 0.002. كما أن زيادة حدة الصراعات الداخلية وعدم استقرار الأوضاع الداخلية في الدول محل الدراسة بما يؤدي إلى انخفاض المؤشر بوحدة واحدة يؤدى إلى انخفاض الملاءة الائتمانية لهذه الدول بنسبة ٤,٩٪ بدلالة إحصائية p-value = 0.029.

٤ - **بالنسبة للعوامل الاقتصادية التي تتعلق بمعدل نمو الصادرات (GRExp) ومتوسط نصيب الفرد من الناتج القومي المحلي (GDP/H)**، أوضحت النتائج أن زيادة معدلات نمو الصادرات بمقدار وحدة واحدة يؤثر إيجابياً بنسبة ٣,٩٪ على الملاءة الائتمانية بدلالة إحصائية p-value = 0.078. في حين أن زيادة معدل نمو نصيب الفرد من الناتج القومي المحلي بمقدار وحدة واحدة ينعكس إيجابياً بمقدار ٧,٢٪ على الملاءة الائتمانية بدلالة إحصائية p-value = 0.042 في الدول محل الدراسة.

وعلى الرغم من تأثر الملاءة الائتمانية للدول محل الدراسة طرديا بالعوامل المرتبطة بالمخاطر المالية ممثلة في صافي احتياطي الدولة من العملات والذهب مقوما بالدولار الأمريكي **(NIL)**، وسلبيا بكل من نسبة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي **(FDS/GDP)** واستقرار سعر الصرف بالدولة **(Ex.S)** ومعدل النمو الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي **(RGDPG)** بالإضافة إلى معدل الفائدة الخالي من المخاطر **(RFIR)**، إلا أنه ليس هناك دلالة إحصائية لتأثير هذه العوامل على الملاءة الائتمانية للنظام المالي.

ويمكن تفسير ذلك بأن الملاءة الائتمانية تتأثر بدرجة أكبر بالمخاطر السياسية والاقتصادية من تأثرها بالمخاطر المالية التي يمكن التحوط منها. فبالنسبة للمخاطر المالية المرتبطة بمعدل الفائدة فإنه يمكن التحوط منها بالدخول في عقود مبادلة للفائدة خلال فترة الاستثمار (Interest Rate Swap)، التي تحمي المستثمر من التقلب في أسعار الفائدة. كما يمكن للمستثمر التحوط ضد المخاطر المالية المرتبطة بتقلب سعر الصرف عن طريق الدخول في عقود مبادلة لسعر الصرف (Exchange Rate Swap). فضلاً عن أن احتياطي الدولة من العملات والذهب مقوما بالدولار ليس له أهمية أو تأثير على جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في حالة عدم الاستقرار السياسي أو عدم استقرار الأوضاع الداخلية في الدول الأجنبية.

تحليل مقارن للعلاقة مابين الملاءة الائتمانية وتطور سوق الأوراق المالية، معبرا عنه بنسبة رأسمال لسوق الأوراق المالية إلى إجمالي الناتج المحلي في الدول التي تعتمد على آليات السوق وتلك التي تعتمد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي

في هذا الجزء من البحث تم دراسة تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية بعد تقسيم مجتمع البحث الذي يتكون من إحدى وأربعين دولة إلى مجموعتين من الدول. المجموعة الأولى تتضمن سبع عشرة دولة تعتمد على آليات السوق، بينما تتضمن المجموعة الثانية أربعة وعشرين دولة تعتمد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، وذلك بغرض معرفة ما إذا كان هناك اختلاف بين العوامل التي تؤثر في تطور سوق الأوراق المالية باختلاف الآليات التي توجه النظم المالية وما إذا كان تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية يتبع نفس الاتجاهات التي تم التعرف إليها في مجتمع البحث إجمالاً أم لا.

ويستعرض الجدول (٣) نتائج توفيق معادلة الانحدار المتعدد عند دراسة تأثير الملاءة الائتمانية على تطور أسواق الأوراق المالية في الدول التي تعتمد على آليات السوق (الجزء (A))، والدول التي تعتمد على الآليات البنكية (الجزء (B)) في توجيه نظمها المالية. والنتائج الموضحة في الجدول (٣) تم تقديرها اعتمادا على وجهة نظر المستثمر الحقيقي الذي يرغب في شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها لفترات طويلة، والمستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية من أسواق ترتبط عوائدها بالأرباح التشغيلية أكثر من ارتباطها بالمضاربات اليومية، ومن ثم فقد استخدم مقياس تطور سوق الأوراق المالية الذي تم حسابه من خلال قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية على إجمالي الناتج المحلي.

ويتضح من الجدول (٣) – الجزء (A) أن المعالم ذات المعنوية عند تطبيق المعادلة (١) على الدول التي تعتمد على آليات السوق في توجيه النظام المالية هي β_1 وβ_3 وβ_4 عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$. أما بقية المتغيرات في النموذج المعبر عنه بالمعادلة (١) فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به. وبذلك يتضح أن معالم نموذج تأثير الملاءة الائتمانية على تطور حجم سوق الأوراق المالية لا يختلف بدرجة كبيرة عنه في مجتمع البحث الذي يتكون من ٤١ دولة إلا من حيث عدم تأثر الملاءة الائتمانية للنظم المالية في الدول التي تعتمد على آليات السوق في توجيه النظام المالي بنوعية البيروقراطية بالدولة. ويفسر ذلك بأن الدول التي تعتمد على آليات السوق في توجيه النظام المالي تتمتع بنظام بيروقراطي ذي جودة مرتفعة لضمان كفاءة السوق. إلا أن حجم تأثير معالم النموذج واتجاهه يختلف باختلاف أساس قياس تطور أسواق الأوراق المالية.

وفي حالة الاعتماد على آليات السوق في توجيه النظام المالي وقياس تطور السوق من خلال قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية على إجمالي الناتج المحلي، يتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} Exp.SMD_{it} = & 0.025 Exp.CW_{it} \\ & - 0.093 Exp.COR_{it} \\ & + 0.186 Exp.LO_{it} \\ & + 0.128 Exp.IP_{it} \\ & + 0.057 Exp.BQ_{it} \\ & - 0.079 Exp.GNP_{it} \\ & - 0.006 Exp.GRDP_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

بينما يتضح من الجدول (٣) - الجزء (B) أن المعالم ذات المعنوية عند تطبيق المعادلة (١) على الدول التي تعتمد على الآليات البنكية في توجيه النظم المالية هي β_1 وβ_2 وβ_3 وβ_4 عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$. أما بقية المتغيرات في النموذج، تلك التي يعبر عنها المعادلة (١) المرتبطة بالمخاطر الاقتصادية فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به. وبذلك يتضح أن معالم نموذج تأثير الملاءة الائتمانية على تطور حجم سوق الأوراق المالية لا تختلف بدرجة كبيرة في الدول التي تعتمد على الآليات البنكية عنها في تلك التي تعتمد على آليات السوق في توجيه النظام المالي إلا من حيث تأثر الملاءة الائتمانية للنظم المالية في الدول التي تعتمد على الآليات البنكية في توجيه

جدول ٣

تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية

	Panel (A): Market-Based Financial Systems (17 Countries)			Panel (B): Bank-Based Financial Systems (24 Countries)		
Variables	**Standardized β-Coefficients**	***t*-statistics**	***p*-value**	**Standardized β-Coefficients**	***t*-statistics**	***p*-value**
Constant		0.852	0.522		5.812	0.000
1. CW	0.232***	8.887	0.000	0.172***	4.785	0.001
2. COR	-0.093	-0.255	0.402	0.018**	2.029	0.043
3. LO	0.186**	2.063	0.039	0.298**	1.951	0.046
4. IP	0.128**	1.992	0.048	0.306*	1.843	0.054
5. BQ	0.057	0.593	0.286	0.048	0.587	0.765
6. GNP	-0.079	-0.618	0.278	-0.109	-0.925	0.193
7. RGDPG	-0.006	-0.081	0.873	-0.092	-0.524	0.308

ملاحظات:

(١) المتغير التابع هو تطور سوق الأوراق المالية (Stock Market Capitalization).

(٢) تطور سوق الأوراق المالية = إجمالي القيمة الرأسمالية للسوق / إجمالي الناتج المحلي.

(٣) *** معنوية عند مستوى ١٪ ** معنوية عند مستوى ٥٪ * معنوية عند مستوى ١٠٪

نظامها المالي بمستوي الفساد بالدولة، بينما لا يتأثر بذلك الدول الموجهة بآليات السوق. إلا أن حجم تأثير معالم النموذج واتجاهه يختلف باختلاف آليات توجيه النظام المالي بالدولة. بينما يتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية في حالة الاعتماد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي وقياس تطور السوق من خلال قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية على إجمالي الناتج المحلي:

$$\begin{aligned} Exp.SMD_{it} = & 0.172 Exp.CW_{it} \\ & + 0.018 Exp.COR_{it} \\ & + 0.298 Exp.LO_{it} \\ & + 0.306 Exp.IP_{it} \\ & + 0.048 Exp.BQ_{it} \\ & - 0.109 Exp.GNP_{it} \\ & - 0.092 Exp.RGDPG_{it} \end{aligned} \quad (8)$$

ويمكن تفسير النتائج الواردة في الجدول (٣) على النحو الآتي:

١ – بالنسبة **للملاءة الائتمانية (CW)**، تشير نتائج الدراسة إلى أن الملاءة الائتمانية تؤثر إيجابياً على تطور أسواق الأوراق المالية، سواء كان النظام الاقتصادي الذي يتبع له هذا السوق يعتمد على آليات السوق، أو يعتمد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي. إلا أن ارتفاع الملاءة الائتمانية يؤثر بدرجة أكبر في تطور سوق الأوراق المالية في الدول التي تعتمد على آليات السوق عنها في تلك التي تعتمد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، حيث إن ارتفاع الملاءة الائتمانية في الدول محل الدراسة بوحدة واحدة يؤدي إلى تطور أسواق الأوراق المالية في الدول التي تعتمد على آليات السوق بنسبة ٢٣,٢٪، بينما يؤدي إلى تطور أسواق الأوراق المالية في الدول التي تعتمد على الآليات البنكية بنسبة ١٧,٢٪.

وتعود تلك النتائج إلى ارتفاع حساسية المستثمرين في الأنظمة الاقتصادية التي تعتمد على آليات السوق لأي تغير في الملاءة الائتمانية للدولة والتي عادة لا تتدخل في ضبط الأسواق بدرجة أكبر عنها في الأنظمة المعتمدة على الآليات البنكية، وهي أنظمة تتمتع بدرجة أكبر في ضبط الأسواق المالية عن تلك التي تتمتع بها الأنظمة المعتمدة على آليات السوق. ومن ثم فإن تحسن الملاءة الائتمانية للأنظمة المعتمدة على آليات السوق يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في نظامها الاقتصادي ومن ثم إلى زيادة استثماراتهم فيه، وهو ما يؤدي إلى النمو الاقتصادي وتطور السوق.

٢ – بالنسبة **للمؤشرات السياسية: الالتزام بتطبيق القوانين في الدولة (LO) وملامح الاستثمار (IP) والفساد بالدولة (COR)**، تشير النتائج إلى أن هناك علاقة طردية ما

بين المؤشرات السياسية وتطور أسواق الأوراق المالية، بغض النظر عما إذا كان النظام الاقتصادي معتمدا على آليات السوق أو على الآليات البنكية. إلا أن النتائج تشير إلى أن المخاطر السياسية تقوم بدور أكثر أهمية في تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية عنها في الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النظام المالي، حيث إن ارتفاع مؤشر الالتزام بتطبيق القوانين في الدولة ومؤشر ملامح الاستثمار بوحدة واحدة يؤدي إلى تطور أسواق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية بنسبة ٢٩,٨٪ و٣٠,٦٪ على التوالي، بينما يؤدي إلى تطور أسواق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق بنسبة ١٨,٦ و١٢,٨٪ على التوالي. أما بالنسبة للفساد بالدولة فتوضح النتائج أن الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النشاط الاقتصادي والمالي تتأثر بهذا المؤشر إيجابياً بينما لا تتأثر به الدول المعتمدة على آليات السوق. حيث يوضح الجدول (٣) الجزء (B) أن انخفاض مستوى الفساد المالي والإداري بالدولة وتحسين مؤشر الفساد بالدولة بوحدة واحدة يؤدي إلى تطور أسواق الأوراق المالية بنسبة ١,٨٪.

ويفسر ذلك بأن الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النشاط الاقتصادي والمالي تتمتع بمستوى مرتفع من الالتزام بتطبيق القوانين وانخفاض مستوى الفساد الإداري والمالي فيها، كما أن ملامح الاستثمار في هذه الدول أكثر جذبا للمستثمرين عنها في الدول المعتمدة على الآليات البنكية. ومن ثم فإن تحسن مستوى المخاطر السياسية يؤثر إيجابياً وبدرجة أكبر في الدول المعتمدة على الآليات البنكية عنها في الدول المعتمدة على آليات السوق.

وكما يتضح من الجدول (٣) فإن تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق وتلك المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النشاط الاقتصادي وإن كانت تتأثر بطبيعة البيروقراطية (BQ) والناتج القومي (GNP)، وكذلك معدل نمو الناتج المحلي (RGDPG)، إلا أن هذه العوامل ليست لها دلالة إحصائية عند درجة معنوية ٥٪.

إن تطور سوق الأوراق المالية مقيسا بإجمالي القيمة الرأسمالية للسوق منسوبة إلى إجمالي الناتج المحلي تعتمد في المقام الأول على المخاطر السياسية، بينما لا تتأثر بالمخاطر الاقتصادية التي تم أخذها في الاعتبار عند بناء النموذج. إلا أن حجم تأثير معالم النموذج واتجاهه يختلف باختلاف آلية توجيه النظام المالي بالدولة.

تحليل مقارن للعلاقة مابين الملاءة الائتمانية وتطور سوق الأوراق المالية معبراً عنه بمعدل دوران سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق والدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي

يعتمد هذا الجزء من البحث على اختبار العلاقات نفسها التي تم اختبارها في الجزء السابق ولكن باستخدام معدل دوران أسواق الأوراق المالية بوصفه مقياسا لتطور السوق في الدول التي تتبع آليات السوق وتلك التي تتبع الآليات البنكية في توجيه النشاط المالي. ويعكس ارتفاع هذا المقياس قوة نشاط المضاربة في أسواق الأوراق المالية، حيث إن ارتفاع هذا المؤشر دون ارتفاع الناتج المحلي بالنسبة نفسها يعبر عن زيادة نشاط المضاربة بالسوق. ويخدم هذا المقياس وجهة نظر المضاربين الذين يبحثون عن الأسواق ذات معدلات دوران وسيولة مرتفعة تمكنهم من المضاربة على الأسهم بسهولة.

ويوضح الجدول (٤) نتائج توفيق معادلة الانحدار المتعدد عند دراسة تأثير الملاءة الائتمانية على تطور أسواق الأوراق المالية في سبعة عشر دولة تعتمد على آليات السوق كما في الجزء (A) من الجدول (٤)، وأربعة وعشرين دولة تعتمد على الآليات البنكية كما في الجزء (B) من الجدول نفسه في توجيه النظام المالي.

جدول ٤

تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية (SMD = SMTR)

	Panel (A): Market-Based Financial Systems (17 Countries)			Panel (B): Bank-Based Financial Systems (24 Countries)		
Variables	**Standardized β-Coefficients**	***t*-statistics**	***p*-value**	**Standardized β-Coefficients**	***t*-statistics**	***p*-value**
Constant		8.349	0.000		-1.191	0.327
1. CW	0.136***	5.899	0.000	0.076***	6.929	0.000
2. COR	0.116	0.028	0.489	0.056	0.913	0.282
3. LO	0.198***	3.156	0.008	-0.045	-0.495	0.541
4. IP	0.158**	2.421	0.023	-0.126*	2.065	0.036
5. BQ	0.241	0.587	0.765	0.312**	3.121	0.002
6. GNP	-0.190	-0.998	0.178	0.021	0.293	0.687
7. RGDPG	-0.076	-0.525	0.308	0.198*	2.261	0.029

ملاحظات:

(١) المتغير التابع هو تطور سوق الأوراق المالية (Stock Market Capitalization).

(٢) تطور سوق الأوراق المالية = معدل دوران سوق الأوراق المالية.

(٣) *** معنوية عند مستوى ١٪ ** معنوية عند مستوى ٥٪ * معنوية عند مستوى ١٠٪

وعند تطبيق المعادلة (١) على الدول التي تعتمد على آليات السوق في توجيه النظام المالية فإن المعالم ذات المعنوية في التأثير على تطور سوق الأوراق المالية مقيسا بمعدل دوران السوق هي β_1 وβ_3 وβ_4 عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$، كما هو موضح الجدول رقم (٤) جزء (A). أما بقية المتغيرات في النموذج المعبر عنه بالمعادلة (١) فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به. كما يتضح من الجدول رقم (٤) جزء (B) أن المعالم ذات المعنوية في التأثير على تطور سوق الأوراق المالية مقيسا بمعدل دوران السوق في الدول التي تعتمد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالية هي β_1 وβ_3 وβ_4 و β_5 وβ_7 عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$. أما باقي المتغيرات في النموذج معبراً عنه بالمعادلة (١) فلم توضح معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به.

وبذلك يتضح أن معالم نموذج تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية يختلف في الدول المعتمدة على الآليات البنكية عنه في الدول التي تعتمد على آليات السوق في توجيه النظام المالية.

ويتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية في حالة الاعتماد على آليات السوق في توجيه النظام المالي وقياس تطور السوق من خلال معدل دوران سوق الأوراق المالية:

$$\begin{aligned} Exp.SMD_{it} = & 0.136 Exp.CW_{it} \\ & + 0.116.Exp.COR_{it} \\ & + 0.198 Exp.LO_{it} \\ & + 0.158 Exp.IP_{it} \\ & + 0.241 Exp.BQ_{it} \\ & - 0.190 Exp.GNP_{it} \\ & - 0.076 Exp.GRDP_{it} \quad (9) \end{aligned}$$

بينما يتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية في حالة الاعتماد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، وقياس تطور السوق من خلال معدل دوران سوق الأوراق المالية:

$$\begin{aligned} Exp.SMD_{it} = & 0.076 Exp.CW_{it} \\ & + 0.056 Exp.COR_{it} \\ & - 0.045 Exp.LO_{it} \\ & - 0.126 Exp.IP_{it} \\ & - 0.312 Exp.BQ_{it} \\ & + 0.021 Exp.GNP_{it} \\ & + 0.198 Exp.RGDPG_{it} \quad (10) \end{aligned}$$

وتشير النتائج الواردة في الجدول (٤) وباستخدام معدل دوران السوق مقياساً لتطور سوق الأوراق المالية إلى ما يلي:

١ - **بالنسبة للملاءة الائتمانية (CW)**: كما جاء سابقا عند قياس تطور سوق الأوراق المالية من خلال قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية للسوق على إجمالي الناتج المحلي. وكما هو موضح في الجدول (٣)، تشير النتائج إلى أن الملاءة الائتمانية تؤثر إيجابياً على تطور أسواق الأوراق المالية، سواء كان

النظام الاقتصادي الذي يتبع له هذا السوق معتمداً على آليات السوق أو معتمداً على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي. كما أن ارتفاع الملاءة الائتمانية يؤثر بدرجة أكبر في تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق عنها في تلك المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، حيث إن ارتفاع الملاءة الائتمانية في الدول محل الدراسة بوحدة واحدة يؤدي إلى تطور أسواق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق بنسبة ١٣,٦٪، بينما يؤدي إلى تطور أسواق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية بنسبة ٧,٦٪.

ويعني ذلك أنه على الرغم من اختلاف طريقة قياس كيفية تطور السوق، وسواء كان تطور السوق معتمداً على أنشطة اقتصادية حقيقية مرتبطة بإجمالي الناتج المحلي، أو مضاربات مرتبطة بمعدل دوران على الأسهم المدرجة بالبورصة، فإن تحسن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية يؤدي إلى زيادة ثقة كل من المستثمرين والمضاربين في سوق الأوراق المالية ذات الملاءة الائتمانية الأعلى، ومن ثم إلى زيادة استثماراتهم فيه وهو ما يؤدي إلى تطور السوق.

٢ - **بالنسبة للمؤشرات السياسية المرتبطة بالالتزام بتطبيق القوانين في الدولة (LO) وملامح الاستثمار (IP)، طبيعة البيروقراطية (BQ)**، تشير نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية ما بين المؤشرات السياسية وتطور أسواق الأوراق المالية في النظم المعتمدة على آليات السوق، بينما تشير النتائج إلى سلبية هذه العلاقة في النظم المعتمدة على الآليات البنكية. وكما تشير النتائج إلى اختلاف العوامل السياسية المؤثرة في تطور سوق الأوراق المالية باختلاف آليات توجيه النظام المالي.

ويتضح من النتائج أن انخفاض المخاطر السياسية ممثلة في الالتزام بتطبيق القوانين بالدولة وملامح الاستثمار يؤثر إيجابياً على تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النظام المالي، بينما يؤثر سلبياً على تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، حيث إن ارتفاع مؤشر الالتزام بتطبيق القوانين في الدولة ومؤشر ملامح الاستثمار بوحدة واحدة يؤثر إيجابياً على تطور أسواق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق بنسبة ١٩,٨٪ و١٥,٨٪ على التوالي،

بينما يؤثر سلبياً على تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي بنسبة ٤,٥٪ و١٢,٢٪ على التوالي. كما توضح الدراسة أن طبيعة البيروقراطية ليس لها تأثير ذو دلالة إحصائية على تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق بينما تؤثر إيجابياً في تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية، حيث إن تحسن طبيعة البيروقراطية في الدولة بوحدة واحدة يؤثر إيجابياً على تطور سوق الأوراق المالية بنسبة ٣١,٢٪.

ويفسر ذلك بأن زيادة الالتزام بالقوانين والأوامر المنظمة للسوق مع تحسن الملامح الاستثمارية يؤدي إلى انخفاض المخاطر السياسية في الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النشاط الاقتصادي، ومن ثم زيادة الثقة في أسواق الأوراق المالية، وهو ما يساعد على زيادة معدل دوران السوق وتطوره.

أما بالنسبة للنظم المعتمدة على الآليات البنكية فهي تعاني من ارتفاع مخاطرها السياسية، إلا أنه نتيجة لتوجيه السوق عن طريق الآليات البنكية فإنه يمكن امتصاص الآثار السلبية للمخاطر السياسية بهذه النظم، وهو ما يعد العامل الأساس لجذب المضاربين لهذه الأسواق. وتفقد هذه الأسواق مميزاتها النسبية للمضاربين ممثلة في المخاطر المرتفعة والتي يقابلها عوائد مرتفعة عند خفض المخاطر السياسية التي تتعلق باتباع الأوامر والملامح الاستثمارية بالدولة، وهو ما يؤدي إلى إحجام المضاربين عن التعامل مع هذه الأسواق كما كان في الماضي، ومن ثم التأثير سلبياً على معدل دوران السوق ثم بالضرورة إلى تطور سوق الأوراق المالية. وخلافاً للحال مع طبيعة البيروقراطية التي ليس لها تأثير ذو دلالة إحصائية في الدول التي تتبع آليات السوق، بينما ارتفاع مؤشر البيروقراطية نتيجة لتخفيف القيود البيروقراطية يعطي المضاربين في الدول التي تتبع الآليات البنكية فرصة أكبر لتحقيق مكاسب أسرع منها في حالة وجود نظام بيروقراطي أكثر تعقيدا.

٣ - **بالنسبة لمؤشر معدل نمو إجمالي الناتج المحلي (RGDPG)**، توضح النتائج أن الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النشاط الاقتصادي والمالي تتأثر بهذا المؤشر إيجابياً، بينما لا تتأثر به الدول المعتمدة على آليات السوق. حيث يوضح الجدول (٤) الجزء (B) أن هناك علاقة طردية ما بين

المؤشر وتطور أسواق الأوراق المالية، حيث إن أسواق الأوراق المالية تتطور بنسبة ١٩,٨٪ من خلال تحسين مؤشر معدل نمو إجمالي الناتج المحلي بالدولة بوحدة واحدة.

تحليل مقارن لتأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية في الدول المعتمدة على آليات السوق وتلك المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، وذلك عند قياس تطور السوق عن طريق قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية للسوق على إجمالي الناتج المحلي:

للتعرف بصورة أكثر تفصيلاً إلى ما إذا كان تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية يختلف في الدول المعتمدة على آليات السوق عن تلك المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، فقد تم تقسيم مجتمع البحث إلى مجموعتين: تضم المجموعة الأولى سبع عشرة دولة معتمدة على آليات السوق، بينما تضم المجموعة الثانية أربعة وعشرين دولة تعتمد على الآليات البنكية في توجيه أنظمتها المالية.

ويعرض الجدول (٥) نتائج توفيق نموذج الانحدار المتعدد بالاعتماد على برنامج SPSS، حيث تم قياس تأثير مخاطر الدولة على ملاءتها الائتمانية في الدول المعتمدة على آليات السوق وتلك المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالية وذلك خلال الفترة الزمنية من ديسمبر ١٩٨٤ إلى ديسمبر ٢٠٠٧. ويوضح العمود الأول من الجدول (٥) أسماء متغيرات النموذج. ويمثل العمود الثاني قيم المعاملات المعيارية Standardized λ – Coefficient. بينما يمثل العمود الثالث من الجدول قيم t–statistics المناظرة لكل معامل، ويعكس العمود الأخير معنوية العلاقة لكل معامل.

ويستعرض الجدول (٥) نتائج تقدير قيم المتغيرات في معادلة الانحدار المتعدد عند دراسة تأثير تطور سوق الأوراق المالية، ومكونات المخاطر المالية والاقتصادية والسياسية للدولة على الملاءة الائتمانية في الدول المعتمدة على آليات السوق كما هو موضح في الجزء (A) من الجدول (٥)، والدول المعتمدة على الآليات البنكية كما هو موضح في الجزء (B) من الجدول (٥) في توجيه أنظمتها المالية. ولقد تم استخدام مقياس تطور سوق الأوراق المالية (SMD) الذي تم حسابه من خلال قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية على إجمالي الناتج المحلي (SMC/GDP) لتقدير النتائج الموضحة في الجدول (٥). ويعبر هذا المقياس لتطور السوق عن وجهة نظر المستثمر الحقيقي الذي يرغب في شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها لفترات طويلة، والمستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية من أسواق ترتبط عوائدها بالأرباح التشغيلية أكثر من ارتباطها بالمضاربات اليومية.

جدول ٥
تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية

Variables	Panel (A): Market-Based Financial Systems (17 Countries)			Panel (B): Bank-Based Financial Systems (24 Countries)		
	Standardized λ-Coefficients	*t*-statistics	*p*-value	Standardized λ-Coefficients	*t*-statistics	*p*-value
(Constant)		3.986	.000		6.968	.000
1. SMD	0.412**	3.012	.006	0.202**	2.224	.024
2. FDS/GDP	-0.021	-0.175	.432	-0.024**	-2.357	.019
3. NIL	0.046	0.607	.278	0.042	0.181	.430
4. GRExp.	0.042	0.493	.316	0.058*	1.644	.072
5. Ex.S	-0.023	-0.386	.504	0.143**	2.358	.018
6. RGDPG	0.041	0.831	.704	-0.029	-0.363	.542
7. GDP/H	-0.067	-0.868	.202	0.142***	5.004	.000
8. RFIR	0.021	0.754	.596	-0.047	-0.265	.398
9. Lag.CW	0.307***	8.921	.000	0.665***	10.649	.000
10. GS	0.240***	4.002	.000	0.185**	3.156	.001
11. IC	0.081**	2.301	.072	0.032**	2.529	.014

ملاحظات:

(١) المتغير التابع هو الملاءة الائتمانية (Creditworthiness).

(٢) تطور سوق الأوراق المالية = إجمالي القيمة الرأسمالية للسوق / إجمالي الناتج المحلي.

(٣) *** معنوية عند مستوى ١٪ ** معنوية عند مستوى ٥٪ * معنوية عند مستوى ١٠٪

ويوضح الجزء (A) من الجدول (٥) أن المعالم ذات المعنوية عند تطبيق المعادلة (٣) على الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النظام المالية هي λ_1 وλ_9 وλ_{10} و λ_{11} عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$. أما بقية المتغيرات في النموذج المعبر عنه بالمعادلة (٣) فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به. وبذلك يتضح أن معالم نموذج تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية المالية لا يختلف بدرجة كبيرة عنه في مجتمع البحث الذي يتكون من ٤١ دولة إلا من حيث عدم تأثر الملاءة الائتمانية في النظم المالية للدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النظام المالي بنصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي ومعدل نمو الصادرات، بينما تتأثر الملاءة الائتمانية في مجتمع البحث بهذين العاملين.

وفي حالة الاعتماد على آليات السوق في توجيه النظام المالي وقياس تطور السوق من خلال قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية

على إجمالي الناتج المحلي بوصفه مقياسا للتطور الحقيقي للسوق. ويتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} Exp.CW_{it} =& 0.412 Exp.SMD_{it} \\ & - 0.021 Exp.FDS/GDP_{it} \\ & - 0.046 Exp.NIL_{it} \\ & + 0.042 Exp.GRExp_{it} \\ & - 0.023 Exp.Ex.S_{it} \\ & + 0.041 Exp.RGDPG_{it} \\ & - 0.067 Exp.GDP/H_{it} \\ & + 0.21 Exp.RFIR_{it} \\ & + 0.307 CW_{it-1} \\ & + 0.240 Exp.GS_{it} \\ & + 0.081 Exp.IC_{it} \end{aligned} \quad (11)$$

أما في حالة تطبيق المعادلة (٣) على الدول التي تعتمد على الآليات البنكية في توجيه النظام المالية فإن كل المتغيرات التي يتضمنها النموذج ذات دلالة إحصائية، ماعدا المتغيرات λ_3 وλ_6 وλ_8 فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به كما يوضح الجزء (B) من الجدول (٥). وبذلك يتضح من دراسة معالم نموذج تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية المالية أن مخاطر الدولة التي تؤثر في الملاءة الائتمانية تختلف بدرجة كبيرة في النظم المالية للدول المعتمدة على آليات السوق عنها في النظم المالية للدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، وذلك عند قياس تطور السوق من خلال قسمة إجمالي القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية على إجمالي الناتج المحلي بوصفه مقياسا للتطور الحقيقي للسوق. إلا أن حجم تأثير معالم النموذج واتجاهه يختلف باختلاف آليات توجيه أسواق الأوراق المالية. ويتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} Exp.CW_{it} =& 0.202 Exp.SMD_{it} \\ & - 0.024 Exp.FDS/GDP_{it} \\ & + 0.042 Exp.NIL_{it} \\ & + 0.058 Exp.GRExp_{it} \\ & + 0.143 Exp.Ex.S_{it} \\ & - 0.029 Exp.RGDPG_{it} \\ & + 0.142 Exp.GDP/H_{it} \\ & - .047 Exp.RFIR_{it} \\ & + 0.665 CW_{it} \\ & + 0.185 Exp.GS_{it} \\ & + 0.032 Exp.IC_{it} \end{aligned} \quad (12)$$

يتضح من الجدول (٥) أن الملاءة الائتمانية في النموذج المعتمد على SMC/GDP مقياساً لتطور السوق، وبالتطبيق على الأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق المعتمدة على الآليات البنكية تتأثر بتطور سوق الأوراق المالية SMD، والملاءة الائتمانية في الفترات السابقة Lg.CW، حيث إن ارتفاع كل منهما بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية للنظام المالي الذي يعتمد على آليات السوق بنسبة ٤١,٢٪ و٣٠,٧٪ على التوالي، بينما يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية للنظام المالي المعتمد على الآليات البنكية بنسبة ٢٠,٢٪ و٦٦,٥٪ على التوالي. ويتضح من هذه النتائج أن الملاءة الائتمانية للنظام المالي المعتمد على آليات السوق

يتأثر بتطور سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر (٤١,٢٪) منه في النظام المالي المعتمد على الآليات البنكية (٢٠,٢٪)، بينما تتأثر الملاءة الائتمانية للنظام المالي المعتمد على الآليات البنكية يتأثر بتطور سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر (٦٦,٥٪) منه في النظام المالي المعتمد على آليات السوق (٣٠,٧٪).

كما يتضح من الجدول (٥) – جزء (A) أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر إيجابياً بانخفاض المخاطر السياسية فقط، بينما المخاطر المالية والاقتصادية ليس لهما تأثير ذو دلالة إحصائية على الملاءة الائتمانية لهذه النظم، حيث يتضح أن ارتفاع مؤشر الاستقرار الحكومي GS وارتفاع مؤشر الصراع الداخلي IC بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الملاءة الائتمانية بنسبة ٢٤٪، ٨,١٪ التوالي.

إلا أن الجدول (٥) – جزء (B) يشير إلى أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على الآليات البنكية تتأثر بالمخاطر السياسية والمالية والاقتصادية. حيث إن ارتفاع المؤشر المالي الذي يقيس نسبة خدمة الدين الخارجي إلى إجمالي الناتج المحلي FDS/GDP بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الملاءة الائتمانية بنسبة ٢,٤٪. كما يشير الجدول السابق إلى أن ارتفاع المؤشرات الاقتصادية المرتبطة بمعدل نمو الصادرات .GRExp واستقرار سعر الصرف Ex.S، ونصيب الفرد من الناتج المحلي GDP/H بوحدة واحدة يؤثر إيجابياً على الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على الآليات البنكية بنسبة ٥,٨٪، ١٤,٣٪، ١٤,٢٪ على التوالي. كما تشير النتائج إلى أن تحسن المؤشرات المرتبطة بالمخاطر السياسية للدولة في النظم المعتمدة على الآليات البنكية تؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية للنظام المالي، حيث يتضح أن ارتفاع مؤشر الاستقرار الحكومي GS وارتفاع مؤشر الصراع الداخلي IC بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية بنسبة ٨,٥٪، ٣,٢٪ التوالي.

وتشير النتائج في الجدول (٥) الجزء (A) إلى أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر بأربعة متغيرات فقط من متغيرات النموذج: اثنان منهما لا يرتبطان بمخاطر الدولة، وهما تطور سوق الأوراق المالية SMD، والملاءة الائتمانية في الفترات السابقة Lg.CW، حيث إن ارتفاع كل منهما بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية للنظام المالي بنسبة ٤١,٢٪ و٣٠,٧٪ على التوالي. كما تشير النتائج في الجدول السابق إلى أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر بالمخاطر السياسية فقط، بينما المخاطر المالية والاقتصادية ليس لهما تأثير ذو دلالة إحصائية على الملاءة الائتمانية لهذه النظم، حيث يتضح أن ارتفاع المخاطر السياسية معبرا عنها بالمؤشر الاستقرار الحكومي GS، والصراع الداخلي IC بوحدة واحدة يؤدي

إلى انخفاض الملاءة الائتمانية بنسبة ٢٤٪، ٨,١٪ على التوالي.

ويُفسر ذلك بارتفاع مخاطر الدولة المرتبطة بالعوامل المالية والاقتصادية والسياسية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية (وهي التي غالبا ما تكون دول نامية اقتصادياً) عنها في الدول المعتمدة على آليات السوق (وهي التي غالباً ما تكون دول متقدمة اقتصادياً) في توجيه نظمها المالية. ومن ثم فإن حساسية النظام المالي في الدول المتقدمة التي تتبع آليات السوق للتغير الإيجابي في مؤشرات مخاطر الدولة يكون منخفضا إلى حد بعيد نظراً لارتفاع قيمة المؤشر في هذه الدول، بينما في الدول المعتمدة على الآليات البنكية فإن النظام المالي يتمتع بحساسية مرتفعة للتغيرات الإيجابية في المؤشرات المرتبطة بمخاطر الدولة، سواء كانت مالية أو اقتصادية أو سياسية، حيث إن أي تغير إيجابي في هذه المؤشرات يكون ذا تأثير كبير، نظراً لارتفاع مخاطر هذه الدول وانخفاض قيمة المؤشرات بها.

تحليل مقارن لتأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية في الدول المعتمدة على آليات السوق والدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي، وذلك عند استخدام معدل دوران سوق الأوراق مقياسا لتطور السوق

يعتمد هذا الجزء من البحث على اختبار العلاقات نفسها التي تم اختبارها في الجزء السابق، ولكن باستخدام معدل دوران سوق الأوراق المالية مقياساً لتطور السوق في الدول التي تتبع آليات السوق وتلك التي تتبع الآليات البنكية في توجيه النشاط المالي. ويعكس ارتفاع هذا المقياس قوة نشاط المضاربة في أسواق الأوراق المالية، حيث إن ارتفاع هذا المؤشر دون ارتفاع الناتج المحلي بنفس النسبة يعبر عن زيادة نشاط المضاربة بالسوق. ويخدم هذا المقياس وجهة نظر المضاربين الذين يبحثون عن أسواق ذات معدلات دوران وسيولة مرتفعة تمكنهم من المضاربة على الأسهم بسهولةٍ.

ويوضح الجدول (٦) نتائج توفيق معادلة الانحدار المتعدد عند دراسة تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية في سبع عشرة دولة تعتمد على آليات السوق كما في الجزء (A) من الجدول (٦) وأربع وعشرين دولة تعتمد على الآليات البنكية كما في الجزء (B) من الجدول نفسه في توجيه النظام المالي.

ويعرض الجدول (٦) نتائج توفيق نموذج الانحدار المتعدد بالاعتماد على برنامج SPSS. حيث تم قياس تأثير مخاطر الدولة على ملاءتها الائتمانية في الدول المعتمدة على آليات السوق والدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالية، وذلك خلال الفترة الزمنية من ديسمبر ١٩٨٤ إلى ديسمبر ٢٠٠٧. ويوضح العمود الأول من الجدول (٥) أسماء متغيرات النموذج، ويمثل العمود

الثاني قيم المعاملات المعيارية Standardized λ – Coefficient. بينما يمثل العمود الثالث من الجدول قيم t–statistics المناظرة لكل معامل ويعكس العمود الأخير معنوية العلاقة لكل معامل.

ويستعرض الجدول (٦) نتائج تقدير قيم المتغيرات في معادلة الانحدار المتعدد عند دراسة تأثير تطور سوق الأوراق المالية ومكونات المخاطر المالية والاقتصادية والسياسية للدولة على الملاءة الائتمانية في الدول المعتمدة على آليات السوق كما هو موضح في الجزء (A) من الجدول (٦)، والدول المعتمدة على الآليات البنكية كما هو موضح في الجزء (B) من الجدول (٦) في توجيه أنظمتها المالية. ولقد تم استخدام مقياس تطور سوق الأوراق المالية (SMD) الذي تم حسابه على أساس معدل دوران سوق الأوراق المالية (SMTR) لتقدير النتائج الموضحة في الجدول (٦). ويوضح الجزء (A) من الجدول (٦) أن كل المتغيرات التي

جدول ٦

تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية

Panel (A): Market-Based Financial Systems (17 Countries)				Panel (B): Bank-Based Financial Systems (24 Countries)		
Variables	**Standardized λ-Coefficients**	***t*-statistics**	***p*-value**	**Standardized λ-Coefficients**	***t*-statistics**	***p*-value**
(Constant)		8.112	.000		8.982	.000
1. SMD	0.308***	6.983	.000	0.415***	9.002	.000
2. FDS/GDP	0.032**	1.208	.037	-0.128***	-4.832	.000
3. NIL	0.061**	2.008	.044	0.028	0.362	.362
4. GRExp.	0.081**	2.158	.050	0.031	0.938	.184
5. Ex.S	0.035	0.608	.358	-0.082**	-1.706	.058
6. RGDPG	-0.141**	-2.875	.002	-0.312***	-5.081	.000
7. GDP/H	-0.102**	-2.008	.045	-0.084	-0.149	.422
8. RFIR	0.002	0.054	.887	-0.021	-0.098	.569
9. Lag.CW	0.565***	8.992	.000	0.544***	8.341	.000
10. GS	-0.158***	-2.987	.001	-0.142**	-3.231	.004
11. IC	-0.031**	-0.893	. 045	0.098**	3.393	.003

ملاحظات:

(١) المتغير التابع هو الملاءة الائتمانية (Creditworthiness).

(٢) تطور سوق الأوراق المالية (SMD) = معدل دوران سوق الأوراق المالية (SMTR).

(٣) *** معنوية عند مستوى ١٪ ** معنوية عند مستوى ٥٪ * معنوية عند مستوى ١٠٪

يتضمنها النموذج ذات دلالة إحصائية، ماعدا المتغيرات λ_5 وλ_8 فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به. وبذلك يتضح أن معالم نموذج تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية المالية يختلف بدرجة كبيرة عنه في مجتمع البحث الذي يتكون من إحدى وأربعين دولة.

وفي حالة الاعتماد على آليات السوق في توجيه النظام المالي وقياس تطور السوق من خلال معدل دوران سوق الأوراق المالية (SMTR)، يتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} Exp.CW_{it} =& 0.308 Exp.SMD_{it} \\ &+ 0.32 Exp.FDS/GDP_{it} \\ &+ 0.061 Exp.NIL_{it} \\ &+ 0.081 Exp.GRExp_{it} \\ &+ 0.035 Exp.Ex.S_{it} \\ &- 0.141 Exp.RGDPG_{it} \\ &- 0.102 Exp.GDP/H_{it} \\ &+ 0.002 Exp.RFIR_{it} \\ &+ 0.565 CW_{it-1} \\ &- 0.158 Exp.GS_{it} \\ &- 0.0312 Exp.IC_{it} \end{aligned} \quad (13)$$

أما في حالة تطبيق المعادلة (٣) على الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي فإن كل المتغيرات التي يتضمنها النموذج ذات دلالة إحصائية، ماعدا λ_4 وλ_7 وλ_8 فلم تشر إلى أية معنوية ملموسة في نطاق الخطأ المسموح به كما يوضح الجزء (B) من الجدول (٦). ويتخذ النموذج شكل المعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} Exp.CW_{it} =& 0.415 Exp.SMD_{it} \\ &- 0.128 Exp.FDS/GDP_{it} \\ &+ 0.028 Exp.NIL_{it} \\ &+ 0.031 Exp.GRExp_{it} \\ &- 0.082 Exp.Ex.S_{it} \\ &- 0.312 Exp.RGDPG_{it} \\ &- 0.084 Exp.GDP/H_{it} \\ &- .021 Exp.RFIR_{it} \\ &+ 0.544 CW_{it-1} \\ &+ 0.142 Exp.GS_{it} \\ &+ 0.098 Exp.IC_{it} \end{aligned} \quad (14)$$

وعلى النقيض من النتائج التي تم الحصول عليها عند استخدام النموذج المعتمد على SMC/GDP مقياساً لتطور السوق عند دراسة تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية، فإن النموذج المعتمد على SMTR مقياساً لتطور السوق يشير إلى أن هناك تأثيراً سلبياً لانخفاض المخاطر السياسية على الملاءة الائتمانية للنظام المالي في النظم المالية الموجهة بآلية السوق. ويشير الجزء (A) – الجدول (٦) إلى أن ارتفاع مؤشر الاستقرار الحكومي GS ومؤشر الصراع الداخلي IC بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الملاءة الائتمانية بنسبة ١٥,٨٪، ٣,١٪ على التوالي.

كما يتضح من الجدول (٦) فإن الملاءة الائتمانية للنظام المالي عند الاعتماد على SMTR مقياساً لتطور السوق، وبالتطبيق على الأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق وتلك المعتمدة على الآليات البنكية، تتأثر بتطور سوق الأوراق المالية SMD والملاءة الائتمانية

في الفترات السابقة Lg.CW، حيث إن ارتفاع كل منهما بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية للنظام المالي المعتمد على آليات السوق بنسبة ٣٠,٨٪ و٥٦,٥٪ على التوالي، بينما يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية للنظام المالي المعتمد على الآليات البنكية بنسبة ٤١,٥٪ و٥٤,٤٪ على التوالي. ويتضح من هذه النتائج أن الملاءة الائتمانية للنظام المالي المعتمد على الآليات البنكية يتأثر بتطور سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر (٤١,٥٪) منه في النظام المالي المعتمد على آليات السوق (٣٠,٨٪)، بينما تتأثر الملاءة الائتمانية للنظام المالي المعتمد على الآليات البنكية بتطور سوق الأوراق المالية بدرجة أقل (٥٤,٤٪) منها في النظام المالي المعتمد على آليات السوق (٥٦,٥٪).

وكما يتضح من الجدول (٦) - جزء (A) فإن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر سلبياً بانخفاض المخاطر السياسية المرتبطة بالاستقرار الحكومي GS والصراع الداخلي IC، حيث إن تحسن المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الملاءة الائتمانية بنسبة ١٥,٨٪، ٣,١٪ على التوالي. وبينما تتأثر الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على الآليات البنكية سلبياً بانخفاض المخاطر السياسية المرتبطة بالاستقرار الحكومي GS. وتتأثر إيجاباً بانخفاض المخاطر السياسية المرتبطة بالصراع الداخلي IC، حيث إن ارتفاع مؤشر بالاستقرار الحكومي GS بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الملاءة الائتمانية بنسبة ١٤,٢٪، بينما يؤدي ارتفاع مؤشر الصراع الداخلي IC بوحدة واحدة إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية بنسبة ٩,٨٪.

وخلافا للنتائج التي تم الحصول عليها عند استخدام النموذج المعتمد على SMC/GDP، فإن النموذج المعتمد على SMTR مقياساً لتطور السوق يشير إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لانخفاض المخاطر المالية على الملاءة الائتمانية للنظام المالي في النظم المالية الموجهة بآلية السوق، حيث يشير الجزء (A) من الجدول (٦) إلى أن ارتفاع مؤشر خدمة الدين الخارجي FDS/GDP وارتفاع مؤشر صافي السيولة المتاحة للدولة NIL بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع الملاءة الائتمانية بنسبة ٣,٢٪، ٦,١٪ على التوالي. على النقيض من ذلك فإن الجزء (B) من الجدول (٦) يوضح التأثير السلبي لارتفاع مؤشر خدمة الدين الخارجي FDS/GDP على الملاءة الائتمانية للنظم المالية المعتمدة على الآليات البنكية، حيث إن تحسن المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الملاءة الائتمانية بنسبة ١٢,٨٪، دون أن يكون لمؤشر السيولة تأثير على الملاءة الائتمانية ذو دلالة إحصائية.

ويوضح الجدول (٦) – جزء (B) التأثير السلبي لتحسن المؤشرات المرتبطة بالمخاطر الاقتصادية على الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على

آليات السوق والمعتمدة على الآليات البنكية. فإن التحسن بوحدة واحدة في مؤشر النمو الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي RGDPG ومؤشر نصيب الفرد من إجمالي الناتج المحلي GDP/H في النظم المالية المعتمدة على آليات السوق يؤثر سلبا على الملاءة الائتمانية للنظام بنسبة ١٤,١٪ و١٠,٢٪ على التوالي. بينما التحسن بوحدة واحدة في مؤشر النمو الحقيقي في إجمالي الناتج المحلي RGDPG ومؤشر ثبات سعر الصرف Ex.S في النظم المالية المعتمدة على الآليات البنكية يؤثر سلبا على الملاءة الائتمانية للنظام بنسبة ٣١,٢٪ و٨,٢٪ على التوالي.

ويفسر التأثير السلبي لتحسن المؤشرات المرتبطة بمخاطر الدولة المالية والاقتصادية والسياسية على الملاءة الائتمانية في النموذج المعتمد على المضاربة SMTR عنه في النموذج المعتمد على الاستثمار الحقيقي SMC/GDP من خلال الشراء والاحتفاظ، إلى أن المضاربين يرغبون في الدخول في أسواق ذات مخاطر مرتفعة تمكنهم من تحقيق مكاسب كبيرة في أوقات زمنية قصيرة، نتيجة لعدم استقرار السوق بسبب المخاطر السياسية، بينما لا يستطيع المستثمر الذي يبني قراراته الاستثمارية على أساس الاحتفاظ بالأوراق المالية لفترة زمنية طويلة نسبيا تحمل مثل هذه المخاطر السياسية.

الخلاصة والاستنتاجات

عند دراسة تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية في إحدى وأربعين دولة أوضحت النتائج أن العوامل المرتبطة بالمخاطر السياسية تقوم بدور أساسي في تطور سوق الأوراق المالية والتأثير على الملاءة الائتمانية للدول محل الدراسة بعكس العوامل المرتبطة بالمخاطر الاقتصادية والمالية.

وقد يفسر ذلك بوجود أدوات مالية يمكن من خلالها أخذ الحيطة ضد تأثير المخاطر الاقتصادية والمالية على سوق الأوراق المالية، بينما لا توجد أدوات لأخذ الحيطة ضد المخاطر السياسية وهو ما يجعل المستثمرين، سواء كانوا محليين أو أجانب، يُحجمون عن الاستثمار في أسواق ذات مخاطر سياسية مرتفعة، بينما يُقبلون على الاستثمار في أسواق ذات مخاطر اقتصادية مرتفعة في ظل وجود أدوات ضابطة للسوق وضمانات حكومية.

وقد تم تقسيم مجتمع البحث إلى مجموعتين من الدول لمعرفة ما إذا كان هناك اختلاف بين العوامل التي تؤثر في تطور أسواق الأوراق المالية، سواء كان النظام الاقتصادي الذي يتبع له هذا السوق معتمداً على آليات السوق (سبع عشرة دولة) أو معتمداً على الآليات البنكية (أربع وعشرون دولة) في توجيه النظام المالي، وما إذا كان تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية يتبع الاتجاهات نفسها كما في مجتمع البحث الكلي أم لا.

وباستخدام مقياس تطور سوق الأوراق المالية (SMD = SMC/GDP)، الذي يعتمد على وجهة نظر المستثمر الحقيقي الراغب في شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها لفترات طويلة نتيجة لارتباط عوائدها بالأرباح التشغيلية أكثر منها بالمضاربات اليومية، تشير النتائج إلى أن الملاءة الائتمانية للنظام تؤثر إيجابياً على تطور أسواق الأوراق المالية سواء كان النظام الاقتصادي الذي يتبع له هذا السوق معتمداً على آليات السوق أو على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي. إلا أن ارتفاع الملاءة الائتمانية يؤثر بدرجة أكبر في تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق عنها في الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي. ويفسر ذلك بارتفاع حساسية المستثمرين في الأنظمة الاقتصادية المعتمدة على آليات السوق لأي تغير في الملاءة الائتمانية للدولة والتي لا تتدخل عادة في ضبط الأسواق بدرجة أكبر منها في الأنظمة المعتمدة على الآليات البنكية، وهي أنظمة تتمتع بدرجة أكبر لضبط الأسواق المالية عن تلك التي تتمتع بها الأنظمة المعتمدة على آليات السوق. ومن ثم فإن تحسن الملاءة الائتمانية للأنظمة المعتمدة على آليات السوق يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في تلك الأسواق ومن ثم زيادة استثماراتهم فيه، وهو ما يؤدي إلى النمو الاقتصادي وتطور السوق.

كما تشير النتائج إلى أن هناك علاقة طردية ما بين المؤشرات السياسية وتطور أسواق الأوراق المالية بغض النظر عما إذا كان النظام الاقتصادي معتمداً على آليات السوق أو على الآليات البنكية. إلا أن النتائج تشير إلى أن المخاطر السياسية تؤدى دورا أكثر أهمية في تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية عنها في تلك التي تعتمد على آليات السوق في توجيه النظام المالي. ويفسر ذلك بأن الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النشاط الاقتصادي والمالي تتمتع بمستوى مرتفع من الالتزام بتطبيق القوانين، وانخفاض مستوي الفساد الإداري والمالي فيها، كما أن ملامح الاستثمار في هذه الدول أكثر جذبا للمستثمرين عنها في الدول المعتمدة على الآليات البنكية. ومن ثم فإن تحسن مستوى المخاطر السياسية يؤثر إيجابياً وبدرجة أكبر في الدول المعتمدة على الآليات البنكية عنها في الدول المعتمدة على آليات السوق.

ونخلص مما سبق إلى أن تطور سوق الأوراق المالية مقيسا بإجمالي القيمة الرأسمالية للسوق منسوبة إلى إجمالي الناتج المحلي تعتمد في المقام الأول على المخاطر السياسية، بينما لا تتأثر بالمخاطر الاقتصادية والمالية بالدرجة نفسها، إلا أن حجم تأثير هذه المخاطر واتجاهها يختلف باختلاف آلية توجيه النظام المالي بالدولة.

كما تم الاعتماد على معدل دوران أسواق الأوراق المالية (SMD = SMTR) بوصفه مقياسا لتطور السوق في الدول التي تتبع آليات السوق وتلك التي تتبع الآليات البنكية في توجيه النشاط الاقتصادي والمالي لدراسة تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية. ويعكس هذا المقياس وجهة نظر المضاربين الذين يبحثون عن أسواق ذات معدلات دوران وسيولة مرتفعة تمكنهم من المضاربة على الأسهم بسهولةٍ. وتشير النتائج إلى أن الملاءة الائتمانية تؤثر إيجابياً على تطور أسواق الأوراق المالية، سواء كان النظام الاقتصادي الذي يتبع له هذا السوق معتمداً على آليات السوق أو معتمداً على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي. كما أن ارتفاع الملاءة الائتمانية يؤثر بدرجة أكبر على تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق عنها في الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي.

ويعني ذلك أنه على الرغم من اختلاف طريقة قياس كيفية تطور السوق، وسواء كان تطور السوق معتمدا على أنشطة اقتصادية حقيقية ترتبط بإجمالي الناتج المحلي، أو على مضاربات ترتبط بمعدل دوران على الأسهم المدرجة بالبورصة، فإن تحسن الملاءة الائتمانية للدولة يؤدي إلى زيادة ثقة كل من المستثمرين والمضاربين في سوق الأوراق المالية ذات الملاءة الائتمانية الأعلى، ومن ثم إلى زيادة استثماراتهم فيه، وهو ما يؤدي إلى تطور السوق.

كذلك تشير نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية ما بين المؤشرات السياسية وتطور أسواق الأوراق المالية في النظم المعتمدة على آليات السوق، بينما تشير النتائج إلى سلبية هذه العلاقة في النظم المعتمدة على الآليات البنكية. وتشير النتائج إلى اختلاف العوامل السياسية المؤثرة في تطور سوق الأوراق المالية باختلاف آليات توجيه النظام المالي، حيث يتضح من النتائج أن انخفاض المخاطر السياسية، ممثلة في الالتزام بتطبيق القوانين بالدولة وملامح الاستثمار، يؤثر إيجابياً في تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النظام المالي، بينما يؤثر سلبياً على تطور سوق الأوراق المالية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية في توجيه النظام المالي.

ويفسر ذلك بأن زيادة الالتزام بالقوانين والأوامر المنظمة للسوق مع تحسن الملامح الاستثمارية يؤدي إلى انخفاض المخاطر السياسية في الدول المعتمدة على آليات السوق في توجيه النشاط الاقتصادي، ومن ثم إلى زيادة الثقة في أسواق الأوراق المالية، وهو ما يساعد على زيادة معدل دوران السوق وتطوره. أما بالنسبة للنظم المعتمدة على الآليات البنكية فإنها تعاني من ارتفاع مخاطرها السياسية، إلا أنه نتيجة لتوجيه السوق عن طريق

الآليات البنكية فإنه يمكن امتصاص الآثار السلبية للمخاطر السياسية بهذه النظم، وهو ما يعد العامل الأساسي لجذب المضاربين لهذه الأسواق. وتفقد هذه الأسواق مميزاتها النسبية للمضاربين ممثلة في المخاطر المرتفعة، والتي يقابلها عوائد مرتفعة عند خفض المخاطر السياسية المتعلقة بكل من: اتباع الأوامر واللوائح الاستثمارية بالدولة، وهو ما يؤدي إلى إحجام المضاربين عن التعامل مع هذه الأسواق ومن ثم إلى التأثير سلبياً على معدل دوران السوق ونتيجة لذلك على تطور سوق الأوراق المالية. خلافاً للحال مع طبيعة البيروقراطية التي ليس لها تأثير ذو دلالة إحصائية في الدول التي تتبع آليات السوق، بينما ارتفاع مؤشر البيروقراطية نتيجة لتخفيف القيود البيروقراطية يعطي المضاربين في الدول التي تتبع الآليات البنكية فرصةً أكبر لتحقيق مكاسب أسرع منها في حالة وجود نظام بيروقراطي أكثر تعقيدا.

كما أوضحت النتائج أن الملاءة الائتمانية عند الاعتماد على SMC/GDP مقياسا لتطور السوق، وبالتطبيق على الأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق المعتمدة على الآليات البنكية تتأثر بتطور سوق الأوراق المالية SMD والملاءة الائتمانية في الفترات السابقة Lag.CW، حيث أوضحت الدراسة أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر إيجابياً بانخفاض المخاطر السياسية فقط، بينما المخاطر المالية والاقتصادية ليس لهما تأثير ذو دلالة إحصائية على الملاءة الائتمانية لهذه النظم. إلا أن النتائج تشير إلى أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على الآليات البنكية تتأثر بالمخاطر السياسية والمالية والاقتصادية.

كما أوضحت النتائج أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر بتطور سوق الأوراق المالية SMD والملاءة الائتمانية في الفترات السابقة Lag.CW بدرجةً أكبر من العوامل الأخرى. كما تشير النتائج إلى أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر بالمخاطر السياسية فقط، بينما المخاطر المالية والاقتصادية ليس لهما تأثير ذو دلالة إحصائية على الملاءة الائتمانية لهذه النظم.

ويُفسر ذلك بارتفاع مخاطر الدولة المرتبطة بالعوامل المالية والاقتصادية والسياسية في الدول المعتمدة على الآليات البنكية (وهي التي غالبا ما تكون دول نامية اقتصادياً) عنها في الدول المعتمدة على آليات السوق (وهي التي غالباً ما تكون دول متقدمة اقتصادياً) في توجيه نظمها المالية. ومن ثم فإن حساسية النظام المالي في الدول المتقدمة التي تتبع آليات السوق للتغير الإيجابي في مؤشرات مخاطر الدولة يكون منخفضا إلى حد بعيد، نظراً لارتفاع قيمة المؤشر في هذه الدول. بينما في الدول المعتمدة على الآليات البنكية فإن النظام المالي يتمتع بحساسية مرتفعة

للتغيرات الإيجابية في المؤشرات المرتبطة بمخاطر الدولة، سواء كانت مالية أو اقتصادية أو سياسية، حيث إن أي تغير إيجابي في هذه المؤشرات يكون ذا تأثير كبير، نظراً لارتفاع مخاطر هذه الدول.

أما عند دراسة تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية باستخدام معدل دوران سوق الأوراق المالية بوصفه مقياسا لتطور السوق في الدول التي تتبع آليات السوق، وتلك التي تتبع الآليات البنكية في توجيه النشاط المالي، وعلى نقيض النتائج التي تم الحصول عليها عند استخدام النموذج الذي يعتمد على SMC/GDP بوصفه مقياسا لتطور السوق عند دراسة تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية، فإن النموذج المعتمد على SMTR مقياسا لتطور السوق يشير إلى أن هناك تأثيراً سلبياً لانخفاض المخاطر السياسية على الملاءة الائتمانية للنظام المالي في النظم المالية الموجهة بآلية السوق. كما أوضحت النتائج أن الأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق وتلك الأنظمة المعتمدة على الآليات البنكية، تتأثر بتطور سوق الأوراق المالية SMD والملاءة الائتمانية في الفترات السابقة Lag.CW. كما أوضحت الدراسة أن الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق تتأثر سلبيا بانخفاض المخاطر السياسية المرتبطة بالاستقرار الحكومي GS الصراع الداخلي IC.

وخلافا للنتائج التي تم الحصول عليها عند استخدام النموذج المعتمد على SMC/GDP، فإن النموذج المعتمد على SMTR مقياساً لتطور السوق يشير إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً لانخفاض المخاطر المالية على الملاءة الائتمانية للنظام المالي في النظم المالية الموجهة بآلية السوق. كذلك أوضحت النتائج التأثير السلبي لتحسن المؤشرات المرتبطة بالمخاطر الاقتصادية على الملاءة الائتمانية للأنظمة المالية المعتمدة على آليات السوق والمعتمدة على الآليات البنكية.

ويفسر التأثير السلبي لتحسن المؤشرات المرتبطة بمخاطر الدولة المالية والاقتصادية والسياسية على الملاءة الائتمانية في النموذج المعتمد على المضاربة SMTR عنه في النموذج المعتمد على الاستثمار الحقيقي SMC/GDP من خلال الشراء والاحتفاظ، إلى أن المضاربين يرغبون في دخول أسواق ذات مخاطر مرتفعة تمكنهم من تحقيق مكاسب كبيرة في أوقات زمنية قصيرة، نتيجة لعدم استقرار السوق بسبب المخاطر السياسية، بينما لا يستطيع المستثمر الذي يبني قراراته الاستثمارية على أساس الاحتفاظ بالأوراق المالية لفترة زمنية طويلة نسبيا تحمل مثل هذه المخاطر السياسية.

ويمكن تلخيص نتائج الدراسة في الجدول (٧)

جدول ٧
ملخص نتائج الدراسة

النموذج	متغيرات النموذج	Panel (A): Market-Based Financial Systems		Panel (B): Bank-Based Financial Systems	
		SMD = SMC/GDP	SMD = SMTR	SMD = SMC/GDP	SMD = SMTR
تأثير الملاءة الائتمانية على تطور سوق الأوراق المالية	1. CW	0.232***	0.136***	0.172***	0.076***
	2. COR	-0.093	0.116	0.018**	0.056
	3. LO	0.186**	0.198***	0.298**	-0.045
	4. IP	0.128**	0.158**	0.306	-0.126*
	5. BQ	0.057	0.241	0.048	0.312**
	6. GNP	-0.079	-0.190	-0.109	0.021
	7. RGDPG	-0.006	-0.076	-0.092	0.198*
تأثير مخاطر الدولة على الملاءة الائتمانية	1. SMD	0.412**	0.308**	0.202**	0.415**
	2. FDS/GDP	-0.021	0.032**	-0.024**	-0.128***
	3. NIL	0.046	0.061**	0.042	0.028
	4. GRExp.	0.042	0.081**	0.058*	0.031
	5. Ex.S	-0.023	0.035	0.143**	-0.082**
	6. RGDPG	0.041	-0.141**	-0.029	-0.312***
	7. GDP/H	-0.067	-0.102**	0.142***	-0.084
	8. RFIR	0.021	0.002	-0.047	-0.021
	9. Lag.CW	0.307***	0.565***	0.665***	0.544***
	10. GS	0.240***	-0.158***	0.185**	-0.142**
	11. IC	0.081**	-0.031**	0.032**	0.098**

*** معنوية عند مستوى 1٪ ** معنوية عند مستوى 5٪ * معنوية عند مستوى 10٪

التوصيات

- يمكن تطوير هذا البحث من خلال اختبار تأثير الملاءة الائتمانية على تطور الأسواق المالية، وكذلك اختبار تأثير المخاطر المرتبطة بالدولة بملاءتها الائتمانية في الدول المتقدمة والدول النامية.
- يعد هذا البحث دليلا للدول التي ترغب في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية أو التي ترغب في العمل على الاحتفاظ بالاستثمارات المحلية وعدم هجرتها إلى الخارج، وذلك من خلال العمل على خفض المخاطر المختلفة للدولة، والمؤثرة في ملاءتها الائتمانية، سواء كانت هذه المخاطر مالية أو اقتصادية أو سياسية.
- يعد هذا البحث دليلا للمستثمرين الدوليين الذين يرغبون في الاستثمار في الأسواق الأجنبية، وذلك من خلال استعراض المخاطر المختلفة المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية المختلفة.

المراجع

Atje, Raymond and Boyan Javanovic. 1993. Stock Markets and Development. *European Economic Review,* 37 (2-3): 632-640.

Brewer, L. Thomas and Pietra Rivoli. 1990. Politics and Perceived Creditworthiness in International Banking. *Journal of Money, Credit, and Banking, 22 (3): 357-369.*

Demirguc-Kunt, Asli, and Ross Levine. 2000. *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*. The World Bank Working Paper.

El-Sady, Hassan and Kabir Hassan. 2002. *Financial Structure, Creditworthiness and Stock Market Development: A Cross-Country Analysis*. Economic Research Forum, Eighth Annual Conference.

Ergungor, Emre O. 2004. Market- vs. Bank-based financial systems: Do rights and regulations really matter? *Journal of Banking & Finance*. 28 (12): 2869-2887.

Feder, Gershon and Uy, V. Lily. 1985. The Determinants of International Creditworthiness and Their Policy Implications. *Journal of Modeling,* 7(1): 133-156.

Garcia, Valeriano F. 1999. Macroeconomic Determinants of Stock Market Development. *Journal of Applied Economics*. II (1):29-59.

Hanousek, Jan, Nauro F. Campos, and Randall Filer. 2001. *Do Stock Market Promote Economic Growth?* working paper.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Robert W. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*. LII (3):1131-1150.

Levine, Ross. 2002. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better? *Journal of Financial Intermediation*. 11 (4): 398-428.

Mathieson, Donald, Nadeem U. Haque, Manmohan S. Kumar and Nelson Mark. 1996. *The Economic Content of Indicators of Developing Country Creditworthiness*. Working Papers, International Monetary Fund.

Mathieson, Donald, Nadeem U. Haque, Manmohan S. Kumar and Nelson Mark. 1997. *Rating the Raters of Country Creditworthiness*. Working Paper, International Monetary Fund.

Mohtadi, Hamid and Sumit Agrwal. 2006. *Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries*. Working Paper.

Savvides, Andreas. 1992. Investment Slow down in Developing Countries during the 1980's:Debt Overhang or Foreign Capital Inflows? *Kyklos*. 45 (3): 363-378.

Yartey, Charles Amo. 2008. *The Determinations of Stock Market Development in Emerging Economies: Is South Africa Different?* The International Monetary Fund, Working Paper.

ABSTRACT

THE IMPACT OF A COUNTRY'S FINANCIAL, ECONOMIC, AND POLITICAL RISK ON THE ITS CREDITWORTHINESS AND STOCK MARKET DEVELOPMENT: CROSS SECTIONAL ANALYSIS

HASSAN M. ELSADY
Kuwait University

This paper examines, empirically, the relationship between a country's financial, economic, and political risk on its creditworthiness in Market-Based and Economic-Based financial systems. It also investigates the effect of country risk on stock market development in 41 countries, split into 17 Market-Based and 24 Bank-Based financial systems. Results show a higher effect of political and economic risk on creditworthiness in Bank-Based than in Market-Based financial systems. In addition, results show that stock markets in countries with low financial, economic, and political risk are more developed and have higher creditworthiness than countries with high political and economic risk (more significant than financial risk). Also, results demonstrate lower stock market development and higher creditworthiness in Bank-Based than Market-Based financial systems.

حسن منير الصادي (دكتوراه في اقتصاديات التمويل، جامعة نيو اورلينز، الولايات المتحدة الأمريكية، ٢٠٠٠)، مدرس بكلية العلوم الإدارية، جامعة الكويت، له اهتمامات بحثية في مجالات التنبؤ بعوائد ومخاطر الاستثمار في الأسواق الرأسمالية والأسواق الناشئة، والصناديق الاستثمارية، والتمويل والاستثمار، وتمويل الشركات.