

## الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي بالأسواق الناشئة

د. فاطمة خميس الحملاوي \*

### مقدمة:

تعرف الأسواق الناشئة بأنها تلك التي توجد في حالة نمو وتطور مستمر، وهي في حقيقة الأمر عبارة عن خليط من الدول المتقاربة في بعض الظروف والمختلفة في بعضها الآخر من حيث: المساحة، مستويات التنمية الاقتصادية وكذلك العوامل الديموجرافية.

وتوفر الأسواق الناشئة فرصاً كبيرة لخدمات القطاع المالي المختلفة كالبنوك وشركات التأمين وأسواق الأوراق المالية لزيادة حصتها في السوق العالمية، ووفقاً لتقديرات صندوق النقد الدولي IMF فإنه من المتوقع أن تنمو اقتصادات تلك الدول على مدار العقدين القادمين مرتين إلى ثلاث مرات أسرع من الدول المتقدمة.

وفي الوقت الذي لا تزال العديد من الأسواق الناشئة تتصدى لمشكلة الفقر، إلا أن معدلات النمو بها والتي تنسم بالارتفاع أظهرت الطبقة الوسطى التي تطمح إلى تحقيق أسلوب حياة أكثر رفاهة، ويظهر ذلك بلجونها إلى القيام بعمليات الإيداع التقليدية والائتمان والتأمين وشراء الأسهم، ما يعني زيادة الطلب على الخدمات المالية وظهور مؤسسات مالية جديدة تبحث عن النمو.

وعلى الرغم من الجدل المحتدم بين الباحثين حول آثار الاستثمار الأجنبي المباشر على اقتصاد البلد المضيف، إلا أنه ليس بوسع أي باحث أن يتجاهل الدور الذي لعبته هذه الاستثمارات في دفع عجلة التنمية الاقتصادية بالاقتصادات الناشئة كما حدث في دول جنوب شرق آسيا، ودول جنوب شرق أوروبا «الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقالية ورابطة الدول المستقلة CIS»، وتحقيق معدلات نمو ملحوظة وسريعة وهو ما يفسر تنافس تلك الدول للفوز بأكبر حصة ممكنة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة واعتمادها الكثير من الامتيازات والتسهيلات والحوافز لجذب المستثمرين. وفي حين فتحت بعض الدول المجال أمام الاستثمار الأجنبي في كافة القطاعات، فقد قامت دول أخرى باستثناء بعض القطاعات باعتبارها استراتيجية أو تمس الأمن القومي والاقتصادي للدولة. ويبقى السؤال: كيف للبلد المضيف أن يعظم الاستفادة من الاستثمار الأجنبي المباشر في مقابل تقليل أثاره السلبية على اقتصاده الوطني؟ وهو ما تحاول هذه الورقة البحثية أن تجيب عليه. ويعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي (Investment Financial Sector Foreign Direct (FSFDI من مقومات نمو الدول، وتتفاوت نسب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في خدمات القطاع المالي (المصرفية وغير المصرفية) بين الدول، فعلى سبيل المثال تمثل البنوك الأجنبية النسبة الأكبر.

\* مدرس مساعد بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية - معهد التخطيط القومي.

من إجمالي أصول القطاع المصرفي وكذلك من إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي في دول أمريكا اللاتينية ودول وسط وشرق أوروبا (CEE)، فنجد مثلاً أن الحصة التقريبية للبنوك الأجنبية بدول وسط وشرق أوروبا (CEE) وصلت إلى أكثر من ٨٠% من جملة أصول القطاع المصرفي بها في عام ٢٠١٠. في حين تشكل البنوك الأجنبية نسبة أقل في استثمارات القطاع المالي الأجنبية ببعض الدول النامية والاقتصادات الآسيوية الناشئة، فعلى سبيل المثال نجد أن الحصة التقريبية للبنوك الأجنبية في الهند بلغت حوالي ٨% من جملة أصول القطاع المصرفي بها وفي الصين بلغت النسبة ٥% عام ٢٠١٠، ويرجع ذلك لظروف الدولة وما إذا كانت ضمن اتفاقية تحرير التجارة الدولية في الخدمات المالية، وحسب الشروط والقيود التي تضعها كل دولة أمام دخول رؤوس الأموال الأجنبية (Santoso, W., 2010).

وقد زادت نسبة الوجود الأجنبي في القطاع المالي باقتصادات الأسواق الناشئة (EMEs) بشكل كبير خلال فترة التسعينيات، ولا زالت مستمرة في النمو بشكل متسارع وذلك على الرغم من التباطؤ العالمي في عمليات الاندماج والاستحواذ M & A. وفي الوقت الذي شكلت فيه البنوك النسبة الأكبر من حيث تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للقطاع المالي (FSFDI) في دول أمريكا اللاتينية ووسط وشرق أوروبا (CEE) إذ شكلت البنوك الأجنبية حصة كبيرة من إجمالي الأصول المصرفية، جاءت المساهمة الأجنبية في قطاع التأمين لتزيد عنها في القطاع المصرفي في الاقتصادات الآسيوية الناشئة، فقد وصل متوسط نسبة التدخل الأجنبي في القطاع المصرفي في شكل FDI إلى الاقتصادات الآسيوية الناشئة خلال فترة التسعينيات ما يقرب من ٤٠%، في حين بلغ المتوسط في دول وسط وشرق أوروبا ٧٠% في نفس القطاع (Herrero, A. & Simon, D., 2003, p 7).

وتدور الإشكالية الأساسية للورقة حول الإجابة عن التساؤل التالي:

إلى أي مدى يسهم الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي (FSFDI) Financial Sector FDI بالأسواق الناشئة في التنمية الاقتصادية لتلك الدول؟

وتسعى الدراسة للإجابة عليه من خلال سبعة أجزاء رئيسية هي:

ماهية وطبيعة الأسواق الناشئة، الخدمات المالية في الأسواق الناشئة (مفهومها - أنواعها - وأهميتها)، الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصادات الناشئة وتطوره، الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي FSFDI في الأسواق الناشئة وتطورها، دوافع - في EMEs والأثار الناجمة عنه، التعرف على قنوات الانتقال بين الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي والنمو الاقتصادي في الأسواق الناشئة، وأخيراً عرض أهم ملامح التجربة الصينية في الاستفادة من الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي غير المصرفي (التأمين).

**الكلمات الدالة:** القطاع المالي، الاستثمار الأجنبي المباشر، النمو الاقتصادي، الاقتصادات الناشئة.

**أولاً: ماهية وطبيعة الأسواق الناشئة:**

عند الحديث عن الأسواق الناشئة<sup>(1)</sup> (EMEs) Emerging Market Economies ، قد يظهر للوهلة الأولى مفهوم النشوء The Emergence وكأنه جديد، ولكنه في الواقع ليس كذلك، فاليابان والاقتصادات الآسيوية المتطورة اليوم كانت تعتبر في وقتها دولاً ناشئة.

تشير الاقتصادات الناشئة (EMEs) Emerging Market Economies إلى مجموعة جزئية من الاقتصادات النامية والتي حققت طفرة كبيرة في التصنيع والنمو الاقتصادي بشكل سريع منذ الثمانينيات. وتنتشر الأسواق الناشئة في كل من آسيا، أمريكا اللاتينية، أوروبا الشرقية، وأفريقيا، وتعد البرازيل وروسيا والهند والصين وجنوب أفريقيا من أكبر الأسواق الناشئة في العالم. (Pelle, S., 2007, p257).

ويمكن التمييز بين كل من الاقتصادات المتقدمة والنامية والناشئة بإيجاز فيما يلي:

١- الاقتصادات المتقدمة Advanced economies هي دول ما بعد الصناعية post-industrial countries وتتميز بارتفاع دخل الفرد، وصناعات ذات قدرة تنافسية عالية، بالإضافة إلى بنية تحتية تجارية متطورة. والاقتصادات المتقدمة هي أغنى دول العالم وتشمل استراليا، كندا، اليابان، نيوزيلندا، الولايات المتحدة ومعظم الدول الأوروبية.

٢- أما الاقتصادات النامية فهي الدول ذات الدخل المنخفض، وتتميز بتصنيع محدود وركود اقتصادي. تضم هذه الفئة العدد الأكبر من الدول، ومنها على سبيل المثال: بنجلاديش، نيكاراغو وزائير.

٣- وتشير الاقتصادات الناشئة إلى مجموعة فرعية من الاقتصادات النامية وهي التي حققت نمواً سريعاً ودرجة عالية من التطور والتصنيع منذ الثمانينيات. وتختلف هذه الاقتصادات فيما بينها بحسب درجة التقدم الاقتصادي ومستوى دخل الفرد إلا أنها تدرج تحت هذه المجموعة لكونها حققت نمواً اقتصادياً مرتفعاً في فترة زمنية قصيرة، ويمكن حصرها في ٢٤ دولة وفقاً لتصنيف صندوق النقد الدولي IMF، توجد في آسيا، أمريكا اللاتينية، أوروبا الشرقية، وأفريقيا مؤخراً، ويأتي على رأس هذه الدول البرازيل، روسيا، الهند، الصين وجنوب أفريقيا، وهي الدول التي تعرف اختصاراً بمجموعة دول البريكس BRICS Countries.

وتشكل مساحة دول بريكس BRICS ربع مساحة العالم تقريباً ومن المتوقع أن تنافس هذه الدول اقتصادات أغني الدول في العالم حالياً، كما تعد بريكس واحدة من أكبر الأسواق العالمية وأسرع الاقتصادات نمواً في العالم وذلك استناداً إلى عدد سكانها وقوتها الشرائية المرتفعة (دولاً ومجموعة)، وقد انعكس ذلك على علاقاتها الاقتصادية بدول العالم المختلفة. وتستحوذ الدول الخمس على نحو ١٨% من الاقتصاد العالمي، كما تستحوذ على أكثر من ١٥% من إجمالي التجارة العالمية. فقد بلغ الناتج المحلي الإجمالي لدول البريكس مجتمعة نحو ١٣.٦ تريليون دولار في عام ٢٠١١، بينما بلغ

مجموع احتياطي النقد الأجنبي لها ٤ تريليون دولار، أما متوسط نمو الناتج المحلي الإجمالي للمجموعة فقد بلغت نسبته ٤%، فيما بلغ المؤشر ذاته في مجموعة الدول السبع الصناعية الكبرى ٠.٧%. ومن المنتظر أن تتجاوز نسبة مساهمة مجموعة دول البريكس الإجمالية ٥٠% من إجمالي النمو الاقتصادي العالمي بحلول عام ٢٠٢٠ كما يتوقع خبراء صندوق النقد الدولي IMF في تقرير ٢٠١٢.

ويقطن مجموعة دول البريكس حوالي نصف سكان العالم، فهي تضم أكثر الدول كثافة من الناحية السكانية، الأمر الذي يجعل منها أكبر أسواق العالم من حيث أعداد المستهلكين، ومن ثم فإنه من المتوقع مع استمرار ارتفاع متوسط نصيب الفرد من الدخل في هذه الدول إلى المستويات العالمية أن تصبح أيضاً أكبر سوق استهلاكية، الأمر الذي سيمنح هذه الدول فرصاً أكبر للنمو.

وتختلف مجموعة "البريكس" عن غيرها من التجمعات والتحالفات والمنظمات التي تشهدها الساحة الدولية، خاصة وأنه لا يوجد رابط معين يربط بين الدول الخمس، سواء على الصعيد السياسي أو الاقتصادي أو الثقافي، كما أنه لا يربطها نطاق جغرافي أو إقليمي، بل تأتي من أربع قارات مختلفة، فضلاً عن وجود تباين واضح في درجات النمو الاقتصادي ومستويات الناتج بين الدول الخمس، غير أن هذه الدول الخمس ترتبط برباط هام، وهو الذي أنشئت على أساسه هذه المجموعة، ألا وهو رفض الهيمنة الغربية على الاقتصاد والسياسة العالمية، فأعضاء مجموعة "البريكس" يدعون إلى إنشاء نظام أكثر عدالة وتوازناً للعلاقات الاقتصادية الدولية، ويهدفون إلى وضع نظام بديل لمواجهة القيود التي يضعها الهيكل الحالي للنظام المالي والنقدي الدولي.

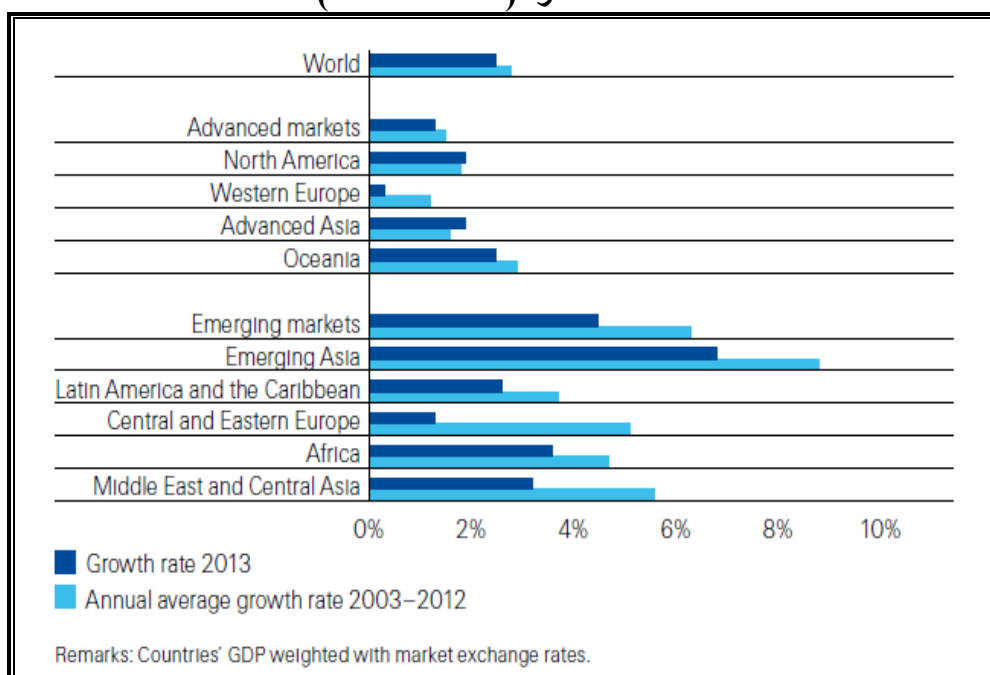
وقد عزز من أهمية الاقتصادات الناشئة مجتمعة مساهمتها في الاقتصاد العالمي وارتفاع حصتها من الناتج المحلي الإجمالي GDP، حيث ارتفعت من ٢١% عام ٢٠٠١ إلى ٣٤% عام ٢٠١٠، وبذلك شكلت الأسواق الناشئة ما يقرب من ثلث النمو الاقتصادي العالمي، وتشكل الاقتصادات الناشئة أيضاً ما يقرب من ٨٠% من جملة سكان العالم (IMF, 2012).

ومما لا شك فيه أن نمو الناتج المحلي الإجمالي هو بمثابة مؤشر على نمو قطاعات الاقتصاد المختلفة، فقد كان معدل النمو الاقتصادي في البلدان الناشئة يزيد بشكل مطرد، وهو ما جعلها تتفوق على الاقتصادات المتقدمة. ولكن جاء عام ٢٠١٣ ليكون عاماً صعباً على الأسواق الناشئة وتنخفض معدلات النمو بها عن ذي قبل بسبب انخفاض الطلب من قبل الاقتصادات المتقدمة، فانخفض النمو في دول وسط وشرق أوروبا بشكل كبير عن المتوسط في العشر أعوام السابقة بسبب انخفاض حجم الصادرات إلى دول غرب أوروبا. فيما واصلت أسواق آسيا الناشئة تفوقها، ولكن بمعدل أقل من السنوات السابقة، إلا أنها تظل الأعلى بين باقي الأسواق الناشئة. وفي دول أمريكا اللاتينية الناشئة، فقد كان النمو أيضاً دون المنتظر، بسبب ضعف الطلب على السلع وارتفاع معدل التضخم في البرازيل، بالإضافة إلى الاضطرابات السياسية الداخلية في فنزويلا والأرجنتين، كل هذه الأسباب أدت إلى مزيد

من التدهور في ثقة المستثمرين الأجانب وتسريع هروب رؤوس الأموال وارتفاع معدلات التضخم بشكل كبير double-digit inflation (Swiss Re, 2014, P.4).

والشكل التالي يوضح معدلات النمو الاقتصادي لمختلف مناطق العالم ومدى التفاوت الملحوظ بين الاقتصادات الناشئة والمتقدمة، لكن تظل معدلات النمو في الاقتصادات الناشئة خاصة الآسيوية منها هي الأعلى على الإطلاق.

شكل رقم (١): معدل النمو في عام ٢٠١٣ ومتوسط معدل النمو Real GDP في مناطق العالم للفترة (٢٠٠٣-٢٠١٢)



source: Swiss Re, Sigma No. 3/2014, P.3.

وقد أثبتت الأزمة المالية العالمية في عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ مرونة الأسواق الناشئة وقدرتها على الحفاظ على معدلات مرتفعة ومستمرة من النمو في الوقت الذي دخلت الدول الصناعية في ركود عميق. ساعد الدول الناشئة على تجاوز الاضطرابات المالية اتباعها سياسات اقتصادية ومالية سليمة ووجود احتياطات قوية لديها من النقد الأجنبي.

وفيما يلي جدول يلخص حالة التجارة الدولية والتصنيع في مجموعات الدول الثلاث (المتقدمة، النامية، والناشئة) وفقاً للمؤشرات التي حددها صندوق النقد والبنك الدوليين.

**جدول رقم (١): درجة كل من التجارة والتصنيع والاستثمار في مجموعات الدول المتقدمة والنامية والناشئة**

<i>Trade condition</i>	<i>Advanced economies</i>	<i>Developing economies</i>	<i>Emerging markets</i>
<b>Industry</b>	Highly developed	Poor	Rapidly improving
<b>Competition</b>	Substantial	Limited	Moderate but increasing
<b>Trade barriers</b>	Minimal	Moderate to high	Rapidly liberalizing
<b>Trade volume</b>	High	Low	High
<b>Inward FDI</b>	High	Low	Moderate to high

Source: International Monetary Fund at [www.imf.org](http://www.imf.org), World Bank at [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org), 2012.

ولعل السمة الأكثر وضوحاً في الاقتصادات الناشئة هو تمتع هذه الدول بالسعي دوماً نحو تحسين مستويات المعيشة وزيادة عدد أفراد الطبقة المتوسطة في ظل ارتفاع التطلعات والطموحات الاقتصادية، ونتيجة لذلك زادت أهمية هذه الدول في الاقتصاد العالمي وأصبحت وجهات جاذبة للصادرات والاستثمارات الأجنبية المباشرة (Enderwick, P., 2012).

كما تتميز اقتصادات الدول الناشئة بأنها تحقق باستمرار معدلات نمو جاذبة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، ذلك أن هذه الدول يتوقع أن تنمو أسرع من الاقتصادات المتقدمة، لذلك توجد حاجة حقيقية في الدول الناشئة للخدمات المالية الأساسية من خدمات مالية مصرفية وتأمينية حتى تستمر في تحقيق نمو مرتفع. وفي أوقات الأزمات الاقتصادية يظهر النمو الاقتصادي في الأسواق المتقدمة محدوداً أو معتدلاً ويتم حفز النمو من خلال عمليات الاستحواذ acquisition والذي يوفر فرصاً محدودة في قطاعات الخدمات المالية، ولذا تلجأ معظم الدول إلى التوسع والاستثمار المباشر في الاقتصادات الناشئة إذ تقدم بديلاً لتلك القيود الموجودة على النمو المحلي في الأسواق المتقدمة.

## ثانياً: الخدمات المالية في الأسواق الناشئة (مفهومها - أنواعها - وأهميتها)<sup>(٢)</sup>:

### - تعريف الخدمات المالية وأنواعها:

الأصل في تعريف الخدمة المالية أنها: تلك التي تتعلق بحركة الأموال في أوجه أو مخصصات معينة تبدأ بتلقي الأموال لغرض الإيداع أو تغطية المخاطر، وتنتهي بتدويرها في عمليات الائتمان أو الاستثمار، وذلك مروراً بخدمات التمويل وتقديم الضمان والاعتماد وغيرها (عبيد، ٢٠٠٢، ص ١٦). وتتضمن الخدمات المالية كل الأنشطة التي من شأنها تحقيق انسياب التمويل من مصادره المختلفة إلى استخداماته المتنوعة، ومن ثم فهي تشمل كل أنشطة المؤسسات المالية كالمصارف، شركات التأمين، بيوت التمويل، صناديق الاستثمار وصناديق الادخار، والأصل أن هذه الأنشطة تدور كلها في نطاق أعمال الوساطة المالية بين من يملكون فائضاً من الأموال في شكل مدخرات ومن هم في حاجة إلى هذه الأموال لتمويل استثماراتهم وأنشطتهم الجارية، وتتسم أنشطة الخدمات المالية بأنها من الأنشطة الكثيفة نسبياً لرأس المال في الوقت الذي تحتاج فيه إلى عدد كبير نسبياً من العمالة الماهرة أو يمكن القول بأنها كثيفة رأس المال البشري الماهر Highly Skilled Labour.

أما الخدمة المالية التي تدخل في نطاق الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات فهي تلك الخدمة ذات الطبيعة المالية التي يتم عرضها من "مقدم خدمة مالية" لدى دولة عضو في الاتفاقية، ويعرف "مقدم الخدمة المالية" بأنه أي شخص طبيعي أو اعتباري لدى الدولة يرغب في أن يقدم فعلاً خدمة مالية، ويتم عرض الخدمة وإتاحتها للأعضاء الآخرين، ومن هنا تغطي التجارة الدولية في الخدمات المالية جميع الأنشطة العاملة في الأسواق المالية طبقاً لاتفاقية الخدمات المالية (FSA) Financial Services Agreement ، وتتمثل هذه الأنشطة فيما يلي (Pathak, 2006, p. 4):

- الخدمات المصرفية التي تقدمها البنوك.
- خدمات التأمين وإعادة التأمين.
- خدمات سوق المال.
- والخدمات المصرفية والمالية الأخرى، وتشمل:
  - الإقراض بكافة أشكاله بما فيه القروض الاستهلاكية والائتمان العقاري والمساهمات.
  - التأجير التمويلي.
  - خدمات المدفوعات والتحويلات والحوالات البنكية.
  - الاشتراك في إصدار كافة أنواع الأوراق المالية بما في ذلك الترويج والإصدار بالوكالة وتقديم الخدمات المتعلقة بالإصدارات.
  - أعمال السمسرة في النقد، وخدمات المقاصة والتسوية للأصول المالية.
  - تقديم وإرسال المعلومات المالية، وتقديم الاستشارات والوساطة المالية والخدمات المالية المساعدة الأخرى.

- إدارة الأموال مثل إدارة النقدية ومحافظة الأوراق المالية وخدمات الإيداع وحفظ الأمانات.
- وعلى ذلك تستبعد الخدمات المالية التي تتم في إطار السلطات السيادية للحكومة، وهي:
- الأنشطة أو الخدمات التي يقوم بها البنك المركزي فيما يختص بتنفيذ السياسة النقدية وسعر الصرف.
- الأنشطة التي تشكل جزءاً هاماً من نظام حكومي للضمان الاجتماعي أو المعاشات كالخدمات التي تقدم للمتقاعدين بالدولة بعد وصولهم سن المعاش، أو أنشطة تمارسها مؤسسة عامة باستخدام موارد مالية حكومية.

فكل هذه الخدمات لا يتوافر فيها الأساس التجاري أو مبدأ المنافسة، وبالتالي تخرج من نطاق تطبيق الاتفاقية (محمود عبد العزيز، ٢٠٠٧، ص ١٤١).

#### - أهمية الخدمات المالية في الاقتصادات الناشئة:

تعد الخدمات المالية من أهم أنشطة التجارة الدولية للخدمات في العصر الحديث، وتأتي أهمية هذا القطاع من الناحية العملية في كونه يساهم في التجارة الدولية، سواء كان في السلع أو الخدمات، في صورة ضمان أو رأس مال أو تغيير عملة أو تسوية مدفوعات أو تأمين. وعلى ذلك يعتبر قطاع الخدمات المالية من القطاعات الأساسية لتسهيل وزيادة كفاءة عمليات التبادل التجاري الدولي في السلع والخدمات (WTO, 2000, GATS).

كما يعد قطاع الخدمات المالية من القطاعات الرائدة في أي اقتصاد نتيجة للدور الهام الذي يقوم به في عمليات تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة وبالتالي عملية التنمية ككل. ويمكن التعبير عن أهمية هذا القطاع من خلال نسبته في الناتج المحلي الإجمالي GDP للدول المختلفة، فقد تصل هذه النسبة إلى أكثر من ١٥% من GDP كما في U.S.A. و U.K.، وقد تتعدى النسبة ٢٥% في دول أخرى كما في الصين (Burgess, S., 2011).

وقد أثبتت الأزمة المالية العالمية الأخيرة أن النظم المالية Financial Systems في الأسواق الناشئة أكثر قوة وأقل تأثراً بالأزمات مقارنة مع نظائرهم في الاقتصادات المتقدمة، وهو ما يعني وجود عدد من النتائج والدروس الهامة التي سيتم ذكرها في نتائج البحث.

جدير بالذكر أن ما دعا الأسواق الناشئة إلى التمتع بهذه القوة هو سعيها المستمر نحو تطوير وتنمية خدمات القطاع المالي مثل تعزيز خدمات الجهاز المصرفي والتأميني ودعم النظام المالي الرسمي The Formal Financial System ككل أكثر من التركيز على خلق وابتكار أدوات مالية متطورة. ولذا تواجه الأسواق الناشئة تحديات كبيرة في تحقيق الاستقرار في الأنظمة المالية لمواجهة الصدمات على المستويين المحلي والخارجي، من إنشاء أنظمة مصرفية سليمة وإدراجها في النظام المالي الرسمي، وخلق أسواق تأمين قوية، وكذا إنشاء مجموعة من الأسواق المالية (مثل أسواق سندات الشركات ومشتقات العملات الرئيسية)، وبذلك تدور التحديات التنظيمية في القطاع المالي في الاقتصادات الناشئة حول مواجهة المخاطر الناجمة عن النظم المالية المتخلفة أو المتأخرة أكثر من تلك المتعلقة بالابتكارات المالية المتطورة، مع الأخذ في الاعتبار وجود عدد من القيود المؤسسية والقدرات المتباينة فيما بين الاقتصادات الناشئة، كما تزداد حدة هذه التحديات وصعوبتها في الدول الناشئة ذات



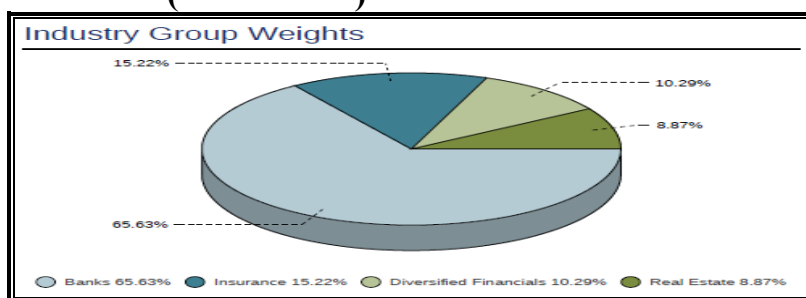
الدخل المنخفض حيث وجود الأنظمة المالية الرسمية ودرجة اتساعها يكاد يكون محدوداً للغاية (Eswar S. Prasad, 2010, p. 2).

وقد بحث الاقتصاديين في أسباب عدم تأثر القطاع المالي في الأسواق الناشئة بالأزمة المالية العالمية الأخيرة وتبعاتها بشكل واضح في الوقت الذي تأثرت فيه المؤسسات المالية في باقي أنحاء العالم، وأرجعوا الفضل في ذلك إلى انتهاج تلك الدول لمجموعة من الممارسات الرشيدة في إدارة رأس المال والقطاع المصرفي، بالإضافة إلى وجود عدد كبير من المؤسسات والأسواق الغير معتمدة على البنوك بشكل كبير والتي استمرت في دفع عجلة النمو بشكل ذاتي وهو ما أدى في المجمل إلى اقتصاد كلي متمتع بوضع سليم ومعدلات نمو تزيد بشكل أسرع من اقتصادات العالم المتقدم. وتشير التقارير إلى أن ٨ بنوك من عدد ٢٥ بنك هي أكبر البنوك على مستوى العالم من حيث القيمة السوقية تأتي من الأسواق الناشئة، كما تشكل حوالي ثلث الإيرادات والأرباح المصرفية على مستوى العالم كما يرصد تقرير عام ٢٠١٠ الصادر عن مؤسسة Infosys (www.infosys.com/finacle).

يرى المحللين كذلك أن الأزمة المالية العالمية دفعت اقتصادات الدول الناشئة إلى المزيد من التحسن والنمو عن طريق قيامها بتعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل فعال نحو الاستثمار المنتج Productive Investment كما حدث في الصين والهند - حيث تأتيان في مقدمة الاقتصادات الناشئة التي حققت تقدماً ملحوظاً ونمواً مستمراً في قطاع الخدمات المالية - إذ تتميزان بارتفاع معدلات الادخار الخاص فيهما، ودفعتهما الأزمة المالية إلى توجيه تلك المدخرات نحو الاستثمار من خلال عمليات وساطة مالية فعالة Effective Financial Intermediation ليس فقط لتعزيز معدلات النمو ولكن أيضاً لتحسين الرفاهية المرتبطة بذلك النمو وآثارها على الاقتصاد (٣) (Eswar S. Prasad, 2010, p. 14).

وكما يتضح في شكل رقم (٢)، فقد استحوذ القطاع المصرفي على ثلثي متوسط أوزان خدمات القطاع المالي في مجموعة الأسواق الناشئة خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠١٤، تلاه قطاع التأمين بنسبة ١٥%، وجاء القطاع المالي في كل من الصين، البرازيل، جنوب أفريقيا، تايبان وكوريا الجنوبية ليمثل النسبة الأكبر بين باقي الدول الناشئة، كما يوضح شكل رقم (٣).

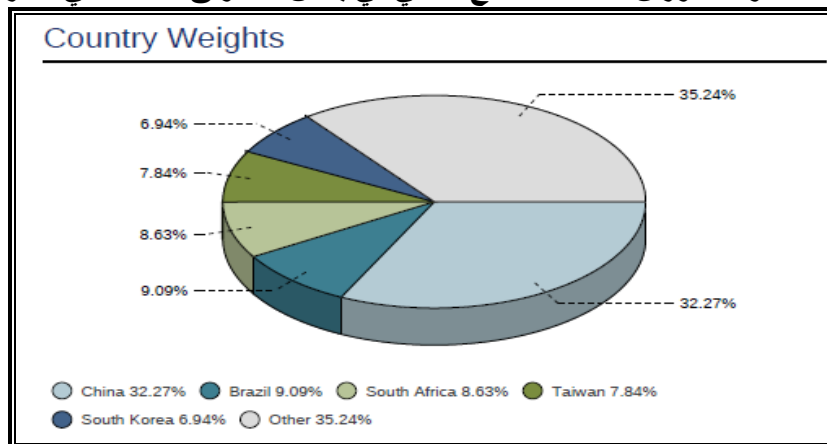
شكل رقم (٢): متوسط أوزان خدمات القطاع المالي المختلفة في الأسواق الناشئة في الفترة (٢٠٠١ - ٢٠١٤)



Source: [www.msci.com](http://www.msci.com), MSCI, Mar 2015 <sup>(4)</sup>.

شكل رقم (٣):

متوسط أوزان خدمات القطاع المالي في بعض الأسواق الناشئة في الفترة (٢٠٠١ - ٢٠١٤)



Source: [www.msci.com](http://www.msci.com), MSCI, Mar 2015.

ويقوم القطاع المالي بدوره في توجيه الموارد من المدخرين إلى المستثمرين، وبالتالي فإن القطاع المالي يعمل على:

- ١- فحص طالبي التمويل بكفاءة ورصد المتلقين، وبالتالي فهو يعمل على تحسين تخصيص الموارد.
- ٢- تعبئة المدخرات المحلية.
- ٣- تخفيض تكلفة رأس المال عن طريق وفورات الحجم والتخصص.
- ٤- يقوم بوظيفة إدارة المخاطر والسيولة.

وبالنظر إلى الأزمات الاقتصادية الكبرى التي تعرضت لها الأسواق الناشئة في السنوات الأخيرة الماضية في كل من شرق آسيا، روسيا، تركيا، البرازيل والأرجنتين، فإنها اقترنت بشكل أساسي بأزمة في القطاع المالي لتلك الدول إن لم تكن ناجمة عنها، على سبيل المثال كانت إندونيسيا هي الأكثر تضرراً في الأزمة المالية الآسيوية، حيث تجاوزت التكاليف المالية وحدها ١٠٠% من الناتج المحلي الإجمالي للدولة. وبجانب أزمة القطاع المالي، لا يخفى وجود أزمة في الإدارة وفساد في المؤسسات العامة والخاصة أدى بالأفراد إلى فقدان الثقة في المؤسسات المالية، وهو ما شكل مانعاً كبيراً لاستمرار أو حتى قيام استثمارات أجنبية مباشرة بتلك الدول، وفي دراسة تابعة لصندوق النقد الدولي IMF، ذكر أن وجود الفساد يفرض ما يعادل ضريبة على الاستثمار الأجنبي المباشر تزيد عن ٢٠% في العديد من الأسواق الناشئة، وهو ما يمكن أن يطلق عليه قسط الفساد "corruption premium"، والذي لا يؤدي فقط إلى تقليل حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة إلى الاقتصاد الناشئ بأكثر من ٥٠%، ولكن من شأنه أيضاً أن يؤدي إلى تحويل رأس المال الأجنبي إلى أعمال أخرى كالإقراض المصرفي وأنشطة

قصيرة الأجل، الأمر الذي يجعل الدولة أكثر عرضةً للأزمات المالية إذا ما تحطمت الثقة في الاقتصاد الناشئ (أو في حكومته) بشكل مفاجئ (Robert E. & Others 2002, p 3). وتواجه الاقتصادات الناشئة تحديات كبيرة ومعقدة في محاولة تطوير النظم المالية بها، وهذه التحديات ليست جديدة على تلك الأسواق ولكنها تزداد بمرور الوقت لاسيما في ظل القيود والتعقيدات المؤسسية التي لا تزال موجودة في بعض هذه الاقتصادات. وتحتاج الأسواق الناشئة في مواجهة ذلك إلى تحقيق التوازن بين سعيها للاستقرار المالي وضرورة التنمية المالية، ولا شك أن ذلك يتطلب وجود قدر كاف من المرونة في القطاع المالي ومؤسساته المختلفة بالاقتصادات الناشئة (Eswar S. Prased 2010, p 28). وبشكل عام، ركزت الأدبيات السابقة التي تناولت دراسة أثر القطاع المالي على اقتصادات الأسواق الناشئة، على دراسة العلاقة السببية بين نمو القطاع المالي والنمو الاقتصادي، حيث لوحظ أن تحرير القطاع المالي من القيود المفروضة تدريجياً وتطوير أداء القطاع وإعادة هيكلة مؤسساته يؤدي إلى استقرار مالي في تلك الدول وبالتالي تظهر آثار النمو وتتحقق معدلات نمو مرتفعة. ففي تقرير أعده بنك التسويات الدولية Bank for International Settlements 1997، تبين أن عدم الاستقرار المالي الذي كان سائداً في اقتصادات الأسواق الناشئة قبل فترة التسعينيات، يعزو إلى مجموعة من الإخفاقات على مستوى الاقتصاد الجزئي ومؤسساته، نتيجة لنشوات كبيرة في الاقتصاد الحقيقي. وأدت تلك الإخفاقات إلى إفساح المجال أكثر لحدوث الأزمات، وكانت اقتصادات الأسواق الناشئة أكثر عرضة للإصابة بذلك لأنها تفتقر إلى القدرة على امتصاص الصدمات بخلاف الاقتصادات المتقدمة الأكثر نضجاً، وانعكس ذلك على عدم استقرار الاقتصاد الكلي في اقتصادات الأسواق الناشئة، وضعف الإدارة بمختلف قطاعاته ومؤسساته.

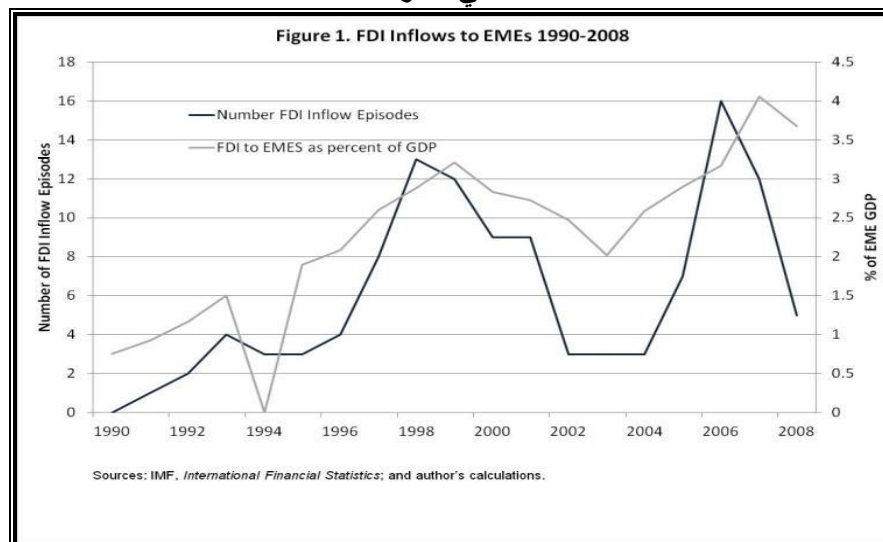
#### ثالثاً: الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصادات الناشئة (EMEs) وتطوره:

يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه قيام شركة أو منشأة ما بالاستثمار في مشروعات تقع خارج حدود الوطن الأم وذلك بهدف ممارسة قدر من التأثير على عمليات تلك المشروعات. ويمن أن يتخذ الاستثمار الأجنبي المباشر أشكالاً عديدة، كإنشاء مشروع جديد بالكامل أو تملك أصول منشأة قائمة، أو من خلال عمليات الدمج والاستحواذ M & A. ويعرف صندوق النقد الدولي الاستثمار الأجنبي المباشر بأنه مباشر حين يمتلك المستثمر 10% أو أكثر من أسهم رأسمال إحدى مؤسسات الأعمال، على أن ترتبط هذه الملكية بالقدرة على التأثير في إدارة المؤسسة. وهو بذلك يختلف عن الاستثمار في المحافظ والصناديق الاستثمارية التي تقوم بشراء أصول الشركات بهدف تحقيق عائد مالي دون التحكم في إدارتها. وتتحدد قدرة كل دولة على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة استناداً إلى متوسط دخل الفرد، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، توافر البنية الأساسية، الاستقرار السياسي، ومعدل العائد على رأس المال. وشكلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مصدراً رئيسياً للتمويل في الدول النامية والناشئة، كما ساهمت في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية فيها. ويختلف الاستثمار الأجنبي المباشر عن الأنواع

الأخرى من التدفقات الرأسمالية الخاصة كونه يستند إلى حد كبير، على الرؤية المستقبلية الطويلة المدى للمستثمرين لإمكانية تحقيق الأرباح من خلال أنشطتهم الاقتصادية. وقد يكون من الخطأ التصور بأن المنافع التي يمكن أن تجنيها الاقتصادات النامية والناشئة جراء جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، يمكن الحصول عليها دون تكلفة، فالمستثمرون لهم أهداف ودوافع من تدويل أنشطتهم. كما أن الحكومات التي تشجع شركاتها الوطنية على الاستثمار في دول أخرى، تسعى من وراء ذلك إلى تحقيق أهداف اقتصادية وسياسية، ما يعني أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تحكمها مصالح مشتركة بين طرفي الاستثمار. وتعتمد درجة استفادة كل طرف إلى حد كبير على سياسات وممارسات الطرف الآخر بشأن نوع وطبيعة الاستثمار الذي يمثل جوهر العلاقة بين الطرفين. وفيما يتعلق بالاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصادات الناشئة، فقد زاد تدفقها إليها بشكل كبير منذ أوائل التسعينيات، كما زادت نسبتها من الناتج المحلي الإجمالي GDP لهذه الدول كما يظهر في الشكل التالي في الفترة من ١٩٩٠ - ٢٠٠٨ (Arbatli, E., 2011).

شكل رقم (٤):

#### تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصادات الناشئة في الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٠٨



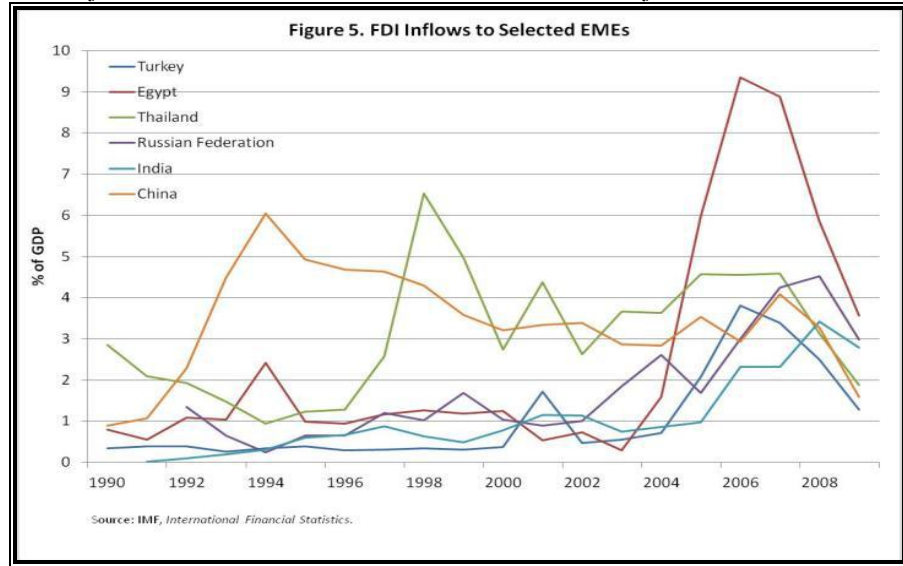
وبالرغم من وجود الاعتقاد السائد باعتبار الاستثمار الأجنبي المباشر هو الأكثر استقراراً مقارنة مع أنواع أخرى من تدفقات رأس المال الأجنبي، إلا أنها في الشكل السابق تفاوتت بشكل كبير خلال الفترة الموضحة. فنجد أن هناك على وجه التحديد موجتين من الارتفاع الحاد في التدفقات الأجنبية المباشرة

إلى الأسواق الناشئة، بدأت الأولى في عام ١٩٩٠ وبلغت ذروتها في عام ١٩٩٩، ثم انخفض إجمالي التدفقات الأجنبية بدءاً من عام ٢٠٠٠ ووصلت إلى أدنى مستوياتها في عام ٢٠٠٣، وتلتها الموجة الثانية من الارتفاع، حيث وصلت نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة من الناتج المحلي الإجمالي في الدول الناشئة إلى أعلى مستوى في عام ٢٠٠٨ وهو ٤%، وذلك قبيل الأزمة المالية العالمية. كما يوضح الشكل زيادة في عدد الدول الناشئة مع ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر حتى وصلت إلى ١٦ دولة في عام ٢٠٠٨.

وبالرغم من وجود بعض الاتجاهات المشتركة بين EMES في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، إلا أن هناك اختلافات كبيرة من حيث حجم هذه التدفقات، حيث حصلت دول على نسبة أكبر من هذه التدفقات مقارنة بغيرها من الدول، كما يوضح الشكل التالي.

شكل رقم (٥):

تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى عدد من الأسواق الناشئة المختارة في الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٠٨



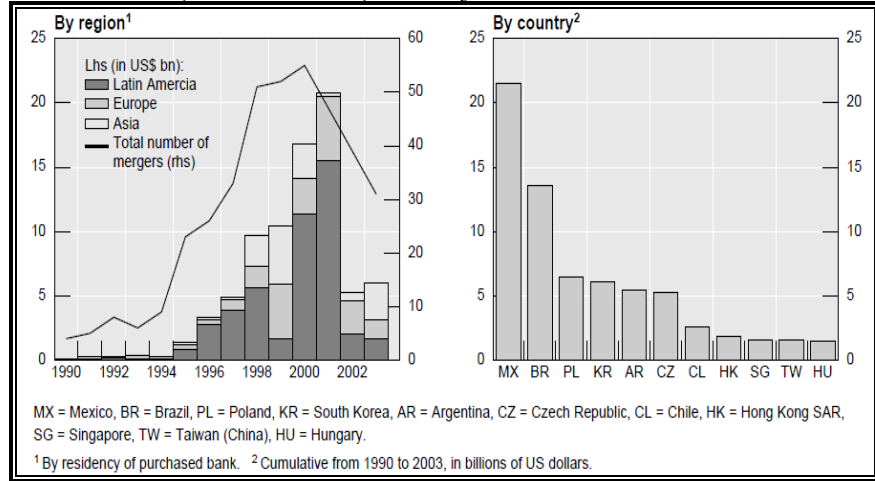
فبالنظر إلى مصر وتركيا وروسيا والهند نجد أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليهم كانت مستقرة حتى عام ٢٠٠٤ ثم شهدت بعد ذلك موجة ارتفاعات حادة حتى عام ٢٠٠٨. على النقيض من ذلك، حققت كل من تايلاند والصين طفرة كبيرة في تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إليها في فترة التسعينيات، ولم تشهد أي زيادات أخرى بعد عام ٢٠٠٥.

رابعاً: الاستثمارات الأجنبية المباشرة في القطاع المالي FSDI بالاقتصادات الناشئة EMES وتطورها:

أدت التحسينات في البنية التحتية المالية وعمليات التحرير المالي التي خضعت لها الاقتصادات الناشئة في فترة الثمانينيات والتسعينيات من القرن الماضي إلى سهولة في إدارة مخاطر الأعمال التجارية، خاصة بعد أحداث الأزمة الآسيوية في عام ١٩٩٧ وهو ما جعل المؤسسات المالية أكثر حساسية لأي نتائج أو عواقب محتملة جراء الأزمات المفاجئة وعلى استعداد لمواجهة التكلفة العالية المتوقعة بسبب هذه المخاطر. في حين تميل المؤسسات المالية في الدول الصناعية إلى تقييم المخاطر التي تتعرض لها جراء الأزمات ومواجهتها بشكل صارم من خلال تطبيق اختبارات country-focused stress testing، كإجراء للتخفيف من حدة المخاطر بالإضافة إلى محاولة الاعتماد على تمويل أكثر محلية والبحث المسبق عن المصادر المحتملة للأموال لمواجهة سيناريوهات الضغط المختلفة على الاقتصاد جراء الأزمة، وتبقى توقعات الربحية طويلة المدى projection of long-run profitability هي الحاكم الأساسي للدول الصناعية للبقاء في البلد المضيف من البلدان الناشئة (CGFS, 2004, p1).

وقد ارتفع حجم FSFDI في النصف الثاني من التسعينيات بسبب زيادة عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود (M & A) بين البنوك في EMEs، وارتفعت قيمة FSFDI من حوالي ٦ مليارات دولار في الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ إلى ما يقرب من ٥٠ مليار دولار في السنوات الأربع التالية، كما يتضح في الشكل التالي:

شكل رقم (٦):  
حجم الاستحواذ بين البنوك في الأسواق الناشئة  
في الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٣)



Sources: Thomson Financial; Bank of England.

حيث بلغت الزيادة في FSFDI ذروتها في عام ٢٠٠١ بقيمة ٢٠ مليار دولار تقريباً، ثم انخفضت بشكل حاد في عام ٢٠٠٢، ولكنها استقرت بعد ذلك في عام ٢٠٠٣. ويمكن القول أن نسبة الصفقات العابرة

للحدود في شكل دمج واستحواذ (M & A) والتي تمت في المؤسسات المالية وعلى رأسها مؤسسات القطاع المصرفي في EMES قد زادت من ١٨% في الفترة ١٩٩٠-١٩٩٦ إلى ٣٠% في الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٠، واستحوذت الأسواق الناشئة في دول أمريكا اللاتينية على النصيب الأكبر في مجمل هذه التدفقات، وهو ما يتضح في الشكل المقابل الذي يعرض حجم تدفقات الـ FSFDI في الدول الناشئة التي احتلت موقع الصدارة بين مجموعة الأسواق الناشئة، حيث جاءت المكسيك تليها البرازيل على رأس هذه الدول بحجم تراكمي ٢٢ مليار و ١٤ مليار دولار على التوالي من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٣.

وتظل دول وسط وشرق أوروبا (CEE) مستقبلاً رئيسياً لـ FSFDI حيث استحوذت على ما يقرب من ٢٠ مليار دولار من تلك التدفقات بنسبة ٢٤% من إجمالي عمليات الاستحواذ التي تمت في القطاع البنكي في تلك المنطقة، وعلى رأس هذه الدول حققت بولندا والنشيك أعلى التدفقات. أما في الأسواق الآسيوية الناشئة فقد كانت نسبة الـ (M & A) في القطاع المالي أصغر بالمقارنة مع مناطق أخرى، حيث بلغ حجم تدفقات الـ FSFDI بها حوالي ١٤ مليار دولار بنسبة ١٧% من إجمالي حجم تلك التدفقات على مستوى الأسواق الناشئة مجتمعة في الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٣. بالرغم من ذلك، فإن السوق الآسيوية تعد واحدة من المناطق المستهدفة الأسرع نمواً لعمليات الدمج والاستحواذ، بالإضافة إلى ذلك فإن هناك عدد كبير من صفقات الدمج والاستحواذ التي تتم عبر الحدود بقيم صغيرة small-value cross-border M&A بين اقتصادات شرق آسيا، ولذا جاء عام ٢٠٠٣ ليشهد تفوق الاقتصادات الآسيوية الناشئة في تلقيها للنصيب الأكبر من تدفقات FSFDI كما يتضح في الشكل السابق.

#### خامساً: دوافع الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي FSFDI في الاقتصادات الناشئة EMES والأثار الناجمة عنه:

كما سبق وذكرنا، ترجع الزيادة التي حدثت في FSFDI في الأسواق الناشئة إلى إجراءات التحرير المالي والإصلاحات الهيكلية التي تمت في معظم أسواق تلك الدول خلال فترة الثمانينيات والتسعينيات، وسمحت هذه الإصلاحات بمزيد من المنافسة كما أدت إلى تقليل ضوابط الرقابة والقيود التي كانت مفروضة قبل التحرير المالي على عمليات الائتمان وأسعار الفائدة والمعاملات الدولية، وبالتالي كان لتلك الإصلاحات دورها في تمكين قوى السوق للعمل بحرية في الاقتصادات الناشئة. وقد كان المناخ العام الذي ساد في تلك الدول والمشجع على القيام بعمليات الخصخصة داعماً أساسياً لتلك الإصلاحات، إذ أدى إلى رفع القيود بشكل تدريجي والاعتماد على آليات السوق، كذلك كان للمؤسسات المالية الدولية دوراً بارزاً في تشجيع الاندماج في الاقتصاد العالمي لدعم النظم المالية على المستوى المحلي للدول. ويمكن القول أن التحرير المالي كان له دور واضح في خلق فرص جديدة للأسواق الناشئة، فقد وفرت مجالات العمل في القطاع المالي كأنشطة سوق رأس المال، الخدمات المصرفية والتأمينية، خدمات الوساطة المالية، تجارة الأوراق المالية، المشتقات المالية، وكافة أنشطة القطاع المالي، وفرت فرصاً لتقديم منتجات وخدمات جديدة للحصول على عوائد مرتفعة نسبياً. في ذات الوقت، بدت مخاطر السوق

بشكل أكثر قابلية للإدارة وسهولة في التحكم، كما أدخلت تحسينات على النظم المالية والبنية التحتية القانونية والتنظيمية للسوق.

وقد أدت الأزمات المالية التي تعرضت لها الأسواق الناشئة والحاجة إلى إعادة هيكلة النظم المصرفية في النصف الثاني من التسعينيات إلى خلق مجموعة من الفرص لمرة واحدة one-time set of opportunities للاستثمار في مؤسسات القطاع المالي وتوسيع نطاق الأعمال في الأسواق الناشئة، وكاستجابة حقيقية لتلك الأزمات من قبل حكومات الدول الناشئة وبتشجيع من المؤسسات المالية الدولية، لجأت إلى التعجيل بعمليات التحرير المالي وإعادة هيكلة البنوك ورسمتها وذلك بمساعدة المستثمرين الأجانب، كما حدث في دول أمريكا اللاتينية في السنوات التي أعقبت الأزمة المكسيكية عام ١٩٩٤.

وبالمثل في أوروبا، بعد انهيار الأنظمة الشيوعية في دول وسط وشرق أوروبا (CEE)، أعقب ذلك فترة من التحرير المالي استمرت حتى منتصف التسعينيات، وأدت عمليات الخصخصة المبكرة إلى اعتماد تلك الدول على موارد خارجية لإعادة رسملة القطاعات المصرفية بها.

وفي أعقاب الأزمة الآسيوية، قامت الحكومات بتوسيع نطاق الملكية الأجنبية، وزادت نسبة المشاركة الأجنبية في الأنظمة المالية التابعة للبلدان التي ضربتها الأزمة. ولكن لم تستطع تلك الأنظمة استيعاب السياسات التي تنطوي على مستثمرين أجانب في إعادة رسملة النظم المصرفية، ولذا لا تزال بعض الأسواق الآسيوية الناشئة محتفظة بالقيود المفروضة على حصة ملكية الأجانب المسموح بها وعدد سنوات هذه الملكية، وبالتالي لا تزال الأسواق الآسيوية الناشئة أقل انفتاحاً لأنشطة الـ FSFDI من مناطق أخرى، كما في الهند التي لا تزال محتفظة بالنسبة الأكبر في قطاع التأمين ولا يزال الدخول الأجنبي في القطاع محددًا بنسبة معينة.

ومع تعدد فرص الاستثمار وتنوع مخاطره في الأسواق الناشئة، اشتدت المنافسة في الأسواق التقليدية وزاد الضغط على البنوك الدولية الكبرى لإيجاد مجالات جديدة للنمو.

كان الدافع الرئيسي قديماً للمؤسسات المالية التابعة للدول المتقدمة على تمديد خدماتها في الخارج هو مساعدة رعاياها في الدول المضيفة لإتمام المعاملات الدولية الخاصة بهم، ثم جاءت فترة التسعينيات لتشهد بحثاً متزايداً من قبل تلك المؤسسات عن فرص للربح بشكل يتواءم مع العوائد المعدلة حسب المخاطر risk-adjusted returns إلى جانب خدمة رعاياهم وتقديم المنتج بجودة عالية، ومن هنا اكتسبت الاستثمارات الأجنبية المباشرة في القطاع المالي FSFDI أهمية كبيرة كوسيلة للوصول إلى الأسواق المحلية في الاقتصادات الناشئة التي كان ينظر إليها باعتبارها أسواقاً توفر فرصاً استراتيجية جاذبة للتوسع.

وتتمثل الفائدة الأساسية لـ FSFDI في تأثيره على كفاءة القطاع المالي التي تنشأ من تعرض البنوك المحلية للمنافسة العالمية. وبشكل عام تستفيد البلدان المضيفة من FSFDI في نقل التكنولوجيا والابتكار في المنتجات والعمليات المرتبطة بدخول رأس المال الأجنبي.

وبالرغم من ممارسة البنوك الأجنبية ضغوطاً تنافسية على الاقتصادات الناشئة إلا أنها تقوم بدور إرشادي للمؤسسات المحلية، وغالباً ما تحثها على تقييم الممارسات التجارية بما في ذلك ممارسات الإقراض



المحلية، والنتيجة لذلك هي إدارة المخاطر بشكل أفضل، توفير أسعار تنافسية (تسعير تنافسي)، وبشكل عام تخصيص أكثر كفاءة لعمليات الائتمان في القطاع المالي ككل. كما أن وجود المصارف الأجنبية يمكن أن يساعد على تحقيق أكبر قدر من الاستقرار المالي في البلدان المضيفة، وتستفيد الدول المضيفة على الفور من الدخول الأجنبي، فإذا كان البنك الأجنبي يعمل على إعادة رسملة recapitalize مؤسسة مالية محلية كبيرة فإنه في هذه الحالة يعمل على توفير التوازن المطلوب لتمويل المدفوعات. أي أن إعادة الرسملة بشكل أفضل مع تنوع أكبر من قبل البنوك الأجنبية جنباً إلى جنب مع المؤسسات المحلية قد يقلل من حساسية النظام المصرفي في البلد المضيف للدورات الاقتصادية المحلية local business cycles وظروف السوق المالية المتغيرة.

وفي الوقت الذي يرى فيه فريق من الاقتصاديين أن FSFDI يأتي إلى الأسواق الناشئة محملاً بالمنافع والآثار الموجبة على اقتصاداتها، هناك فريق آخر يرى أن المشاركة المتزايدة من قبل المؤسسات الأجنبية في النظم المالية للاقتصادات الناشئة أدت إلى تفاقم المخاوف، خصوصاً أن غالبية الأصول المصرفية في الأسواق الناشئة أصبحت مملوكة للأجانب. ويظهر ذلك جلياً عندما نجد أن هذا التكامل والاندماج أدى إلى تحويل المهام الأساسية التي كانت تقوم بها المؤسسات المحلية من صنع القرار ومراقبة المهام، وكذلك عمليات التخطيط الاستراتيجي وإدارة المخاطر إلى المؤسسة الأم في البلد الأجنبي، ولا شك أن هذا التحول قد يقلل من المعلومات المتوفرة لدى مؤسسات الدول المضيفة وسلطاتها النقدية ويؤدي أيضاً إلى مزيد من التداخل والتعارض بين صانعي القرار في مؤسسات الدولة المضيفة نتيجة لعدم توافر المعلومات الكاملة، خصوصاً عندما تقوم المؤسسة المالية الأم بتغييرات استراتيجية متلاحقة مما يكون لها أثراً كبيراً على الأسواق المالية في البلدان المضيفة. لذا تقوم بعض الدول المضيفة بإجراء تعديلات في الإطار الرقابي بها محاولة منها لتعويض فقدان المعلومات المصاحبة والمخاطر التي تهدد الاستقرار المالي، حيث تقوم الجهات التنظيمية في الدولة المضيفة بفرض المعلومات ومتطلبات الإفصاح على المؤسسات التابعة وفروعها، وينبغي عندئذ استخدام المعلومات المتاحة بشكل كامل لتبادلها عبر الحدود. وبشكل عام فإن المنافع المتبادلة لزيادة حجم التعاون بين المؤسسة الأم والدولة المضيفة تفرض نفسها بسبب تعقيد إضافي أدخله التوسع في عمليات البنوك والمؤسسات المالية في الاقتصادات الناشئة وهو التنافسية المستمرة في الأسواق العالمية (CGFS, 2004, p2).

وقد أثار توسع البنوك العالمية وانتشارها في الاقتصادات الناشئة الاهتمام ببحث أسباب ونتائج الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي FSFDI، حيث بدأت بنوك عالمية عملها بعمليات محلية في عدد كبير من الأسواق الناشئة في النصف الثاني من التسعينيات، في حين قامت بنوك أخرى بتجديد عملياتها عبر الحدود والتي كانت قد تقلصت بشدة بعد أزمة الديون في الثمانينيات (Herrero, A. & Simon, D., 2003, p 7).

وترى دراسة (2004) BIS أنه من الممكن أن تنتقل آثاراً سلبية من البلد المستثمر مع رأس المال الأجنبي إلى القطاع المالي في الاقتصاد الناشئ، وهو ما أكدته (De Haas & Van Lelyveld 2006) في دراستهما، حيث وجد أن هناك علاقة معنوية سالبة بين النمو الاقتصادي للدولة الأم (المصدرة للاستثمار) والائتمان الخاص بالدولة المضيفة. واستنتج ذلك في وقت الأزمات المالية التي تمر بها المصارف والمؤسسات المالية في الدولة الأم والتي تستثمر في المؤسسات المالية بالاقتصادات الناشئة. على الوجه الآخر، لا يخفى دور تلك الاستثمارات FSFDI في التأثير الإيجابي على اقتصادات تلك الدول ومؤسساتها المالية والمساهمة في التنمية الاقتصادية، وتتمثل أهم منافع FSFDI في الاقتصادات الناشئة والذي ساعد في النهوض بها فيما يلي:

**١- التحول من المؤسسات المالية المستحوذة The transformation of acquired financial institutions:** يعمل الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي على تحويل المؤسسات المالية التابعة للدول المستثمرة إلى اعتبارها جزء من المؤسسة المالية العالمية، فتوفير رأس مال جديد للاستثمار في دولة أخرى هو أحد عناصر هذا التحول وما يتضمنه من نقل للملكية ورقابة إدارية وتنظيمية. ومن وجهة النظر هذه، فإن الآثار المتوسطة وطويلة الأجل لـ FSFDI هي في المقام الأول نتيجة لنقل المعرفة know-how بشكل مستمر والاندماج في عمليات المؤسسة الأم والسوق العالمية. وعادة ما تتضمن الملكية الأجنبية نقل رأس المال البشري على المستويين الإداري والتشغيلي، من تعيين موظفين وتدريب وإدارة، بالإضافة إلى نقل أنظمة العمل والمراقبة، وهو ما قامت به البنوك العالمية حيث سعت إلى إدماج عملياتها في الأسواق الناشئة ضمن الإطار الاستراتيجي والإداري العام لمؤسساتها لجنبي وفورات الحجم من خلال توحيد العمليات.

كذلك تنطوي عمليات الـ FSFDI على نقل للسمعة transfer of reputation، والتي تبدأ تأثيراتها بالظهور مع إعلان مؤسسة مالية أجنبية سواء كانت مصرفية أو تأمينية عن قيامها بعملية استحواذ، وينشأ الحذر عندما تعمل المؤسسة المالية المستحوذة تحت اسم العلامة التجارية الخاصة بالمؤسسة الأم. ولا شك أن لسمعة المؤسسة أهمية كبيرة في عمليات الـ FSFDI لا سيما عند محاولة تأسيس وتعميق العلاقات مع العملاء في الأسواق الناشئة، إذ تكشف عن آلية عمل المؤسسة والمخاطر التي قد تنشأ عن التغيير في أي من مفاهيمها والتزاماتها في الأداء لدى الأسواق الناشئة، كما تكشف عن قدرة المؤسسة على الاستمرار في الاقتصاد الناشئ إذا ما تعرضت المؤسسة الأم للخطر في أوقات الأزمات، ودرجة التكامل في عملية صنع القرار.

**٢- كفاءة النظام المالي وتخصيص رأس المال The efficiency of the financial system and capital allocation:**

تمثل التطورات والتحسينات التي تطرأ على كفاءة النظام المالي وعمليات تكوين الأسعار في الأسواق المالية بالدول الناشئة المضيفة أحد أهم الفوائد المستمرة كنتيجة لـ FSFDI والتي تنشأ عن تكامل المؤسسات المالية المحلية ضمن المؤسسات المالية العالمية، فانتقال رأس المال البشري والتكنولوجيا

الحديثة فضلاً عن التكامل مع قرارات المؤسسة الأم يؤدي إلى تعديل وتحسين إدارة المخاطر وممارسات الأعمال (خاصة فيما يتعلق بعمليات الإقراض) وكذلك ابتكار المنتجات. نتيجة لتلك الكفاءة التي تتمتع بها المؤسسات المالية الكبرى تشد حدة المنافسة بين المؤسسات المالية الأجنبية في الاقتصاد الناشئ، ويأتي تخفيض النفقات أو زيادة الإنتاجية كنتيجة نموذجية للمؤسسة المالية الناجحة عقب الدخول الأجنبي في الاقتصاد الناشئ.

وينبغي أن تؤدي كفاءة النظام المالي في الاقتصاد الناشئ المضيف إلى تخصيص جيد للانتماء، وأحد جوانب هذه الجودة هو الحد من القروض من الأطراف ذات العلاقة *related-party lending*، ذلك أن المؤسسات المالية الأجنبية تقوم على تطبيق معايير الانتماء الرسمي والتسعير المعدل طبقاً للمخاطر، ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى التقليل من المعاملات الغير أخلاقية ويجنب من تراكم الالتزامات الطارئة الضمنية في الميزانية (Nini, G, 2004).

دخول المؤسسات المالية الأجنبية يعمل أيضاً على دعم تطوير الأسواق المالية في الاقتصادات الناشئة المضيفة بما تملكه من خبرة وحافز على التطوير، كما تحاول دائماً خلق أسواق أو كسب حصة سوقية أكبر من خلال ابتكار منتجات جديدة وتقديم مجموعة متنوعة من الخدمات المالية الجديدة (مصرفية وتأمينية) للعملاء في البلد المضيف، كذلك تقدم في كثير من الأحيان خدمات إدارة واستثمار الأصول المالية التي تكون مصحوبة بارتفاع في الدخل القومي ولاسيما الأوراق المالية القابلة للتداول، وعلى سبيل المثال فإن شركات التأمين الأجنبية تقوم بإدارة واستثمار عائداتها من الأقساط التأمينية داخل الأسواق المالية المحلية بالبلد الناشئ المضيف (Schembri, L, 2003). وبالإضافة إلى قيام المؤسسات المالية الأجنبية بتقديم المشورة الفنية في خلق أسواق جديدة أو تحديث القائم منها، فإنها تساهم أيضاً في تحسين الإطار القانوني والبنية التحتية المالية، بما في ذلك معايير المحاسبة وممارسات المراجعة.

### ٣- الاستقرار المالي والاقتصادي *Financial and macroeconomic stability*:

أصبح ضخ رأس المال الأجنبي عبر الـ FSFDI في النظام المالي للاقتصادات الناشئة ذو أهمية كبيرة لاسيما في أعقاب الأزمات المالية التي عصفت بدول أمريكا اللاتينية وعمليات الخصخصة التي تمت في الأنظمة المالية بدول وسط وشرق أوروبا CEE، حيث يساهم الـ FSFDI في الاستقرار المالي للدول المضيفة في الأجلين المتوسط والطويل من خلال تطوير إدارة المخاطر وتعزيز قدرة النظام على استيعاب الصدمات. ولذا يتفق المحللون مع الرأي القائل بأن البنوك الأجنبية تسهم إلى حد كبير في مرونة النظام المالي للاقتصاد المضيف وزيادة مقاومته وكلما زاد حجم FSFDI زادت مقاومة الاقتصاد وزاد نموه (Demirgüç-Kunt, A, R Levine and H G Min, 1998).

ولذا وجد في بعض الدول الناشئة أن حجم تدفقات رأس المال الأجنبي إلى القطاع المالي قد يصل إلى نسب كبيرة كما في بولندا حيث يشكل الـ FSFDI حوالي ثلث إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر، ويرجع ذلك في رأي المحللين إلى قيام المؤسسات المالية الأجنبية المستثمرة إلى الاستعاضة عن اللجوء للإقراض عبر الحدود *cross-border lending* بقروض محلية *locally funded domestic lending*، والتي

من شأنها أن تقلل التكاليف وترفع قيمة صافي تدفقات رأس المال إلى القطاع الأجنبي، ذلك أن دخول الأجانب يشجع اعتماد الممارسات القائمة على حساب المخاطر في عمليات الإقراض وإدارة محافظ القروض، ما يعني أنه يسهم في الحد من التعرض للمخاطر المختلفة أو تقليل النتائج المترتبة على حدوث الأزمات (Baudino et al, 2004).

يعمل الوجود الأجنبي في القطاع المالي على تخفيض حساسية الاقتصاد للدورات الائتمانية credit cycles. ولذا فإن القدرة على إدارة مخاطر الائتمان بجانب رأس المال القوي يؤدي إلى جعل المؤسسات المالية أقل حساسية في مواجهة الدورات الاقتصادية في كل من الدولة الأم والدولة المضيفة، وتؤكد دراسات اقتصادية على أن وجود مؤسسات مالية أجنبية (مصرفية أو تأمينية) يعمل على تخفيف حدة الدورات الائتمانية في البلد المضيف، ففي دراسة (Clarke et al (2001) وجد أن الطلب على الخدمات المصرفية في القطاع الخاص نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي GDP ينخفض مع زيادة مساهمة البنوك الأجنبية في الاقتصاد، إذ تساهم البنوك الأجنبية واستثماراتها في تحقيق الاستقرار المالي في عرض الائتمان في الدولة المضيفة، كما تسعى لتحقيق الاستقرار في وقت الأزمات المالية، حيث تلجأ عند الضرورة إلى الدولة الأم لحقن أموال إضافية للحد من احتمالات الفشل وضمان القدرة على الاستمرار. ويمكن النظر إلى الوجود المحلي للمؤسسات المالية الأجنبية باعتباره مؤشر أمان في الاقتصاد المضيف وذلك لقدرته على خفض الهشاشة المالية financial fragility عن طريق استيعابه لعمليات هروب رأس المال المحلي من السوق المالية المحلية، ولكن لن يتم ذلك إلا في ظل دعم الحكومة المحلية لتلك المؤسسات الأجنبية لأن الإجراءات الحكومية قد تقسد هذه الفائدة، كما حدث في الأرجنتين حيث تلقت البنوك الأجنبية في بدايتها تدفقات كبيرة من أموال المودعين، لكنها شهدت بعد ذلك سحباً ضخمة مرة واحدة بسبب قلق المودعين من احتمال قيام البنوك الأجنبية بالتميز ضددهم. علاوة على ذلك شعرت البنوك الأجنبية بالقلق إزاء المخاطر السياسية المحلية أو الإقليمية، مما قد يؤدي إلى تخفيض حجم الأصول والالتزامات المحلية، ويفرض ضغوطاً على السوق المحلية وعلى حساب رأس المال (CGFS, 2004, p14).

وقد ركزت معظم الدراسات النظرية على المقارنة بين منافع وتكاليف أي قرار استثماري، كما هو الحال مع أي نوع من الاستثمار، فإن البنك يواجه حالة من عدم التأكد بشأن الأرباح المتوقعة والتكاليف المحتملة من اتخاذه قراراً بالاستثمار. وفي جانب التكاليف قدم Hymer (1969) فكرة مقبولة على نطاق واسع اليوم، فحيث أن البنوك الأجنبية تواجه مشاكل كبيرة متعلقة بالتكاليف مقارنة مع مثيلاتها من البنوك المحلية المنافسة، وهذه التكاليف الإضافية قد تنشأ نتيجة للاختلافات الثقافية أو القيود القانونية أو الرقابية، لذلك اقترح Hymer على البنوك الدولية حتى تعمل بشكل مربح في الأسواق الخارجية أن تتوفر لديها القدرة الكافية على تحقيق المكاسب والتي لا تتوفر للمنافسين المحليين في تلك الأسواق، وهذه القدرة تكون من خلال توفر المزايا التالية في المستثمر الأجنبي:

- (أ) وجود ميزة تنافسية عالية في منتج ما.  
(ب) الكفاءة التشغيلية التي يتمتع بها البنك الأجنبي بشكل خاص في السوق المحلية.

## (ج) تنويع المخاطر الجغرافية.

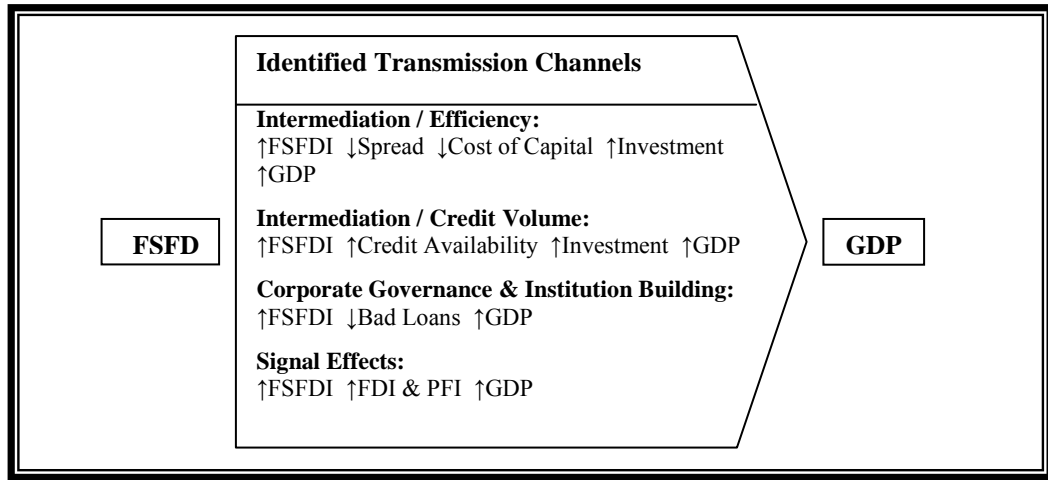
وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسات المالية المحلية إذا ما تمتعت برسمة وإدارة وثقة على مستوى عالي من التميز والجودة بالدرجة الأولى، تستطيع أن تمارس تأثيراً مماثلاً لذلك الذي تمارسه المؤسسات المالية الأجنبية في فرض الاستقرار المالي والاقتصادي، وبالتالي فإن الفائدة العظمى تتلخص في أن المؤسسات المالية القوية السليمة هي مفتاح الاستقرار المالي، سواء كانت هذه المؤسسات محلية أو مملوكة للأجانب.

## سادساً: قنوات الانتقال بين الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي FSFDI والنمو الاقتصادي في الأسواق الناشئة:

من الصعب فهم الروابط الدقيقة بين القطاع المالي والنمو الاقتصادي، وقد زادت أهمية دراسة العلاقة بين القطاع المالي والنمو على مدى العقود القليلة الماضية نتيجة لتزايد دوره في تمويل عملية التنمية. وتشير العديد من النظريات إلى أن نشاط الوساطة المالية يمكن أن يؤدي إلى إحداث تنمية اقتصادية في الأسواق النامية والناشئة، وأن الدول التي يوجد بها أنظمة مالية متطورة تتمتع بنمو سريع ومستقر على المدى الطويل، وأكد (Levine, R., Loayza, N.; Beck, T. (2005) في دراستهم أن النظم المالية في الدول الناشئة تؤثر على قرارات الادخار والاستثمار وبالتالي في النمو على المدى الطويل، عن طريق تخفيض تكاليف البحث عن الاستثمارات المحتملة، الأمر الذي يزيد من حوكمة الشركات المحلية، فتسعى جاهدة لتجميع المدخرات، ومحاولة التخفيف من العواقب السلبية للصدمات العشوائية التي قد يتعرض لها الاقتصاد الناشئ والتي قد يواجهها رأس المال الأجنبي.

وحيث تهدف الدراسة إلى التعرف على دور FSFDI في اقتصادات الأسواق الناشئة، فإنه لا بد من البحث في القنوات التي يستطيع FSFDI أن يؤثر من خلالها على النمو الاقتصادي في تلك الدول، والتي يلخصها الشكل التالي.

شكل رقم (٧): قنوات الانتقال بين الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي FSFDI والنمو الاقتصادي GDP



### ١ - الوساطة / الكفاءة / Intermediation / Efficiency

يعد اكتساب التكنولوجيا المتقدمة وتراكم رأس المال بشكل كفاء من أهم التحديات التي تواجه الدول التي تمر بمرحلة انتقالية. ومعظم تلك الدول يكون لديها رصيد جيد من رأس المال البشري، في حين يقل بها رصيد رأس المال المادي، والذي يحتاج إلى النمو والتطوير من خلال عمليات الاستثمار، وفي ظل انخفاض حجم الاستثمارات المحلية فإن الكثير من الاقتصاديين يرون أن الاستثمار الأجنبي المباشر يأتي ليلعب دوراً كبيراً في نقل التكنولوجيا ذات التوجه نحو اقتصاد السوق والذي يسهم في تراكم رأس المال المادي بشكل كبير في كل من القطاع المالي والقطاع الحقيقي وبتكلفة منخفضة مما يرفع معدلات الاستثمار وبالتالي تزيد معدلات النمو.

قدم كل من (Bonin et al. (2005) & Claessence et al. (2001) تحليلاً للقطاع المصرفي وأسواق التأمين في عدد من الأسواق الناشئة والمتقدمة، وتوصلا إلى أن البنوك وشركات التأمين الأجنبية التي تعمل في الأسواق الناشئة تتمتع بقدر عالي من الكفاءة من حيث إدارتها للأرباح والتكاليف مقارنة بالبنوك وشركات التأمين المحلية، في حين أن العكس هو الصحيح في الاقتصادات المتقدمة. ولا يخفى دور المؤسسات المالية الأجنبية عند دخولها إلى الأسواق الناشئة، حيث تسعى إلى توفير أوضاعها في البلد المضيف بما لا يتعارض مع مصالحها الاستراتيجية المرتبطة بدولها وأنشطتها العالمية، وبجانب سعي تلك المؤسسات المالية لتحقيق الأرباح على المدى الطويل فإنها أيضاً توفر إمكانات للنمو في الأسواق الناشئة وتساهم بشكل غير مباشر في تطوير الأسواق المالية المحلية بما تضيفه إلى السوق من منتجات جديدة ووسائل تكنولوجية وإدارية وتسويقية حديثة (Gallego, Herrero & Luna 2003).

علاوة على ذلك فإن المؤسسات المالية الأجنبية لاسيما البنوك وشركات التأمين تلعب دوراً هاماً في الحد من القروض المتعثرة non-performing loans التي كانت ولا تزال مرتفعة في البنوك المملوكة للدولة،

وتستحوذ هذه القروض على اهتمام البنوك الأجنبية وتستغرق وقتاً طويلاً في مواجهتها بسبب احتياجها أولاً إلى عمليات إعادة هيكلة في القطاع المالي. وهنا تتحقق الكفاءة في المؤسسات المالية في قدرة المؤسسات الأجنبية على تحقيق الكفاءة في إدارة المخاطر من خلال نقل المعرفة والتكنولوجيا فضلاً عن وفورات النطاق Economies of Scope التي تتمتع بها نتيجة تنويع المخاطر (Papi & Revoltella, 2003, 160).

توصلت (Koivu, 2004) في دراسة لها إلى أن كفاءة القطاع المالي ككل بخدماته المصرفية وغير المصرفية وعلى رأسها التأمين، يمكن قياسها بواسطة هامش الفائدة لما له من دور في تعزيز النمو في الاقتصادات التي تمر بمرحلة انتقالية، وأكد ذلك تطبيقها لنماذج انحدار باستخدام بيانات متقطعة وكذا سلاسل زمنية لعدد 9 دول من وسط وشرق أوروبا CEE في الفترة 1995-2000، ووجدت أن الإصلاح المؤسسي في القطاع المالي يعمل على تحويل المخاطر قبل أن تؤدي المنافسة إلى تخفيض هامش الفائدة. كما أن المنافسة العالية التي تنتج عن دخول المؤسسات المالية الأجنبية تتسبب في تقليل هامش الفائدة lower interest margins وبالتالي زيادة كفاءة القطاع المالي<sup>(٥)</sup>.

ووفقاً لدراسة (Eschenbach, Francois & Schuknecht 2000)، ترتبط المنافسة في مؤسسات القطاع المالي ارتباطاً وثيقاً بالنمو الاقتصادي في الأسواق الناشئة. وبتطبيق تحليل الانحدار على 130 دولة بما فيها معظم الدول التي تمر بمرحلة انتقالية في الفترة 1990-1999، توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع كفاءة القطاع المالي الناجمة عن ارتفاع المنافسة بين مؤسسات القطاع المصرفية وغير المصرفية تؤدي إلى انخفاض في تكاليف المعاملات، وأنه إذا كانت المؤسسات المالية المحلية قادرة على التعامل مع الوجود الأجنبي، فإن هذه المنافسة من شأنها أن تحسن كفاءة النظام المالي المحلي. ولكن على المؤسسات المالية المحلية أن تنافس على تقديم خدمات تناسب احتياجات السكان المحليين بجودة عالية، وليس المنافسة على السعر، لأن الأسعار المتميزة التي يقدمها الأجانب غالباً ما تكون مدعومة من قبل المجموعات المالية الكبرى التي تتبعها.

إجمالاً يمكن القول بأن التواجد الأجنبي للمؤسسات المالية في الأسواق الناشئة يؤدي إلى خلق بيئة عمل تجبر النظام المالي بأكمله ليصبح أكثر كفاءة، وتدفعه للعمل بأسعار تنافسية وتحسين مستمر في الخدمات المقدمة، وهو أمر هام لمناخ الاستثمار وكذا النمو والتنمية الاقتصادية في الاقتصادات الناشئة.

## ٢ – الوساطة / حجم الائتمان Intermediation / Credit Volume

إن المؤسسات المالية ذات المساهمة الأجنبية التي تتمتع بقاعدة رأسمالية كبيرة تستطيع أن توفر قدر كبير من الائتمان في الدول المضيفة التي توجد بها، لاسيما في الأسواق الناشئة التي هي بحاجة لذلك، حيث يسهم ذلك في التمويل طويل الأجل للمشروعات الاستثمارية والتنموية التي تحتاج فترة طويلة من الزمن لإنجازها. وحيث أن البنوك وشركات التأمين هي وسيط مالي، فإنه كلما زادت هذه الوساطة عمقاً وتأثيراً كانت عاملاً محفزاً للنمو الاقتصادي. بعبارة أخرى، فإن مستوى جيد من رأس المال

الأجنبي يؤدي إلى توفير قدر أعلى من الائتمان للبلدان المضيفة، مما يعني المساهمة في تمويل المشروعات الاستثمارية وبالتالي تحسين معدلات النمو. وحيث تحتفظ المؤسسات المالية الأجنبية بحصص مرتفعة ومتزايدة من الأصول في الأسواق الناشئة، فإنه من الأهمية بمكان أن ننظر إلى الدور الذي تلعبه تلك المؤسسات الأجنبية في تخصيص الائتمان. إن تأثير دخول المؤسسات المالية الأجنبية على عرض الائتمان يعتمد بشكل رئيسي على شكل دخولها إلى السوق. ففي شكل الاستحواذ Acquisition، حيث يتم الحفاظ على قاعدة العملاء الحالية، فلا توجد الحاجة إلى تغيير حجم الائتمان. وتعمل إعادة الهيكلة للمؤسسة المالية على تحويل التركيز إلى مجموعات مختلفة من الفئات المستهدفة ومحاولة التخلص من القروض المتعثرة non-performing loans (Naaborg et al. 2003).

كل هذه الأمور تؤثر بلا شك على سلوك المؤسسات المالية الأجنبية وخاصة البنوك وشركات التأمين في الاقتصاد المضيف وتؤدي إلى اشتداد المنافسة فيما بينها. كذلك فإن القروض التي تمنحها المؤسسات المالية الأجنبية تؤثر على حجم التراكم الرأسمالي، وبالتالي على حجم الاستثمار والتنمية والنمو الاقتصادي، وذلك بالنظر إلى ممارسات الإقراض والفئات التي تستهدفها (سواء كانت قطاع عام أو خاص)، وردود أفعالها في أوقات الانكماش الاقتصادي التي قد يمر بها الاقتصاد الناشئ. وخلاصة القول، أن المؤسسات المالية الأجنبية تكون أكثر مشاركة في الإقراض للقطاع الخاص من المؤسسات المحلية، فالإقراض الأجنبي يحفز نمو المنشأة من حيث الأصول والمبيعات والأنشطة الاستثمارية المختلفة التي تقوم بها. وتشهد الاقتصادات الناشئة معدلات نمو مرتفعة كلما زاد معدل الاستثمار بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي بها، ولكن لا يمثل معدل الادخار وكذا الإقراض ضماناً لإحداث أثراً إيجابياً على أنشطة الاستثمار وبالتالي معدلات النمو والتنمية الاقتصادية، وهنا لا يخفى دور تخصيص الموارد بشكل كفاء أو غير كفاء efficient or inefficient allocation of resources في المساهمة في حدوث اختلافات في معدل النمو (Giannetti & Ongena 2005). فقد تشهد الدولة معدلات عالية من الادخار والاستثمار ولكن لديها ضعف في معدل النمو الاقتصادي، كما حدث في الاتحاد السوفيتي سابقاً حيث شهدت معدلات ادخار واستثمار عالية في وقت من الأوقات في ظل ندرة المعدات والآلات، والسبب في ذلك يعود إلى انخفاض الكفاءة في تخصيص رأس المال، وهو ما يعني أن تخصيص رأس المال بكفاءة أمر لا يقل أهمية عن زيادة حجم المدخرات والإقراض، وهو ما يضمن تحقيق قدر أكبر من الاستقرار المالي وتعزيز التنمية الاقتصادي.

### ٣- حوكمة الشركات وبناء المؤسسات Corporate Governance & Institution Building

من وجهة نظر معظم الدول المضيفة، تُفتح الأسواق المالية للمستثمرين الأجانب بهدف تحقيق تحسن سريع في نوعية الخدمات المالية المقدمة (المصرفية والتأمينية). فعلى سبيل المثال، إنشاء نظام مصرفي ذي مستويين two-tier banking system في عام ١٩٨٧ في دول وسط وشرق أوروبا، كان حافظاً لدخول البنوك الأجنبية إلى السوق المجرية، وساد التوقع بإمكانية تحسن حوكمة الشركات وإدارتها في القطاع المالي ككل والمساهمة في بناء المؤسسات. وحيث تكون الدول الناشئة في معظمها



مثقلة بأعباء الديون فإن دخول المستثمرين الأجانب إلى البنوك وشركات التأمين في أسواقها يسهم في تخفيض حجم القروض المتعثرة وتحسين معدلات الاستثمار وبالتالي تتحسن معدلات النمو (De Haas & Van Lelyveld 2002).

والمؤسسات المالية الأجنبية التي تستحوذ على معظم نشاط الأسواق في الاقتصادات الناشئة عادة ما تكون خاضعة لإعادة التوجه الاستراتيجي من الخارج وتحصل على ضخ مستمر من رأس المال، ما يسمح باستمرار التحديث ورفع المستوى التكنولوجي والمعرفي وكذا الممارسات التشغيلية والإدارية. وتقوم الحكومات الناشئة بمحاولة التخلص من القروض المتعثرة في البنوك المحلية قبل أو أثناء القيام بعمليات الخصخصة لجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين المحتملين.

كذلك فإن فتح الباب أمام الملكية الأجنبية من شأنه أن يخلق حافزاً لتشجيع الممارسات المالية السليمة ويشكل عائقاً للتدفقات المالية الضارة على المدى القصير. وهنا يقوم نشاط التأمين وإدارة المخاطر بدوره في مسألة التخلص من القروض المتعثرة مما يسهم في تحقيق الاستقرار المالي وهو أمر هام في عملية التنمية الاقتصادية للأسواق الناشئة. وتسهم الممارسات المالية السليمة التي تقوم بها شركات التأمين الأجنبية في تحسين صورة تلك الأسواق وتساعد في خلق أنظمة مالية محلية أكثر استقراراً. كما تشكل القواعد التنظيمية والتشريعية في المؤسسات المالية بالاقتصادات الناشئة عائقاً كبيراً أمام عمل الشركات الأجنبية. وحيث أن طبيعة عمل المستثمر الأجنبي تتضمن إدخال منتجات وخدمات متطورة ومبتكرة، فلا شك أن مثل تلك القيود التنظيمية يشكل عائقاً أمام عملها واستمرارها في أحيان كثيرة، وهو ما يؤدي إلى الإضرار بالقطاع المالي ككل وبالتالي الاقتصاد. ولذا فأحياناً ما تلجأ المؤسسات المالية المملوكة للأجانب في الأسواق الناشئة إلى تقديم منتجات جديدة للهروب من التشريعات القائمة المفروضة على أنواع محددة من الخدمات المالية، خاصة في الأنظمة المالية الضعيفة، سعياً لتحقيق قدر أكبر من الاستقرار المالي وضماناً لاستمرارية عملها، وبذلك تستطيع المؤسسات الأجنبية أن تسهم في تحقيق جودة السوق التي تتم بسبب عدم وجود الفساد والروتين (14, BIS 2004).

#### ٤ - تأثيرات ذات دلالة Signal Effects

تسعى المؤسسات المالية ذات المساهمة الأجنبية للحصول على أكبر حصة في السوق من خلال ابتكار المنتجات الجديدة وتقديم مجموعة متنوعة من الخدمات المالية ذات الجودة العالية والأسعار التنافسية، وهو ما يؤدي لزيادة الطلب عليها، وبالتالي يزيد دور هذه المؤسسات في حفز عمليات التمويل والاستثمار FDI نتيجة لما تحققه من أرباح عالية وفائض يفوق الفائض الذي تحققه مؤسسات القطاع العام، فيزيد الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي (مصرفي أو تأميني) وكذا في المحافظ الغير مالية non-FPI مما يؤدي لزيادة حجم الناتج ورفع معدلات النمو الاقتصادي (13, BIS 2004).

سابعاً: الصين، ودور الاستثمار الأجنبي المباشر في القطاع المالي غير المصرفي (التأمين) في عملية التنمية:

أثبتت التجارب الدولية أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى القطاع المالي في الأسواق الناشئة لها قدرة على تعزيز النمو الاقتصادي والاستقرار المالي في البلدان المضيفة، وتساعد في التغلب على فجوات الاستثمار المنتشرة في الأسواق الناشئة، كما تعمل على تيسير عمليات إعادة الهيكلة والإصلاح الاقتصادي، وتوفير تكنولوجيا جديدة وأساليب إدارة متطورة. ومقارنة بأشكال التمويل الأخرى فإن الاستثمار الأجنبي المباشر يتميز بكونه يسلك تقلبات أو تذبذبات منخفضة، مما يجعله النموذج الأقل مخاطرة للتمويل الأجنبي المتاح أمام الأسواق الناشئة (CGFS, 2004, p3). ويظهر ذلك جلياً في الصين، التي جاءت في مقدمة الأسواق الناشئة، وحققت نجاحاً ملموساً في استفادتها من رأس المال الأجنبي الوافد إلى قطاعها المالي.

يمثل الاقتصاد الصيني ثاني أكبر قوة اقتصادية في العالم، وأسرع الاقتصادات الناشئة نمواً، ولطالما مثلت دراسة مكونات النموذج الاقتصادي الصيني محوراً هاماً لبحث حقيقة ذلك النمو وتواصله، ومن بين تلك الحقائق الاقتصادية نجد القطاع المالي غير المصرفي (قطاع التأمين) الذي يمثل هو الآخر طفرة اقتصادية في حد ذاته، فلعل أبرز ما يميز الاقتصاد الصيني عن باقي الاقتصادات الناشئة كونه ينمو بوتيرة متجانسة تشمل جميع هيكل الاقتصاد الوطني الصيني، والتي يمثل القطاع المالي فيها أحد تلك الدعائم، وهو ما جعل من سوق التأمين الصيني على وجه التحديد أحد أهم الأسواق العالمية، ولذا احتل سوق التأمين في الصين حالياً المرتبة السابعة كأكبر سوق تأمين على مستوى العالم.

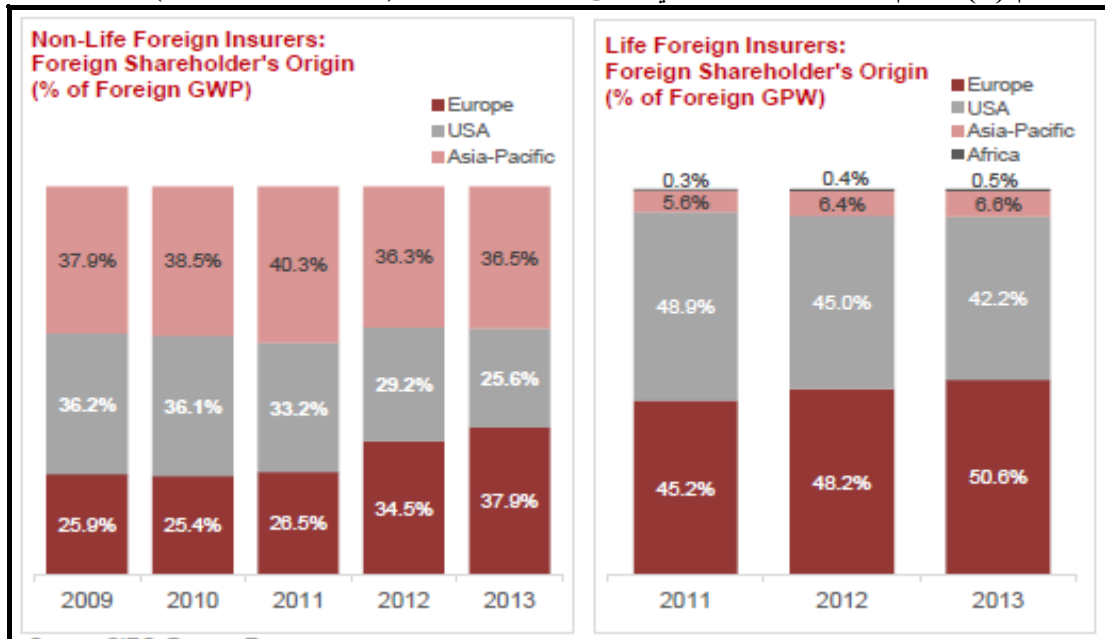
وقد حققت صناعة التأمين الصينية تقدماً كبيراً على مدى العشرين عاماً الماضية، وبالتحديد عندما تم فتح السوق أمام شركات التأمين الأجنبية، حيث ساعدت الاستثمارات الأجنبية المباشرة سوق التأمين الصينية بما تملكه من خبرة وكفاءة أن تنهض بها وتحقق مركزاً متقدماً بين أسواق التأمين في العالم، وهو ما دفع الحكومة الصينية أيضاً إلى اتباع إجراءات الإصلاح، والاستجابة لمفاوضات منظمة التجارة العالمية وفتح سوق الخدمات المالية بشكل أكبر بما في ذلك التأمين.

وقد اتجه عدد شركات التأمين الأجنبية في الآونة الأخيرة إلى التزايد في سوق التأمين الصينية، وتستحوذ شركات التأمين الأوروبية على الحصة الأكبر من الأقساط مقارنة بدول أخرى، حيث شكلت تلك الشركات الأوروبية في نهاية عام ٢٠١٣ نسبة حيازة تزيد عن ٥١% من إجمالي أقساط التأمين على الحياة المملوكة للأجانب، و٣٨% من أقساط التأمين على الممتلكات.

كما استطاعت سوق التأمين الصينية تحقيق عدد من الإنجازات الهامة مؤخراً في فتح السوق بسبب التزام الحكومة واللجنة التنظيمية لأعمال التأمين في الصين China Insurance Regulatory Commission (CIRC) بتحديث وتطوير السوق من خلال الإصلاحات التي قامت بها والسماح بمساعدة الأجانب في ذلك، ومن تلك الإنجازات تحرير قواعد الدمج والاستحواذ M&A، إنشاء منطقة التجارة الحرة في

شنجهاي (SFTZ) Shanghai Free Trade Zone بقيود أقل للسماح بالدخول الأجنبي والتوجه نحو تطوير السوق بإنشاء عدد أكبر من خطوط العمل والإنتاج. يمكن القول أن سوق التأمين الصينية هي سوق واعدة تتجه نحو النمو في سياق عالمي يتسم بنمو محدود للصناعة، وذلك استناداً إلى عدد من العوامل الثابتة نسبياً التي يتصف بها قطاع التأمين الصيني (منخفض الاختراق low penetration، منخفض الكثافة low density، في ظل وجود عدد كبير من السكان). إلى جانب العوامل الديناميكية (التطور الاقتصادي السريع على المستوى الكلي، التنمية الاجتماعية المتسارعة، والتطور السياسي المرتكز على النمو الاقتصادي).

شكل رقم (٨): حجم المشاركة الأجنبية في سوق التأمين الصينية (Life & Non-life)



Source: CIRC, Dagong Europe.

وتتواجد المشاركة الأجنبية في قطاع التأمين الصيني في شكل مشروعات مشتركة Joint Venture مع شركات التأمين المحلية، وتعتبر الشركات التي يمتلك الأجانب بها نسبة ٢٥% أو أكثر من رأس مالها شركات أجنبية، وتخضع لقواعد تنظيمية مختلفة وأكثر تفضيلاً، وهو ما يشكل عائقاً أمام عمل الأجانب، ولهذا السبب يختار بعض الشركاء الأجانب الاستثمار دون الحد الأدنى، حتى تستطيع العمل بشكل أفضل بعيداً عن القيود والمعاملة التنظيمية المختلفة التي تفرض عليهم من قبل CIRC وكثرة التقارير المطلوبة.

ومع ذلك، فإن غالبية المساهمين الأجانب يفضلون الاستثمار إلى الحد الأقصى المسموح به، من أجل تحقيق أكبر قدر من السيطرة على عملية صنع القرار وتقليل الصراعات مع المساهمين المحتملين. وقد حددت CIRC الحد الأقصى للملكية الأجنبية بنسبة ٥٠% في شركات التأمين على الحياة، و ١٠٠% في شركات التأمين على الممتلكات، ولذا فإن غالبية شركات التأمين على الحياة في الصين هي مشاريع مشتركة بين شركات تأمين محلية وأجنبية وغالبية شركات التأمين على غير الحياة مملوكة بالكامل للأجانب.

ويتوقع المحللين أن تنمو المساهمة الأجنبية وخاصة الأوروبية في سوق التأمين الصينية أكثر من الشركات المحلية، لما تتميز به من خبرات فنية وإدارية عالية وسعيها المستمر لابتكار منتجات جديدة خاصة في مجال التأمين على الحياة. وفيما يتعلق بالتأمين على غير الحياة، فإن أهم دافع لنموه هو انتعاش سوق السيارات ومنتجاتها لأنها تحتل موقع الصدارة في التأمين على الممتلكات.

وقد اتخذت الحكومة الصينية عدداً من الخطوات والتدابير بعد الانضمام لمنظمة التجارة العالمية لإعداد سوق التأمين للمنافسة، ومن ذلك (Chen, Ji. & Thomas, St., 2001):

١- تطوير البنية القانونية وإنشاء لوائح جديدة لشركات التأمين المملوكة للدولة وكذا ذات التمويل الأجنبي، كما قامت CIRC بوضع الإطار التنظيمي لعمل الفروع في جميع أنحاء الصين استعداداً لتوسيع صناعة التأمين الصينية بواسطة كل من الشركات المحلية والأجنبية.

٢- في طريق مواصلة تطوير هيكل سوق التأمين، قامت الصين باتخاذ تدابير صارمة لتطوير نشاط الوساطة المالية وقامت CIRC بالموافقة على زيادة عدد شركات التأمين وإنشاء ٤ شركات تأمين وطنية جديدة بالإضافة إلى إنشاء فرعين لشركة إعادة التأمين الصينية لزيادة قدرة السوق على تقديم منتجات إعادة التأمين.

٣- في سبيل تعزيز وتقوية وضع شركات التأمين المحلية للمنافسة مع الشركات الأجنبية، وافقت CIRC على زيادة رؤوس أموالها. كما سعت العديد من الشركات الصينية لعمل تحالفات مع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لتعزيز قدراتها التسويقية والخدمية، فقد وقعت شركة التأمين الصينية الشعبية مع ICBC (وهو أكبر بنك تجاري في الصين) عقداً طويل المدى، يقوم البنك بموجبه بجمع أقساط التأمين ودفع المطالبات نيابة عن شركة التأمين.

٤- تنبثق CIRC مجموعة من برامج التدريب والتأهيل للعمل في سوق التأمين، وقدمت برامج متخصصة للمديرين في شركات التأمين الصينية لمساعدتها أن تكون أكثر كفاءة وقادرة على العمل في بيئة تنافسية في ظل التواجد الأجنبي.

### الخلاصة والنتائج:

- نستنتج مما سبق أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة في القطاع المالي FSFDI لها دور فعال في تحقيق التكامل بين القطاعات المالية للاقتصادات الناشئة EMES داخل النظام المالي العالمي، كما أن التغييرات الهيكلية والتنظيمية التي قامت بها حكومات الدول الناشئة في قطاعاتها المالية في ظل سيطرة شركات عالمية على الأسواق، كانت دافعاً رئيسياً وراء نمو FSFDI. ونتيجة لذلك أصبحت الأنظمة المالية بالاقتصادات الناشئة تتضمن مجموعة كبيرة من المؤسسات المالية (المصرفية والتأمينية) على مستوى عالي من التكامل داخل النظام المالي العالمي، وهو ما يعني تزايد في عدد المستثمرين الأجانب بهذه الدول.

- هذا على مستوى الدول، أما على مستوى المؤسسة المالية (المستوى الجزئي) في الاقتصاد الناشئ فتمثل فوائد الـ FSFDI في عمليات نقل التكنولوجيا والخبرة، كتنظيم الإرشادات الخاصة بإدارة المخاطر بشكل أفضل وتطوير نظم التسعير المعدلة حسب المخاطر إذ كانت تطبق في السابق بشكل ناقص. هذا بالإضافة إلى استفادة الاقتصاد المضيف بصورة مباشرة من المنتجات والخدمات المالية الجديدة التي يدخلها الـ FSFDI.

- على مستوى الصناعة (المستوى الكلي)، فإن الـ FSFDI يولد منافع مستمرة على نطاق واسع، كما ترفع المشاركة الأجنبية كفاءة النظم المالية للدول المضيفة من خلال تعريض العمليات المحلية للمنافسة العالمية. كما يعمل الـ FSFDI أيضاً على إحداث التوازن المطلوب لتمويل المدفوعات، وبواسطة ما تتمتع به من رسملة قوية وإدارة جيدة للمخاطر فقد ساهمت تلك الاستثمارات الأجنبية في القطاع المالي في إحداث مزيد من التوازن والاستقرار المالي في الاقتصادات الناشئة المضيفة.

- يؤدي التوسع في تلك الاستثمارات إلى منافع كبيرة، ولكنه في ذات الوقت ينظر لأمرين مهمين بالنسبة لحكومات الدول المضيفة لتحقيق الاستقرار المالي فيها. الأمر الأول يتعلق بمعرفة ما إذا كان التكامل العالمي للأنظمة المالية التابعة للدول المضيفة قد تغير في مواجهة الصدمات التي تنشأ عن التطورات الخارجية الاقتصادية والمالية والاستراتيجية، أما الأمر الثاني فيدور حول مدى توفر المعلومات الكافية ونوعيتها لدى حكومات الدول المضيفة والمستثمرين الأجانب لتقييم الأوضاع في النظم المالية بالاقتصادات المضيفة.

- هناك بعض الخطوات الأساسية التي يجب أن يتخذها البلد المضيف لتحسين بيئة المخاطر وجعلها أكثر ملائمة لـ FSFDI، ومن أبرز تلك الخطوات هو التزام حكومة البلد المضيف باتخاذ السياسات اللازمة على المستوى المحلي والتي تعزز النمو الاقتصادي والاستقرار المالي والاقتصادي، حتى تؤدي

تلك الاستثمارات الأجنبية ثمارها على الاقتصاد المضيف، بالإضافة إلى الالتزام بتنفيذ المعايير المالية الدولية، وتعزيز الأطر القانونية المحلية، ذلك أن فوائد الـ FSFDI تعتمد بشكل أساسي على الأداء الفعال للسوق المحلية ومدى التزامها بتطبيق المعايير المحاسبية، وكيفية تنفيذ قواعد الاستحواذ والدمج.

● لا يخفى دور هذه الاستثمارات في دعم النمو الاقتصادي وحفزه، فهو بمثابة مقياس لتقدم الاقتصادات الناشئة، والنظام المالي المتكامل عالمياً يرتبط ارتباطاً وثيقاً بحجم وفعالية هذه الاستثمارات والفائدة المتحققة منها. لذا فإن مقاييس التقدم للأسواق الناشئة تركز بشكل أساسي على قوة الإطار المؤسسي والتنظيمي للقطاعات المالية ومؤسساتها في الدول المضيئة، وكذا على درجة الاندماج في النظام المالي العالمي، بالإضافة إلى قدرة المستثمرين الأجانب في قطاع الخدمات المالية والحكومات المحلية بالأسواق الناشئة على تحقيق الاستقرار المالي وتقييم وإدارة المخاطر.

● تؤثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة في القطاع المالي بالاقتصادات الناشئة على النمو الاقتصادي بها من خلال عدد من القنوات التي تربطها بهذا النمو، والتي توضح وجود علاقة موجبة بينهما، ما يعني وجود دور هام لتلك الاستثمارات في تمويل عملية التنمية بالاقتصادات الناشئة.

● توجد مجموعة من العوامل التي ساهمت في نمو القطاع المالي غير المصرفي في الصين وبالتحديد سوق التأمين الصينية، وعلى رأسها: التنمية الاقتصادية السريعة التي استطاعت الصين تحقيقها ومن خلالها تمكنت من قيادة النمو الاقتصادي العالمي لمستويات مرتفعة من حيث الحجم وسرعة التطور، اتباع سياسات النمو الاقتصادي الموجه والتركيز على التوجه نحو اقتصاد 'market driven'، بالإضافة إلى التنمية السريعة في الجانب الاجتماعي والتكنولوجي، والتطوير المستمر في ابتكار المنتجات وهو ما يدفع إلى التأمين عليها وبالتالي نشاط سوق التأمين والنشاط المالي بشكل عام.

### الهوامش:

(١) قدم صندوق النقد الدولي IMF تصنيفاً للأسواق الناشئة EMEs في يوليو ٢٠١٢ ضم ٢٥ دولة منها على سبيل المثال: الصين، الهند، البرازيل، الأرجنتين، شيلي، المكسيك، إندونيسيا، ماليزيا، تركيا، روسيا، جنوب أفريقيا، بولندا. وهناك تصنيفات أخرى مثل التصنيف الصادر عن Financial Times & Stock Exchange Group (FTSE) وحددها في ٢٢ دولة، وقسمها إلى مجموعتين Advanced Emerging & Secondary Emerging، وأضاف دولاً عربية كمصر والمغرب والإمارات باعتبارها أسواقاً ناشئة ثانوية Secondary Emerging Markets.

(٢) تتضمن مجموعة الأسواق الناشئة في الخدمات المالية ٢٣ دولة هي: البرازيل، شيلي، الصين، كولومبيا، التشيك، مصر، اليونان، المجر، الهند، اندونيسيا، كوريا، ماليزيا، المكسيك، بيرو، الفلبين، بولندا، روسيا، قطر، جنوب أفريقيا، تايوان، تايلاند، تركيا والإمارات (MSCI, 2015).

(٣) هذا السلوك هو الأكثر ملائمة للاقتصادات الناشئة ذات الدخل المتوسط كالصين والهند، أما الاقتصادات الناشئة منخفضة الدخل فإن التركيز بها في وقت الأزمات يكون أكثر على تطوير الإطار المؤسسي للنظام المالي وإعادة هيكلته، بما في ذلك الأطر القانونية والتنظيمية وحوكمة الشركات وتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة (Eswar S. Prasad, 2010, p.14)

(٤) مؤشر (MSCI) Morgan Stanley Capital International Emerging Markets Financials Sector Index وتم إطلاقه في ٣١ ديسمبر ١٩٩٨ <http://www.msci.com>

(5) “institutional reform shifts risk behavior before competition effects push margins down”, Koivu (2004).

### المراجع:

#### أولاً: المراجع العربية:

- عبيد، حسن (٢٠٠٢). الاتفاقية العامة للتجارة في الخدمات، أوراق اقتصادية، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، العدد ٢٠، نوفمبر.
- محمود عبد العزيز، رانيا (٢٠٠٧). تحرير التجارة الدولية وأثر انضمام مصر لاتفاقية الجات في مجال الخدمات (جاتس) على ميزان المدفوعات، دار النهضة العربية، القاهرة.

#### ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Arbatli, E. (2011) Economic Policies and FDI Inflows to Emerging Market Economies, IMF, WP/11/192, Aug.
- Bank of International Settlements Report (1997).
- Baudino, P, G Caviglia , E Dorrucci and G Pineau (2004): “Financial FDI to the EU accession countries”.
- Bonin, J., Hasan, I. & Wachtel, P. (2005), ‘Privatisation Matters: Bank Efficiency in Transition Countries’, Journal of Banking and Finance 29, 2155–2178.
- Levine, R., Loayza, N.; Beck, T. (2005), “Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes”, Journal of Monetary Economics, 46: pp.31-77.
- Burgess, S. (2011) Measuring Financial Sector Output and its Contribution to UK GDP, Quarterly Bulletin, Q3.
- CGFS, BIS, 2004, Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies. Report Submitted by the Committee on the Global Financial System. Bank for International Settlement. <http://www.bis.org/publ/cgfs22.pdf>.
- Chen, Ji. & Thomas, St. (2001) The Roles of Foreign Insurance Companies in China’s Emerging Insurance Industry: an FDI Case Study, The conference on Financial Sector Reform in China, September 11-13.
- CIRC (2014) DAGONG EUROPE - [www.dagongeuropa.com](http://www.dagongeuropa.com)
- Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A. & Huizinga, H. (2001), ‘How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?’, Journal of Banking and Finance 25(5), 891–991.
- Clarke, G., Cull, R., Peria, M. & Sánchez, S. (2001), ‘Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries, and Agenda for Further Research’, Background paper for the World Development Report 2002, [http://www.econ.worldbank.org/files/2520\\_wps2698.pdf](http://www.econ.worldbank.org/files/2520_wps2698.pdf).
- De Haas, R. T. A. & Van Lelyveld, I. (2002), ‘Foreign Bank Penetration and Private Sector Credit in Central and Eastern Europe’, De Nederlandsche Bank, Staff Reports. <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>.

- De Haas, R. T. A. & Van Lelyveld, I. (2006), 'Foreign banks and credit stability in Central and Eastern Europe. a panel data analysis', Journal of Banking and Finance 30. forthcoming.
- Demirgüç-Kunt, A, R Levine and H G Min (1998): "Opening to foreign banks: issues of stability, efficiency and growth", in S Lee (ed), The implications of globalisation of world financial markets, Seoul.
- Economic Intelligence Unit, Financial Indicator database (consulted March 14, 2012); Swiss Re, 2011
- Enderwick, P. (2012) Understanding Emerging Markets: China and India, [www.amazon.com](http://www.amazon.com).
- Eschenbach, F., Francois, J. & Schuknecht, L. (2000), Financial Sector Openness and Economic Growth, in S. Claessens & M. Jansen, eds, 'The Internationalization of Financial Services', Kluwer Law International, pp. 103–115.
- Eswar S. Prasad (2010) Financial Sector Regulation and Reforms in Emerging Markets: An Overview, Global Economy and Development, Brooking Institution and NBER, Cornell University, Oct.
- Gallego, S., Herrero, A. G. & Luna, C. (2003), 'Investing in the Financial Sector Abroad: Potential Risks and How to Manage Them'. Banco de España paper submitted to the BIS Committee on the Global Financial System, <http://www.bis.org/publ/cgfs22bde1.pdf>.
- Giannetti, M. & Ongena, S. (2005), 'Financial Integration and Entrepreneurial Activity: Evidence from Foreign Bank Entry in Emerging Markets', SSRN Working Paper Series. [http://papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract\\_id=669421](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.cfm?abstract_id=669421).
- Herrero, A. & Simon, D., 2003, Determinants and Impact of Financial Sector Fdi to Emerging Economies: A Home Country's perspective, Banco de España. <http://www.brookings.edu/research/papers/2002/07/globaleconomics-litan>
- IMF (several years) International Financial Statistics. [www.imf.org](http://www.imf.org).
- Koivu, T. (2004), Banking Sector Development and Economic Growth in Transition Countries, in M. Balling, F. Lierman & A. Mullineux, eds, 'Financial Markets in Central and Eastern Europe', London: Routledge, pp. 47–60.
- MSCI (2013) MSCI Emerging Markets Financials Sector Index, Mar. 13, [www.msci.com](http://www.msci.com).
- Naaborg, I., Scholtens, B., Bol, H., De Haan, J. & De Haas, R. (2003), 'How Important are Foreign Banks in the Financial Development of European Transition countries?'. CESifo Working Paper Series no. 1100.
- Nini, G, 2004, "The role of local banks in promoting external finance, a study of syndicated lending to emerging market borrowers".
- Papi, L. & Revoltella, D. (2003), Foreign Direct Investment in the Banking Sector: Experiences and Lessons from CEECs, in E. Colombe & J. Driffill, eds, 'The Role of Financial Markets in the Transition Process', Physica, pp. 155–178.
- Pathak, S., 2006, Liberalization of Financial Services Under the WTO, The European Money & Finance Forum, Vienna.



- 
- Pelle, S., 2007 Understanding Emerging Markets: Building Business BRIC by BRIC, [www.amazon.com](http://www.amazon.com).
  - Robert E. Litan, Michael Pomerleano, and V. Sundararajan (2002) Strengthening Financial Sector Governance in Emerging Markets, The Brooking Institution, June.
  - Santoso, W. (2010) Role of Foreign Banks in Emerging Economies, ADBI Workshop on Banking Intermediation in Japan on 18 April.
  - Schembri, L (2003): "FDI in emerging markets by Canadian insurance companies: an overview".
  - Swiss Re, 2014, Sigma, No 3/2014.
  - Thomson Financial; Bank of England.
  - World Bank, [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).
  - WTO, 2000, General Agreement on Trade in Services.
  - [www.infosys.com/finacle](http://www.infosys.com/finacle) (2010) Banking in Emerging Economies: Trends and Technology, Building Tomorrow's Enterprise.